

بازار سرمایه اسلامی

سال هشتم / شماره بیست و هفتم / بهار و تابستان ۱۳۹۹



بررسی موضوعی فروش تعهدی



**ای کسانی که ایمان آورده‌اید!
اموال یکدیگر را به باطل
(وا از طرق نامشروع) نخورید
مگر اینکه تجارتی
بارضایت شما انجام گیرد.**

ترجمه آیه ۲۹ سوره نساء



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهشی، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

بولتن بازار سرمایه اسلامی

سال نهم / شماره بیست و هفتم / بهار و تابستان ۱۳۹۹

موضوع این شماره:

فروش تعهدی

پدید آورندگان:

مجتبی کاوند، رضا میرزاخانی، امیرحسین اعتصامی
(گروه بازارها و ابزارهای مالی)

فهرست:

- مقدمه / ۲
- بررسی موضوعی فروش تعهدی / ۳
- مدل عملیاتی فروش استقراضی / ۵
- انواع فروش استقراضی / ۶
- فروش استقراضی سهم در کشورهای اسلامی / ۸
- بررسی فقهی فروش تعهدی / ۱۰
- تبیین مصوبه کمیته فقهی / ۱۱
- لازم‌الوفاء بودن عقد وکالت و شروط ضمن آن / ۱۳
- منابع / ۱۶





مقدمه

بازارهای سرمایه غالب کشورهای جهان از مزیت دو سویه بودن بازار بهره می‌برند، به‌طوری که امکان کسب سود هم در شرایط رشد بازار و هم در شرایط ریزش بازار وجود دارد. زمانی که سرمایه‌گذار اقدام به خرید ورقه بهادار می‌کند، خرید وی بدین معنی است که انتظارات وی از بازار، رشد قیمت ورقه بهادار است. در سوی مقابل، زمانی که سرمایه‌گذار اقدام به فروش ورقه بهاداری می‌کند، انتظارات وی از آینده بازار، کاهش قیمت ورقه بهادار است. در جایی که انتظارات سرمایه‌گذار رشد یا کاهش قیمت ورقه بهادار در بازار است، در صورت وجود نقدینگی کافی یا در اختیار داشتن ورقه بهادار، سرمایه‌گذار به ترتیب می‌تواند اقدام به خرید یا فروش ورقه بهادار نماید. اما در صورتی که سرمایه‌گذار نقدینگی کافی برای خرید ورقه بهادار در اختیار نداشته باشد یا ترجیح دهد از منابع خود برای خرید ورقه بهادار استفاده نکند، یا مالکیت ورقه بهادار را برای فروش آن در اختیار نداشته باشد یا ترجیح دهد مالکیت ورقه بهادار خود را از دست ندهد، بازارهای مالی، استفاده از ابزارهایی مانند خرید اعتباری^۱ یا فروش استقراضی^۲ را در کارگزاری‌ها فراهم نموده‌اند.



1. Buying on Margin

2. Short Sell (Sale)



بررسی موضوعی فروش تعهدی



یا ورقه بهادار را اخذ می‌نماید. با ورود تقاضای فروش استقراضی از سوی یکی از مشتریانی که دارای حساب تضمین در کارگزاری است، کارگزاری سهم مورد نظر متقاضی را در حساب‌های تضمین موجود نزد خود بررسی نموده یا در صورت عدم وجود سهم در حساب‌های نزد کارگزاری، از سایر کارگزاری‌ها این بررسی به عمل می‌آید. این موضوع اصطلاحاً «سهامیابی»^۱ یا «وام گرفتن»^۲ نامیده شده است با یافتن سهم، کارگزار بی‌درنگ اقدام به فروش سهم به نام مالک اصلی سهم می‌نماید؛ اما آنچه درون کارگزاری اتفاق می‌افتد، اعطای تسهیلات در قالب قرض به متقاضی فروش استقراضی، و فروش سهم (یا ورقه بهادار) پس از اعطای تسهیلات است.

حساب تضمین متقاضی نزد کارگزاری به اندازه مبلغ فروش سهم افزایش می‌یابد و متقاضی به تعداد سهام فروخته شده، مدیون کارگزاری است. همچنین حساب

خرید اعتباری و فروش استقراضی دو روی یک سکه‌اند که با گشایش حساب تضمین^۱ در کارگزاری و انعقاد قرارداد تضمین^۲، مشتری/سرمایه‌گذار این فرصت را می‌یابد تا نسبت به اخذ تسهیلات به صورت نقدی برای خرید سهم (خرید اعتباری) یا اخذ تسهیلات غیرنقد به شکل سهام و متعاقباً فروش فوری ورقه بهادار (فروش استقراضی) اقدام نماید.

در فرایند فروش استقراضی، مشتری پس از افتتاح حساب تضمین و رعایت الزامات مربوط به حداقل وجه تضمین که در قرارداد تضمین ذکر شده است، نسبت به تقاضای دریافت تسهیلات به شکل سهام یا ورقه بهادار اقدام می‌نماید. در ایجاد رابطه کارگزاری با مشتریان مختلف در افتتاح حساب تضمین و ذیل قرارداد تضمین، کارگزاری حق استفاده از سهام موجود در حساب تضمین اشخاص مختلف جهت اعطای تسهیلات به شکل سهام

1. Margin Account
2. Margin Agreement
3. The locate
4. The Borrow

تضمین مالک اصلی سهام فروخته شده نیز به تعداد سهام قرض گرفته شده، بستانکار است. کارگزاری می‌تواند نسبت به تخصیص سود ناشی از استقراض به عمل آمده، به مالک اصلی سهام، اقدام کند. کارگزاری ملزم است تا مبلغ واریز شده به حساب تضمین متقاضی را به عنوان وثیقه، فریز نماید.

براساس قرارداد تضمین، متقاضی فروش استقراضی ملزم است در صورت درخواست مالک مبنی بر بازپس‌دهی سهام، با استفاده از مبالغ موجود در حساب تضمین، فوراً نسبت به خرید سهام (یا ورقه بهادار) موضوع فروش استقراضی اقدام نماید. کارگزاری می‌تواند در صورت عدم تمکین متقاضی نسبت به خرید سهام و بازپس‌دهی آن، رأساً به خرید سهام با استفاده از وجوه موجود در حساب تضمین متقاضی اقدام کند.

با توجه به اینکه سهام فروخته شده اکنون در مالکیت شخص جدیدی است و نام وی در فهرست سهامداران



شرکت قرار دارد، سود سود تقسیمی سهام، به مالک جدید تخصیص می‌یابد؛ لذا در قرارداد تضمین به این نکته اشاره شده است که در صورت فروش استقراضی سهام، متقاضی فروش استقراضی ملزم است مبلغی برابر با میزان سود تقسیمی به مالک اصلی سهام پرداخت نماید. در سوی مقابل، به‌منظور حضور مالک اصلی در مجامع، کارگزاری باید ترتیبی اتخاذ نماید تا قبل از مجمع، موقعیت فروش استقراضی بسته شود؛ اما با توجه به اینکه ممکن است تا قبل از مجمع، امکان بازپس‌دهی سهام وجود نداشته باشد، این ریسک در قرارداد تضمین ذکر شده و احتمال عدم وجود سهام نیز به صاحب حساب تضمین یادآوری شده است.

