



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

## معرفی و شناخت بازار نزدیک

مقدمه

همان‌طور که از نام بازارهای خارج از بورس (OTC) بر می‌آید، مکان فیزیکی متمرکز و خاصی برای گردهم‌آیی دادوستدکنندگان با متخصصان هم‌چون بورس‌های کلاسیک در بازارهای خارج از بورس وجود ندارد و به این دلیل اغلب آن‌ها را بازارهای off board نیز می‌نامند. در واقع این بازارها شبکه‌ای از دادوستدکنندگان مستقل هستند که معاملات را از طریق تلفن یا شبکه رایانه‌ای مورد واسطه‌انجام می‌دهند.

یکی از مزایای این بازارها این است که به اوراق بهادار شرکت‌های جدید و کوچک که از معیارهای مورد درخواست بورس‌های خوردار نیستند، امکان پذیرش و معامله‌شدن را می‌دهد. مزیت دیگر

شهاب‌الدین شمس

ابوالفضل جمفری

این که سطح فعلی امکانات الکترونیک، انجام معاملات ۲۴ ساعته را امکان پذیر می کند که بدون شک، در مقایسه با یک بورس، مزیت عمده ای محسوب شده و نیز برای دادوستدکنندگان از کشورهای مختلف، مشکل تفاوت های زمانی را از بین می برد.

امروزه بازارهای فرابورس ابعاد عظیمی پیدا کرده اند؛ بدین صورت که شرکت ها یا ناشران پرریسک که برای آنها پذیرش در یک بورس غیرممکن بوده نیز امکان ورود به بازارهای اوراق بهادار را ممکن می کنند. میزان کارمزد های بورس نیز بسیاری از سرمایه گذاران و دادوستدکنندگان را از دادوستد در یک بورس منصرف می کند. انگیزه های برای ورود شرکت ها به بازارهای خارج از بورس که از انعطاف بیشتری در کارمزدها برخوردارند را ایجاد می کند. حجم سهام مبادله شده در بازارهای OTC آمریکا، ۱۳ برابر حجم سهام مبادله شده در بورس NYSE است و آمارها حاکی از رشد قابل توجه حجم سهام مبادله شده در بازارهای OTC است.

### تاریخچه بازارهای فرابورس

بازارهای فرابورس در آغاز قرن بیستم راه اندازی شد. آنها در ابتدا به طور قابل توجهی کارآ بودند. در ابتدا خرید و فروش تنها از طریق دادن آگهی هایی در روزنامه ها و نشریات مالی صورت می گرفت.

در سال ۱۹۰۴ Roger W Bobson یک سازمان آماری در ایالت ماساچوست، با هدف گردآوری خدمات مورد نیاز دادوستدکنندگان در بازارها، OTC را تأسیس کرد.

در سال ۱۹۱۱ Arthur F Elliot ناشر یکی از نشریات مالی در بوستون، نخستین خدمات را برای تهیه گزارش های روزانه از قیمت های مبادلات صورت گرفته بین معامله گران و کارگزاران در بازار فرابورس، راه اندازی کرد. هر یک از خدمات ارائه شده توسط این دو نهاد مکمل دیگری بود و ادغام متعاقب آنها، یک قدم طبیعی به جلو بود. در سال ۱۹۱۳ (NQB National Quotation Bureau) از طریق ادغام آنها تأسیس شد.

در آن زمان، گزارش قیمت های روزانه شرکت های پنج شهر در بازار فرابورس ارائه می شد. با استفاده از آخرین فناوری های ارتباطی و چاپی، NQB بعد از چند سال، خدمات خود را به بیش از ۵۰ شهر، گسترش داد. مزیت انتشار مظنه قیمت ها (قیمت دادن) همواره مخصوص کارگزاران و معامله گران ثبت شده، بوده است. این ها مجبور به رعایت استانداردهای مرتبط و شفافیت مالی

