

Analyzing the Jurisprudential and Legal Dimensions of Short Selling Contract of Securities¹

Seyed Alireza Hashemizadeh Kohani², Seyed Pedram Khandani³,
Mehrdad Masoudifar⁴

Received: 2024/06/29

Accepted: 2024/12/01

Research Paper

Abstract

Among the important issues in the field of financial law are the issues related to financial instruments, which are of particular importance in Islamic law due to the Legislator's prohibition of certain types of transactions - usurious, gharari, loss, etc. - in Islamic law. Among the important topics in Islamic finance law is the evaluation and review of the legitimacy and nature of new financial instruments. One of the new financial instruments is the short selling contract. The analysis of the legal nature of these bonds as a novel contract is important because it has no precedent in Iran's legal investigations and its legitimacy, nature and other aspects have not been examined to the required extent. In this article, the technical characteristics, legitimacy and nature of these bonds are examined and analyzed. Despite the similarities between the Short Selling and "Commitment selling", while explaining some aspects of the difference, by accepting the difference between the "Aqd-e Sulh" and Article 10 of the Civil code, finally the short selling contract as a new and legitimate contract based on the principle of "Asl al-Ibahah" and under Article 10 of the Civil code has been approved.

Key Words: Commitment selling, Short Selling, Financial Instruments, Stock Market.

JEL Classification: G23.

1. doi: 10.22034/JSE.2024.12473.2292

2. Assistant Professor, Department of Private Law Department, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran. (hashemy@yahoo.com)

3. Assistant Professor, Department of Private Law Department, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran. (Corresponding Author). (dr.khandani@gmail.com).

4. Ph.D. Student, Department of Private Law, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran. (mehrdadmasoudifar@gmail.com).





سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال هفدهم، شماره ۶۸، زمستان ۱۴۰۳، صص ۱۷۹-۱۹۸

واکاوی ابعاد فقهی و حقوقی قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار^۱

سیدعلیرضا هاشمی زاده کهنی^۲، سیدپدرام خندانی^۳، مهرداد مسعودی فر^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۰۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۹/۱۱

مقاله پژوهشی

چکیده

از جمله مسایل با اهمیت در زمینه حقوق مالی، موضوعات مربوط به ابزارهای مالی است که بررسی آنها به دلیل نهی شارع از انواع خاصی از معاملات - ربوی، غرری، ضرری و ... - در حقوق اسلامی دارای اهمیتی ویژه است. از جمله مباحث مهم در حقوق مالیه اسلامی، ارزیابی و بررسی مشروعیت و ماهیت ابزارهای مالی جدید است. یکی از ابزارهای مالی جدید، قرارداد فروش تعهدی است. تحلیل ماهیت حقوقی این اوراق به عنوان قراردادی نوآفرید از آن جهت دارای اهمیت است که در بررسی‌های حقوقی ایران فاقد سابقه بوده و مشروعیت، ماهیت و سایر جهات آن در حد لازم مورد بررسی قرار نگرفته است. در این مقاله خصوصیات فنی، مشروعیت و ماهیت این اوراق مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. با وجود تشابه موجود بین قرارداد فروش تعهدی با قرارداد فروش استقراضی، ضمن تبیین برخی از وجوه افتراق، با پذیرش تفاوت بین عقد صلح و ماده ۱۰ قانون مدنی، در نهایت قرارداد فروش تعهدی به عنوان عقد جدید و مشروع با استناد به اصل اباحه عامه و ذیل ماده ۱۰ قانون مدنی مورد تایید قرار گرفته است.

واژه‌های کلیدی: فروش تعهدی، فروش استقراضی، ابزار مالی، بورس.

طبقه‌بندی موضوعی: G23.

doi: 10.22034/JSE.2024.12473.2292

۲. استادیار، گروه حقوق خصوصی، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران. (hashemy@yahoo.com)

۳. استادیار، گروه حقوق خصوصی، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران. (نویسنده مسئول). (dr.khandani@gmail.com)

۴. دانشجوی دکتری، گروه حقوق خصوصی، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران. (mehrddmasoudifar@gmail.com)

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۳. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license
(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

مقدمه

اگر برخی از کارکردهای حقوق را برقراری عدالت و تنظیم روابط بین انسان‌ها بدانیم، ساماندهی ارتباطات اقتصادی و برقراری عدالت در مسایل و امور اقتصادی نیز از جمله موضوعاتی هستند که در فرایندی بین رشته‌ای با علوم اقتصادی، مشمول این حوزه علمی قرار می‌گیرند. بر این اساس تعامل حقوق و اقتصاد از اهمیت ویژه‌ای برخوردار خواهد بود.

یکی از مباحث اقتصادی در علم حقوق، مباحث مربوط به ابزارهای مالی است. اهمیت بالای این موضوع ناشی از، نهی شارع از انجام انواع خاصی از معاملات - ربوی، غرری، ضرری و... - در حقوق اسلامی است. باوجود رونق شدید صنعت مالیه و بانکداری اسلامی در دهه‌ها اخیر ولی به دلیل سابقه بانکداری غربی، ارتباط ساختاری و سازمانی و نهادی جوامع و کشورهای اسلامی با دنیای اقتصادی غرب اجتناب ناپذیر می‌کند.

در این میان نوآوری‌ها مالی اقتصادی مدرن و چگونگی بهره‌برداری از آنها در نظام مالی اسلامی، از جمله دغدغه‌ها همیشگی اندیشمندان مسلمان بوده است. توسعه روز افزون ساختارهای اقتصادی و تاثیر آن در پیشرفت نهادهای مالی، بازارهای مالی اسلامی را نیز متأثر کرده و در حال حاضر ارزیابی فقهی و حقوقی ابزارهای مالی از موضوعات جدید در ارتباط دو عالم حقوق و اقتصاد اسلامی محسوب می‌شود.

در حقوق مالیه اسلامی، بررسی مشروعیت و ماهیت حقوقی ابزارهای مالی از اهمیت بالایی برخوردارند. این ابزارها که با هدف افزایش سودآوری، کاهش ریسک و افزایش سرعت نقد شوندگی طراحی می‌شوند از ابعاد حقوقی مختلف قابل بررسی هستند. یکی از این ابزارها که به عنوان محصول دانش مهندسی اسلامی، با الهام‌گیری از قرارداد فروش استقرایی اوراق بهادار در نظام مالی غرب در سال‌ها گذشته معرفی شده، قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار است. آنچه در این مقاله مورد بررسی قرار گرفته، تحلیل مشروعیت و ماهیت حقوقی این ابزار مالی است. انواع مختلفی از ابزارهای مالی اسلامی با مشخصات متفاوت از یکدیگر معرفی شده‌اند اما این مقاله تنها به تحلیل فقهی و حقوقی قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار پرداخته است.

تحلیل ماهیت حقوقی قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار از آن جهت دارای اهمیت است که سابقه قبلی در بررسی‌ها حقوقی ایران، به تحلیل اوراق مشابه آن یعنی قرارداد فروش استقراضی اوراق بهادار پرداخته و بر نامشروع بودن قراردادهای اخیرالاشاره تاکید شده همان طور که اشاره شد قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار متفاوت از قرارداد فروش استقراضی اوراق بهادار بوده و با قواعد فقهی و حقوقی سازگار است.

