

## چکیده

دهه اخیر رشد روزافزون تکنولوژی ارتباطی و افزایش رقابت در بازارهای مالی دنیا موجب تغییرات شدیدی در ساختار بازارهای مالی، علی‌الخصوص در بازار سرمایه و بورس‌های مهم دنیا شده است. رشد تکنولوژی از طرفی باعث شده که کارایی سیستم‌های معاملاتی در بورس‌ها افزایش یابد و از طرفی موجب پرچینه شدن تالارهای فیزیکی شده و امکان مبادلات از طریق شبکه‌های ارتباطی و از راه دور را میسر کرده است. افزایش رقابت در بازارهای مختلف مالی و کاهش حاشیه سود در این بازارها نیز موجب شده که فشار بر بورس‌هایی با ساختار مشاعی برای تغییر ساختار خود و همگام شدن با تغییرات محیطی افزایش یابد. از این رو بسیاری از بورس‌ها در طی یک دهه اخیر از حالت مشاعی به شکل شرکت‌های سهامی انتفاعی تغییر ماهیت داده‌اند.

## مقدمه

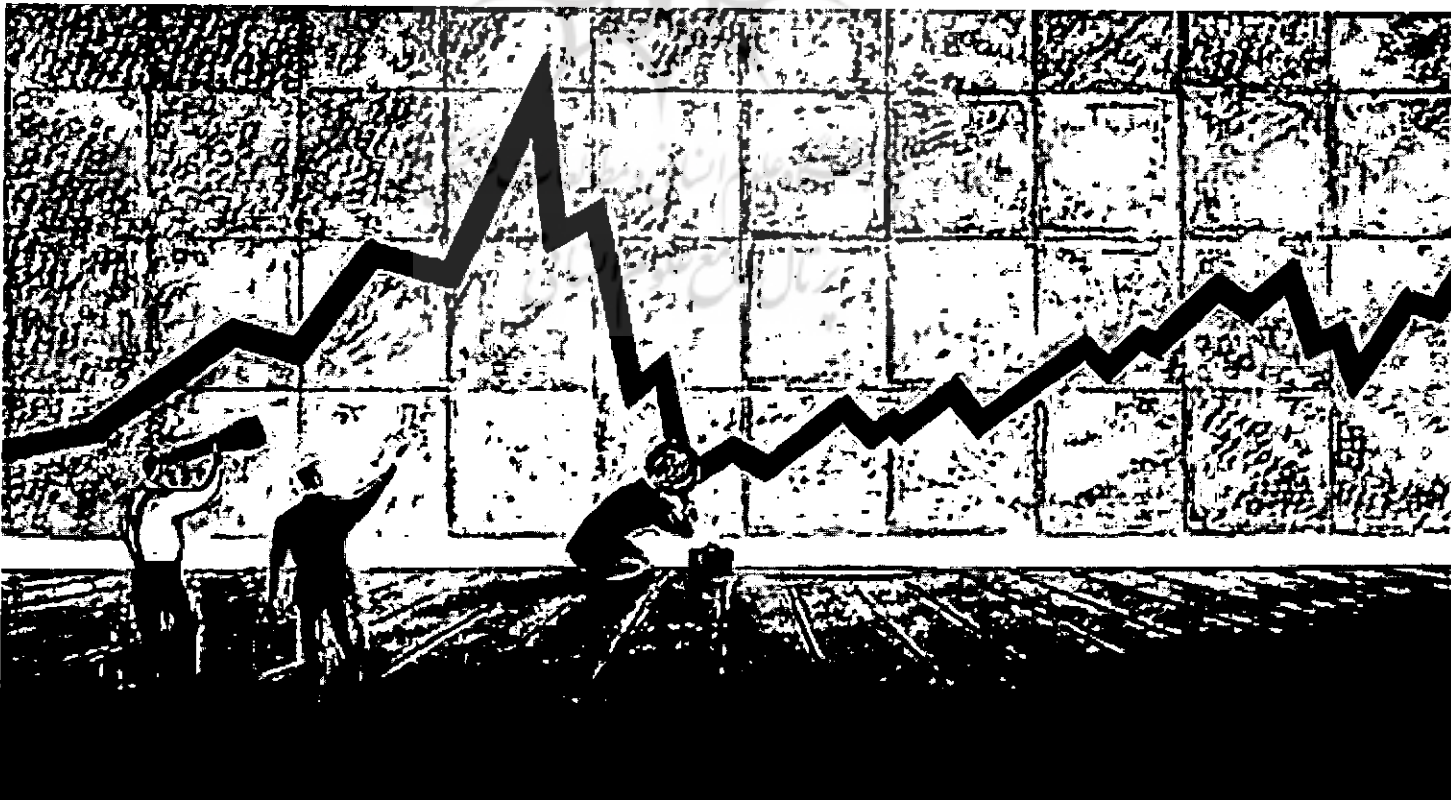
به طور سنتی بورس‌های اوراق بهادار به شکل باشگاهی برای کارگزارانی که در زمینه خرید و فروش اوراق بهادار به دیگران خدمات ارائه می‌کنند، انجام وظیفه می‌کنند. اعضای این باشگاه، مالک، تصمیم‌گیر و مبادله‌کننده اوراق در آن هستند. افزایش اهمیت بازار بورس به دلیل محدودیت دسترسی به آن به وجود می‌آید. اما امروزه بازار بورس در سراسر دنیا به طور گسترده‌ای مدل کسب و کار و ساختار سازمانی خود را برای باقی ماندن در بازار پررقابت مالی تغییر داده است. یکی از عواملی که باعث تغییرات شدید در بازارهای مالی شده است، ابداع و توسعه فناوری‌هایی مثل شبکه‌های ارتباطی الکترونیکی که باعث بهبود روش‌های مبادله شده است، می‌باشد. از طرفی افزایش رقابت و ادغام‌ها نیز ساختار بورس‌ها را تغییر داده است.

