

## بررسی نقش بازار اوراق بهادار خارج از بورس بر توسعه بازار سرمایه در ایران

علی تک روستا\*

تاریخ ارسال:

تاریخ پذیرش:

### چکیده

هدف اصلی این مقاله بررسی تأثیر ایجاد بازار اوراق بهادار خارج از بورس در رشد و توسعه بازار سرمایه ایران است. در این باره ابتدا مفاهیم مربوط به بازارهای مالی، بازار اولیه اوراق بهادار، وظایف بانک‌های سرمایه‌گذاری و بازار ثانویه اوراق بهادار که بازارهای خارج از بورس<sup>۱</sup> نیز بخشی از بازار ثانویه است، مورد ارزیابی قرار گرفته است. در ادامه مقاله با رویکرد پرسش‌نامه‌ای اثرات نقش بازار اوراق بهادار خارج از بورس بر توسعه بازار سرمایه در ایران مورد ارزیابی قرار گرفته است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که ۸۱/۵ درصد پرسش‌شونده‌ها، ایجاد بازار خارج از بورس را در راستای توسعه بازار سرمایه اثربخش ارزیابی کرده‌اند. از طرفی نیز تدوین قوانین و مقررات عملاً به روش آزمون و خطا بوده که عاملی بازدارنده در توسعه بازار سرمایه به‌شمار می‌آید. ۸۹ درصد پاسخ‌ها نیز بیانگر عدم شفافیت و کارایی در بازار سرمایه بوده است. همچنین این نتایج نشان می‌دهد بازار خارج از بورس در ایران فاقد قانون‌مندی مناسب است که می‌تواند موجب فعالیت نادرست شرکتهای مضاربه‌ای و بی‌ثمر ماندن خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی شود. همچنین بر اساس نتایج به دست آمده نا آگاهی سیاست‌گذاران از مزایای بازار خارج از بورس و نحوه اداره آن موجب بی‌توجهی آنها نسبت به ایجاد این بازار شده که یکی از عوامل اصلی کمتر توسعه یافتگی بازار سرمایه به‌شمار می‌رود. با عنایت به نتایج به دست آمده، راهکار عملی تحت عنوان تأسیس انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که از طریق توسعه کمی و کیفی معاملات و شفاف شدن عملکرد بازار سرمایه این امر کمک شایانی به توسعه بازار سرمایه در اقتصاد ایران خواهد نمود.

**واژگان کلیدی:** بازار بورس، بازار خارج از بورس، بازار سرمایه، انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار.

طبقه بندی: JEL:

atakroosta@yahoo.com

\* عضو هیأت علمی گروه اقتصاد دانشکده امور اقتصادی

۱. Over The Counter (OTC)

## مقدمه

امروزه در بسیاری از کشورهای توسعه یافته دولت‌ها در پی راهکارهایی برای افزایش ظرفیت‌های تولیدی، کاهش نرخ بیکاری، کنترل حجم نقدینگی، افزایش درآمدهای مالیاتی و... می‌باشند تا موجبات رشد و توسعه اقتصادی و ارتقای رفاه جامعه را فراهم نمایند.

یکی از این راهکارها ایجاد بازارهایی مناسب مانند بازار بورس اوراق بهادار است؛ بازاری که بسیاری از شرکت‌ها به حضور در آن تمایل دارند تا از مزایای آن بهره‌مند شوند. گرچه این امکان برای همه شرکت‌ها فراهم نیست و بسیاری از شرکت‌ها به دلیل عدم احراز شرایط، قادر به حضور در این بازار نیستند. از طرف دیگر همه شرکت‌ها میل به حضور در بازار بورس نبوده و منافعشان ایجاب می‌کند در بیرون از این بازار به فعالیت بپردازند. به همین دلیل صاحب‌نظران و متخصصان بازار سرمایه به منظور بهره‌گیری از پتانسیل‌های بالقوه این بازار و تجمیع شرکت‌های یاد شده، تشکیل بازار خارج از بورس اوراق بهادار را در کنار بازار اصلی بورس توصیه می‌کنند. بازاری که در سالهای اخیر از موفقیت‌های بالا و رشد قابل توجهی برخوردار بوده است.

بازار خارج از بورس به شرکت‌هایی که حایز شرایط حضور در بازار بورس نیستند این امکان را می‌دهد که به تدریج با فعالیت‌های خود شرایط لازم در این بازار را احراز نمایند و از طرف دیگر به شرکت‌هایی که تمایلی به حضور در این بازار ندارند نیز این امکان را می‌دهد تا با فعالیت در آن، از مزایای آن بهره‌مند شده و سرمایه‌های خود را در مسیری بهینه به کار گیرند.

## مبانی نظری

## بازارهای مالی

یکی از ارکان مهم در محیط عملیاتی بنگاه‌های اقتصادی، وجود بازارهای مالی است که از دو بازار پول و سرمایه تشکیل می‌شود. در بازار سرمایه که موضوع بحث ماست، سرمایه بین دو گروه عرضه کننده و تقاضاکننده آن مورد مبادله قرار می‌گیرد. گروه اول دارای مازاد درآمد (پس انداز کنندگان) بوده و حاضرند این مازاد را در اختیار گروه دوم که به دلایلی خرجشان بیش از دخلشان می‌باشد قرار دهند.<sup>۱</sup>

در بازار سرمایه، یا بانک‌ها با حضور خود بین دو گروه عرضه کننده و تقاضا کننده سرمایه، به فعالیت پرداخته و جریان سرمایه را تسهیل می‌نمایند (نظام پایه بانکی)، یا تامین مالی به صورت مستقیم و بدون حضور واسطه مالی انجام شده و بنگاه‌های اقتصادی نیازمند سرمایه اقدام به انتشار

۱. Lind, ۱۹۹۸; European Central Bank, ۲۰۰۱

اوراق بهادار می‌کنند (نظام پایه-اوراق بهادار). بازار سرمایه از دو بازار اولیه اوراق بهادار<sup>۱</sup> (بازار دست اول) و بازار ثانویه اوراق بهادار<sup>۲</sup> (بازار دست دوم) تشکیل می‌شود.<sup>۳</sup>

### بازار اولیه اوراق بهادار

در بازار اولیه اوراق بهادار، بنگاه‌های اقتصادی می‌توانند تشکیل سرمایه داده و سهام و اوراق قرضه منتشره خود را برای اولین بار در آن عرضه نمایند. از نهادهای فعال در این بازار می‌توان به بانک‌های سرمایه‌گذار و مؤسسات تامین مالی اشاره نمود.<sup>۴</sup>

در این بازار همواره با دو رویداد مهم رو به رو هستیم: اول سهام و اوراق قرضه‌ای که برای اولین بار از سوی بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شود، دوم سرمایه‌ای که به واسطه انتشار این اوراق در بنگاه‌های مزبور تشکیل می‌شود. بدیهی است که داد و ستدهای بعدی بر روی این اوراق عملاً در بازاری صورت می‌پذیرد که به عنوان بازار ثانویه شناخته می‌شود.

