



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

تغییر ساختار بورس‌ها، ساختار مالکیتی و مسائل پیرامونی

میثم حامدی

خرداد ۱۳۹۶



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: تغییر ساختار بورس‌ها، ساختار مالکیتی و مسائل پیرامونی

تهیه‌کننده: میثم حامدی

کد گزارش: ۱۳۹۶-۳-۲۰۱۷

تاریخ گزارش: خرداد ۹۶

این اثر در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

فهرست مطالب

۱	مقدمه
۵	تضاد منافع میان نظارت و انتفاع بورس‌ها
۱۱	تفکیک وظایف میان بورس و نهاد ناظر
۱۴	جمع‌بندی
۱۵	منتخب منابع

تغییر ساختار بورس، ساختار مالکیتی و مسائل پیرامونی

یثم حادی

مقدمه

تغییر ساختار سریع بورس‌ها از ماهیت شرکت‌های تعاونی^۱ به شرکت‌های سهامی با مسئولیت نامحدود^۲، مؤلفه‌ای کلیدی در ساختار بازارهای سرمایه در سرتاسر جهان محسوب می‌شود. تا ابتدای دهه ۱۹۹۰، اغلب بورس‌ها ساختاری غیرانتفاعی و تعاونی گونه داشتند که مالکیت آنها در اختیار اعضای تعاونی بود. در این مدل، مالکیت و عضویت دو مقوله جدا نشدنی بودند و این مسئله اعتماد و سهولت لازم را برای معاملات میان اعضا ایجاد کرده بود. اما در ابتدای دهه ۱۹۹۰، تغییرات ساختاری بورس‌ها آغاز شد و در سال ۱۹۹۳، بورس استکهلم، به عنوان اولین بورس بزرگ در جهان، تغییر ماهیت داد و تبدیل به شرکت سهامی عام شد. بورس‌های دیگر نیز خیلی زود این روند را دنبال کردند و متعاقباً، سهام خود را در همان بورس پذیرش نمودند. بورس استرالیا، بورس تورنتو، بورس آلمان، بورس لندن و یورونکست همگی با تغییر ساختار، به شرکت سهامی عام مبدل شدند و به نوعی می‌توان اظهار داشت که همگی به شرکتی خصوصی مبدل شدند^۳. در پی سهامی عام شدن بورس‌های اروپایی و آمریکایی، بورس‌های کشورهای در حال توسعه از قبیل برزیل، هند، آفریقای جنوبی، فیلیپین، شیلی و پاکستان نیز در سال‌های اخیر به سهامی عام تبدیل شدند و برخی از آنها سهام خود را در بورس پذیرش نموده‌اند. گرچه دلایل این امر برای بورس‌های مختلف، مشابه و یکسان نیست اما مطالعات بین‌المللی نشان می‌دهد رقابت‌پذیری، اصلاح ساختار مالکیت و توانایی ایجاد پیوستگی یا یکپارچگی، عوامل مشابهی هستند که بورس‌ها بدان اشاره نموده‌اند.

سهامی شدن (Demutualization) عبارت است از فرایند تبدیل ساختار تعاونی نهادی غیرانتفاعی به شرکت سهامی عام انتفاعی. اعضای بورس‌هایی که ساختار مالکیت آنها تعاونی است (یعنی کارگزاران و کارگزار-معامله‌گران) مالک بورس هستند و همچنین از تمام حق رأی تخصیص داده شده به آنها برخوردارند. اما در مقابل، بورسی که به سهامی عام مبدل شده، شرکتی است با مسئولیت محدود که مالکیت آن در اختیار سهامداران است. در این حالت، می‌توان مالکیت را از حق معامله سهام مجزا نمود به طوری که سهامداران، سرمایه مورد نیاز بورس را تأمین می‌کنند و سود دریافت می‌نمایند اما نیازی نیست که معاملات بورس را خود اجرا کنند.

علی‌رغم سهامی شدن بسیاری از بورس‌های جهان، بسیاری از بورس‌ها نیز از دیگر ساختارهای مالکیتی بهره می‌جویند. جدول ۱ ساختار مالکیت برخی از بورس‌های جهان و منطقه و اطلاعات جانبی دیگر را به تصویر کشیده است.

^۱ Member-Owned Mutual Companies

^۲ Joint-Stock Companies

^۳ از اصطلاح به سهامی تبدیل شدن (Demutualization) به صورت خصوصی‌سازی (Privatization) نیز استفاده شده است.

جدول ۱- ساختار مالکیت برخی از بورس‌ها

نام بورس	نهاد ناظر اصلی	ساختار مالکیت فعلی	شرکت مادر	سابقه قبلی
بورس سهام نیویورک- یورونکست (NYSE-) (Euronext)	کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)	شرکت سهام عام انتفاعی (نهاد خودانتظام)	بورس بین قاره‌ای (ICE)	شرکت تعاونی (اعضای کارگزاران و کارگزار- معامله‌گران)
بورس لندن (LSE)	FCA-UKLA	شرکت سهامی عام انتفاعی (نهاد خودانتظام)	گروه بورس لندن (LSEG)	بورس سلطنتی شرکت تعاونی
بورس استانبول	شورای بازار سرمایه (CMB)	شرکت سهامی عام انتفاعی با مسئولیت نامحدود (هنوز نماد شرکت به عنوان شرکت پذیرفته شده درج نشده است)	-	شرکت دولتی غیرانتفاعی
بورس کویت	نهاد ناظر بر بازار سرمایه (CMA)	شرکت سهامی عام (لیست نشده)	-	در مالکیت دولت
بورس قطر	نهاد ناظر بر بازار مالی قطر (QFMA)	گرچه اذعان شده که این بورس خصوصی و انتفاعی است اما از آنجا که ۷۳ درصد سهام آن در اختیار صندوق توسعه ملی قطر (با عنوان نهاد ناظر بر سرمایه‌گذاری قطر) قرار دارد، و این نهاد نیز کاملاً دولتی است، می‌توان بورس قطر را دولتی نامید.	-	-

نوع مالکیت بورس‌ها، نحوه انتخاب اعضای هیئت مدیره آن را نیز مشخص می‌نماید. غالب بورس‌های بزرگ که از ادغام چندین بورس شکل گرفته‌اند و گروه بورسی را ایجاد کرده‌اند، اعضای هیئت مدیره با نظر یا دخالت مستقیم یا غیرمستقیم گروه بورسی انتخاب می‌شود در حالی که اعضای هیئت مدیره بورس‌های دولتی، با نظر دولت (معمولاً وزارت اقتصاد یا وزارت بازرگانی) انتخاب می‌شوند. جدول ۲ نحوه انتخاب اعضای هیئت مدیره بورس‌ها، براساس اساسنامه آنها یا آیین‌نامه‌های اجرایی مربوطه را شرح می‌دهد.