بنابراین بورس‌ها برای باقی ماندن در صحنه رقابت روزافزون بازارهای مالی به سمت تغییر ساختارهای قانونی، تجاری خود برای تقویت حاکمیت و مقابله با رقبا حرکت کرده‌اند. حرکت اصلی بورس‌ها در این تغییر از سازمان‌های غیرانتفاعی به سمت تأسیس شرکت‌های انتفاعی بوده است که در اصطلاح به آن "Demutualization" (تغییر یک سازمان از ساختار مشاع به ساختار غیر مشاعی)

کلوزن لبیبی خو

## مقدمه‌ای بر

## فرآیند شرکتی شدن بورس



شدن را جلب کرده و ۱۵ بورس نیز شرکتی شدن را در اولویت برنامه‌های آتی خود قرار داده است و ۸ بورس ساختار اشتراکی پیشین را برگزیده بودند. این گزارش در سال ۲۰۰۳ حاکی از آن است که از مجموع ۸۵ عضو، ۴۲ بورس شرکتی شده و از این تعداد ۸ بورس به صورت پذیرفته شده، ۱۶ بورس در حال طی کردن فرآیند شرکتی شدن بودند و ۲۷ بورس برنامه خاصی برای شرکتی شدن نداشته‌اند. جدول شماره (۲) اطلاعاتی در مورد سال شرکتی شدن، سال پذیرش، سرمایه، نرخ بازدهی سرمایه و ارزش جاری برخی از بورس‌ها را در بر دارد.

جدول (۲) سرمایه، بازدهی سرمایه و ارزش جاری بازار بورس‌های مختلف (پایان ۲۰۰۵)

بورس	سال پذیرش	سرمایه	بازدهی	ارزش جاری	نرخ بازدهی
بورس سهام‌های	۱۹۹۸	۱۵۳۲۰۳۲	۱۳	۸۰۲۰۱۴۸	
بورس بورس	۲۰۰۱	۳۱۰۰۰	۱۹.۲	۱۳۳۱۱۰۶۱	
بورس بانک	۲۰۰۱	۱۵۲۴	۱۲.۲	۲۶۰۶۸۰۳۵	
بورس سهام لندن	۲۰۰۰	۱۶۱۸	۲۲.۸	۲۰۵۵۱۸۲۳	
بورس کوریا	۲۰۰۱	۳۲۹۰	۱۹.۲	۸۰۲۵۶۱۲	
بورس سهام تگزاس	۱۹۹۳	۷۷۲۲۴	۴.۵	۲۵۲۴۸۰۱۰	
بورس (آزاد)	۲۰۰۱	۳۳۳۸	۵۸.۱	۱۵۸۲۱۸۴۶	
بورس سهام هنگ‌کنگ	۲۰۰۰	۱۳۰۰	۲۲.۲	۲۶۰۳۸۸۲۸	
بورس ملای	۲۰۰۰	۱۳۰	۲.۲	۱۸۰۵۱۷۵	

در ادامه شرح مختصری از گام‌های پیموده شده در جهت شرکتی شدن تعدادی از بورس‌های عضو فدراسیون بین‌المللی بورس‌ها از نظر گذراننده خواهد شد.

### ۱) بازار سهام نزدک:

اعضای انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار (NASD) به شرکتی شدن بازار سهام نزدک از طریق خصوصی سازی دو مرحله‌ای در آوریل ۲۰۰۰ رای دادند. مرحله نخست خصوصی سازی در ژوئن ۲۰۰۰ خاتمه یافت. در این مرحله، حدود ۲۴ میلیون سهام عادی تازه منتشر شده توسط نزدک به فروش رفت و حدود ۲۵ میلیون سند اختیار خرید سهام عادی نزدک که قابل باز خرید نیز بود، توسط (NASD) به فروش رسید. مرحله دوم خصوصی سازی جهت کاهش موقعیت مالکیتی (NASD) به کمتر از یک سوم منافع مالکیت در سال ۲۰۰۱ کامل شد.

