

# بررسی تطبیقی فروش استقراضی سهام (Short Selling) با عقود اسلامی

۱۳۱

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال هفتم / شماره ۲۷ / پاییز ۱۳۸۶

محمد طالبی\*  
سیدعباس موسویان\*\*  
حامد سلطانی نژاد\*\*\*

تاریخ تأیید: ۱۳۸۷/۴/۲۰

تاریخ دریافت: ۱۳۸۷/۲/۵

## چکیده

یکی از مهمترین تحولات مالی پیش آمده در بازار سرمایه ایران در قانون جدید اوراق بهادار، بسترسازی قانونی و فرهنگی جهت طراحی و استفاده از ابزارهای جدید است. آنچه حساسیت استفاده از این ابزارها را مضاعف می‌سازد، توجه به مشروعیت سازوکارهای آنها از نقطه نظر فقهی است. به همین علت نیازمند مطالعه همزمان فقهی و مالی این ابزارها هستیم. قرارداد فروش استقراضی سهام یکی از این ابزارهاست. مقاله حاضر افزون بر مطالعه سازوکار اجرایی قرارداد فروش استقراضی سهام در بازارهای سرمایه دنیا به تطابق آن با موازین اسلامی پرداخته است. بدین منظور ابتدا وجود یا عدم وجود موجبات بطلان عقد از نظر شرع مقدس اسلام در این قرارداد بررسی، سپس با عقودهای مورد تایید شرع تطبیق داده شد. جهت رسیدن به یک نظر قاطع و برگرفته از تخصص، نظر خبرگان

\* استادیار دانشگاه امام صادق (ع) و مدیر عامل بانک کشاورزی.

\*\* دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد از دانشگاه امام صادق (ع).

صاحب نظر در زمینه مسائل تلفیقی فقهی - اقتصادی به وسیله پرسشنامه حاوی تطبیق جزء به جزء قرارداد فروش استقراضی با ارکان عمومی عقد و موجبات بطلان عقد اخذ شد و به صورت اظهار نظر کارشناسی حاصل از نظر کارشناسان، به این نتیجه انجامید که فروش استقراضی سهام با سازوکار رایج آن در بازارهای سرمایه دنیا، از دیدگاه فقه امامیه مورد قبول شرع نیست، هرچند می توان با استفاده از راهکارهای پذیرفته شده فقهی، ابزاری نزدیک به آن طراحی کرد..

**واژگان کلیدی:** استقراض، فروش استقراضی، قرض، اجاره، بیع العربون، بیع نقد و سلف.

طبقه بندی JEL: D86

## مقدمه

گسترش روزافزون ابزارهای مالی در بازارهای سرمایه دنیا که جهت پاسخ گویی به تعامل های ریسک و بازده طیف متنوع ریسک پذیر و ریسک گریز سرمایه گذاران پدید آمده است از یک سو و بین المللی شدن و ادغام بورس ها از سوی دیگر، بررسی ابزارهای مالی رایج در بازارهای سرمایه دنیا را ضرورتی اجتناب ناپذیر ساخته است. در کشورمان با توجه به تاکید دین مبین اسلام بر انجام فعالیت های سالم اقتصادی، مطالعه این ابزارها به ویژه از جهت تایید یا عدم تایید شرعی بیشتر محسوس است.

با مطالعه بازارهای سرمایه کشورهای اسلامی شاهد درک این نیاز به وسیله برخی از این کشورها هستیم. نتیجه تجربه های برخی از این کشورها به ظهور ادبیات جدیدی در قالب نظام مالی اسلامی انجامیده است. نظام مالی اسلامی که بیش از چند دهه از بروز آن در ادبیات اقتصادی مالی جهان نمی گذرد، کوشش در شناسایی، بررسی و ارائه روش هایی دارد که بتواند در عین کارایی لازم، توانایی جایگزینی با دیگر ابزارهای متداول و مرسوم در نظام امروزی مالی جهان را داشته باشد و راه حل مناسبی برای خروج از این بحران و آشفتگی ارائه دهد. رسیدن به گزینه مطلوب و نجات بخش از وضعیت فعلی نیازمند شناخت وضعیت موجود است. از این رو به نظر می رسد شناخت ابزارهای رایج در بازارهای سرمایه در دنیا و ارائه رویکرد اصلاحی بتواند جهت تحقق آرمان های تعریف شده در نظام مالی اسلامی مفید فایده باشد.

با توجه به اینکه فروش استقراضی سهام موضوعی از معامله‌های بازار سرمایه شمرده می‌شود و اصولاً جهت پاسخ به برخی نیازهای بازارهای سرمایه پدید آمده است به نظر می‌رسد بررسی مشروعیت آن از دیدگاه فقهی جهت به‌کارگیری آن در بازار سرمایه ایران ضرور باشد. در مقاله ابتدا به معرفی سازوکار فروش استقراضی سهام، سپس به بررسی تطبیق یا عدم تطبیق این سازوکار با عقود اسلامی خواهیم پرداخت. آن‌گاه نزدیکترین راهکار فقهی را ارائه خواهیم کرد.

### تعریف فروش استقراضی سهام

به سرمایه‌گذاری که تعدادی سهام را خریداری کرده و صاحب آن می‌شود مالک سهام می‌گویند و در اصطلاح می‌گویند نسبت به آن سهام در موقعیت مالکیت (یا تملک) قرار دارد. چنین سرمایه‌گذاری، با افزایش قیمت سهام و دریافت سود تقسیمی شرکت سود می‌برد و با کاهش قیمت آن، زیان می‌کند. سرمایه‌گذار مالک، اغلب امید افزایش قیمت در آینده را دارد. در نقطه مقابل، سرمایه‌گذاری است که به استقراض سهام و سپس فروش آن اقدام می‌کند چنین سرمایه‌گذاری در برابر کاهش قیمت اوراق پیش‌گفته سود خواهد برد و در برابر افزایش یا ثبات قیمت ضرر می‌کند.

هنگامی که قرض‌گیرنده سهام، اجازه فروش آن را از مالکش دریافت می‌کند، در حقیقت اوراق بهاداری را می‌فروشد که مالک آن نیست. در اصطلاح به این کار فروش استقراضی سهام گفته می‌شود. پس از انجام این کار گفته می‌شود که سرمایه‌گذار در وضعیت استقراض قرار دارد. البته فروش استقراضی اختصاص به سهام ندارد بلکه هر نوع دارایی مالی می‌تواند موضوع فروش استقراضی قرار بگیرد، سازوکار فروش استقراضی سهام در بین انواع گوناگون اوراق بهادار اندکی متفاوت است. اما اساس کار در همه یکسان و مشابه است (فبوزی، ۲۰۰۴: ص ۲ و ۳).

براساس تعریف کمیسیون معاملات اوراق بهادار آمریکا (SEC: Securities and Exchange Commission)، فروش استقراضی در حقیقت فروش اوراق بهاداری است که فروشنده مالک آن نیست بلکه فروش سهامی است که به یکی از صورت‌های ذیل به‌دست آمده است: به‌وسیله فروشنده قرض گرفته شده است؛

به وسیله کارگزار به حساب (For the account of) وی قرض گرفته شده است. فروشنده سهام استقراضی، به طور معمول سهام را از یک کارگزار - معامله گر (Broker-Dealer) یا سرمایه گذار نهادی (Institutional Investor) - قرض گرفته و به خریدار تحویل می دهد. فروشنده سهام استقراضی بعداً به وسیله خرید سهام یا با استفاده از سهامی که متعلق به خودش است، سهام قرض گرفته شده را به قرض دهنده باز می گرداند و در اصطلاح موقعیت خود را در بازار می بندد (Close out the position).

