

## ماهیت بازار خارج از بورس و تمایز آن از بورس اوراق بهادار در نظام حقوقی ایران و آمریکا

(تاریخ دریافت: ۳۰ مهر ۱۳۹۷ - تاریخ پذیرش: ۱۹ اسفند ۱۳۹۷)

محمود باقری\*

دانشیار گروه حقوق خصوصی دانشگاه تهران

عباس احضاری: کارشناس ارشد حقوق خصوصی دانشگاه تهران

### چکیده

قانون بازار اوراق بهادار در بند ۸ ماده ۱ برای نخستین بار به تبیین بازار خارج از بورس پرداخته و آن را به بازاری در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک که معاملات اوراق بهادار در آن بر پایه مذاکره صورت می‌گیرد، تعریف کرده است؛ از این رو با توجه به تحولات قوانین و مقررات این حوزه، از جمله: تصویب قانون بازار اوراق بهادار، قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، قانون برنامه پنجم توسعه و... تغییرات بنیادینی در حوزه اجرایی حادث شده و این بازار از مفهوم رایج و متداول خود در کشورهای دارای اقتصاد پیشرفته فاصله گرفته است. شرکت فرابورس ایران براساس مجوز شورای عالی بورس و اوراق بهادار به مثابه تنها مصداق «بازار خارج از بورس» در بازار سرمایه کشور تأسیس شده است، اما ساختار متشکل و نظام‌یافته این شرکت و نحوه انجام معاملات آن، که تا حدودی شبیه بورس اوراق بهادار است، عملاً به فاصله گرفتن فرابورس از مفهوم بازار خارج از بورس انجامیده و این شرکت را به بورسی سازمان‌یافته مبدل کرده است. امری که منجر به محرومیت بازار سرمایه کشور از مزایای بازار خارج از بورس شده و ایرادات قانونی عدیده‌ای بر آن وارد است؛ درحالی‌که در حقوق آمریکا، بازار خارج از بورس از جنبه‌های گوناگون نظیر: نحوه معاملات، معافیت‌های مالیاتی، کارمزدها و واسطه‌های اجرای معاملات، کاملاً متمایز از بورس اوراق بهادار است و بدین طریق شیوه‌های متنوع سرمایه‌گذاری را برای فعالان بازار سرمایه فراهم می‌کند.

**کلید واژه‌ها:** بازار خارج از بورس، بورس اوراق بهادار، شرکت فرابورس ایران

## مقدمه

تأسیس بورس اوراق بهادار براساس قانون سال ۱۳۴۵، نقطه عطفی در روند فعالیت بازار سرمایه تلقی می‌شود. اولاً بازار متشکل و رسمی معاملات اوراق بهادار به وجود آمد و موجب رونق کسب و کار شرکت‌ها و تأمین مالی از طریق این بازار شد. ثانیاً با بهره‌گیری از مدل بازار سرمایه کشورهای پیشرو، حاکمیت مطلق بازار پول بر بازارهای مالی کشور خاتمه یافت و راه برای تأمین وجوه موردنیاز شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی با هزینه معاملاتی کمتر و سهولت بیشتر گشوده شد (موسویان و سروش، ۱۳۹۰: ۳۲). در این قانون هیچ تعریفی از بازار یا بازارهای خارج از بورس ارائه نشده و این روند تا زمان انقلاب اسلامی وجود داشت، اما از اوایل انقلاب و زمانی که بانک‌های ملی و اسلامی شدند، صاحبان سرمایه‌های خرد، سرمایه خود را با ریسک بالا در اختیار شرکت‌هایی که بعدها به شرکت‌های مضاربه‌ای موصوف شدند قرار دادند؛ بازار سرمایه‌ای که در آن حمایت حقوقی از سرمایه‌گذار هم ضعیف بود و هم به سوءاستفاده‌های فراوان و بی‌اعتمادی در بازار عام سرمایه منجر شد.

شاید بتوان نخستین بارقه‌های توجه قانون‌گذار به بازار خارج از بورس را در ماده ۹۴ قانون برنامه سوم توسعه جست‌وجو کرد که طی آن، شورای بورس ملزم به ایجاد شبکه رایانه‌ای بازار سرمایه ایران به منظور دادوستد الکترونیکی اوراق بهادار در سطح ملی شد، اما به جرئت می‌توان قانون برنامه چهارم را نخستین متن قانونی قلمداد کرد که مفهوم بازارهای خارج از بورس و معامله مبتنی بر شیوه مذاکره را وارد ادبیات حقوقی کشور کرد. ابتدا تبصره ماده ۱۴ این قانون در مقام بیان وظایف و اختیارات هیئت عالی واگذاری اعلام می‌کند: «در موارد خاص که امکان فروش شرکت‌های دولتی از طریق بورس یا مزایده نباشد، فروش از طریق مذاکره انجام شود.» همچنین بند ۳ ماده ۱۵ برای نخستین بار از بازارهای خارج از بورس نام برده و شورای بورس را مکلف به راه‌اندازی، تمهید مقررات و اجرایی این مقررات کرد؛ البته تا زمان تصویب قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۴) هیچ اقدام مؤثری در این زمینه صورت نگرفت.

شناسایی بازار خارج از بورس در بند ۸ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، نوید تحول جدیدی را در این بازار می‌داد تا مانند کشورهای صاحب سبک بتوان با استفاده از ظرفیت این بازار غیرمتشکل و غیررسمی، به افزایش معاملات و کارایی اقتصادی دست یافت، در جهت مطالعه

تطبیقی، روند تشکیل و فعالیت بازار خارج از بورس در کشور ایران تفاوت زیادی با الگوهای موفق اقتصادی دنیا از جمله بازار خارج از بورس ایالات متحده آمریکا داشته است؛ لذا قسمت اول به بیان روند تشکیل بازار خارج از بورس اختصاص یافته و قواعد حاکم بر فعالیت این بازار در نظام حقوقی ایران و آمریکا نیز در قسمت دوم بررسی خواهد شد. قسمت سوم مقاله نیز به بیان وجوه اشتراک و افتراق بازار خارج از بورس و بورس اوراق بهادار می‌پردازد.

### ۱. تشکیل بازار خارج از بورس از منظر حقوقی

روند تشکیل و نظام یافتن بازار سرمایه در کشورهای پیشگام بدین صورت بوده است که ابتدا فعالان اقتصادی بازار سرمایه غیرمتشکل و مبتنی بر معاملات آزادانه سهام شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی را ایجاد کردند و سال‌ها پس از ایجاد این رویه عرفی، دولت‌ها تصمیم گرفتند به سازوکار مشخص معاملاتی و در نتیجه بازار سرمایه متشکل و نظام یافته بپردازند، لکن در ایران که بازار سرمایه در مفهوم امروزی خود، امری محجور و بدون پیشینه عرفی در میان مردم بوده و مفاهیمی مانند شرکت و شخصیت حقوقی به تدریج و با ترجمه متون قانونی غربی وارد ادبیات حقوقی و اقتصادی ایران شده است؛ طبیعتاً سیر به وجود آمدن بازار سرمایه نیز متفاوت از آن چیزی است که در سایر کشورها شاهد آن بوده‌ایم.