در بازار سرمایه بانک‌های سرمایه‌گذار متعددی فعالیت می‌کنند. این بانک‌ها نه سرمایه‌گذار بوده و نه در نقش بانک ظاهر می‌شوند، اما عرضه خدمات آنها حایز اهمیت بسیاری است. این بانک‌ها به بنگاه‌های اقتصادی کمک می‌کنند تا اوراق بهادار خود را آسان‌تر در بازار به فروش برسانند. حتی سرمایه‌گذاران بزرگ نیز برای کسب اطلاعات بیشتر به این مؤسسات مراجعه می‌کنند تا به اطلاعات ذی‌قیمتی در باره اسناد و اوراق بهادار بازار دست اول دست یابند. این بانک‌ها معمولاً در بازار دست دوم در نقش معامله‌گران و کارگزاران اوراق بهادار فعالیت می‌کنند و در بازار اولیه اوراق بهادار همانند معامله‌گران و کارگزاران بازار خارج از بورس به ایفای نقش می‌پردازند.<sup>۵</sup>

### وظایف بانک‌های سرمایه‌گذار

وظایف این بانک‌ها به چهار دسته تقسیم می‌شوند:

- الف - ضمانت فروش: بانک‌های سرمایه‌گذار، فروش اوراق بهادار بنگاه‌های اقتصادی را در طی یک زمان مشخص و به قیمتی معین، تعهد و تضمین می‌کنند.
- ب - خدمات مشاوره: قبل از قبول، مسئولیت یاد شده، این بانک‌ها باید بنگاه‌های اقتصادی را

۱. Primary market

۲. Secondary market

۳. Gonzalez – Hermostllo, ۱۹۹۴; Monetary & Econdept ۲۰۰۰

۴. IMF, ۲۰۰۲; ECB, ۲۰۰۴

۵. Kenyon & Cheliotis, ۲۰۰۴; Koch, ۲۰۰۱

در این موارد راهنمایی کنند :

- ب-۱- اتخاذ بهترین راهبرد و تعیین شرایط مناسب برای نشر اوراق بهادار  
 ب-۲- تعیین نقش بازار اولیه برای آنان  
 ب-۳- راهنمایی بنگاههای اقتصادی از لحاظ بازاریابی برای عرضه و فروش اوراق بهادار  
 تضمین نشده،  
 ب-۴- کمک در تجزیه و تحلیل مسایل مالی برای ادغام بنگاهها و اصلاح ساختار سرمایه.  
 پ- خدمات اداری: ارائه خدمات و فعالیتهای اداری نظیر مکاتباتی که باید در زمان انتشار اوراق بهادار جدید صورت پذیرد.  
 ت- خدمات توزیع و فروش: توزیع اوراق بهادار تضمین شده و مشارکت در امر توزیع و فروش آنها به قیمتی مناسب و در زمانی معین.

### بازار ثانویه اوراق بهادار

در این بازار، اوراق بهاداری که قبلاً منتشر شده بین سرمایه گذاران معامله می شود، و آنها به راحتی می توانند با وجود این بازار اوراق بهادار خود را فروخته و آن را به پول نقد تبدیل نمایند.<sup>۱</sup>  
 بازار ثانویه اوراق بهادار مشتمل بر چهار نوع زیر است :

الف- بازار منسجم (با ساختار) بورس اوراق بهادار.

ب - بازار خارج از بورس.

پ - بازار سوم.

ت - بازار چهارم.

الف- بازار منسجم (با ساختار) بورس اوراق بهادار: این نوع بازار، بازاری منسجم، متمرکز و سازمان یافته<sup>۲</sup> است که از دو ویژگی عمده برخوردار است: اولاً کلیه معاملات اوراق پذیرفته شده در بازار بورس، در تالار بورس و به دست کارگزاران و معامله گرانی انجام می شود که عضو بازار بورس هستند. ثانیاً معاملات به صورت حراجی بوده و کارگزاران سعی دارند تا اوراق بهادار ارائه شده را با کمترین قیمت ممکن برای مشتریان خود خریداری نمایند؛ و این در حالی است که کارگزاران یاد شده سعی می کنند اوراق بهادار را به بالاترین قیمت پیشنهاد شده به فروش رسانند.  
 در این بازار اوراق بهاداری مورد معامله قرار می گیرند که متقاضیان آن قبلاً تقاضای ورود خود را به این بازار ارائه کرده و شرایط لازم را احراز نموده باشند.<sup>۳</sup>

۱. Darby ۱۹۹۴, Duffie et al ۲۰۰۴

۲. Organized Securities Exchange

۳. CIB, ۱۹۹۵

ب - بازارهای خارج از بورس: پیشینه لغوی بازار خارج از بورس، مربوط به زمانی است که اوراق بهادار در پیشخوان مغازه معامله گران معامله می شد و به یک مکان خاص اشاره داشت، ولی در حال حاضر این واژه دیگر به یک مکان خاص اشاره نداشته و به یک نوع معامله و تجارت اطلاق می شود.<sup>۱</sup>

امروزه بخش عمده‌ای از داد و ستدها و معاملات اوراق بهادار انجام می شود. به همین دلیل بازار خارج از بورس گسترش و تعمیم یافته و حتی به رقابت با بانکهای سرمایه گذار و بازار بورس اوراق بهادار پرداخته است.<sup>۲</sup>

در واقع بنگاههایی در این بازار فعالیت دارند که یا سهام آنها هنوز در بورس پذیرفته نشده، مانند شرکتهای جدید و کوچک؛ و یا به دلیل محدودیتهایی که بعد از ورود به این بازار به آنها تحمیل می شود، علاقه‌ای به عضویت در آن ندارند. لذا سرمایه گذاری که مایل به خرید سهام در این نوع بازار هاست، لازم است به واسطه گران مخصوص این بازار مراجعه نماید.

در این نوع بازارها دو گروه عمده از واسطه‌ها مشغول به کار هستند:<sup>۳</sup>  
ب-۱- مؤسسات کارگزاری<sup>۴</sup>: کار این مؤسسات پیدا کردن خریدار یا فروشنده است و در قبال این کار از مشتریان خود کارمزد (کمسیون) دریافت می کنند.

ب-۲- معامله گران<sup>۵</sup>: کار این افراد خرید و فروش اوراق بهادار به حساب خود و پذیرش خطر برای خودشان است. این گروه، اوراق بهادار را به قیمت معینی می خرند و به قیمت کمی بالاتر می فروشند.

از ویژگی های دیگر بازارهای خارج از بورس این است که در یک محل خاص متمرکز نبوده و با بهره گیری از شبکه های گسترده رایانه ای و ارتباطی - مخابراتی می توانند فعالیت های خود را در کل کشور گسترش و پوشش دهند.

کارگزاران و معامله گرانی که در این نوع بازار فعالیت دارند از پیشرفته ترین وسایل ارتباطی جهان نظیر پست الکترونیک و شبکه های اینترنتی برای برقراری ارتباط با یکدیگر و با مشتریان خود استفاده می کنند. چنین نظام ارتباطی پیشرفته و سریعی به سرمایه گذاران این امکان را می دهد تا از طریق انتخاب بین چندین بازار ساز رقیب، اوراق بهادار مورد علاقه خود را انتخاب و خریداری نمایند. در این صورت بازار از حالت انحصاری خارج شده و معامله گران می توانند با آگاهی از بازارهای مختلف اقدام به سرمایه گذاری کنند.