### ۲) بورس تورنتو:

در بورس تورنتو نیز محدودیت در اختیار داشتن بیش از ۵ درصد سهام وجود دارد. البته با تصویب

و تأیید کمیسیون اوراق بهادار انتاریو، دارا بودن بیش از این تعداد امکان پذیر است اما مقادیر بیش از ۵ درصد نیز حداکثر ۵ درصد دارای حق رأی است. اعضاء بر حسب تعداد کرسی‌هایی که در اختیار داشتند، سهام عادی، دریافت کرده‌اند. هر سهام عادی دارای یک حق رأی بوده و محدودیت ۵ درصدی نیز برای سهام اعمال شده است. بر اساس قوانین، خرید و فروش سهام شرکت پس از ۲ سال آزادانه صورت می‌گیرد.

### ۳) بورس سهام استرالیا

بورس سهام استرالیا (ASX) در اکتبر سال ۱۹۹۸ م با ۶۰۶ سهامدار به عنوان یک شرکت پذیرفته شده فعالیت خود را آغاز نمود و در حال حاضر بیش از ۱۷۰۰۰ سهامدار دارد.

در بورس استرالیا محدودیت ۵ درصدی برای در اختیار داشتن سهام شرکت وجود دارد. در حال حاضر موضوع برداشتن سقف ۵ درصد و افزایش آن تا ۱۵ درصد و بیشتر در کشور استرالیا مطرح است.

### جدول (۳) سهامداران عمده بورس سهام استرالیا

نام سهامدار	تعداد سهام	درصد مالکیت
National Nominees Limited	9,774,415	9.52
Citibank Nominees Pty Limited	9,217,333	8.97
JF Morgan Nominees Australia Limited	9,612,851	9.39
Westpac custodian Nominees Ltd	5,499,189	5.27
ANZ Nominees Limited Ltd	3,788,897	3.67
cogent Nominees Pty Limited	1,780,433	1.71
RBC Global Services Australia Nominees Pty Limited	1,189,043	1.17
Bond Street custodians Limited	954,738	0.93
PSS Board	804,540	0.78
Health Super Pty Ltd	495,140	0.48
CSS Board	461,690	0.44
Queensland Investment corporation	429,073	0.41
Inlie custodian Pty Limited	330,874	0.32
Victorian Workman authority	238,103	0.23
UBS private clients Australia Nominees Pty Ltd	237,836	0.23
The Australian National University Investment Section	220,000	0.21
AMP Life Limited	209,499	0.20
ASX Operations Pty Limited	197,999	0.19
Government Superannuation Office - State Super fund s/c	178,372	0.17
Douglas Jerome Norman Demam	171,809	0.17
جمع	44,478,851	43.31

### ۴) بورس یونان

بورس سهام آتن (ASE) در سال ۱۸۷۶ م با انتشار اولین قانون بورس سهام بر اساس قوانین تجارت فرانسه آغاز به کار کرد. این بورس در آغاز به عنوان یک سازمان عمومی خود انتظام فعالیت کرده و

پس از آن در سال ۱۹۱۸ م، تحت قانون ۱۳۰۸ م در قالب یک نهاد عمومی به فعالیت خود ادامه داد. در اوایل سال، مجموعه‌ای از اصول و قوانین برای مدرن شدن این بورس مورد تصویب قرار گرفت و اهدافی نیز برای آن به قرار زیر تدوین شده است:

• افزایش نقدینگی

• ارتقاء شفاف‌سازی

• آسان‌سازی رویه‌ها

• تمرکز بر کارایی و قابلیت استفاده بودن

• جذب سرمایه

• حمایت از سرمایه‌گذار

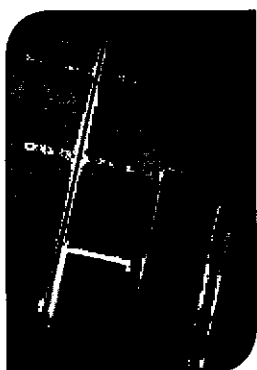
در سال ۱۹۹۵ م و بر اساس قانون ۳۳۲۴، بورس آتن به یک شرکت سهامی تغییر ساختار داد. در این مرحله مقررات جدیدی برای پذیرش و تحت شرایط خاصی اجازه معاملات خارج از بورس و فروش استقراضی به مقررات پیشین اضافه شد. در نهایت در سال ۱۹۹۷ م، قانون ۲۵۳۳ چارچوب قانونی لازم برای خصوصی شدن بورس آتن را فراهم کرد و بر اساس قانون مشابه دیگری، سه بازار جدید شامل بازار مشتقات، بازار موازی برای بازارهای نوظهور و بازار اوراق بهادار با درآمد ثابت ایجاد شد. در حال حاضر بورس سهام آتن تحت مالکیت شرکت هلدینگ HELEX قرار دارد. سهام این شرکت از سال ۲۰۰۰ م در بورس آتن پذیرفته شده و معامله می‌شود. به طور خلاصه تحولات بورس یونان از بدو تاسیس تا به امروز به عبارت زیر است:

۱۹۷۶-۱۹۷۸ م: تأسیس (Athens Stock Exchange) ASE و ادامه فعالیت به مدت ۱۱۱ سال؛  
۱۹۸۸-۱۹۹۴ م: نوسازی و گام‌های اولیه برای ایجاد مقررات و پیاده‌سازی فناوری؛  
۱۹۹۵-۱۹۹۹ م: زیرساخت‌های تکنولوژی و معرفی مشتقات؛  
۲۰۰۳-۲۰۰۰ م: تأسیس HELEX و کنترل شرکت‌های تابعه؛  
۲۰۰۷-۲۰۰۴ م: بازسازی عملیاتی و توسعه.

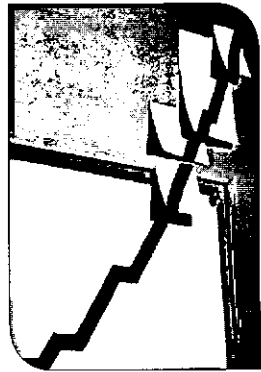
منابع و مآخذ:

۱. مروری بر فرآیند شرکتی شدن در کشورهای مختلف، فصل نامه پیام‌گذاری، شماره ۲۵
۲. Akhtar, Shamshad, "Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies", 2002 Asian Development Bank
۳. Fickner, Andreas M. "Stock Exchanges at Crossroads"
۴. Kamel, Roberta S. "Turning Seats into Shares: Implications of Demutualization for the Regulation of Stock and Future Exchanges", 2000

۲ بورس اوراق بهادار آتن



امروزه گسترش فن‌آوری ارتباطی، سرمایه‌گذاران و ناشران اوراق بهادار را قادر کرده تا به بازارهای مالی سراسر کشور و حتی خارج از کشور دسترسی داشته باشند



تمرکز سرمایه گذاری هادر دست موسسات سرمایه گذاری، فشار قیمتی و نیاز به نقد شوندگی بیشتر باعث شده که بورس ها نیز برای پاسخ گویی به آنها مبادرت به تغییر ساختار کنند

سرمایه گذاران و ناشران اوراق بهادار است در حالی که در ساختار غیر مشاعی هدف حفظ منافع سهام داران بورس می باشد.

از لحاظ نظری تأسیس یک شرکت انتفاعی می تواند تأمین کننده منافع عمومی باشد. در بعضی مواقع تغییر ساختار بورس به شکل غیر مشاعی باعث روشن شدن تضاد منافع در ساختار مشاعی است خصوصاً اگر مالکیت از حق عضویت و معامله جدا شده باشد و ساختار شرکت به گونه ای تغییر یافته باشد که اصول حاکمیت شرکتی در آن اجرا شود و مدیریت از مالکیت کاملاً جدا شده باشد.

ساختار مشاعی بورس در شرایط اطمینان کامل باید کارآ باشد (هاسنن<sup>۱</sup> ۱۹۸۸ و هارت و مور<sup>۲</sup> ۱۹۹۶). اگر چه هر بازار که به سمت تخصصی تر شدن پیش می رود، منافع گروه های مختلف عضو بورس متفاوت تر می شود. این تضاد منافع باعث می شود که تصمیم گیری برای اداره بورس مشکل تر شود به طور مثال: در بورس های مهم دنیا، عمده معاملات توسط مؤسسات سرمایه گذاری صورت می گیرد و آنها نیز به دنبال کاهش هزینه معاملات و کارایی بیشتر سیستم معاملات هستند. تمرکز این سرمایه گذاران روی هزینه معاملات و کارایی می تواند سوددهی بورس را با تهدید مواجه سازد این خود یکی از مشکلاتی است که بورس ها با آن مواجه هستند و تغییراتی که باعث کاهش هزینه معاملات و افزایش کارایی می شود لزوماً نمی تواند موجب تأمین منافع (سودآوری) اعضای آن شود. با تغییر ساختار بورس به شکل سهامی، مدیریت شرکت می تواند تنها روی تأمین منافع سهام داران آن متمرکز شود. این شکل از ساختار بورس سرعت تصمیم گیری را افزایش می دهد که در بازارهای رقابتی امری بسیار حیاتی است.