در ایران نخستین تلاش‌ها برای انتظام بازار سرمایه به شکل ایجاد بورس اوراق بهادار انجام و سپس قانون‌گذار بعد از گذشت بیش از چهار دهه از تأسیس آن به ایجاد بازار خارج از بورس پرداخت. شاید انحراف این بازار در ایران در مقایسه با سایر کشورها، به دلیل دولتی بودن ایجاد آن و عدم شناخت و اقبال عموم به این بازار بوده است.

### ۱-۱. بازار خارج از بورس در ایران

قانون بازار اوراق بهادار با تعریف بازارهای خارج از بورس در بند ۸ ماده ۱ این بازار را به صورت بازاری تعریف نموده است که در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک بوده و معاملات اوراق بهادار در آن بر پایه مذاکره صورت می‌گیرد؛ بنابراین تا قبل از شکل‌گیری رسمی «شرکت فرابورس ایران»، معاملات سهام در بازار خارج از بورس به طور غیررسمی از طریق شرکت‌های مختلف انجام می‌شد (زنجیرانی فراهانی، ۱۳۸۶: ۴-۶).

اگرچه قانون بازار اوراق بهادار تنها به تعریف بازار خارج از بورس بسنده نمود و احکام دیگری برای آن وضع نکرده است، ولی در بند ۲ ماده ۱ آیین‌نامه اجرایی این قانون، ضمن تعریف «نهادهای و تشکلهای تحت نظارت» در ادامه به همه نهادها و تشکلهایی که براساس قانون بازار اوراق بهادار مجوز تأسیس یا فعالیت خود را از شورا یا سازمان دریافت کرده‌اند، بازارهای خارج از بورس را نیز جزء نهادها و تشکلهای تحت نظارت معرفی می‌کند. از سوی دیگر ماده ۳ این آیین‌نامه، بازارهای خارج از بورس را به‌مثابه «تشکل خودانتظام» به شمار آورده و تعیین سایر مصادیق این تشکلهای را به شورای عالی بورس محول می‌کند.

تعاقب این قانون و آیین‌نامه اجرایی، دستورالعمل فعالیت بازارهای خارج از بورس (مصوب ۱۲ شهریور ۱۳۸۶ شورای عالی بورس) به تصویب رسید که در شکل‌گیری و انتظام این بازار نقش بسزایی داشت. در وهله نخست، علی‌رغم اینکه قانون بازار اوراق بهادار و آیین‌نامه اجرایی آن بارها از عبارت بازارهای خارج از بورس استفاده کرد و این نظر را به ذهن متبادر کرده بود که در ایران نیز مانند سایر کشورهای جهان، امکان تشکیل چند بازار خارج از بورس وجود دارد، ولی براساس بند ۴ ماده ۱ دستورالعمل مذکور با بیان عبارت بازار خارج از بورس، تنها یک بازار خارج از بورس اوراق بهادار در کشور تشکیل شد (عملاً نیز مجوز بازار خارج از بورس تنها به یک شرکت داده شد).

از سوی دیگر، با توجه به فضای موجود در بازار سرمایه در تلاش برای نزدیک کردن مفهوم بورس و بازار خارج از بورس شورای عالی بورس نیز به تبعیت از جو حاکم، تلاش کرد تعریفی مشابه آنچه قانون بازار اوراق بهادار از بورس کرده بود، از بازار خارج از بورس ارائه کند لذا آن به شرکت سهامی عامی تعبیر کرده که ساختاری مشابه بورس پیدا کند، اما آنچه این دستورالعمل را از رویه موجود متمایز و آن را به طریق صواب نزدیک می‌کند، پذیرش تفاوت شیوه معاملات بازار خارج از بورس و بورس است. باید توجه داشت که بند ۴ ماده ۱ این دستورالعمل همچون بند ۸ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار تأکید می‌کند که معاملات بازار خارج از بورس باید به روش مذاکره صورت بگیرد و به‌هیچ‌وجه از شیوه حراج که مخصوص معاملات بورس است استفاده نکند؛ پس در قانون بازار اوراق بهادار و آیین‌نامه اجرایی آن، تفاوت در شیوه معاملات بورس و

بازار خارج از بورس، از مهم‌ترین وجوه افتراق میان آن‌هاست؛ و گرنه هر دو به صورت تشکل خودانتظام محسوب می‌شوند و به مثابه نهادها و تشکل‌های تحت نظارت، زیر چتر نظارتی سازمان بورس و اوراق بهادار و شورای عالی بورس فعالیت می‌کنند.

نقطه عطف این دستورالعمل، ماده ۸ است که در حکمی مغایر با مواد ۵۴ و ۵۵ قانون بازار اوراق بهادار، تملک بیش از ۱۰ درصد از سهام شرکت (بازار خارج از بورس) را از سوی شخص حقیقی یا حقوقی (به صورت مستقیم یا غیرمستقیم) پس از تأسیس، تنها با تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار مجاز می‌داند. براساس مواد ۵۴ و ۵۵ قانون بازار، تملک بیش از ۲/۵ درصد سهام بورس‌ها و ۵ درصد سهام شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به هیچ وجه امکان‌پذیر نیست و حتی با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار نیز این امر میسر نمی‌شود؛ در حالی که ماده ۸ دستورالعمل مذکور، اولاً این سقف را بدون توجیه کارشناسی و حقوقی به ۱۰ درصد افزایش داده است، ثانیاً مالکیت بیش از این سقف را نیز با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار امکان‌پذیر کرده است؛ بنابراین این اقدام شورای عالی بورس کاملاً مغایر سیاست‌های اتخاذی این شورا در بند ۴ ماده ۱، یعنی نزدیک کردن ساختار بازار خارج از بورس به بورس اوراق بهادار از طریق تشکیل آن به صورت شرکت سهامی عام است.

شرکت فرا بورس ایران به استناد ماده ۲۸ قانون بازار اوراق بهادار و مطابق مجوز شماره ۱۲۱/۵۲۹۴۶ مورخ ۱۹ آبان ۱۳۸۷ سازمان بورس و اوراق بهادار، به عنوان تنها بازار خارج از بورس بازار سرمایه ایران در تاریخ ۶ آبان ۱۳۷۸ با شماره ۳۳۲۴۸۳ در اداره ثبت شرکت‌ها و مؤسسات غیرتجاری تهران به ثبت رسید و در تاریخ ۶ مهر ۱۳۸۸ فعالیت خود را به طور رسمی آغاز کرد. براساس برنامه اولیه این شرکت، شرکت‌های کوچک و متوسطی که در حال رشد هستند و شرایط احراز و پذیرش در بورس تهران را ندارند، جذب می‌شوند؛ بنابراین در این بازار محدودیت زیادی برای خرید و فروش سهام شرکت‌ها مقرر نشد و حتی بسیاری از محدودیت‌های موجود در بورس اوراق بهادار مانند حجم مبنای معامله حذف شد (سلطانی، ۱۳۹۵: ۱۶۱).