در شرایط عمومی و بدون درخواست بازپس‌دهی سهام از سوی مالک اصلی، متقاضی فروش استقراضی، در صورت کاهش قیمت سهام بعد از مدت مورد انتظار وی، اقدام به

خرید سهام به قیمت پایین‌تر نموده و با بازپس‌دهی سهام، از ما به تفاوت قیمت فروش (که در حساب تضمین فریز شده است) با قیمت خرید، بهره‌مند می‌شود. اما در صورت افزایش قیمت سهام فروخته شده، متقاضی با خرید مجدد سهام، زبانی معادل ما به تفاوت قیمت خرید با قیمت فروش متحمل خواهد شد. لذا به منظور اجتناب از زیان متقاضی و متعاقباً زیان مالک اصلی برای در اختیار داشتن مالکیت مجدد سهام، کارگزاری موظف است در آستانه مشخصی از کل ارزش وجه نقد یا سایر اوراق بهادار موجود در حساب تضمین، به بازخرید سهام اقدام نماید.

موقعیت فروش استقراضی همواره نباید موقعیتی باشد که در زمان نزولی بودن بازار به کار می‌رود. در بسیاری از موارد، استفاده از موقعیت فروش استقراضی، به‌عنوان روشی برای پوشش ریسک یا خنثی‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. این موضوع همان چیزی است که اصطلاحاً بدان راهبرد «خرید-فروش»^۱ اطلاق شده است. لذا زمانی که فروش استقراضی صورت می‌گیرد، اساساً سرمایه‌گذار در پی کاهش ریسکی است که در ورقه بهادار دیگری که برای وی جذابیت دارد، پذیرفته است. فرآیند فروش استقراضی سه مزیت برای بازار در پی دارد:

۱. این فرآیند نقدشوندگی بازار را افزایش می‌دهد؛
۲. از طریق باز کردن فضا برای واکنش خرید/فروش، برای ورقه بهادار این امکان را فراهم می‌سازد تا واکنش بهتر و جامع‌تری به اخبار و رویدادها داشته باشد؛
۳. و در نهایت، به اشخاصی که باور دارند بازار روند اشتباهی را در پیش گرفته است، این فرصت را می‌دهد تا کسب سود کنند.

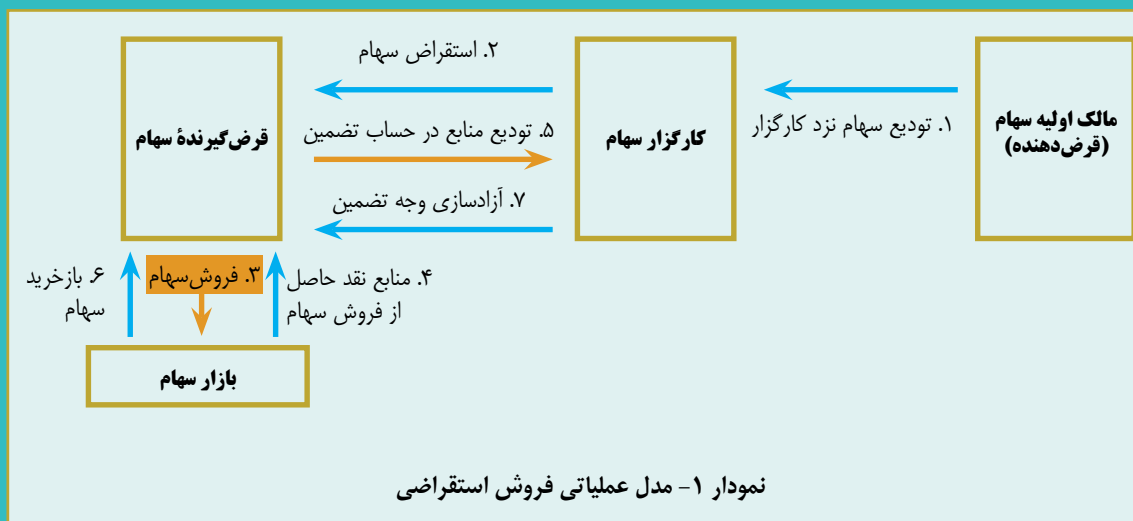
در غالب موارد، فردی که موقعیت فروش می‌گیرد، تحلیلی از صنعت یا بخش مربوطه، شرکت و رقبای آن نموده و متوجه شده است که این ورقه بهادار منبع تأمین مالی خوبی برای سرمایه‌گذاری دیگری است. بدین دلیل، فردی که فروش استقراضی انجام می‌دهد، حاضر است برای تسهیلات غیرنقدی که دریافت می‌کند، بهره پرداخت کند. ادراک کلی سرمایه‌گذار این است که هزینه کلی این موقعیت (شامل بهره) ریسک موقعیت‌های خرید یا مالکیتی^۲ وی را کاهش می‌دهد. همچنین، اگر علاوه بر اینکه ورقه بهادار از صنعت یا بخشی که در آن حاضر است عمل بدتری داشته باشد، ارزش آن نیز کاهش می‌یابد و موقعیت فروش سودده نیز می‌شود.



مدل عملیاتی فروش استقراضی

مراحل متعارف انجام معاملات فروش استقراضی به این ترتیب است:

۱. قرض گرفتن سهام توسط فروشنده استقراضی به واسطه کارگزار از سهامدار اول (قرض دهنده)؛
۲. فروش سهام قرض گرفته شده در بازار؛
۳. دریافت وجه نقد ناشی از معامله و اضافه کردن ودیعه اضافی و تودیع آن به عنوان وجه تضمین نزد کارگزار؛
۴. تودیع وثایق به نفع قرض دهنده؛
۵. خرید سهام از بازار حسب فراخوانی و بازگرداندن قرض توسط فروشنده استقراضی؛
۶. آزادسازی وجه تضمین.