### هدف های فروش استقراضی سهام

به طور معمول فروش استقراضی سهام به سه هدف مورد استفاده قرار می گیرد (قوانین کمیسیون اوراق بهادار آمریکا نسخه ۵۰۱۰۳-۳۴ جولای ۲۰۰۴).

ا. جهت کسب منفعت در انتظارهای نوسان های منفی قیمت ها، بدین ترتیب که فردی پیش بینی می کند که قیمت سهام خاص در آینده کاهش یابد سهام پیش گفته را از دارنده آن قرض گرفته و در بازار می فروشد و پس از کاهش قیمت، آن را با قیمت پایین تر خریداری کرده و باز پس می دهد و بدین ترتیب از مابه التفاوت قیمت فروش و خرید سود می برد.

ب. جهت افزایش نقدشوندگی بازار، برای مثال، اگر برای سهم یا اوراق بهادار خاصی تقاضا بیش از عرضه باشد و این فزونی تقاضا، باعث افزایش مصنوعی قیمت شود می توان با قرض گرفتن سهام سهامداران و عرضه آن در بازار، نقدشوندگی بازار را افزایش داد.

ج. پوشش ریسک موقعیت خرید در همان سهم یا سهام مرتبط با آن (In the same security or in a related security)، به طور مثال، سهامداری که یک سهم معین را در اختیار دارد، جهت مصون ماندن در برابر کاهش قیمت آن سهم در آینده، به فروش استقراضی به همان تعداد و از همان نوع سهم اقدام می کند، بنابراین در صورت کاهش قیمت سهام در آینده، زیان کاهش قیمت وی پوشش داده می شود، بدون این که مجبور باشد سهام خود را بفروشد.

### سازوکار فروش استقراضی

سازوکار ساده فروش استقراضی بدین ترتیب است که سرمایه گذار تعدادی سهام از کارگزاران قرض می کند، سپس آن ها را می فروشد، بعد به همان تعدادی که استقراض کرده

بود سهام خریداری شده بازپس می‌دهد تا بدین ترتیب فروش استقراضی حذف شود. حذف فروش استقراضی را اغلب در اصطلاح تسویه فروش استقراضی و گاهی رفع استقراض می‌گویند. ممکن است این پرسش پیش آید که کارگزار از کجا سهام می‌آورد تا به سرمایه‌گذار قرض دهد. این کار به‌طور معمول از راه حساب‌های اعتباری انجام می‌شود. کارگزاران بورس با افتتاح حساب اعتباری از صاحبان سهام می‌خواهند توافق‌نامه‌ای را با عنوان «اعلامیه رضایت وام» امضا کنند که بر طبق آن کارگزار حق دارد سهامی را که به حسابشان رفته، به دیگران وام دهد. سهامی که قرض داده می‌شود، هر نوع سود یا هر چیز دیگری که از محل این سهام به صاحبان سهام پرداخت شود، به قرض‌دهنده نیز تعلق خواهد گرفت و حتی وی در صورت تمایل می‌تواند سهامش را بفروشد.

### حساب ودیعه در فروش استقراضی

سرمایه‌گذارانی (قرض‌گیرندگانی) که به انجام معامله‌های استقراضی تمایل دارند باید مبلغی (معادل قیمت فروش به اضافه درصدی بیشتر) را به صورت ودیعه در اختیار کارگزار قرار دهند تا در صورت عدم تحقق پیش‌بینی‌شان مبنی بر کاهش قیمت، یا در صورتی که به هر علتی قرض‌گیرنده نتواند سهام را برگرداند، کارگزار بتواند از محل حساب ودیعه مقاصه کند، این ودیعه در حساب سپرده سرمایه‌گذاری نگهداری می‌شود.

### درآمد قرض‌دهنده

قرض‌دهنده در مقابل استقراض سهام خود بهره دریافت می‌کند. به این بیان که سود حاصل از سپرده سرمایه‌گذاری متعلق به قرض‌دهنده است، پس از بازگرداندن سهام به وسیله قرض‌گیرنده، قرض‌دهنده قسمتی از بهره دریافتی روی حساب سرمایه‌گذاری را به شکل بهره بازپرداختی (Rebate Rate) که از پیش بر روی آن توافق کرده‌اند - به قرض‌گیرنده بر می‌گرداند.

### محدودیت‌های فروش استقراضی

سال ۱۹۳۴ کنگره آمریکا به کمیسیون اوراق بهادار دستور داد تا عملیات فروش استقراضی را در بورس شفاف کند و در پاسخ، کمیسیون اوراق بهادار آمریکا

محدودیت‌هایی را جهت انجام معامله‌های استقراضی وضع کرد که این محدودیت‌ها تا بیش از شصت سال تغییر نیافته باقی ماند. قانون ۱۰a-1 که در سال ۱۹۳۸ تدوین شد، فروشندگان استقراضی را از انجام معامله‌های استقراضی هنگامی که روند قیمت سهم نزولی است منع می‌کند. پس از تصویب این قانون کمیسیون به بررسی کارکرد و ساختار آن پرداخت تا این که در سال ۱۹۹۹ کمیسیون این قانون را به نظرخواهی عمومی گذاشت و نتیجه نظرخواهی عمومی به تصویب قانون SHO انجامید که جایگزین قانون‌های مرتبط با فروش استقراضی سهام گردید. که در این قانون تست قیمتی (short sale price test) فروش استقراضی برای سهامی که از نقدینگی کافی برخوردارند برداشته شد. شایان ذکر است که تست قیمتی براساس قانون سابق یعنی ۱۰ a-1 ایجاد شده بود و بدین قرار بود که قیمت استقراض در فروش استقراضی سهام باید از قیمت جاری آن بیشتر باشد (plus rick) - یا دست‌کم مساوی قیمت جاری آن باشد (zero-plus rick). که این امر از دامن‌زدن فروش استقراضی به کاهش هر چه بیشتر و بعضاً غیرواقعی سهامی که در حال نزول قیمت بودند جلوگیری می‌کرد.

## ریسک‌های مرتبط با فروش استقراضی

### ریسک قرض‌گیرندگان

أ. ریسک فراخوانی: فردی که به فروش استقراضی اقدام می‌کند با ریسک فراخوانی (zero-plus rick) روبه‌رو است. زمانی که قرض‌دهنده سهام، زودتر از موعد مقرر سهامش را مطالبه کند، قرض‌گیرنده با این ریسک روبه‌رو می‌شود.

ب. ریسک فشار ناگهانی: ریسکی که در اثر افزایش ناگهانی قیمت به وجود می‌آید فشار ناگهانی (Short Squeeze) نامیده می‌شود. این ریسک در نتیجه فشار قیمت ناشی از تقاضای زیاد خرید، در یک برهه از زمان اتفاق می‌افتد.

### ریسک قرض‌دهندگان

أ. ریسک طرف مقابل: ریسکی است که در آن قرض‌گیرنده از فراهم کردن وثیقه اضافی جهت جبران افزایش قیمت سهام (برخلاف تصور وی) ناتوان است یا نمی‌تواند اوراق بهادار را برگرداند. زیرا احتمال دارد برخلاف تصور قرض‌گیرنده قیمت سهم افزایش پیدا

کند که در این صورت کارگزار به وی اخطار می‌دهد که مقدار وثیقه‌اش را افزایش دهد. احتمال عدم توانایی قرض‌گیرنده از فراهم آوردن وثیقه اضافی را ریسک طرف مقابل می‌نامند. **ج. ریسک عملیاتی:** این ریسک در صورتی اتفاق می‌افتد که نماینده قرض‌دهنده یا قرض‌گیرنده به مسؤولیت‌های گوناگون خود عمل نکنند. این ریسک می‌تواند باعث عدم کامیابی در جمع‌آوری سودهای تقسیمی و ... باشد.