جدول ۲- نحوه انتخاب اعضای هیئت مدیره

نام بورس	تعداد اعضای هیئت مدیره	نحوه انتخاب اعضای هیئت مدیره
بورس سهام نیویورک- یورونکست (NYSE-) (Euronext)	اطلاعاتی که ذکر می‌شود، از آیین‌نامه NYSE اقتباس شده و در آن تعداد اعضای هیئت مدیره بیان نشده است. اما پیش از	نحوه انتخاب اعضای هیئت مدیره در آیین‌نامه بورس سهام نیویورک بیان شده است. عموماً، کسب و کار و امور شرکت (بورس) باید ذیل هدایت هیئت مدیره‌ای اجرا شود که از حداقل ۳ شخص حقیقی تشکیل شده است. اعضای هیئت مدیره باید در مجمع سالانه اعضای بورس انتخاب شوند و هر عضو هیئت مدیره باید تا زمانی که فرد تعیین شده از سوی مجمع انتخاب

خرید NYSE از سوی بورس ICE، تعداد اعضای هیئت مدیره بورس سهام نیویورک (NYSE) ۲۷ نفر بوده است که از این میان ۱۲ نفر آنها از صنعت و ۱۲ نفر آنها نماینده دولت بوده‌اند. اساسنامه درخصوص ۳ نفر باقی مانده الزامی ندارد.	نشده و صلاحیت وی تعیین نشده است، به ارائه خدمات مبادرت ورزد. با توجه به اینکه بورس بین‌قاره‌ای (ICE) مستقیماً یا به‌طور غیر مستقیم تمام حقوق صاحبان سهام بورس سهام نیویورک (NYSE LLC) را در اختیار دارد و بورس سهام نیویورک (NYSE LLC) نیز تنها عضو شرکت سهامی است، بورس باید شرایطی را فراهم کند که اعضای هیئت مدیره موارد زیر را رعایت نمایند:																								
	۱- رئیس بورس (CEO) باید یکی از اعضای هیئت مدیره باشد؛ ۲- اکثریت اعضای هیئت مدیره باید آمریکایی باشند و نباید عضو هیئت مدیره ICE باشند (یعنی اکثر اعضا نباید عضو هیئت مدیره ICE باشند)؛ ۳- مستقل بودن و عدم وابستگی تمام اعضای هیئت مدیره باید ذیل سیاست استقلال (Corporation Director Independence Policy) شرکت، حاصل شود؛ ۴- مستقل بودن تمام اعضای هیئت مدیره به استثنای رئیس بورس باید ذیل سیاست استقلال مدیران حاصل شود؛ ۵- عضو هیئت مدیره می‌تواند عضو سهامدار بورس نباشد. براساس بررسی صورت گرفته، به‌نظر می‌رسد SEC در تأیید صلاحیت اعضای هیئت مدیره بورس‌ها دخالتی ندارد.																								
گروه بورس لندن (LSE) ۱۱ نفر شامل ۷ عضو غیر موظف (غیر اجرایی) و ۴ عضو موظف (اجرایی)، اطلاعات ذکر شده از اساسنامه شرکت گروه بورس لندن اتخاذ شده است.	- تعداد اعضای هیئت مدیره گروه بورس لندن نمی‌تواند کمتر از ۲ نفر باشد اما برای تعداد اعضا، مقدار حداکثری مشخص نشده است (در حال حاضر، تعداد اعضای هیئت مدیره گروه بورس لندن ۲۰ نفر است)؛ - اعضای هیئت مدیره در جلسات مجمع عمومی سالانه انتخاب می‌شوند. هر مجمع قابلیت تغییر یک سوم از اعضای هیئت مدیره یا در صورتی که تعداد اعضا مضربی از ۳ نباشد، عددی که نزدیک به یک سوم است، را دارد. - رئیس بورس ایتالیا (یکی از اعضای گروه بورس لندن) حتماً باید عضو هیئت مدیره باشد اما صراحتاً مشخص نیست که از دیگر نهادهای گروه بورس لندن، چه تعداد عضو هیئت مدیره هستند. در حال حاضر یکی از اعضای هیئت مدیره، رئیس شرکت LCH (نهاد تسویه و پایاپای) است و نماینده‌ای از راسل فوتسی و تورکوئیتز نیز در هیئت مدیره هستند؛ - گروه بورس لندن مسئولیت انتخاب رئیس و مدیران اجرایی بورس لندن را برعهده دارد و خود بورس هیئت مدیره ندارد.																								
بورس استانبول اساسنامه بورس استانبول به موارد زیر اشاره دارد: ۱- سرمایه اولیه شرکت ۴۲۳,۲۳۴,۰۰۰ لیر ترکیه است که به ۴۲,۳۲۳,۴۰۰,۰۰۰ سهم ثبت شده به ارزش ۱ پیاستر (واحد کوچکتر لیر ترکیه) تقسیم شده است؛ ۲- ۴۹ درصد از این سهام در اختیار خزانه است و ۵۱ درصد در اختیار بورس برای انجام هر اقدام مقتضی؛	۱- ترکیب حال حاضر سهامداران بورس عبارت است از: <table><tr><th>نوع سهم</th><th>سهامدار</th><th>درصد سهامداری</th></tr><tr><td>A</td><td>صندوق ثروت ملی ترکیه</td><td>۰.۰۱٪</td></tr><tr><td>B</td><td>صندوق ثروت ملی ترکیه</td><td>۷۳.۵۹٪</td></tr><tr><td>C</td><td>صندوق ثروت ملی ترکیه</td><td>۰٪ (بسیار اندک)</td></tr><tr><td>B</td><td>نزدک</td><td>۷٪</td></tr><tr><td>B</td><td>بانک اروپایی توسعه و ساخت</td><td>۱۰٪</td></tr><tr><td>C</td><td>انجمن (کانون) ملی بازارهای سرمایه</td><td>۱.۳۰٪</td></tr><tr><td>C</td><td>موارد دیگر (سهامدارن بورس منحل شده مشتقات، اعضای بورس سهام استانبول که منحل شده است، اعضای بورس منحل شده طلا)</td><td>۸.۱٪</td></tr></table>	نوع سهم	سهامدار	درصد سهامداری	A	صندوق ثروت ملی ترکیه	۰.۰۱٪	B	صندوق ثروت ملی ترکیه	۷۳.۵۹٪	C	صندوق ثروت ملی ترکیه	۰٪ (بسیار اندک)	B	نزدک	۷٪	B	بانک اروپایی توسعه و ساخت	۱۰٪	C	انجمن (کانون) ملی بازارهای سرمایه	۱.۳۰٪	C	موارد دیگر (سهامدارن بورس منحل شده مشتقات، اعضای بورس سهام استانبول که منحل شده است، اعضای بورس منحل شده طلا)	۸.۱٪
نوع سهم	سهامدار	درصد سهامداری																							
A	صندوق ثروت ملی ترکیه	۰.۰۱٪																							
B	صندوق ثروت ملی ترکیه	۷۳.۵۹٪																							
C	صندوق ثروت ملی ترکیه	۰٪ (بسیار اندک)																							
B	نزدک	۷٪																							
B	بانک اروپایی توسعه و ساخت	۱۰٪																							
C	انجمن (کانون) ملی بازارهای سرمایه	۱.۳۰٪																							
C	موارد دیگر (سهامدارن بورس منحل شده مشتقات، اعضای بورس سهام استانبول که منحل شده است، اعضای بورس منحل شده طلا)	۸.۱٪																							