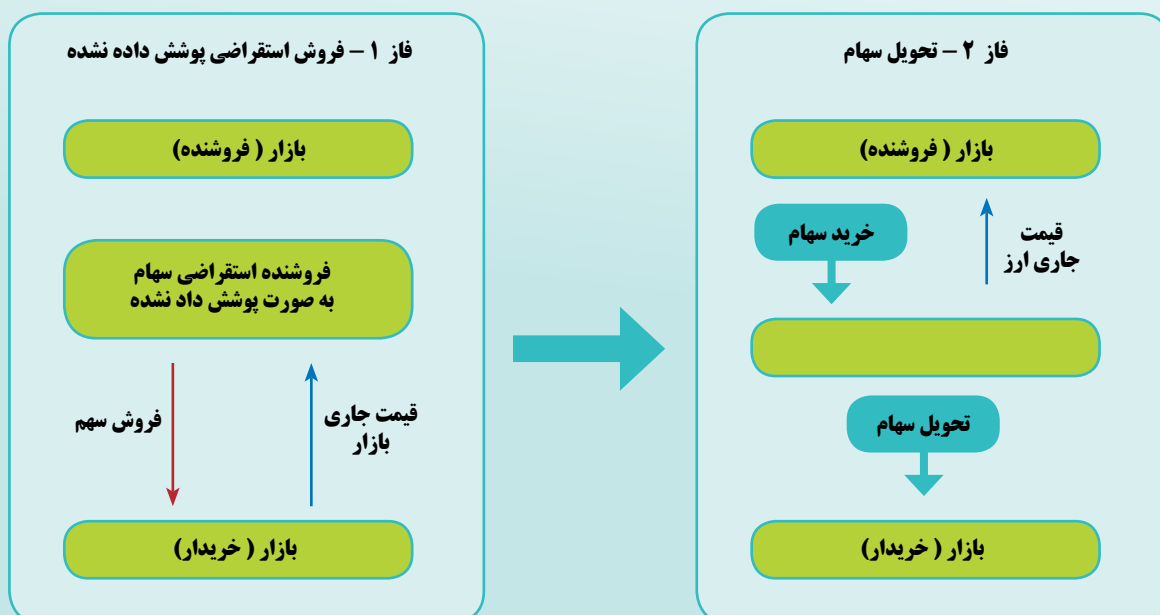


انواع فروش استقراضی

به طور کلی در ادبیات متعارف مالی، از دو نوع فروش استقراضی نام برده شده است که در ادامه به آن‌ها اشاره می‌شود.

الف) فروش استقراضی پوشش داده نشده^۱

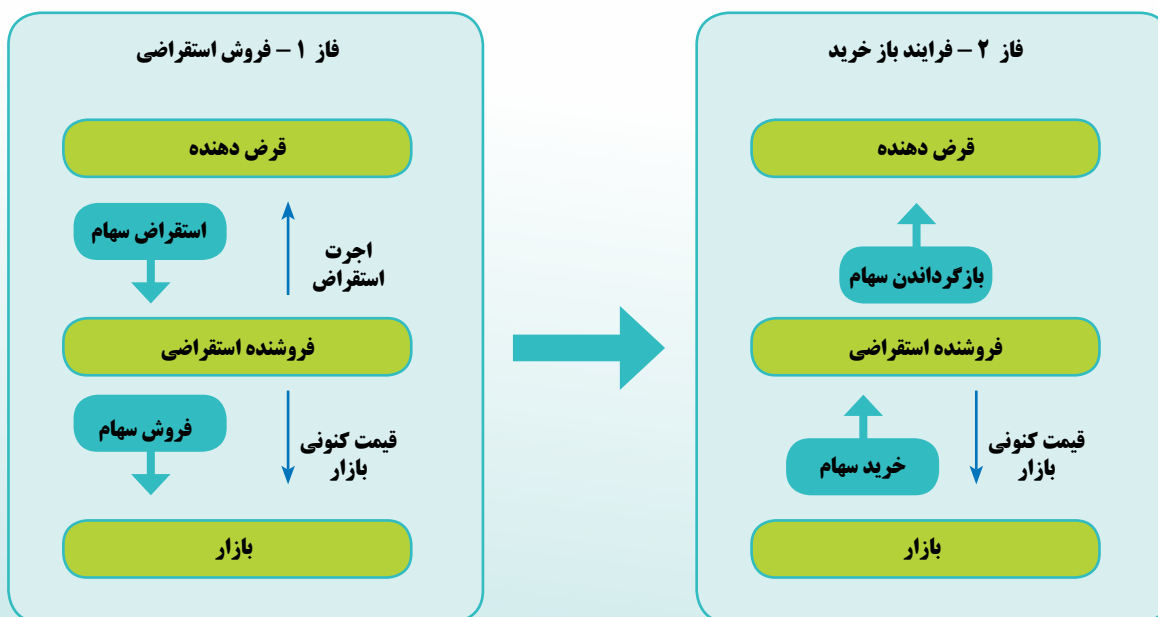
در این نوع معامله، متقاضی فروش استقراضی، بدون مالکیت سهام در قالب قرض، اقدام به فروش عنوان سهام نموده و متعهد می‌شود تا مدت تسویه، سهام فروخته شده را تهیه نموده و به مالکیت خریدار درآورد. این اقدام متقاضی فروش استقراضی ریسک بالایی را به همراه داشته و ممکن است نتواند در مهلت مقرر برای تسلیم سهام به خریدار، سهام را از بازار خریداری نماید. این اقدام هر چند ریسک بالایی را به همراه دارد، ممکن است بازدهی بالایی را نیز برای متقاضی فروش استقراضی به همراه داشته باشد. در برخی از بازارهای الکترونیکی اگر فروشنده به تعهد خود عمل نکند، اوراق بهادار به طور خودکار خریداری و تحویل می‌شود. در این بازارها، تفکیک فروش پوشش داده شده و پوشش داده نشده مشکل است. در برخی از کشورها این نوع فروش استقراضی منع شده و یا محدود شده است. به عنوان مثال در بحران مالی ۲۰۰۸ آمریکا، مقام ناظر بازار سرمایه آمریکا این نوع فروش استقراضی را ممنوع کرد. در این نوع فروش استقراضی عملاً سهمی وام گرفته نمی‌شود و فروش سهم بدون در اختیار داشتن سهم واقع می‌شود. شکل ۱، نحوه انجام معامله را نشان داده است:



شکل ۱- فروش استقراضی پوشش داده نشده

ب) فروش استقراضی پوشش داده شده^۱

در فروش استقراضی پوشش داده شده، متقاضی فروش استقراضی، سهمی را به فروش می‌رساند که آن را از کارگزاری وام گرفته و فوراً آن را در بازار به فروش می‌رساند. تمام آنچه در مقدمه بدان اشاره شد، همگی از جنس فروش استقراضی پوشش داده شده است. مراحل فروش استقراضی سهم در شکل ۲ نشان داده شده است.