۱. Kermani, ۲۰۰۴, Online. Business for the Biopharma Industry, ۲۰۰۴

۲. ECB, ۲۰۰۵

۳. Generals – Hermostillo ۱۹۹۶ Darby, ۱۹۹۴, CIB ۱۹۹۵

۴. Brokers

۵. Dealers

این بازارسازان می‌توانند با ارائه قیمت‌های مختلف و دریافت کارمزدهای متفاوت با یکدیگر به رقابت پرداخته و حجم گسترده‌ای از معاملات را به‌وجود آورند. از این رو، انتظار می‌رود در چنین شرایطی معاملات در بازارهای خارج از بورس، رشد بی‌سابقه‌ای در منطقه و سطح بین‌المللی داشته باشند. البته گواه این مطلب آن است که بر اساس آمار منتشره از سوی اداره خزانه‌داری کل امریکا، حجم معاملات بازارهای خارج از بورس طی سال‌های ۱۹۸۶ تا کنون از رشد مداوم و بسیار بالایی برخوردار بوده است؛ به‌طوری که حجم این نوع معاملات در بازارهای خارج از بورس امریکا از ۱۰۰۰ میلیارد دلار در سال ۱۹۸۶ به حداقل ۱۲۱۰۰ میلیارد دلار در پایان سال ۱۹۹۲ رسیده است؛ و این امر حکایت از آن دارد که حجم معاملات در این بازار طی ۶ سال به ۱۲ برابر افزایش یافته است.<sup>۱</sup> از طرفی حجم داد و ستد بنگاه‌های اقتصادی در بازار خارج از بورس بیش از بازارهای بورس اصلی است. برای مثال، در حالی که حجم معاملات سهام و اوراق قرضه تمامی بورس‌های عضو فدراسیون جهانی در سال ۱۹۹۲ بالغ بر ۱۰۵۰۰ میلیارد دلار بوده است، حجم معاملات بازار خارج از بورس در همان سال به ۱۲۱۰۰ میلیارد دلار رسیده است.

### اوراق بهادار قابل معامله در بازار خارج از بورس

اگر چه تمامی اوراق بهاداری که عملاً در تالار بورس اصلی مبادله می‌شوند قابل معامله در بازار خارج از بورس نمی‌باشند، ولی بازارهای خارج از بورس به حدی گسترده‌اند که قادر به انجام عملیات بر روی طیف وسیعی از اوراق بهادار دیگر بوده و توانایی آن را دارند که اکثر معاملات اوراق بهادار شهروندان را انجام دهند. به همین لحاظ از اوراق قرضه بدون ریسک دولتی تا پرریسک‌ترین سهام عادی در این بازار مورد معامله قرار می‌گیرند.

در سال‌های اولیه رشد بازار خارج از بورس، نقش این بازار بیشتر به صورت یک بازار اوراق قرضه بود تا یک بازار سهام؛ ولی در حال حاضر همه نوع اوراق قرضه دولتی، تجاری و شهرداری‌ها در این بازار مورد داد و ستد قرار گرفته و حیطه عملیات آن بازار به قدری گسترده است که نه تنها اوراق مزبور بلکه اغلب اوراق قرضه تجاری (بیش از نود درصد) قابل معامله در بازارهای منسجم بورس اوراق بهادار نیز مورد معامله قرار می‌گیرند.<sup>۲</sup> ولی از آنجا که انجام معامله بر روی برگه سهام ترجیحاً در بورس اوراق بهادار صورت می‌پذیرد؛ به همین دلیل نمی‌توان انتظار داشت که در بازارهای خارج از بورس، حجم معاملات سهام به بزرگی حجم معاملات اوراق قرضه باشد، و فقط در حدود یک سوم کل سهام مورد معامله در بازار سرمایه در این بازار تحقق می‌یابد. در حال حاضر نیز اگر چه تاکنون بنگاه‌های فعال در بازار خارج از بورس الزام چندانی در

۱. DETAILS, ۱۹۹۹

۲. Dtetafs, ۱۹۹۹

افشای اطلاعات مالی نداشته‌اند، اما امروزه باید اطلاعات مالی یکسانی از جانب بنگاه‌های عضو، در هر دو بازار افشا شود تا در هر یک از آنها کارایی بیش از پیش افزایش یابد. معمولاً اوراق بهاداری که در بازارهای خارج از بورس معامله می‌شوند به یکی از گروه‌های زیر تعلق دارند:<sup>۱</sup>

الف - اوراق بهادار بنگاه‌های اقتصادی و بازرگانی بسیار معتبر و ارزشمند Blue Chips: این اوراق تعلق به بنگاه‌هایی دارد که دارای محصولات خوب، با درآمد بالا و رشد مداوم هستند.

ب - اوراق بهاداری که برای اولین بار منتشر شده‌اند

پ - اوراق بهادار بانک‌ها، مؤسسات سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه و مؤسسات پرداخت-کننده وام

ت - اوراق بهادار بنگاه‌های بین‌المللی و خارجی

ث - اوراق بهادار بنگاه‌های اقتصادی ورشکسته

ج - سهام کم ارزش<sup>۲</sup>، سهامی که قیمت آن کمتر از یک دلار بوده اما بیشتر جنبه سفته‌بازی دارد

چ - سهام بنگاه‌های دخیل در صنعت دخانیات

ح - اوراق بهادار شهرداری‌ها و اوراق قرضه دولتی

خ - اوراق بهادار خطوط راه آهن

د - مؤسسات سرمایه‌گذاری که مایل به خرید و فروش حجم بالایی از سهام و سایر اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و یا سایر بنگاه‌ها هستند. علت این امر نیز عمدتاً بی‌تاثیر بودن خرید و فروش این اوراق در قیمت آنها و توزیع حجم بالایی از این اوراق در بازار سرمایه است.

### عوامل اجرایی بازارهای خارج از بورس

عوامل اجرایی این بازار عبارتند از: معامله‌گران<sup>۳</sup>، بازارسازها<sup>۴</sup> و کارگزاران - معامله‌گران<sup>۵</sup>.

نقش و شیوه کار هر یک از این عوامل به شرح زیر است:

الف - معامله‌گران: این افراد سهام و اوراق بهادار را در چارچوب حساب خود خریداری نموده

۱. Darby, ۱۹۹۴, CIB, ۱۹۹۵, ECB, ۲۰۰۵, Duffie, ۲۰۰۴

۲. Penny stock

۳. Dealers

۴. Market -Markers

۵. Brokers -Dealers

و پذیرای مخاطرات آن می‌باشند. معامله‌گران برای واجد شرایط شدن در انجام معاملات باید صلاحیت لازم را از نظر مالی، داد و ستد و گزارش‌گری، کسب نمایند. فعالیت این معامله‌گران تابع ضوابط و مقررات خاصی بوده و مسولان سازمان بورس اوراق بهادار بر معاملات آنها نظارت و کنترل دارند. اگرچه معامله‌گران به حساب‌های شخصی خود معاملات سودآوری را انجام می‌دهند، ولی حضورشان به نفع بازار بوده و در برابر یک فروشنده به صورت یک خریدار و در مقابل یک خریدار به صورت یک فروشنده ایفای نقش می‌کنند. مادامی که این افراد چنین نقشی را بر عهده دارند، قابلیت نقدینگی بازار را افزایش داده و در نتیجه بازار را در حالت تعادل نگه داشته و سرعت انجام معاملات را افزایش می‌دهند.<sup>۱</sup>

**ب- بازارسازها:** بازار سازها اشخاص حقیقی و حقوقی هستند که به خرید و فروش اوراق بهادار پرداخته و در هر دو بازار بورس اوراق بهادار و بازار خارج از بورس فعالیت دارند. خصوصیت بارز آنها تمرکز فعالیت روی یک یا چند سهم به خصوص و حفظ بازار آنهاست. در بازار خارج از بورس نیز اکثر معامله‌گران علاوه بر خرید و فروش عادی، روی یک یا چند سهم خاص بازار سازی می‌کنند. بازارسازان برای هر نوع اوراق بهادار واگذار شده به آنها، باید بازار منظم و معقولی به وجود آورده و از نوسانات شدید قیمت این اوراق که عمدتاً ناشی از عدم تعادل موقت عرضه و تقاضاست، جلوگیری نمایند؛ این اشخاص از طریق خرید و فروش سهام، امکان نوسانات شدید قیمت سهام در یک روز را از بین می‌برند تا بازار دچار لجام گسیختگی نشود.