تعریف فروش تعهدی

بر اساس تعریف بیان شده در بند هفده دستورالعمل فروش تعهدی اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۸/۳/۱ هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار: «فروش تعهدی معامله‌ای است که در آن متقاضی به وکالت از مالک نسبت به فروش اوراق بهادار وی مطابق با قرارداد فروش تعهدی در بورس اقدام می‌نماید». قرارداد فروش تعهدی در بند هجده ماده ۱ دستورالعمل یاد شده اینگونه تعریف شده است؛ «قراردادی است بین متقاضی و مالک جهت فروش تعهدی که متقاضی به وجه الزام آوری، خرید مثل اوراق بهادار فروخته شده را بنا به درخواست مالک در هر زمان تا سر رسید، خارج از دوره تنفس تعیین شده در مشخصات قرارداد، برای مالک تعهد می‌کند. همچنین مالک به وجه الزام آوری به متقاضی وکالت می‌دهد تا از طرف وی نسبت به خرید مثل اوراق بهادار در هر زمان تا سر رسید به تشخیص خود اقدام نماید. عقد وکالت و شروط آن، ضمن عقد صلح بین طرفین توافق می‌گردد».

به سرمایه‌گذاری که تعدادی اوراق بهادار را خریداری کرده و صاحب آن می‌شود مالک اوراق بهادار می‌گویند. چنین سرمایه‌گذاری، با افزایش قیمت اوراق بهادار 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 عنوان متقاضی در قرارداد فروش تعهدی اقدام به فروش اوراق بهادار می‌کند. آنچه در اینجا مورد توجه است این نکته می‌باشد که براساس این قرارداد متقاضی فرصت می‌یابد با استفاده از سرمایه‌ای که متعلق به او نیست وارد فعالیت اقتصادی شود. چنین سرمایه‌گذاری در برابر کاهش قیمت اوراق پیش گفته سود خواهد برد و در برابر افزایش یا ثبات قیمت ضرر می‌کند. هنگامی که متقاضی نسبت به فروش اوراق بهادار اقدام می‌کند در

حقیقت اوراق بهاداری را می‌فروشد که مالک آن نیست. در اصطلاح به این کار فروش تعهدی اوراق بهادار گفته می‌شود.

اهداف فروش تعهدی اوراق بهادار

با توجه به شباهت کارکرد میان قرارداد فروش استقراضی اوراق بهادار و قرارداد فروش تعهدی این اوراق می‌توان اهداف زیر را برای فروش تعهدی اوراق بهادار برشمرد (قوانین کمیسیون اوراق بهادار آمریکا، نسخه ۵۰۱۰۳-۳۴ جولای ۲۰۰۴).

الف) کسب منفعت در انتظارهای نوسان منفی قیمت‌ها: بدین ترتیب که فردی پیش‌بینی می‌کند که قیمت اوراق بهادار مورد نظرش در آینده کاهش می‌یابد. در قالب قرارداد فروش اوراق بهادار تعهدی، نسبت به فروش اوراق بهادار یادشده در بازار اقدام می‌کند و پس از کاهش قیمت، آن را با قیمت پایین تر خریداری کرده و به مالک باز پس می‌دهد و بدین ترتیب از ما به التفاوت قیمت فروش و خرید سود می‌برد.

ب) ایجاد تعادل بازار: برای مثال اگر برای اوراق بهادار خاصی تقاضا بیش از عرضه باشد و این فزونی تقاضا، باعث افزایش مصنوعی قیمت شود می‌توان با استفاده از این ابزار مالی نسبت به عرضه اوراق بهادار مورد نظر در بازار اقدام و در جهت ایجاد تعادل در بازار گام برداشت.

ج) پوشش ریسک موقعیت خرید در همان ورقه بهادار: به طور مثال سرمایه‌گذاری که یک ورقه بهادار معین را در اختیار دارد، به منظور مصون ماندن در برابر کاهش قیمت آن ورقه بهادار در آینده وارد قرارداد فروش تعهدی می‌شود به این صورت که با اتخاذ موقعیت فروش تعهدی همان تعداد و همان نوع ورقه بهادار در بازار در صورت کاهش قیمت ورقه بهادار در آینده، زیان کاهش قیمت وی پوشش داده می‌شود، بدون اینکه مجبور باشد ورقه بهادار خود را بفروشد.

سازوکار فروش تعهدی اوراق بهادار

سازوکار فروش تعهدی اوراق بهادار این گونه است که متقاضی در چهارچوب قرارداد فروش تعهدی، تعدادی ورقه بهادار را از کارگزار گرفته به وکالت از مالک اوراق بهادار در بازار می‌فروشد. بعد همان تعداد ورقه بهاداری را که به وکالت از مالک به فروش رسانده، از

بازار خریداری کرده و به مالک باز پس می‌دهد تا بدین ترتیب فروش تعهدی ورقه بهادار حذف شود. حذف فروش تعهدی را تسویه فروش تعهدی یا رفع فروش تعهدی می‌نامند.

ممکن است این پرسش مطرح شود که کارگزار چگونه ورقه بهادار را تامین می‌کند تا در اختیار متقاضی قرار دهد. این کار به طور معمول بر اساس توافقات صورت گرفته توسط کارگزاران با مالکان اوراق بهادار در چهارچوب دستورالعمل فروش تعهدی اوراق بهادار مصوب ۱۳۹۹ هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار انجام می‌شود.

الف) حساب ودیعه در فروش تعهدی اوراق بهادار

متقاضیانی که به فروش تعهدی اوراق بهادار تمایل دارند، باید مبلغی (معادل قیمت فروش به علاوه درصدی بیشتر) را به صورت ودیعه در اختیار کارگزار قرار دهند تا در صورت عدم تحقق پیش‌بینی ایشان مبنی بر کاهش قیمت، یا در صورتی که به هر علت متقاضی موفق بر بازپس‌دهی اوراق بهادار نشود، کارگزار بتواند از محل حساب ودیعه حقوق مالک اوراق بهادار را برای او استیفا کند. لازم به بیان است که حساب یاد شده از حساب مالک که وجوه حاصل از فروش اوراق بهادار به آن واریز می‌شود متفاوت و درآینده توضیح خواهیم داد که مبالغ یادشده به درخواست مالک قابل سرمایه‌گذاری است. به موجب ماده ۱۳ دستورالعمل فروش تعهدی اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار و فرابورس ایران «کارگزار مکلف است کلیه وجوه مربوط به فروش تعهدی مالک و متقاضی، از جمله وجوه تضمین را به صورت جداگانه در حساب عملیاتی هریک نزد خود نگهداری نماید. مالک و متقاضی، اجازه برداشت این وجوه تا زمان تسویه نهایی قرارداد را ندارند».

