

نقش فرابورس در تقویت بخش خصوصی و چالش‌های پیش‌روی آن

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۰۸۲۸
خردادماه ۱۳۹۰

به نام خدا

فهرست مطالب

چکیده	۱
مقدمه	۱
۱. مروری بر مفاهیم اصلی در بازارهای خارج از بورس	۳
۲. جایگاه فرابورس در نظام مالی	۶
۳. بازارهای خارج از بورس در مقایسه با بورس ها	۷
۴. مزیت های فرابورس برای شرکت ها	۱۰
۵. نقش بازارهای خارج از بورس در خصوصی سازی	۱۴
۶. پذیره نویسی و بازارهای فرابورس	۱۵
۷. پتانسیل بازار خارج از بورس در انتشار اوراق مشارکت	۱۶
۸. ساختار و اجزای بازار خارج از بورس در ایران	۱۷
۹. قوانین مرتبط با فرابورس	۲۱
۱۰. عملکرد فرابورس پس از تأسیس	۲۳
۱۱. چالش های موجود در فرابورس	۲۸
جمع بندی	۳۰
منابع و مأخذ	۳۲



نقش فرابورس در تقویت بخش خصوصی و چالش‌های پیش‌روی آن

چکیده

بازارهای خارج از بورس (OTC) به‌عنوان مکمل بازارهای نظام‌یافته (بورس‌ها) نقش اساسی در نظام مالی دنیای کنونی ایفا می‌کنند. این بازارها پذیرای شرکت‌هایی هستند که به هر دلیل توانایی حضور در بورس‌ها را ندارند و برای جذب سرمایه و رفع نیازهای نقدینگی نیازمند وجوه مازاد سرمایه‌گذاران می‌باشند.

شرکت فرابورس ایران به‌عنوان تنها بازار خارج از بورس رسمی کشور در سال ۱۳۸۸ تأسیس شده است. این شرکت با توجه به اهداف تعیین شده جهت مبادلات سهام شرکت‌های ثبت شده در بورس و سایر اوراق بهادار بسته‌های لازم را فراهم کرده است. کارکرد فرابورس در جهت تقویت بخش خصوصی از طریق تسهیل پذیره‌نویسی، امکان انتشار انواع اوراق تأمین مالی به‌ویژه اوراق مشارکت شرکتی و افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌های سهامی عام حاصل می‌شود. ازسوی دیگر فرابورس می‌تواند با تسریع خصوصی‌سازی به تحقق اهداف سیاست‌های اصل چهل و چهارم قانون اساسی کمک کند. در این مسیر فرابورس با چالش‌هایی مواجه است که در گزارش بدان پرداخته شده است.

مقدمه

در ادبیات تئوریک، انتقال وجوه مازاد (پس‌انداز) به محل‌های دارای کمبود وجوه از اصلی‌ترین کارکردهای نهادها و بازارهای مالی ذکر می‌شود. درواقع بازارهای مالی، وظیفه تسهیل فرآیند دسترسی به منابع مالی جهت رفع نیازهای کسب‌وکار را برعهده دارند. توسعه این بازارها نیز از طریق گسترش زمینه‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، موجب رشد و توسعه اقتصادی کشور خواهد بود. بازارهای اوراق بهادار زیرمجموعه‌ای از بازارهای مالی است که همواره مورد توجه بسیاری از سرمایه‌گذاران بوده است.

بورس‌ها به‌عنوان بازارهای متمرکز و سازمان‌یافته سهم قابل توجهی از مبادلات اوراق بهادار

را به خود اختصاص داده و از طریق ایجاد الزامات پذیرشی و برخورداری از سامانه‌های معاملاتی متمرکز، ریسک سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار به‌ویژه اوراق سهام شرکت‌ها را کاهش داده‌اند. این الزامات موجب شده زمینه برای ورود همه شرکت‌ها در بورس وجود نداشته باشد. تعداد بسیار زیادی از شرکت‌ها توانایی رسیدن و برآورده کردن همه الزامات پذیرش بورس را ندارند.^۱ این امر موجب شکل‌گیری بازارهای خارج از بورس^۲ در کنار بورس‌ها شده است (معاونت نظارت بر بورس و ناشران، ۱۳۸۶: ۷). بازارهای خارج از بورس مبادلات اوراق بهادار و جذب سرمایه را برای این شرکت‌ها تسهیل می‌کند. از یکسو سرمایه‌گذاری در این بازارها برای افراد مخاطره‌پذیر جذاب است و از سوی دیگر شرکت‌های پرمخاطره نیز بازارهای خارج از بورس را به سبب ماهیت فعالیت خود، عدم نیاز به تأمین الزامات پذیرش و گزارش‌دهی ساده‌تر، برای تأمین مالی انتخاب می‌کنند. به همین سبب بازار خارج از بورس یکی از اشکال بازار سرمایه تلقی می‌شود که در ایجاد کارایی و افزایش نقدینگی بازارهای سرمایه نقش اساسی ایفا می‌کند. در بازارهای OTC سهام شرکت‌های خارج از بازار بورس معامله می‌شود که شامل سهام شرکت‌های تازه تأسیس، شرکت‌هایی که تمایلی به ورود به بازار بورس ندارند و شرکت‌هایی که به هر دلیل از بازار بورس خارج شده‌اند، می‌شود.

این بازارها در اکثر کشورهای دنیا، برخلاف ایران، کاملاً شناخته شده هستند و حتی به‌علت سهولت حضور شرکت‌ها و ماهیت معاملات آنها، در بسیاری از موارد از بازارهای بورس نیز پرتعدادترند. هدف از ایجاد بازار فرابورس افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار، حذف دلالت و واسطه‌گران در معاملات خارج از بورس و فراهم ساختن امکان نقل و انتقال قانونی و مطمئن سهام برای انواع مختلف شرکت‌هاست.

در ایران سابقاً (قبل از راه‌اندازی فرابورس در سال ۱۳۸۸) مشکلات متعددی در زمینه نقل و انتقال سازمان‌نیافته خارج از بورس وجود داشت. سردرگمی سهام‌داران در مورد وضعیت سهام شرکت‌های ثبت نشده در بورس، نقدشوندگی پایین و گاه غیرممکن، بوروکراسی اداری پیچیده در نقل و انتقال سهام و بالا بودن میزان مالیات نقل و انتقال از جمله این مشکلات بود.

با توجه به نیاز توسعه بخش مالی و نیازهای متفاوت سرمایه‌گذاران همواره نوآوری در ابزارها و بازارهای مالی با استقبال از جانب مسئولان، نهادها و سرمایه‌گذاران روبرو بوده است. به همین سبب در قانون جدید اوراق بهادار (مصوب سال ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی) به بازارهای خارج از بورس اشاره شد. در ماده (۲۸) این قانون بیان شده «تأسیس بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس و نهادهای مالی موضوع آن قانون منوط به ثبت نزد سازمان بورس است و فعالیت آنها

۱. بیش از ۳۰۰ هزار شرکت ثبت شده در کشور وجود دارد و کمتر از ۴۵۰ شرکت در بورس اوراق بهادار درج شده‌اند.

2. Over The Counter (OTC)



تحت نظارت سازمان انجام می‌شود». به همین جهت شرکت فرابورس ایران در تاریخ ۱۳۸۷/۸/۲۲ با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار به ثبت رسید. طبق این مجوز، شرکت فرابورس ایران متولی راه‌اندازی و اداره بازارهای خارج از بورس است. به‌طور کلی با تأسیس این بازار و با در نظر گرفتن امکان ورود و خروج آسان سهام شرکت‌ها و سایر اوراق بهادار یک بازار رسمی دیگر برای شرکت‌ها به‌وجود آمده است به نحوی که تمامی شرکت‌های سهامی عام می‌توانند عضو فرابورس ایران شوند و از مزایای این بازار استفاده کنند.

۱. مروری بر مفاهیم اصلی در بازارهای خارج از بورس

بازارهای مالی به دو دسته کلی تقسیم می‌شوند: بازار اولیه و بازار ثانویه.

بازار اولیه

بازاری است که منابع مالی و وجوه سرمایه‌گذاری شده، جهت رفع نیازهای کسب‌وکار، توسط صاحبان کسب‌وکار جذب می‌شود. طبق تعریف، بازار اولیه بازاری است که عرضه و پذیره‌نویسی اوراق بهادار جدیدالانتشار در آن انجام شده و منابع حاصل از عرضه اوراق بهادار در اختیار ناشر قرار می‌گیرد. به همین جهت، اصلی‌ترین کارکرد بازارهای مالی، در راستای تشکیل سرمایه، برعهده بازار اولیه می‌باشد. با توجه به اهمیت بازار اولیه و لزوم جذب سرمایه‌گذاران برای مشارکت در این بازار، لازم است تا ریسک در معرض سرمایه‌گذاران و هزینه‌های عرضه و نشر اوراق بهادار کاهش یابد تا اعتماد سرمایه‌گذاران برای مشارکت در این بازار جلب شود.

بازار ثانویه

این بازار شامل خریداران و فروشندگان اوراق سهامی است که قبلاً منتشر شده است. به‌عبارت دیگر بازار ثانویه محل دادوستد اوراق منتشر شده در بازار اولیه است. طبیعتاً حجم معاملات در این بازار (به‌دلیل مبادله مکرر اوراق بهادار) نسبت به بازارهای اولیه بسیار بیشتر است. به‌عنوان مثال بورس اوراق بهادار تهران عمدتاً به‌عنوان بازار ثانویه عمل می‌کند و در این بازار امکان خرید و فروش سهام و اوراق مشارکت وجود دارد (جعفری، ۱۳۸۷). البته در بورس تهران عرضه اولیه شرکت‌ها هم صورت می‌گیرد. به نحو مشابه بازارهای فرابورس نیز می‌تواند کارکرد هر دو بازار را داشته باشد. هرچند که نقش فرابورس‌ها در عرضه‌های اولیه بسیار پررنگ‌تر است.

در مقابل تقسیم‌بندی دیگری ارائه می‌شود که در آن بازارهای ثانویه به چهار بازار تقسیم

می‌شود. اولین بازار تحت عنوان بازار منسجم و ساختارمند^۱ شناخته می‌شود. این بازار، بازاری است که در آن فقط معاملات سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس انجام می‌شود. این بازار دو ویژگی عمده دارد اولاً کلیه معاملات در تالار و به دست کارگزاران و معامله‌گرانی انجام می‌شود که عضو بازار بورس هستند. ثانیاً معاملات به صورت حراجی بوده و کارگزاران تلاش دارند تا اوراق بهادار ارائه شده را با کمترین قیمت ممکن برای مشتریان خود خریداری نمایند و یا به بالاترین قیمت پیشنهاد شده به فروش رسانند (تک روستا، ۱۳۸۷: ۸۰).

دومین نوع از بازارها، «بازارهای خارج از بورس» نام دارند که از نظر لغوی مربوط به زمانی است که در پیشخوان مغازه معامله‌گران معامله می‌شد 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 می‌شود. عمدتاً سهام شرکت‌هایی که توانایی پذیرفته شدن در بورس‌ها را ندارند و یا شرکت‌هایی که تمایل به پذیرش در بورس را ندارند در این بازار مورد معامله قرار می‌گیرد.

اصطلاح «بازار سوم» اشاره به سومین نوع بازار دارد. معمولاً سرمایه‌گذاران برای پرهیز از هزینه‌های معامله‌گری در هر دو بازار (بورس و بازار خارج از بورس) به این بازار روی می‌آورند و این امر عمدتاً ناشی از آن است که در بازار بورس، نرخ کارمزد ثابت می‌باشد (معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران، ۱۳۸۶ b). مؤسسات مالی بزرگ در جستجوی یک راه حل برای ساده‌تر کردن معاملات با حجم بالا و کاهش هزینه‌ها از این بازار استفاده نموده‌اند. فعالان این بازار معامله‌گران بزرگی هستند که عضو بازار بورس نبوده و از قواعد محاسبه کارمزد بورس پیروی نمی‌کنند. اصطلاح بازار چهارم برای مبادلات بدون واسطه و از طریق شبکه ارتباطات الکترونیک به کار می‌رود. این بازار را مؤسسات بزرگ سرمایه‌گذاری به وجود می‌آورند. در این بازار کارگزاران و مؤسسات معامله‌گری نقشی ندارند و «رابط» با دریافت مبلغ کمی، فضایی را برای مبادله فراهم می‌کنند. بازار چهارم را می‌توان به عنوان یک شبکه ارتباطی (عمدتاً الکترونیک) بین سرمایه‌گذاران برای معاملات عمده در نظر گرفت (تک روستا، ۱۳۸۷: ۸۵).

به طور خلاصه تقسیم‌بندی معاملات دست دوم اوراق بهادار در بازارهای ثانویه به شرح جدول زیر در نظر گرفته می‌شود.



جدول ۱. تقسیم‌بندی معاملات دست دوم اوراق بهادار در بازارهای ثانویه

نوع بازار	فعالیت
بازار منسجم	معاملات سهام شرکت‌های پذیرفته شده بورس‌ها در بورس
بازار خارج از بورس	معاملات سهام شرکت‌های غیربورسی در بازار خارج از بورس
بازار سوم	معاملات سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌ها در بازار خارج از بورس
بازار چهارم	معاملات خصوصی بین سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران عادی از طریق شبکه‌های الکترونیک

مأخذ: معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس، b ۱۳۸۶.