شکل ۲- فروش استقراضی پوشش داده شده

در میان آنچه به عنوان فروش استقراضی پوشش داده شده اظهار شد، نوعی از فروش استقراضی نیز وجود دارد که به آن «راهبرد فروش به قصد خنثی سازی موقعیت^۲» اطلاق شده است. در این راهبرد اگر سرمایه‌گذار بر روی سهمی عایدی داشته باشد، می‌تواند از فروش استقراضی برای قفل روی عایدی، استفاده کند. برای مثال، فرض کنید که سرمایه‌گذار ۱۰۰ سهم شرکت XYZ را به قیمت ۵۰ دلار خریداری نموده است. چندین ماه می‌گذرد و سهم به قیمت ۷۰ دلار می‌رسد. سرمایه‌گذار تصور می‌کند که سهم همچنان در بلند مدت عملکرد مناسبی خواهد داشت اما نگران گزارش سه ماهه شرکت به مجمع است که اثرات منفی در پی داشته باشد (یا هر علت دیگری برای نزول احتمالی قیمت). به نظر می‌رسد که شرکت برآوردها و پیش‌بینی‌هایی که بازار پیش از این درباره عملکرد شرکت داشته است را نتوانسته برآورده نماید و لذا سرمایه‌گذار فکر می‌کند که قیمت سهم کاهش خواهد یافت. بنابراین، سرمایه‌گذار تصمیم می‌گیرد تا ۱۰۰ سهم شرکت XYZ را به قیمت ۷۰ دلار به صورت استقراضی بفروشد. با این راهبرد، سرمایه‌گذار نه چیزی از افزایش قیمت سهم به دست می‌آورد و نه با کاهش قیمت چیزی از دست می‌دهد. موقعیت مالکانه و فروش استقراضی یکدیگر را خنثی می‌کنند. این راهبرد، از جمله راهبردهایی است که جهت پوشش موقعیت استفاده می‌شود و از انواع کاربردهای مهم فروش استقراضی محسوب می‌شود.

1. Covered Short Selling
2. Shorting Against the Box



فروش استقراضی سهم در کشورهای اسلامی

از میان کشورهای اسلامی تنها شورای فقهی کشور مالزی فروش استقراضی را مورد بحث قرار داده است. فروش استقراضی از باب استحسان و در قالب عقد اجاره تصحیح شده است. در صورت رضایت مالک، بعد از فروش مال الاجاره توسط مستأجر، همچنان قرارداد اجاره پابرجا می‌ماند. علی القاعده در عقد اجاره بعد از فروش مال الاجاره توسط مستأجر، قرارداد اجاره خود به خود پایان می‌یابد؛ اما با این وجود اعضای شورای مشورتی به این نتیجه رسیدند که در مورد استقراض سهام در قالب عقد اجاره، مستأجر با کسب اجازه از مالک می‌تواند سهام مربوط را در بازار بفروشد و در پایان مدت اجاره مجدداً آن سهام را

بخرد و در اختیار موجد قرار دهد؛ و این قید را بر اساس قاعده استحسان و مصلحت درست دانسته‌اند.

چنین اجاره‌ای از دید فقه شیعه صحیح نمی‌باشد و پس از فروش مال الاجاره توسط مستأجر، دیگر نمی‌توان گفت که این اجاره هنوز پابرجا است. علاوه بر این، فقه شیعه قاعده استحسان که اهل تسنن از آن استفاده می‌کند را به عنوان یک قاعده در استنباط احکام شرعی قبول ندارد.

در مالزی تنها سهم‌هایی که توسط بورس مالزی مشخص می‌گردد، قابلیت فروش استقراضی را دارند. لذا انجام عملیات فروش استقراضی بر روی تمامی سهم‌های بازار امکان پذیر نیست. همچنین، معاملات فروش استقراضی اوراق بدهی نیز دارای دستورالعمل مجزایی است.

بسیاری از کشورهای عربی و اسلامی دارای سیستم مالی دوگانه^۱ هستند که در صورتی که نتوانند ابزارهای جدید را در بازار ابزارهای اسلامی مورد استفاده قرار دهند، در بازار مالی متعارف خود استفاده می‌کنند. کشورهای حوزه خلیج فارس نیز اکثراً در بازار محصولات متعارف خود، تصمیم به راهاندازی فروش استقراضی دارند.

در ایران به دلیل وجود الزامات قانونی مبنی بر منطبق با شرع بودن کلیه امور سیاسی، اجتماعی و اقتصادی، استفاده از ابزارهای مغایر با شرع در بازار سرمایه به عنوان یکی از بخش‌های اقتصادی مجاز نیست. فروش استقراضی سهام در سازوکار متعارف آن که قرض‌گیرنده سهام، آن را از کارگزار استقراض کرده و در بازار به فروش می‌رساند و در مرحله بعدی با فراخوان صاحب سهام یا اختیار خود، همان سهام را از بازار خریداری کرده و به کارگزار صاحب سهام بازمی‌گرداند با مشکل ربا مواجه است؛ بدین بیان که صاحب سهام به شرطی سهام خود را در اختیار قرض‌گیرنده قرار می‌دهد که متناسب با مدت زمانی که این سهم در اختیار وی بوده، کارمزد یا بهره‌ای را به صاحب سهام بپردازد یا کارگزار صاحب سهام، خدماتی را در اختیار وی قرار دهد. بر اساس

تحلیل‌های فقهی و حقوقی، این همان قرض به شرط زیاده است که به لحاظ فقهی ربا و حرام است. از طرف دیگر، در صورت انجام اقدامات شرکتی نظیر افزایش سرمایه یا تقسیم سود، قرض‌گیرنده سهام موظف به جبران آن برای صاحب سهام است یعنی در صورت افزایش سرمایه و اضافه شدن تعداد سهام وی باید معادل ارزش سهام قرض گرفته شده را به صاحب سهام برگرداند و یا در صورت تقسیم سود در دوره استقراض، معادل آن را به صاحب سهام برگرداند. این موارد همه مؤید آن است که سهام در دوره‌ای که در اختیار قرض‌گیرنده قرار گرفته، تمامی منافع آن متعلق به وی است و این به لحاظ ماهیت همان عقد قرض است که اگر با شرط زیاده باشد، که در مدل متعارف فروش استقراضی چنین است، در فقه اسلامی ربا است. از این رو، کمیته فقهی سازمان بعد از بررسی راه‌کارهای متعدد از جمله روش ترکیب بیع نقد و سلف، روش ترکیب مرابحه و وعد و روش فروش اختیاری سهام، در نهایت به روشی جایگزین برای بازطراحی کارکردهای فروش استقراضی سهام رسید به نحوی که مشکل ربا در آن نباشد. این راهکار جایگزین که مبتنی بر عقد وکالت است، فروش تعهدی نام دارد که در ادامه، تبیین می‌شود.