از طرفی تغییر ساختار بورس ها به ساختاری غیر مشاعی نیز تضاد منافی ایجاد می کند. یکی از این موارد این است که شرکت بورس که به دنبال سود است، خود به خود تضاد منافی با استفاده کنندگان از خدمات آن دارد. به طور مثال تلاش بورس برای تجاری کردن تمام فعالیت های خود نظیر انتشار داده ها و اطلاعات معاملات و سایر خدماتی که ارائه می کند (در حالی که عمده این خدمات در ساختار مشاعی رایگان می باشد).

از طرفی زمانی که این بورس به عنوان یک شرکت قابل عرضه در همان بورس پذیرفته می شود و پذیرش و نظارت بر شرکت ها به عهده خود بورس است موجب ایجاد تضاد منافع خواهد شد.

**قانون گذاری و نظارت بر بورس ها**

با تبدیل یک بورس از شکل مشاعی به شکل غیر مشاعی (شرکت سهامی) چندین سوال درباره قوانین بورس سهام و بازارهای مالی ایجاد می شود:

- دولت باید چه نقشی در نظارت بر این بورس داشته باشد؟

- نقش خود بورس در نظارت بر بازار و اعضا چیست؟

- در کشوری که فقط یک بازار بورس وجود دارد با ورشکسته شدن آن چه کار باید کرد؟

در بسیاری از کشورهای اروپایی و چندین کشور در حال توسعه بازار سهام مالکیت دولتی داشته زیرا آنها عقیده بر حفظ منافع عمومی در این بازارها دارند. بازار سهام نقش اساسی در بازارهای مالی و اقتصادی هر کشوری دارد. عدم موفقیت بورس هایی که تغییر ساختار داده و به شکل شرکت سهامی عام در می آیند، می تواند مشکلات زیادی برای بازارهای مالی و اقتصادی یک کشور ایجاد کند. لذا این نیاز احساس می شود که باید بر فرآیند تغییر ساختار بورس ها نظارت کافی وجود داشته باشد. به طور مثال در کشور استرالیا یک صندوق ذخیره برای مواقع اضطراری ایجاد شده است. در کانادا یک سیستم هشدار دهنده در بورس تعبیه شده است که وضعیت مالی آن را قبل از بحرانی شدن اعلام می کند.

- Hansen - 4
- Hart and mode - 5
- Institutional investors - 6

در بسیاری از کشورهای در حال توسعه بورس ها بر اساس قوانین و مقرراتی که برای آنها تنظیم می شود، فعالیت می کنند. اما در آمریکا و کشورهای توسعه یافته قانون گزاران در بسیاری از موارد یک سری از اختیارات را به خود بورس ها تفویض کرده اند. در آمریکا به موجب قانون ۱۹۳۴ کمیسیون اوراق بهادار، بورس ها برای فعالیت نیاز به اخذ مجوز از این کمیسیون دارند و در برابر فعالیت اعضا پذیرش عضو و شرکت طبق قوانین داخلی خود پاسخگو می باشند. عمده تمرکز قانون گزار این است که تلاش برای حداکثر کردن سود در بورس هایی که تغییر ساختار می دهند، معمولاً همراه هزینه های نظیر کاهش سطح نظارت و خود تنظیمی<sup>۳</sup> آنها خواهد بود. فعالیت های خود تنظیمی بورس ها نیز اغلب شامل موارد ذیل است:

- ۱- معاملات<sup>۴</sup> (تولین قوانین معاملات، نظارت بر معاملات و اجرای قوانین)
- ۲- تقلب در بازار<sup>۵</sup> (نظارت بر سیستم معاملات برای جلوگیری از سوء استفاده و تقلب در بازار)
- ۳- اعضا<sup>۶</sup> (تولین قوانین و مقررات مربوط به اعضا و نحوه پذیرش و نظارت بر آنها و اجرای این قوانین)

این سه موضوع همواره باید توسط بورس ها مورد توجه قرار گیرد. در برخی بورس ها نظیر بورس نیویورک تمام این فعالیت ها توسط خود آنها صورت می گیرد و مقامات دیگری بر آن نظارت ندارند چرا که آنها بر این عقیده هستند که شهرت و نام تجاری یک بورس به قدری ارزشمند است که خود بورس برای حفظ آنها تمام تدابیر و قوانین لازم را پیش بینی می نماید. در برخی بورس های دیگر در کنار واحد تجاری بورس واحد قانون گذاری و نظارتی نیز ایجاد می شود که از به وجود آمدن برخی تضاد منافع جلوگیری می کند. به طور مثال بورس سهام نزدک این رویه را انتخاب کرده است. در برخی مواقع نیز وظایف قانون گذاری و نظارت را به مجموعه خارج از خود بورس واگذار می کنند. در بازار آئی آمریکا این روش اجرا می شود.