برای تبیین بیشتر لازم است بر مشارکت‌کنندگان و عوامل اجرایی بازار خارج از بورس اشاره

نماییم:

معامله‌گران^۱

معامله‌گران طبق قوانین و مقررات خاصی، اوراق بهادار را برای خود معامله می‌کنند. وجود این افراد باعث نوعی تعادل و افزایش میزان نقدشوندگی بازار می‌شود؛ بدین صورت که این افراد در مقابل فروشنده نقش خریدار و در مقابل خریداران نقش فروشنده را بازی می‌کنند و در نتیجه سرعت نقدشوندگی اوراق بهادار را افزایش می‌دهند.

بازارسازان^۲

بازارسازان وظیفه ایجاد و حفظ تعادل قیمت‌ها در بورس را برعهده دارند. اگر عرضه یک سهام از تقاضا بیشتر شود قیمت سهام افت کرده و در حالت عکس قیمت سهام افزایش می‌یابد. در بسیاری شرایط این افزایش و کاهش‌ها به علت عرضه و یا تقاضا در حجم بالای سهام، تأثیر کاذب و زیادی روی قیمت‌ها خواهد داشت و باعث انحراف سرمایه‌گذاران می‌شود. بازارسازان در این شرایط به‌گونه‌ای وارد معامله می‌شوند که تعادل قیمت را حفظ کنند، در حقیقت هر بازارساز وظیفه بازسازی چند سهم را در بازار خواهد داشت، لذا بازارساز به تمامی اطلاعات مربوط به سفارشات خرید و فروش دسترسی داشته و با اطلاع و تحلیل مسیر قیمت سهام، برای بلندمدت کسب سود می‌کند، البته ممکن است در کوتاه‌مدت برای معامله یک سهم خاص در مزیغه باشد. در بازار OTC دو گروه بازارسازان به نام‌های بازارسازان عمده‌فروش و خرده فروش وجود دارد.

1. Dealer
2. Market Makers

کارگزار - معامله‌گران^۱

این مؤسسات در نهاد ناظر بر بورس اوراق بهادار به ثبت رسیده و در زمینه سرمایه‌گذاری و معاملات سهام فعالیت می‌کنند. این افراد می‌توانند معاملات سهام را برای حساب خود و یا به‌عنوان نماینده سرمایه‌گذار دیگری انجام دهند. در این شرایط اگر این مؤسسه نقش نماینده و کارگزاری را داشته باشد از طریق حق کمیسیون کسب درآمد می‌کند (Gregor, 2003).

۲. جایگاه فرابورس در نظام مالی

توسعه و تنوع بازارها و ابزارهای مالی یکی از زیرساخت‌های توسعه اقتصادی قلمداد می‌شود. تقویت بازار سرمایه، بهبود فرآیند تشکیل سرمایه و از میان برداشتن شکاف بین تشکیل پس‌انداز و تشکیل سرمایه را در پی دارد. شاخص‌های بخش مالی ایران نشان‌دهنده توسعه‌یافتگی اندک این بخش است. توسعه اندک این بخش و نقش کمرنگ بازار سرمایه در سیستم مالی ایران مانعی جدی در رشد اقتصادی محسوب می‌شود. ایجاد و راه‌اندازی بازارهای خارج از بورس یکی از راهکارهای توسعه مالی است. زیرا این بازارها با جذب نقدینگی سرگردان در کشور و هدایت آن به شرکت‌ها و بنگاه‌هایی که از توانایی پذیرش در بورس‌های اوراق بهادار برخوردار نیستند، موجب افزایش بهره‌وری سرمایه در کشور شده و توسعه مالی و اقتصادی را در پی خواهد داشت. به‌طور کلی می‌توان اهمیت بازارهای رسمی خارج از بورس را در موارد زیر خلاصه کرد (مداحی و دیگران، ۱۳۸۵، Gregor, 2003 و سایت شرکت فرابورس):

- فراهم آوردن فضایی مناسب برای نقل و انتقال قانونی سهام خارج از بورس که به ساماندهی بازارهای خارج از بورس غیررسمی، حذف دلالتان و واسطه‌گران و کنترل راه‌های غیرقانونی انتقال سهام می‌انجامد،

- کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در بازار اولیه،

- ایجاد رقابت در بازار سرمایه و در نتیجه ارتقای وضعیت بورس،

- تسریع در روند ایجاد زیرساخت‌های لازم برای دستیابی به بازارهای الکترونیکی،

- بالا بردن توان نقدشوندگی سهام خارج از بورس و حمایت از سهام‌دار خرد،

- کمک به ایجاد بازار اولیه،

- نهادینه کردن فرهنگ سهام‌داری در کشور،

- تسهیل تأمین مالی به سبب انعطاف‌پذیری بیشتر نسبت به بورس،



- افزایش سرمایه‌گذاری و برآورده نمودن تمامی نیازها و سلايق سرمایه‌گذاران. همان‌طور که ذکر شد، معمولاً در این بازارها، اوراق بهادار شرکت‌های جدید و کوچک نیز که و پیش‌نیازها و الزامات بورس را ندارند، پذیرش و معامله می‌شود. از سوی دیگر به دلیل فقدان ضوابط محدودکننده در این بازار که در اغلب بورس‌های رسمی وجود دارد، تعداد شرکت‌ها و مؤسسه‌های که بر عرضه اوراق بهادار خود مبادرت می‌ورزند، بیشتر از شرکت‌های درج شده در بورس‌های رسمی است. البته باید توجه داشت که معمولاً ریسک بالایی در معاملات این بازارها وجود دارد.^۱ به‌طور کلی، فرابورس زمینه را برای تعمیق مالی فراهم می‌کند. ساماندهی معاملات غیررسمی اوراق بهادار، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در بازار اولیه و در مجموع افزایش سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از دستاوردهای فرابورس است که جذب سرمایه‌گذاران جدید را در پی دارد. وجود بازار OTC در کنار بازار بورس این امکان را به شرکت‌ها می‌دهد که قبل از ورود به بازار بورس، تجربه حضور در یک بازار مشابه را کسب کنند و با شناسایی نقاط ضعف و قوت خود، برای ورود به بازار بورس آماده باشند.

البته در کنار دلایل متنوعی که جهت ضرورت ایجاد بازارهای خارج از بورس مطرح می‌شود، عده‌ای از منتقدان بر عدم ضرورت ایجاد بازار فرابورس اعتقاد داشتند. این صاحب‌نظران به مواردی از جمله رفع نیازها و دسترسی به دستاوردها از طریق گسترش یا مهندسی مجدد بورس، عدم دستیابی به اهداف مورد نظر بازار خارج از بورس به علت نبود زیرساخت‌های لازم و نبود ظرفیت لازم جهت فعالیت بازارهای جدید در کنار بورس اشاره داشته‌اند.

۳. بازارهای خارج از بورس در مقایسه با بورس‌ها

بررسی پیشینه بازارهای خارج از بورس نشان می‌دهد که این بازارها در روند توسعه بازارهای مالی در کشورهای پیشرفته شکل گرفته‌اند. گسترش فرهنگ سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، تنوع ابزارهای مالی و تعدد ارائه‌کنندگان خدمات بازار، نیاز به بازارهایی با تنوع و انعطاف‌پذیری را افزایش داد. در این روند، بازارهای خارج از بورس، در کنار بازارهای سازمان‌یافته نقش بسزایی در تسهیل مبادلات اوراق بهادار و جذب سرمایه برعهده گرفتند. در سال‌های اخیر، این بازارها با سرلوحه قرار دادن تسهیل مقررات و بهره‌گیری از فناوری روز دنیا در حوزه رایانه و ارتباطات، رقابت گسترده‌ای را با

۱. در معاملات اوراق بهادار در بازارهای OTC به‌طور طبیعی باید انتظار ریسک بالاتری را نیز داشت، البته بعضی افراد به دلیل ریسک‌پذیر بودن، از ریسک بالا استقبال می‌کنند و سرمایه‌گذاری در این بازارها را ترجیح می‌دهند (معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران، ۱۳۸۶ a).

بورس‌ها آغاز کرده‌اند. بهره‌گیری مناسب از سازوکار معاملاتی مبتنی بر مذاکره و به‌کارگیری ابزارهای الکترونیک، تسریع در گردش معاملات و کاهش هزینه‌های معاملاتی را برای این بازارها به ارمغان آورده و سرمایه‌گذاری در این بازارها را برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر جذاب کرده است.

شرایط دشوار پذیرش، هزینه‌های زیاد و کارمزد بالای بورس باعث شده بسیاری از شرکت‌ها و برخی از سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به مبادله در بازار خارج از بورس داشته باشند. این امر جایگاه بازارهای خارج از بورس را به‌عنوان رقیبی برای بورس‌ها در مبادلات اوراق بهادار بیش از پیش مستحکم نموده است. از سوی دیگر در مقابل این مسئله سبب شده بورس‌ها شرایط پذیرش را برای شرکت‌ها تسهیل نموده و در مقابل شرایط خروج از بورس را دشوارتر کنند.^۱

به‌طور کلی، بازار بورس اوراق بهادار یک بازار متمرکز است، اما بازار فرابورس یک بازار غیرمتمرکز است. در بازار فرابورس قیمت نهایی براساس عملکرد شرکت‌ها تعیین می‌شود و به واقعیت نزدیک‌تر است، اما نوسانات قیمت در بازار بورس اوراق بهادار شدیداً تحت تأثیر جریان‌های سیاسی و اجتماعی قرار دارد و در بسیاری از مواقع واقعی نیست.

برای ورود شرکت‌ها به بازار بورس هزینه‌هایی (شامل حق درج و حق رسیدگی و...) در نظر گرفته شده است. علاوه بر آن، این شرکت‌ها؛ محدودیت‌هایی از لحاظ میزان سرمایه روبرو هستند. در صورتی که بازار فرابورس این محدودیت‌ها را ندارد. به‌عنوان مثال اهم شرایط ورود شرکت‌ها به بازار بورس اوراق بهادار تهران شامل داشتن مدیریت مطلوب و فعالیت اقتصادی مناسب (به تأیید هیئت پذیرش)، داشتن حداقل ۱۰۰۰ نفر سهام‌دار، حداقل سه هزار میلیارد ریال سرمایه پرداخت شده، مطلوب بودن نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها (به تشخیص هیئت پذیرش)، دارا بودن سیستم حسابداری مطلوب، سودآور بودن شرکت (در سه دوره مالی و امکان‌پذیر بودن سودآوری آن در آینده)، داشتن حداقل سه سال سابقه فعالیت مؤثر در بازار کشور و... است.

به‌طوری که ملاحظه می‌شود، تأمین شرایط فوق برای بسیاری از شرکت‌ها دشوار است و بسیاری از شرکت‌ها حائز تمامی شرایط یاد شده نمی‌باشند، در نتیجه از ورود به بورس محروم و از مزایای آن بی‌بهره خواهند بود. به همین جهت بازار خارج از بورس برای شرکت‌های سهامی خاص، شرکت‌های کوچک و تازه تأسیس، شرکت‌های ورشکسته، شرکت‌هایی که حائز شرایط ورود به بورس نمی‌باشند و شرکت‌هایی که علیرغم دارا بودن شرایط ورود به بورس، تمایلی به فعالیت در بازار بورس اوراق بهادار ندارند؛ مناسب است. جدول زیر مقایسه اجمالی از بورس و OTC را ارائه می‌کند:

۱. لازم به‌ذکر است که با وجود اینکه بازارهای خارج از بورس شرایط پذیرش و معامله ساده‌تری را پیش روی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران اعم از نهادها و سرمایه‌گذاران عادی قرار می‌دهند، ولی به‌دلایل زیادی هنوز بسیاری از سرمایه‌گذاران بازارهای نظام‌یافته مانند بورس‌ها را (به‌علت امنیت بیشتر و ریسک کمتر) ترجیح می‌دهند.



جدول ۲. مقایسه بورس و بازار خارج از بورس

بازار خارج از بورس	بورس	
مذاکره	حراج	روش انجام معامله
بازارسازان، معامله‌گران، کارگزار - معامله‌گران	کارگزاران، متخصصان	اعضا
آسان‌تر	دشواری‌تر	شرایط پذیرش
الکترونیک	حضوری یا الکترونیک	نحوه ارتباط سرمایه‌گذاران
ندارد	دارد	مکان فیزیکی
کمتر	بیشتر	شفافیت

مأخذ: معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران، ۱۳۸۶ b.

عمدتاً شرکت‌های بزرگ در بورس‌ها پذیرفته می‌شوند به همین سبب بورس‌ها به لحاظ ارزش بازار دارای وضعیت منحصر به فردی هستند. این ارزش عمده ناشی از موقعیت بورس در اقتصاد هر کشور است. در مقابل، برتری بورس‌ها در شاخص‌های دیگر از قبیل ضریب فعالیت یا حجم معاملات محسوس نیست. مطالعات نشان می‌دهد که اولاً بازارهای خارج از بورس توانسته‌اند در معاملات برخی اوراق بهادار مانند اوراق قرضه دولتی و شرکتی توانمندتر از بورس‌ها عمل کنند و ثانیاً بازارهای خارج از بورس گردش معاملاتی بالایی را در شرکت‌های کوچک با سرمایه و ارزش بازار کمتر داشته‌اند و از این طریق توانسته‌اند بستر مناسبی برای سرمایه‌گذارانی که ریسک بالاتر و به تبع آن بازده بیشتری را طلب می‌کنند، ایجاد نمایند.