بازار سازان متعهد هنگامی که میزان عرضه (تعداد فروشندگان) بیش از تقاضا (تعداد خریداران) می‌شود، باید نقش خریدار را ایفا نموده و اوراق بهادار را با پول خود بخرند؛ و هنگامی که تقاضا بیش از عرضه می‌شود، باید نقش فروشنده را عهده‌دار شده و موجودی اوراق بهادار خود را به فروش رسانند. بنابراین بازار سازان با فعالیت مداوم خود باعث ایجاد تعادل در بازار اوراق بهادار شده و به نقدینگی بازار و سوق دادن قیمت‌ها به سمت ارزش واقعی آنها کمک می‌کنند.<sup>۲</sup>

**پ- کارگزاران - معامله‌گران:** تعداد بسیاری از مؤسسات معامله‌گر نیز در نقش کارگزار در بازار بورس فعالیت می‌کنند. از این رو به این نوع مؤسسات، مؤسسات دو نقشی: کارگزار - معامله‌گر، اطلاق می‌شود. فعالیت و نقش این عوامل در کمیسیون بورس و اوراق بهادار به ثبت رسیده و در زمینه سرمایه‌گذاری و معاملات سهام فعالیت می‌کنند.

۱. Cromal-Hormostillo, ۱۹۹۴, Dept of the treasury et als, ۱۹۹۹, Galilean et als, ۲۰۰۴

۲. ECB, ۲۰۰۵, CIB, ۱۹۹۵. Darby, ۱۹۹۴



### بازار سوم

معمولاً سرمایه‌گذاران برای پرهیز از هزینه‌های معامله‌گری در هر دو بازار (چه بازار بورس و چه بازار خارج از بورس) به بازار سوم<sup>۱</sup> روی می‌آورند؛ و این امر عمدتاً از آن‌جا ناشی می‌شود که در بازار بورس نرخ کارمزد ثابت بوده و کارگزاران علیرغم انجام معاملات با حجم بالا با عدم انعطاف در نرخ کارمزد روبه‌رو می‌باشند، به همین دلیل اشخاص در هر معامله‌ای که حجم بالایی از اوراق بهادار را شامل گردد، چه خرید و چه فروش ناچار از پرداخت مبلغ قابل توجهی کارمزد خواهند بود. این اشخاص که اغلب مؤسسات مالی بزرگ هستند نه تنها در جست‌وجوی راه حلی برای ساده‌تر کردن معاملات با حجم بالای اوراق بهادارند، بلکه به دنبال کاهش هزینه معاملات نیز می‌باشند. هدف دیگر آنها جلوگیری از بروز نوسانات شدید در قیمت اوراق بهادار به دنبال هر معامله‌ای است که با حجم بالا در هر دو بخش عرضه و تقاضا به وجود می‌آید. این افراد (حقیقی / حقوقی) معامله‌گران بزرگی هستند که عضو بازار بورس نبوده و تابع قاعده کارمزد بورس عمل نمی‌کنند. در حالی که آمادگی کامل برای انجام معاملات با حجم بالا و نرخ نزولی کارمزد به نسبت افزایش حجم معامله را دارند. این افراد اوراق بهادار را معمولاً با قیمتی پایین‌تر از قیمت جاری تالار بورس، خریداری می‌کنند. این در حالی است که اگر فروشنده، اوراق خود را در تالار بورس می‌فروخت و کارمزد مربوط را نیز پرداخت می‌کرد، خالص بازده او کمتر می‌شد. اما در این نوع، دیگر زبانی متوجه او نمی‌شود؛ به این ترتیب فضای جدیدی در بازار بورس ایجاد می‌شود که اصطلاحاً به آن بازار سوم گفته می‌شود.<sup>۲</sup>

### بازار چهارم

اگر کارگزاران به طور مستقیم به معامله با یکدیگر بپردازند، بازار چهارم<sup>۳</sup> شکل می‌گیرد. این بازار را مؤسسات بزرگ سرمایه‌گذاری به وجود می‌آورند. طریقه معامله اوراق بهادار در این مؤسسات ارتباطات الکترونیکی است که توسط بازار سازان (شرکتهای ایجاد کننده بازار) صورت می‌گیرد. مؤسسات سرمایه‌گذاری با استفاده از شبکه‌های رایانه‌ای و اینترنتی با یکدیگر ارتباط برقرار نموده و در صورت نیاز به معامله، بدون آشکار کردن هویت خود، نوع اوراق بهادار و میزان خرید یا فروش خود را اعلام می‌کنند. حال اگر موسسه دیگری درصدد معامله با آن موسسه برآید به مذاکره و چانه زنی با آنها خواهد پرداخت تا در مورد تعداد، قیمت و نحوه پرداخت به توافق دست یابند. بدیهی است معامله زمانی اتفاق می‌افتد که توافقی‌های لازم به عمل آید. در چنین

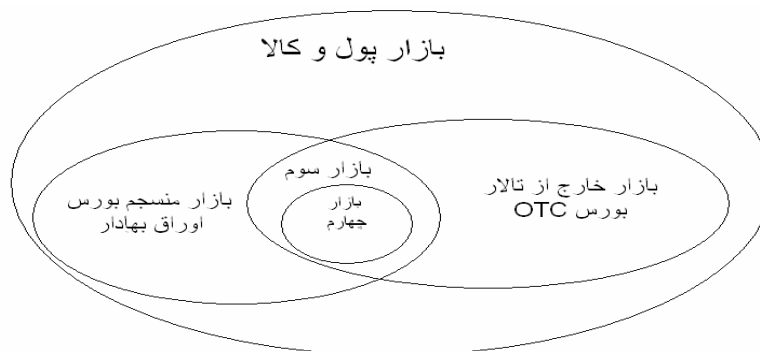
۱. Third Market

۲. Duffie, etals, ۲۰۰۴. Lind, ۱۹۹۲

۳. Fourth Market

مواردی بعضی از بازارسازان و شرکت‌های برقرارکننده ارتباطات شبکه‌ای اینترنتی و اینترنتی میان نهادهای سرمایه‌گذار، مبلغی به‌عنوان حق العمل سالانه و برخی نیز علاوه بر آن، درصدی به‌عنوان کارمزد از مشتریان خود دریافت می‌کنند. بازار چهارم به دلیل نداشتن ساختار شفاف و بدون مرز، و چارچوب فیزیکی مشخص، به سرعت رو به گسترش است و بخش عظیمی از معاملات بازار بورس اوراق بهادار بخود اختصاص داده است.<sup>۱</sup>

حال برای درک بهتر از جایگاه بازارهای سوم و چهارم در بازار سرمایه و همچنین ارتباط این دو بازار با یکدیگر و با بازار منسجم بورس اوراق بهادار و بازار خارج از تالار بورس نمودار ۱-۲ را ارائه می‌نماییم:



شکل ۲-۲ جایگاه بازارهای سوم و چهارم و تعامل آن‌ها با دیگر بازارهای سرمایه

## روش تحقیق

جامعه آماری این تحقیق از افراد صاحب نظری تشکیل شده است که در بازار بورس تهران فعالیت دارند و دارای سابقه کار بیش از پنج سال و حداقل مدرک تحصیلی فوق لیسانس در رشته‌های مالی، اقتصادی، حسابداری و بازرگانی هستند. از آن‌جا که تعداد این افراد بسیار زیاد است، چارچوب آماری تحقیق محدود نبوده، و امکان دسترسی به آرای کلیه افراد امکان پذیر نمی‌باشد، لذا برای تعیین تعداد افراد صاحب نظر از روش نمونه‌گیری استفاده شده است.