۲- اعضا، همسر و فرزندان اعضای هیئت مدیره نمی‌توانند در بازارهایی که بورس در آن فعال است یا بورس در آن نقشی دارد، هیچگونه معامله خرید و فروش داشته باشند؛ ۳- اعضای هیئت مدیره که بدون دلیل در ۳ جلسه متوالی یا در یک سوم جلسات هیئت مدیره طی یک سال مالی شرکت نداشته باشند، به‌صورت خودکار مستعفی در نظر گرفته می‌شوند؛ ۴- اعضای هیئت مدیره برای دوره‌ای ۳ ساله منصوب می‌شوند و انتخاب مجدد آنها در مجمع عمومی بلا مانع است؛	۳- بورس استانبول دارای سهام‌های نوع A، B و C است؛ ۴- در مواردی که رأی مثبت سهامدار نوع A یا اعضای هیئت مدیره‌ای که از سوی سهامدار نوع A انتخاب شده‌اند لازم است، تصمیمات بدون رأی مثبت وی، معتبر نیست. این موارد عبارتند از: ۱- پیشنهاد اصلاح اساسنامه؛ ۲- افزایش یا کاهش سرمایه؛ ۳- انجام معاملاتی بیش از ۱۰ درصد درآمد حسابرسی شده شرکت؛ ۴- ادغام شرکت در شرکت‌های دیگر، انحلال یا تصفیه شرکت؛ و ۵- ارائه پیشنهاد توزیع سود به مجمع عمومی شرکت؛ ۵- هیئت مدیره بورس متشکل از ۱۰ عضو است که ۲ نفر از آنها از میان نمایندگان که دارنده سهام نوع A معرفی نموده است انتخاب می‌شوند و ۳ نفر از آنها توسط دارندگان سهام نوع C. ۵ نفر دیگر نمایندگان مستقلی هستند که در مجمع عمومی انتخاب می‌شوند. اعضای هیئت مدیره، یک روز پس از انتخاب به نهاد ناظر بازار سرمایه (CMB) معرفی می‌شوند. اعضای معرفی شده باید شرایط ذکر شده در قانون تجارت ترکیه را داشته باشند و معیارهای CMB را نیز احراز نمایند (به‌نوعی تأیید صلاحیت می‌شوند)؛	
• یک سوم از اعضای هیئت مدیره باید از سوی دولت معرفی شوند؛ • کمتر از یک سوم اعضای هیئت مدیره نباید از مدیران مستقلی که توسط کمیته انتخاب و پاداش هیئت مدیره و با تصویب کمیسیون اوراق بهادار مالزی انتخاب می‌شوند باشند؛	براساس اساسنامه بورس مالزی، تعداد اعضای هیئت مدیره نمی‌تواند کمتر از ۲ نفر و بیشتر از ۱۴ نفر باشد.	بورس مالزی

• مابقی اعضای هیئت مدیره توسط کمیتهٔ انتخاب و جبران خدمات هیئت مدیره و با تصویب کمیسیون اوراق بهادار مالزی (SC) منصوب می‌شوند؛ • غیر از مدیران دولتی، مابقی مدیران باید با تصویب کمیسیون اوراق بهادار مالزی منصوب شوند؛ • رئیس هیئت مدیرهٔ بورس باید غیر موظف باشد و از میان مدیران دولتی باشد که توسط وزیر، با مشورت کمیسیون اوراق بهادار (SEC) انتخاب می‌شود؛ • انتخاب یا انتصاب مجدد اعضای هیئت مدیره هرساله در مجمع عمومی صورت می‌گیرد و حداکثر تعداد تغییرات نمی‌تواند بیش از یک سوم اعضای هیئت مدیره باشد (به غیر از اعضای دولتی). در صورتی که تعداد اعضا مضربی از ۳ نباشد، نزدیکترین عدد به یک سوم مد نظر قرار خواهد گرفت؛		
--	--	--

تضاد منافع میان نظارت و انتفاع بورس‌ها

نقش نظارتی و تنظیم‌گری بورس‌ها از لحاظ تاریخی بخش مهمی از ارزش آنها به‌عنوان یک نهاد خود انتظام بوده است. بورس‌ها نه تنها عملیات بازاری را در اختیار دارند که خریداران و فروشندگان اوراق بهادار را گرد هم می‌آورد بلکه منابع مهم استانداردها و پادمان‌هایی هستند که برای تسهیل کارایی بازار و ارتقای یکپارچگی بازار طراحی شده‌اند. نقش‌های نظارتی و تنظیم‌گری بورس‌ها، به اعتبار بازار سرمایه می‌افزاید. اما نقش تنظیم‌گری و نظارتی بورس‌ها با پذیرش بورس به‌عنوان شرکت درج شده در خود بورس دچار تضاد منافع می‌گردد به‌طوری که بورسی که انتفاعی است و سهم خود را پذیرش نموده است، ممکن است در استانداردگذاری یا نظارت دچار تسهیل گردد. موارد مختلفی از تضاد منافع بین نقش نظارتی و نقش اجرایی بورس وجود دارد که در ادامه به آنها پرداخته شده است اما بورس‌ها و نهادهای ناظر در سرتاسر جهان واکنش‌ها و راه‌حل‌های مختلفی را برای رفع این تضاد تدبیر نموده‌اند. بانک جهانی، ساز و کارهای به کار گرفته شده در بورس‌های گوناگون را چنین فهرست کرده است:

- ارتقا و بهبود الزامات راهبری شرکتی؛
- وضع محدودیت در مالکیت بورس‌ها؛
- تقویت وظایف بورس در جهت منافع عمومی؛
- ارتقای نظارت از جانب نهاد ناظر؛
- تقویت کنترل‌های داخلی بورس و فرایندهای مدیریتی؛
- انتقال وظایف تنظیمی و نظارتی به یک نهاد خود انتظام مستقل؛
- انتقال وظایف نظارتی و تنظیمی به نهاد ناظر عمومی (یا دولتی)؛

بورس‌های وظایف مختلفی را به اجرا می‌گذارند. اما از جمله وظایف خود انتظامی که بورس‌ها در سرتاسر جهان اجرا می‌کنند، می‌توان به موارد زیر اشاره نمود (ممکن است بورس‌ها برخی از این وظایف را انجام دهند):

۱- تنظیم و نظارت بر کارگزاران - معامله‌گران

۱-۱- بررسی صلاحیت و واجد شرایط بودن کارگزار یا معامله‌گر؛

- ۱-۲- مقررات مربوط به کفایت سرمایه (خالص سرمایه و الزامات وجه التزام)؛
- ۱-۳- بررسی‌های مالی؛
- ۱-۴- نقش امین (Custodian) و مجزا سازی حساب‌ها؛
- ۱-۵- الزامات بایگانی اسناد و مدارک؛
- ۱-۶- مقررات تطبیق رویه‌های کسب و کار و فروش؛
- ۱-۷- بررسی انطباق با قوانین و مقررات؛
- ۲- تنظیم بازار
- ۲-۱- تأیید صلاحیت دسترسی به معاملات از سوی شرکت‌ها و معامله‌گران؛
- ۲-۲- مقررات مربوط به رویه‌های بازار (حفظ یکپارچگی بازار و استانداردهای اخلاقی)؛
- ۲-۳- مقررات معاملاتی (مقررات اجرایی)؛
- ۲-۴- مقررات مربوط به کیفیت بازار (تعهدات بازارگردان)؛
- ۲-۵- نظارت بر بازار و معاملات؛
- ۲-۶- بازرسی و نظارت بر اقدامات معاملاتی اعضا؛
- ۲-۷- انجام تحقیقات و بازرسی در بازار؛
- ۳- سپرده‌گذاری و تصفیه
- ۳-۱- رویه‌ها و مقررات تصفیه وجوه؛
- ۳-۲- مقررات پایایی؛
- ۳-۳- رویه‌ها و مقررات سپرده‌گذاری؛
- ۴- استانداردهای پذیرش و محصولات
- ۴-۱- استانداردهای جدید پذیرش؛
- ۴-۲- تداوم استانداردهای پذیرش؛
- ۴-۳- بررسی مشخصات قرارداد؛
- ۴-۴- مقررات رویه‌های اجرایی شرکت (الزامات افشاء، استانداردهای راهبری شرکتی)؛
- ۴-۵- مقررات حمایت از سرمایه‌گذاران (پذیرش قراردادهایی که سهامداران عمومی یا خرد را تحت تأثیر قرار می‌دهد)؛
- ۴-۶- الزامات گزارش‌دهی؛
- ۵- اقدامات تنبیهی و انضباطی
- ۵-۱- بازرسی‌های رسمی؛
- ۵-۲- ایجاد انتظام در بازار (The World Bank, 2005).