1 بورس اوراق بهادار نیویورک

بوده اند. به دنبال تأسیس کمیسیون اوراق بهادار (Securities commission) از طریق قانون اوراق بهادار (Securities Act) ۱۹۳۳، قانون بورس اوراق بهادار (Securities Exchange Act) ۱۹۳۴ و تأسیس انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار (NASD) از طریق ماده الحاقی (Maloney bill) به قانون بورس اوراق بهادار، در سال ۱۹۳۸ یک شبکه قانونی و نظارتی کارگزاران، معامله گران و بازارهای OTC ایجاد شد. NQB، ابتدا استانداردهای بالاتری برای بازارسازان بازار فرابورس نسبت به کمیسیون بورس و اوراق بهادار یا انجمن ملی معامله گران، اعمال می کرد. در آغاز دهه ۶۰ خدمات مربوط به قیمت ها، به هر کارگزار / معامله گری که نزد کمیسیون ثبت شده و متعاقباً عضو انجمن ملی معامله گران بوده ارائه می شد.

در سال ۱۹۶۳، NQB توسط Commerce Clearing House خریداری شد. CCH ناشر کتب مرجع بود و محصولات NQB را نیز به همان شکل دنبال کرد؛ یعنی به عنوان آثار ادبی و در نتیجه خواهان سرمایه گذاری در فناوری های جدید نبود. به این دلیل و در ارتباط با نیازهای این بازار، انجمن ملی معامله گران در سال ۱۹۷۱ یک بازار سهام (بازار سهام NASDAQ) راه اندازی کرد که سیستم آن (Real-time) بود. با استفاده از تکنولوژی و با هدف ایجاد کارایی برای بازار، نزدیک روز به روز پیشرفت کرد. در مقابل NQB، فعالیتش را به عنوان یک ناشر ادامه داد که شاهد بازدهی اش در هر سال بود.

در سال ۱۹۹۷، مدیریت NQB به دست افراد جدیدی سپرده شد که آنها از استفاده آخرین فناوری ها و ارتقاء خدمات مورد ارائه به مشتریان، حمایت نمودند. در نتیجه این تلاش ها NQB در سپتامبر ۱۹۹۹، شبکه خدمات الکترونیکی خود برای درج قیمت ها را ارائه کرد که بر مبنای دادوستد اینترنتی و آبی (Real-time) برای سهام و اوراق قرضه معاملاتی در بازارهای OTC بود. در ژوئن ۲۰۰۰، NQB نام خود را به Pink sheets تغییر داد و سپس نخستین شبکه اینترنتی با اطلاعاتی درباره اوراق بهادار و ناشران موجود در بازار فرابورس را ارائه کرد.

در حال حاضر بازار فرابورس ایالات متحده آمریکا را می توان به چهار بخش زیر تقسیم کرد.

- ۱- معامله گران و کارگزارانی که در گروه انجمن ملی جای می گیرند و از سیستم خودکار درج قیمت های NASDAQ استفاده می کنند
- ۲- مشارکت کنندگان در بازار فرابورس (OTCBB Bulletin Board)
- ۳- بازار Pink sheets
- ۴- Gray market (سایر بازارهای سهام OTC که در سیستم معاملات آبی

قالب بازارهای مذکور قرار نمی گیرند) با توجه به این واقعیت که سهام شرکت های مختلفی که در بورس معامله نمی شدند، به صورت گسیخته در بازارهای فرابورس معامله می شد، دولت آمریکا از SEC

خواست تا تحلیلی از بازار سرمایه به عمل آورد که نتیجه آن، پیشنهاد خودکار سازی (اتوماسیون) بازار سرمایه بود. این وظیفه به انجمن معامله گران اوراق بهادار سپرده شد که در سال ۱۹۷۱ یک سیستم خودکار برای انجام معاملات و درج قیمت ها در بازار OTC به نام شبکه خودکار درج قیمت انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار (NASD) معرفی شد.

وظیفه اصلی این شبکه ایجاد مدیریت سیستم ها، خدمات و ارائه محصولات برای بازارهای مختلف سهام است. هم چنین مسئولیت تنظیم و تعیین خط مشی های قانونی، معیارهای قانونی و پذیرش برای تمامی بازارهای تحت لوای خود را بر عهده دارد.