منظور از افراد صاحب نظر اشاره به افرادی است که علاوه بر فعالیت در بازار بورس اوراق بهادار تهران در محافل علمی نیز حضور داشته و با نظریه‌های نوین مالی (بازار سرمایه و پول) و ساز و کارهای آن آشنایی دارند. بنابراین به دلیل معلوم نبودن تعداد افراد مورد رویت در جامعه، از

۱. Econoot, Kenyon, ۲۰۰۴

نسبت  $p = 0.5$  که یک برآورد احتیاطی و حداکثری برای احتمال رویت واحدهای آماری در جامعه است، استفاده شده است.

$$n = \frac{z^2 \times p(1-p)}{E^2} \quad (1)$$

$$n = \frac{(1.96)^2 (0.5)(0.5)}{(0.158)^2} = 38$$

مطابق رابطه (۱) تعیین حجم نمونه بر حسب نسبت رویت واحد آماری در جامعه ( $P$ )، و میزان اطمینان به برآورد حجم نمونه ۹۵ درصد در نظر گرفته شده است. از آنجا که در جا به جایی افراد و خارج شدن آنها از بازار بورس و پیوستن مجدد آنها به این بازار به توانمندی آنها توجه شده است، برای تعیین مقدار  $E$  که خطای متغیر مورد نظر را نشان می‌دهد، مقدار  $E = 0.158$  یا  $15.8\%$  در نظر گرفته شد، که بر اساس حجم نمونه ۳۸ نفر به دست آمد.

## تجزیه و تحلیل داده‌ها

### بررسی پایایی و روایی ابزار سنجش

از آنجایی که پایایی از ویژگی‌های فنی ابزار سنجش است با این امر سرو کار دارد که ابزار سنجش (پرسش‌نامه) در شرایط همانند تا چه اندازه نتایجی یکسان به دست می‌دهد. از این رو، پایایی ابزار سنجش، همبستگی میان یک مجموعه از نظرات را با مجموعه‌ی دیگری از نظرات، در یک آزمون معادل نشان می‌دهد که به صورت مستقل از یک گروه آزمودنی نمونه به دست آمده است. دامنه پایایی از صفر (عدم ارتباط) تا  $+1$  (ارتباط کامل) در نوسان است. این ضریب نشانگر میزان بهره‌مندی ابزار سنجش از ویژگی‌های با ثبات آزمودنی و ویژگی‌های متغیر مورد نظر است. هرچند قابلیت اعتماد (پایایی) از موقعیتی به موقعیت دیگر تفاوت خواهد کرد، از این رو که افراد در زمینه تخصصی خاصی (مالی) فعالیت می‌کنند، به عنوان یک گروه و برای یک موقعیت لحاظ می‌شوند. برای سنجش پایایی از روش اجرای دوباره آزمون یا روش بازآزمایی<sup>۱</sup> استفاده شده است. از این رو مطابق این آزمون، پرسش‌نامه مجدداً به یک گروه پنج نفره از همان نمونه ارائه شد و آنها با تکمیل آن، کار این آزمون را هدایت کردند؛ بعد از گذشت یک هفته مجدداً پنج پرسش‌نامه به همان گروه پنج نفره داده شد، سپس ضریب همبستگی این دو سری پرسش‌نامه محاسبه و عدد  $0.88$  به دست آمد. بنابراین، این ضریب نشانگر قابلیت اعتماد (پایایی) ابزار سنجش

۱. Test- retest

است.

در این تحقیق، روایی ابزار سنجش از لحاظ صوری و بنیادی توسط گروهی از اساتید دانشگاه و خبرگان فن مورد بررسی و تأیید قرار گرفت.

### بررسی ضرورت تأسیس بازار خارج از بورس در ایران

حال به منظور آشنایی هر چه بیشتر با موانع موجود در ایجاد بازار خارج از بورس به تحلیل پاسخ‌های داده شده به سوال‌های پرسش‌نامه می‌پردازیم، پرسش‌نامه‌ای که در اختیار خبرگان فن و شخصیت‌های علمی اجرایی دانشگاهی و متخصصان بازار بورس قرار گرفته است.

**جدول (۱) توزیع نظرات پاسخگویان برای ضرورت تأسیس بازار خارج از بورس در ایران**

جمع	غیراثر بخش		اثر بخش		ضرورت‌ها
	درصد	تعداد	درصد	تعداد	
۳۶	۱۶/۶۷	۶	۸۳/۳۳	۳۰	ضرورت ایجاد بازارهای خارج از بورس در ایران
۳۶	۱۶/۶۷	۶	۸۳/۳۳	۳۰	عرضه سهام یک شرکت در بازار خارج از بورس تا زمان رسیدن بنگاه اقتصادی به سودهی و تجدید ساختار مالی آن
۳۶	۲۲	۸	۷۸	۲۸	دارا بودن حداقل دو شرط از شرایط ورود به بازار خارج از بورس برای کسب آمادگی؛ در صورتی که شرکت ورشکسته، سهامی خاص و یا جدید التاسیس نباشد
۱۰۸	۱۸/۵	۲۰	۸۱/۵	۸۸	جمع

با بررسی جدول شماره ۱ مشخص می‌شود که ۸۱/۵ درصد افرادی که مورد پرسش قرار گرفته‌اند، در پاسخ‌های خود، ایجاد بازار خارج از بورس در ایران را اثر بخش ارزیابی کرده‌اند. مطابق داده‌های جدول فوق در ۸۳/۳۳ درصد از پاسخگویی‌ها، ضرورت ایجاد بازار خارج از بورس در ایران مورد تأیید قرار گرفته است؛ و همین درصد افراد، آن را بستری مناسب برای دستیابی بنگاهها به شرایط ورود به بازار بورس اوراق بهادار از منظر سود و تجدید ساختار مالی می‌دانند.

۷۸ درصد افراد معتقدند نداشتن حداقل سه شرط از شرایط ورود به بازار خارج از بورس، شرکتها را آماده ورود به این بازار خواهد کرد.