محققان، تضاد منافع بوجود آمده را به روش‌های مختلفی دسته‌بندی نموده‌اند. برخی از این تضادها، از موارد ذاتی هستند که همواره وجود داشته‌اند (اما ممکن است با سهامی شدن شرکت بورس تشدید شوند) اما موارد دیگر، تضادهای جدیدی هستند که بر اثر سهامی شدن بورس بوجود می‌آیند. جدول ۳ تضادهای منافع که در تحقیقات مختلف بدان اشاره شده را فهرست نموده است:

جدول ۳- فهرست تضاد منافع احتمالی میان وظایف اجرایی و وظایف نظارتی بورس

۱- تضاد میان وظایف تجاری و نظارتی
اقدام در جهت منافع از طریق حداکثرسازی ارزش سهام آنها در مقابل اقدامات بورس در جهت منافع عمومی به‌عنوان نهاد خود انتظام
۲- تضاد در تأمین مالی تنظیم و نظارت (تخصیص بودجه کافی)
۳- تضاد در اجرا
حفظ مقررات و استانداردهای نظارتی عالیه
نظم و دقت در برنامه‌های تنظیمی
اجرای مستقل الزامات و مقررات
تصمیمات مستقل درخصوص بازرسی‌ها و مسائل مربوط به اجرائیات
تنظیم و نظارت بر مالکان و مشتریان کلیدی که کسب و کار و درآمد بورس از محل منابع آنهاست
تنظیم و نظارت بر کانون‌های عضو که قوانین و مقررات بورس جهت حمایت از آنهاست.
۴- تضاد در نظارت بر رقبا
تنظیم و نظارت بر نهادهای معاملاتی که با بورس در فراهم‌آوردن نقدینگی و نقدشوندگی خدمات معاملاتی در رقابتند
تنظیم و نظارت بر شرکت‌های پذیرفته شده که با بورس در فراهم‌آوردن خدمات تجاری در رقابتند
۵- تضاد در درج نماد بورس به‌عنوان شرکت پذیرفته شده
بورس مسئولیت ارزیابی این موضوع را دارد که آیا الزامات پذیرش را رعایت می‌کند یا خیر.
بورس باید معاملات سهام خود را رصد کند و درخصوص نیاز به بررسی یا بازرسی درباره آن تصمیم‌گیری نماید.
۶- تضاد در وظایف خاص تنظیمی و نظارتی
مقررات پذیرش: بورس با شرکت‌های پذیرفته شده در رقابت قرار می‌گیرد- بورس ممکن است ارتباط تجاری با شرکت‌های پذیرش شده داشته باشد- بورس ممکن است با مشتریان اصلی شرکت پذیرفته شده ارتباط داشته باشد.
تنظیم، نظارت و رصد بازار و اعضا- بورس در رقابت با کارگزار- معامله‌گر قرار می‌گیرد- بورس ممکن است با مشتری اصلی کارگزار-معامله‌گر در ارتباط باشد.
تصفیه و پایاپای- بازارهای رقیب باید از خدمات تسویه بورس استفاده کنند- انحصار در قیمت‌گذاری خدمات نرم‌افزاری.

منبع: بانک جهانی- سال ۲۰۰۵

وظایف خودانتظامی بورس‌ها عموماً متشکل از تعیین و اجرای مقررات معاملاتی، اجرای بازرسی و تحقیقات مرتبط، نظارت بر سیستم معاملات جهت جلوگیری از سو استفاده یا تخلف در بازار، و ایجاد مقررات حاکم بر رویه‌های اجرایی اعضا، می‌باشد. نگرانی که از سوی نهادهای ناظر اظهار شده این است که تلاش برای حداکثرسازی سود و ارزش دارایی سهامداران از طریق سهامی شدن یا خصوصی شدن بورس‌ها، با پذیرش هزینه و آگاهی نظارت به بورس‌ها امکانپذیر خواهد شد. گرچه امکان بروز تضاد منافع هم در بورس‌های غیرانتفاعی و هم در بورس‌های انتفاعی امکانپذیر است اما نگرانی‌ها از این موضوع برخاسته است که آیا بورس سهامی شده اقدامات اجرایی (الزام به تبعیت از قوانین و مقررات از سوی شرکت‌های پذیرفته شده) را انجام خواهد داد و جرایمی برای افراد و شرکت‌هایی که بیشترین درآمد بورس از محل آن شرکت‌هاست تحمیل خواهد کرد یا خیر.

بورس‌های انتفاعی می‌توانند نهاد مجزایی برای اجرای وظایف تنظیمی و نظارتی ایجاد کنند تا از برخی تضادهای مطرح شده جلوگیری به عمل آورند. برای مثال، زمانی که نزدک (NASDAQ) در آوریل سال ۲۰۰۰ آغاز به سهامی شدن (خصوصی شدن) نمود، کانون ملی معامله‌گران اوراق بهادار^۱ (NASD)، شرکت سهامی NASD Regulation را به‌عنوان شعبه‌ای مجزا برای نظارت بر بازار سهام نزدک ایجاد نمود که شکل حقوقی مجزایی داشت. مرزبندی‌های بین نزدک و NASDR (موسوم به دیوار چین) جهت تقویت بازار ادامه پیدا کرد تا اینکه در سال ۲۰۰۸، نزدک عرضه عمومی شد.

بورس همچنین می‌تواند وظایف نظارتی خود را کاملاً به شخص ثالثی مستقل واگذار کند. این رویکرد ممکن است از ادراک نسبت به تضاد منافع جلوگیری به عمل آورد. اما باید روشی وجود داشته باشد که اطمینان حاصل گردد، شخص ثالثی که به‌عنوان ناظر منصوب می‌شود پاسخگو و متعهد است و وظایف خود را جهت جلوگیری از ضربه خوردن به وجهه و نام تجاری بورس به نحو احسن انجام می‌دهد. در آمریکای شمالی، وظایف خاص نظارتی بورس‌ها از طریق قراردادی، به نهاد ناظری غیردولتی واگذار گردیده است (در آمریکا^۲ FINRA و در کانادا^۳ IIROC) در حالی که در حوزه پذیرش، خود بورس‌ها مسئولیت تنظیم و نظارت را بر عهده گرفته‌اند.