بررسی فقهی فروش تعهدی

فروش تعهدی، مبتنی بر انعقاد قرارداد وکالت همراه با شروط و تعهداتی در ضمن آن است که به موجب آن متعهد (وکیل)، اوراق بهادار مالک را به وکالت از طرف وی و با شرایط ذیل می‌فروشد:

۱. متعهد تا سررسید معین، هر زمان که خود اراده کند یا در دوره تعهد هر زمان که مالک مطالبه کند، مثل اوراق بهادار فروش رفته را برای مالک خریداری می‌نماید.
 ۲. مالک به نحو الزام‌آوری، اجازه خرید اوراق بهادار فروش رفته را به متعهد تا سررسید معین برای وی می‌دهد.
 ۳. تا زمان عودت اوراق بهادار، مالک در هر حال حق برداشت ثمن حاصل از فروش اوراق بهادار را ندارد؛ لکن حق سرمایه‌گذاری مبلغ را با شرایط خاص و به نفع خود خواهد داشت.
 ۴. متعهد با استفاده از ثمن حاصل از فروش اوراق بهادار، مثل اوراق بهادار فروش رفته را تهیه و به مالک تحویل می‌دهد و چنانچه ثمن کافی نبود متعهد از اموال خودش جبران می‌کند و چنانچه ثمن اضافه بود، مازاد را به عنوان حق‌الوکاله تملک می‌نماید.
 ۵. متعهد طبق ضوابط بورس، وجه تضمین اولیه را می‌پردازد و حسب ضرورت نسبت به افزودن وجه تضمین اقدام می‌نماید.
 ۶. هزینه‌های مربوط به انجام معاملات بر عهده متعهد خواهد بود.
 ۷. در صورت تصویب یا توزیع سود برای اوراق بهادار، متعهد باید معادل رقم آن را به مالک بپردازد. این رقم از محل وجه تضمین متعهد قابل تأمین و پرداخت است.
- کمیته تخصصی فقهی بعد از بررسی ابعاد مختلف موضوع، چنین جمع‌بندی کرد:
۱. انعقاد قرارداد فروش تعهدی بر مبنای عقد وکالت با شرایط فوق صحیح است. این عقد وکالت در صورتی که لزوم آن ضمن عقد لازمی شرط شود، لازم‌الوفاء خواهد بود.
 ۲. دارایی موضوع قرارداد فروش تعهدی علاوه بر سهام، شامل اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت، اوراق اجاره و اوراق مرابحه نیز است.



تبیین مصوبه کمیته فقهی

عقد وکالت

«وکالت»، در لغت به معنای تفویض کردن و واگذار نمودن است و در اصطلاح، عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین، طرف دیگر را برای انجام امری نایب خود می‌نماید.

بر اساس این تعریف، اثر عقد وکالت اعطای نیابت است؛ بدین معنا که موکل اقدام وکیل را در مورد انجام اعمال حقوقی، به منزله اقدام خود دانسته و به او اختیار می‌دهد که به نام و حساب موکل تصرفاتی را انجام دهد نه آنکه موکل با وکالت برای وکیل ایجاد سلطه و ولایت مستقل بنماید. بنابراین، وکیل نسبت به آثار اعمالی که انجام می‌دهد، در حکم واسطه بوده و آن چه می‌کند برای موکل است نه برای خود.

در فرآیند قراردادی فروش تعهدی، متعهد (وکیل)، اوراق بهادار مالک را به وکالت از طرف

عقد وکالت مانند عقدهای دیگر نیاز به اعلام اراده و رضایت طرفین به انعقاد آن دارد و طرفین با هر لفظ و زبانی که مقصود وکالت را برساند، می‌توانند عقد را جاری سازند. فروش تعهدی نیز مبتنی بر قرارداد وکالت شکل می‌گیرد و ابتدا بین متعهد و مالک اوراق قرارداد وکالت ایجاب و قبول می‌گردد و بعد از انعقاد قرارداد وکالت، متعهد اقدام به فروش اوراق مالک بر طبق مفاد قرارداد وکالت می‌نماید.

وی می‌فروشد. بنابراین در این فرآیند مبتنی بر قرارداد وکالت، متعهد از جانب مالک دارایی پایه (سهام و دیگر اوراق) نقش وکیل را دارد و به وکالت از طرف مالک، نسبت به فروش اوراق وی اقدام می‌نماید. در این راستا با توجه به قرارداد وکالت و شروط ضمن آن که

بین وکیل و مالک شرط شده است، متعهد در ازای انجام امور وکالت بر طبق شروط مذکور، مستحق گرفتن کارمزد در قالب حق الوکاله نیز خواهد شد.

ماهیت عقد وکالت

ماهیت عقد وکالت عبارت است از:

۱. عقد وکالت از جمله عقدهای جایز است؛
۲. با فوت یا جنون یکی از طرفین، عقد وکالت باطل می‌شود؛

۲. از امور ممنوعه برای موکل یا وکیل نباشد؛
۳. معلوم و معین باشد؛
۴. مملوک در تصرف موکل باشد.
با تأمل بر روی موضوع وکالت در فرآیند فروش تعهدی روشن می‌شود که مورد وکالت در این فرآیند دارای شرایط فوق است.

اقسام وکالت

وکالت بر سه نوع است:
۱. وکالت خاص، در این نوع، مورد وکالت و محدوده اختیارات وکیل معلوم است؛
۲. وکالت عام، اقسامی دارد که گفته خواهد شد؛
۳. وکالت مطلق، در این نوع، مورد وکالت و محدوده اختیارات مطلق است.
وکالت عام سه گونه است:

۱. عام از جهت تصرف و خاص از جهت متعلق وکالت؛ به طور مثال، گفته شود این سرمایه معین را هر نوع که صلاح می‌دانی استفاده کن اعم از بیع و اجاره و...
۲. عام از جهت متعلق وکالت و خاص از جهت تصرف؛ به طور مثال، موکل بگوید هر آن چه از اموال من را که صلاح می‌دانی بفروش.

۳. عام از جهت تصرف و متعلق وکالت؛ به طور مثال، موکل به هر نوع تصرفی در جمیع اموال خود وکالت دهد.

به نظر می‌رسد که در فرآیند فروش تعهدی، عقد وکالتی که بین مالک و متعهد منعقد می‌گردد از نوع وکالت خاص است که محدوده مشخصی از فعالیت‌های مالی و حقوقی را ضمن آن شرط می‌نمایند که عملیات وکالت در چهارچوب آن انجام شود.

۳. طرفین می‌توانند در ضمن عقد لازم خارجی، شرط کنند تا زمانی که آن عقد باقی است عقد وکالت هم باقی باشد و طرفین حق فسخ آن را نداشته باشند.

ارکان قرارداد وکالت

الف) ایجاب و قبول: عقد وکالت مانند عقود دیگر نیاز به اعلام اراده و رضایت طرفین به انعقاد آن دارد و طرفین با هر لفظ و زبانی که مقصود وکالت را برسانند، می‌توانند عقد را جاری سازند. فورش تعهدی نیز مبتنی بر قرارداد وکالت شکل می‌گیرد و ابتدا بین متعهد و مالک اوراق قرارداد وکالت ایجاب و قبول می‌گردد و بعد از انعقاد قرارداد وکالت، متعهد اقدام به فروش اوراق مالک بر طبق مفاد قرارداد وکالت می‌نماید.

ب) طرفین عقد: شخصی که نایب می‌گیرد، موکل و نایب را وکیل می‌گویند. وکیل و موکل باید شرایط عمومی قراردادها شامل بلوغ، عقل، قصد و اختیار را داشته باشند. در فرآیند فروش تعهدی، صاحبان اوراق موکل و متعهد، وکیل آنان است.
ج) مورد وکالت: آنچه مورد

عقد وکالت مانند عقود دیگر نیاز به اعلام اراده و رضایت طرفین به انعقاد آن دارد و طرفین با هر لفظ و زبانی که مقصود وکالت را برسانند، می‌توانند عقد را جاری سازند. فورش تعهدی نیز مبتنی بر قرارداد وکالت شکل می‌گیرد و ابتدا بین متعهد و مالک اوراق قرارداد وکالت ایجاب و قبول می‌گردد و بعد از انعقاد قرارداد وکالت، متعهد اقدام به فروش اوراق مالک بر طبق مفاد قرارداد وکالت می‌نماید.