### قرض‌گیرندگان

بزرگترین قرض‌گیرندگان سهام، شرکت‌های کارگزاری هستند که تقاضا برای فروش استقراضی بر روی میز معامله‌های اختصاصی‌شان را، برای مشتریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری کم ریسک (hedge fund) و دیگر سرمایه‌گذاران اهرمی (leverage investor) تسهیل می‌کنند.

۱۳۷

### مزایا و مضار فروش استقراضی سهام

#### مزیت‌های فروش استقراضی سهام در بازار اوراق بهادار

فروش استقراضی سهام دست‌کم دو مزیت عمده دارد:  
ایجاد نقدینگی در بازار و کارایی قیمت‌گذاری.

کارایی بازار اغلب به وسیله حرفه‌ای‌های بازار مانند بازارسازان (شامل متخصصین) و سهامداران عمده صورت می‌گیرد که عدم توازن موقت ایجاد شده در عرضه و تقاضای اوراق بهادار را جبران می‌کند. فروش استقراضی صورت گرفته در بازار باعث افزایش عرضه برای خریداران می‌شود و ریسک بالارفتن مصنوعی قیمت اوراق بهادار را با افزایش طرف عرضه کاهش می‌دهد. فروشندگان سهام استقراضی نیز با بازخرید اوراق قرض گرفته‌شده باعث افزایش طرف تقاضا خواهند شد.

فروش استقراضی همچنین باعث کارایی قیمت‌گذاری بازار اوراق بهادار می‌شود. بازارهای کارا نیازمند هستند که قیمت به وسیله عرضه و تقاضا تعیین شود یعنی قیمت نشان‌دهنده کل تقاضا و کل عرضه باشد. هنگامی که فروشنده سهام استقراضی در مقابل روند کاهشی یک سهم به سفته‌بازی یا پوشش ریسک اقدام می‌کند، این معامله وی در حقیقت آینه کسی است که آن سهم را به قصد سفته‌بازی و به امید افزایش قیمت یا به

قصد پوشش ریسک در مقابل این افزایش می‌خرد. هر دو طرف معامله یعنی فروشنده سهام استقراضی و خریدار با خرید سهام به یک قیمت و فروش به قیمت بالاتر امید به کسب منفعت یا پوشش ریسک دارند اما آنچه متفاوت است استراتژی دو طرف است. معامله‌گرانی که به بالاتر بودن قیمت سهم نسبت به ارزش واقعی آن معتقدند ممکن است با انجام معامله‌های استقراضی از کاهش قیمت مورد انتظارشان کسب منفعت کنند. این‌گونه معامله‌گران از این جهت باعث افزایش کارایی قیمت می‌شوند که عمل استقراض آنان باعث آگاهی بازار درباره ارزیابی‌شان نسبت به قیمت آینده اوراق بهادار می‌شود. این ارزیابی قیمت بازار را متاثر می‌سازد ((secrules, short sale (b)).

### مضار فروش استقراضی سهام در بازار اوراق بهادار

گرچه فروش استقراضی سهام منافع عدیده‌ای دارد اما می‌تواند از طریق دستکاری (Manipulation) قیمت‌ها ضررهایی را نیز به بازار وارد کند. یک مثال از این دستکاری قیمت، «هجوم به بازار رو به پایین» (Bear Raid) است، و آن زمانی است که عملیات فروش استقراضی به منظور پدیدآوردن عدم توازن در طرف عرضه و حذف تقاضاهای خرید صورت می‌گیرد. فروش استقراضی نامحدود می‌تواند باعث سرعت بخشیدن به حرکت نزولی یک سهم شود و این‌گونه وانمود شود که نزول قیمت سهم به علت مشکل‌های اساسی (Fundamental) مرتبط با آن صورت گرفته است. با توجه به سوءاستفاده‌های صورت گرفته از فروش استقراضی سهام، کنگره آمریکا به کمیسیون اوراق بهادار اجازه داده است که قوانین مدونی جهت جلوگیری از این سوءاستفاده‌ها وضع کند.

### بررسی تطبیقی فروش استقراضی سهام

قبل از بررسی تطبیقی این سوال مطرح است که آیا فروش استقراضی سهام یک عقد محسوب می‌شود؟ برای پاسخ به این سوال لازم است که به تعریف و شروط صحت آن بپردازیم.

#### معنای لغوی و اصطلاحی عقد

راغب در مفردات می‌گوید:

«عقد در ابتدا در اجسام سخت و امور محسوس مثل «عقد الجبل و عقد البناء»<sup>\*</sup> استعمال شده و سپس در مفاهیم و معانی اعتباری مانند عقد بیع و مانند آن و در معنای عهد و پیمان به صورت استعاری به کار رفته است» (راغب اصفهانی، بی تا؛ ۳۴۱).

امام خمینی<sup>ره</sup> نیز در تعریف عقد می نویسد:

«ظاهر این است که در معنای حقیقی عقد، تاکید و توثیق معتبر نیست، همان طور که در معنای استعاری نیز تاکید و توثیق شرط نیست و لفظ عقد در طبیعت موضوعه به کار رفته است و مصحح طبیعت نیز، ادعای این معناست که اضافه اعتباری همانند ریسمان بوده و تبادل دو طرف ریسمان است که به هم پیوند می خورند و گره حاصل می شود ... حاصل اینکه، عقد به معنای استعاری، مطلق معامله است» (موسوی خمینی، بی تا؛ ۱، ۱۰۲).

### تحقق عقد و ارکان آن

حال که روشن شد مطلق معامله را عقد می گویند فقیهان و حقوقدانان اسلامی برای

تحقق عقد و اعتبار قانونی آن اصل های ذیل را لازم می دانند: (گرجی، ۱۳۷۲: ۳).

اول، اعتبار نفسانی طرفین قرارداد یعنی بناء آنان بر تحقق آنچه قصد کرده اند مانند تملیک و تملک عین یا منفعت درباره بیع و اجاره، بناء و قصد پدید آوردن علقه زوجیت در نکاح و تعهد پرداخت دین دیگری در ضمان، با توجه به لزوم اعتبار نفسانی و نقش قصد و اراده در معنای عقد، معامله ها و معاوضه ها را عنوان قصدی نامیده اند چون عنصر قصد و اراده در تحقق عنوان های اعتباری عقدها، دخیل است و تحقق این عنوان ها بدون قصد و اراده واقع نمی شود. روشن است اعتبار نفسانی از افعال نفس است و نفس با فاعلیت خود آن را پدید می آورد.

دوم، انشای اعتبار پیش گفته: یعنی طرفین آنچه را در درون خویش قصد کرده اند به صورتی برای یکدیگر ابراز دارند بنابراین اراده باطنی تا زمانی اعلام نشده و جنبه بیرونی نیافته اثر حقوقی ندارد و قصد متعاملین پس از ابراز، سرچشمه اثر و محقق عنوان عقد است. ابراز و اظهار ممکن است به واسطه قول یا فعل باشد (موسوی بجنوردی، ۱۳۷۱: ۳، ۱۱۶).

سوم، اینکه اعتبار متعاقدین مورد پذیرش عرف و عاقلان باشد - قراردادهای امرهایی هستند

\* عقد البناء به معنای ارتباط و اتصال دادن بین اجزای ساختمان است. در گذشته جهت استحکام ساختمان و اتصال بین دیوارها دو سر چوب و بعداً میله آهنی را در لابلای دو طرف ساختمان می گذاشتند تا اجزای ساختمان نسبت به یکدیگر اتصال و ارتباط محکمی داشته باشد.

