



کارگزاری دانایان پارس  
Danayan Pars Brokerage

# فروش تعهدی

کارگزاری دانایان پارس  
Danayan Pars Brokerage

بهمن ۱۳۹۸



[www.dp-broker.com](http://www.dp-broker.com)

## مقدمه

یکی از مهم‌ترین تحولات بازار سرمایه ایران در سال‌های اخیر، بسترسازی قانونی جهت طراحی و استفاده از ابزارهای جدید بوده است. در همین راستا پس از ارائه راهکارهای متفاوت برای ایجاد ابزاری با کاربرد فروش استقرای در بازار سرمایه کشور، با دستور ریاست سازمان بورس و اوراق بهادار، اجرایی شدن فرایندی با نام «فروش تعهدی» در دستور کار سازمان و کمیته فقهی و بورس قرار گرفت و سرانجام هیئت مدیره سازمان بورس در ۳۰ مرداد ماه ۹۸ کلیات دستورالعمل فروش تعهدی اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس را تصویب و ابلاغ کرد. و به گفته مسئولین سازمان، مکانیزم فروش تعهدی تا آخر سال ۹۸ راه اندازی خواهد شد.

فروش تعهدی اوراق بهادار که در دنیا با نام فروش استقرای (short selling) شناخته میشود، نوعی دادوستد است که در آن فروشنده به وکالت از مالک سهام، نسبت به فروش اوراق بهادار وی مطابق با قرارداد فروش تعهدی، در بورس اقدام می‌کند در شکل متعارف رابطه بین فروشنده و مالک اوراق بهادار به شکل استقرای تعریف شده است، به این صورت که فروشنده با قرض نمودن اوراق بهادار از مالک و پرداخت بهره از پیش توافق شده، به فروش اوراق بهادار در بازار و پیاده‌سازی استراتژی معاملاتی خود اقدام میکند. با توجه به وجود اشکالات شرعی در این روش معاملاتی (یعنی پرداخت بهره مشخص)، راهکار جایگزین در قالب عقد وکالت تعریف شده است. در واقع در این مدل، متقاضی به وکالت از مالک و به نام او، به فروش اوراق بهادار مشخصی اقدام نموده و موظف است در زمان مشخص (سررسید) یا به درخواست مالک و یا به تشخیص خود تا سررسید، اوراق بهادار فروخته شده را به نام مالک بازخرد نماید که منظور از مالک، دارنده سهم است که به متقاضی وکالت می‌دهد تا سهمش را در بازار به فروش برساند و متقاضی کسی که سهم را به وکالت از مالک، به فروش می‌رساند و سپس سهم را با وکالت از بازار خریداری کرده و به مالک آن بازمیگرداند.

## مکانیزم فروش تعهدی

کافی است تا یکبار مالک و متقاضی جداگانه به کارگزاری مراجعه کرده و قراردادی را منعقد کنند و مجوزهای لازم را ارائه کنند. البته در این قرارداد نامی از نماد معاملاتی به میان نخواهد آمد. با توجه به این قرارداد، مالک با دریافت عنوان کاربری و رمز عبور، به یک سیستم الکترونیکی متصل می‌شود تا در آن سیستم اعلام کند که قصد دارد مجوز فروش کدام یک از سهم‌هایش را و به چه میزان و چه درصدی صادر کند. در این مرحله مالک همچنین مشخص می‌کند که وجه حاصل از فروش را طی این مدت در چه بخشی سرمایه‌گذاری کرده و قصد دارد چه میزان از سود حاصل از این سرمایه‌گذاری را به متقاضی ارائه کند.

در مقابل شخصی که قصد فروش تعهدی سهم را دارد یعنی همان متقاضی، در سامانه او در زمان فروش سهم، دو گزینه نمایش داده می‌شود و از او پرسیده می‌شود که این میزان را از دارایی خود و یا دارایی مالک دیگری به فروش می‌رساند؟ اگر گزینه دوم را انتخاب کند، فهرستی نمایش داده شده و گفته می‌شود که برای مثال چه سهم‌هایی و با چه شرایطی وجود دارد اما مشخصات و نام طرف مقابل مشخص نخواهد بود. در نهایت پس از ارزیابی، متقاضی سهم موردنظر خود را انتخاب کرده و فروش را انجام می‌دهد.





مالکان اوراق بهادار که تمایل دارند اوراق تحت مالکیت خود را جهت انجام معاملات فروش تعهدی در اختیار سایر فعالان بازار قرار دهند، نوع و تعداد ورقه بهادار را در سامانه‌ای به نام سامانه اعلام نموده و متقاضیان به واسطه کارگزار خود، از اوراق بهادار موجود جهت انجام معاملات فروش تعهدی آگاهی پیدا می‌کنند.