مدیریت زیرساخت های پیچیده فناوری ها برای گسردآوری، پردازش و توزیع اطلاعات مربوط به معاملات را نیز عهده دار است. یک بخش به صورت آنلاین به نام MarketWatch معرفی کرده

است که مسئولیت معاملات با تأخیر (در مقابل آنلاین) را نیز بر عهده دارد. علاوه بر اوراق بهادار که فقط در بازار فرابورس معامله می شوند، امروزه NASDAQ بیش از نیمی از سهام شرکت هایی که در بورس معامله می شوند، در خود جای داده است. انواع مختلف شرکت ها با کیفیت های متفاوت منجر به ایجاد سه گروه مجزا از شرکت ها در بازار فرابورس NASDAQ شده است:

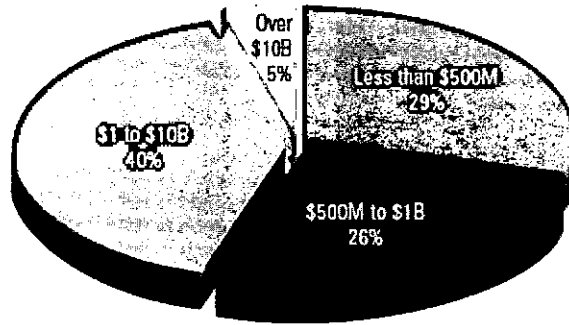
- ۱- NASDAQ Global select market: شرکت های این گروه دارای بالاترین استانداردهای مالی تعیین شده از سوی بازار، در زمان پذیرش اولیه هستند. این استانداردها شامل ارزش بازار، نقدشوندگی و سود هستند.
- ۲- NASDAQ Global market: همان طبقه NASDAQ National market سابق است که نام جدیدی پیدا کرده و به صورت دقیق تری، دسترسی جهانی و دسترسی بازار آمریکا و شرکت های آمریکایی را

یکی از مزایای این بازارها این است که به اوراق بهادار شرکت های جدید و کوچک که از معیارهای مورد درخواست بورس هابر خوردار نیستند، امکان پذیرش و معامله شدن را می دهد

### امروزه

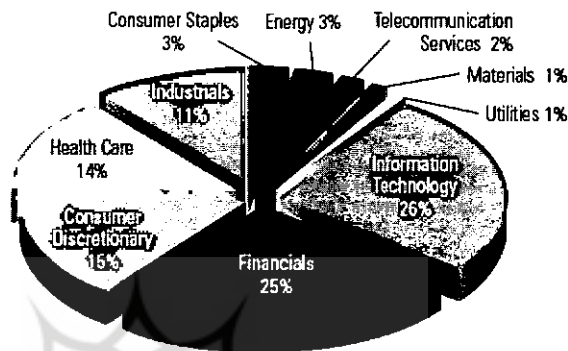
بازارهای فرابورس ابعاد عظیمی پیدا کرده اند؛ بدین صورت که شرکت ها یا ناشران پرریسک که برای آنها پذیرش در یک بورس غیرممکن بوده نیز امکان ورود به بازارهای اوراق بهادار را ممکن می کنند

نمودار (۱) توزیع ارزش بازار بر اساس سرمایه شرکتها



خرید و فروشها را انجام می دهند و یک حراج اتفاق می افتد که بالاترین قیمت پیشنهادی خرید با کمترین قیمت پیشنهادی فروش مطابقت داده شده و معامله انجام می شود. هر یک از دو بازار نظارت های خاص خود برای تنظیم نقدشوندگی را در اختیار دارند؛ در روند نظارتی نقدشوندگی در NASDAQ بازار ساز (Market maker) نامیده می شود و در روند نظارتی نقدشوندگی در NYSE متخصص (Specialist) نامیده می شود.