که ضرورت عرفی، سبب پیدایش آن‌ها شده است و تا مورد پذیرش عرف نباشد ادله شرعی صحت که موضوع آن همان عقدهای عرفی است آن‌ها را شامل نخواهد شد بنابراین به اتفاق نظرات اندیشه‌وران حقوق اسلامی، فروش چیزهای بدون ارزش و مالیت و چیزهای بدون مالک (مباحات اصلیه پیش از حیات) درست نیست. به عبارت دیگر، مطابق این شرط اعتبار متعاقدان با بنای عرف و عاقلان در تعارض نباشد. چهارم، این که اعتبار پیش گفته مشمول ادله شرعی صحت عقدها هم باشد: چه در غیر این صورت نمی‌توان به اعتبار شرعی عقد حکم کرد. تنفیذ و امضاء اعتبار پیش گفته از ناحیه شارع شرط صحت عقدها است. اگر عقدی به صورت خاص یا عام از ناحیه شارع رد شده باشد مشروع نخواهد بود (میرزای قمی، ۱۳۷۱: ۲، ۴۱)

#### مطابقت فروش استقراضی سهام با ارکان عقد

در میان چهار شرط اصلی عقد، می‌توان گفت که قرارداد فروش استقراضی سهام از سه شرط نخست برخوردار است چرا که در این قرارداد قرض‌دهنده در برابر دریافت مبلغی تحت عنوان نرخ بهره (Rebate Rate)، سهام خود را به طرف دیگر قرض می‌دهد و قرض‌گیرنده نیز به اعتبار کسب منافع حاصل از تفاوت قیمت فروش و خرید مجدد، در انتظار کسب منفعت است. بنابراین هر دو طرف با علم به زوایای موضوع و اراده، به انجام معامله اقدام می‌کنند. بنابراین شرط نخست یعنی «اعتبار نفسانی طرفین قرارداد» برقرار است.

اما درباره شرط دوم یعنی «انشاء اعتبار» با توجه به این که فرایند استقراض مدوّن و ثبت شده است این شرط نیز رعایت می‌شود، زیرا با افتتاح حساب اعتباری، از قرض‌گیرنده خواسته می‌شود توافق‌نامه‌ای را با عنوان «اعلامیه رضایت وام» (Loan Consent Agreement) امضا کند که بر طبق آن کارگزار حق دارد سهام وی را به دیگران وام دهد و سهام قرض داده‌شده نزد کارگزار و سازمان بورس به ثبت می‌رسد.

با توجه به این که موضوع مورد معامله سهام است که دارایی مالی شمرده می‌شود و ارزش دارایی مالی به پشتوانه‌های فیزیکی آن و جریان‌های نقدی مورد انتظار از آن است؛ بنابراین سهام قرض داده‌شده، ارزش و مالیت داشته و شرط سوم نیز در معامله‌های استقراضی برقرار است.

اما درباره شرط چهارم از آنجا که معامله‌های استقراضی سهام در درون خود متضمن

چندین معامله و قرارداد از جمله قرارداد کارگزار با قرض‌دهنده و از سوی دیگر، قرض‌گیرنده و طرف چهارم یعنی مؤسسه یا بانک امین است و از سوی دیگر، مستلزم شرط‌های عرفی ضمن عقد این معامله است که نیازمند بررسی و تطبیق با عقود مشروع است نمی‌توان گفت که شرط چهارم برقرار است یا خیر؟ در بحث‌های تطبیقی آینده به این مسئله خواهیم پرداخت.

### اصل صحت عقود و فروش استقراضی سهام

براساس عموم و اطلاق آیه‌ها و روایت‌هایی چون آیه «اوفوا بالعقود» و «تجارة عن تراض»، حدیث «المومنون عند شروطهم» و «الناس مسلطون علی اموالهم» و اصل آزادی قراردادهای، اصل اولی لفظی در قراردادهای صحت و لزوم آنهاست مگر اینکه آن قرارداد با یکی از ضابطه‌های عمومی یا اختصاصی قراردادهای تنافی داشته باشد، بنابراین فروش استقراضی سهام می‌تواند جزو قراردادهای صحیح و لازم قرار گیرد، زیرا این عقد جزو عقود مستحدثه شمرده می‌شود و با توجه به جواز عمومی و کلی شرع درباره آنچه در میان عرف و عاقلان درباره معامله‌ها رواج دارد مگر در موردی که شرط و خصوصیتی را خلاف هدف‌ها و مقاصد دانسته یا مفسده داشته مثل معامله ربوی یا معامله غرری، کلیه عقود، از جمله فروش استقراضی سهام می‌تواند مشمول عمومات و اطلاقات ادله که شارع به صورت کلی بیان کرده باشد.

### مورد کاوی موجبات بطلان عقد در فروش استقراضی سهام

بنابراین باید بررسی شود که آیا این عقد با تمام لوازم و ملحقاتش با موردی که باعث بطلان عقد می‌شود را دارد یا خیر؟ همان‌طور که گذشت موردی که باعث بطلان عقد می‌شود در شرع مقدس محصور و مشخص شده است. به عبارت دیگر، چون شارع مقدس واضح عقدها نبوده و عقدها به تناسب نیاز بشر پدید آمده‌اند و نقش شرع مقدس در این‌جا نقشی امضایی و نه تأسیسی بوده است، بنابراین در صورتی که عقدهای با اصل‌ها و مبانی امضایی شرع در تناقض و تضاد نباشد، می‌توان به صحت شرعی آن حکم کرد. حال به بررسی وجود یا عدم وجود عنصرهای مبطل در فروش استقراضی سهام می‌پردازیم، عنصرهایی که احتمال می‌رود این قرارداد از آن جهت‌ها مشکل داشته باشد.

### غرر و فروش استقراضی سهام

غرر از دو ناحیه ممکن است در این معامله راه پیدا کند.

أ. توجه غرر درباره قرض گیرنده؛

ب. توجه غرر درباره قرض دهنده؛

غرر زمانی تحقق پیدا می کند که یکی از طرفین معامله به یکی از جهت های معامله جاهل باشد و از ناحیه آن جهل، برای وی احتمال حصول ضرری در بین باشد یا این که یکی از طرفین قرارداد قصد فریب دیگری را داشته باشد. در فروش استقراضی سهام در صورتی که قیمت سهام برخلاف انتظار قرض گیرنده کاهش نیابد یا افزایش پیدا کند از دو جهت ضرر متوجه قرض گیرنده خواهد شد.

أ. بهره ای که به قرض دهنده بابت استقراض سهام پرداخته است؛

ب. مبلغ افزایش قیمت سهام نسبت به قیمتی که سهام استقراضی را فروخته است.

با توجه به این که قرض گیرنده با علم به وجود این دو ریسک به استقراض اقدام می کند غرر به معنای ضرر ناشی از جهل منتفی است و اگر غرر را به معنای فریفتن و گول زدن بدانیم می توان گفت در این جا هیچ گونه غرری وجود ندارد، زیرا قرض دهنده هیچ گاه قصد فریب قرض گیرنده را ندارد و در بسیاری از موردها حتی دو طرف معامله (قرض دهنده و قرض گیرنده) یکدیگر را نمی شناسند زیرا همان طور که پیش از این گذشت کسانی که تمایل به قرض دادن سهامشان داشته باشند می توانند به کارگزار مراجعه کرده و اعلامیه رضایت وام (Loan Consent Agreement) را امضا کنند و از این به بعد، کارگزار است که طرف معامله قرار می گیرد و در صورت افزایش قیمت سهام از راه حساب های ودیعه مقاصه می کند. به عبارت دقیق تر اگر ریسک و ضرری قرض گیرنده را تهدید می کند از قرارداد فروش استقراضی سهام ناشی نیست بلکه ماهیت فعالیت های سرمایه گذاری در بازار اوراق بهادار، ریسک پذیری است.