شرکت NYSE Regulation Inc شرکتی غیرانتفاعی است که به‌عنوان ناظر بر کارگزاران و معامله‌گران اوراق بهادار در آمریکا عمل می‌کند. این شرکت دارای سه معاونت است:

- ۱- نظارت بر بازار،
- ۲- اجرائیات (یا معاونت حقوقی)؛
- ۳- انطباق شرکت‌های پذیرفته شده. معاونت نظارت بر بازار فعالیت‌های معاملاتی را رصد کرده و سو استفاده‌های معاملاتی نهادهای عضو را بازرسی می‌نماید. معاونت انطباق شرکت‌های پذیرفته شده از این موضوع اطمینان حاصل می‌کند که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیویورک، استانداردهای مالی و راهبری شرکتی را رعایت می‌نمایند. این شرکت به‌عنوان شعبه NYSE Euronext فعالیت می‌کند. در سال ۲۰۱۰، این شرکت وظایف نظارت بر بازار (Market Surveillance) و اجرائیات (Enforcement) خود را به FINRA منتقل نمود در حالی که نقش نظارتی (Oversight role) و همچنین نقش انطباق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیویورک با استانداردهای پذیرش را حفظ نمود (در سال ۲۰۱۶، بورس سهام نیویورک قصد دارد تا وظایف نظارتی را مجدداً از FINRA به شرکت منتقل نماید. در سال ۲۰۱۴ نیز، نزدک وظایف نظارتی را از FINRA پس گرفت. علی‌رغم این اقدامات، فعالان بازار و کانون‌های سرمایه‌گذاری نسبت به این تصمیم منتقدند و خودانتظامی بورس‌ها را دارای تضاد منافع با فعالیت‌های اجرایی آنها می‌دانند). علاوه بر بورس سهام نیویورک، بازار بین‌المللی BATS نیز در فوریه سال ۲۰۱۴ اعلام نمود که بخشی از وظایف نظارت بر ۴ بازار سهام خود را به FINRA منتقل می‌نماید. شرکت NYSE Regulation که مجدداً وظایف نظارتی را بر عهده خواهد گرفت ذیل هیئت مدیره‌ای مجزا فعالیت خواهد کرد و بخشی از هلدینگ بورس نیویورک محسوب نخواهد شد. باور بورس نیویورک این است که رسیدگی و کشف موارد مربوط به دستکاری بازار و تخلفات مشابه، از طریق این شرکت سریعتر صورت خواهد پذیرفت.

¹ National Association of Securities Dealers

² Financial Industry Regulatory Authority

³ Investment Industry Regulatory Organization of Canada

فینرا (FINRA) نیز نقش غیرمستقیم نظارتی و نظارت بر تمام بازارها و بازرسی آنها را بر عهده خواهد داشت و ثبت، بررسی و بازرسی از اعضای کارگزار- معامله‌گری که عضو بورس نیویورک می‌شوند را حفظ خواهد نمود.

هنگ‌کنگ نیز یکی از کشورهایی است که مجموعه‌ی جامعی از پادمان‌های مدیریت تضاد را اجرا نموده است. طی پرسشی که از بورس هنگ‌کنگ از سوی WFE به عمل آمده است، این بورس اظهار نموده که تضادهای اساسی وجود ندارد اما پادمان‌هایی را به اجرا گذاشته تا هرگونه تضاد مطرح را کاهش داده یا مدیریت نماید. تمرکز اصلی بورس بر پذیرش است؛ چراکه منبع اصلی درآمد بورس از این محل است و بورس هنگ‌کنگ نقش اصلی در تنظیم و نظارت بر شرکت‌های پذیرفته شده دارد. همچنین تنظیم معاملات از سوی بورس، محدود است. پادمان‌های در نظر گرفته شده عبارتند از:

- ۱- بورس و اعضای هیئت مدیره آن وظیفه قانونی دارند تا در جهت منافع عمومی عمل کنند و منافع عمومی را در صورت بروز هرگونه تضاد و منافع تجاری بورس، در اولویت قرار دهند؛
- ۲- حداکثر مقدار سهامداری بورس ۵ درصد است مگر اینکه از سوی SFC مستثنی شده باشد؛
- ۳- اعضای هیئت مدیره از سوی دولت منصوب می‌شوند؛
- ۴- کمیسیون اوراق بهادار و قراردادهای آتی (SFC) قدرت جهت‌دهی و تنظیم بورس هنگ‌کنگ را در مواقع بروز تضاد منافع در امر نظارت، بر عهده دارد؛
- ۵- بورس کاملاً تفکیک بخش‌های تنظیم و نظارت و مدیریت ریسک از بخش کسب و کار (یا تجاری) خود را در پیش می‌گیرد؛
- ۶- بورس موظف است تا کمیته تضادی ایجاد کند تا موارد تضاد منافع حاصل شده در ارتباط با شرکت‌های پذیرش شده را شناسایی نماید؛
- ۷- کمیسیون اوراق بهادار و قراردادهای آتی (SFC) تنظیم و نظارت بورس بر تمام موارد، به‌غیر از مواردی که تضاد منافع بوجود می‌آید را قبول دارد؛
- ۸- فرایند پذیرش نماد بورس از سوی کمیسیون اوراق بهادار و قراردادهای آتی (SFC) مدیریت شده است؛
- ۹- رئیس بورس باید از سوی رئیس هیئت مدیره بورس تأیید شود و SFC نیز باید رئیس بورس و مدیریت عملیات بورس (COO) را تأیید نماید؛

در میان تضادهایی که در بالا بدان اشاره شد، پذیرش سهام یک بورس، در بورس رقیب نیز دارای اهمیت بوده است. به‌عنوان مثال، بورس آتی‌های سیدنی^۱ (SFE) که در بورس سهام استرالیا (ASX) درج شده بود و بورس استرالیا نیز ضمن نظارت بر شرکت درج شده، خود بازار قراردادهای آتی نیز داشت، از جمله مواردی است که تضاد منافع حاصل می‌کند. براساس قانون، نهاد ناظر بازار سرمایه موظف بود تا از ایجاد تضاد منافع بین این دو نهاد جلوگیری به عمل آورد. اما در سال ۲۰۰۶، بورس آتی‌های سیدنی (SFE) به ارزش ۲۱۰ میلیون دلار استرالیا در بورس سهام استرالیا (ASX) ادغام شد. در ایالات متحده نیز، تضاد مشابهی بین سیستم‌های معاملاتی

¹ Sydney Futures Exchange

جایگزین^۱ (ATS) و بورس‌ها وجود دارد که کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) الزام نموده یا به‌صورت نهاد خودانتظام ثبت شوند یا به‌عنوان یکی از اعضای نهادهای خود انتظام ثبت گردند. در مقابل، برای اینکه تضاد منافع برای پذیرش شرکت‌ها در بورس لندن ایجاد نشود، دولت وظیفه پذیرش شرکت‌ها را بر عهده نهاد ناظر بر پذیرش انگلیس (UKLA) گذاشته است. بنابراین، رویکرد واحدی نمی‌توان در این خصوص در میان کشورهای دیگر یافت مگر آنکه نهاد ناظر وظیفه هماهنگی و خط‌کشی میان نهادهای رقیب جهت جلوگیری از بروز تضاد منافع را بر عهده گرفته است. همچنین برای مرتفع نمودن این موضوع، غالب بورس‌ها دارای کمیته تضاد منافع هستند یا در این مورد خاص، وظیفه نظارتی را به نهاد ناظر واگذار می‌کنند.