در کشور ما، بورس اوراق بهادار با توجه به موقعیت و جایگاهی که در اقتصاد ایران دارد، همواره با حساسیت‌های ویژه‌ای مواجه بوده است. به گونه‌ای که هرگونه نوسان در هریک از شاخص‌های بورس، توسط سیاستمداران و سیاستگذاران مورد بررسی قرار گرفته و بازتاب اقتصادی و سیاسی دارد. این حساسیت‌ها، در نظر گرفتن استانداردهای پذیرش اوراق بهادار را توجیه‌پذیر می‌کند. در نتیجه عملاً توانایی بورس در ارائه خدمات به طیف گسترده‌ای از ناشران و پذیرش انواع مختلف اوراق کاهش می‌یابد. از سوی دیگر بازار اولیه نیز در جذب سرمایه از طریق پذیره‌نویسی نقش اساسی دارد. گرایش به مشارکت در پذیره‌نویسی، سرمایه‌گذاران را به حضور در بازار اولیه فرامی‌خواند. البته بسیاری از این افراد فقط برای کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری می‌کنند و به دلایل متعددی ممکن است تمایل داشته باشند پیش از کسب شرایط مورد نظر بورس توسط ناشر، به فروش یا مبادله اوراق بهادار اقدام کنند. با چنین اوصافی وجود بازار خارج از بورس، اجتناب‌ناپذیر به نظر می‌رسد (گزارش دومین همایش مدیریت مالی ایران، ۱۳۷۷). البته ذکر این نکته ضروری است که شرکت‌ها با در نظر گرفتن عواملی از جمله ساختار سرمایه، میزان درآمد و سوددهی، نحوه انتشار اطلاعات و در مقابل سرمایه‌گذاران نیز با توجه به میزان مهارت و دانش

سرمایه‌گذاری و ریسک‌گریزی بازار دلخواه خود را انتخاب می‌نمایند. یکی از مشخصه‌های بازارهای خارج از بورس که آنها را از بورس‌ها متمایز می‌کند نحوه انجام معاملات و مشارکت‌کنندگان این بازارهاست. دو سیستم معاملاتی شامل **برمبنای سفارش^۱** و **برمبنای قیمتگذاری^۲** وجود دارد. تفاوت اصلی بین بازارهایی که از این دو سیستم بهره می‌برند در نحوه نمایش سفارش‌ها و قیمت‌های خرید و فروش نهفته است. در بازارهایی که از سیستم برمبنای سفارش استفاده می‌کنند تمامی قیمت‌های خرید و فروش نمایش داده می‌شوند. این درحالی است که در بازارهای برمبنای قیمتگذاری، توجه اصلی به قیمت‌های خرید و فروش بازارسازان و سایر مشارکت‌کنندگان معطوف می‌شود.^۳ در یک بازار برمبنای سفارش، تمامی سفارش‌های خریداران و فروشندگان به همراه قیمت و حجم اوراق بهادار نمایش داده می‌شود، اما در یک بازار برمبنای قیمتگذاری، تنها پیشنهادات خرید و فروش بازارسازان و معامله‌گران نمایش داده می‌شود. بازارهای بورس عمدتاً برمبنای سفارش عمل می‌کنند درحالی که بازارهای OTC از سیستم قیمتگذاری استفاده می‌کنند.

۴. مزیت‌های فرابورس برای شرکت‌ها

براساس مقررات، کلیه مزایای موجود برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، برای اوراق بهادار و سهام شرکت‌های پذیرفته شده در فرابورس نیز در نظر گرفته شده است. در مجموع فرابورس، بازاری منعطف و در عین حال تحت نظارت دقیق سازمان بورس و اوراق بهادار به‌شمار می‌رود. فرابورس مزایای متعددی برای شرکت پذیرفته شده به ارمغان می‌آورد، که در ادامه به آن اشاره می‌شود:

۴-۱. کاهش هزینه‌ها و تسهیل تأمین مالی

کارکرد اصلی بازارهای اوراق بهادار، تجهیز، جمع‌آوری و هدایت پس‌اندازها برای تأمین مالی شرکت‌هاست. شرکت‌ها در بازار فرابورس می‌توانند از طریق فروش سهام و افزایش سرمایه، انتشار اوراق مشارکت، انتشار گواهی سپرده سرمایه‌گذاری خاص و... طرح‌های مختلف خود را تأمین مالی می‌کنند. در نتیجه می‌توان تسریع در امر سرمایه‌گذاری و کاهش سرمایه‌های راکد را دو

1. Order driven Systems
2. Quote driven Systems

۳. البته باید خاطر نشان کرد که این تقسیم‌بندی بسیار کلی بوده و ممکن است بازارها ترکیبی از سیستم‌ها را تحت عنوان سیستم‌های هیبریدی (Hybrid Systems) مورد استفاده قرار دهند.



دستاورد فرابورس در این زمینه به‌شمار آورد که با مشارکت بخش خصوصی تحقق می‌یابد. در فرابورس ایجاد فرآیند مستقیم و مطلوب معاملات اوراق بهادار به حذف واسطه‌های غیررسمی و غیراستاندارد می‌انجامد. همچنین در این بازار، سرمایه‌گذاران خارجی امکان حضور در بازاری با شرایطی متفاوت نسبت به بورس را می‌یابند.^۱ که همه این عوامل هزینه تأمین مالی را کاهش می‌دهد.

۲-۴. تخفیفات و معافیت‌های مالیاتی

برخی از کشورها برای فعالین فرابورس مزایای مالیاتی در نظر می‌گیرند. به‌عنوان مثال در کشور ما، براساس لایحه توسعه ابزارها و نهادهای مالی، شرکت‌های پذیرش شده در فرابورس مشمول مزایای مالیاتی می‌شوند و علاوه بر اینکه بین ۵ تا ۱۰ درصد از مالیات بر درآمد این شرکت‌ها مشمول تخفیف می‌شود، مالیات نقل و انتقال سهام این شرکت‌ها همانند معاملات بورسی ۰/۵ درصد خواهد بود. به بیان دیگر مهمترین مزیت فرابورس برای سهام‌داران شرکت‌های سهامی کاهش مالیات نقل و انتقال سهام این شرکت‌ها از ۴ درصد ارزش اسمی به ۰/۵ درصد ارزش معامله است (سایت شرکت فرابورس: cms.irfrabours.com/default.aspx?tabid=301).

۳-۴. کاهش هزینه‌های مبادله و افزایش نقدشوندگی

نقل و انتقال سهم شرکت‌های خارج از بورس فرآیند اداری زمانبری دارد و اجرای کلیه مراحل (از حضور همزمان خریدار و فروشنده و پرداخت مالیات نقل و انتقال و دریافت مفاصاحساب مالیاتی برای هر مورد تا امضای دفاتر سهام شرکت و...) مستلزم صرف وقت و تشریفات اداری است. در فرابورس چه در رابطه با سهام شرکت‌های پذیرفته شده و چه در رابطه با معاملات عمده موردی این نقل و انتقال با سهولت انجام می‌شود.

۴-۴. کشف قیمت واقعی سهام

قیمت سهام شرکت‌ها در فرابورس از طریق مکانیسم عرضه و تقاضا تعیین شده و لذا شرایط و وضعیت مالی شرکت را به‌خوبی نشان می‌دهد. ازسوی دیگر قیمت سهام عرضه شده در فرابورس

۱. تشکیل این بازار در کشور می‌تواند فرصت مناسبی برای جذب سرمایه‌های خارجی و مشارکت مالی و مدیریتی سرمایه‌گذاران خارجی در طرح‌های سرمایه‌گذاری کشور باشد. در این بین مدیران خارجی می‌توانند با آورده سرمایه محدود از سرمایه‌های موجود در کشور استفاده کنند که خود باعث انتقال تکنولوژی و رشد کشور می‌شود.

می‌تواند مبنای وثیقه‌گذاری و اعتباردهی شرکت‌ها قرار بگیرد.^۱ یکی از مثال‌های بارز در این زمینه نقش بازار فرابورس در ایجاد شفافیت در بازار مسکن از طریق ایجاد امکان خرید و فروش تسهیلات مسکن است. خرید و فروش اوراق تسهیلات مسکن در کشور - که معمولاً در بنگاه‌ها، دفاتر املاک و شعب بانک مسکن انجام می‌شود - بازاری بزرگ و غیرشفاف دارد به نحوی که تسهیلات مسکن در این بازار قیمت مشخصی نداشته و برحسب سلیقه طرفین معامله، خرید و فروش می‌شود. با ورود این تسهیلات به بازار فرابورس قیمت براساس عرضه و تقاضا در بازار تعیین می‌شود با شفاف شدن قیمت این اوراق شفافیت بازار مسکن افزایش می‌یابد. ازسوی دیگر در بازار خارج بورس، قیمت نهایی سهام در بلندمدت براساس عملکرد شرکت‌ها تعیین می‌شود و به همین سبب به واقعیت نزدیک‌تر است (معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران، ۱۳۸۵). باید توجه داشت که نوسانات قیمت در بازار بورس اوراق بهادار به شدت تحت تأثیر جریان‌های سیاسی و اجتماعی قرار دارد و به همین سبب قیمت سهام چندان واقعی نیست. به بیان دیگر در صورت کارآ شدن و نهادینه شدن چرخه گردش اطلاعات شفاف و سالم در بازارهای خارج از بورس، قیمت‌های کشف شده به قیمت تعادلی نزدیک‌تر خواهد بود.

۴-۵. شفافیت و تقارن اطلاعات

پس از پذیرش سهام شرکت‌ها در فرابورس، افشای اطلاعات شرکت‌ها از طریق مکانیسم قانونی و مراجع رسمی رخ می‌دهد. ازسوی دیگر با ارائه گزارش‌های مالی دوره‌ای تحت نظر حسابرسان معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، اطلاعات حسابرسی شده به راحتی در اختیار سهام‌داران و سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. ازسوی دیگر وجود بازار فرابورس در کنار بورس اوراق بهادار این امکان را به شرکت‌ها و سهام‌داران می‌دهد که برای ورود به بورس در مراحل بعد آماده‌تر باشند. سرمایه‌گذاران بورسی نیز پس از پذیرش شرکت‌های درج شده در فرابورس در بورس با توجه به نحوه عملکرد شرکت‌ها در بازار فرابورس، اطلاعات بیشتری از عملکرد شرکت خواهند داشت و با اطمینان بیشتری سرمایه‌گذاری می‌کنند.

۴-۶. گستره وسیع معاملات

تشکیل بازار خارج از بورس زمینه لازم برای به‌کارگیری سایر ابزارهای مالی که وارد بازار سرمایه کشور نشده را فراهم می‌کند. ضمناً در این بازار علاوه بر سهام شرکت‌های عضو

۱. بانک‌ها فقط سهام شرکت‌های بورسی را به‌عنوان وثیقه برای ارائه تسهیلات قبول می‌کنند، پس از پذیرش سهام شرکت‌ها در فرابورس، امکان وثیقه‌گذاری سهام و اخذ تسهیلات بر روی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در این بازار هم امکانپذیر می‌شود.



فرا بورس، سهام سایر شرکت‌ها نیز قابل معامله است. به‌طور کلی مخاطبان اصلی بازارهای فرا بورس مطابق دستورالعمل پذیرش به‌شرح زیر است:

شرکت‌های سهامی عام، شرکت‌های سهامی خاص در حال تبدیل به سهامی عام، عرضه‌های خاص، واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری، واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های زمین و ساختمان، عرضه سهام بی‌نام شرکت‌های سهامی عام، گواهی سپرده بانکی، اوراق مشارکت، اوراق مشارکت رهنی، اوراق مشارکت اجاره، صکوک و حق تقدم شرکت‌های سهامی خاص برای تبدیل به سهامی عام.

۴-۷. صدور اوراق مشارکت و گواهی سپرده

پذیره‌نویسی اوراق مشارکت و گواهی سپرده در شبکه بانکی هزینه‌های زیادی را برای ناشر دربر دارد، زیرا بخش قابل توجهی از منابع حاصله می‌باید نزد بانک برای بازخرید اوراق سپرده‌گذاری شود و خریداران نیز از بازار دست دوم این اوراق بی‌بهره هستند. از سوی دیگر اوراق قرضه (مشارکت)، در اکثر کشورهای دنیا یکی از ابزارهای مطمئن سرمایه‌گذاری است. معمولاً بازارهای خارج از بورس تمهیدات لازم برای پذیره‌نویسی و انتشار اوراق مشارکت و یا سایر ابزارهای مالی خاص تأمین مالی پروژه‌ها را در نظر می‌گیرند.

انتشار اوراق مشارکت و گواهی سپرده سرمایه‌گذاری خاص در این بازارها و انجام معامله دست دوم این اوراق در فرا بورس هزینه تأمین مالی را کاهش داده و سرمایه‌گذاران را از یک بازار نسبتاً نقد و قابل اتکا برخوردار می‌کند.

۴-۸. رونق عرضه‌های اولیه

از دیگر مزایای بازار فرا بورس این است که مخاطره سرمایه‌گذاری در بازار اولیه را کاهش می‌دهد. عرضه‌های اولیه در این بازار با حمایت مؤسسات تأمین سرمایه^۱ و تضمین تکمیل پذیره‌نویسی صورت می‌گیرد، از سوی دیگر شرکت‌ها و بنگاه‌هایی که سهامشان در این بازار عرضه می‌شود نیازی به ایفای شرایط و الزامات خاص بورس ندارند (همان‌طور که در بالا به آن اشاره شد شرایط ورود به فرا بورس آسان‌تر است) و به همین جهت تمایل بیشتری برای عرضه وجود دارد (مداحی، ۱۳۸۵).