درباره قرض دهنده نیز غرری متوجه وی نمی شود زیرا با توجه به این که کسانی که به فروش استقراضی سهامشان تمایل دارند به طور معمول پیش بینی افزایش قیمت را دارند و بنای آن ها بر نگهداری سهام است، بنابراین اگر براساس پیش بینی های قرض گیرنده قیمت سهام کاهش پیدا کند چون بنای نخستین قرض دهنده نگهداری سهام بوده است وضعیت دارایی وی در حالت قرض دادن و قرض ندادن تغییری نمی کند یعنی اگر عمل استقراض

صورت نمی‌گرفت، وضیت دارایی‌های وی همین بود افزون‌بر اینکه در حالت استقراض مبلغ بهره‌ای نیز به دارایی وی اضافه می‌شود. همچنین این امکان در فروش استقراضی قرار داده شده است که قرض‌دهنده هر زمان که تمایل داشت سهام خود را بفروشد، از بهره استقراض صرف‌نظر کرده و سهام خود را مطالبه کرده و به فروش رساند و در صورتی که قرض‌دهنده به علت تقاضای فراوان آن سهم یا مسایل دیگر نتواند سهام قرض گرفته‌شده را بازخرید کرده و برگرداند، قرض‌دهنده می‌تواند از محل حساب‌های ودیعه مقاصه کند.

### سفهی بودن فروش استقراضی سهام

یکی از موردهایی که باعث بطلان عقد می‌شود سفهی بودن عقد است. درباره عقد فروش استقراضی می‌توان گفت که این عقد سفهی شمرده نمی‌شود، زیرا کسانی که به این معامله اقدام می‌کنند حساب کار خود را به‌خوبی کرده و تجاربی اندوخته‌اند و با انجام تحلیل‌های تکنیکی (Technical Analyses) و بنیادین (Fundamental analyses)، به استقراض اقدام می‌کنند، ریسک‌های مرتبط با آن را محاسبه می‌کنند و از سوی دیگر، برخی از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری کم‌ریسک (Hedge Funds) جهت پوشش ریسک پرتفوی خود سهام قرض می‌دهند.

### فروش استقراضی سهام و تعلیق در عقد

از جمله شرط‌های صحت عقدها، تنجیز عقد شمرده شده است یعنی عقد باید منجز باشد و عقد منجز چنین تعریف شده است:  
«عقد منجز آن است که تاثیر آن بر حسب انشاء، موقوف به امر دیگری نباشد والا معلق خواهد بود» (قانون مدنی ایران، ماده ۱۸۹).

ممکن است این شبهه مطرح شود که انتفاع‌بردن از فروش استقراضی سهام و هدف از انجام آن کسب منفعت در بازار نزولی است و نزولی شدن بازار امری معلق است و محرز نیست. در پاسخ از این شبهه می‌گوییم، تعلیق عقد در دو صورت مشکل‌ساز است، یکی زمانی که اصل انشا معلق شود؛ دوم زمانی که سرچشمه (اثر عقد مانند ملکیت و تعهد) معلق شود و در فروش استقراضی سهام هیچ‌یک از این دو نیست. بلکه انشا و سرچشمه هر دو منجز هستند و به محض وقوع عقد، هر دو، انشا و اعتبار شده‌اند یعنی با انشای عقد فروش استقراضی سهام، تعهد بازخرید و بازگرداندن سهام به‌وسیله قرض‌گیرنده نیز تحقق یافته

است. طرفین به طور منجز و قطعی درباره پدید آوردن التزام تصمیم گرفته‌اند.

### فروش استقراضی سهام و ربا

با توجه به ماهیت «استقراضی بودن» فروش استقراضی سهام و مسایل مطرح درباره ربای قرضی، یکی از شبهه‌هایی که در فروش استقراضی سهام مطرح می‌شود، ربوی بودن آن است، زیرا فرد قرض‌دهنده افزون بر اصل سهام استقراضی، مبلغی اضافه نیز دریافت می‌کند که این زیادت دریافتی ربا شمرده می‌شود. البته این ربا در صورتی وجود خواهد داشت که ما فروش استقراضی را در قالب قرض تعریف کنیم اما اگر بتوانیم در قالب عقود دیگر آن را تعریف کنیم شاید بتوان این اشکال را برطرف کرد. که در بحث‌های آینده بدان خواهیم پرداخت.

### فروش استقراضی سهام و قمار

از مبطلات دیگر عقد که در متن‌های فقهی بدان اشاره شده، قماری بودن عقد است. قمار را در شکل عقد چنین تعریف کرده‌اند:

قراردادی است که به موجب آن هر قمارکننده‌ای متعهد می‌شود که هرگاه بازی قمار را باخت به قمارباز دیگر، مبلغی از پول یا چیز دیگری را که بر آن توافق کرده‌اند پرداخت کند» (سنه‌وری، ۲، ۹۸۵).

کار دیگری که با قمار، شباهت فراوان دارد، شرط‌بندی یا «رهان» است، رهان، چنین تعریف شده است:

«رهان، قراردادی است که به موجب آن هر یک از دو طرف عقد رهان متعهد می‌شود در صورتی که گفته‌وی در پیش‌بینی واقع‌های درست نیاید به دیگری که حرفش درست بیاید مبلغی از پول یا چیز دیگری را که بر آن توافق کرده‌اند پرداخت کند» (همان).

از نظر فقه اسلام، قمار و شرط‌بندی حرام است فقط در شرط‌بندی و گروگذاری دو مورد استثنا شده است و آن «سبق و رمایه» است.

ممکن است عده‌ای با توجه به شرط مندرج در عقود استقراضی مبنی بر اخطار افزایش حساب و دیعه قرض‌گیرنده در صورت افزایش قیمت سهام، آن را قمار برشمرند که این مسئله منتفی است زیرا هدف کارگزار از اعلام اخطار افزایش و دیعه، کسب پشتوانه‌های کافی جهت جبران خسارت احتمالی به قرض‌دهنده در صورت عدم پرداخت است و به قصد کسب درآمد از راه قمار و شرط‌بندی (رهان) نیست.

## فروش استقراضی سهام و فروش مال غیر

برخی از صاحب‌نظران اسلامی فروش استقراضی سهام را مصداق فروش مال غیر دانسته و آن را حرام دانسته‌اند و به این روایت مشهور نبوی اتکا کرده‌اند که:  
«لَا تَبِيعَ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ» (نجفی، ۱۳۶۵: ۱۸، ۴۷).  
«چیزی را که مالک آن نیستی نفروش».

با توجه به این روایت در صورتی که نتوان توجیه شرعی بر صحت بیع صورت گرفته در این عقد بیابیم این اشکال وارد است.

در پاسخ از این اشکال می‌گوییم: در فروش استقراضی سهام یا قرارداد پایه، قرارداد قرض است که در این صورت قرض‌گیرنده مالک سهام است و مال خودش را می‌فروشد یا قراردادی غیر از قرض است و فروشنده سهام استقراضی، مالک نشده است در این فرض با توجه به اینکه فروش ملک غیر با رضایت مالک است اشکالی ندارد، چون فرض این است که در فروش استقراضی سهام، مالک سهام با اطلاع و آگاهی کامل به این معامله اقدام می‌کند.

## عقدهای قابل تطبیق

با توجه به شکل و ظاهر قرارداد فروش استقراضی سهام و اجزای گوناگون آن به نظر می‌رسد بتوان شباهت‌هایی میان این عقد و برخی از عقدهای معروف و رایج که تجویز شرعی داشته باشند پیدا کرد. در این بخش به تطبیق این عقدها با قرارداد فروش استقراضی سهام خواهیم پرداخت.

## بیع العربون

مرحوم کلینی، بیع العربون را چنین تعریف می‌کند:

«عربون (به فتح عین و راء) به این صورت است که کسی کالایی را بخرد و چیزی به صاحب آن پرداخت کند. به این عنوان که اگر بعداً معامله را انجام داد، جزئی از قیمت شمرده شود والا متعلق به صاحب کالا بوده و به مشتری باز نمی‌گردد» (کلینی، بی تا: ۵، ۲۲۳).