در مجموع برای واگذاری نقش نهاد خود انتظام به بورس‌ها و مدیریت تضاد منافع، ۵ رویکرد در سطح جهانی مطرح است. این رویکردها عبارتند از:

۱. حفظ بورس به‌عنوان نهاد خودانتظام (SRO) اصلی: در اغلب کشورها، فقط یک بورس به‌عنوان نهاد خود انتظام (یا نهاد خود انتظام اصلی) برای تمام مسئولیت‌های خودنظارتی تعیین شده است. گرچه این موضوع موجب می‌شود تا بورس ملزم به مدیریت گستره‌ای از موارد تضاد منافع شود اما این رویکرد تغییرات نهادی را کاهش داده و تضمین‌کننده این مسئله است که کارکنان نظارتی، ارتباط نزدیکی با بازار داشته و مستقیماً بر بازار نظارت کنند. اما در این رویکرد اگر بورس متعهد به اجرای وظایف نظارتی نباشد، مدیریت موارد تضاد منافع بسیار دشوار خواهد بود. همچنین، تعهدات نظارتی نهاد خودانتظام می‌تواند فعالیت‌های وی را از ایجاد بازارهای رقابتی منحرف نماید. به‌عنوان نمونه، بورس سنگاپور و بورس استرالیا را می‌توان جزو بورس‌های خود انتظامی نامید که غالب فعالیت‌های نظارتی را خود انجام می‌دهند؛
۲. بورس صرفاً وظیفه نظارت و تنظیم بازار را برعهده می‌گیرد: در این رویکرد، نقش بورس‌ها متمرکز بر وظایف نظارتی در بازار است. هرگونه وظایف نظارت بر اعضا به نهاد خود انتظام دیگر یا نهاد قانونی دیگر واگذار می‌شود. این رویکرد نیز مسئله تضاد منافع را کاهش می‌دهد اما در عین حال به بورس اجازه می‌دهد تا وظایف نظارتی خود را در پیش گیرد (وظایفی که موجب ایجاد وجهه و برندسازی برای بورس می‌شود). مسلماً بورس بیشترین انگیزه برای اطمینان از ایجاد برابری و فراهم آوردن کارایی و مقررات مقتضی برای بازار را در اختیار دارد تا موارد تضاد منافع را کاهش دهد. کارکنان نظارتی، مستقیماً بر بازار نظارت دارند و ارتباط خود با مسائل مقرراتی و نظارتی خاص بازار را حفظ می‌کنند. از جمله بورس‌هایی که از این رویکرد بهره‌جسته‌اند می‌توان به بورس لندن، بورس استکهلم و بورس هنگ‌کنگ اشاره کرد. این بورس‌ها صرفاً بر رصد بازار به‌منظور اطمینان از انطباق ناشران و فعالان با مقررات معاملاتی بورس متمرکزند؛
۳. بورس نهاد مجزایی برای انجام وظایف خودانتظامی ایجاد می‌کند: در برخی موارد، بورس تلاش می‌کند تا از طریق تأسیس یک نهاد که حاکمیت مستقلی داشته و مسئولیت اجرای وظایف نظارتی را بر عهده دارد، مسئولیت‌های خودانتظامی خود را حفظ نماید. در این رویکرد، بورس می‌تواند تمام وظایف نظارتی خود را به آن نهاد مجزا واگذار کند و خود صرفاً وظایف تجاری بورس را به اجرا گذارد. وضعیت گذشته بورس نزدک و شرکت NASD Regulation، واگذاری وظایف نظارتی بورس تورنتوی کانادا به شرکت خدمات نظارت بر بازار^۲ (MRS) که شرکتی مجزا محسوب می‌شود که ۵۰ درصد از سهام

^۱ Alternative Trading Systems

^۲ Market Regulation Services

آن در مالکیت بورس تورنتو است، از نمونه‌های این رویکرد هستند. رویکردی که در آن بورس مسئولیت نظارتی خود را از طریق قرارداد به شرکت دیگر واگذار می‌کند؛

۴. *ایجاد یک تک نهاد خود/انتظام مستقل*: در این رویکرد، تمام مسئولیت‌های خودانتظامی در یک نهاد خودانتظامی که اعضا مالک آن هستند و از بورس مستقل است، متمرکز می‌شود. این رویکرد نیز کاهنده تضاد منافع است چراکه بورس‌ها را ملزم می‌کند تا وظایف نظارتی خود را منتقل نمایند. این رویکرد موجب می‌شود تا بورس بر حاکمیت و مدیریت منابع تجاری خود متمرکز شود در حالی که وظیفه نهاد خود انتظام دیگر، صرفاً تنظیم و نظارت اثربخش بازار است. در این رویکرد، کارکنان نظارتی چندان به صحنه بازار نزدیک نیستند و هم‌افزایی میان عملیات بازار و تنظیم و نظارت، مغفول باقی خواهد ماند. شاید بزرگترین معضل این رویکرد را بتوان ایجاد یک نهاد نظارتی جدید، تعیین مالکیت آن، تأمین بودجه این نهاد و حوزه‌های نظارتی آن محسوب نمود.

۵. *تنظیم و نظارت یکپارچه از سوی نهاد ناظر قانونی*: حذف وظایف خودانتظامی از طریق انتقال تمام مسئولیت‌ها به یک نهاد ناظر قانونی، به‌وضوح هرگونه ادراک تضاد منافع را از بین می‌برد اما در عین حال مزایای خودانتظام بودن را نیز نادیده می‌انگارد. این رویکرد نسبت به موقعیت راهبردی و رقابتی بورس نیز مصالحه بوجود می‌آورد. از نمونه‌های این رویکرد می‌توان به تشکیل FSA (که در حال حاضر منحل شده است) اشاره کرد که گرچه بورس‌ها مسئولیت نظارت ابتدایی بر بازار را بر عهده داشتند اما تنظیم و نظارت کلی بر خدمات مالی بر عهده این نهاد بود. علاوه بر این، FSA مسئولیت پذیرش شرکت‌ها را نیز از بورس لندن سلب نمود.

تفکیک وظایف میان بورس و نهاد ناظر

بورس‌ها از منظر تاریخی مسئولیت نظارت بر بازار و اعضای آن را بر عهده داشته‌اند. قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۹۳۴ ایالات متحده، شرایط حقوقی و قانونی بورس‌ها را به‌عنوان نهادهای خودانتظام تصویر نموده است. این قانون مسئولیت نظارت بر معاملات و همچنین نظارت بر اعضای بورس‌ها، شامل اجرای مقررات مربوط به انطباق با استانداردها و قوانین را بر عهده بورس‌ها گذاشته است. بنابراین، از منظر تصمیم‌گیری صورت گرفته در کنگره آمریکا، فرایند ابتدایی نظارت و تنظیم بازار بر عهده بورس‌ها گذاشته شده است.