وکالت واقع می‌شود باید شرایط ذیل را داشته باشد:
۱. از اموری باشد که نیابت‌پذیر است؛



لازم الوفاء بودن عقد وکالت و شروط ضمن آن

عقد وکالت عقدی جایز است و طبق نظر فقهاء و به تبع آن حقوق دانان و ماده «۶۷۹» قانون مدنی، موکل می تواند هر زمان بخواهد وکیل را عزل بنماید مگر اینکه وکالت وکیل یا عدم عزل در ضمن عقد لازمی شرط شده باشد. توضیح بیشتر این که عقد جایز را می توان به دو روش غیر قابل انحلال گردانید و آثار عقد لازم را بر او مترتب ساخت، و آن در موارد زیر است:

الف- وکالت وکیل ضمن عقد لازمی شرط شود و آن به دپیپو صورت قابل تحقق است:

۱- وکالت وکیل به صورت شرط نتیجه، ضمن عقد لازم قرار داده شود که به نفسی اشتراط وکالت محقق گردد؛

در این صورت عقد وکالت جزء عقد لازم شده و کسب لزوم از آن می نماید و مادام که عقد اصلی باقی است شرط ضمن آن را نمی توان بر هم زد. از

آنجا که شروط ضمن عقد توافقی فرعی محسوب می شوند که از عقد اصلی تبعیت می کنند لذا شرط وکالت در ضمن عقد لازم نیز از عقد اصلی کسب لزوم می کند و از حیث بقاء لازم می گردد.

چنانکه کسی خانه خود را بفروشد و در ضمن آن وکالت فروشنده را برای سه سال شرط نماید، که محصول باغ مشتری را جمع آوری کرده و آنچه عاید شود از بابت ثمن برداشت کند و زائد آن را به خریدار برگرداند. در این فرض چنانچه موکل وکیل



شرط هم نمی‌تواند موجب فساد آن باشد. در صورتی که چنین تصور شود که با عدم تعیین مدت در وکالت، وکالت جائز مانند عقد لازم غیر قابل انحلال می‌گردد و نتیجه این امر بر خلاف مقتضای عقد وکالت است، گفته می‌شود که جواز و لزوم از مقتضیات اطلاق عقد می‌باشند و شرط بر خلاف آن، موجب بطلان عقد نمی‌گردد.

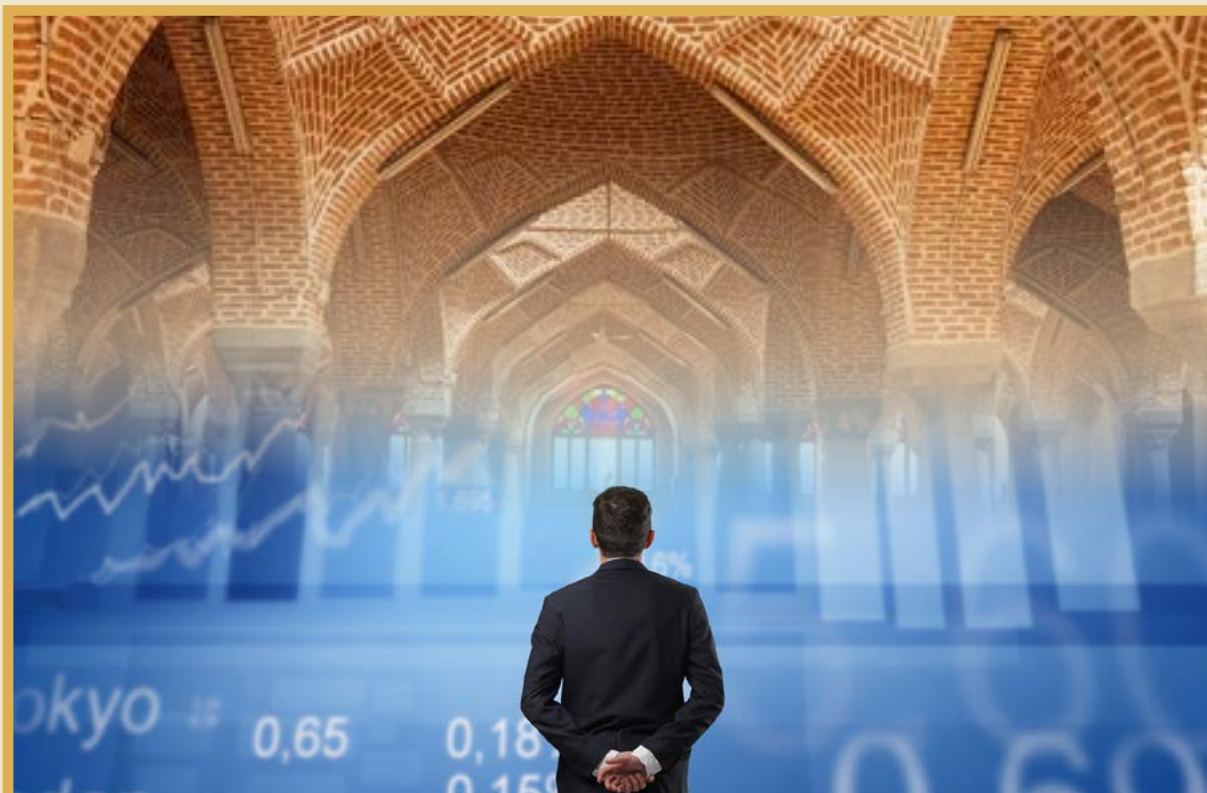
۲- وکالت وکیل به صورت شرط فعل ضمن عقد لازم قرار داده شود؛

چنانکه کسی خانه خود را برای مدتی به دیگری اجاره دهد و بر موجد شرط شود که مستأجر را وکیل در فروش آن خانه نماید. موجد طبق شرط ملزم است مستأجر را وکیل در فروش خانه کند. بعضی از فقهاء بر این عقیده‌اند که پس از انعقاد عقد وکالت طبق شرط مزبور، موجد می‌تواند وکیل را عزل نماید، زیرا عقد وکالت به طور مستقل منعقد شده است و رابطه حقوقی بین عقد مزبور و عقد لازمی که شرط فعل در آن شده موجود نیست تا آثار عقد لازم را بدست آورد. به نظر می‌رسد که مقصود طرفین از شرط وکالت

چنانکه کسی خانه خود را برای مدتی به دیگری اجاره دهد و بر موجد شرط شود که مستأجر را وکیل در فروش آن خانه نماید. موجد طبق شرط ملزم است مستأجر را وکیل در فروش خانه کند. بعضی از فقهاء بر این عقیده‌اند که پس از انعقاد عقد وکالت طبق شرط مزبور، موجد می‌تواند وکیل را عزل نماید، زیرا عقد وکالت به طور مستقل منعقد شده است و رابطه حقوقی بین عقد مزبور و عقد لازمی که شرط فعل در آن شده موجود نیست تا آثار عقد لازم را بدست آورد.