۹-۴. پیش‌بینی فرآیند ساده خروج از فرابورس

در صورتی‌که به هر دلیل سهام‌داران عمده شرکتی تصمیم بگیرند، شرکت خود را از فرابورس خارج کنند، مطابق سازوکار طراحی شده در دستورالعمل پذیرش مصوب ۱۳۸۸/۱/۲۵ سازمان بورس اوراق بهادار عمل نموده و با گذراندن فرآیند مشخصی امکان خروج از این بازار فراهم خواهد بود (سایت فرابورس به آدرس: <http://cms.irfrabourse/default.aspx?tabid=302>)

به نظر می‌رسد با توجه به فرآیند خصوصی‌سازی در کشور، استفاده از ظرفیت‌های فرابورس و مؤسسات تخصصی می‌تواند موفقیت خصوصی‌سازی را تضمین کرده و مشکلات تأمین مالی بسیاری از پروژه‌های جدید و طرح‌های توسعه بنگاه‌ها را رفع کند.

۵. نقش بازارهای خارج از بورس در خصوصی‌سازی

خصوصی‌سازی (واگذاری شرکت‌های دولتی) در کشور ما تاکنون از سه طریق دنبال شده است. این سه روش عبارتند از: فروش سهام از طریق بازار اوراق بهادار،^۱ فروش دارایی‌ها^۲ (مزایده)، فروش کوپنی.^۳ روش SIP متداول‌ترین روش خصوصی‌سازی است (سایت سازمان خصوصی‌سازی ایران، www.ipo.ir). واگذاری از طریق بازار اوراق بهادار در بورس و یا فرابورس انجام می‌شود. با توجه به سیاست‌های اعلام شده در جهت تحقق اصل چهل و چهارم قانون اساسی، تعداد زیادی از شرکت‌ها در لیست واگذاری قرار دارند که بسیاری از آنها شرایط پذیرش در بورس را ندارند، لذا فرابورس می‌تواند زمینه واگذاری این شرکت‌ها را فراهم کند.^۴ بنگاه‌های زیادی وجود دارند که یا دارای ترازنامه شفاف نیستند و یا زیان‌ده هستند. بدیهی است که این بنگاه‌ها امکان پذیرش در بورس را ندارند. به همین سبب می‌توان ادعا کرد که فرابورس در تسهیل اجرای سیاست‌های اصل چهل و چهارم قانون اساسی پتانسیل بالایی دارد.

در حالی که قیمتگذاری سهام شرکت‌ها آماده واگذاری یکی از مشکلات اساسی واگذاری‌های اخیر ذکر شده است، در بازارهای خارج از بورس فرآیند قیمتگذاری به راحتی انجام می‌شود و قیمت‌ها به مقدار واقعی (تعادلی) نزدیک‌ترند. در OTC قیمت برای شرکت‌ها به وسیله سیستم مکانیزه از طریق

1. Share Issue Privatization (SIP)

2. Asset Sale Privatization

3. Voucher Privatization

۴. در شرایط کنونی سازمان خصوصی‌سازی مکلف شده تا سهام تعداد زیادی از شرکت‌های دولتی را تا پایان سال جاری واگذار کند در حالی که بسیاری از این شرکت‌ها شرایط عرضه سهام در بورس را ندارند. به همین جهت فرآیند واگذاری و عرضه سهام آنها با دشواری‌هایی روبرو شده است. فرابورس می‌تواند فرآیند واگذاری این شرکت‌های مشمول اصل چهل و چهارم قانون اساسی را تسریع کند. لازم به ذکر است مسئولان سازمان خصوصی‌سازی و بورس در این زمینه اقداماتی را آغاز کرده‌اند.



عرضه و تقاضا تعیین و بر مبنای آن معامله صورت می‌پذیرد (تک روستا، ۱۳۸۷: ۸۰). ضمناً با ورود شرکت‌های اصل چهل و چهارم قانون اساسی و شرکت‌های قابل عرضه در فرابورس، می‌توان مشکلات عرضه سهام ناشی از کم بودن سهام شناور آزاد را از میان برد. از سوی دیگر OTC ضمن اینکه منجر به بزرگ شدن بازار سرمایه می‌شود، روند قرارگیری شرکت‌ها در تابلوی بورس را تسریع می‌کند.

۶. پذیرهنویسی و بازارهای فرابورس

قبل از تأسیس بازار فرابورس سرمایه‌گذاران پس از پذیرهنویسی به راحتی امکان دادوستد سهام خریداری شده را نداشتند و برای خرید و فروش آن باید از طریق آگهی مطبوعاتی یا بازاریابی رودررو اقدام به فروش سهام خود می‌کردند. همچنین اگر در امور سهام شرکت اقدام به خرید و فروش سهام می‌کردند، باید ۴ درصد مالیات پرداخت می‌کردند. تشکیل فرابورس این مشکل را تقلیل داد. به عنوان مثال معاملات سهام بانک گردشگری پس از ثبت بلافاصله در بازار دوم فرابورس انجام می‌شود و سرمایه‌گذاران به راحتی می‌توانند از طریق شبکه کارگزاری فرابورس سهام خود را معامله کنند و همچنین از مزایای مالیات نقل و انتقال سهام در فرابورس و پرداخت ۰/۵ درصد مالیات مقطوع استفاده کنند. به طور کلی ایجاد بازار سوم فرابورس می‌تواند پذیرهنویسی شرکت‌های سهامی عام را قانونمند و متشکل کند (سایت شرکت فرابورس ایران). سابقاً (به ویژه در دهه ۱۳۷۰) با رونق بورس بسیاری از شرکت‌های سهامی عام با وعده ورود به بورس، اقدام به پذیرهنویسی کردند، اما به دلیل عدم نظارت کافی بر آنها بسیاری از این شرکت‌ها موفق به ثبت در بورس نشدند و در نتیجه دارایی سرمایه‌گذاران از بین رفت. لازم به ذکر است عرضه اولیه سهام شرکت‌های سهامی عام در ایران تا سال ۱۳۸۵ توسط بانک‌ها صورت گرفته و هیچ نهادی وظیفه نظارت و انسجام‌بخشی به کل فرآیند عرضه را برعهده نداشته است. در این رابطه گاهی به دلیل عدم نظارت بر نحوه قیمتگذاری و اطلاع‌رسانی، حقوق سرمایه‌گذاران تضییع شده و فرآیند جذب سرمایه در واحدهای اقتصادی با مشکل روبرو شده است، لذا به منظور پرهیز از آسیب‌های اقتصادی مربوطه، وجود فرابورس از بعد نظارت بر فرآیند عرضه اولیه و انسجام‌بخشی به آن ضروری می‌باشد. در این راستا همراه با تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار که در هفت فصل تهیه شده و یک فصل را به طور کامل به بازار اولیه اختصاص داده است، مقرر شد سازمان بورس و اوراق بهادار وظیفه نظارت بر بازار اولیه را نیز برعهده داشته باشد.

هرچند عرضه سهام می‌تواند به تعمیق بازار سرمایه داخلی، افزایش نقدینگی و رشد بالقوه

اقتصادی منجر شود، اما اگر بازارهای سرمایه به میزان کافی توسعه یافته نباشند، مشکل نبود خریدار کافی و هزینه معاملاتی در کنار افزایش فشار برای آندرپرایسینگ^۱ شدت می‌یابد. از سوی دیگر واگذاری شرکت‌هایی که وضعیت مناسبی ندارند، ریسک فرابورس را افزایش داده و موجب از بین رفتن اعتبار این بازار در نزد سرمایه‌گذاران می‌شود.

۷. پتانسیل بازار خارج از بورس در انتشار اوراق مشارکت

در بازارهای خارج از بورس طیف وسیعی از اوراق قرضه بدون ریسک دولتی تا پریسک‌ترین سهام عادی مورد معامله قرار می‌گیرند (تک روستا، ۱۳۸۷: ۸۳ و ۸۲). قابل توجه است که در سال‌های اولیه رشد بازار OTC، نقش این بازار بیشتر به معاملات اوراق قرضه محدود می‌شد. هم‌اکنون نیز همه نوع اوراق قرضه دولتی، تجاری و شهرداری‌ها در بازارهای OTC جهان مورد دادوستد قرار می‌گیرند. البته بعضی از این اوراق از جمله اوراق قرضه دولتی در بازارهای سازمان‌یافته بورس نیز معامله می‌شوند. در این موارد نیز حجم عمده معاملات در OTC صورت می‌گیرد.^۲ علت اصلی این امر تسهیلاتی است که بازارهای خارج از بورس در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. در معاملات اوراق قرضه در این بازارها، عموماً قیمت براساس توافق دوجانبه تعیین شده و معاملات براساس مذاکره صورت می‌گیرند (همان: ۸۵). ممکن است قیمت‌هایی که سرمایه‌گذاران به معامله‌گران مختلف برای تعداد مشخصی اوراق قرضه پرداخت می‌کنند؛ متفاوت باشد. این پدیده عموماً به علت مجزا بودن فرآیند قیمتگذاری در مذاکرات رخ می‌دهد. بدین ترتیب، بازارهای خارج از بورس به علت سازوکارهای معاملاتی خود توانسته‌اند در اوراق مشارکت توانمندتر از بورس‌ها عمل نموده و با پایین آوردن هزینه معاملاتی، سرمایه‌گذاران بیشتری را به سوی خود جلب کنند.

وجود اوراق قرضه کم‌ریسک و تنوع اوراق بهادار قابل معامله در بازارهای خارج از بورس موجب شده سرمایه‌گذاران در این بازارها از قدرت مانور و مدیریت بالاتری برخوردار باشند، این امر در کنار انعطاف‌پذیری هزینه‌های بازار، افزایش حجم معاملات و ضریب فعالیت این بازارها را به دنبال داشته است.

در کشور ما گستره اوراق بهادار محدود است و صرفاً شامل سهام عادی، اوراق مشارکت و

1. Under pricing

۲. در آمریکا تقریباً تمام اوراق قرضه‌های تجاری در بازار OTC قرار دارند و کمتر از ۱ درصد آنها در بازار بورس سهام نیویورک و بازار سهام آمریکا قرار دارد در کشورهای اروپایی نیز علیرغم اینکه بسیاری از اوراق قرضه شرکتی در بورس‌ها پذیرفته شده‌اند، اما با این حال بخش قابل توجهی از مبادلات آنها خارج از بورس صورت می‌گیرد.



نوعی خاص از سهام ممتاز می‌شود. در بورس اوراق بهادار تهران معمولاً سهام عادی معامله می‌شود. اگرچه اوراق مشارکت چند سالی است که توسط دولت و بعضی سازمان‌های وابسته به دولت منتشر می‌شوند، اما هنوز در بازار ثانویه اوراق بهادار به صورت وسیع مورد معامله قرار نمی‌گیرند. درحالی که یکی از شرایط کارآ شدن بازار سرمایه و تخصیص بهینه سرمایه، وجود اوراق بهادار متنوع در بازار سرمایه است.

یکی از ویژگی‌های ساختاری اقتصاد ایران این است که تنها سیستم بانکی به عنوان منبع تأمین مالی بنگاه‌ها و فعالیت‌های اقتصادی تلقی می‌شود. درحالی که بازار سرمایه نیز می‌تواند در این زمینه نقش مؤثری داشته باشد. فراهم کردن زیرساخت‌ها از جمله قوانین و نهادهای مالی مختلف می‌تواند این ضعف را پوشش دهد. انتشار اوراق مشارکت و پذیرهنویسی در فرابورس یکی از راهکارهای ایجاد منابع جدید تأمین مالی برای شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی می‌باشد.

۸. ساختار و اجزای بازار خارج از بورس در ایران

نتایج تحقیقات و مطالعات تطبیقی نشان می‌دهد کشورهای مختلف، متناسب با ساختار بازار سرمایه خود و ظرفیت‌های موجود، رویکردهای متفاوتی به بازار خارج از بورس داشته‌اند. بسیاری از کشورها از یک بازار خارج از بورس که تسهیلات و امکانات لازم برای معامله اوراق بهادار و متمرکز نمودن سرمایه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان را فراهم کند، استفاده می‌کنند. خصوصیت بارز این کشورها، نوظهور بودن بازار سرمایه در آنهاست. در کشور ما نیز صرفاً یک بازار فرابورس در نظر گرفته شده است (معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران، ۱۳۸۶ a). با توجه به مثبت بودن تجربه تشکیل شرکت‌های بورس اوراق بهادار و بورس کالا، فرابورس ایران نیز (طبق اساسنامه مصوب ۱۳۸۷/۵/۱۷ مجمع عمومی مؤسس)، به صورت سهامی عام و با سرمایه ۱۰۰ میلیارد ریال تأسیس شد. به طور کلی می‌توان فرابورس را بازار اوراق بهاداری رسمی و تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار معرفی کرد که به منظور توسعه صدور و مبادله ابزارهای مالی و پوشش خلأهای ناشی از عدم دسترسی بخش عمده‌ای از صاحبان صنایع به بازار سرمایه، تشکیل شده است.