ممکن است این پرسش مطرح شود که با توجه به اینکه در سررسید یا قبل از آن متقاضی به وکالت از مالک اقدام به خرید اوراق بهادار می‌کند، وجوه لازم برای خریداری این اوراق از کجا تامین می‌شود؟ در پاسخ باید گفت در صورت کفایت وجوه موجود در حساب مالک از حساب وی تامین می‌شود و در غیراین صورت کسر مبلغ بالا از وجوه موجود در حساب متقاضی برداشت می‌شود. در واقع متقاضی ضمن قرارداد فروش تعهدی که مبتنی بر عقد صلح واقع گردیده در برابر مالک متعهد شده که در سررسید مثل اوراق بهادار به فروش رفته را به وکالت از او خریداری می‌کند و در صورت افزایش قیمت نسبت به روز فروش اضافه قیمت برعهده او خواهد بود.

ب) درآمد مالک اوراق بهادار

مالک اوراق بهادار در فروش تعهدی اوراق بهادار بدین گونه منتفع می‌شود که درآمد حاصل از فروش اوراق بهادار توسط متقاضی به حساب ودیعه واریز شده و مالک می‌تواند طبق ماده ۱۴ دستورالعمل مربوطه از محل وجوه حاصل از فروش تعهدی، سرمایه‌گذاری در سپرده بانکی و خرید واحدهای صندوق‌ها سرمایه‌گذاری قابل معامله با درآمد ثابت را از کارگزار درخواست کند.

شایان یادآوری است که در صورت افزایش قیمت اوراق، متقاضی که به عنوان وکیل مالک اقدام به فروش کرده، بر اساس شروط بیان شده در قرارداد مکلف به جبران ما به التفاوت است و در صورت کاهش قیمت اوراق، ما به التفاوت به عنوان حق الوکاله به وی تعلق می‌گیرد. روشن است که بر اساس شرایط قراردادی در صورت عدم تغییر اوراق بهادار، مالک از محل سرمایه‌گذاری انجام شده به شرح پیشین منتفع می‌شود ولی متقاضی از هر گونه انتفاع بی بهره خواهد بود و این عدم انتفاع ناشی از پیش‌بینی نادرست او در خصوص قیمت اوراق بهادار موضوع قرارداد است. در این خصوص باید این توضیح را اضافه کرد که برپایه تبصره ۱ ماده یادشده سود حاصل از سرمایه‌گذاری وجوه موضوع این مقررہ پس از کسر مبالغ متناسب با نرخ تشویقی در صورت وجود توسط مالک قابل برداشت است.

مزایای فروش تعهدی اوراق بهادار

فروش تعهدی اوراق بهادار دارای دو برتری قابل توجه است:

الف: ایجاد نقدینگی؛ ب: کارایی قیمت گذاری.

کارایی بازار بیشتر به وسیله فعالان بازار از جمله بازار سازان و سهامداران عمده تحقق می‌یابد که عدم توازن موقت ایجاد شده در عرضه و تقاضای اوراق بهادار را جبران می‌کنند. فروش تعهدی اوراق بهادار در بازار باعث افزایش عرضه برای خریداران می‌شود و ریسک بالارفتن کاذب قیمت اوراق بهادار را با افزایش عرضه کاهش می‌دهد. فروشندگان تعهدی اوراق بهادار با بازخرید اوراق مورد نظر باعث افزایش طرف تقاضا خواهند شد. بدین توضیح که فروش و بازخرید اوراق در فواصل زمانی تعیین شده بر بازار اثر خواهد گذاشت. پس در زمان فروش باعث افزایش عرضه و در زمان سررسید و موعد بازخرید، پس از گذشت دوره زمانی مقرر در قرارداد، تقاضا را افزایش خواهد داد.

فروش تعهدی اوراق بهادار کارآیی قیمت گذاری در بازار اوراق بهادار را نیز در پی خواهد داشت. چراکه در بازارهای کارا می بایست قیمت در جریان عرضه و تقاضا تعیین گردد. یعنی قیمت نشان دهنده کل تقاضا و کل عرضه باشد. در هر زمان که متقاضیان فروش تعهدی اوراق بهادار در مقابل روند کاهشی یک ورقه بهادار نسبت به پوشش ریسک اقدام می کنند در واقع در مقابل کسی قرار می گیرند که آن ورقه بهادار را با امید افزایش قیمت یا به قصد پوشش ریسک در مقابل این افزایش می خرد. هر دو طرف این معامله با امید کسب منفعت یا پوشش ریسک اقدام می کنند ولی استراتژی این دو با یکدیگر متفاوت است. در این میان هرچه تعادل بین عرضه و تقاضا بیشتر برقرار باشد قیمتی که بر اساس آن معامله انجام می پذیرد نیز واقعی تر خواهد بود.

معایب فروش تعهدی اوراق بهادار

هرچند فروش تعهدی اوراق بهادار از برتری های چشمگیری برخوردار است اما می تواند از طریق دستکاری قیمت ها بازار را با مخاطراتی روبرو کند. به ویژه زمانی که عملیات فروش تعهدی اوراق بهادار با هدف به وجود آوردن عدم توازن در طرف عرضه و حذف تقاضاهای خرید صورت گیرد. فروش تعهدی اوراق بهادار به صورت نامحدود، تسریع در حرکت نزولی قیمت اوراق بهادار را در پی خواهد داشت و در نتیجه چنین برداشت خواهد شد که کاهش قیمت اوراق بهادار به علت وجود مشکلات اساسی مرتبط با آن واقع شده است.

با توجه به مخاطرات احتمالی یادشده در جریان فروش تعهدی اوراق بهادار در ماده ۶ دستورالعمل مربوطه چنین مقرر شده است که «در صورت اعلام سازمان برای توقف فروش تعهدی، بورس مکلف است بلافاصله نسبت به توقف فروش تعهدی و اطلاع رسانی مقتضی اقدام نماید. بورس در صورت تشخیص ضرورت نیز می تواند در هر زمان فروش تعهدی را همزمان با اعلام به سازمان متوقف نماید. در این صورت کارگزار موظف است بلافاصله پس از اعلام بورس نسبت به توقف ارسال سفارش فروش تعهدی اقدام نماید».

بررسی فقهی و حقوقی فروش تعهدی اوراق بهادار

در بررسی ماهیت فروش تعهدی اوراق بهادار به عنوان یک ابزار مالی می بایست به این پرسش پاسخ داد که آیا فروش تعهدی یک عقد محسوب می شود یا خیر؟ در پاسخ به این پرسش باید نخست به ماده ۱۸۳ قانون مدنی استناد کرد که مقرر داشته است: «عقد عبارت است

از اینکه یک یا چند نفر در مقابل یک یا چند نفر دیگر تعهد بر امری نمایند و مورد قبول آنها باشد».

بر اساس تعریف راغب در مفردات «عقد در ابتدا در اجسام سخت و امور محسوس مثل (عقد الحبل و عقد البناء) 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 (ره) 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 موضوع له به کار رفته است و مصحح طبیعت نیز، ادعای این معناست که اضافه اعتباری همانند ریمان بوده و تبادل دو طرف ریمان 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، ۱۰۷).