را از وکالت عزل نماید آن عزل تأثیر نخواهد داشت و وکالت باقی است زیرا چنین عقد وکالتی از طرف موکل مانند عقد لازم غیر قابل انحلال می‌باشد. ولی وکیل می‌تواند از وکالت استعفا دهد، همچنانی که هرگاه شرط وکالت ضمن عقد لازم به نفع موکل باشد وکیل نمی‌تواند استعفا بدهد ولی موکل می‌تواند از حق خود صرف نظر کرده وکیل را عزل بنماید، زیرا مشروطه همیشه می‌تواند حق شرط را ساقط نماید اگر چه مشروط علیه به این امر رضایت ندهد. بنابر آنچه گذشت هرگاه شرط وکالت در ضمن عقد لازم به نفع طرفین باشد یعنی به نفع هر یک از وکیل و موکل قرار گیرد، هیچ‌یک از آن‌ها نمی‌تواند عقد وکالت را منحل نماید.

شایان ذکر است که در وکالتی که به صورت شرط نتیجه واقع می‌شود لازم نیست مدت معین گردد، بلکه فردی می‌تواند دیگری را به صورت شرط نتیجه به طور مطلق وکیل گرداند، در این صورت وکالت باقی است تا موضوع آن منتفی شود و یا به جهتی از جهات عقد اصلی که شرط ضمن آن شده منحل گردد، زیرا عدم تعیین مدت موجب غرر نمی‌گردد و جهل به



در ضمن عقد جائزی قرار داده شود، عقد وکالت را لازم نمی‌گرداند و هر زمان موکل می‌تواند پس از بر هم زدن عقد اصلی وکیل را عزل کند و مادام که عقد اصلی موجود است شرط ضمن آن لازم‌الوفاء می‌باشد. بنابراین منظور کسانی که می‌گویند قرار دادن عقد وکالت به صورت شرط ضمن عقد جائز دیگر، آن را لازم نمی‌گرداند و هر زمان موکل می‌تواند وکیل را عزل نماید، همین است که موکل به وسیله بر هم زدن عقد اصلی می‌تواند وکیل را عزل نماید، بر خلاف موردی که شرط عدم عزل، ضمن عقد لازم قرار گیرد که موکل نمی‌تواند وکیل را عزل کند، زیرا نمی‌تواند عقد لازم اصلی را بر هم زند. بنابراین صحیح است که گفته شود: لزوم شرط منوط بلزوم عقد خواهد بود.

نکته دیگر این که شرط عدم عزل وکیل ضمن عقد وکالت چنانکه کسی به دیگری وکالت دهد و ضمن عقد مزبور شرط عدم عزل وکیل را بنماید، صحیح است، زیرا شرط مزبور بر خلاف مقتضای عقد وکالت نمی‌باشد، و الا ضمن عقد دیگر نیز صحیح نمی‌بود. بنابراین شرط مزبور لازم‌الوفا خواهد بود و نتیجه آن لزوم عقد وکالت مزبور می‌باشد.

البته چنانکه از ماده «۵۵۲» ق. م. در باب مضاربه که می‌گوید: «هرگاه در مضاربه برای تجارت مدت معین شده باشد، تعیین مدت موجب لزوم عقد نمی‌شود لیکن پس از انقضاء مدت مضارب نمی‌تواند معامله بکند مگر با اجازه جدید مالک»، استنباط می‌شود نظر قانونی مدنی بر آن است که قرار دادن مدت ضمن عقد جائز آن را لازم‌الوفاء نمی‌گرداند و هر زمان طرفین می‌توانند آن را بر هم زنند.

بنابراین در فرآیند قراردادی فروش تعهدی در قالب عقد وکالت، می‌توان هر یک از روش‌های فوق که هزینه عملیاتی و اجرایی کمتری دارد را جهت لازم نمودن قرارداد وکالت استفاده نمود.

ضمن عقد لازم، توکیل مستأجر و بقاء وکالت باشد و الا وکالت را به صورت شرط قرار نمی‌دادند و به عبارت دیگر وکالتی که ضمن عقد لازم، انعقاد آن شرط می‌شود در حقیقت وکالت بلاعزل است اگر چه به این امر تصریح نشود و مانند وکالتی است که به صورت شرط نتیجه حاصل شده باشد.

ب- عدم عزل وکیل در ضمن عقد لازمی شرط شود؛

چنانکه عقد وکالت به طور مستقل واقع شود و سپس موکل عقد لازم دیگری مانند بیع یا اجاره و امثال آن منعقد نماید و عدم عزل وکیل را ضمن عقد مزبور شرط کند، در این صورت شرط عدم عزل، جزء عقد لازم قرار می‌گیرد و لازم‌الاتباع خواهد بود. و در نتیجه، عقد وکالت مزبور مانند صورت قبل اثر عقد لازم را پیدا می‌نماید. در صورتی که وکالت و یا شرط عدم عزل مدت نداشته باشد مادام که عقد اصلی موجود است وکالت غیر قابل عزل خواهد بود و هرگاه مدت داشته باشد در اثنای مدت موکل نمی‌تواند وکیل را عزل بنماید.

منظور ماده «۶۷۹» ق. م. از کلمه عدم عزل در عبارت «مگر اینکه وکالت وکیل یا عدم عزل در ضمن عقد لازمی شرط شده باشد» عدم تحقق فسخ است که به صورت شرط نتیجه قرار داده شود، و الا هرگاه ضمن عقد لازمی شرط شود که موکل وکیل را عزل نکند یعنی به صورت شرط فعل باشد، به عزل از طرف موکل، وکیل عزل می‌شود و در این صورت مشروطه‌له می‌تواند از نظر تخلف شرط عقد لازم را فسخ بنماید. در این فرض، فرقی نمی‌کند عقد لازمی که منعقد شده و ضمن آن عدم عزل وکیل شرط شده است طرفش وکیل باشد یا شخص ثالث. شایان توجه است که شرط عدم عزل وکیل چنانچه

چنانکه عقد وکالت به طور مستقل واقع شود و سپس موکل عقد لازم دیگری مانند بیع یا اجاره و امثال آن منعقد نماید و عدم عزل وکیل را ضمن عقد مزبور شرط کند، در این صورت شرط عدم عزل، جزء عقد لازم قرار می‌گیرد و لازم‌الاتباع خواهد بود. و در نتیجه، عقد وکالت مزبور مانند صورت قبل اثر عقد لازم را پیدا می‌نماید. در صورتی که وکالت و یا شرط عدم عزل مدت نداشته باشد مادام که عقد اصلی موجود است وکالت غیر قابل عزل خواهد بود و هرگاه مدت داشته باشد در اثنای مدت موکل نمی‌تواند وکیل را عزل بنماید.