در طرف دیگر متقاضی سهم نیز اگر پیش‌بینی‌هایش محقق شده و برای مثال ارزش سهمی که ۱۰۰ تومان است به ۸۰ تومان تنزل کند، در این صورت از تفاوت نوسان ایجادشده یعنی فروش سهم ۱۰۰ تومانی و خرید همان سهم با رقم ۸۰ تومان ۲۰ تومان سود خواهد برد که سود احتمالی حاصل از کاهش قیمت به‌عنوان حق‌الوکاله وکیل یعنی همان متقاضی سهم پذیرفته می‌شود. البته ممکن است برخلاف پیش‌بینی او، سهم روند صعودی به خود بگیرد که در این صورت ضمن اینکه ملزم به پرداخت هزینه‌های معامله است، به دلیل خرید سهام گران‌تر نیز متضرر می‌شود.

### برگرداندن سهم به چه نحو است؟

نکته مهم در این طرح، لزوم وجود یک رابطه قراردادی بین مالک سهم و فروشنده است. در این طرح رابطه قراردادی مزبور مبتنی بر عقد وکالت در نظر گرفته شده است. مالک این اجازه را به متقاضی می‌دهد تا به وکالت از او سهم مذکور در بازار فروخته شود ولی در حین این وکالت، طرفین یکسری تعهداتی را می‌پذیرند برای مثال یکی از اصلی‌ترین تعهدات این است که متقاضی تعهد می‌دهد هر زمان که مالک اعلام کند آن سهم را از بازار به نام مالک خریداری کند. هرچند در این بین مدت‌زمانی تحت عنوان **دوره تنفس** نیز در نظر گرفته شده است.

Danayan Pars Brokerage

پس از این مرحله، یا مالک اعلام می‌کند که به سهمش نیاز دارد یا متقاضی قصد نگهداری بیشتر موقعیت خود را ندارد. اگر مالک اعلام کند، فرصتی به متقاضی داده می‌شود تا نسبت به خرید سهام اقدام کند. اگر در این فرصت زمانی اقدام به خرید نکند، کارگزاری که مالک و متقاضی به او مراجعه کرده بودند، ورود کرده و نسبت به خرید سهم برای مالک، با وجه متقاضی اقدام می‌کند. اگر متقاضی خود اقدام به خرید کند در سامانه‌ای که به همین منظور طراحی شده، پیشنهاد خرید خود را وارد می‌کند که در این مرحله نیز دو گزینه نمایش داده می‌شود مبنی بر اینکه برای مالک خریداری شده و با او تسویه شود یا برای خود متقاضی



برخلاف مدل متعارف فروش استقراری که بدون سررسید است، در روش فروش تعهدی، یک سررسید مشخص، تعیین و در مشخصات قرارداد توسط بورس اعلام می‌شود. سررسید تعیین شده به صورت تعداد روزهای تقویمی یا معاملاتی تعریف می‌شود که در سررسید باید تمامی قراردادهای مربوطه تسویه نهایی شوند.

میتوان گفت مکانیزم فروش تعهدی شامل سه مرحله است. مرحله اول از زمان فروش تا پایان دوره تنفس، که مالک در این مرحله نمیتواند درخواست برگرداندن سهم خود را داشته باشد. مرحله دوم از پایان دوره تنفس تا سررسید که، مالک میتواند در این مرحله درخواست بازگشت سهم خود را بدهد. و مرحله سوم که تاریخ سررسید است و تمامی فروش های تعهدی به صورت خودکار تسویه میشوند.

### مبلغ حاصل از فروش سهام چه میشود؟

وجه حاصل از فروش در اختیار مالک قرار می‌گیرد اما مالک، مجوز بهره‌برداری از این وجه را ندارد و طی این مدت در یک حوزه کم ریسک، مانند سپرده بانکی یا صندوق‌های قابل معامله با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری می‌شود. البته سود حاصل از این سرمایه‌گذاری، متعلق به مالک خواهد بود و این منفعتی است که، در این نوع معاملات عاید مالک می‌شود. بدین ترتیب مالک با قرض دادن سهم خود، می‌تواند به سود حاصل از درآمد به‌دست‌آمده از فروش سهام دست یابد.