الف) تحقق عقد و ارکان آن

پس از این توضیح که مطلق معامله، عقد شمرده می شود باید اضافه کرد که برای تحقق عقد و اعتبار آن شرایطی نیز لازم دانسته شده است. طبق ماده ۱۹۰ قانون مدنی، «برای صحت هر معامله شرایط زیر اساسی است: ۱- قصد طرفین و رضای آنها ۲- اهلیت طرفین ۳- موضوع معین که مورد معامله باشد ۴- مشروعیت جهت معامله».

در میان چهار شرط اصلی عقد، می توان گفت که قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار از چهار شرط برخوردار است چرا که در این قرارداد مالک در برابر دریافت مبالغ حاصل از سرمایه گذاری ناشی از وجوه تامین شده از محل فروش اوراق بهادار به متقاضی وکالت می دهد تا نسبت به فروش اوراق بهادار اقدام نماید و متقاضی 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 جزییات موضوع و اراده به انجام معامله اقدام می کنند. پس شرط اول یعنی قصد و رضای آنها برقرار است. اما درباره شرط دوم یعنی اهلیت طرفین، با توجه به اینکه فرایند فروش تعهدی مدون و ثبت شده بوده و در سامانه ها معاملاتی انجام می پذیرد و فقط اشخاصی می توانند به عنوان مالک یا متقاضی در این قراردادها مشارکت کنند که پیشتر فرایند گرفتن کد معاملاتی را طی کرده باشند باید گفت اهلیت ایشان پیشتر احراز شده است.

با توجه به اینکه موضوع قرارداد و جزئیات آن نیز کاملاً مشخص بوده بدین شرح که نوع ورقه بهادار، تعداد آن، ارزش فعلی دارایی مالی به پشتوانه فیزیکی آن و جریان‌ها نقدی مورد انتظار کاملاً در قرارداد تبیین می‌شود بنابراین شرط سوم نیز که عبارت است از «موضوع معین» در قراردادهای فروش تعهدی اوراق بهادار برقرار است.

درباره شرط چهارم نیز باید گفت جهت یعنی داعیه و انگیزه‌ای که سبب رضایت شخص نسبت به انجام معامله شود. به عبارت دیگر به اندیشه‌ای که با عقد یا ایقاع، مرتبط بوده و تبدیل به انگیزه شده باشد، داعی می‌گویند. مطابق ماده ۲۱۷ قانون مدنی، «در معامله لازم نیست که جهت آن تصریح شود ولی اگر تصریح شده باشد باید مشروع باشد والا معامله باطل است». همان طور که پیش‌تر گفته شد اهداف فروش تعهدی به طور معمول عبارتند از کسب منفعت در انتظارهای نوسانات منفی، افزایش نقد شوندگی بازار و پوشش ریسک موقعیت خرید در همان ورقه بهادار. از طرف دیگر بیان این نکته ضروری است که قراردادهای مربوطه همیشه توسط بورس‌ها تنظیم می‌شوند و مالک یا متقاضی در تدوین آن نقشی ندارند. بر اساس ماده ۸ دستورالعمل فروش تعهدی «مالک و متقاضی جهت انجام فروش تعهدی باید قرارداد فی‌مابین مشتری و کارگزار را که به پیشنهاد بورس و تایید سازمان می‌رسد امضا نمایند». بنابراین از این جهت می‌توان گفت به شرط چهارم صحت معاملات یعنی مشروعیت جهت معامله نیز در قراردادهای فروش تعهدی اوراق بهادار خدشه‌ای وارد نیست.

ب) اصل صحت عقود و فروش تعهدی اوراق بهادار

برابر ماده ۲۲۳ قانون مدنی «هر معامله که واقع شده باشد محمول بر صحت است مگر اینکه فساد آن ثابت شود». یعنی اصل بر این است که هر معامله ای واقع شود دارای تمام شرایط اساسی صحت معاملات و شرایط اختصاصی آن عقد بوده و در نتیجه اصل بر صحت آن است و مادامی که خلاف آن ثابت نشده به اعتبار و قوت خود باقی است. بر اساس عموم و اطلاق آیه‌ها و روایت‌هایی چون آیه «اوفوا بالعقود» و «تجاره عن تراض»، حدیث «المومنون عند شروطهم» و «الناس مسلطون علی اموالهم» و اصل آزادی قراردادهای، اصل اولی لفظی در قراردادهای صحت و لزوم آنها است مگر اینکه آن قرارداد با یکی از ضابطه‌ها عمومی یا اختصاصی قراردادهای در تعارض باشد. بنابراین قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار می‌تواند جزء قراردادهای صحیح و لازم قرار گیرد، زیرا این عقد از جمله عقود مستحدثه بوده و با

توجه به جواز عمومی و کلی شارع درباره آنچه در میان عرف درباره معامله‌ها رایج است هماهنگ می‌باشد، مگر در مواردی که ویژگی یا شرطی بر خلاف اهداف و مقاصد داشته یا مفسده‌ای بر آن مترتب باشد مانند معامله غرری یا معامله ربوی. بنابراین قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار مانند کلیه عقود دیگر می‌تواند مشمول عمومات و اطلاقات ادله که شارع به صورت کلی بیان کرده باشد.

ج) غرر و فروش تعهدی اوراق بهادار

غرر از دو ناحیه ممکن است به این قرارداد وارد شود:

الف: توجه غرر درباره متقاضی؛

ب: توجه غرر درباره مالک.

غرر زمانی تحقق می‌یابد که یکی از طرفین معامله نسبت به یکی از جهات معامله جاهل بوده و از ناحیه آن جهل برای او حصول ضرری محتمل باشد یا اینکه یکی از طرفین قرارداد قصد فریب دیگری را داشته باشد. در فروش تعهدی اوراق بهادار در صورتی که قیمت ورقه بهادار برخلاف انتظار متقاضی کاهش نیابد یا افزایش پیدا کند، ضرر متوجه متقاضی خواهد بود که عبارت است از مبلغ افزایش قیمت ورقه بهادار نسبت به قیمتی که ورقه بهادار را به وکالت از مالک فروخته است.

با توجه به این که متقاضی با علم به وجود این ریسک نسبت به فروش تعهدی اوراق بهادار اقدام می‌کند غرر به معنای ضرر ناشی از جهل منتفی است و اگر غرر را به معنی فریفتن بدانیم باید گفت در این قرارداد غرر وجود ندارد چرا که مالک هیچ گاه قصد فریفتن متقاضی را ندارد و در بسیاری از موارد دو طرف قرارداد (مالک و متقاضی) یکدیگر را نمی‌شناسند زیرا در فروش تعهدی، مالک و متقاضی به کارگزار مراجعه و با رعایت ضوابط و شرایط مربوطه نسبت به امضای قرارداد فروش تعهدی اقدام می‌کنند و مالک و متقاضی ارتباطی با یکدیگر ندارند.