منابع

Econ., Vol. 21 No. 2, pp: 63-78 (2008 A.D./1429 A.H.)

2- Elder, Alexander, 2008, Sell and Sell Short, Wiley publication.

3- Gregoriou, Greg, 2012, Handbook of Short Selling, Elsevier Publication.

4- Guidelines On Regulated Short-Selling Of Corporate Bonds, 13 April 2017, securities commission Malaysian.

5- Lacalle, Daniel, 2015, Life in The Financial Markets: How they really work and why they matter to you, Wiley publication.

6- Moosa, Imad, 2015, Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions.

7- Morales, Gil; Kacher, Chris; 2015, Short-Selling with The O'neil Disciples: Turn to the Dark Side of Trading, Wiley publication.

8- Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council, Second Edition, 2007, securities commission Malaysian.

9- Shulman, Michael, 2009, Short Sell, Wiley publication.

10- Staley, Kathryn, 1997, the Art of Short Selling, Wiley publication.

11- Taulli, Tom, 2011, All About Short Selling, Mac Grew Hill publication.

۱. امامی، سید حسن، حقوق مدنی، انتشارات اسلامی، تهران - ایران، بی تا، ج ۲

۲. حلی، حسن بن یوسف، تحریر الأحكام الشرعية علی مذهب الإمامیة (ط - الحدیث)، قم: موسسه امام صادق علیه السلام، چاپ اول، ۱۴۲۰ ه. ق.

۳. حلی، حسن بن یوسف، تذکره الفقهاء، قم: موسسه آل البیت، چاپ اول، ۱۴۱۴ ه. ق.

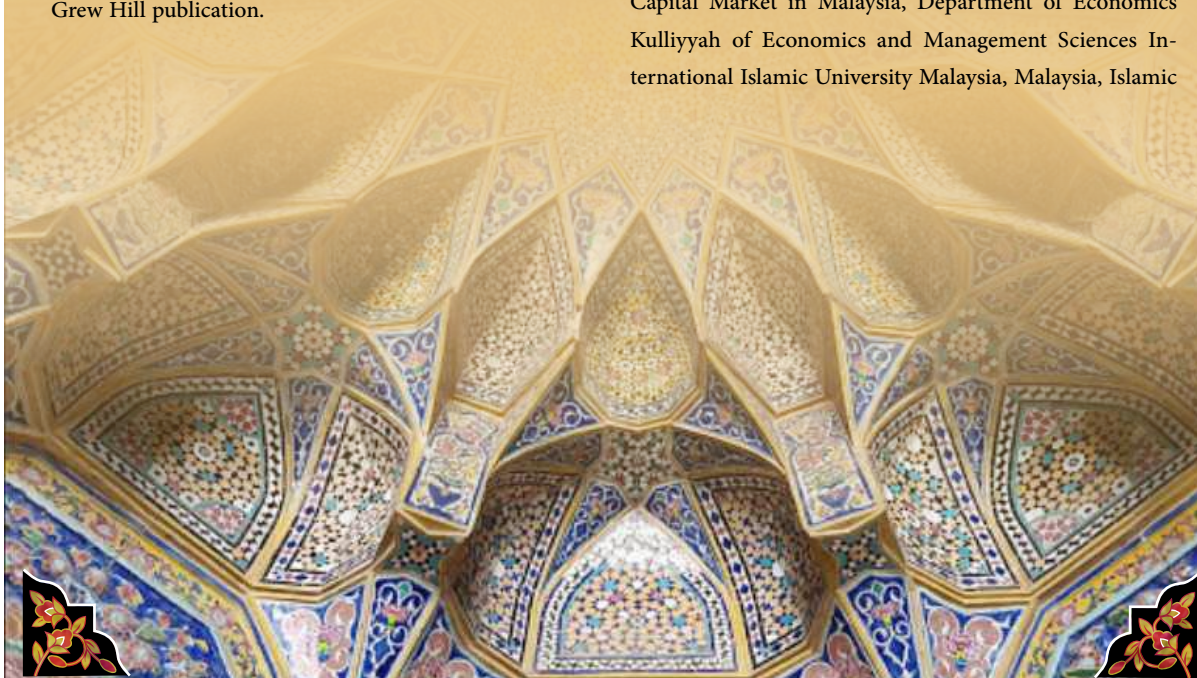
۴. خواجه نصیری، محمودرضا، تجویدی، الناز، ارایه مدل اسلامی فروش استقراضی سهام مبتنی بر اختیار معامله، همایش مدیریت ریسک و مهندسی مالی، دوره اول، ۱۳۹۳.

۵. شیخ انصاری، مرتضی، کتاب المکاسب (الحدیث)، قم: کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری، چاپ اول، ۱۴۱۵ ه. ق.

۶. طالی، محمد، موسویان، سیدعباس، سلطان نژاد، حامد، بررسی تطبیقی فروش استقراضی سهام با عقود اسلامی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره ۲۷، پاییز ۱۳۸۶.

۷. قرض دهی و فروش استقراضی اوراق بهادار، گزارش شناخت، ویرایش اول، بورس اوراق بهادار تهران، معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار، مدیریت تحقیق و توسعه، شهریور ۱۳۸۸.

1- Asyraf Wajdi Dusuki and Abdelazeem Abozaid, Fiqh Issues in Short Selling as Implemented in the Islamic Capital Market in Malaysia, Department of Economics Kulliyah of Economics and Management Sciences International Islamic University Malaysia, Malaysia, Islamic



در صورتی که سرمایه گذار نقدینگی کافی برای خرید ورقه بهادار در اختیار نداشته باشد یا ترجیح دهد از منابع خود برای خرید ورقه بهادار استفاده نکند، یا مالکیت ورقه بهادار را برای فروش آن در اختیار نداشته باشد یا ترجیح دهد مالکیت ورقه بهادار خود را از دست ندهد، بازارهای مالی، استفاده از ابزارهای مانند خرید اعتباری یا فروش استقراضی و کارگزاری ها فراهم نموده اند. کمیته فقهی سازمان بعد از بررسی رادکارهای متعدد، در نهایت به روش جایگزین برای بازطراحی کارکردهای فروش استقراضی سهام رسید بدینحوی که متسکن را در آن نباشد. این راهکار جایگزین که مبتنی بر عقد وکالت است، فروش نهایی نام دارد که در این روش، تعیین می شود.



مجتبی کاوند
رئیس گروه مالی اسلامی
مرکز پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی
شماره تماس: ۰۲۱-۸۴۰۸۳۱۷۷
kavand.m@seo.ir

سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی
نشانی: تهران / میدان ونگ / خیابان ملاصدرا / سازمان بورس و
اوراق بهادار / ساختمان شماره ۲ / پلاک ۲۷ / طبقه اول
تلفن: ۰۲۱-۸۴۰۸۳۱۶۳ - www.rdis.ir