نمودار (۲) توزیع ارزش بازار بر اساس بخش ها و صنایع



نقش بازار ساز و متخصص متفاوت است؛ یک بازار ساز برای یک ورقه بهادار یک بازار ایجاد می کند در حالی که یک متخصص فقط مبادله آنرا تسهیل می نماید. با این حال وظیفه هر دوی آنها تضمین بازار روان و منظم برای مشتریان است. بازار سازهایی که در بورس NASDAQ فعال هستند، به صورت واقعی در بورس حضور ندارند. آنها شرکت های بزرگ سرمایه گذاری هستند که اوراق بهادار را از طریق یک شبکه الکترونیکی خرید و فروش می کنند. این بازار سازان موجودی هایی از اوراق بهادار نزد خود نگه می دارند و از آن برای مشتریان حقیقی و سایر معامله گران خرید و فروش می کنند. هر بازار ساز در NASDAQ موظف به دادن

نرخ دو طرفه است. هر ورقه بهادار در NASDAQ عموماً بیش از یک بازار ساز با میانگین ۱۴ بازار ساز دارد که نقدشوندگی و دادوستد کار را فراهم می کنند. به واسطه رقابتی که بین بازار سازان وجود دارد، شکاف بین قیمت های پیشنهادی خرید و فروش کم می شود. نزدیک تقریباً ۳۰۰ بازار ساز دارد در حالیکه NYSE تنها ۷ شرکت متخصص دارد.

تفاوت دیگر NYSE و NASDAQ در این است که NASDAQ به طور معمول به عنوان بازار high-tech شناخته می شود که بسیاری از شرکت ها را با انجام معاملات به صورت اینترنتی یا الکترونیکی به سوی خود جلب می کند. بر این اساس، سهام شرکت های موجود در این بازار به عنوان

ایجاد و گسترش بازارهای زنده داخلی در مناطق ویژه ای از دنیا است. بنابراین تلاش برای ایجاد یک بازار جهانی است. بدین منظور NASDAQ، دفتر نمایندگی هایی در آسیا، کانادا و اروپا دایر کرده است. NYSE و NASDAQ از نظر نوع کار و نوع سهامی که در آنها معامله می شوند، بسیار متفاوتند. در بورس های سازمان یافته مانند NYSE، تمام معاملات در یک مکان فیزیکی انجام می شود که تالار نام دارد. اما در بازارهای فرابورس مانند NASDAQ، مکان فیزیکی مشخصی برای معاملات وجود ندارد و تالار معاملات در آنجا دیده نمی شود بلکه معاملات از طریق یک شبکه الکترونیکی صورت می پذیرد.

به بازارهای جهانی، منعکس می کند. در این گروه شرکت های بزرگ و نیز شرکت های دارای رشد سریع قرار می گیرند.

۳- NASDAQ Capital market: گروه NASDAQ Smallcap market سابق می باشد که در سال ۲۰۰۵ تغییر نام داد تا هدف بنیادی این بازارهای را که تشکیل سرمایه است، منعکس کند.

۴- گروه شرکت های NASDAQ Global select market تقریباً یک سوم شرکت های پذیرفته شده در بازار NASDAQ را تشکیل می دهد. توزیع ارزش بازار و منابع مختلف در این بخش از بازار در نمودارهای (۱) و (۲) نشان داده شده است.

بر خلاف گذشته که مقررات دادوستد، سازوکار و چارچوب قانونی با آزادی بیشتری در بازار فرابورس بیشتر به کار برده می شد، امروزه

سهام های پر نوسان و رشد محور مورد توجه قرار می گیرند. از سوی دیگر، شرکت های موجود در NYSE به عنوان شرکت های با ثبات درک می شوند. بسیاری از شرکت های با کیفیت (blue chip) در این بورس عضو هستند

در آغاز دهه ۶۰ خدمات مربوط به قیمت ها، به هر کار گزار / معامله گری که نزد کمیسیون ثبت شده و متعاقباً عضو انجمن ملی معامله گران بوده آرايه می شد

تفاوت اساسی دیگر بین NYSE و NASDAQ در روشی است که اوراق بهادار بین خریداران و فروشندگان دادوستد می شود. NASDAQ یک بازار معامله گری است که در آن مشارکت کنندگان بین خود خرید و فروش نمی کنند بلکه از طریق یک معامله گر که در مورد NASDAQ یک بازار ساز است، خرید و فروش می کنند. NYSE یک بازار حراج است که در آن افراد بین یکدیگر

از نقطه نظرات جهانی شدن، هدف NASDAQ ایجاد و گسترش بازارهای زنده داخلی در مناطق ویژه ای از دنیا است

اگرچه ممکن است انجام معاملات در NASDAQ یا NYSE معیار مهمی برای تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری روی سهام شرکت باشد ولی برای شرکت ها، تقسیم به پذیرش و معامله شدن سهامشان در یکی از این دو بورس

تفاوت دادوستد در حال از بین رفتن است؛ از این رو NASDAQ در بسیاری از

مقالات حرفه ای یک بورس نامیده می شود.

