

بنام خدا

## فصل ۹

# بازار سازمان یافته و بازار خارج از بورس

بازار خارج از بورس یا Over-the-counter market بازاری بدون مکان فیزیکی مرکزی است. در این بازار شرکت‌کنندگان با همدیگر از طرق مختلف مانند تلفن، ایمیل و سامانه‌های الکترونیکی معامله می‌کنند.

بازار خارج از بورس از ابتدای سال‌های دهه هفتاد میلادی، در کشورهای صنعتی مدرن پا به عرصه وجود نهاد و جالب اینکه، حجم معاملات انجام شده در این بازارها در بسیاری از موارد بسیار گسترده‌تر از بورس‌های معمولی بود.

برخی تفاوت‌های این بازار با بازار بورس عبارتند از:

همانطور که از نام آنها برمی‌آید، بازار خارج از بورس هیچ مکان فیزیکی متمرکز و خاصی ندارد که داد و ستدکنندگان یا متخصصین همچون بورس‌های کلاسیک گردهم آیند.

قوانین استاندارد اقلام مورد مبادله در بازار خارج از بورس انعطاف پذیر می باشند یعنی قوانین معمولاً ناشی از توافق طرفین می باشد.

ساعات کار بازار خارج از بورس (over-the-counter market) از انعطاف پذیری بیشتری برخوردار است.

بورس رسمی برای فعالان در این بازار مزایایی از قبیل شفافیت قیمت ها و کاهش ریسک را به دنبال دارد. در صورتی که در بازارهای خارج از بورس با توجه به اینکه شرایط معاملات با نظر طرفین قرارداد تعیین می گردد، این شرایط به صورت کامل وجود ندارد.

سطح فعلی امکانات الکترونیکی، انجام معاملات ۲۴ ساعته را امکان پذیر می نماید که بدون شک در مقایسه با یک بورس، مزیت عمده ای محسوب شده و برای داد و ستدکنندگان از قاره های مختلف نیز، شکل تفاوت های سازمانی بین المللی را از بین می برد.

در برخی موارد به کارگزاران در بازارهای خارج از بورس «کارگزار معامله گر» می گویند، چرا که او می تواند اقدام معاملاتی را به حساب و مخاطره خود، خرید و فروش کند (معامله گر) و یا اینکه به عنوان نماینده، اقدام معاملاتی را به حساب و مخاطره دیگران بخرد یا بفروشد و وقتی به عنوان نمایندگی فعالیت می کند، در قبال خدمات ارائه شده، برای خرید یا فروش اوراق بهادار یا سایر اقلام از مشتریان خود، حق العمل یا کمیسیون (کارمزد) دریافت می کند.

شخص یا مؤسسه، صرف نظر از اینکه حق العمل دریافت می کند یا نه، چنانچه سفارشات را به حساب و مخاطره دیگران انجام دهد، به عنوان نمایندگی عمل کرده است.

کارگزار معامله گر روی اقلامی که مشتری قصد خرید آن را دارد، در مورد سفارشات به یکی از سه طریق زیر عمل می کند:

در صورتی که «کارگزار معامله گر» روی اوراق بهادار یا کالایی که مشتری قصد خرید یا فروش آن را دارد، وظیفه بازارسازی (مارکت میکینگ) را عهده دار باشد می تواند آن آیتم را از موجودی خود به مشتری بفروشد یا از او بخرد.

ممکن است «کارگزار معامله گر» سفارشی را دریافت کند که برای آن آیتم بازارسازی نمی کند، در این صورت او می تواند بعنوان نماینده مشتری عمل کرده و آن آیتم را از معامله گر دیگری که روی آن بازارسازی می کند و یا شخصی که صاحب آیتم بوده و قصد فروش آن را دارد، خریداری کند و یا به او بفروشد.

وقتی «کارگزار معامله گر» سفارشی را دریافت می کند، می تواند آن اوراق بهادار یا کالا یا ارز را از معامله گر دیگری که روی آن بازاریابی می کند و یا شخصی که صاحب آن آیتم می باشد، به حساب خود خریداری کرده و سپس به مشتری خود بفروشد.