در تعریف دیگری چنین آمده است:

«عربون جزئی از قیمت است و مشتری به نفع فروشنده شرط می‌کند که اگر برگردد و معامله را انجام دهد، این مبلغ جزو ثمن باشد والا عربون در عوض آنچه که وی را از

فروش منع کرده است، متعلق به فروشنده است».

بیع العربون از نظر فقه امامیه صحیح است و علت آن روایتی از امیرالمومنین علیه السلام است: «کان امیرالمومنین علیه السلام یقول: لایجوز بیع العربون الا ان یکون نقدا من الثمن» (همان: ۵، ۲۲۳). امیرالمومنین علی علیه السلام می‌فرماید: بیع العربون جایز نیست مگر اینکه به صورت نقدی و جزئی از ثمن باشد.

همان‌طور که مشاهده می‌شود بین این عقد و فروش استقراضی سهام شباهت‌هایی وجود

دارد اما در تطابق این عقد با فروش استقراضی سهام دو مورد تفاوت عمده وجود دارد:

۱. همان‌طور که در روایت امیرالمومنین علیه السلام مشاهده می‌شود عربون باید بخشی از ثمن شمرده شود، اما در فروش استقراضی سهام، بهره پرداختی در حقیقت به صورت هزینه فرصت ناشی از نگهداشت سهام به وسیله قرض‌گیرنده در دوران استقراض شمرده شده و مازاد بر سهام بازخریدی و بازگشتی است؛

۲. در بیع العربون عملیات صورت گرفته بیع محسوب شمرده می‌شود، و در برابر کالا، قیمت آن پرداخت می‌شود، اما در فروش استقراضی عملیات قرض انجام می‌شود و پس از طی دوران استقراض سهام بازخرید شده به همان تعدادی که قرض گرفته شده بود بازگردانده می‌شود.

بنابراین نمی‌توان فروش استقراضی سهام را مصداق بیع العربون دانست افزون بر اینکه برخی از عالمان در صحت بیع العربون و صحت استنادهای آن شک وارد ساخته‌اند (حلی، ۱۴۱۷: ۱، ۵۸۶؛ نووی، بی تا: ۳۳۵).

### عقد اجاره

نکته قابل تأمل در تطابق فروش استقراضی سهام با عقد اجاره این است که در اجاره، اجازه استفاده و بهره‌برداری از مال به مستاجر داده می‌شود اما مستاجر حق فروش مال به غیر را ندارد. حال اگر فرض کنیم که موجر سهام خود را در مقابل مبلغی اجاره دهد و در ضمن عقد حق فروش را به مستاجر اعطا کند، به‌ویژه اینکه در فروش استقراضی، سهام مستاجر عینی نبوده و مثلی شمرده می‌شود (به‌طور مثال، مستاجر به جای ۲۰۰ سهم شرکت الف، ۲۰۰ سهم دیگر از همان شرکت را جایگزین می‌کند) شاید بتوان فروش استقراضی سهام و عقد اجاره را مشابه یکدیگر دانست.

اشکال مهم این تطبیق آن است که در عقد اجاره، بقا عین یکی از شرط‌های اصلی و

اساسی است (سیدزیدی، بی تا: ۲، ۵۷۶). این نکته در قرارداد فروش استقراضی رعایت نشده است. به عبارت دقیق تر در فروش استقراضی، سهام به قصد فروش گرفته می شود و قصد بقای عین برای هیچ یک از طرفین وجود ندارد همان طور که موجد بعد از فروش دارایی حق گرفتن اجاره بها ندارد در حالی که در فروش استقراضی صاحب سهام در دوره استقراض سود سهام و بهره استقراض دریافت می کند.

### بیع الخيار

در متن های فقه اسلامی در بخش مربوط به بیع و احکام آن، اجازه داده شده است که طرفین اختیار فسخ بیع را در صورت تحقق وضعیت گوناگونی که پس از بیع رخ می دهد، داشته باشند که البته این شرطها باید در ضمن عقد ذکر شود. یکی از این موارد بیع الخيار است. بیع الخيار، معامله ای است که در آن فروشنده شرط می کند که پس از گذشت مدت مشخصی از انجام معامله امکان رجوع و فسخ قرارداد را داشته باشد و اگر طی این مدت مشخص رجوع نکرد معامله فروش قطعی تلقی شود (حلی، ۱۴۱۷: ۱، ۵۲۱).

می توان مشاهده کرد که بیع الخيار از بسیاری جهات با فروش استقراضی سهام شباهت دارد. قرض دهنده می تواند چنین شرط کند که سهام را به قرض گیرنده می فروشد مشروط بر اینکه اگر تا تاریخی مشخص (مدت استقراض) سهام را طلب کند قرض گیرنده سهام را به وی برگرداند به طور معمول در فروش استقراضی، قرض گیرنده پس از انقضای مهلت تعیین شده در قرارداد تقاضای بازگشت سهام را می کند. قرض گیرنده نیز تعداد سهامی را که قرض گرفته بود از بازار تهیه کرده و باز می گرداند. اما تفاوت هایی نیز وجود دارد؛ تفاوت نخست اینکه در بیع الخيار کل قیمت هنگام انجام معامله به وسیله فروشنده اخذ می شود اما در فروش استقراضی فقط مبلغ کمی به صورت بهره دریافت شود، تفاوت دوم اینکه در بیع الخيار بعد از برگرداندن عین، بهای کالا نیز برگردانده می شود و تفاوت سوم اینکه در بیع الخيار منافع دارایی متعلق به خریدار است در حالی که در فروش استقراضی سهام، سود آن سهام در دوره استقراض مربوط به قرض دهنده است.

### قرض

از آنجا که متخصصان مالی لفظ فروش استقراضی را برای سازوکار مورد بحثمان

برگزیده‌اند و آن را نوعی قرض دانسته‌اند، یکی از عقدهایی که جهت بررسی تطبیق، به ذهن متبادر می‌شود «قرض» است. البته شایان ذکر است که این ترجمه بیشتر به علت استعمال لفظ قرض دهنده (Lender) و قرض گیرنده (Borrower) در متن‌های لاتین آن بوده است. حال بهتر است نگاهی به متن‌های اسلامی و تعریف آن‌ها از قرض بیندازیم: در تعریف قرض آمده است:

«قرض تملیک مال است در مقابل عوضی که بر ذمه قرض گیرنده است که این عوض مثل مال است یا قیمت آن» (موسوی خویی، ۱۳۶۶: ۲، ۸۱).

در تعریف دیگر آمده است:

قرض تملیک عین مال است بشرط ضمان مثل یا قیمت مال (همان: ۲، ۸۱).

همان‌طور که در عبارات‌های پیشین مشاهده می‌شود در قرض آنچه از طرف قرض دهنده مطالبه می‌شود، مثل یا قیمت مال قرض داده شده است و چیزی مازاد بر آن پرداخت نمی‌شود، اما در فروش استقراضی در برابر سهام قرض داده شده، بهره‌ای به قرض دهنده پرداخت می‌شود، بنابراین مضمون تعریف قرض همراه با زیاده می‌شود که همان رباست (روحانی، بی تا: ۱۵، ۲۷۳).

از سوی دیگر همان‌طور که در تعریف‌های پیش گفته مشاهده می‌شود، قرض را تملیک مال معرفی کرده‌اند، بنابراین هنگامی که قرض گیرنده سهام را قرض می‌گیرد، سهام به ملکیت وی درمی‌آید و طبق تعریف قرض باید تمام متعلق‌های سهام نیز طبق اصل «تبعیت نما از اصل» به وی تعلق گیرد، در صورتی که در فروش استقراضی سهام این‌گونه نیست و سود سهام و دیگر تعلق‌های آن در ملک قرض دهنده باقی می‌ماند. بنابراین فروش استقراضی سهام با قرض نیز تطابق کامل ندارد.