بنابراین، آنچه در عمل اتفاق افتاد این بود که شرکت فرا بورس ایران به مثابه تنها مصداق بازار خارج از بورس، با وجود الزام قانون‌گذار در قانون بازار اوراق بهادار و آیین‌نامه اجرایی آن و نیز شورای عالی بورس و اوراق بهادار - به عنوان عالی‌ترین مقام ناظر بازار سرمایه - مبنی بر اینکه بازار

خارج از بورس باید طوری طراحی و اجرایی شود که معاملات آن به شیوه مذاکره انجام پذیرد، برخلاف تمام این الزامات تشکیل شد. نه تنها ساختار آن کاملاً شبیه به ساختار بورس اوراق بهادار تهران شکل گرفت، بلکه در تمامی مقررات معاملاتی این شرکت از جمله دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران (مصوب ۷ شهریور ۱۳۸۸ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار) تصریح شد که معاملات این شرکت مانند بورس اوراق بهادار به شیوه حراج انجام خواهد شد؛ بنابراین با حذف تنها تفاوت میان بورس و بازار خارج از بورس، عملاً شاهد تأسیس بورس اوراق بهادار جدیدی به نام شرکت فرابورس ایران موازی و هم عرض شرکت بورس اوراق بهادار تهران بوده‌ایم. با ایجاد بازار خارج از بورس، طیف وسیعی از معاملات اوراق بهادار از جمله سهام شرکت‌هایی که نماد معاملاتی آن‌ها در نهاد ناظر بازار سرمایه متوقف شده است و امکان دادوستد در تابلوی بورس را ندارند نیز انجام خواهد شد. اگرچه این نوع از معامله به دلیل شفاف نبودن اطلاعات ناشر اوراق بهادار خطر زیادی دارد، منجر به خروج بازار سرمایه از بن‌بست و جلوگیری از معاملات پنهان خواهد شد.

### ۱-۲. بازار خارج از بورس در آمریکا

قوانین و مقررات لازم‌الاجرا در بازار سرمایه ایالات متحده آمریکا شامل قوانین ایالتی و فدرال هستند که اصولاً درباره نهادهای قانونی وضع می‌شوند، اما در بعضی موارد نیز ممکن است درباره شرایط پذیرش اوراق بهادار در بورس‌هایی مثل بورس اوراق بهادار نیویورک<sup>۱</sup> یا درباره مقررات ناظر بر تشکل‌های خودانتظامی<sup>۲</sup> همچون نهاد ناظر مستقل صنعت مالی «فینرا»<sup>۳</sup> باشد.

فینرا نهاد ناظر بر بازار خارج از بورس آمریکا و تشکل خودانتظامی است که مقررات حاکم بر کارگزاران، معامله‌گران و سایر فعالان بازار سرمایه را وضع و اجرا می‌کند. این سازمان به کمک ادغام بخش‌های اجرایی انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار<sup>۴</sup> و بورس اوراق بهادار نیویورک

- 
1. New York Stock Exchange.
  2. self-regulatory organization.
  3. FINRA: Financial Industry Regulatory Authority.
  4. NASD: National Association of Securities Dealers.

تشکیل شد و تحت نظارت کمیسیون بورس و اوراق بهادار<sup>۱</sup> - نهاد عالی بازار سرمایه آمریکا - قرار دارد. مقررات مصوب آن نیز به طور کلی نیازمند تأیید این کمیسیون است (حامدی و فرهانیان، ۱۳۹۴: ۱۹۷).

پیش از سقوط وال استریت در سال ۱۹۲۹، مقررات معدودی درباره اوراق بهادار در سطح فدرال وجود داشت که این بحران کنگره را وادار کرد جلسات متعددی با عنوان کمیسیون پکورا برگزار کند. پس از جلساتی که در مورد راه‌های جلوگیری از سوءاستفاده در بازار سرمایه صورت گرفت، قانون اوراق بهادار<sup>۲</sup> در سال ۱۹۳۳ از سوی کنگره وضع شد. این قانون، به وضع مقرراتی در زمینه فروش اوراق بهادار میان ایالت‌ها پرداخت و در نهایت خرید و فروش اوراق بهادار بین دو ایالت را بدون رعایت الزامات قانونی ایالت‌ها، غیرقانونی اعلام کرد. این قانون شرکت‌هایی را که خواهان عرضه عمومی اوراق بهادار خود هستند، به تسلیم اظهارنامه ثبت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (عالی‌ترین مقام ناظر بازار سرمایه این کشور) ملزم کرد. در این اظهارنامه، طیف وسیعی از اطلاعات درباره شرکت ارائه و برای عموم منتشر می‌شود. کمیسیون بورس و اوراق بهادار به هیچ‌وجه انتشار اوراق بهادار خاصی را تأیید یا رد نمی‌کند، اما با صدور مجوز ثبت اظهارنامه، چنانچه شرایط لازم مانند فاکتورهای پوشش ریسک همراه با جزئیات بیان شده باشد، به انتشار اوراق بهادار عینیت می‌بخشد (Duffie, 2012: 4).

در نهایت و در سال بعد، قانون بورس اوراق بهادار<sup>۳</sup> توسط کنگره به تصویب رسید تا معاملات اوراق بهادار در بازار ثانویه را قاعده‌مند کند. در واقع قانون ۱۹۳۴ همان‌طور که از نام آن پیداست، تنها درباره بورس‌ها و شرکت‌های عضو آن‌ها اعمال می‌شد. در سال‌های پایانی دهه ۳۰ این قانون به شکلی اصلاح شد تا مقرراتی را در مورد معاملات اوراق بهادار در بازار خارج از بورس دربربگیرد؛ معاملاتی که به طور مستقیم میان اشخاص و بدون دخالت بورس انجام می‌پذیرفت. همچنین در اصلاحات سال ۱۹۶۴ شمول این قانون به شرکت‌هایی که در بازار خارج از بورس معامله می‌شوند نیز گسترش یافت (Pritchard, 2008: 2).

1. SEC: Securities and Exchange Commission.

2. Securities Act

3. Securities Exchange Act

مهم‌ترین بازار خارج از بورس ایالات متحده آمریکا، بازار سهام نزدیک است. در این بازار، معاملات کارگزار/ معامله‌گران که آماده خرید سهام برای مشتریان هستند از طریق شبکه‌های ارتباط از راه دور تسهیل می‌شود (Madura, 2010: 310). اگرچه کارگزار/ معامله‌گران در بورس نیز فعالیت دارند، لکن نقش آن‌ها در بازار خارج از بورس پررنگ‌تر از کارگزاران است؛ درحالی‌که در بورس اوراق بهادار، کارگزاران نقش فعال‌تری دارند. البته یکی از ایرادهای واردشده به نحوه عملکرد بازار خارج از بورس این است که شیوه معامله کارگزار/ معامله‌گران می‌تواند بر مقدار تفاوت بین قیمت خرید و فروش تأثیر بگذارد. در این زمینه تحقیقاتی نیز صورت گرفته که نشان می‌دهد معامله‌گران قیمت‌گذاری را به سود خود انجام می‌دهند. با توجه به پژوهشی در بازار «نزدک» (Stoll, 1978: 1153-1172)، مهم‌ترین عیب این سیستم، تبانی معامله‌گران است؛ بنابراین با توجه به اینکه قیمت‌گذاری اوراق بهادار در بازار خارج از بورس برخلاف بورس و به شیوه مذاکره صورت می‌گیرد، احتمال تبانی میان کارگزار/ معامله‌گران بیشتر است. در نتیجه این بازار نیازمند نظارت بیشتر و دقیق‌تر نهاد ناظر بازار سرمایه است (Seha: West, 1972: 1707-1727).