درباره مالک نیز غرری متوجه وی نیست چرا که معمولاً در فروش تعهدی مالک ورقه بهادار پیش‌بینی افزایش قیمت دارد و بنای او نگهداری ورقه بهادار است. بنابراین اگر بر اساس پیش‌بینی متقاضی قیمت ورقه بهادار کاهش پیدا کند چون بنای نخستین مالک نگهداری ورقه بهادار بوده وضعیت دارایی او تغییری نمی‌کند یعنی اگر عمل فروش تعهدی صورت نمی‌گرفت

وضعیت دارایی وی همین بود. افزون بر اینکه در حالت فروش تعهدی از سرمایه گذاری در سپرده‌ها بانکی و صندوق‌ها با درآمد ثابت از محل وجوه حاصل از فروش اوراق بهادار، مبالغی نیز به دارایی وی اضافه شده است.

د) سفهی بودن فروش تعهدی

معاملات سفهی معاملاتی است که شایسته آن را دارد که از سفیه صادر شود ولی معامله کننده سفیه نیست بلکه در کمال آگاهی، عقل و اراده و بدون هرگونه اضطراب، چنین معامله‌ای را منعقد می‌کند. این معاملات مصادیق و فروعاتی دارد که شناخت آنها مستلزم شناخت ماهیت و چگونگی تشخیص آنها است. معاملات سفهی فقط ناظر به عقود مغایه‌ای نیست و در همه عقود و حتی شروط و ایقاعات دیده می‌شود. بهترین معیار برای تشخیص اینگونه معاملات، بررسی غرض از انجام معامله است. عدم وجود غرض عقلایی در انجام هر معامله‌ای، آن را سفهی می‌کند. برای تشخیص وجود غرض عقلایی باید به عرف مراجعه کرد. وضعیت حقوقی این معاملات مورد اختلاف فقهای امامیه و حقوق دانان ایران است. برخی به درستی و برخی به نادرستی این معاملات معتقدند و هر یک از دو طرف ادله‌ای دارند که مورد انتقاد طرف دیگر قرار گرفته است (حکمت نیا، زمانی، بهار ۹۲).

فارغ از اختلاف نظر اشاره شده در خصوص وضعیت حقوقی معاملات سفهی در قرارداد فروش تعهدی باید گفت این قرارداد سفهی محسوب نمی‌شود چراکه اشخاصی که وارد این قراردادها می‌شوند با تکیه بر تجارب اندوخته شده و نیز انجام تحلیل‌ها بنیادین و تکنیکی به عرصه قرارداد فروش تعهدی پای می‌گذارند.

هـ) فروش تعهدی و تعلیق در عقد

بر اساس ماده ۱۸۹ قانون مدنی «عقد منجز آن است که تاثیر آن بر حسب انشاء موقوف بر امر دیگری نباشد والا معلق خواهد بود».

چنانچه این پرسش به ذهن متبادر شود که انتفاع از فروش تعهدی اوراق بهادار و هدف از آن کسب منفعت در بازار نزولی است و نزولی بودن بازار امری معلق است که محرز نیست باید گفت در فروش تعهدی اوراق انشاء و آثار عقد هر دو منجز هستند و با وقوع عقد هر دو انشاء و اعتبار شده‌اند یعنی با انعقاد قرارداد فروش تعهدی، تعهد باز خرید و بازگرداندن اوراق بهادار

توسط متقاضی نیز تحقق یافته است. بنابراین مالک و متقاضی هر دو به شیوه منجز و قطعی درباره پدید آوردن التزام تصمیم گرفته‌اند.

و) فروش تعهدی اوراق بهادار و ربا

با توجه به اینکه در حال حاضر فروش تعهدی در قالب عقد صلح و وکالت تعریف شده و بین مالک و متقاضی استقراض برقرار نمی‌شود، مسائل و شبهات مطرح درباره ربای قرضی نیز در این قراردادها منتفی است. زیرا همانطور که اشاره شد متقاضی در ایامی که اوراق بهادار را به فروش رسانده تا زمانی که مجدد اوراق بهادار را خریداری کرده و به مالک مسترد می‌کند، مبلغی تحت عنوان بهره یا سود به مالک نمی‌پردازد. هر چند مالک می‌تواند مبالغ به دست آمده از محل فروش اوراق بهادار را در سپرده‌ها بانکی و خرید واحدهای صندوق‌ها سرمایه‌گذاری قابل معامله با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری کند و از این طریق منتفع شود ولی روشن است که این رابطه بین مالک و متقاضی برقرار نیست و قرارداد فروش تعهدی از این حیث با شبهه ربای قرضی روبرو نمی‌شود. شبهه ربای معاملی نیز در این قرارداد منتفی است چرا که متقاضی همان تعداد اوراق بهاداری که از مالک دریافت کرده را به او باز می‌گرداند ضمن آنکه اوراق بهادار اساساً کالای مکیل و موزون به شمار نمی‌آیند.

ز) فروش تعهدی اوراق بهادار و قمار

از دیگر شبهات موجود پیرامون این قراردادها شبهه قمار است. قمار در شکل عقد این چنین تعریف شده است که قراردادی است که به موجب آن هر قمارکننده‌ای متعهد می‌شود که هرگاه بازی قمار را باخت به قمارباز دیگری 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 شرط بندی 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 که بر آن توافق کرده‌اند پرداخت کند (سنه‌وری، ۲، ۹۸۶)». از منظر فقه اسلامی، قمار و شرط بندی حرام است و فقط در مورد سبق و رمایه در شرط بندی و گروگذاری استثناء شده‌اند (محقق حلی، ۱۴۰۸، ق، ۱۸۳: ۲). ماده ۶۵۴ قانون مدنی در این

خصوص این چنین مقرر کرده که «قمار و گرویندی باطل و دعاوی راجع به آن مسموع نخواهد بود. همین حکم در مورد کلیه تعهداتی که از معامله نامشروع تولید شده باشد جاری است». ممکن است عده‌ای با منظور کردن شرط‌های بیان شده در قراردادهای فروش تعهدی اوراق بهادار مبنی بر اخطار افزایش حساب ودیعه متقاضی در صورت افزایش قیمت اوراق بهادار آن را قمار بشمارند ولی باید گفت هدف کارگزار از اعلام اخطار افزایش ودیعه، کسب پشتوانه کافی برای جبران خسارت احتمالی مالک در صورت عدم ایفای تعهد توسط متقاضی بوده و این کار به قصد کسب درآمد از راه قمار و شرط بندی (رهان) صورت نمی‌گیرد.

ح) فروش تعهدی اوراق بهادار و فروش مال غیر

ممکن است برخی با تکیه بر روایت مشهور نبوی «لا تبع ما لیس عندک» (نجفی، ۱۳۶۵: ۱۸، ۴۷) در صحت قرارداد فروش تعهدی تشکیک کنند ولی با توجه به اینکه در فروش تعهدی قرارداد پایه قرارداد صلح بوده و مالک ضمن آن با رضایت و علم و اطلاع کافی به متقاضی وکالت برای فروش اوراق بهادار اعطا می‌کند، باید گفت شبهه بیع ما لیس عندک نیز در این قراردادها منتفی است.

عقود و قراردادهای مشابه

با توجه به ظاهر قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار به نظر می‌رسد بتوان شباهت‌هایی بین این قرارداد با برخی از عقود و قراردادهای معروف و رایج پیدا کرد که در این بخش به تطبیق برخی از آنها با قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار پرداخته خواهد شد.