### خرید و فروش همزمان نقد و سلف سهام

فروش استقراضی سهام زمانی اتفاق می‌افتد که مالک سهام انتظار دارد در آینده قیمت سهام ثابت مانده یا بالا رود بر این اساس می‌کوشد سهام خود را نگهداری کند تا افزون بر سود سهام از افزایش قیمت سهام نیز منتفع شود در مقابل، قرض گیرنده انتظار دارد قیمت سهام پیش‌گفته کاهش پیدا کند در این فرض وی به صاحب سهام پیشنهاد فروش استقراضی را می‌دهد، صاحب سهام می‌بیند با قرض دادن سهام خود، افزون بر حفظ اصل

سهام و استفاده از سود آن، مبلغی هم به صورت بهره دریافت می‌کند و این برای اعطای قرض انگیزه می‌شود.

حال که نمی‌توان از راه فروش استقراضی این معامله را تصحیح کرد و به آن هدف‌ها رسید، می‌توان از راه انجام همزمان قرارداد فروش نقد و خرید سلف سهام تا حدود فراوانی به آن هدف‌ها دست یافت، بدین ترتیب که مالک سهام ابتدا سهم خود را به قیمت روز (برای مثال هر سهم ۱۰۰ ریال) به صورت نقد به فرد دیگر می‌فروشد، سپس همان مقدار از همان سهام را به صورت سلف (برای مثال شش ماهه) از وی می‌خرد، قیمت سلف به گونه‌ای تعیین می‌شود تا سود مورد انتظار سهام و مبلغی معادل بهره، برای صاحب سهام تامین شود برای مثال، اگر مالک سهام انتظار دارد طی مدت شش ماه آینده مبلغ پنج ریال برای هر سهم سود ببرد و پنج ریال دیگر (به صورت معادل بهره) می‌خواهد تا وارد معامله شود قیمت سلف را نود ریال برای هر سهم قرار می‌دهند به این ترتیب مالک سهام با فروش نقدی سهم خود مبلغ صد ریال به ازای هر سهم از دیگری طلبکار خواهد بود در مقابل به ازای خرید سهم به صورت سلف، مبلغ نود ریال به ازای هر سهم به وی بدهکار خواهد بود. در نتیجه با دریافت ده ریال مابه‌التفاوت قیمت دو معامله، سهام را در اختیار وی قرار می‌دهد وی با فروش آن در بازار مبلغ صد ریال به ازای هر سهم به دست می‌آورد و از راه کارگزار بورس در بانک سپرده‌گذاری می‌کند سپس در سررسید سلف به خرید سهام اقدام کرده به مالک سهام تحویل می‌دهد و چنانکه نکول کند کارگزار بورس از محل سپرده بانکی تقاص می‌کند. به این ترتیب مالک سهام به اصل سهام خود می‌رسد، مبلغی به صورت جایگزین سود سهام به دست می‌آورد و هم چنین مبلغی به صورت جایگزین بهره در روش فروش استقراضی به دست می‌آورد؛ اما فرد دوم اگر پیش‌بینی که کرده بود تحقق پیدا کند و بتواند سهام را به قیمتی پایین‌تر از نود ریال (قیمت سلف) خریداری کند از دو جهت سود می‌برد یکی از محل سود سپرده‌گذاری، دوم از محل اختلاف قیمت خرید و فروش؛ اما اگر پیش‌بینی اش صحیح نباشد ممکن است از این معامله خسارت ببیند.

### بررسی راهکار خرید و فروش همزمان نقد و سلف سهام

۱. اگر در خرید و فروش همزمان نقد و سلف سهام یکی از قراردادها در دیگری شرط شود، به این بیان که فروشنده به خریدار بگوید: به شرطی سهام خود را به صورت نقد به تو می فروشم که همان مقدار سهام را به صورت سلف به فلان مبلغ به من بفروشی، در این صورت شبهه بیع العینه و شبهه فرار از ربا پیش می آید. برای پرهیز از چنین مسئله‌ای، مالک سهام با واگذاری سهام خود به کارگزار بورس به وی وکالت می‌دهد در صورت فراهم بودن زمینه برای خرید سلف سهام به قیمت معلوم، بتواند سهام وی را به صورت نقد فروخته و به همان میزان از خریدار یا از هر کس دیگر به صورت سلف سهام بخرد.
۲. در فروش استقراضی سهام هیچ سررسید مشخصی جهت بازگرداندن سهام وجود ندارد و وابسته به اراده قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده است اما در بیع سلف، خریدار سلف پیش از سررسید حق مطالبه ندارد هر چند فروشنده سلف می‌تواند پیش از سررسید بپردازد.
۳. در خرید و فروش نقد و سلف سهام، اصطلاح‌های فروش استقراضی، قرض‌گیرنده و قرض‌دهنده صادق نیست و باید از اصطلاح‌های مناسب چون خرید و فروش همزمان، خریدار و فروشنده استفاده کرد.
۴. این نوع معامله گرچه هدف‌های مورد انتظار از فروش استقراضی را پوشش می‌دهد اما سازوکار عملیاتی آن با فروش استقراضی متفاوت است و باید سازوکار جدیدی برای آن طراحی کرد.

### مطالعه میدانی تحقیق

از آنجا که مقاله حاضر از نوع تحقیق‌های تطبیقی کاربردی است، برای بررسی پرسش‌های پژوهش افزون بر روش تحقیق وصفی - تطبیقی با استفاده از تحقیق‌های کتابخانه‌ای از روش تحقیق‌های میدانی با استفاده از پرسشنامه که در بین مجموعه‌ای از خبرگان مالی اسلامی توزیع شده است، نیز بهره گرفته‌ایم. در این تحقیق مراحل ذیل انجام گرفته است:

۱. شناسایی سازوکار معامله‌ها از کتاب‌ها، مقاله‌ها و اینترنت، که چارچوب کلی مطالب از دو کتاب *Short selling, Strategies, Risks and Rewards* و *The Art of Short selling*

به تناسب از متن‌های قوانین بورس‌ها استفاده شده است؛

۲. تمام عقود اسلامی که به نوعی با این عقد قابل تطبیق هستند، از متن‌های اسلامی استخراج و بررسی و تحلیل شدند. از میان تمام عقود اسلامی، عقود بیع العربون، عقد اجاره، بیع‌الخیار، و ترکیب برخی از این عقود و کاربری آن‌ها در جهت تطبیق تشریح شده است؛

۳. ابعاد و جزئیات معامله‌های استقراضی با شرایط عمومی و خاص عقود اسلامی تحلیل و تطبیق شده با استفاده از پرسشنامه از خبرگان مالی اسلامی کاوش شد؛

۴. براساس ادبیات موضوع و مشورت با صاحب‌نظران مالی و اسلامی پرسشنامه‌ای جهت اخذ نظر خبرگان طراحی شد؛

۵. جامعه آماری و نمونه آماری انتخاب شدند؛

۶. با مراجعه حضوری به خبرگان مالی اسلامی پرسشنامه‌ها تکمیل و مراحل تجزیه و

تحلیل و نتیجه‌گیری انجام شد.

### تشکیل جامعه و نمونه آماری

در این تحقیق، جامعه آماری کارشناسان و صاحب‌نظران آشنا به بحث‌های اقتصادی و تأمین مالی و همچنین آگاه به بحث‌های فقهی مربوطه (دست‌کم در سطح خارج فقه) در سطح تهران و قم بوده و ویژگی‌های ذیل را دارند:

۱. تسلط به بحث‌های اقتصادی به‌ویژه عقود اسلامی؛

۲. تحصیلات حوزوی در حد خارج فقه؛

۳. آشنا و تسلط به مبانی اقتصاد و نظام مالی اسلامی؛

تعداد کارشناسان پیش‌گفته نمونه آماری این تحقیق سی نفر بوده‌اند.