در بازار خارج از بورس ایالات متحده آمریکا سه دسته از افراد وجود دارند که در معاملات اوراق بهادار این بازار فعالیت می‌کنند: معامله‌گران، کارگزاران و بازارگردان‌ها. معامله‌گران کسانی هستند که به حساب و [قبول] مخاطره دست به معاملات اوراق بهادار می‌زنند. کارگزاران کسانی هستند که به حساب و [برابر] مخاطره مشتریان خود و با سفارش آن‌ها معاملات اوراق بهادار را انجام می‌دهند (تک روستا، ۱۳۸۷: ۹۵). براساس بند ۱۵ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، بازارگردان نیز کارگزار/ معامله‌گری است که با دریافت مجوز لازم و با تعهد به افزایش نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار معین و تحدید دامنه نوسان قیمت، به دادوستد آن اوراق می‌پردازد. از سوی دیگر، شرکت‌های تأمین سرمایه نیز از نهادهای مهم و فعال در بازار خارج از بورس محسوب می‌شوند؛ زیرا این مؤسسات قادرند حجم بالایی از سهام و سایر اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار خارج از بورس یا سایر بنگاه‌ها را خرید و فروش کنند و بدین ترتیب بر گردش سرمایه و کارایی بازار تأثیرگذار باشند (Report The President, 1999: 1-42).

در بورس اوراق بهادار تهران، کارگزاران مهم‌ترین واسطه انجام معاملات محسوب می‌شوند

که در قبال انجام معاملات برای سرمایه گذار، کارمزد معینی را براساس ارزش معامله و مطابق با مصوبه هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (اصلاحی مورخ ۲۹ شهریور ۱۳۹۶) دریافت می کنند؛ اگرچه در برخی بورس های دنیا میزان کارمزد براساس توافق میان مشتری و کارگزار تعیین می شود (عباسی و آدوسی، ۱۳۸۸: ۴۶۶).

## ۲. نحوه فعالیت و ویژگی های بازار خارج از بورس

اگرچه بازارهای خارج از بورس فرصت های سرمایه گذاری متنوعی را برای سرمایه گذاران فراهم می کنند، در مقابل میزان زیادی از ریسک را نیز به آنها تحمیل می کنند. ریسک زیاد این بازار بدین دلیل است که بسیاری از ناشران فعال در این بازارها، شرکت های کوچکی هستند که مدت زیادی از فعالیت آنها نگذشته و گاهی شرایط اقتصادی سختی را پشت سر می گذارند. در نتیجه اوراق بهادار این بازار در مقایسه با اوراق بهاداری که در بورس قیمت گذاری می شوند، ریسک بیشتری دارند؛ بنابراین حتی سرمایه گذاری در بازارهای مجاز خارج از بورس نیز می تواند منجر به از دست دادن تمام سرمایه اشخاص شود؛ در این قسمت ابتدا به نحوه فعالیت بازار خارج از بورس در ایران و سپس به بررسی شیوه فعالیت بازار خارج از بورس در حقوق آمریکا می پردازیم.

### ۲-۱. ویژگی و شیوه فعالیت بازار خارج از بورس ایران

تعریف بازار خارج از بورس در بند ۸ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، دو عنصر اساسی دارد که توجه به آنها، چارچوب قانونی فعالیت این بازار را ترسیم می کند. این دو معیار بیان می کند که: الف) این بازار می تواند در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک فعالیت کند. بازار خارج از بورس، ویژگی منحصر به فردی ندارد که به وسیله آن بتوان این بازار را متمایز از بورس اوراق بهادار کرد؛ زیرا امروزه تمامی اقتصاددانان و دکترین حقوق اقتصادی متفق القولند که وجود مکان فیزیکی برای اعلام موجودیت بازار ضروری نیست و بنا به تصریح بند نخست ماده ۱ «قانون اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی»، مفهوم بازار اعم است از فضایی جغرافیایی یا مجازی برای مبادله کالا و خدمات میان خریداران و فروشندگان؛ بنابراین همان طور که بازار خارج از بورس می تواند در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک راه اندازی شود، بورس اوراق بهادار نیز که بازاری متشکل و خودانتظام است، از این قاعده مستثنا نیست و می تواند

به صورت فیزیکی یا غیر فیزیکی معاملات خود را انجام دهد.

ب) معاملات در بازار خارج از بورس بر پایه مذاکره صورت می‌گیرد. ویژگی یاد شده از خصایص ذاتی این بازار و نقطه اصلی تمایز میان بورس و بازار خارج از بورس است. به عبارت دیگر براساس ماده ۳ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران (مصوب ۱۳۸۵ - شورای عالی بورس) معاملات اوراق بهادار در بورس براساس حراج انجام می‌شود، در حالیکه در بازار خارج از بورس که نقطه مقابل بورس اوراق بهادار است، همه معاملات باید براساس مذاکره صورت بگیرد.

ایرادی که در این زمینه قابل طرح است، به حکم مندرج در ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه مربوط است. بندهای «الف» و «ب» این ماده، همه ناشران اوراق بهادار را مکلف به ثبت اوراق بهادار خود نزد سازمان بورس و اوراق بهادار می‌کند و معاملات این اوراق را صرفاً از طریق بورس یا بازار خارج از بورس امکان‌پذیر می‌داند، اما قانون‌گذار در این ماده با هم‌رده کردن بورس و بازار خارج از بورس و بی‌توجهی به ماهیت متفاوت این دو بازار، هر دوی آن‌ها را در ردیف بازار سرمایه متشکل قرار داده و مقررات معاملاتی واحدی برای آن‌ها وضع کرده است (سلطانی، ۱۳۹۱: ۹۳).

همان‌طور که بیان شد، نحوه تأسیس و راه‌اندازی بازارهای خارج از بورس اصولاً بدین صورت است که معمولاً این بازارها به کمک کانون کارگزاران و معامله‌گران ایجاد می‌شوند. بازارهایی مانند بازار نزدیک آمریکا، بازار خارج از بورس کره و بازار خارج از بورس ژاپن نمونه‌هایی هستند که کانون کارگزاران و معامله‌گران این کشورها به وجود آورده‌اند. این کانون‌ها به واسطه نقش، جایگاه و قدمتی که در بازارهای این کشورها دارند، نیازهای مدیریتی و مالکیتی بازار از قبیل تجربه، تخصص، وضع قوانین و مقررات، نظارت و جلب اعتماد دولتی و عمومی و همچنین مشارکت بازیگران بازار سرمایه را برآورده کرده‌اند. در مقابل در برخی کشورها، تشکل‌های خودانتظامی مانند بورس، راه‌اندازی و اداره بازارهای خارج از بورس را عهده‌دار شده‌اند. در چنین کشورهایی بازار خارج از بورس در امتداد بورس‌ها تشکیل شده و پوشش دهنده کاستی‌های بورس‌ها هستند. در برخی از کشورها نیز که اکنون بازارهای خارج از بورس آن‌ها تحت مالکیت بورس‌ها قرار دارد، انتقال مالکیت در فرایند ادغام رخ داده و راه‌اندازی و تأسیس آن‌ها به وسیله بورس‌ها انجام نشده است؛ از این رو مالکیت بازارهای خارج از بورس توسط بورس‌ها به واسطه

تجربه، ساختارهای مدیریتی و نظارتی، مقررات، ضوابط و ارتباط بورس‌ها با سرمایه‌گذاران، مشارکت‌کنندگان و ناشران از دیگر موارد قابل توجه در این زمینه است (Shen, 2008: 48).