برای کسب اطمینان از اثر بخش بودن ضرورتها، و تعمیم آن به جامعه، به برآورد فاصله اثر بخش بودن، مطابق رابطه زیر می پردازیم:

$$S_{\bar{p}} = \frac{\bar{p}}{\bar{P}} \quad \text{انحراف معیار توزیع نسبت نمونه}$$

$$\bar{P} = \frac{X_i}{n} = \frac{\text{تعداد موفقیت در نمونه}}{\text{حجم نمونه}}$$

$\Pi$  نسبت در جامعه

$$\bar{q} = 1 - \bar{p} = 1 - 0.815$$

$$S_{\bar{p}} = \sqrt{\frac{\bar{p}\bar{q}}{n}} = \sqrt{\frac{0.815(1-0.815)}{88}} = \frac{0.150775}{88} = 0.0017133 = 0.0414$$

$$\bar{p} \pm Z_{\frac{\alpha}{2}} \times S_{\bar{p}} = \bar{p} \pm Z_{\frac{\alpha}{2}} \sqrt{\frac{\bar{p}\bar{q}}{n}} \quad \text{برآورد فاصله ای نسبت جامعه}$$

$$\bar{p} + Z_{\frac{\alpha}{2}} \sqrt{\frac{\bar{p}\bar{q}}{n}} \leq P \leq \bar{p} - Z_{\frac{\alpha}{2}} \sqrt{\frac{\bar{p}\bar{q}}{n}}$$

$$0.815 + 1.96(0.0414) \leq P \leq 0.815 - 1.96(0.0414)$$

$$\% 73.38 \leq P \leq \% 89.61 = \% 95$$

$$P = 0.815 \pm 1.96(0.0414) = (\% 73.38 - \% 89.61)$$

چنان که ملاحظه می شود، میزان اثر بخشی موانع یاد شده در تشکیل نشدن بازار خارج از بورس در ایران به احتمال ۹۵٪ بین ۷۳ الی ۸۹ درصد است.

**شناسایی عوامل اثرگذار بر بازار خارج از بورس و توسعه بازار سرمایه در ایران:**

مطابق داده های جدول شماره ۲، ۹۴/۴ درصد پاسخ دهندگان به سوالات، چهار مورد " قوانین نامناسب مالیاتی"، " نبود قوانین ومقررات کافی"، " نبود شبکه گسترده رایانه ای برای انجام معاملات سهام در ایران" و " کمبود اطلاعات ودانش کافی درباره بازارهای خارج از بورس در میان سیاست گذاران" را مانع توسعه یافتگی بازار خارج از بورس و نهایتاً بازار سرمایه در ایران می دانند.

جدول (۲) توزیع نظرات پاسخگویان درباره نقش موانع در تشکیل نشدن بازار خارج از بورس در ایران

جمع	غیراثر بخش		اثر بخش		موانع
	درصد	تعداد	درصد	تعداد	
۳۶	۱۱	۴	۸۹	۳۲	قوانین نامناسب مالیاتی
۳۶	۱۱	۴	۸۹	۳۲	نبود قوانین و مقررات کافی
۳۶	--	--	۱۰۰	۳۶	نبود شبکه گسترده رایانه‌ای برای انجام معاملات سهام در ایران
۳۶	--	--	۱۰۰	۳۶	کمبود اطلاعات و دانش کافی درباره بازارهای خارج از بورس در میان سیاست‌گذاران
۱۴۴	۵/۶	۸	۹۴/۴	۱۳۶	جمع

حال به تشریح هر یک از موارد فوق می‌پردازیم:

**الف- ارزیابی قوانین مالیاتی:** در بررسی تحلیلی مقررات و بخشنامه‌های صادره در ادوار مختلف، می‌توان اظهار داشت تدوین قوانین و مقررات عملاً به روش آزمون و خطا بوده و در هر بخشنامه‌ای ضعفهایی وجود داشته است که هر یک عاملی بازدارنده برای توسعه بازار سرمایه به‌شمار می‌روند. به‌طور مثال در بخشنامه تیر ماه ۱۳۷۶ معاونت درآمدهای مالیاتی وزارت امور اقتصادی و دارایی آمده است: افراد باید برای پرداخت مالیات نقل و انتقال سهام، به همان حوزه مالیاتی شخصیت حقوقی مربوطه مراجعه نمایند، حال اگر شخصی در شهرستان باشد ناچار است در زمان فروش و انتقال سهام (و یا خرید حق تقدم سهام) به حوزه مالیاتی شرکت مذکور مراجعه نموده و گواهی اخذ نماید. در ایران نیز باید برای باز شدن راه‌های توسعه بازارهای خارج از بورس شرایط پرداخت مالیات ساده‌تر شده و مراحل پرداخت مالیات برای شرکتها، اعم از سودآور، زیان‌ده و در شرف ورشکستگی، آسانتر شود. در عین حال میزان مالیات پرداختی نیز از چهار درصد به کمتر از نیم درصد تقلیل یابد.

**ب- بررسی شمول قوانین و مقررات:** در ۸۹ درصد پاسخها، پاسخ دهندگان این مولفه را مانع توسعه بازار خارج از بورس در ایران دانسته و معتقدند در این بازار، قوانین باید از شفافیت و کارایی بسیار بالایی برخوردار باشد. در حال حاضر قوانین و مقررات بازار سرمایه و تجارت، تناسبی با تحولات اقتصادی ندارند، و مسئولان در برخورد با مسائل مختلف به‌طور اقتضایی به صدور بخشنامه و دستورالعمل می‌پردازند، در حالی که آنچه موجب قوت استحکام بازار سرمایه در کشور خواهد بود، قوانینی است که همه موارد را پیش‌بینی کرده و خود را همگام با رشد بازار

حرکت دهد. در حال حاضر، بازار خارج از بورس در ایران فاقد هرگونه قانونمندی است. مصادیقی در این ارتباط لزوم قانونمندی بازار خارج از بورس را گوشزد می‌کند؛ مواردی از قبیل فعالیت سوء شرکتهای مضاربه‌ای و یا بی‌ثمر ماندن خصوصی سازی شرکتهای دولتی. این دو مثال، از مواردی هستند که فقدان قانون جامع در خصوص فعالیت و نحوه عملکرد آنها تاثیر سوئی بر اقتصاد و اذهان عمومی داشته، و جو عدم اعتماد و اطمینان و نارضایتی را در بازار سرمایه کشور به دنبال خواهد داشت؛ بدیهی است که نبود قانون و مقررات کافی در خصوص ایجاد بازارهای خارج از بورس نیز مشکلات مشابهی را در پی خواهد داشت و سرنوشتی جز این برای آن رقم نخواهد خورد.

پ- بررسی دسترسی به شبکه‌های گسترده رایانه‌ای برای معاملات سهام در ایران: فناوری اطلاعات که زیر ساخت توسعه شبکه‌های اطلاع رسانی است نقش بارزی در توسعه بازارهای خارج از بورس دارند. در امریکا با ظهور NASDAQ<sup>۱</sup> در سال ۱۹۷۱ بازار خارج از بورس رونق بالایی گرفت<sup>۲</sup>؛ و این امر نشان دهنده آن است که فناوری اطلاعات می‌تواند موانع ناشی از گستردگی جغرافیایی را از سر راه معامله گرانی که در اقصی نقاط کشور هستند برطرف نماید. از طرف دیگر، دسترسی همزمان کلیه متقاضیان به اطلاعات، موجب کارا شدن هر چه بیشتر این بازار خواهد شد. اگر چه در ایران شبکه بورس اوراق بهادار راه اندازی شده است و حرکتهای سودمندی برای رشد و حمایت از آن صورت گرفته، اما از آنجا که هدف این شبکه توسعه بازار خارج از بورس نبوده، بستر لازم برای ایجاد و گسترش آن فراهم نشده است.