**سیر تاریخی تغییر ساختار بورس های مهم دنیا**

تا نوامبر ۲۰۰۵ تعداد ۲۱ بورس، سهام و اوراق مشتقه سهام خود را به شکل عمومی عرضه نموده اند. جدول شماره (۱) فهرست بورس های بزرگ دنیا که اقدام به تغییر ساختار کرده اند را نشان می دهد. همان طور که از جدول نیز مشخص است تقریباً تمامی بورس های مهم دنیا در اواخر دهه ۹۰ اقدام به تغییر ساختار و عرضه عمومی سهام خود کرده اند. بورس سهام استکهلم اولین بورس مهمی بود که در سال ۱۹۹۳ از حالت مشاعی به شکل شرکت سهامی تغییر ساختار داد. بورس سهام استرالیا نیز جز اولین بورس هایی بود که به شکل سهامی عام تغییر ساختار داد. بورس سهام تورنتو (کانادا) نیز در سال ۲۰۰۰ به شکل شرکت درآمد و در سال ۲۰۰۲

سهام آن به شکل عمومی عرضه شد. بورس در کشورهای دیگر اروپایی مثل لندن، آلمان و سپس بورس اتحادیه اروپا (Euronext) نیز به شکل سهامی عام درآمدند. در آسیا نیز بورس سهام هنگ کنگ و سنگاپور به شکل سهامی عام درآمدند و سهام آنها در خود بورس قابل داد و ستد شد.

در آمریکا بورس کلاسی شیکاگو اولین بورسی بود که در سال ۲۰۰۰ ساختار خود را به شکل شرکت سهامی تغییر داد. و در سال ۲۰۰۳ سهام آن در بورس نیویورک عرضه شد. بورس سهام نزدک<sup>۷</sup> در سال ۲۰۰۰ به واسطه پذیرش نویسی عرضه شد و در سال ۲۰۰۲ سهام آن در بازارهای خارج از بورس معامله شد و در سال ۲۰۰۵ سهام آن در بورس نزدک عرضه شد.

**جدول (۱) بورس های مهم دنیا که تغییر ساختار داده اند**

- بورس های مهم اروپایی
- Self - regulation - 7
- Trading - 8
- Market manipulation - 9
- Nazdaq - 10

نام بورس	سال تاسیس	زمان عرضه در بورس	ارزش بازاری سهام (دلار آمریکا)	لیزهای قابل معامله در بورس
بورس سهام لندن	۲۰۰۰	جولای ۲۰۰۱	۲,۶۹۵,۳۳۳	سهام
بورس نیویورک (NYSE)	۲۰۰۰	جولای ۲۰۰۱	۲,۳۱۱,۳۶۱	سهام و مشتقات روی سهام نرخ بهره کالا و
بورس آلمان	۲۰۰۰	نورمه ۲۰۰۱	۱,۹۳۶,۱۷۱	سهام و مشتقات روی سهام نرخ بهره
بورس استانبول (Borsa)	۲۰۰۱	فقره برنده زلفی خاص	۹۲۰,۶۳۳	سهام و مشتقات روی سهام و نرخ بهره
بورس سوئیس	۲۰۰۲	فقره برنده زلفی خاص	۸۳۶,۰۷۱	سهام
بورس ایتالیا	۱۹۹۷	فقره برنده زلفی خاص	۷۸۸,۵۱۳	سهام و مشتقات روی سهام
بورس سنگاپور	۱۹۹۳	ژوئن ۱۹۹۳	۶۱۵,۲۹۹	سهام و مشتقات روی سهام و نرخ بهره
بورس لس‌آنجلس (IEX)	۲۰۰۱	می ۲۰۰۱	۱۴۱,۶۳۳	سهام و مشتقات روی سهام
بورس فنلاند	۱۹۹۹	جولای ۲۰۰۰	۱۲۱,۹۲۱	سهام
بورس استرالیا (ASX)				
بورس هنگ‌کنگ (HKEX)				
بورس تایوان (TWSE)				
بورس کره (KRX)				
بورس ژاپن (JPX)				
بورس هند (NSE)				
بورس چین (SSE)				
بورس برزیل (B3)				
بورس روسیه (MOEX)				
بورس آرژانتین (BVL)				
بورس مکزیک (BMV)				
بورس نیوزیلند (NZX)				
بورس آفریقای جنوبی (JSE)				
بورس ترکیه (Borsa Istanbul)				
بورس پاکستان (PSX)				
بورس اندونزی (IDX)				
بورس فیلیپین (PSE)				
بورس مالزی (Bursa Malaysia)				
بورس تایوان (TWSE)				
بورس هنگ‌کنگ (HKEX)				
بورس استرالیا (ASX)				
بورس نیوزیلند (NZX)				
بورس آفریقای جنوبی (JSE)				
بورس ترکیه (Borsa Istanbul)				
بورس پاکستان (PSX)				
بورس اندونزی (IDX)				
بورس فیلیپین (PSE)				
بورس مالزی (Bursa Malaysia)				