با توجه به نیازمندی‌های بازار سرمایه، اهداف و استراتژی فرابورس به گونه‌ای طراحی شده تا متقاضیان منابع مالی امکان بهره‌مندی از مزایای این بازار را داشته باشند. به همین جهت رویه‌های مختلف در مراحل پذیرش و انجام معاملات اوراق بهادار در این بازار آسان‌سازی شده است. تلاش در جهت رشد بازار سرمایه، تنوع‌بخشی به محصولات بازار سرمایه، اعطای فرصت جدید به صاحبان صنایع نوپا و نیازمند به منابع مالی، افزایش مشارکت‌های مردمی و افزایش سهم

دارایی‌های مالی در سبد سرمایه‌گذاری‌ها، از مهمترین رسالت‌های فرابورس ایران عنوان شده است. سیستم معاملات بازار خارج از بورس نقش مهمی در نحوه فعالیت هر بازار دارد. تمامی بازارهای اوراق بهادار از یک یا چند سیستم معاملاتی برخوردار هستند (همان، ۱۳۸۶). طبق تعریف بازارهای خارج از بورس در بند «۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار، انجام معاملات این بازار نیز بر پایه مذاکره پیش‌بینی شده است. علاوه بر الزام قانونی، می‌توان ریسک سرمایه‌گذاری بالا و نقدشوندگی پایین، کاهش هزینه معاملات، رقابت بین فعالان و بازارسازان متخصص را به‌عنوان توجیه استفاده از این سیستم ذکر کرد. سیستم‌های مبتنی بر قیمتگذاری امکان دادوستد سرمایه‌گذاران از طریق بازارسازها، در نظر گرفتن چند بازارساز برای یک سهم و نیز امکان استفاده برای اوراق بهادار با نقدشوندگی کم را ایجاد می‌کنند.

حضور مشارکت‌کنندگانی که فعالیت‌های مربوط به دریافت سفارش و انجام معاملات برعهده داشته باشند، از دیگر ملزومات بازارها محسوب می‌شود. بازارسازان یکی از ارکان مهم و محوری تمام بازارهای خارج از بورس هستند (تکروستا، ۱۳۸۷: ۸۴). این مشارکت‌کنندگان علاوه بر وظایف مربوط به کارگزاری، باعث ایجاد نوعی تعادل و افزایش میزان نقدشوندگی بازار نیز می‌شوند، بدین صورت که این افراد در مقابل فروشنده نقش خریدار و در مقابل خریداران نقش فروشنده را ایفا می‌کنند و در نتیجه سرعت نقدشوندگی اوراق بهادار را افزایش می‌دهند. کارگزار - معامله‌گران ثبت شده نزد سازمان بورس (بازارساز نوع ۱)، سهام‌دار عمده یک شرکت به عاملیت یک کارگزار - معامله‌گر (بازارساز نوع ۲)، سایر درخواست‌کنندگان دارای تخصص کافی در حوزه فعالیت شرکت‌های تحت پوشش خود به عاملیت یک کارگزار - معامله‌گر (بازارساز نوع ۳) و سیستم‌های معاملاتی جایگزین ثبت شده نزد سازمان به‌عنوان کارگزار - معامله‌گر (بازارساز نوع ۴) می‌توانند به‌عنوان بازارساز در بازار خارج از بورس به فعالیت بپردازند.

گزارش‌دهی و ضبط معاملات خارج از بورس توسط نمایندگان واجد شرایط مانند کارگزار - معامله‌گران انجام می‌شود این افراد و نهادها سیستم‌های خودکار اجرای معاملات را هدایت نموده، به تسویه سیستم معاملاتی خودکار شرکت‌های دیگر پرداخته و یا معاملات را به حساب خود یا سایر کارگزار - معامله‌گران انجام می‌دهند.

دستورالعمل پذیرش و عرضه اوراق بهادار در فرابورس ایران، چهار بازار را جهت فعالیت گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاری و سرمایه‌پذیر در نظر گرفته است که در بازار اول، دوم و اوراق مشارکت، انواع اوراق بهادار پذیرفته شده و در بازار سوم، تنها عرضه اوراق بهادار انجام می‌شود.^۱

۱. ذکر این نکته ضروری است که تقسیم‌بندی ارائه شده در این بخش از سایت فرابورس نقل شده و با تقسیم‌بندی تئوریک متعارف از بازارها که در بخش‌های قبل به آن اشاره شد، تفاوت دارد.



بازار اول فرابورس:^۱ در بازار اول علاوه بر سهام شرکت‌ها، واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری با نام نیز پذیرش و معامله می‌شوند. نوسان سهام شرکت‌ها و اوراق پذیرفته شده در بازار اول فرابورس ۵ درصد بدون حجم مبنا پیش‌بینی شده است. طبق ماده (۵) دستورالعمل پذیرش و عرضه اوراق بهادار در فرابورس ایران (شرکت سهامی عام)، شرایط پذیرش در بازار اول برای سهام عبارت است از ثبت نزد سازمان بورس، حداقل ۱۰ میلیارد ریال سرمایه ثبت شده، گذشتن حداقل یک‌سال از زمان بهره‌برداری، نداشتن زیان انباشته، شناور بودن حداقل ۱۰ درصد از سهام ثبت شده، داشتن حداقل ۲۰۰ نفر سهام‌دار و...

بازار دوم فرابورس: در این بازار، صرفاً سهام شرکت‌های سهامی عام پذیرفته می‌شوند. سهام شرکت‌های زیان‌ده، تازه تأسیس، شرکت‌های سهامی خاص که قصد اجرای افزایش سرمایه و تبدیل به سهامی عام را دارند و شرکت‌های کوچک پذیرفته شده در این بازار مبادله می‌شود. طبق ماده (۷) دستورالعمل پذیرش و عرضه اوراق بهادار در فرابورس پذیرش هرگونه اوراق بهادار در بازار دوم منوط به وجود حداقل یک بازارگردان برای آن می‌باشد. ماده (۸) این دستورالعمل نیز ویژگی‌های شرکت‌های سهامی عام برای درج در بازار دوم فرابورس را ثبت نزد سازمان بورس، شناور بودن حداقل ۵ درصد از سهام ثبت شده، داشتن حداقل یکصد نفر سهام‌دار، حداقل یک میلیارد ریال سرمایه ثبت شده و... بیان می‌کند.

طبق ماده (۹) این دستورالعمل شرکت‌های سهامی خاص که با رعایت قوانین و مقررات، همزمان با پذیرش از طریق افزایش سرمایه در حال تبدیل به سهامی عام می‌باشند به شرط عرضه سهام ناشی از این افزایش سرمایه در فرابورس و همچنین دارا بودن شرایط مندرج در ماده (۸)، می‌توانند در بازار دوم فرابورس پذیرش شوند.

بازار سوم فرابورس (بازار عرضه): بازار عرضه، می‌باید محلی ایمن، شفاف و سودمند برای انجام معاملات عمده اوراق بهاداری باشد که امکان یا شرایط پذیرش در فرابورس را ندارد. امکان پذیره‌نویسی انواع اوراق بهادار از جمله سهام شرکت‌های سهامی عام در شرف تأسیس، از ویژگی‌های مهم بازار عرضه است. انجام عرضه در این بازار مستلزم گذراندن فرآیند پذیرش نبوده و صرفاً با انجام تشریفات اداری در فرابورس، امکان‌پذیر است. در بازار عرضه گستره وسیعی از اوراق شامل بلوک‌های سهام شرکت‌های سهامی (عام، خاص، تعاونی و ...)، حق تقدم خرید سهام

۱. مطالب این بخش از سایت شرکت فرابورس ایران اخذ شده است. آدرس لینک:

شرکت‌های سهامی عام، سهام ناشی از افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام، پذیره‌نویسی سهام و اوراق مشارکت، پذیره‌نویسی گواهی سپرده سرمایه‌گذاری بانک‌ها، اوراق مشارکت رهنی و یا اجاره، صکوک و واحدهای سرمایه‌گذاری آن دسته از صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله و صندوق‌های زمین و ساختمان که در سایر بازارهای فرابورس پذیرفته نشده‌اند، امکان معامله دارد. (ماده ۱۰) دستورالعمل پذیرش و عرضه اوراق بهادار در فرابورس شرایط عرضه در بازار سوم را بیان می‌کند).

بازار چهارم فرابورس (اوراق مشارکت): انواع اوراق با درآمد تضمین شده از جمله اوراق مشارکت، گواهی سپرده بانکی و... که در زمان پذیرش حداقل سه ماه تا سررسید آنها باقی مانده باشد در این بازار قابلیت پذیرش دارند؛ البته به شرطی که بعد از پذیرش، معاملات دست دوم آنها منحصراً از طریق فرابورس انجام شود. اوراق مشارکت شرکتی و اوراق مشارکت قابل تعویض سهام از جمله اوراق بهادار قابل معامله در بازار اوراق مشارکت هستند که در کنار اوراق مشارکت رهنی، اوراق مشارکت اجاره، صکوک و گواهی سپرده بانکی سرمایه‌گذاری عام و خاص در بازار چهارم امکان معامله دارند. این اوراق جهت پذیرش در فرابورس می‌باید با نام بوده و در زمان پذیرش حداقل یک سال تا سررسید آنها باقی مانده باشد. علاوه بر این، به استثنای اوراق مشارکت منتشره توسط دولت، شهرداری‌ها و بانک‌ها، سایر اوراق مشارکت باید حداقل یک بازارگردان در طول دوره باقیمانده تا زمان سررسید داشته باشند (ماده ۱۳) دستورالعمل پذیرش و عرضه اوراق بهادار در فرابورس).

سرمایه‌گذاران اعم از حقیقی یا حقوقی برای انجام معاملات سهام یا سایر اوراق بهادار پذیرفته شده در فرابورس باید از طریق یکی از کارگزاران فرابورس اقدام کنند. شرکت‌های کارگزاری فرابورس مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار را دارند و عضو کانون کارگزاران می‌باشند، لذا سرمایه‌گذاران می‌توانند با توجه به معیارهایی چون توانایی انجام به موقع سفارشات (و به بهترین قیمت) در کنار خدمات جنبی (مثل آموزش و تحلیل) یک کارگزار را انتخاب کنند و درخواست‌های خود را برای انجام معاملات به آنها ارائه کنند. کارگزاران به عنوان حلقه واسط بین خریدار و فروشنده عمل می‌کنند و تمام خرید و فروش‌های سهام و اوراق بهادار در فرابورس از سوی آنها انجام می‌شود.

کارگزاری پیشنهادهای خرید و فروش را با توجه به سفارشات شامل تعداد و قیمت سهم جمع‌آوری کرده و با رعایت اولویت زمانی و قیمتی، نسبت به انجام معامله اقدام می‌نماید. نحوه تسویه و نقل و انتقال وجوه سهام معامله شده نیز بدین صورت است که خریدار می‌باید برای انجام



معامله، وجه مورد نظر خود را با احتساب کارمزد و حق تسهیلات به حساب کارگزاری واریز نماید. از سوی دیگر بعد از انجام معامله کارگزاری مکلف است نسبت به واریز وجه به حساب فروشنده پس از کسر مالیات، کارمزد و حق تسهیلات و پس از گذشت ۴ روز کاری از روز معامله اقدام کند.^۱ سرمایه‌گذار برای انجام معاملات در فرابورس کارمزدهایی شامل کارمزد کارگزاران، کارمزد شرکت فرابورس، کارمزد سازمان بورس و اوراق بهادار و کارمزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی (کارمزد تسویه) را پرداخت می‌کند.^۲ علاوه بر این مالیات نقل و انتقال ۰/۵ درصد ارزش معامله بوده که توسط فروشنده پرداخت می‌شود.

۹. قوانین مرتبط با فرابورس

حمایت از سرمایه‌گذاران و نیز تضمین شفافیت بازار از مهمترین کارکردهای قوانین و مقررات بازار سرمایه است، لذا قوانین یکی از زیرساخت‌های اصلی این بازارها به‌شمار می‌رود. نوپا بودن بازار فرابورس در کشور، ریسک موجود در این بازار و پیچیدگی‌های سیستم معاملاتی مبتنی بر مذاکره، اهمیت قوانین در این بازار را دوچندان کرده است. هدف از وضع مقررات حمایت از سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای، کنترل سفته‌بازی در بازار، تنظیم رویه‌های مختلف اجرایی می‌باشد. در ادامه به مواردی از قوانین که در آنها اهمیت توسعه بازارهای فرابورس مورد تأکید قرار گرفته اشاره می‌شود.

در ماده (۹۴) قانون برنامه سوم توسعه کشور به ایجاد شبکه رایانه‌ای بازار سرمایه جهت انجام دادوستد الکترونیکی اوراق بهادار در سطح ملی و پوشش خدمات اطلاع‌رسانی در سطح ملی و بین‌المللی تصریح شده بود. در برنامه چهارم توسعه نیز در ماده (۱۵) ضمن تأکید بر توسعه و

۱. کارگزاری کلیه مراحل مربوط به معامله و انتقال سهام را به استحضار بخش امور سهام شرکت رسانده و بعد از ۷ روز کاری نسبت به تحویل ورقه سهام جدید ارسالی از امور سهام به خریدار اقدام لازم را انجام می‌دهد.