در نظام حقوقی ایران، شرکت فرابورس در مقام تنها شرکتی که به‌مثابه بازار خارج از بورس و با کسب مجوز از شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل شده است، ساختاری متفاوت از سایر بازارهای خارج از بورس در دیگر کشورها دارد؛ به‌طوری‌که به‌دلیل نداشتن سابقه فعالیت بازار خارج از بورس در بازار سرمایه کشور تلاش شد تا از ساختاری مشابه ساختار بورس اوراق بهادار تهران برای تأسیس این شرکت استفاده شود؛ زیرا تأسیس آن در قالب شرکت سهامی عام با استفاده از مقررات تفصیلی لایحه اصلاحی قانون تجارت و از طریق مراجعه به سرمایه‌عموم مردم، ساده‌ترین راه ممکن برای به‌وجودآوردن این بازار بود.

تصور سازمان بورس و اوراق بهادار به‌مثابه نهاد ناظر و متولی تأسیس شرکت فرابورس ایران، این بود که با توجه به تجربه تشکیل شرکت‌های بورس اوراق بهادار و بورس کالا در قالب شرکت‌های سهامی عام، مشخص شده بود با جذب سرمایه از طریق مشارکت عمومی اعم از فعالان، کارگزاران، نهادها و مردم، هزینه‌های راه‌اندازی بازاری واحد و قدرتمند، بسیار آسان‌تر و سریع‌تر تأمین می‌شود. با وجود اینکه اهداف مدنظر سازمان بورس و اوراق بهادار از نظر مشارکت عمومی در تأسیس این بازار تأمین شد، ولی ایرادهای حقوقی ناظر بر شیوه تشکیل و فعالیت این بازار همچنان پابرجا ماند و در نتیجه اتخاذ این رویه نادرست به محرومیت بازار سرمایه کشور از داشتن بازار خارج از بورس به معنای واقعی منجر شد.

نکته قابل تأمل در مقایسه ساختار شرکت فرابورس ایران با بورس اوراق بهادار و بورس کالا این است که ترکیب سهام‌داران و نحوه اداره این شرکت کاملاً مشابه سایر بورس‌هاست؛ با این تفاوت که الزامات مندرج در ماده ۵۴ قانون بازار اوراق بهادار درباره شرکت فرابورس رعایت نشده است. به عبارت دیگر با وجود تأکید ماده ۵۴ بر اینکه «هیچ سهام‌دار حقیقی یا حقوقی، نمی‌تواند بیش از ۲/۵ از سهام بورس را به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم در مالکیت داشته باشد»، تعدادی از سهام‌داران عمده فرابورس دارای میزان سهام بیش از درصد مقرر شده در این ماده هستند. این اقدام با این توجیه صورت گرفته است که چون مجوز تأسیس شرکت فرابورس به‌مثابه بازار خارج از بورس صادر شده، محدودیت ۲/۵ درصد مندرج در مقرر مذکور شامل سهام‌داران

آن نمی‌شود؛ درحالی‌که ایراد تملک سهام شرکت فرابورس بیش از سقف تعیین شده در ماده ۵۴ قانون بازار همچنان پابرجاست و اساساً فلسفه وضع این ماده زیر سؤال می‌رود. دلیل وضع این ماده جلوگیری از ایجاد تمرکز در ترکیب سهام‌داران بورس‌ها به‌مثابه متولیان معاملات اوراق بهادار و کالا در بازار سرمایه بوده، پس شرکت فرابورس نیز که ساختار و عملکردی مشابه سایر بورس‌ها دارد، نباید از این قاعده مستثنا شود.

## ۲-۲. ویژگی و شیوه فعالیت بازار خارج از بورس آمریکا

با توجه به نقش گسترده بازارهای مالی، نوآوری‌های فنی و مالی در عرصه بازار خارج از بورس، هزینه‌های بازار بورس از جمله: هزینه‌های اطلاعاتی و هزینه‌های معاملاتی را کاهش داده و موجب بهبود فرایند تجهیز پس‌اندازها، تخصیص بهینه منابع و کارایی اقتصادی می‌شود (لطفی، ۱۳۹۷: ۱۵۰-۱۴۹) و از این طریق موجب رشد اقتصادی خواهد شد. به عبارت دیگر تغییرات به وجود آمده در حوزه فناوری و مالی، سبب دگرگونی عمده‌ای در گونه‌های مختلف بازارهای مالی و ابزارهای مورد استفاده در آن‌ها شده و از سوی دیگر نیز توسعه ابزارها و بازارهای مالی، نیازمند نوآوری‌ها، تغییرات روش‌های پیشین و طراحی روش‌های جدید و دگرگونی نحوه مبادلات سهام در بازارهای مالی است که حاصل آن، افزایش سرعت و کاهش هزینه معاملاتی و در نتیجه ایجاد بازارهای خارج از بورس در عرض بورس اوراق بهادار است (Levine, 1997: 10). در کشورهایی که گردش اقتصادی بیشتری دارند، ویژگی‌های متعددی برای بازارهای خارج از بورس برشمرده می‌شود که برخی از آن‌ها عبارت‌اند از:

الف) این بازارها هیچ مکان فیزیکی متمرکزی ندارند تا کارگزاران و معامله‌گران بتوانند همانند بورس‌های سنتی در آنجا گرد هم آیند (اگرچه امروزه بیشتر معاملات بورس‌ها نیز در بستر فضای الکترونیکی صورت می‌گیرد).

ب) این بازارها به شرکت‌های جدید و کوچکی که نمی‌توانند معیارهای پذیرش در بورس‌ها را فراهم کنند، امکان ثبت و معامله اوراق بهادارشان را می‌دهد.<sup>۱</sup>

1) Sharon, Justin; "In the Pink: OTC Stocks Offer Peril Along With Potential Profit", Aug 2, 2012. Available at: <<http://www.minyanville.com/trading-and-investing>>. Last seen: 2018.2/9

ج) معمولاً بازه زمانی در نظر گرفته شده برای معاملات در بازارهای خارج از بورس، بیشتر از مدت زمانی است که برای معاملات بورس اوراق بهادار در نظر گرفته می شود. این امر مزیت مهمی در مقایسه با بورس است و مشکلات ناشی از اختلاف ساعت میان قاره های مختلف را برطرف می کند.<sup>۱</sup>

د) روی آوردن و اقبال به بازار خارج از بورس معمولاً بیش از سرمایه گذاری در بورس است؛ زیرا این بازار، فضایی برای ورود ناشران اوراق بهادار دارای ریسک بالا به بازار سرمایه فراهم می کند که بعضاً چنین موقعیتی در بورس، غیرممکن است (Božena and Gregor, 2003: 17).

### ۳. وجوه اشتراک و افتراق بازار خارج از بورس و بورس اوراق بهادار

به طور کلی تفاوت های زیادی میان بورس و بازار خارج از بورس وجود دارد که در این گفتار به شش مورد از مهم ترین موضوعات این دو بازار اشاره می کنیم؛ از جمله تفاوت در پذیرش، واسطه های انجام معاملات، نحوه انجام معاملات، شیوه ارتباط میان سرمایه گذاران، میزان شفافیت معاملات و اطلاعات قابل افشا و معافیت مالیاتی. ذکر این توضیح لازم است که در هر قسمتی که سخن از تفاوت میان بورس و بازار خارج از بورس مطرح شده، معنای واقعی بازار خارج از بورس در کشور آمریکا مدنظر بوده و هر جا که تفاوت بورس با شرکت فرابورس مدنظر قرار می گیرد، وضعیت نظام حقوقی ایران پس از تأسیس شرکت فرابورس به مثابه تنها مصداق بازار خارج از بورس در ایران مورد نظر است.