### نتیجه‌گیری:

عواملی نظیر رشد تکنولوژی (ارتباط از راه دور) و افزایش رقابت در بازارهای مالی باعث شده که طی دهه اخیر ساختار بسیاری از بورس‌ها تغییر کند. این تغییرات نیز به سمتی بوده که بورس‌ها را بتوانند در این بازار رقابتی تنگه دارد. بورس‌ها در ساختار مشاعی از انعطاف لازم برای رقابت در بازارهای مالی رقابتی در حال رشد و ادغام رانندارند. به تدریج به این نتیجه رسیدند که برای تصمیم‌گیری سریع‌تر و افزایش کارایی، ساختار خود را تغییر داده و به سمت ساختار شرکت سهامی حرکت کنند. تفکیک مالکیت و مدیریت این امکان را بوجود آورده که مدیران صرفاً در جهت حفظ منافع سهام‌داران بورس فعالیت کرده و کمتر تحت تاثیر منافع اعضا (در ساختار مشاعی) قرار گیرند. یکی از نکاتی که اکثر بورس‌ها در هنگام تغییر ساختار خود رعایت کرده‌اند این است که شرکت بورس ابتدا به شکل شرکت سهامی (با تعداد محدودی فعال بازار مالی و به اصطلاح پیش برنده) ۱۱ تأسیس شده و سپس به شکل عمومی در بورس عرضه شده است. یکی از مواردی که در کشورهای در حال توسعه در این فرآیند باید بدان توجه ویژه‌ای شود این است که با توجه به این که بورس‌ها به شکل تقریباً انحصاری (در اغلب کشورهای در حال توسعه و حتی توسعه‌یافته تنها یک بورس اوراق بهادار وجود دارد) فعالیت می‌کنند نظارت کافی بر عملکرد آن‌ها وجود داشته باشد و از طرفی به دلیل این که بورس اوراق بهادار نقش کلیدی در اقتصاد هر کشور دارد باید موارد احتیاطی برای احتمال عدم موفقیت این بورس‌ها در ساختار جدیدشان پیش‌بینی شود.

منابع و مآخذ

- 1- Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization International Organization of Securities Commissions December, 2000
- 2- Hensman, H. (1996) "The Ownership of Enterprise", The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- 3- Hart, O. & J. Moore, (1996) "The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives versus Outside Ownership" Oxford Review of Economic Policy, Vol. 12, No. 4, 53 - 69.
- 4- Holthouse David, "Demutualization of Exchanges - The Conflicts of Interest (An Australian Perspective"
- 5- IOSCO Technical Committee, Issues Paper on Exchange Demutualization, June 2001
- 6- Lee, Ruben "Changing Market Structures, Demutualization and the Future of Securities Trading" 5th Annual Brookings/IMF/World Bank Financial Markets and Development Conference 15/4/2003
- 7- Pearson William "Demutualization of Exchanges - The Conflicts of Interest (Hong Kong"
- 8- Raana Aggarwal, Sandeep Dahiya "Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges" McDonough School of Business, Georgetown University November 6, 2005
- 9- Shamsahd Akhtar "Demutualization of Asian Stock Exchanges - Critical Issues and Challenges" Director, Governance, Finance and Trade, East and Central Asia Department, Asian Development Bank.
- 10- ~~Stoll~~ Benn Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences (The Wharton Financial Institutions Center) February 2002
- 11- the Boston consulting group, "KEY LEARNINGS RELATED TO THE DEMUTUALIZATION OF STOCK EXCHANGES" Istanbul, April 10, 2003

یکی از نکاتی که اکثر بورس‌ها در هنگام تغییر ساختار خود رعایت کرده‌اند این است که شرکت بورس ابتدا به شکل شرکت سهامی (با تعداد محدودی فعال بازار مالی و به اصطلاح پیش برنده) تأسیس شده و سپس به شکل عمومی در بورس عرضه شده است