۲. کارمزد کارگزاران: کارمزد معاملات کارگزاران در بازار اول و دوم و کارمزد عرضه در بازار سوم توسط کارگزاران رقم ۴ در هزار ارزش معاملات از خریدار و ۴ در هزار ارزش از معاملات فروشنده، هرکدام تا سقف ۱۰۰ میلیون ریال تعیین شده است. کارمزد معاملات کارگزاران از معاملات بازار اوراق مشارکت معادل ۶۳ در ۱۰۰ هزار ارزش معاملات از فروشنده و خریدار تا سقف ۱۲/۶ میلیون ریال مصوب شده است.

کارمزد فرابورس: در هر معامله معادل ۵۶ در ۱۰۰ هزار ارزش معامله تا سقف ۱۲۰ میلیون ریال از خریدار و معادل ۸۴ در ۱۰۰ هزار ارزش معامله تا سقف ۱۸۰ میلیون ریال از فروشنده اخذ می‌شود.

کارمزد سازمان بورس و اوراق بهادار: نیم در هزار (۰/۰۵ درصد) ارزش معامله که تا سقف ۲۰۰ میلیون ریال که ۶۰ درصد توسط فروشنده و ۴۰ درصد توسط خریدار عنوان کارمزد به سازمان بورس و اوراق بهادار پرداخت می‌شود. این رقم نصف کارمزد سازمان بورس از معاملات بورس اوراق بهادار است.

کارمزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی (کارمزد تسویه): یک در ۱۰ هزار (۰/۰۱ درصد) ارزش معامله تا سقف ۲۰۰ میلیون ریال که ۶۰ درصد توسط فروشنده و ۴۰ درصد توسط خریدار به‌عنوان کارمزد به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی پرداخت می‌شود.

گسترش جغرافیای بورس، به ایجاد و گسترش بازارهای تخصصی، بازارهای خارج از بورس و... اشاره شده بود. همچنین در این ماده شورای بورس موظف شده تا برای تسهیل در امر دادوستد اوراق بهادار، شبکه الکترونیک دادوستد اوراق بهادار را طراحی و راه‌اندازی کند.

در بند «۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار، بازار خارج از بورس معرفی شده و در ماده (۲۸) قانون جدید بورس اوراق بهادار تشکیل این بازارها به اخذ مجوز از سازمان بورس اوراق بهادار موکول شده است. جهت ساماندهی تشکیل این بازارها نیز، دستورالعمل فعالیت بازار خارج از بورس در ۱۱ ماده و ۴ تبصره در شورای عالی بورس و اوراق بهادار به تصویب رسیده است.

دستورالعمل پذیرش و عرضه اوراق بهادار در فرابورس ایران (شرکت سهامی عام) نیز با توجه به بند «۲» ماده (۷) قانون بازار اوراق بهادار و مفاد دستورالعمل فعالیت بازارهای خارج از بورس، در تاریخ ۱۳۸۸/۱/۲۵ به تصویب هیئت‌مدیره سازمان بورس اوراق بهادار رسیده است. در این دستورالعمل، شرایط پذیرش و عرضه اوراق بهادار در بازارهای فرابورس، فرآیند پذیرش و عرضه، رویه تعلیق و لغو پذیرش اوراق بهادار ذکر شده است.

با توجه به سابقه کوتاه فرابورس و به‌طور کلی بازار سرمایه در کشور وجود نارسایی‌ها و کاستی‌های قانونی در این بازار طبیعی است که البته می‌باید برای رفع آنها اقدام کرد. برخی از فعالیت‌های متداول در بازار سرمایه در قوانین، مسکوت مانده است. به‌عنوان مثال در قانون تجارت، که آخرین اصلاح آن در سال ۱۳۴۷ صورت گرفته است، به بورس و عملیات آن اشاره نشده است. همچنین در بخش شرکت‌های سهامی نیز بحثی درباره شرکت‌های سرمایه‌گذاری صورت نگرفته است. شایان ذکر است که در هیچ‌یک از قوانین موجود نیز درباره شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مطلبی درج نشده است.^۱ در مورد فرابورس نیز هرچند دو دستورالعمل توسط شورای عالی بورس و هیئت‌مدیره سازمان بورس تدوین شده، اما این بازار هنوز نیازمند قوانین و دستورالعمل‌های دیگری در موارد مختلف (از جمله نحوه فعالیت و الزامات بازارسازان، میزان افشای اطلاعات و...) است.

علاوه بر این ایجاد هماهنگی بین قوانین مرتبط با بازارهای سرمایه بسیار ضروری است. قوانین مرتبط با شرکت‌های سهامی عام بر عملکرد بازارهای مالی تأثیرگذار است. از سوی دیگر انواع مختلف نهادهای مالی نیازمند قوانین و مقررات مناسب و سازگار با مجموعه سایر قوانین و مقررات می‌باشد.

۱. از آنجا که شرکت‌های سرمایه‌گذاری، یک نوع شرکت سهامی عام هستند، می‌باید طبق قانون تجارت اداره شوند. طبق قانون تجارت ماده (۲) شرکت‌های سهامی، بازرگانی به‌شمار می‌روند، حتی اگر عملیات آن امور بازرگانی نباشد، لذا شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز ناچارند در چارچوب این قانون، فعالیت نمایند. ولی در رابطه با چگونگی انتشار سهام و عرضه آنها، قانون مشخصی وجود ندارد، شرکت‌ها می‌توانند با رعایت موارد محدودی از قانون، سهام انتشار دهند و یا اعلام پذیرهنویسی کنند. این امر کنترل و نظارت بر این شرکت‌ها را دشوار می‌کند. از سوی دیگر برای شرکت‌هایی که دچار بحران می‌شوند، صندوق‌ها یا نهادها یا پوشش‌های بیمه‌ای پیش‌بینی نشده است.



همچنین عملکرد بازارهای مالی در بسیاری از شرایط به انحصار می‌انجامد، لذا در قوانین جلوگیری از انحصار باید شرایط بازارهای سرمایه در نظر گرفته شود.

به‌عنوان نکته پایانی توجه به این نکته لازم است که به‌کارگیری ابزارهای مالی جدید نیازمند بررسی ابعاد شرعی و تدوین روش‌های اجرایی متناسب با شرایط بومی کشور است که سازمان بورس باید در این زمینه آیین‌نامه‌های لازم را تدوین و به تصویب برساند و در صورت نیاز به قانون، طرح آن را پیشنهاد دهد (شناسایی این ابزارها و بررسی ابعاد شرعی و اجرایی آن نیاز به بررسی‌های موردی دارد). البته سازمان بورس با تشکیل کمیته فقهی بورس و نیز انجام پژوهش‌های موردی اقداماتی در این زمینه انجام داده است.

۱۰. عملکرد فرابورس پس از تأسیس^۱

راه‌اندازی شرکت فرابورس ایران را می‌توان به نوعی مهمترین اتفاق بازار سرمایه کشور در سال ۱۳۸۸ تلقی کرد. با توجه به سیاست‌ها و برنامه‌های موجود به‌نظر می‌رسد که این بازار در آینده پیشرفت مناسبی داشته باشد به‌گونه‌ای که پیش‌بینی شده فرابورس طی پنج سال آینده به بازار بزرگی تبدیل شود. در همین راستا، سیاست‌ها به‌گونه‌ای تدوین شده که در آینده‌ای نزدیک، نقل و انتقال انواع اوراق بهادار (شامل اوراق مشارکت) تنها از طریق دو بازار سهام و فرابورس انجام شود. هرچند از شروع به‌کار بازار فرابورس، مدت زیادی نمی‌گذرد، اما سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها استقبال نسبتاً خوبی از آن داشته‌اند. در ادامه به بررسی اجمالی عملکرد فرابورس می‌پردازیم:

به‌طور کلی ارزش کل معاملات فرابورس در سال ۱۳۸۸ (از زمان تأسیس تا پایان اسفندماه) بالغ بر ۲۰۰۰ میلیارد ریال بوده که از این میان ۱۱۰۰ میلیارد ریال به معاملات سهام و ۹۳۷ میلیارد ریال به معاملات اوراق مشارکت تعلق داشته است.

جدول ۳. عملکرد فرابورس در سال ۱۳۸۸

بازار اوراق مشارکت	بازار اول			ارزش کل معاملات سال ۱۳۸۸	شرح
	معاملات عمده	معاملات عادی	جمع معاملات سهام	ارزش کل معاملات - ریال	
۹۳۷,۶۹۶,۳۵۳,۰۰۰	۵۴۴,۴۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۵۵۹,۴۵۳,۱۰۸,۹۹۶	۱,۱۰۳,۸۵۳,۱۰۸,۹۹۶	۲,۰۴۱,۵۴۹,۴۶۱,۹۹۶	
۹۳۸,۳۴	۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۲۳,۶۸۲,۸۲۶	۵۲۳,۶۸۲,۸۲۶		حجم سهام و اوراق معامله شده

مأخذ: سایت شرکت فرابورس، خلاصه گزارش معاملات شرکت فرابورس ایران در سال ۱۳۸۸.

۱. به‌علت عدم ارسال اطلاعات توسط شرکت فرابورس ایران، اطلاعات و تحلیل‌های این بخش صرفاً با استفاده از اطلاعات موجود در روی سایت این شرکت صورت گرفته است. لازم به‌ذکر است در مورخ ۱۳۸۹/۹/۳۰ نامه‌ای به شماره ۱۴/۶۶/۱۰۶۰۲ - ۸۲ جهت دریافت اطلاعات به این شرکت ارسال شد که تا زمان تکمیل گزارش علیرغم پیگیری‌های کارشناسان مرکز به نتیجه نرسید.

در سال ۱۳۸۸ در بازار اول چهار شرکت بیمه دی، کویرتایر، لیزینگ ایرانیان و مرجان کار درج شده و در معاملات عادی حضور داشته‌اند. در این میان شرکت لیزینگ ایرانیان نیز تنها شرکتی بود که در معاملات عمده این بازار وارد شد. در سال ۱۳۸۸ بیمه دی با معامله ۱۶۶ میلیون سهم به ارزش ۲۶۴ میلیارد ریال بیشترین معاملات سهام را در فرابورس ایران داشته است. در این سال در بازار اوراق مشارکت تنها دو گواهی سپرده سرمایه‌گذاری بانک کشاورزی (۹۲۳ میلیارد ریال) و گواهی سپرده عام بانک اقتصاد نوین (۱۴ میلیارد ریال) عرضه شده است.

در ۶ ماه نخست سال ۱۳۸۹، ارزش کل معاملات فرابورس به ۱۱ هزار میلیارد ریال رسید به‌گونه‌ای که در ۱۲۳ روز فعالیت این بازار حجم معاملات به‌ترتیب ۵۰۹ میلیون سهم (به ارزش ۱۰۶۱ میلیارد ریال) در بازار سهام، ۱۰۵۲ میلیون سهم (به ارزش ۱۰۰۱۹ میلیارد ریال) در بازار سوم و ۴۹۹ میلیارد ریال در بازار اوراق مشارکت بوده است.

جدول ۴. خلاصه عملکرد فرابورس در شش‌ماهه اول سال ۱۳۸۹

شرح	
ارزش کل معاملات (میلیون ریال)	۱۱,۵۷۹,۷۹۹
حجم سهام معامله شده در بازار سهام	۵۰۹,۲۹۰,۰۴۴
حجم سهام معامله شده در بازار سوم	۱,۰۵۲,۵۴۴,۰۵۳
حجم معاملات بازار اوراق مشارکت	۴۹۹,۰۵۱
روزهای فعالیت	۱۲۳

مأخذ: سایت شرکت فرابورس، گزارش عملکرد ۶ ماهه.

در این دوره شرکت‌های درج شده در فرابورس به پنج عدد افزایش یافته و شرکت تجارت الکترونیک پارسیان نیز به شرکت‌های درج شده اضافه شد. همچنین حق تقدم سهام بیمه دی نیز مورد معامله قرار گرفت. در این دوره بیشترین ارزش معاملات متعلق به بیمه دی و بیشترین حجم معاملات متعلق به لیزینگ ایرانیان بوده است.

در بازار سوم نیز تا تاریخ ۱۳۸۹/۶/۳۱ معاملات ده شرکت شامل شرکت‌های پتروشیمی امیرکبیر، پتروشیمی پردیس، پتروشیمی زاگرس، تجهیزات نفت، تولید نیروی برق سبز بینالود، حمل‌ونقل ریلی نیرو، سپرده‌گذاری مرکزی (در چهار مرحله)، فولاد ریل جنوب و کشت و صنعت جیرفت مجموعاً به ارزش ۱۰۰۱۹ میلیارد ریال صورت پذیرفته است.

تا آذرماه عملکرد این بازار نشان از ۱۵ عرضه موفق و یک پذیره‌نویسی داشت که از این میان



۹ شرکت توسط سازمان خصوصی‌سازی^۱ (به ارزش ۹۹۹۰ میلیارد ریال) و ۶ شرکت توسط نهادهای عمومی^۲ و دیگران (به ارزش ۱۲۵۰ میلیارد ریال) فروخته شده است.

به‌طور کلی از ابتدای تأسیس شرکت فرابورس (۶ مهرماه ۱۳۸۸) تا انتهای سال ۱۳۸۹ ارزش کل معاملات فرابورس به ۶۳ هزار و ۶۰۶ میلیارد ریال بالغ شده است. قابل ذکر است که از این رقم ۶۱ میلیارد و ۵۶۴ میلیارد ریال در سال ۱۳۸۹ و تنها ۲ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۸۸ مورد معامله قرار گرفته است.