ت- اطلاعات و دانش سیاست‌گذاران درباره بازارهای خارج از بورس: این موضوع از دیگر ضعفهای بزرگ بازار سرمایه، و از موانع مهم ایجاد بازار خارج از بورس در ایران است. ناآگاهی سیاست‌گذاران از مزایای وجودی چنین بازارهایی در کنار بازار بورس اوراق بهادار و بی‌اطلاعی از نحوه اداره امور آنها، مطمئناً اثر سوئی بر توسعه بازار سرمایه کشور خواهد داشت و تأخیر در ایجاد آن به سادگی قابل جبران نخواهد بود.

## نتیجه گیری و ارائه الگوی عملیاتی

### نتیجه گیری

اگر متغیرهایی که رساندن آنها به سطوح خاصی از مطلوبیت منظور نظر است، به عنوان متغیرهای هدف شناخته شوند، ساخت الگویی مناسب برای بازار خارج از بورس، متغیر هدف

۱. NASDAQ = National Association of Securities Dealers Automated Quotations

۲. Gregor. ۲۰۰۳

خواهد بود. متغیرهای ابزار را نیز می‌توان برای آن متغیرهایی تصور کرد که مقام‌های مسئول به وسیله آنها به خوبی بازار خارج از بورس را در اختیار خواهند گرفت و می‌توانند سطوح این متغیرها را کم و بیش به طور دقیق تعیین کنند. بنابر این تغییرات در سطوح متغیرهای ابزاری، از طریق روابط موجود، بر متغیرهای هدف تاثیرگذار خواهند بود. بدین ترتیب و به عبارتی دیگر این روابط هستند که الگوهای بازار خارج از بورس را در ایران به وجود می‌آورند.

حال به ارائه یک الگوی موفق از بازار خارج از بورس می‌پردازیم که با توجه به ساز و کارهای پشتیبانی و نظارتی مناسب آن، تهیه و تنظیم شده است.

از آنجا که تنها بازار فعال در بازار سرمایه ایران که جنبه قانونی دارد، بازار بورس اوراق بهادار تهران و شهرستانهاست، طبیعی است که با آغاز فعالیت بازار خارج از بورس، هماهنگی میان دو بازار وجود نداشته، و مشکلات عدیده‌ای بروز خواهد کرد. از این رو لازم است به منظور جلوگیری از بروز چنین مشکلاتی، نهاد مستقلی تاسیس گردد تا بر این دو بازار نظارت داشته باشد. این نهاد از ارکان اساسی بازار سرمایه محسوب می‌شود و قادر است قوانین و مقررات لازم را برای فعالیت این دو بازار وضع نماید. بدیهی است با قرار گرفتن دو بازار در زیر چتر یک نهاد قانونی، هم‌نویسی، هم‌سویی و هماهنگی میان هدفها، سیاستها و برنامه‌های این دو بازار به وجود آید و با این کار، کارایی بازار سرمایه نیز بیش از پیش ارتقا یابد. نهاد پیشنهاد شده را می‌توان با نامی مانند "کمیسیون بورس و اوراق بهادار"<sup>۱</sup> که بالا ترین مرجع نظارتی - راهبردی بر بازار سرمایه است، تشکیل داد و بر فعالیت تمامی اجزای بازار سرمایه اعم از "بازار بورس اوراق بهادار" و "بازارهای خارج از بورس" نظارت داشت. بدیهی است که این نظارت در مورد بازار بورس اوراق بهادار فقط از طریق سازمان بورس اوراق بهادار قابل تحقق بوده، و در مورد بازارهای خارج از بورس می‌توان با ایجاد نهادی مانند "انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار" بر کلیه فعالیتهای خارج از سازمان بورس اوراق بهادار یعنی "بازارهای خارج از بورس" نظارتی تام و تمام داشت. کمیسیون مزبور می‌تواند از عالی ترین مقامات وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی، نمایندگان مجلس و شخصیت‌های علمی - اجرایی برجسته کشور که توسط نمایندگان مردم در مجلس شورای اسلامی انتخاب می‌شوند، تشکیل شود و فقط در مقابل مجلس و یا هیأت دولت پاسخگو بوده و رئیس آن نیز از سوی ریاست مجلس و یا رئیس جمهور به کار گمارده شود.

#### ارائه الگوی عملیاتی (انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار)

انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار، می‌تواند نهادی قانونی باشد، که ضمن تهیه و تنظیم قوانین

۱. Security and Exchange Committee (SEC)



و مقررات لازم برای ساز و کارهای این بازار (بازار خارج از بورس)، بر عملکرد آن نیز نظارت داشته باشد. تمامی بنگاهها و معامله گران خصوصی، مجاز به پیوستن به انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار خواهند بود. متقاضیان عضویت در این انجمن می توانند به عنوان یک شریک، کارمند ارشد و یا کارمند معمولی در یک بنگاه معامله گر - کار گزار، مشغول به کار باشند، و خواهند توانست با عامه مردم به معامله مستقیم پردازند. افراد متقاضی فعالیت در این انجمن باید در آزمون کتبی ورودی موفق شوند. این آزمون را شورای نظارت بر بازار اوراق بهادار برگزار می کند و پیش از آزمون باید با ارائه درخواست و تکمیل فرم ذی ربط حداقل شرایط لازم را که شورا تعیین می کند احراز نمایند. این درخواست می تواند همراه با توصیه نامه ای از سوی یکی از اعضای صاحب نظر و دارای حق رای در انجمن صورت پذیرد. اعضای که رعایت عدل و انصاف را ننموده و مبادرت به نقض قوانین و مقررات بنمایند، با توبیخ، جریمه، تعلیق و اخراج مواجه می شوند.

**الف - اهداف انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار:** هدف از تشکیل این انجمن، استقرار نظم در بازار خارج از بورس و تدوین قوانینی است که موجب برپایی عدل و انصاف در مبادلات آن می شود. علاوه بر این، موارد زیر نیز جزو اهداف انجمن می باشد:

- ۱- ارائه اصول و استانداردهای لازم در این فعالیت
- ۲- نظارت بر فعالیت اعضا به منظور اجرای دقیق قوانین و مقررات
- ۳- تشویق مردم به سرمایه گذاری در بازار اوراق بهادار
- ۴- ارتقای حیثیت حرفه ای
- ۵- راهنمایی اعضای انجمن در خصوص حل مشکلات مربوط به اوراق بهادار و سرمایه گذاری در آنها
- ۶- حفظ منافع سرمایه گذاران با رعایت عدل و انصاف
- ۷- رسیدگی به شکایات و حل و فصل اختلافات بین اعضای انجمن و همچنین بین مردم و اعضای انجمن.

**ب - هیأت مدیره انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار:** پیشنهاد می شود اعضاء هیأت مدیره و مدیر عامل انجمن هر ساله، توسط اعضای انجمن انتخاب شده و عهده دار وظایف زیر شوند:

- تعیین نوع اوراق بهادار قابل معامله در بازار خارج از بورس
- شرایط پذیرش اوراق بهادار شرکتها در بازار خارج از بورس
- نحوه اعلان قیمت های معاملاتی در بازار خارج از بورس
- تعیین کارمزد معاملات در بازار خارج از بورس
- نحوه انجام معاملات در بازار خارج از بورس

نحوه انتخاب معامله گران - کارگزاران و بازار سازان در بازار خارج از بورس تعیین جرایم برای افراد خطا کار در بازار خارج از بورس اینک می توان به توضیح برخی از موارد فوق اشاره نمود، و نشان داد که چگونه هیأت مدیره انجمن می تواند فعالیت بازار خارج از بورس را جهت داده و موجب شفافیت آن و رونق فعالیت های آن شود:

به طور مثال در خصوص "تعیین نوع اوراق بهادار قابل معامله در بازار خارج از بورس"، انجمن می تواند اوراق بهادار شرکتهای زیر را در بازار خارج از بورس قابل معامله نماید:

- شرکت هایی که کلیه شرایط ورود به بازار بورس اوراق بهادار را دارا بوده ولی به دلایلی علاقه مند به فعالیت در آن نیستند.