#### ۳-۱. تفاوت در شرایط پذیرش

بورس ها شرایط پذیرش دشوارتر، هزینه های بیشتر و کارمزد بالاتری در مقایسه با بازار خارج از بورس دارند. همین مسئله سبب شده است که شرکت ها و سرمایه گذاران تمایل بیشتری به مبادله در بازار خارج از بورس داشته باشند. در نتیجه بازارهای خارج از بورس توانسته اند به مثابه رقیبی برای بورس ها، نقش و جایگاه خود در مبادلات اوراق بهادار را بیش از پیش مستحکم کنند. این امر سبب شده است که به تدریج بورس ها شرایط پذیرش شرکت ها را تسهیل و در مقابل شرایط خروج از بورس را دشوارتر کنند. با وجود اینکه بازارهای خارج از بورس شرایط پذیرش و معامله

1.<[www.otcmarkets.com/market-hours](http://www.otcmarkets.com/market-hours)>. Last seen: 2018/12/10.

ساده‌تری را پیش روی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران اعم از نهادها و سرمایه‌گذاران عادی قرار می‌دهند، به دلایل زیادی هنوز بسیاری از سرمایه‌گذاران، بازارهای نظام‌یافته و متشکل مانند بورس‌ها را ترجیح می‌دهند. طبیعی است برخی سرمایه‌گذاران که مهارت زیادی در سرمایه‌گذاری ندارند، به دلیل امنیت بیشتر و ریسک کمتر به معامله در بورس‌ها می‌پردازند. از سوی دیگر با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران انفرادی سهام شرکت‌ها یا سایر نهادهای سرمایه‌گذاری را معامله می‌کنند، بورس‌ها جایگاه خود را در بازار سرمایه حفظ کرده‌اند.<sup>۱</sup>

در بازار سرمایه ایران، تا پیش از تأسیس و شروع فعالیت شرکت فرابورس، تنها سهام شرکت‌هایی که در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده بود، امکان معامله در محیطی شفاف و رقابتی را داشتند و شرکت‌هایی که نمی‌توانستند شرایط پذیرش در بورس را احراز کنند از دسترسی به چنین امکانی محروم بودند. با ایجاد شرکت فرابورس، شرکت‌ها با شرایط ساده‌تر می‌توانند در این نهاد پذیرفته و از مزیت‌های بازار منسجم و شفاف بهره‌مند شوند. همچنین سهام‌داران (عمده یا خرد) برای خرید و فروش سهام به چاپ آگهی و استفاده از روش‌های بازاریابی سنتی نیاز ندارند و به سهولت می‌توانند سهام خود را با مراجعه به کارگزاران با هزینه‌ای کمتر در این بازار بفروشند (جعفری، ۱۳۸۷: ۷۳).

از سوی دیگر، نه تنها شرایط پذیرش در بازار خارج از بورس ساده‌تر از پذیرش در بورس است، بلکه شرایط خروج از این بازار نیز سهل‌تر از بورس محسوب می‌شود و آزادی عمل بیشتری در این زمینه برای شرکای شرکت وجود دارد. برای مثال در حقوق ایران در صورتی که به هر دلیل سهام‌داران عمده شرکتی تصمیم بگیرند شرکت خود را از بازار فرابورس خارج کنند، براساس ماده ۴۸ دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران (مصوب ۱۳۹۰/۰۲/۲۴) سازوکاری به همین منظور در نظر گرفته شده است که با گذراندن فرایند مشخص خروج از این بازار، حتی تبدیل شرکت به شرکت سهامی خاص به‌سادگی امکان‌پذیر است؛ درحالی‌که اگر شرکتی قصد خروج از بازار بورس را داشته باشد یا قهراً از این بازار اخراج شود، باید به بازارهای اول، دوم یا پایه فرابورس وارد شود.

1) Nasdaq Initial Listing Guide: 6. Available at:

<<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide>>. Last seen: 2018/10/09.

### ۳-۲. واسطه‌های معاملات بازار

حضور مشارکت کنندگانی که فعالیت‌های مربوط به دریافت سفارش و انجام معاملات را بر عهده داشته باشند، از دیگر ملزومات بازار سرمایه محسوب می‌شود. نقش و جایگاه این اشخاص در بازارهای خارج از بورس در قالب کارگزار / معامله‌گران متبلور شده است؛ به طوری که آن‌ها یکی از ارکان مهم و محوری تمام بازارهای خارج از بورس محسوب می‌شوند. این مشارکت کنندگان علاوه بر وظایف مربوط به کارگزاری، سبب تعادل و افزایش میزان نقدشوندگی بازار نیز می‌شوند. بدین صورت که در مقابل فروشنده نقش خریدار و در مقابل خریداران نقش فروشنده را ایفا می‌کنند؛ در نتیجه سرعت نقدشوندگی اوراق بهادار را افزایش می‌دهند؛ درحالی که کارگزاران نمی‌توانند اوراق بهادار را به نام و حساب خود معامله کنند (Duffie, Gârleanu and Pederse, 2004: 1816).

در بازار سرمایه ایران، کارگزاران متولی اصلی در بورس و فرابورس هستند و نقش نماینده خریدار یا فروشنده را در معاملات ایفا می‌کنند. شرکت‌های کارگزاری مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار را دارند و عضو کانون کارگزاران هستند. کارگزاران به مثابه حلقه واسطه خریدار و فروشنده عمل می‌کنند و تمام خرید و فروش‌های سهام و اوراق بهادار در بورس و فرابورس از سوی آن‌ها انجام می‌گیرد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۱: ۳۱-۲۶). درحالی که در نظام حقوقی آمریکا، واسطه اصلی معاملات اوراق بهادار در بازار خارج از بورس، کارگزار-معامله‌گران هستند که می‌توانند اوراق بهادار را به نام و حساب دیگری یا به نام و حساب خود معامله کنند. در بازار سرمایه ایران (اعم از فرابورس و بورس اوراق بهادار) نقش عمده و اصلی را کارگزاران ایفا می‌کنند.

### ۳-۳. تفاوت در نحوه انجام معاملات

تفاوت اساسی دیگر بورس و بازار خارج از بورس در روشی است که اوراق بهادار میان خریداران و فروشندگان دادوستد می‌شود. اصولاً معاملات بازارهای خارج از بورس مبتنی بر شیوه مذاکره و معامله‌گری است که در آن مشارکت کنندگان بین خود خرید و فروش نمی‌کنند، بلکه به کمک معامله‌گر، خرید و فروش خود را انجام می‌دهند؛ درحالی که معاملات بورس‌ها مبتنی بر

حراج است که در آن، افراد خرید و فروش‌ها را میان یکدیگر انجام می‌دهند و در این صورت، معامله زمانی انجام شده تلقی می‌شود که بالاترین قیمت پیشنهادی خرید با کمترین قیمت پیشنهادی فروش مطابقت داده شود.