الف) فروش تعهدی اوراق بهادار و بیع العربون

بیع العربون توسط مرحوم کلینی این گونه تعریف شده است: «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 بعدا معامله را انجام داد، جزئی از قیمت شمرده شود والا متعلق به صاحب کالا بوده و به مشتری بر نمی‌گردد (کلینی، بی تا، ۵، ۲۲۳)».

از منظر فقه امامیه بیع العربون صحیح است. در روایتی از امیرالمومنین علیه السلام چنین آمده است: «کان امیرالمومنین علیه السلام یقول: لا یجوز بیع العربون الا ان یکون نقدا من

الثلثن» (کلینی، بی تا، ۵، ۲۲۳). بین این عقد و قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار شباهت‌هایی وجود دارد اما در تطابق این عقد با قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار چند تفاوت عمده دیده می‌شود:

۱. همان طور که در روایت امیرالمومنین علیه السلام مشاهده می‌شود عربون باید بخشی از ثمن شمرده شود در حالیکه در فروش تعهدی اوراق بهادار متقاضی به وکالت از مالک اوراق بهادار را به فروش می‌رساند و وجوه حاصل از آن را به حساب ودیعه واریز می‌کند. همچنین مبالغی که از محل وجوه مذکور نصیب مالک می‌شود بخشی از ثمن نیست بلکه سودی است که از سرمایه‌گذاری در سپرده‌ها بانکی و صندوق درآمد ثابت بر اساس قراردادهای مجزایی بین مالک و بانک یا صندوق‌ها سرمایه‌گذاری حاصل شده است.

۲. در بیع العربون عملیات صورت گرفته بیع محسوب می‌شود و در برابر کالا قیمت آن پرداخت می‌شود اما در قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار بر پایه عقد صلح و وکالت، اوراق بهادار به فروش رسیده و پس از طی دوران قرارداد اوراق بهادار خریداری می‌شود. بنابراین نمی‌توان قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار را مصداق بیع العربون دانست (مشروح مذاکرات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار) افزون بر آنکه برخی از فقها در صحت بیع العربون و استنادهای آن شبهاتی مطرح کرده‌اند (حلی، ۱۴۱۷، ۵۸۶، ۱).

(ب) فروش تعهدی اوراق بهادار و عقد اجاره

ماده ۴۶۶ قانون مدنی اجاره را اینگونه تعریف کرده است: «اجاره عقدی است که به موجب آن مستاجر مالک منافع عین مستاجره می‌شود. اجاره دهنده را موجر و اجاره کننده را مستاجر و مورد اجاره را عین مستاجره گویند». در عقد اجاره مستاجر مالک منافع عین مستاجره است اما حق فروش عین مستاجره به غیر را ندارد. نکته مهم دیگر در عقد اجاره بقای عین مستاجره است (سید یزدی، بی تا: ۲، ۵۷۶). وجه افتراق قرارداد فروش تعهدی و عقد اجاره در همین نکته است که در این قرارداد بقای عین (اوراق بهادار) اتفاق نمی‌افتد. درواقع در فروش تعهدی اوراق بهادار، مالک ورقه بهادار را برای فروش در اختیار متقاضی قرار می‌دهد و قصد بقای عین برای هیچ یک از مالک و متقاضی وجود ندارد.

وجه تمایز دیگر فروش تعهدی اوراق بهادار و عقد اجاره آن است که در عقد اجاره برای موجر بعد از فروش دارایی هیچ گونه انتفاعی متصور نیست مگر آنکه موجر با وجود تملیک منافع یک دوره معین عین مستاجر، آن مال را بدون منافع مورد نظر به دیگری تملیک کند ولی در قرارداد فروش تعهدی، علی الاصول مالک در دوره قرارداد از محل عواید ناشی از فروش اوراق بهادار انتفاع می‌یابد.

ج) فروش تعهدی اوراق بهادار و بیع الخيار

در متون فقهی در بخش بیع و احکام آن به طرفین اختیار فسخ بیع در صورت تحقق وضعیت‌ها متفاوتی پس از بیع اعطا شده است. البته مشروط به این که شروط در ضمن عقد بیان شده باشد. یکی از این موارد بیع الخيار است. بیع الخيار معامله‌ای است که در آن فروشنده شرط می‌کند که پس از گذشت مدت مشخص از انجام معامله امکان رجوع و فسخ قرارداد را داشته باشد و اگر طی این مدت مشخص رجوع نکرد معامله فروش قطعی شمرده شود (حلی، ۱۴۱۷: ۱، ۵۲۱).

طبق ماده ۴۵۸ قانون مدنی «در عقد بیع متعاملین می‌توانند شرط نمایند که هرگاه بایع در مدت معینی تمام مثل ثمن را به مشتری رد کند اختیار فسخ معامله را نسبت به تمام مبیع داشته باشد و همچنین می‌تواند شرط کند که هرگاه بعض مثل ثمن را رد کند اختیار فسخ معامله را نسبت به تمام یا بعض مبیع داشته باشد در هر حال حق اختیار تابع قرارداد متعاملین خواهد بود و هرگاه نسبت به ثمن قید تمام یا بعض نشده باشد اختیار ثابت نخواهد بود مگر با رد تمام ثمن».

بیع الخيار از برخی جهات با قرارداد فروش تعهدی شباهت دارد. مالک می‌تواند شرط کند که اوراق بهادار را به متقاضی می‌فروشد مشروط به اینکه اگر تا تاریخ مشخص (دوره قرارداد) اوراق بهادار را طلب کند، متقاضی اوراق بهادار را به وی برگرداند. به طور معمول در فروش تعهدی مالک پس از انقضای مهلت تعیین شده در قرارداد، تقاضای بازگشت اوراق بهادار را می‌نماید. متقاضی نیز اوراق بهاداری که در بازار به فروش رسانده بود از بازار تهیه و باز می‌گرداند. اما تفاوت‌هایی نیز به چشم می‌خورد. از جمله مهم‌ترین این تفاوت‌ها اینکه در قرارداد فروش تعهدی برخلاف بیع الخيار اساساً متقاضی خریدار اوراق نیست و فسخ قرارداد صورت نمی‌گیرد، ضمن اینکه طبق ماده ۴۶۰ قانون مدنی مشتری نمی‌تواند در مبیع تصرفی که منافی اختیار باشد از قبیل نقل و انتقال و غیره بنماید در حالی که در قرارداد فروش تعهدی، متقاضی اوراق بهادار را به وکالت از مالک به فروش می‌رساند.