- شرکتهایی که کلیه شرایط ورود به بازار بورس اوراق بهادار را کسب ننموده ولی قادر به فعالیت در بازار خارج از بورس می باشند؛ مانند:

- شرکتهای کوچک و تازه تأسیس

- شرکتهای زیان ده

- شرکتهای سهامی خاص

- شهرداریها و سایر مؤسسات دولتی

و یا در قسمت "شرایط پذیرش اوراق بهادار شرکتهای در بازار خارج از بورس"، انجمن

می تواند شرایط زیر را برای پذیرش شرکتهای در بازار خارج از بورس ملاک اهمیت قرار دهد:

-مطلوب بودن فعالیت مدیریت شرکت

-تعداد سهامداران شرکت

-رعایت حداقل میزان سرمایه پرداخت شده

-نسبت حقوق صاحبان سهام شرکت به کل داراییها از حد مطلوب برخوردار باشد

-وجود سیستم حسابداری مطلوب در شرکت

-حفظ حقوق سهامداران جزء

-وجود حداقل یک بازار ساز عضو انجمن برای هر نوع سهام

و در خصوص "نحوه اعلان قیمت های معاملاتی در بازار خارج از بورس"، انجمن می تواند بر وجود شبکه گسترده رایانه ای در سراسر کشور جهت اعلان قیمت ها، معرفی اوراق بهادار قابل معامله، معرفی بازار سازان این اوراق و قیمت های پیشنهادی برای خرید و فروش هر یک از آنها، تاکید و نظارت داشته باشد.

و یا در خصوص "نحوه انتخاب عوامل اجرایی این بازار (معامله گران - کارگزاران و بازارسازان)" نیز باید به مواردی از قبیل حسن شهرت معامله گران - کارگزاران و بازارسازان،

عضویت در انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار، و نبود سوء سابقه... اشاره نمود<sup>۱</sup> که می تواند مورد توجه انجمن باشد.

در حال حاضر کشورهایی که برای ایجاد بازار خارج بورس و اداره آن از چنین الگوهایی استفاده نموده اند، در این عرصه از به موفقیت های زیادی دست یافته و بازار سرمایه کارآمدی را در اختیار دارند. البته پس از بررسی این مدل، کارشناسان و صاحب نظران باید به طراحی مدلی بومی مطابق با الزامات و اقتضات بازارهای خارج از بورس کشورمان پرداخته، و با تقویت نقاط قوت و از بین بردن نقاط ضعف مدل به طراحی مدل جامعی دست یابند؛ به ویژه آن که چنین بازاری می تواند تاثیر به سزایی در تبلور یافتن اندیشه های اقتصادی مستتر در بند ج اصل ۴۴ قانون اساسی داشته و دولت را در این رویکرد جدید یعنی رشد بخش خصوصی و کاهش حجم فعالیت های دولتی یاری نماید؛ و شکوفایی بازار سرمایه و در نتیجه رشد و توسعه اقتصادی کشور را موجب گردد.

## منابع

- ریموند، پی نوو (۱۳۸۴)، *مدیریت مالی*، ترجمه و اقتباس جهانخانی، علی و علی پارساییان، سمت.
- گزارش دومین همایش مدیریت مالی ایران (۱۳۷۷)، *بررسی لزوم ایجاد بازار خارج از بورس در ایران*، دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی.
- فرشادگهر، ناصر و محمدحسن شهیدی (۱۳۸۱)، *روش تحقیق و مآخذ شناسی در علوم اجتماعی*، دانشکده امور اقتصادی.

Business intelligence for the Biopharma industry, (۲۰۰۴), U.SMKT for over-the-counter Diagnostics, Kolorama information, N.Y.

CIB (compliance Interpretation Bulletin) (۱۹۹۵) **over-the-counter (OTC) options**.

Chovancova, B. & Gregor, T. (۲۰۰۳), **Over the counter markets and their role in the financial system**, BIATEC, Vol. ۱, No. ۱۰, ۱۷-۱۸.

Contracts, Investment Dealers Association of Canada, pp. ۱-۴.

Darby, M.R. (۱۹۹۴), **over the counter Derivation and systemic Risk to the Global**

۱. معامله گران کسانی هستند که به حساب و مخاطره خود دست به معاملات اوراق بهادار می زنند. همچنین، کارگزاران کسانی هستند که به حساب و مخاطره مشتریان خود و با سفارش آنها، معاملات اوراق بهادار را انجام می دهند. در ضمن بازار سازان افرادی هستند که در مورد یک یا چند نوع اوراق بهادار خاص بازار سازی می کنند و معاملات را به حساب و مخاطره هم خود و هم دیگران در مورد آن نوع اوراق انجام می دهند.

**financial system**, National Bureau of Economic Research, MA.

Dept. of the Treasury (۱۹۹۹), **Over the counter Derivative markets and the commodity exchange Act**, Report The president's working group on financial markets Nov, Dept. of the Treasury, Washington D.C., ۱-۴۲.

Duffie, D., N. Garleanu, and L.H. Pedersen (۲۰۰۴), **Valuation in over the counter markets**, *Current version*, No.۱۵, ۱-۳۲.

European Central Bank (۲۰۰۵), **Europe money market study ۲۰۰۴**, ECB, Germany.

Gonzalez Hermostillo, B. (۱۹۹۴), **The micro structure of financial derivatives markets: Exchange – traded versus over the counter**, the Bank of Canada.

Gregor. T. (۲۰۰۳), **Over the Counter Markets & their Role in the Financial Systems**, *BLATEC*, Vol. XI, No.۱۰, ۱۷-۱۸.

Illinois funds, (۲۰۰۴), **Price comparisons; over-the- counter credit card service**, the I/Fax, Illinois state treasurer, ۱-۳.

IMF (۲۰۰۲), **Global financial stability report: MKT developments and issues**, IMF, Washington D. C.

Kenyon, C. & G. cheliotis, (۲۰۰۴), **Network markets dynamics**, derived from [www.telecomcapacity.com](http://www.telecomcapacity.com), ۳۸-۳۹.

Kermani, F. (۲۰۰۴), **Going over the counter**.

Koch, A. J. (۲۰۰۱), **Selecting Overseas markets and entry models: Two decision processes or one?** *Marketing intelligence & planning*, Vol. ۱۹, No. ۱, ۶۵-۷۵.

Lind, H. (۱۹۹۸), **The definition of market value**, *Journal of Property Valuation & investment*, Vol ۱/۶, No.۲۰۱۵۹-۱۷۴.

Monetary and Econ. Dept, (۲۰۰۰), **Int'l Banking and financial Market developments**, Bank for International Settlements, Monetary and Econ. Dept, Basel. Switzerland.

National Association of Securities Dealers (NASD), Derived from [www.nasd.com](http://www.nasd.com).