هرچند در بورس اوراق بهادار تهران انواع اوراق بهادار به شیوه حراج معامله می‌شود، در شرکت فرابورس ایران نیز مانند بورس اوراق بهادار، همه معاملات با روش حراج انجام می‌گیرد؛ با این تفاوت که ورود به بازارهای فرابورس شرایط و الزامات کمتری دارد و شامل بازارهای متنوع‌تری است.

### ۳-۴. شیوه ارتباط میان سرمایه‌گذاران

بورس و بازار خارج از بورس از نظر نوع کار و نوع سهامی که در آن‌ها معامله می‌شود، بسیار متفاوت هستند. در گذشته در بورس‌های سازمان‌یافته؛ مانند بورس اوراق بهادار نیویورک، تمام معاملات در مکانی فیزیکی انجام می‌شد که تالار نام داشت، اما در بازارهای خارج از بورس مانند نزدک، مکان فیزیکی مشخصی برای معاملات وجود ندارد و معاملات با شبکه الکترونیکی صورت می‌گیرد.

یکی از تفاوت‌های عمده بورس و بازار خارج از بورس این است که می‌توان معاملات بورس را به صورت حضوری یا الکترونیک انجام داد؛ در حالی که معاملات بازار خارج از بورس اصولاً با استفاده از وسایل ارتباط الکترونیکی انجام می‌شود؛ البته امروزه در بررسی بازارهای معاملات انواع اوراق بهادار در کشورهای مختلف مشاهده می‌شود که در بیشتر آن‌ها معاملات بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس از طریق سیستم‌های الکترونیکی و خودکار صورت می‌گیرد (Domowitz, 1993: 607-631).

در نظام حقوقی ایران، بنا به تصریح بند ۸ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، معاملات بازار خارج از بورس می‌تواند در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک انجام شود. با وجود اینکه چنین تصریح قانونی درباره معاملات بورس اوراق بهادار وجود ندارد، معاملات بورس هم می‌تواند از دو طریق الکترونیکی یا غیرالکترونیکی صورت بگیرد. از نظر عملی نیز سیستم معاملاتی بورس و فرابورس مشابه یکدیگرند و معاملات آن‌ها به شیوه ثبت سفارش در سامانه معاملات الکترونیکی انجام می‌شود.

### ۳-۵. میزان شفافیت معاملات و اطلاعات افشاشدنی

دسترسی به اطلاعات به صورت لحظه‌ای، مشارکت کنندگان را در شرایط بسیار مطلوبی از نظر دسترسی به منابع اطلاعاتی درباره قیمت‌های خرید و فروش قرار می‌دهد. مظنه‌گذاری در بازار سرمایه موجب شفافیت سهام شرکت گشته و سبب می‌شود سرمایه‌گذاران، سهام شرکت را در بهترین قیمت خرید و فروش کنند. در بازار بورس مقررات ویژه‌ای درباره اطلاعات افشاشدنی و نحوه انتشار آن‌ها وجود دارد و نهاد ناظر بازار سرمایه دقیقاً بر فرایند افشای اطلاعات نظارت می‌کند، اما ناشران بازار خارج از بورس به ارائه اطلاعات دوره‌ای و حسابرسی شده ملزم نیستند و این کار را ناشران اوراق بهادار به صورت اختیاری انجام می‌دهند. با وجود این در برخی موارد، ناشران بازار از سوی ناظر، ملزم به افشای اطلاعات خود می‌شوند.<sup>۱</sup>

### ۳-۶. معافیت مالیاتی

معاملات در بورس یا بازار خارج از بورس را می‌توان معیار مهمی برای تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری روی سهام شرکت‌ها دانست، اما برای شرکت‌ها، تصمیم به پذیرش و معامله شدن سهام‌شان در یکی از این دو بورس به دلیل تفاوت‌هایی که دارند، مهم است. تصمیم شرکت برای فروش سهام در بورس خاص، متأثر از هزینه‌ها و شرایط مورد نیاز پذیرش از سوی آن بورس است. از سوی دیگر دولت‌ها نیز با در نظر گرفتن مشوق‌های مالیاتی تلاش می‌کنند شرکت‌ها را به حضور در بازار سرمایه ترغیب کنند. برای مثال در حقوق ایران، معافیت مالیاتی ۱۰ درصدی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و ۵ درصدی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بازار خارج از بورس در نظر گرفته شده است. در همین زمینه ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم مقرر می‌دارد: «معادل ده درصد از مالیات بر درآمد شرکت‌هایی که سهام آن‌ها برای معامله در بورس‌های داخلی یا خارجی پذیرفته می‌شود و پنج درصد از مالیات بر درآمد شرکت‌هایی که سهام آن‌ها برای معامله در بازار خارج از بورس داخلی یا خارجی پذیرفته می‌شود، از سال پذیرش تا سالی که از فهرست

1. Rule 6432- Compliance with the Information Requirements of SEC Rule 15c2-11. Available at: <<https://www.otcmartets.com/learn/finra-sec-rules>> Last seen: 2018/10/10.

شرکت‌های پذیرفته شده در این بورس‌ها یا بازارها حذف نشده‌اند، با تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار بخشوده می‌شود.»

نکته جالب اینکه چنانچه این شرکت‌ها در پایان دوره مالی و بنا به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار حداقل ۲۰ درصد سهام شناور آزاد داشته باشند، معادل دو برابر معافیت‌های فوق از بخشودگی مالیاتی برخوردار می‌شوند. باز یکی از تفاوت‌های بورس و بازار خارج از بورس این است که کارمزد معاملات و مالیات بر نقل و انتقال سهام در بازار خارج از بورس به مراتب متنوع‌تر و ساده‌تر از بورس‌ها است، اما در نظام حقوقی ایران براساس تبصره ۲ ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم، این مسئله به مثابه وجه اشتراک بورس اوراق بهادار و شرکت فرابورس تلقی می‌شود و مالیات نقل و انتقال سهام شرکت‌های فرابورسی نیز مانند بورس نیم درصد است.

### نتیجه‌گیری

در قانون بازار اوراق بهادار و آیین‌نامه اجرایی آن، بورس با ۲ ویژگی اساسی یعنی ساختار متشکل و خودانتظام بودن ماهیت آن معرفی می‌شود. از جهت دیگر، بازار خارج از بورس نیز شکل خودانتظامی تعریف شده که معاملات در آن بر مبنای مذاکره صورت می‌گیرد. در مقابل، بازار سرمایه ایالات متحده آمریکا نیز به دو دسته بورس و بازار خارج از بورس تقسیم می‌شود. بورس‌ها ساختار انتظام‌یافته و متشکلی دارند که دارای تالار معاملات‌اند و اساس مبادله اوراق بهادار در آن‌ها به روش حراج است؛ در حالی که بازارهای خارج از بورس برخلاف بازارهای سازمان‌یافته، تالار معاملات ندارند و در این بازارها سفارش‌های خرید و فروش از طریق شبکه ارتباطات از راه دور انجام می‌شود. خریداران و فروشندگان نیز به هیچ وجه حضور فیزیکی ندارند. در این بازار شرایط پذیرش ساده‌تر از بورس بوده و از سوی دیگر، ریسک سرمایه‌گذاری در آن بیشتر است. این بازار به منظور تسهیل قیمت‌گذاری و معامله شرکت‌های جدید و کوچکی ایجاد می‌شود که قادر به برآورده کردن معیارهای پذیرش در بورس‌ها نیستند.