(د) فروش تعهدی اوراق بهادار و قرض

در تعریف قرض در متون فقهی چنین 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) و در تعریف دیگر آمده است: «قرض تملیک عین مال است به شرط ضمان مثل یا قیمت آن» (موسوی خویی، ۱۳۶۶، ۲، ۸۱). باید اضافه کرد که قرض براساس ماده ۶۴۸ قانون مدنی «عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین مقدار معینی از مال خود را به طرف دیگر تملیک می کند تا طرف مقابل مثل آن را از حیث مقدار، جنس و وصف رد نماید و در صورت تعذر رد مثل، قیمت یوم الرد را بدهد. همان طور که در عبارت ها پیشین بیان شد در قرض آنچه از طرف قرض دهنده مطالبه می شود، مثل یا قیمت مال قرض داده شده است و چیزی مازاد بر آن پرداخت نمی شود اما در فروش تعهدی اوراق بهادار مالک از محل عواید از فروش اوراق بهادار از طریق سرمایه گذاری در سپرده بانکی و خرید واحدهای صندوق ها سرمایه گذاری قابل معامله با درآمد ثابت نیز منتفع می گردد. از طرف دیگر همان طور که قرض گیرنده اوراق بهادار را قرض می گیرد، اوراق بهادار به مالکیت وی درمی آید و طبق تعریف قرض باید تمام متعلقات اوراق بهادار نیز طبق اصل «تبعیت نما از اصل» به وی تعلق بگیرد در حالی که در فروش تعهدی اوراق بهادار اینگونه نیست و متقاضی اوراق بهادار را به وکالت از مالک در بازار به خریداران می فروشد بنابراین برای متقاضی هیچ مالکیتی نسبت به اصل یا منافع اوراق بهادار متصور نیست. بنابراین قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار با عقد قرض تطابق ندارد.

(ه) فروش تعهدی اوراق بهادار و فروش استقراضی

فروش استقراضی، فروش اوراق بهادار در ابتدای دوره سرمایه گذاری و خرید مجدد آن در انتهای دوره به منظور بازپس دهی اوراق بیان شده است. این روش سرمایه گذاری با روش رایج که در آن سرمایه گذار با انتظار افزایش قیمت اقدام به خرید اوراق بهادار می کند متفاوت است (معاونت مطالعات اقتصادی بورس ۱۳۸۸). بر اساس تعریف کمیسیون اوراق بهادار آمریکا، فروش استقراضی در حقیقت «فروش اوراق بهاداری است که فروشنده مالک آنها نیست بلکه آنها را قرض می گیرد و این اوراق را به خریدار می فروشد و به او تحویل می دهد. بعد از مدتی فروشنده استقراضی باید بدهی خود را پوشش دهد، به این معنی که باید اوراق بهادار را خریداری و در اختیار قرض دهنده قرار دهد» (ستایش و ذوالفقاری، ۱۳۸۹).

در فروش استقراضی قرض گیرنده موظف است در صورت تقاضای قرض دهنده، اوراق بهادار را به وی بازگرداند. همچنین سرمایه گذار در موقعیت فروش استقراضی سهام باید هر نوع درآمد متعلق به این سهام مثل سود تقسیمی یا بهره را که معمولاً به سهام فروخته شده تعلق می گیرد، به قرض دهنده بپردازد (ستایش و ذوالفقاری، ۱۳۸۹).

فروش استقراضی اوراق بهادار زمانی اتفاق می افتد که مالک ورقه بهادار انتظار دارد در آینده قیمت ورقه بهادار ثابت بماند و یا بالا رود بر این اساس می کوشد ورقه بهادار خود را نگهداری کند تا افزون بر سود ورقه بهادار از افزایش قیمت آن نیز بهره مند شود. در مقابل قرض گیرنده انتظار دارد قیمت ورقه بهادار پیش گفته کاهش یابد در این فرض وی به صاحب ورقه بهادار پیشنهاد فروش استقراضی را ارائه می کند. صاحب سهام با این پیش فرض که با قرض دادن ورقه بهادار خود، افزون بر حفظ اصل ورقه بهادار و استفاده از سود آن، مبلغی هم به عنوان بهره دریافت می کند نسبت به اعطای قرض اقدام می کند.

اما در بهره دریافتی اصل ربوی بودن معامله مخدوش و شبهه ربای قرضی به طور جدی مطرح می شود. بنابراین مشروعیت انجام آن از منظر فقه اسلامی و حقوق قابل تایید نیست. برخلاف فروش استقراضی اوراق بهادار که در آن پایه عقد قرض می باشد در فروش تعهدی اوراق بهادار عقد پایه عقد صلح و وکالت است. همچنین برخلاف فروش استقراضی اوراق بهادار که قرض گیرنده در دوره قرارداد مبلغی را به عنوان بهره به قرض دهنده پرداخت می کند، در فروش تعهدی اوراق بهادار متقاضی مبلغی را تحت عنوان بهره به مالک نمی پردازد بلکه مالک می تواند به جای گرفتن بهره از متقاضی با ارائه درخواست به کارگزار از طریق سرمایه گذاری در سپرده بانکی و خرید واحدهای صندوق ها سرمایه گذاری قابل معامله با درآمد ثابت منتفع شود. بنابراین ایراد ربوی بودن معامله که در فروش استقراضی وجود دارد در فروش تعهدی منتفی است.

(و) فروش تعهدی اوراق بهادار و راهکارهای مشابه

قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار به عنوان یکی از ابزارهای مالی جدید در بازار سرمایه طبق قانون کشور ما باید در دایره عقود اسلامی قرار بگیرد به همین سبب سازوکار فروش تعهدی در چهارچوب عقد صلح و وکالت تعریف شده است ولی آنچه قابل توجه است این نکته می باشد که با توجه به سایر عقود اسلامی نیز می توان ابزارهای مالی دیگری طراحی کرد که کارکردشان مشابه قرار داد فروش تعهدی اوراق بهادار باشد که در زیر به دو نمونه از آنها اشاره

می‌کنیم. ولی پیچیدگی‌های اجرایی این دو گزینه سبب شده است که نهاد ناظر بازار سرمایه قرارداد فروش تعهدی را به عنوان راهکار برتر بپذیرد و ضوابط مربوطه را بر آن اساس تدوین نماید و از پیاده سازی موارد دیگر صرف نظر کند.

(ز) خرید و فروش همزمان نقد و سلف اوراق بهادار

انجام همزمان قرارداد فروش نقد و خرید سلف اوراق بهادار تا حدود زیادی اهداف فروش تعهدی را تامین می‌کند. بدین ترتیب که مالک اوراق بهادار ابتدا ورقه بهادار خود را به ارزش روز به صورت نقد به دیگری می‌فروشد سپس همان مقدار از همان ورقه بهادار را به صورت سلف (برای مثال یک ساله) از وی می‌خرد. قیمت سلف به گونه‌ای در نظر گرفته می‌شود تا سود مورد انتظار ورقه بهادار به علاوه مبلغی بیشتر برای مالک ورقه بهادار تامین شود. برای مثال اگر صاحب ورقه بهادار انتظار دارد طی شش ماه آینده مبلغ پنج ریال برای هر سهم سود ببرد و پنج ریال هم بیشتر می‌خواهد تا اقدام به فروش ورقه بهادار کند، ورقه بهادار خود را به مبلغ هریک صد ریال نقدی می‌فروشد سپس به همان اندازه ورقه بهادار به طور کلی از قرار هریک نود ریال به صورت سلف می‌خرد. در نتیجه با دریافت ده ریال ما بالتفاوت قیمت دو معامله اوراق بهادار را در اختیار خریدار قرار می‌دهد. او با فروش آن در بازار مبلغ صد ریال به ازای هر ورقه بهادار به دست می‌آورد و از طریق کارگزار در سپرده بانکی سرمایه گذاری می‌کند سپس در سررسید سلف اقدام به خرید اوراق بهادار کرده و به مالک تحویل می‌دهد. به این ترتیب مالک اوراق بهادار افزون بر اصل اوراق بهادار خود مبالغ دیگری نیز به دست آورده و منتفع می‌شود.