مقایسه NASDAQ و NYSE از نقطه نظرات جهانی شدن، هدف NASDAQ

به دلیل تفاوت‌هایی که دارند مهم است. تصمیم شرکت برای لیست‌شدن در یک بورس خاص، تحت تأثیر هزینه‌های لیست‌شدن و شرایط مورد نیاز پذیرش از سوی بورس خاص است. حداکثر کارمزد لیست‌شدن در NYSE، ۲۵۰,۰۰۰ دلار است در حالیکه در NASDAQ این مقدار ۵۰,۰۰۰ دلار می‌باشد. حداکثر کارمزد به طور پیوسته لیست‌شدن سالیانه نیز عامل بزرگی است: آن‌ها به ترتیب ۵۰۰,۰۰۰ دلار و ۶۰,۰۰۰ دلار است. بدین ترتیب می‌توانیم دریابیم که چرا سهم‌های رشدی (شرکت‌های با سرمایه اولیه کم) در بازار NASDAQ یافت می‌شوند.

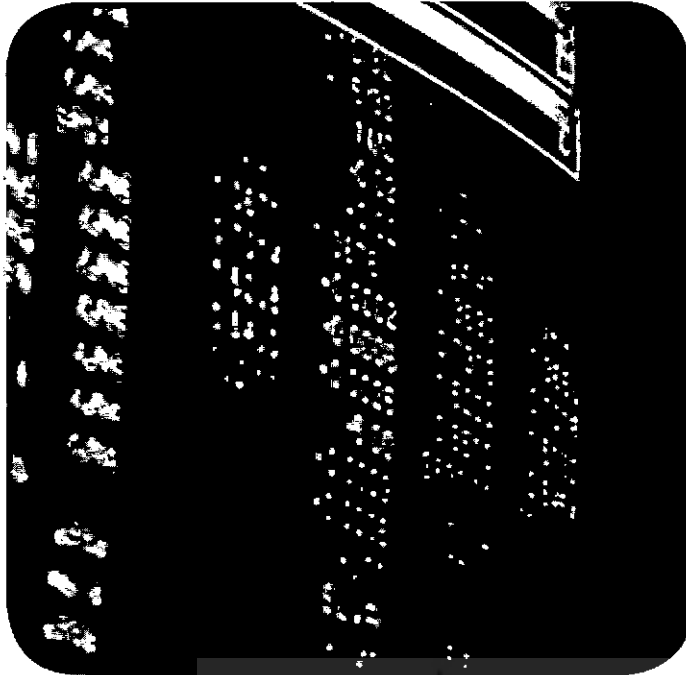
### حاکمیت شرکتی

همان‌طور که در قوانین بازار NASDAQ بیان شده است همه شرکت‌هایی که در بازار سهام NASDAQ پذیرفته شده‌اند ملزم به برآورده کردن استانداردهای بالای اصول حاکمیت شرکتی هستند. شرایط مورد نیاز اصول حاکمیت شرکتی NASDAQ شامل موارد زیر است:

- ارسال گزارش‌های سالیانه و میان دوره‌ای
- اعضاء مستقل هیات مدیره
- کمیته حسابرسی
- مجامع سهامدار
- حدنصاب
- درخواست وکیل یا نماینده
- تضاد منافع