در ایران، شرکت فرابورس تنها شرکتی است که زیرمجموعه بازار خارج از بورس تلقی و با کسب مجوز از شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل شده است و ساختاری متفاوت از بازارهای خارج از بورس سایر کشورها دارد؛ به طوری که در زمان تأسیس آن تلاش شد از ساختاری مشابه ساختار بورس اوراق بهادار تهران استفاده شود؛ بنابراین با وجود الزام قانون‌گذار

مبنی بر اینکه بازار خارج از بورس باید طوری طراحی و اجرایی شود که معاملات آن به شیوه مذاکره انجام گیرد؛ نه تنها ساختار آن کاملاً شبیه به ساختار بورس اوراق بهادار تهران شکل گرفت، بلکه در تمامی مقررات معاملاتی این شرکت تصریح شد که معاملات این شرکت مانند بورس اوراق بهادار به شیوه حراج انجام خواهد گرفت. بنابراین با حذف تنها تفاوت میان بورس و بازار خارج از بورس، عملاً شاهد تأسیس بورس اوراق بهادار جدیدی به نام شرکت فرابورس ایران در عرض شرکت بورس اوراق بهادار تهران بوده‌ایم. در مجموع راهکارهای زیر در جهت حل معضلات قانونی و مشکلات اجرایی پیشنهاد می‌شود:

۱. ضروری است نهادهای ناظر بازار سرمایه اعم از: سازمان بورس و اوراق بهادار و نیز شورای عالی بورس و همچنین قوای قانون‌گذاری، به جای تلاش برای قانونی کردن وضعیت فعلی شرکت فرابورس و همچنین قوانین به سمت وضعیت کنونی (مانند آنچه در قانون برنامه پنجم توسعه اتفاق افتاد) به اصلاح ساختار شرکت فرابورس ایران و معرفی صحیح آن بپردازند تا راه برای ایجاد بازار حقیقی خارج از بورس گشوده شود.

۲. هدف از تشکیل فرابورس، ایجاد شرایط ساده‌تر برای پذیرش شرکت‌هایی است که قادر به برآورده کردن شرایط پذیرش در بورس اوراق بهادار نیستند. همان‌طور که بورس دو بازار اول و دوم دارد که شرایط پذیرش بازار دوم ساده‌تر است، فرابورس نیز می‌تواند در بورس ادغام شود و بازارهای بورس به جای دو بازار به چند بازار با تنوع شرایط پذیرش اوراق بهادار تغییر یابند.

۳. قانون‌گذار ایرانی نیز می‌تواند همگام با توسعه این بازار با کاهش و تنوع‌بخشی به مالیات و کارمزد معاملات بازار خارج از بورس، گامی مهم در جهت رونق یافتن این بخش از بازار سرمایه بردارد.

### کتاب نامهنای و مآخذ

- ◀ جعفری، علی (۱۳۸۷). اصول و میانی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار. چاپ نخست. تهران: کیومرث.
- ◀ حامدی، میثم و فرهانیان محمدجواد (۱۳۹۴). تنظیم و نظارت در بازارهای مالی. چاپ نخست. تهران: نوای مدرسه.
- ◀ تک روستا، علی (۱۳۸۷). «بررسی نقش بازار اوراق بهادار خارج از بورس بر توسعه بازار سرمایه در ایران». مجله دانش و توسعه. سال پانزدهم. شماره ۲۲. صص ۹۶-۷۶.
- ◀ زنجیرانی فراهانی، نسیم (۱۳۸۶). ملزومات رشد و توسعه بازار سرمایه ایران. تهران: مرکز مطالعات فناوری دانشگاه صنعتی شریف.
- ◀ سازمان بورس و اوراق بهادار - معاونت نظارت بر نهادهای مالی (۱۳۹۱). آشنایی با خدمات کارگزاران فعال در بورس اوراق بهادار. فرابورس ایران و کالا. تهران: بورس.
- ◀ سلطانی، محمد (۱۳۹۵). حقوق بازار سرمایه. چاپ نخست. تهران: سمت.
- ◀ عباسی، ابراهیم و آدوسی، علی (۱۳۸۸). بازارها و نهادهای مالی. چاپ نخست. تهران: نشر دانشگاه الزهرا (س) با همکاری بورس اوراق بهادار تهران.
- ◀ سلطانی، محمد (۱۳۹۱). «تبیین و تحلیل جایگاه ماده ۹۹ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در بازار سرمایه کشور». فصلنامه بورس اوراق بهادار. سال پنجم. شماره ۲۰. صص ۱۱۶-۸۵.
- ◀ لطفی، حسن (۱۳۹۷). «کارایی اقتصادی و دخالت دولت در قراردادهای». فصلنامه دیدگاه‌های حقوق قضایی. شماره ۸۱. صص ۱۶۶-۱۳۹.
- ◀ موسویان، سید عباس و سروش، ابوذر (۱۳۹۰). «آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران». فصلنامه بورس اوراق بهادار. سال چهارم. شماره ۱۴. صص ۶۰-۲۹.

### (ب) منابع خارجی

- Božena Chovancová, Tomáš Gregor (2003). *Over-The-Counter Markets and Their Role in the Financial System*. 2003: 17
- Duffie, Darrell, et al (2004). *Over-the-Counter Markets First Version: November 1999. Current Version: November: 1815-1847*
- Madura, Jeff, (2010). *Financial Institutions and Markets*. Florida Atlantic University. 9th Edition. 2010.
- Duffie, Darrell and Dark Market (2012). *Asset Pricing and Information Transmission in Over-the-Counter Markets*. Princeton University Press. 2012.
- Domowitz, Ian(1993). "A taxonomy of automated trade execution systems". *Journal of International Money and Finance*. 607-631
- H. R. Stoll (1978). "The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of Nasdaq Stocks". *The Journal of Finance*. Vol 33. No 4. PP 1153-1172.
- Levine, Ross (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and

- Agenda". *Journal of Economic Literature*. P 10.
- M. Tinic, Seha, and Richard R. West (1972)."Competition and the Pricing of Dealer Service in the Over-The-Counter Stock Market". *The Journal of Financial and Qualitative Analysis*. Vol 7. No 3. PP 1707-1727.
  - Report the president's working group on financial markets. (1991). Dept of the Treasury. Over the counter Derivative markets and the commodity exchange Act. Nov. Washington D.C.1-42.
  - Shen, Han. (2008). "A Comparative Study of Insider Trading Regulation Enforcement in the U.S. and China". *Journal of Business and Securities Law*. Vol 9. No 1. PP 41-74.
  - Pritchard A. Stoneridge Investment Partners LLC v. Scientific-Atlanta. Inc: The Political Economy of Securities Class Action Reform.2008 <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1159983](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1159983)>. last seen: 2018/08/09.
  - Sharon, Justin (2012). "In the Pink: OTC Stocks Offer Peril Along with Potential Profit". Available at: <<http://www.minyanville.com/trading-and-investing>>: Last seen: 2018/20/09. <[www.otcmarkets.com/market-hours](http://www.otcmarkets.com/market-hours). Last seen>: 2018/21/10
  - Nasdaq Initial Listing Guide:6. Available at: <<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide>>. Last seen: 2018/10/09
  - Rule 6432- Compliance with the Information Requirements of SEC Rule 15c2- Available at: <<https://www.otcmarkets.com/learn/finra-sec-rules>>. Last seen: 2018/10/10.