کنگره آمریکا اعتماد خود به سیستم خودانتظامی بازار اوراق بهادار را با تصویب قانون مالونی در سال ۱۹۳۸ مجدداً تأیید نمود. قانونی که با تدبیر مفادی مرتبط با ثبت کانون‌های ملی اوراق بهادار و تعیین مسئولیت‌های قانونی آنها، مفهوم خودانتظامی را به بازار خارج از بورس (OTC) نیز گستراند. این قانون را می‌توان خاستگاه اصلی تشکیل FINRA (پیش از سال ۲۰۰۶، NASD) دانست.

در تفکیک وظایف بین بورس و نهاد ناظر ایالات متحده، گرچه کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) مسئولیت نهایی نظارت بر بازارهای اوراق بهادار آمریکا و فعالان آن را بر عهده دارد اما خط مقدم نظارت بر معاملات و وظیفه نظارت بر انطباق اعضا با مفاد قانونی و استانداردهای تعیین شده، بر عهده بورس‌ها است. مطابق با بخش ۶ قانون بازار اوراق بهادار، بورس‌ها باید مقرراتی را تبیین کنند که:

- ۱- برای جلوگیری از تقلب و دستکاری بازار طراحی شده‌اند، اصول عدالت و برابری در معاملات را تقویت می‌کنند، و از سرمایه‌گذاران و منافع عمومی حمایت می‌کنند؛
- ۲- برای تخصیص برابر کارمزدهای منطقی تعیین شده‌اند؛ ۳
- ۳- تبعیض غیرمنصفانه را اجازه نمی‌دهند؛
- ۴- هیچگونه مانع غیرضروری و نامناسب بر رقابت وضع نمی‌نمایند؛ و
- ۵- به استثنای موارد خاص، عضویت هر معامله‌گر-کارگزاری را مجاز بشمارند.

همچنین، بورس‌ها باید استانداردهای اجرایی برای اعضای خود تعیین کنند، از انطباق اعضا با این استانداردها اطمینان حاصل نمایند، برای انتشار داده‌ها هماهنگی‌های لازم را مبذول دارند و عموماً مسئولیت اجرای مقررات و قوانین مربوط که در قانون بازار اوراق بهادار آمده است را بر عهده گیرند. در سوی مقابل، کمیسیون بورس و اوراق بهادار نیز ذیل قانون بازار اوراق بهادار، مسئولیت بازرسی و ارزیابی خود را ذیل بخش ۱۷، مسئولیت اجرایی خود را ذیل بخش‌های ۱۹ و ۲۱، مسئولیت پذیرش یا رد مقررات بازار سرمایه را ذیل بخش ۱۹ و مسئولیت قانون‌گذاری خود را از مفاد متعدد قانون کسب نموده است. براساس قانون، کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا مسئولیت نظارت بر تمامی نهادهای خودانتظام را دارد و در حوزه افشای اطلاعات نیز، ناشران موظفند تمام اطلاعاتی که به کمیسیون بورس و اوراق بهادار ارائه می‌دهند را به بورس نیز ارائه کنند. عموماً، مسئولیت کمیسیون بورس و اوراق بهادار را می‌توان در موارد زیر خلاصه نمود:

- ۱- تفسیر و اجرای قوانین فدرال اوراق بهادار؛
- ۲- وضع مقررات جدید و اصلاح مقررات موجود؛
- ۳- نظارت بر ناشران، کارگزاران، مشاوران سرمایه‌گذاری و مؤسسات رتبه‌بندی؛
- ۴- نظارت بر نهادهای خصوصی که بر صنعت اوراق بهادار، حسابداری و حسابرسی نظارت می‌نمایند؛
- ۵- هماهنگی تنظیم و نظارت بر اوراق بهادار با نهادهای فدرال، ایالتی و خارجی.

جهت مشخص شدن وظایف خاص کمیسیون بورس و اوراق بهادار، وظایفی که بر عهده هر یک از معاونت‌های این نهاد گذاشته شده، مورد بررسی قرار گرفته است. کمیسیون دارای ۵ معاونت است که در ذیل به هر یک پرداخته شده است:

- ۱- معاونت مالی شرکتی: این معاونت مسئولیت نظارت بر افشای اطلاعات با اهمیت ناشران به عموم را بر عهده دارد. کارکنان این اداره به‌طور مستمر اسناد و مدارک افشای اطلاعات ثبت شده از سوی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهند و همچنین، به ناشران درخصوص تفسیر مقررات کمیسیون کمک کرده و درباره مقررات جدیدی که اتخاذ و رعایت آنها لازم است، توصیه‌هایی ارائه می‌کنند. از طریق فرایند بررسی، کارکنان معاونت انطباق ناشران با الزامات افشا را رصد کرده و تلاش می‌کنند تا کیفیت افشای اطلاعات را ارتقا دهند. این معاونت، در ارتباط نزدیک با دفتر رئیس حسابداری (OCA) فعالیت حرفه حسابداری و حسابرسی را به‌خصوص در عرصه شورای استانداردهای حسابداری مالی (FASB) که نتیجه فرموله نمودن اصول پذیرفته شده عمومی حسابداری (GAAP) است، رصد می‌نماید و اخیراً نیز به‌طور گسترده بر اجرایی شدن استانداردهای بین‌المللی گزارشگری حسابداری (IFRS) نظارت می‌نماید. علاوه بر این، کارکنان این معاونت به

شرکت‌های ثبت شده، یا شرکت‌هایی که قابلیت پذیرش را دارند و به عموم، مشاوره و راهنمایی ارائه می‌کنند تا ایشان را برای انطباق با قوانین و مقررات یاری رسانند. معاونت مالی شرکتی می‌تواند تفسیر خود از مقررات مربوط به اوراق بهادار را با شرکت‌ها تسهیم نماید و توصیه خود را برای انطباق با الزامات افشای مقتضی اطلاعات، ارائه نماید.

۲- *معاونت معاملات و بازارها:* این معاونت به کمیسیون در اجرای مسئولیت خود به منظور حفظ بازاری کارا، منظم و منصفانه، کمک می‌کند. کارکنان این معاونت، روزانه فعالان اصلی بازار اوراق بهادار را تحت نظارت دارند: بورس‌ها، کارگزاران، نهادهای خود انتظام شامل FINRA و شورای قانونگذاری اوراق بهادار شهرداری (MSRB)، نهادهای تسویه و پایاپای، عوامل انتقال^۱، تحلیلگران اطلاعات اوراق بهادار^۲ و مؤسسات رتبه‌بندی.