- تأیید سهامدار
- حقوق سهامدار از نظر رأی دادن

- مقررات و رویه‌های داخلی  
قانون بازار (a) (1) ۴۲۵۰ به ناشران خصوصی خارجی اجازه می‌دهد که از اصول حاکمیت شرکتی کشور خودشان به جای شرایط مورد نیاز NASDAQ در اصول حاکمیت شرکتی پیروی کنند. ناشران خصوصی خارجی که متکی به این بند قانونی هستند باید در گزارش سالیانه خود که نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار نیز بایگانی می‌شود، شرایط مورد نیاز قانون ۴۲۵۰ را که وی پیروی می‌کند و نیز اصولی که طبق قوانین کشور خود در اصول حاکمیت شرکتی تبعیت می‌کند را افشاء کند. علاوه بر این یک ناشر خصوصی خارجی که در حال عرضه اولیه سهامش بوده و یا در حال پذیرش اولیه در NASDAQ است باید هر یک از این اصول را در بیانیه ثبت خود افشاء کند. همه شرکت‌هایی که در NASDAQ لیست هستند



باید:

❖ قبل از انتشار اوراق بهادار که ممکن است منجر به تغییر بالقوه در نظرات ناشر شود؛

❖ انتشار هر نوع سهام عادی (یا اوراق قابل تبدیل به سهام عادی) در رابطه با تصاحب سهام یا دارایی‌های شرکت؛

❖ تغییری در مدیر یا عضو هیات مدیره یا سهامدار عمده‌ای که ۵ درصد یا بیشتر (با این اشخاص عموماً ۱۰ درصد یا بیشتر) سهم شرکتی که قصد تصاحب آن وجود دارد؛ یا

❖ وارد شدن در معامله‌ای که ممکن است منجر به انتشار بالقوه سهام عادی و (یا اوراق بهادار قابل تبدیل به سهام عادی) شود که بیش از ۱۰ درصد یا TSO یا سهام در دست مردمی که قدرت رأی‌دهی داشته می‌باشد،

را به عنوان یک اصل قبل از معامله به NASDAQ اطلاع دهند.

همه شرکت‌های لیست‌شده در بازار سهام NASDAQ ملزم به سپردن فرم اطلاع‌رسانی تغییر در سابقه شرکت هستند.

زمانی که رویدادهای زیر رخ می‌دهد:

- تغییر در نام شرکت
- تغییر در ارزش اسمی یا عنوان اوراق بهادار

شرکت

- تغییر داوطلبانه در کد معاملاتی شرکت تمامی اطلاعات باید ظرف کم‌تر از

۱۰ روز بعد از تغییر به NASDAQ اطلاع داده شود. اما NASDAQ

توصیه می‌کند که حداقل ۲ روز کاری قبل از تغییر یک درخواست ارایه شود. NASDAQ کارمزد ۲۰,۵۰۰ دلاری برای هر تغییر در سابقه شرکت در نظر می‌گیرد. به جز تغییر در مکان سازمانی شرکت، برای سایر رویدادها، شرکت

باید هر چه زودتر بعد از رویداد مربوطه، آن را به

اطلاع NASDAQ برساند. NASDAQ برای جایگزینی هر یک از این رویدادها، ۷,۵۰۰ دلار کارمزد غیر قابل استرداد را دریافت می‌کند.

توجه داشته باشید که NASDAQ، زمانی که یک شرکت تقاضای تغییر در نام، ارزش اسمی یا عنوان اوراق بهادار، یا تغییر داوطلبانه در کد معاملاتی را ارایه می‌دهد نیز درخواست آگاه‌سازی و اطلاع‌رسانی می‌کند. اگر این تغییرات در نگهداری سوابق در نتیجه یک رویداد تغییر در پذیرش رخ بدهد، شرکت باید تمامی تغییرات را در فرم Substitution listing event یا فرم رویداد تغییر در پذیرش، گزارش کند. هیچ اقدام یا کارمزد اضافی در این مورد اخذ نمی‌شود.

نقش بازار ساز و متخصص متفاوت است؛ یک بازار ساز برای یک ورقه بهادار یک بازار ایجاد می‌کند

### NYSE یک بازار حراج

است که در آن افراد بین یکدیگر خرید و فروش‌ها را انجام می‌دهند و یک حراج اتفاق می‌افتد که بالاترین قیمت پیشنهادی خرید با کم‌ترین قیمت پیشنهادی فروش مطابقت داده شده و معامله انجام می‌شود