اگر فرد دوم بتواند طبق پیش‌بینی خود اوراق بهادار را به قیمتی پایین تر از نود ریال (قیمت سلف) خریداری کند از دو جهت سود می‌برد یکی از محل سود سپرده گذاری و دیگری از محل اختلاف قیمت خرید و فروش اما اگر پیش‌بینی او محقق نگردد ممکن است از این معامله خسارت ببیند. شاخص‌ترین وجه تفاوت بین فروش تعهدی اوراق بهادار و خرید و فروش هم زمان نقد و سلف آن است که عقود پایه در قرارداد فروش تعهدی صلح و وکالت هستند ولی قرارداد اخیر بر اساس عقد بیع مشروط باید باشد (مشروح مذاکرات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار).

ح) فروش اوراق بهادار با دو اختیار معامله ضمنی

در این روش طرفین معامله، مالک اول و مالک دوم هستند و در این قرارداد اوراق بهادار از مالک اول به مالک دوم منتقل می‌شود. قرارداد فی مابین بیع بوده و در قالب این قرارداد کلیه حقوق مربوط به اوراق بهادار به مالک دوم منتقل می‌شود. همزمان با قرارداد بیع دو قرارداد اختیار معامله به طور ضمنی در قرارداد بیع شرط می‌شود. شرط نخست اختیار خریدی است که مالک دوم به مالک اول می‌دهد تا وی بتواند تا سررسید مشخص هر زمان که اعلام کند نسبت به خرید اوراق بهادار فروخته شده با قیمت معامله اقدام کند. شرط دوم اختیاری است که مالک اول اوراق بهادار به مالک دوم می‌دهد و براساس آن مالک دوم اختیار دارد تا سررسید مشخص هر زمان که اعلام کند اوراق بهادار خریداری شده را به مالک اول به قیمت معامله بفروشد. در این روش اختیارات شرط شده در قرارداد بیع از نوع اختیارات ضمنی هستند و به تنهایی قابلیت خرید و فروش ندارند. اختیارات شرط شده تا زمان سررسید قابلیت اعمال دارند و در صورت اعمال یکی از اختیارات، اختیار دیگر خود به خود منتفی می‌شود. شایان بیان است بر خلاف قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار که بر مبنای صلح و وکالت است در حالت اخیر الذکر عقد بیع مشروط عقد پایه است (مشروح مذاکرات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار).

بحث و نتیجه گیری

قرارداد فروش تعهدی قراردادی است بین متقاضی و مالک جهت فروش تعهدی که متقاضی به وجه الزام آوری خرید مثل اوراق بهادار فروخته شده را بنا به درخواست مالک در هر زمان تا سررسید، خارج از دوره تنفس تعیین شده در مشخصات قرارداد برای مالک تعهد می‌کند. همچنین مالک به وجه الزام آوری به متقاضی وکالت می‌دهد تا از طرف وی نسبت به خرید مثل اوراق بهادار در هر زمان تا سررسید به تشخیص خود اقدام کند. عقد وکالت و شروط آن ضمن عقد صلح بین طرفین توافق می‌شود. با استفاده از نظرات خبرگان فقه مالی و تتبعات حقوقی صورت گرفته می‌توان به این جمع‌بندی رسید که اصول مربوط به ضوابط عمومی قراردادها در قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار (ممنوعیت غرر، ضرر، ربا، قمار و ...) رعایت شده و از حیث شرایط اساسی درستی معاملات یادشده در ماده ۱۹۰ قانون مدنی نیز خدش‌های به این قرارداد وارد نیست. قرارداد فروش تعهدی اوراق بهادار متفاوت از قرارداد فروش استقراضی اوراق بهادار بوده و با هیچ یک از عقود قرض، بیع العربون و بیع الخيار قابل تطبیق نیست.

References

- Collection of resolutions of the Jurisprudential Committee of the Securities and Exchange Organization. (In Persian).
- Deputy Director of Economic Studies and Market Development. (2009). Securities lending and short selling. *Securities and Exchange Organization*. https://www.imps.ac.ir/uploads/1_21_36_13.pdf. (In Persian).
- Guidelines for the Commitment Sale of Securities Approved by the Board of Directors of the Securities and Exchange Organization. (In Persian).
- Hekmatnia, M; & Zamani, J. (2014). Legal Status of Unreasonable (Safahi) Transactions in Imami Jurisprudence and Iranian Law. *Islamic Law*, 10(36), 7-36.
- Helli, Allameh, (1996), AH, Tazkerat Al-Fuqaha, Tehran: Chap Setareh. (In Persian).
- Koleini, Abu Jafar Mohammad Bin Yaqoub Bin Es-haq, n.d. Kafi, Tas-hih Ali Akbar Ghafari, Tehran, Dar Al-Kotob Al-Islamieh. (In Arabic).
- Majd's set of practical rules, Seyed Abbas Hosseini Nik, Tehran, Entesharat Majd. (In Persian).
- Majlesi, Mohammad Baqer, (2024), AH, Behar Al-Anwar, Beirut, Moasseseh Al-Wafa. (In Arabic).
- Mousavi Khomeini, Rouhollah, (2000), AH, Ketab Al-Bay', Tehran, Moasseseh Tanzim Va Nashr Asar Emam Khomeini. (In Persian).
- Najafi, Mohammad Hassan, (1986), Sh, Vasael Al-Shia, Tahqiq Sheikh Abbas Ghochani, Qom, Dar Al-Kotob Al-Islamieh. (In Persian).
- Quran Karim.
- Ragheb Esfahani, n.d; Mofradat, Qom, Chap Esmaeilian. (In Persian).
- Sanhoury, Abdulrazzaq Ahmad, (1973), M, Al-Wasit Fi Sharh Al-Qanoun Al-Madani Al-Jadid, Beirut, Dar Al-Ehya Al-Torath Al-Arabi. (In Arabic).
- SEC rules, Short Sale (A), (2004), Release No.50103-34, July 2004.
- Setayesh, Mohammad Hossein; Zolfaghari, Mahdi; Short selling, Mahnameh Hesabdar, Shomare, 219, Khordad (2010). (In Persian).
- Shahid Thani, Zain Al-Din Bin Ali, Mohaghegh Helli, Jafar Bin Hassan, (1992). Masaalek Al-Afham Ela Tanqih Sharae Al-Islam. Qom, Moasseseh Al-Maaref Al-Islamieh. (In Arabic).
- Yazdi, Mohammad Kazem, (2012), AH. Al-Urwat Al-Wothqa, Tehran, Moasseseh Tanzim Va Nashr Asar Emam Khomeini. (In Persian).