### نحوه انجام معاملات

نمادهای مجاز به منظور انجام معاملات فروش تعهدی به همراه سایر مشخصات و محدودیت‌های آن، توسط بورس اوراق بهادار تهران تعیین و اطلاع‌رسانی خواهد شد انجام معاملات فروش تعهدی صرفاً از طریق سامانه برخط کارگزاران امکان پذیر است در واقع کسانی که کد بورسی از کارگزاری های مجاز دارند، می‌توانند اقدام به فروش تعهدی نمایند. برای فعال شدن دسترسی افراد جهت فروش تعهدی، متقاضیان و مالکان می‌بایست قرارداد مربوط به فروش تعهدی را امضا کنند. پس از امضای قرارداد، دسترسی فروش تعهدی برای متقاضیان از طریق سامانه آنلاین سهام فعال خواهد شد. در نتیجه برای انجام معاملات فروش تعهدی نیاز به کد بورسی جدید نیست این فرایند معمولاً از طریق کارگزاری‌ها با انعقاد قراردادی به‌عنوان قرارداد مارچین و افتتاح حساب مارچین مدیریت می‌شود.

حسابی مانند قراردادهای مشتقه که متقاضی باید درصدی از ارزش سهام را در این حساب داشته باشد. این حساب ودیعه نام دارد و بر اساس آن به متقاضی اجازه داده می‌شود تا بر اساس آن نسبت به فروش سهام دیگری اقدام کند. این حساب در اختیار کارگزار است اما ضرایب آن را شرکت سپرده‌گذاری تعیین می‌کنند و این حساب به‌روزرسانی شده و امکان به‌اصطلاح مارچین کال شدن مشتری در آن وجود دارد و کارگزار این اختیار را دارد که موقعیت معاملاتی متقاضی را در صورت عدم ترمیم حساب، متوقف کند.

با توجه نبود زیرساخت لازم، فروشنده و خریدار باید در یک کارگزار باشند. از آنجاکه این یک محدودیت فنی است و سیستم معاملات فعلی ناظر محور است، مقرر شده است تا زمان فراهم‌سازی زیرساخت لازم، خریدار و فروشنده صرفاً در یک کارگزاری باشند. همچنین لازم



به ذکر است که در زمان بستن موقعیت فروش، مبلغ خرید از محل حساب عملیاتی مالک که وجه حاصل از فروش سهام، در آن نگه داری میشود بعلاوه حساب ودیعه متقاضی تامین میشود که مابه التفاوت آن، سود یا زیان متقاضی خواهد بود و از این بابت ضرری متوجه مالک نیست و حتی همانطور که قبلا ذکر شد با سرمایه گذاری وجه مذکور در دارایی های کم ریسک سود نیز به وی تعلق میگردد. همچنین کلیه هزینه های فروش و خرید وکالتی بر عهده متقاضی است.

## برخی از موارد خاص

### تقسیم سود توسط ناشر:

معادل سود تقسیمی از حساب عملیاتی مالک نزد کارگزار، توسط مالک قابل برداشت است. و تعهدات وی در زمان تسویه به اندازه سود تقسیمی کاهش میابد.

### افزایش سرمایه :

تاریخ دو روز کاری قبل از توقف، جایگزین سررسید قرارداد فروش تعهدی سهام میشود.

### توقف نماد در زمان تصمیم گیری در مورد افزایش سرمایه:

اگر توقف نماد تا دو روز کاری قبل از مجمع ادامه یابد تسویه به صورت نقدی انجام میشود.

### توقف نماد معاملات در تاریخ تسویه :

انتظار ۲۰ روزه برای بازگشایی. در صورت بازگشایی، تاریخ تسویه به یک روز پس از تسویه منتقل میشود و در صورت سپری شدن مدت بیست روزه، تسویه به صورت نقدی انجام میشود.

کارگزاری دانایان پارس  
Danayan Pars Brokerage

### برخی از محدودیتها

۱: حداکثر موقعیت های باز فروش در هر نماد

۲: حداکثر معاملات تعهدی در هر روز

۳: حداکثر موقعیت های فروش در هر نماد و برای هر متقاضی

۴: کاهش شاخص در یک روز به اندازه درصدی مشخص و همچنین در هر زمان به تشخیص سازمان بورس



## فواید فروش استقراضی (تعهدی)

در بسیاری از بورس‌ها در کنار روشهایی مانند دامنه نوسان ایستا و پویا از تثبیت‌کننده‌های خودکاری استفاده میشود. برای نمونه در حال حاضر سه تثبیت‌کننده خودکار معروف وجود دارد. نخست خرید اعتباری است که در بازار سرمایه ایران نیز وجود داشته و البته نقدهایی نیز متوجه آن بوده و همواره در حال اصلاح است. روش بعدی بازارگردانی است که از مدت‌ها قبل در بازار سرمایه ایران به طور محدود وجود داشته و اخیراً استفاده از آن بیش از قبل مورد توجه قرار گرفته است. روش سوم، فروش استقراضی است که تا پیش‌ازین در ایران وجود نداشت. در خرید اعتباری این امکان فراهم می‌شود تا معامله‌گران فاقد منابع مالی، طبق پیش‌بینی خود که قاعدتاً پیش‌بینی وقوع روند صعودی است، وارد بازار شده و این حضور باعث می‌شود روند صعودی بازار تقویت شود. فروش استقراضی برعکس این شرایط است. در این روش افرادی که پیش‌بینی نزول از بازار داشته ولی سهمی ندارند میتوانند از فروش آن و سپس ارزان‌تر خریدن آن سود کنند، فروش استقراضی باعث میشود روند صعودی و حتی روند نزولی بازار شیب ملایم‌تری به خود بگیرد. چرا که فروشنده‌های استقراضی (تعهدی) با بستن موقعیت معاملاتی خود سبب افزایش تقاضای مجدد در قیمت‌های پایین‌تر شده و از شدت روند نزولی کاسته خواهد شد.