همچنین از زاویه دیگری می توان گفت معاملات بازار خارج از بورس نوعی معامله جایگزین است که به شبکه معامله گرانی که به طور حضوری با یکدیگر ملاقات نمی کنند و یا از طریق تلفن و کامپیوتر با یکدیگر ارتباط برقرار می کنند، اطلاق می شود.

معاملات مذکور اغلب بین مؤسسات مالی انجام می شود، همچنین می تواند به عنوان ابزارهای رایج میان بازارسازان تلقی گردد. تمام سخنان معامله گران پشت تلفن ضبط می شود تا چنانچه اختلافی بین معامله گران رخ دهد، به آن استناد شود. خریدار و فروشنده می توانند نحوه قراردادهای معامله شده در بازارهای خارج از بورس (OTC) را به دلخواه خود درآورند، بنابراین نیازی نیست شرایط قرارداد عیناً مشابه آنچه در بورس عمل می شود، تعیین گردد.

در دنیا سه نوع بازار خارج از بورس وجود دارد:

#### ۱ بازار معاملات سنتی:

در این بازار معامله گران به عنوان بازارساز، قیمت خرید و فروش خود را اعلام می کنند. معامله گران قیمت های خود را پیشنهاد داده و قیمت قابل اجرا از طریق تلفن مذاکره شده یا برخی اوقات از طریق سایت های اینترنتی اعلام می شود. این گونه معاملات، معامله دوطرفه نامیده می شود، چرا که دوطرف معامله از قیمتی که در یک مقطع زمانی توسط تلفن ارائه می شود، مطلع می گردند.

#### ۲ بازار معاملاتی الکترونیکی:

این بازار تقریباً شبیه معاملات الکترونیکی در بورس است؛ اما به این دلیل بازار خارج از بورس خوانده می شود که از استاندارد کمتری برخوردار بوده و فاقد قرارداد طراحی شده و معاملات مشتقه شفاف است.

#### ۳ بازار معاملاتی بهینه:

بازار معاملاتی اخیر ترکیبی از دو بازار پیشین بوده و معامله گر براساس آنها به معاملات الکترونیکی می پردازد. معامله گر قیمت خرید و فروش خود را انحصاراً به اطلاع فعالان بازار می رساند. معامله

گر در این شکل معامله به عنوان طرف معامله در هر قرارداد عمل می کند. بنابراین نصف ریسک اعتباری (نوسانات منفی در قیمت) در بازار به او برمی گردد.

## اصطلاحات

۱ وجه تضمین اولیه: وجهی است که از طرفین قرارداد آتی برای جلوگیری از امتناع از انجام قرارداد آتی، در قالب شرط ضمن عقد، دریافت می شود که میزان آن در مشخصات هر قرارداد آتی تعیین می شود. در طول دوره قرارداد (حتی در صورت تغییر در قیمت سهم پایه) این مبلغ ثابت باقی می ماند.

در بورس تهران وجه تضمین اولیه ۲۰ درصد ارزش قرارداد با قیمت پایه اولین روز معاملاتی است که اهرمی ۵ برابری را ایجاد می کند. البته این نسبت در طول دوره قرارداد به علت ثابت بودن وجه تضمین و متغیر بودن قیمت، دستخوش تغییر شده و می تواند درجه اهرم را کاهش یا افزایش دهد.

۲ حداقل وجه تضمین: درصدی از وجه تضمین اولیه است که کاهش موجودی حساب عملیاتی به کمتر از این نسبت، منجر به صدور اخطاریه افزایش وجه تضمین می شود. این حداقل وجه در بورس تهران ۶۰ درصد وجه تضمین اولیه را شامل می شود.

۳ موقعیت تعهدی خرید/ فروش: موقعیت تعهدی است که مشتری با اتخاذ آن، متعهد به خرید/ فروش سهم پایه در سررسید قرارداد با قیمت توافق شده می شود.