### نتایج حاصل از مطالعه میدانی

نتیجه مطالعه میدانی براساس نظرهای خبرگان فقهی نمونه آماری پژوهش به شرح ذیل

خلاصه می‌شود:

أ. براساس نظر کارشناسان، قرارداد فروش استقراضی سهام با ارکان عمومی عقد

منطبق است زیرا:

- در قرارداد فروش استقراضی سهام شرط اعتبار نفسانی طرفین قرارداد با لحاظ بنای آنان بر تحقق تعهدها صادق است؛

- شرط انشای اعتبار در قرارداد فروش استقراضی صادق است؛

- شرط اعتبار متعاقدين در قرارداد فروش استقراضی صادق است؛

- در قرارداد فروش استقراضی سهام اعتبار پیش گفته در بند پیش مشمول ادله شرعی صحت عقدها هم هست.

ب. براساس نظر کارشناسان برخی از موجبات بطلان عقد در قرارداد فروش استقراضی

سهام وجود دارد؛

- فروش استقراضی سهام ربوی است؛

- فروش استقراضی سهام غرری نیست؛

- فروش استقراضی سهام سفهی نیست؛

- روش استقراضی سهام عقدی معلق شمرده نمی شود؛

- فروش استقراضی فروش مال غیر شمرده نمی شود.

ج. فروش استقراضی سهام با هیچ یک از عقدهای قرض، بیع العربون و بیع الخيار

(که در نگاه نخست به نظر می رسد شباهتهایی با آنها داشته باشد) قابل انطباق نیست.

بنابراین نظر خبرگان فقهی در مورد فروش استقراضی سهام این است که این عقد با

اصل مهم ربوی نبودن عقد مغایرت دارد و از آنجا که حتی یک مورد عدم تطبیق با

موازین فقهی می تواند در صحت فقهی قرارداد فروش استقراضی سهام اشکال پدید آورد.

بنابراین عدم پذیرش هر یک از فرضیه های فرعی به معنای عدم پذیرش فرضیه اصلی

مربوطه خواهد بود.

با توجه به مردود شدن فرضیه های فرعی مربوط به خلف فرضیه اصلی تحقیق، فرضیه

اصلی تحقیق مبنی بر عدم تطبیق فروش استقراضی سهام با عقدهای اسلامی پذیرفته

می شود و یگانه راه حل، استفاده از راهکارهای جایگزین است که نزدیکترین آنها خرید و

فروش همزمان نقد و سلف سهام است.

## منابع و مأخذ

### أ. فارسی و عربی

قرآن کریم.

۱. ابن عربی، محمد بن عبدالله، بی تا، احکام القرآن، ۲، بیروت: دارالکتب العلمیه.
۲. انصاری، شیخ مرتضی، ۱۳۷۵ش، مکاسب، بی تا: بی جا.
۳. پاول اس، میلز، جان آر، پرسلی، ۱۳۸۲ش، ابزارهای تأمین مالی در اسلام، مترجمان یدالله دادگر، سیداسحاق علوی، قم: مؤسسه انتشارات دانشگاه مفید، اول.
۴. جمالی زاده، احمد، ۱۳۷۷ش، پایان نامه «بررسی فقهی عقد بیمه»، تهران: دانشگاه تهران.
۵. حسینی مراغی، میر عبدالفتاح، بی تا، العناوین، ۲، بی تا: بی جا.
۶. حلی (علامه)، ۱۴۱۷ق، تذکرة الفقهاء، تهران: چاپ ستاره.
۷. خوانساری، موسی، ۱۴۱۸ق منیة الطالب، ۱، قم: مؤسسه نشر اسلامی، اول.
۸. راغب اصفهانی، بی تا، مفردات، قم: چاپ اسماعیلیان.
۹. صالح آبادی، علی، ۱۳۸۲ش، «بورس بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام»، تهران: فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق علیه السلام، ش ۲۰.
۱۰. صانعی، سید مهدی، بی تا، قواعد فقه، ترجمه القواعد و الفوائد شهید اول، مشهد: انتشارات دانشگاه فردوسی مشهد.
۱۱. طباطبایی، سید محمد حسین، ۱۳۹۴ق، المیزان فی تفسیر القرآن، تهران: دارالکتب الاسلامیه، سوم.
۱۲. حکیم، سید محسن، ۱۳۷۱ش، نهج الفقاهه، ۱، نجف: بی تا.
۱۳. \_\_\_\_\_، ۱۴۰۴ق، مستمسک العروه، قم: کتابخانه آیت الله مرعشی علیه السلام.
۱۴. قمی، میرزا ابوالقاسم، ۱۴۱۳ق. جامع الشتات، تهران، مؤسسه کیهان.
۱۵. کلینی، ابوجعفر محمد بن یعقوب بن اسحاق، بی تا، الکافی، تصحیح علی اکبر غفاری، تهران: دارالکتب الاسلامیه.

۱۶. گرجی، ابوالقاسم، ۱۳۷۲ش، مقالات حقوقی، ۱، تهران، انتشارات دانشگاه تهران.
۱۷. مجلسی، محمدباقر، ۱۴۰۳ق، بحار الانوار، بیروت، مؤسسه الوفاء.
۱۸. موسوی بجنوردی، میرزا حسن، ۱۳۷۱ش، القواعد الفقهیه، ۳، قم: اسماعیلیان.
۱۹. موسوی خویی، سید ابوالقاسم، ۱۳۶۶ش، مصباح الفقاهه، قم: انتشارات امیر.
۲۰. نجفی، محمد حسن، ۱۳۶۵ش، وسائل الشیعه، تحقیق شیخ عباس قوچانی، قم: دارالکتب الاسلامیه.

#### ب. انگلیسی

1. Anchada Charoenrook and Hazem Daouk, 2003, The Owen School Of management, press.
2. Andrew Lilico, The Role and Regulation Of Short Selling, Staff Working Paper.
3. Arturo Bris, Short Sales and Markets Around the World, Yale school of management pub.
4. Arturo Bris, Short Sales and Markets Around the World, Yale school of management pub.
5. Asquit, P. and H. Mendelson, 1986, Asset Pricing and Bid-Ask Spread, Journal of financial Economics, 17.
6. Charles M. Jones, 2003, Graduate School of Business, Shorting restrictions, Liquidity and return, Columbia University perss.
7. Frank J. Fabozzi, 2004, Short selling, Strategies, Risks and Rewards, Wiley Press, 2004.
8. Islamic Finance Journal, Autumn 2005.
9. Kathryn F. Staley 1997, The Art of Short Selling, John Wiley Press.
10. Lauren Cohen, Supply and Demand Shifts in the Shorting Market, Harvard Business School, December 2005
11. Owen A. Lamont, Short Sale Constrains and Overpricing, Yale

School of Management press.

12. Report On Transparency Of Short Selling, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.
13. SEC rules, Short Sale (A), 2004, Release No. 34-50103; July28.
14. SEC rules, Short Sale (B); 17 CFR PARTS 240 and 242[Release No. 34-48709; File No. S7-23-03] RIN.
15. Westerfield & Jordan, 2002. Fundamentals of Investment , Macgrohill co. press.

#### ج. سایتها

1. [Http://en.wikipedia.org](http://en.wikipedia.org) (Wikipedia encyclopedia, short selling).
2. [Http://www.europe-economics.com](http://www.europe-economics.com).
3. [Http://www.investorwords.com](http://www.investorwords.com).
4. [Http://www.investpoedia.com](http://www.investpoedia.com).
5. [Http://www.SEC.gov](http://www.SEC.gov).



صفحه خالی