نکته دیگر بالا بردن میزان نقدشوندگی بازار است. در فروش استقراضی، مالک سهم، درعین‌حال که سهم خود را قابل معامله اعلام می‌کند از اینکه سهم به او باز می‌گردد اطمینان خاطر دارد و این فرایند در فروش استقراضی به افزایش نقدشوندگی و سهام‌شناور آزاد سهام نیز کمک می‌کند زیرا در حال حاضر در بسیاری از موارد سهامدار عمده راضی به عرضه سهم در شرایط صعودی و مقابله با حباب قیمتی نیستند چراکه اولویت برای سهامدار عمده نگهداری سهم مدیریتی خود و حضور در مجمع و تثبیت کرسی هیات مدیره است که فروش استقراضی میتواند مبنایی جهت ایجاد انگیزه سهامداران عمده جهت عرضه سهم خود به امید امکان بازگشت سهام باشد که موجب عمق بخشیدن بیشتر به بازار میشود.

همچنین راه اندازی مکانیزم فروش تعهدی، موجب اصطلاحاً دو طرفه شدن بازار میشود در نتیجه این امر تحلیلگرانی که معتقد به بالاتر از ارزش ذاتی (over value) بودن سهام هستند نیز، فرصت بهره بردن از تحلیل خود را خواهند داشت که این امر میتواند زمینه ساز افزایش کارایی بازار و کشف قیمت‌های منصفانه‌تر شود.

کارگزاری دانایان پارس

Danayan Pars Brokerage **ریسک‌ها و انتقادات به مکانیزم فروش استقراضی**

این ابزار به دلیل داشتن خاصیت اهرمی، مانند خرید اعتباری ریسک بالایی دارد. در خرید اعتباری مثلاً یک درصد نوسان در دارایی پایه، دو درصد نوسان در سود و زیان ایجاد می‌کند در فروش تعهدی نیز مانند قراردادهای آتی امکان اینکه این نوسان حتی به ۵ درصد نیز برسد وجود دارد. در این روش با توجه به ریسک موجود در آن، یک بیانیه ریسک طراحی شده که معامله‌گران باید در زمان عقد قرارداد در کارگزاری امضا کنند.



انتقاداتی نیز همواره به این مکانیزم معاملاتی وارد می‌شد برای مثال برخی معتقدند اجرای این طرح باعث بحران و تشدید نوسان می‌شوند. به همین دلیل، در برخی کشورهای دنیا، با محدودیت‌های مواجه شده است. برای مثال در قواعد بازار صعودی، این اجازه را نمی‌دهند تا یک شخص با فروش زیاد سهمی، قیمت آن را کاهش دهد یا برای مثال به دلیل منفی بودن بازار، فروش استقراضی را ممنوع می‌کنند. به خصوص پس از بحران‌های سال ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸، این قواعد در بسیاری از بورس‌های دنیا تشدید شده است.

دستورالعملی که بازار سرمایه ایران برای فروش تعهدی تهیه کرده نیز با همین تفکر طراحی شده است. فروش استقراضی نباید ایجادکننده روند نزولی شود و هم‌زمان عده ای از این روند نزولی کسب سود کنند بلکه باید به این صورت باشد که اگر بازار نزولی شد، معامله‌گران فعال در آن سود کنند. همانند بازار اصلی که اگر معامله‌گران با صعودی کردن مصنوعی سهام، در پی کسب سود باشند، میتواند تخلف و حتی جرم محسوب شود، ایجاد روند نزولی در سهام و اتخاذ فروش تعهدی و کسب سود از این شرایط نیز همینطور بوده و با آن برخورد خواهد شد؛ بنابراین اگر همه چیز طبق دستورالعمل پیش برود، این انتظار وجود دارد که کارکرد آن همانطور که پیشبینی شده، به منفعت بازار و کارایی بیشتر آن کمک کند.



کارگزاری دانایان پارس  
Danayan Pars Brokerage