۴ موقعیت تعهدی باز: موقعیت تعهدی است که مشتری نسبت به ایفای تعهدات موضوع آن همچنان ملتزم است.

۵ تسویه فیزیکی: تسویه نهایی قرارداد آتی از طریق انتقال سهم پایه از کد فروشنده به خریدار و پرداخت ارزش بازار قرارداد آتی توسط خریدار در سررسید انجام می شود.

۶ تسویه نقدی: تسویه نهایی قرارداد آتی به طور نقدی براساس آخرین قیمت تسویه روزانه بازار آتی که منجر به سقوط تعهدات طرفین می شود. این نوع تسویه در انتهای دوره قرارداد و در صورت نکول یک طرف قرارداد و یا در صورت بسته بودن نماد معاملاتی در سررسید اتفاق می افتد.

۷ نکول: ایفا نکردن تعهد در سررسید توسط فروشنده یا خریدار.

## مزایای بازار آتی

۱ به دلیل ویژگی اهرمی، با سرمایه کمتر (نسبت به بازار سهام) می توان سود بیشتری کسب کرد. امکان سرمایه گذاری حدود ۵ برابر نسبت به آورده نقدی در بازار آتی سهام فراهم است. (این ویژگی علاوه بر افزایش بازده، ریسک معاملات آتی را نیز به همین نسبت افزایش می دهد.)

۲ برای اتخاذ موقعیت فروش، نیازی به در اختیار داشتن سهم پایه قرارداد نیست و سرمایه گذار می تواند براساس پیش بینی های خود اقدام به فروش کند. این ویژگی امکان کسب سود در بازاری با روند نزولی از طریق ایجاد موقعیت فروش را فراهم می کند.

۳ سود یا زیان قراردادهای آتی به طور روزانه محاسبه شده و به حساب کارگزار واریز می شود و مشتری اجازه استفاده از آن را دارد و برخلاف بازار سهام که شناسایی سود منوط به فروش سهم است، در بازار آتی برای شناسایی سود لزومی به بستن موقعیت و خروج از بازار نیست.

۴ طی دوره قرارداد مشتری می تواند در صورت تغییر در پیش بینی خود، موقعیت باز خود را از طریق معامله معکوس (فروش در مقابل موقعیت باز خرید و برعکس)، ببندد و از بازار خارج شود و لزومی به نگه داشتن موقعیت تا سررسید قرارداد وجود ندارد.

۵ سرمایه گذرانی که افق سرمایه گذاری بلندمدت دارند می توانند از این بازار برای پوشش ریسک ناشی از نوسانات قیمت سهم، استفاده کنند.

۶ به دلیل نقش کارگزار و اتاق پایاپای، ریسک اعتباری این قراردادها اندک است.

کارمزد و جرایم

کارمزد ایجاد موقعیت خرید مشابه کارمزد بازار نقد است، معادل ۰,۰۰۰۴۹۶ از ارزش قرار داد.

کارمزد ایجاد موقعیت فروش مشابه کارمزد بازار نقد است اما از آنجایی که در قرارداد آتی طی دوره سهمی جابه جا نمی شود مالیات به آن تعلق نمی گیرد، معادل ۰,۰۰۰۵۴۴ از ارزش قرارداد.

کارمزد تسویه در صورت ورود قرارداد به دوره تسویه و تحویل اخذ می شود (حتی در صورت تحویل ندادن سهم) معادل ۰,۰۰۰۵ از ارزش قرارداد با قیمت تسویه روز آخر معاملاتی در بازار آتی است.

در صورت نقل و انتقال سهم معادل ۰,۰۰۰۵ از ارزش قرارداد بابت مالیات از طرف فروشنده دریافت می شود در صورت ایفا نشدن تعهد از طرف یکی از طرفین قرارداد معادل ۰,۰۰۱ ارزش قرارداد از طرف نکول کننده دریافت و به طرف مقابل تعلق می گیرد و در صورت نکول از دو طرف قرارداد هیچ جریمه ای اخذ نمی شود.