تا ابتدای خردادماه ۱۳۹۰ شرکت‌های تجارت الکترونیک پارسیان، عمران و توسعه شاهد، مرجان کار، کویر تایر، بیمه دی، لیزینگ ایرانیان، ارتباطات سیار ایران، مهندسی ساختمان تأسیسات راه‌آهن، سیمان سبزوار، سبحان دارو و گسترش سرمایه‌گذاری ایرانیان در فرابورس ایران درج شده و سهام این شرکت‌ها در بازار مورد دادوستد قرار گرفته است. معاملات بازار سهام فرابورس در سال ۱۳۸۹ به ارزش ۱۸ هزار و ۷۹۹ میلیارد ریال رسیده است. تعداد معاملات بازار سهام در این سال به ۴۱۱ هزار دفعه رسیده که در این معاملات ۲ میلیارد و ۲۶۶ میلیون سهم مورد معامله قرار گرفته است.

در بازار اوراق مشارکت بیش از ۳ میلیون و ۹۰۰ هزار انواع گواهی و اوراق به ارزش ۳ هزار و ۹۴۲ میلیارد ریال مورد معامله قرار گرفته است. لازم به‌ذکر است که در سال ۱۳۸۸ ارزش معاملات ۹۳۸ میلیارد ریال بوده است. در سال ۱۳۸۹ برای اولین بار اوراق صکوک در این بازار عرضه شد که طی آن صکوک اجاره شرکت هواپیمایی ماهان (۲۹۱ هزار برگه صکوک به ارزش ۲۹۱ میلیارد ریال) با موفقیت به فروش رفت. علاوه‌بر این در این سال گواهی سپرده بانک کشاورزی، توسعه ساختمان سعدی و نیز اوراق مشارکت پالایش نفت تهران، لیزینگ ایران و شرق و توسعه ساختمان بعثت به فروش رفت.

در بازار سوم نیز طی سال ۱۳۸۹، حجم سهام و گواهی معامله شده به ۱۴ میلیارد برگ رسید که ارزش آن بالغ بر ۲۸ هزار و ۸۲۳ میلیارد ریال بوده است. لازم به‌ذکر است که معاملات این بازار از سال گذشته آغاز شده و در سال ۱۳۸۸ معامله‌ای در این بازار صورت نگرفته است.

معاملات بازار سوم به دو بخش معاملات «عرضه یکجا» و «پذیره‌نویسی» تقسیم می‌شود. در طی سال گذشته ۳ میلیارد و ۹۲۰ میلیون سهم به ارزش ۱۷ هزار و ۱۰۱ میلیارد ریال به‌صورت

۱. عرضه‌های سازمان خصوصی‌سازی در این بازار شامل پتروشیمی زاگرس، پتروشیمی پردیس، حمل‌ونقل ریلی نیرو، فولاد ریل جنوب، گسترش صنایع پایین‌دستی پتروشیمی، صنایع تجهیزات نفت، کشت و صنعت جیرفت و تولید نیروی برق سبز بینالود به‌عنوان اولین نیروگاه دولتی در این بازار بوده است.

۲. عرضه‌های انجام شده توسط نهادهای عمومی شامل چهار بلوک شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، پتروشیمی امیرکبیر و پتروشیمی کرمانشاه می‌باشد.

یکجا عرضه شد که در این میان عرضه سهام شرکت‌های حمل و نقل ریلی نیرو، خدمات برق مشانیر، سمن ریل، مهندسی صنایع نفت و ... از جمله عرضه‌های دولتی انجام شده بوده است.

جدول ۵. عملکرد فرابورس در سال ۱۳۸۹

شرح	۱۳۸۹	۱۳۸۸	درصد تغییر	از ابتدای فعالیت تاکنون
ارزش کل معاملات (میلیون ریال)	۶۱,۵۶۴,۳۰۶	۲,۰۱۴,۵۴۹	۲۹۱۶	۶۳,۶۰۵,۸۵۶
حجم سهام معامله شده در بازار سهام	۲,۲۶۶,۳۶۳,۵۱۷	۵۲۳,۶۸۲,۸۲۶	۳۳۳	۲,۷۹۰,۰۴۶,۳۴۳
حجم سهام معامله شده در بازار سوم	۱۴,۷۶۴,۹۵۸,۲۴۳	۰	—	۱۴,۷۶۴,۹۵۸,۲۴۳
حجم معاملات بازار اوراق مشارکت	۳,۹۴۱,۲۶۸	۹۳۸,۳۴۰	۳۲۰	۴,۸۷۹,۶۰۸

مأخذ: گزارش معاملات شرکت فرابورس ایران در سال ۱۳۸۹.

سابقاً، بانک‌ها در زمینه معاملات گواهی سپرده فعال بودند، اما با تأسیس شرکت فرابورس، پذیرهنویسی گواهی سپرده بانک کشاورزی (به ارزش ۵۰۰ میلیارد ریال) به‌عنوان اولین پذیرهنویسی فرابورس انجام پذیرفت. بعد از آن نیز اوراق گواهی سپرده بانک اقتصاد نوین در فرابورس معامله شد.

فعالان بازار امید دارند که بازار ثانویه اوراق در فرابورس گسترش یابد. به همین جهت پیشنهاد شده است که بازار دست دوم اوراق مشارکت به فرابورس منتقل شود.

مزیت فرابورس نسبت به بانک در انتشار و توزیع اوراق مشارکت موجب شده که معاملات این اوراق در فرابورس سودآور باشد. مهمترین مزیت فرابورس کاهش هزینه‌های عاملیت است. به نحوی که هزینه عاملیت در فرابورس ۰/۲ درصد اوراق منتشره و در بانک‌ها بین یک تا ۲ درصد می‌باشد. ازسوی دیگر در فرابورس کل اوراق منتشر شده به ناشر بازگردانده می‌شود و ناشر مجبور به بلوکه کردن ۵ درصد اوراق برای ضمانت نزد بانک نیست، علاوه‌بر این در فرابورس، مخاطب تخصصی وجود دارد و حتی سرمایه‌گذاران خارجی امکان خرید این اوراق را دارند، اما در بانک چنین امکانی وجود ندارد. لازم به‌ذکر است که اوراق مشارکت فرابورسی به‌طور طبیعی با نام بوده، به‌صورت الکترونیکی نگهداری می‌شود و قابلیت وثیقه‌گذاری نیز دارند.

عملکرد بازار سوم فرابورس در پذیرهنویسی می‌تواند زمینه رشد سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف تولید و خدماتی را فراهم کند. پس از پذیرهنویسی افزایش سرمایه دو شرکت سرمایه‌گذاری پارس آریان و بانک پاسارگاد به ارزش ۲۱ هزار و ۳۰ میلیارد ریال درخواست‌های دیگری برای



پذیره‌نویسی افزایش سرمایه و پذیره‌نویسی اولیه در فرابورس ارائه شد، که یکی از آنها پذیره‌نویسی بانک گردشگری بود. در ابتدای آبان‌ماه پذیره‌نویسی ۲ میلیارد و ۷۶۰ میلیون سهم شرکت پارس آرین به قیمت ۲۰۴۰ ریال در بازار فرابورس و شعب بانک پاسارگاد آغاز شد. این پذیره‌نویسی اولین پذیره‌نویسی از طریق شبکه کارگزاری و بزرگ‌ترین پذیره‌نویسی سهام در تاریخ کشور بود. در این پذیره‌نویسی ۲ میلیارد و ۲۵۶ میلیون سهم از طریق فرابورس و ۵۰۳ میلیون سهم از طریق شعب بانک پاسارگاد به فروش رسید و بیش از ۵ هزار نفر از این سهام استقبال کردند. پذیره‌نویسی بانک گردشگری در آذرماه نیز اولین موردی بود که یک شرکت سهامی عام پذیره‌نویسی خود را از ابتدا از طریق بازار سرمایه انجام داد. به عبارت دیگر این بانک بلافاصله پس از ثبت، در بازار فرابورس پذیرش شد.

به‌طور خلاصه طی سال ۱۳۸۹ در بازار سوم فرابورس ۷ مورد پذیره‌نویسی صورت گرفته که شامل ۵ بانک (بانک‌های آریا، الکترونیک آرین، ایران زمین، پاسارگاد و گردشگری) و یک شرکت بیمه (بیمه ما) بود. در مجموع تعداد سهام و گواهی معامله شده در پذیره‌نویسی‌ها، ۱۰ میلیارد و ۸۴۴ میلیون سهم بوده که حجم معاملات آن به ۲۱ هزار و ۷۲۲ میلیارد ریال بالغ می‌شود.

در شرایط کنونی شرکت‌های سیمان سبزوار، کندر، گسترش سرمایه‌گذاری ایرانیان و شرکت توسعه صنعت ساختمان غدیر خوزستان شرکت‌هایی هستند که در حال طی کردن مراحل پذیرش بوده و به‌زودی در این بازار پذیرش می‌شوند. همچنین شرکت‌های فرآورده‌های سیمان شرق، پیچک و شرکت سرمایه‌گذاری کارکنان مپنا شرکت‌هایی هستند که در هیئت پذیرش فرابورس در حال بررسی هستند. برای مقایسه در این زمینه می‌توان به این مطلب اشاره کرد که شرکت بورس با ۴۰ سال سابقه در چند سال اخیر (بجز شرکت‌های دولتی مشمول اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی) تنها موفق به پذیرش سه شرکت سیمان کردستان، سرمایه‌گذاری امید و سیمان سفیدنی‌ریز شده، اما فرابورس به‌علت شرایط ورود راحت‌تر توانسته است چندین شرکت خصوصی را در خود پذیرش کند.^۱

لازم به‌ذکر است که درج و عرضه سهام شرکت ارتباطات سیار ایران در آذرماه ۱۳۸۹ یکی از مهمترین اتفاقات فرابورس بود. ارزش معاملات این شرکت پس از واگذاری برابر با ۱۱ هزار و ۴۳۸ میلیارد ریال بوده که ۶۱ درصد از ارزش معاملات سال ۱۳۸۹ را به‌خود اختصاص می‌دهد. جهت

۱. این شرکت‌ها شامل بانک پاسارگاد، شرکت صنایع فولاد آلیاژی یزد، شرکت پتروشیمی امیرکبیر، شرکت سبحان دارو، شرکت گسترش سرمایه‌گذاری ایرانیان، شرکت سیمان سبزوار، شرکت ارتباطات سیار ایران، شرکت عمران و توسعه شاهد، شرکت تجارت الکترونیک پارسیان، شرکت مهندسی ساختمان و تأسیسات راه‌آهن، شرکت لیزینگ ایرانیان، شرکت کویرتایر، شرکت مرجان کار، شرکت بیمه دی می‌باشد.

مقایسه به ارزش معاملات شرکت تجارت الکترونیک پارسیان اشاره می‌شود که با هزار و ۵۸۹ میلیارد ریال و ۸/۴ درصد از ارزش معاملات سالانه در جایگاه دوم قرار دارد. البته در سال ۱۳۸۹ بیشترین حجم معاملات متعلق به شرکت بیمه دی بود که با معامله ۶۱۳ میلیون سهم ۲۷ درصد از حجم مبادلات را شامل شده است. لیزینگ ایرانیان ۲۶ درصد و شرکت ارتباطات سیار ایران ۱۳ درصد در جایگاه دوم و سوم قرار دارند.

در آبان‌ماه ۱۳۸۹ نیز اوراق امتیاز تسهیلات مسکن در بازار فرابورس عرضه شد و پس از آن در هر ماه یک نماد جدید ویژه اوراق تسهیلات مسکن ارائه گردید. ارزش این معاملات تقریباً ۳/۵ درصد از کل ارزش معاملات سال ۱۳۸۹ را به خود اختصاص داد. البته از آنجا که قیمت این اوراق بالا بوده (به‌طور متوسط ۵۵۰ هزار ریال) از نظر سهم و حجم مبادلات کمتر از ۰/۵ درصد از حجم معاملات را دارند (بیش از ۹۰۰ هزار برگ در فاصله آبان تا اسفند مورد معامله قرار گرفته است). به‌طور کلی بازار فرابورس در طی کردن گام‌های اولیه خود با استقبال نسبی شرکت‌ها روبرو شده است. آشنایی بیشتر سرمایه‌گذاران و صاحبان سرمایه موجب می‌شود این بازار با استقبال بیشتری روبرو شده و در آینده نزدیک رقیب بورس اوراق بهادار تهران شود.