علاوه بر این، معاونت معاملات و بازارها، بر شرکت حمایت از سرمایه‌گذاران اوراق بهادار^۳ (SICP) که یک شرکت خصوصی غیر انتفاعی است نیز نظارت می‌نماید. دیگر مسئولیت‌های این معاونت را می‌توان چنین خلاصه نمود:

- اجرای برنامه یکپارچه‌سازی مالی کمیسیون برای کارگزار-معامله‌گران؛
- بررسی و در برخی موارد تأیید مقررات پیشنهادی جدید و تغییرات پیشنهادی برای مقررات موجود از سوی نهادهای خودانتظام؛
- کمک به کمیسیون جهت تبیین مقررات لازم و ارائه تفاسیر لازم از آنها که بر فعالیت بازار اوراق بهادار اثرگذار است؛
- نظارت دقیق، موشکافانه و دائمی بر بازار؛

۳- *معاونت مدیریت سرمایه‌گذاری:* معاونت مدیریت سرمایه‌گذاری به کمیسیون در اجرای مسئولیت خود درخصوص حمایت از سرمایه‌گذاران و برای بهبود وضعیت تشکیل سرمایه در بازار، از طریق نظارت و تنظیم صنعت ۶۶.۸ تریلیون دلاری مدیریت سرمایه‌گذاری، کمک می‌کند. این بخش مهم از بازار سرمایه ایالات متحده در بر گیرنده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و مدیران حرفه‌ای صندوق که مشاوره به این صندوق‌ها را بر عهده دارند، تحلیلگرانی که تحقیقات مختلفی را درباره انواع رده دارایی‌ها ارائه می‌کنند، و مشاوران سرمایه‌گذاری می‌باشد. به دلیل تمرکز بالای سرمایه‌گذاران حقیقی بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک؛ صندوق‌های قابل معامله، و دیگر سرمایه‌گذاری‌هایی که در چارچوب سرمایه‌گذاری‌های مشترک انجام می‌شود، معاونت مدیریت سرمایه‌گذاری بر اطمینان حاصل نمودن از اینکه افشای اطلاعات درباره این سرمایه‌گذاری‌ها برای مشتریان خرد مفید است و اینکه هزینه‌های نظارتی که مشتریان باید متحمل شوند، بیش از اندازه نیست، متمرکز است. دیگر مسئولیت‌های این معاونت عبارت است از:

- کمک به کمیسیون در تفسیر قوانین و مقررات برای عموم و کارکنان اجرایی و بازرسی SEC؛
- بازبینی و بررسی اطلاعات ثبت شده شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مشاوران سرمایه‌گذاری؛
- کمک به کمیسیون در موضوعات اجرایی (حقوقی) درخصوص شرکت‌ها و مشاوران سرمایه‌گذاری؛
- مشاوره به کمیسیون در تبیین و تدوین مقررات SEC برای شرایط جدید.

¹ Transfer Agents

² Securities Information Processors

³ Securities Investor Protection Corporation

۴- *معاونت /جرائیات (معاونت حقوقی)*: این معاونت به کمیسیون در اجرای وظایف حقوقی خود از طریق اجرای بازرسی درخصوص نقض قوانین و مقررات بازار اوراق بهادار، ارائه توصیه به کمیسیون برای انجام اقدامات مدنی در دادگاه فدرال یا اقدامات اداری پیش از رسیدگی در دادگاه اداری و پیش بردن این موارد از جانب کمیسیون، کمک می کند. این معاونت، براساس وظایف ذاتی خود، ارتباط نزدیکی با دیگر نهادهای اجرایی-حقوقی ایالات متحده و دیگر نقاط جهان، درخصوص بررسی و پیگیری جرایم صورت گرفته در بازار دارد. معاونت اجرائیات (حقوقی) شواهد خود مبنی بر امکان انجام تخلف یا جرم در بازار را از مجاری متعددی شامل اقدامات نظارتی در بازار، شکایت یا گزارش سرمایه گذاران، دیگر معاونت ها و ادارات کمیسیون، نهادهای خودانتظام و دیگر منابع موجود در بازار و گزارش های رسانه های مختلف دریافت می کند. تمام بازرسی های کمیسیون بورس و اوراق بهادار به صورت خصوصی انجام می شود. حقایقی که این معاونت دریافت می کند از طریق تحقیقات غیررسمی، مصاحبه شاهدان، بررسی گزارش ها و اسناد و مدارک کارگزاری ها، بررسی داده های معاملاتی، و دیگر روش ها به دست می آید. پس از انجام بازرسی، کارکنان کمیسیون یافته های خود را جهت بازبینی به کمیسیون ارائه می نمایند. کمیسیون می تواند به کارکنان خود اختیار دهد تا موارد جرم یا تخلف را در دادگاه فدرال ثبت نموده یا اقدام اجرایی (اداری) در قبال آن انجام دهند. در اغلب موارد، کمیسیون و طرف متخلف، بدون ارجاع پرونده به دادگاه، مصالحه می کنند (درخصوص جبران خسارت ها و ...).

۵- *معاونت تحلیل های اقتصادی و ریسک*: دو وظیفه اصلی برای این معاونت مد نظر قرار گرفته شده است. ابتدا اینکه، کارکنان این معاونت حمایتی اساسی به شکل تحلیل های اقتصادی جهت پشتیبانی از مقررات گذاری کمیسیون و توسعه سیاست های خود ارائه می نمایند. دوم آنکه، این معاونت تحلیل ها و تحقیقات اقتصادی، ارزیابی ریسک، و تجزیه و تحلیل داده ها انجام می دهد تا از منابع سازمانی و اقداماتی که در سازمان صورت می گیرد، به نحو احسن حمایت شود.

جمع بندی

در مجموع، با مراجعه به وظایفی که در بالا ذکر شد و وظایف نظارتی که برای بورس ها وجود دارد، می توان اذعان داشت که غالب وظایف نظارتی که باید در خط مقدم تنظیم و نظارت قرار گیرند، به عهده بورس هاست و نهادهای نظارتی اصلی، نظارت عالی بر روند بازار دارند. در ایالات متحده، وظایف نظارتی بورس نیویورک میان NYSE Regulation و FINRA تسهیم شده است و به نوعی نظارت بر بازار و اعضا برون سپاری شده است. این در حالی است که نهاد ناظر اصلی بازار سرمایه (یعنی کمیسیون بورس و اوراق بهادار) نیز بر فرایند عمومی بازار، ناشران پذیرفته شده، نهادهای خودانتظام و ... نظارت دارد. براساس قانون، اسناد و مدارک الزامی، باید هم برای بورس و هم برای نهاد ناظر ارسال شود. اساساً وظیفه اصلی حمایت از سرمایه گذاران، ارتقای کارایی بازار، هماهنگ سازی بازار و جلوگیری از تخلفات و پیگیری آن بر عهده نهاد ناظر اصلی بازار محسوب می شود اما استاندارد گذاری، نظارت بر فعالان بازار، تعیین رویه های اجرایی، مقررات گذاری برای بازار، بررسی فرایند انطباق با قوانین و مقررات و ... از جمله وظایف بورس محسوب می شود.

منتخب منابع:

- 1- Borsa Istanbul, Article of Association.
- 2- Carson, John, 2011, Self-Regulation in Securities Markets, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group.
- 3- Carson, John, 2003, Conflicts Of Interest In Self-Regulation, The World Bank, Financial Sector Operations and Policy.
- 4- CFA Institute, 2007, Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress?
- 5- Chesini, Giusy, 2014, Changes in the Ownership structure of Stock Exchanges: from demutualisation to self-listing, researchgate journal.
- 6- Elliott, Jennifer, 2009, Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective, IMF Working Paper.
- 7- IOSCO, 2000, Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization, Technical Committee Consultation Draft.
- 8- IOSCO, 2006, Regulatory Issues Arising From Exchange Evolution, A Report Of The Technical Committee Of The International Organization Of Securities Commissions.
- 9- OECD, 2012, Capital Markets in Eurasia: Two Decades of Reform, Meeting of the Eurasia Group on Corporate Governance for Capital Market Development.
- 10- OECD, 2014, Privatization and Demutualization of MENA Stock Exchanges: to be or not to be?
- 11- New York Stock Exchange, 2016, Sixth Amended And Restated Bylaws Of NYSE Regulation, Inc