### بورس‌های مهم منطقه آمریکای شمالی

نام بورس	سال تاسیس	زمان عرضه در بورس	ارزش بازاری سهام (دلار آمریکا)	لیزهای قابل معامله در بورس
بورس نیویورک (NYSE)	۲۰۰۶	اوت ۲۰۰۶	۱۶,۲۰۷,۶۸۸	سهام
بورس نیویورک	۲۰۰۱	جولای ۲۰۰۱	۳,۶۱۵,۳۶۱	سهام
بورس نیوزیلند (NZX)	۲۰۰۰	نورمه ۲۰۰۱	۱,۹۳۶,۱۷۱	سهام
بورس استرالیا	۲۰۰۱	فقره برنده زلفی خاص	۹۲۰,۶۳۳	سهام و مشتقات روی سهام و نرخ بهره
بورس سوئیس	۲۰۰۲	فقره برنده زلفی خاص	۸۳۶,۰۷۱	سهام
بورس ایتالیا	۱۹۹۷	فقره برنده زلفی خاص	۷۸۸,۵۱۳	سهام و مشتقات روی سهام
بورس سنگاپور	۱۹۹۳	ژوئن ۱۹۹۳	۶۱۵,۲۹۹	سهام و مشتقات روی سهام و نرخ بهره
بورس لس‌آنجلس (IEX)	۲۰۰۱	می ۲۰۰۱	۱۴۱,۶۳۳	سهام و مشتقات روی سهام
بورس فنلاند	۱۹۹۹	جولای ۲۰۰۰	۱۲۱,۹۲۱	سهام

### بورس‌های مهم منطقه آسیا و اقیانوسیه

نام بورس	سال تاسیس	زمان عرضه در بورس	ارزش بازاری سهام (دلار آمریکا)	لیزهای قابل معامله در بورس
بورس نیویورک (NYSE)	۲۰۰۶	اوت ۲۰۰۶	۱۶,۲۰۷,۶۸۸	سهام و مشتقات سهام
بورس نیویورک	۲۰۰۱	جولای ۲۰۰۱	۳,۶۱۵,۳۶۱	سهام و مشتقات سهام و نرخ بهره
بورس نیوزیلند (NZX)	۲۰۰۰	نورمه ۲۰۰۱	۱,۹۳۶,۱۷۱	سهام و مشتقات سهام
بورس استرالیا	۲۰۰۱	فقره برنده زلفی خاص	۹۲۰,۶۳۳	سهام و مشتقات سهام و نرخ بهره
بورس سوئیس	۲۰۰۲	فقره برنده زلفی خاص	۸۳۶,۰۷۱	سهام و مشتقات سهام و نرخ بهره
بورس ایتالیا	۱۹۹۷	فقره برنده زلفی خاص	۷۸۸,۵۱۳	سهام و مشتقات سهام و نرخ بهره
بورس سنگاپور	۱۹۹۳	ژوئن ۱۹۹۳	۶۱۵,۲۹۹	سهام و مشتقات سهام و نرخ بهره
بورس لس‌آنجلس (IEX)	۲۰۰۱	می ۲۰۰۱	۱۴۱,۶۳۳	سهام و مشتقات سهام و نرخ بهره
بورس فنلاند	۱۹۹۹	جولای ۲۰۰۰	۱۲۱,۹۲۱	سهام

### فرآیند انجام DEMUTUALIZATION

در این فرآیند دو تغییر کلیدی اتفاق می‌افتد یکی تغییر در ساختار مالکیت و دیگری تغییر در قوانین است این دو تغییر باید به گونه‌ای صورت گیرد که باعث تقویت حاکمیت شرکتی در بورس‌ها شود.

#### ۱- ساختار مالکیت

در فرآیند تغییر ساختار بورس‌ها از سیستم مشاعی به غیر مشاعی، مالکیت از اعضا به اشخاص (حقیقی یا حقوقی) غیر عضو منتقل می‌شود. راه‌های مختلفی برای کاهش سهم اعضا از سهام شرکت بورس وجود دارد. با تبدیل بورس به شرکت سهامی، جایگاه معاملاتی کارگزاران (اعضا) قابل خرید و فروش است. اعضای می‌توانند عضویت خود را به سهام‌داری شرکت بورس تبدیل کنند یا حقوق خود را به اشخاص غیر عضو بفروشند. در اغلب بورس‌ها اعضای آن مالکیت سهام خود را در شرکت حفظ کرده‌اند. پذیرش و درج سهام شرکت بورس در بازار بورس امکان انتقال سهام آن را سهل‌تر کرده و قیمت جایگاه معاملاتی کارگزاران را شفاف‌تر می‌کند. برای جلوگیری از ایجاد انحصار در شرکت‌های بورس، قانون‌گزاران معمولاً بر روی سهام‌داران آن محدودیت اعمال می‌کنند (جدول ۲) به طور مثال حداکثر سهام قابل خرید برای اشخاص ۵ تا ۱۰ درصد تعیین می‌شود (این نسبت برای بورس جمهوری اسلامی ایران ۲۵ درصد است).

#### ۲- قوانین و ساختار شرکت بورس

اغلب بورس‌ها به شکل شرکت‌های سهامی با مسئولیت محدود تغییر ماهیت داده‌اند. جدول ذیل ساختار تعدادی از بورس‌های مهم آسیایی را نشان می‌دهد.

(جدول شماره ۲)

محدودیت سهام‌داری	ساختار سهام‌داران
-------------------	-------------------