۱۱. چالش‌های موجود در فرابورس

در گذر زمان بازارهای خارج از بورس در مقایسه با سایر بازارها مثل بانک و بورس اهمیت ویژه‌ای پیدا کرده‌اند و به همین سبب از رشد کمی و کیفی بالایی برخوردار بوده‌اند. در کشور ما نیز تأسیس بازار فرابورس، امکان ایجاد تغییر در ساختار تأمین مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های تولیدی را فراهم کرده است. بسیاری از پژوهشگران، اساتید و فعالان مالی کشور بر این اعتقادند که سیستم تأمین مالی ایران، مبتنی بر بانک بوده و تشکیل بازارهای موازی در کنار گسترش بازار بورس می‌تواند روش‌های تأمین مالی را در کشور متحول کند. در ادامه تلاش می‌شود تا مروری اجمالی بر چالش‌های پیش روی این بازار داشته باشیم:

همان‌طور که قبلاً اشاره شد، شرکت‌های پرمخاطره به سبب ماهیت فعالیت خود و وجود الزامات پذیرشی و گزارش‌دهی ساده‌تر در بازارهای خارج از بورس، از این بازارها برای معاملات اوراق بهادار خود استفاده می‌کنند. از سوی دیگر در فرآیند شکل‌گیری و نهادینه شدن این بازار در کشور (به‌خصوص در مراحل اولیه)، مخاطرات و چالش‌های فراوانی وجود خواهد داشت. به همین سبب ممکن است ریسک‌های موجود، موانعی برای توسعه این بازار ایجاد کند. به‌طور کلی چرخش تأمین مالی به‌سوی بازارهای مالی غیربانکی همانند بازار بورس و فرابورس با توجه به ساختار



فعلی اقتصادی ملاحظات بسیاری دارد. البته باید توجه داشت که در حال حاضر بورس و شرکت‌های بورسی سهم کمی از تشکیل سرمایه کشور را به خود اختصاص داده‌اند و فراهم کردن مقدمات گسترش بازار سرمایه و جذب شرکت‌های بیشتر در بورس‌ها و بازارهای فرابورس، ضمن بسترسازی برای رشد و توسعه کشور، دسترسی به افق‌های پیش‌بینی شده در سند چشم‌انداز را امکان‌پذیرتر می‌سازد.

اکثر شرکت‌های فعال کشور، در بخش‌های صنعتی - که سوددهی محدودی دارد - فعال هستند. از سوی دیگر سرمایه‌گذاران به علت ریسک بالای اقتصادی و به‌ویژه ریسک بالاتر معامله در بازارهای خارج از بورس انتظار سود بالایی را دارند. همچنین بازگشت سرمایه در بازار خارج از بورس، در مقایسه با بورس طولانی‌تر است، لذا با توجه به اینکه در ایران عمده سهام‌داران حرفه‌ای نبوده و صرفاً منافع کوتاه‌مدت را مد نظر قرار می‌دهند؛ انگیزه برای ورود به این بازار کمتر از سایر آلترناتیوهای سرمایه‌گذاری خواهد بود. به علت همین امر ممکن است قیمت سهام عرضه شده در این بازار به خصوص در گام‌های ابتدایی پس از تأسیس کم باشد. در این زمینه می‌باید مشوق‌هایی برای حضور بلندمدت سرمایه‌گذاران در نظر گرفته شود. زیرا فرابورس عمدتاً نیاز به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارد. معافیت‌های مالیاتی و... می‌تواند انگیزه سهام‌داران برای نگهداری سهام در بلندمدت را افزایش دهد.

باید توجه داشت که مسئله قیمتگذاری سهام در بازارهای خارج از بورس جزء ارکان این بازارهاست و نهادهای نظارتی باید تمام تلاش خود را برای جلوگیری از بروز فساد در فرآیند قیمتگذاری مصروف کنند. رتبه‌بندی و دسته‌بندی شرکت‌ها و تشکیل شرکت‌های تخصصی در این زمینه می‌تواند تعیین قیمت را تسهیل کند.

بازار خارج از بورس همانند سایر بازارهای مالی از رکن بسیار مهمی به نام «اطلاعات» تشکیل شده است. به همین جهت افشا و گردش اطلاعات باید به بهترین نحو ممکن صورت گیرد. به عنوان مثال بازارسازها باید در جهت کنترل نوسانات بازار حرکت کنند تا بتواند مأموریت اصلی خود که تثبیت بازار است را به بهترین نحو انجام دهند. به طور کلی این مؤسسات نباید به اطلاعات داخلی شرکت‌ها دسترسی پیدا کنند و تصمیمات آنها باید بر پایه سیگنال‌های بازار باشد. ضعف در اجرای دستورالعمل بازارگردانی بورس اوراق بهادار^۱ ریسک بازار فرابورس و فعالیت بازارگردانی در این بازار را افزایش می‌دهد. در این راستا تدوین چارچوب‌های مشخص و استاندارد (ویژه فرابورس)

۱. شایان ذکر است هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار این دستورالعمل را در اردیبهشت سال جاری اصلاح نموده است، اما به هر حال تفاوت‌های بین فرابورس و بورس در این زمینه نیاز به تدوین آیین‌نامه جداگانه یا تکمیل آیین‌نامه فعلی و تعمیم آن به بازار فرابورس دارد.

جهت افزایش اطلاعات به همراه تدوین قوانین محدودکننده مالکیت سهام یک شرکت ضروری است. کارکرد اصل این قوانین جلوگیری از انحصار و تشویق رقابت عادلانه خواهد بود.

بازارهای خارج از بورس معمولاً به صورت خودجوش، خودانتظام و بدون دخالت دولت در مدت زمان نسبتاً طولانی شکل گرفته‌اند. همچنین تجربه نشان داده از یک زمان خاص این بازارها به یکباره رونق می‌گیرند. به همین جهت نباید با تأکید بر اقدامات و برنامه‌های دولتی به دنبال رشد و توسعه بازار در حداقل زمان ممکن باشیم، بلکه به نظر می‌رسد باید زیربناهای لازم برای رونق بازار توسط دولت فراهم شده و پس از آن صرفاً حمایت‌های لازم به این امر اختصاص یابد. به‌طور کلی هریک از اعضا و فعالان بازار سرمایه کشور باید نقشی تعریف شده و استاندارد داشته باشند.

هرچند فرابورس می‌تواند پذیرای ابزارهای مالی مختلفی باشد از جمله وارانته^۱، قرارداد آتی‌ها، اختیارات معامله، برگه‌های رسید اوراق بهادار خارجی قابل معامله (ADRS) و برنامه‌های مشارکت مستقیم در سرمایه‌گذاری، اما برای ورود این ابزارها به بازارهای مالی بررسی ابعاد شرعی، تناسب با نیازهای کشور و تدوین سازوکارهای پیاده‌سازی نیز ضروری است.

عملکرد صحیح و کارآیی بورس و فرابورس مستلزم ثبات اقتصادی (به‌ویژه در حیطه نهادها و قوانین) است. به همین جهت باید با شکل‌دهی ساختارها و نهادهای نظارتی ساختارمند و تدوین قوانین و مقررات لازم، زمینه را برای ثبات شرایط در سطح بازار سرمایه فراهم آورد. نظام حسابداری، نهادهای مالی و نظام قضایی کارآ بسط‌های لازم برای توسعه بازار فرابورس را ایجاد می‌کنند.

جمع‌بندی

با توجه به مزایای فرابورس برای اقتصاد در سطح کلان و شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران در سطح خرد، برنامه‌ریزی جهت گسترش و توسعه این بازار ضروری به نظر می‌رسد. فرابورس از طریق تسهیل عرضه اولیه سهام منجر به تسریع فرآیند خصوصی‌سازی می‌شود. بسیاری از شرکت‌هایی که در لیست خصوصی‌سازی قرار دارند شرایط و ضوابط پذیرش در بورس را ندارند. یکی از روش‌های پیشنهادی جهت واگذاری این شرکت‌ها، عرضه سهام در فرابورس می‌باشد. داده‌های آماری نشان می‌دهد که اکثر عرضه‌های عمده در بازار سوم فرابورس نیز توسط سازمان خصوصی‌سازی و یا سایر نهادهای عمومی صورت گرفته است. اگر برنامه مشخصی برای

۱. وارانته، اوراق بهاداری است که به دارنده‌اش، حق خرید سهام عادی را به قیمت ثابت (معین) در یک مقطع مشخص می‌دهد و در عین حال برای دارنده آن، خرید سهام الزامی نیست.



استفاده از فرابورس در فرآیند خصوصی‌سازی تعریف شود و از نهادهای مالی لازم در این زمینه مثل شرکت‌های تأمین سرمایه^۱ استفاده شود؛ مطمئناً احتمال موفقیت در برنامه‌های خصوصی‌سازی افزایش خواهد یافت. فرابورس از طریق تسهیل تأمین مالی برای شرکت‌ها تقویت‌کننده حضور بخش خصوصی در تولید کالاها و خدمات می‌باشد این تأمین مالی یا از طریق انتشار سهام و پذیره‌نویسی و یا از طریق انتشار اوراق مشارکت انجام می‌شود که شرکت فرابورس از بستر لازم برای کمک به شرکت‌ها در هر دو مورد برخوردار است.

البته با توجه به اینکه نهادینه شدن بازارهای فرابورس زمانبر است؛ معضلات و چالش‌های تشکیل بازارهای فرابورس به مرور زمان مشخص می‌شود. ماهیت کار بازارهای خارج از بورس کشورهای مختلف یکسان است، ولی این بازارها در کشورهای مختلف از نظر ساختار، مقررات و فرآیندها، اندازه بازار، انواع اوراق قابل معامله، اعضا و مشارکت‌کنندگان در بازار، شرایط پذیرش، شبکه و روش‌ها و فرآیندهای انجام معاملات و تسویه با یکدیگر تفاوت دارند. گسترش بازار فرابورس نیازمند بررسی استانداردها و قوانین موجود در سایر کشورها و استخراج الگوی مناسب ساماندهی بازار خارج از بورس می‌باشد. به‌عنوان مثال اهمیت بحث زمان در معاملات فرابورس موجب شده در بسیاری از کشورها قوانین متعددی در این زمینه تعریف شود. درحالی که در فرابورس ایران این امر مورد توجه قرار نگرفته است.^۲ با توجه به نوپا بودن بازار و عدم شفافیت موجود در بازار بهتر است که از توسعه سریع و شتاب‌زده این بازار اجتناب شود. در مراحل اول می‌باید سازوکارهای بازار به نحو مقتضی طراحی شده و اقدامات لازم برای شفافیت بیشتر این بازار در نظر گرفته شود. سپس با استفاده از چارچوب‌های موجود تمامی شرکت‌های داوطلب برای درج در فرابورس مورد پذیرش قرار گیرند.

فرابورس ایران در ابتدای راه خود قرار دارد و برای رسیدن به وضعیت مطلوب نیازمند طی مسیر دشواری است که نقش حمایت‌های دولت در پیمودن گام‌های اولیه بسیار حیاتی است. البته این حمایت‌ها می‌باید به‌صورت برنامه‌ریزی شده و زمانمند تعریف شود و به فراهم کردن زیربناها و ساختارهای لازم محدود باشد. با توجه به حجم و گستره اندک قوانین بازار سرمایه ایران در مقایسه با بازارهای بزرگ جهان، به‌نظر می‌رسد شناسایی و تدوین قوانین مورد نیاز در این زمینه یکی از نیازهای اساسی بازار سرمایه کشور و به‌ویژه فرابورس باشد.

1. Investment Bank

۲. البته باید توجه داشت که بازار فرابورس ایران به‌صورت رسمی عمری کمتر از ۱۵ ماه دارد.

منابع و مأخذ

۱. معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران، گزارش توجیهی راه‌اندازی بازار خارج از بورس، معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶ a.
۲. تکروستا، علی. بررسی نقش بازار اوراق بهادار خارج از بورس بر توسعه بازار سرمایه در ایران، مجله دانش و توسعه (علمی - پژوهشی) سال پانزدهم، ش ۲۲، بهار ۱۳۸۷.
۳. معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران، گزارش شناخت بازارهای خارج از بورس، معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶ b.
۴. مداحی، آزاده و دیگران. گزارش شناخت از وضعیت بازار اولیه، قوانین و مقررات آن در ایران و جهان، کارگروه بازار اولیه معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار، فروردین‌ماه ۱۳۸۵.
۵. سایت شرکت فرابورس ایران www.irfrabourse.com
۶. اساسنامه فرابورس ایران (شرکت سهامی عام) مصوب مجمع عمومی مؤسس، ۱۳۸۷/۱۵/۱۷، قابل دسترس در سایت شرکت فرابورس ایران.
۷. خلاصه گزارش معاملات شرکت فرابورس ایران در سال ۱۳۸۸.
۸. گزارش‌های معاملات شرکت فرابورس ایران، گزارشات ۶ ماهه، فصلی و ماهیانه.
۹. معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران، معرفی و شناخت بازارهای خارج از بورس، معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۵.
۱۰. جعفری، علی. اصول و مبانی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، تهران، انتشارات کیومرث، ۱۳۸۷.
۱۱. دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۵ شورای عالی بورس و اوراق بهادار.
۱۲. عباسی، ابراهیم. روش‌ها و نظریه‌های انتشار سهام و قیمت بازار، شرکت انتشارات علمی و فرهنگی.
۱۳. گزارش دومین همایش مدیریت مالی ایران، بررسی لزوم ایجاد بازار خارج از بورس در ایران، دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۷۷.
۱۴. دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در فرابورس مصوب ۱۳۸۸/۱/۲۵ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.

15. Gregor. T, Over the Counter Markets & their Role in the Financial Systems, BLATEC, Vol. XI. No. 10, 2003.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شناسنامه گزارش

شماره مسلسل: ۱۰۸۲۸

عنوان گزارش: نقش فرابورس در تقویت بخش خصوصی و چالش‌های پیش‌روی آن

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: محمد سلیمانی

ناظر علمی: احمد شعبانی

متقاضی: معاونت پژوهشی

ویراستار تخصصی: —

ویراستار ادبی: —

واژه‌های کلیدی:

۱. فرابورس

۲. اوراق مشارکت

۳. پذیرهنویسی

۴. بازار عرضه

تاریخ انتشار: ۱۳۹۰/۳/۱۷