

تحول در بازارهای اوراق بهادار

ترجمه: محمدحسین طاهری

World Federation of Exchanges, Working Paper

راهبرد توسعه خود را مطابق با الگوی تعیین شده تنظیم کنند، می توانند به موفقیت خود امیدوار باشند، چه کاربران این بازارها به دو امتیاز هزینه کمتر و قدرت نقدشوندگی بیشتر در دیگر بازارهای داخلی و خارجی دست خواهند یافت. بورس هایی که نتوانند جایگاه خود را تثبیت کنند، روند رو به رشد سریعی در عرضه بازارهای جهانی سرمایه نخواهند داشت.

این روزها، مدیران دادوستد اوراق بهادار، هنگام تأسیس یک بازار جدید با گزینه های متفاوتی برای شکل دادن به سیستم معاملات خود روبرو هستند و می توانند از میان سیستم های الکترونیک مبتنی بر سفارش خرید یا فروش، سیستم های دو منظوره الکترونیک و سیستم های ویژه کاربری بازارگردان ها یا کارشناسان بازار یکی را انتخاب کنند. این انتخاب تأثیر فراوانی در بالا بردن میزان کارایی بازار و کاهش هزینه ها خواهد داشت. همچنین استفاده از فناوری جدید می تواند در همکاری میان بورس های دو کشور و برقراری دادوستد اوراق در دو بورس خارجی عامل بسیار مؤثری باشد. دو بورسی که سیستم دادوستد اوراق در آنها قابلیت انطباق با یکدیگر را دارد بهتر و سریع تر می توانند در این زمینه با یکدیگر همکاری داشته باشند. هر چه

دیگران کوشانده و به این ترتیب نظام تازه ای در پهنه بازارهای مالی جهان در حال شکل گیری است. جا افتادن این چارچوب تازه، پیامدهای مهمی برای بازارهای مالی و کاربران آن به دنبال خواهد داشت.

هم اکنون، می توان سه الگوی مشخص برای بورس ها در نظر گرفت: بورس های جهانی، بورس های منطقه ای و بورس های چندمنظوره. بورس هایی که بتوانند جایگاه خود را در هر یک از این سه گروه مشخص کنند و

این روزها شاهد تغییر و تحول سریع و گسترده ای در بورس های اوراق بهادار هستیم. تالارهای شلوغ و پرسروصدای بیست سال پیش جای خود را به سیستم های الکترونیک مبتنی بر سفارش خرید یا فروش داده اند و هر روز شاهد امضای قراردادهای همکاری بورس ها با یکدیگر و با دست اندرکاران دادوستد الکترونیک اوراق بهادار در خارج از بورس هستیم. اجرای سازوکارهای تنظیمی و نظارتی جدید، بورس ها را بیش از پیش به عرضه رقابت جهانی با



فناوری سیستم دادوستد اوراق روزآمدتر و پیشرفته تر باشد، دخالت عامل انسانی در آن کمتر است و احتمال بروز خسارت به مراتب کمتر خواهد بود. به غیر از مدیران بورس، کاربران بازار از جمله سرمایه گذاران، کارگزاران و ناشران اوراق بهادار نیز می توانند در انتخاب سیستم و تجهیزات مناسب و مطلوب دخیل باشند.

البته چگونگی تشکیل بورس رابطه جدی با هویت ملی هر کشور دارد. بورس هر کشور با رعایت قوانین حقوقی و مالی همان کشور اداره می شود. به عبارت دیگر، اجرای قوانین ملی یا ایالتی ممکن است باعث شکوفایی و پیشرفت یا موجب مزاحمت برای سازوکار بورس اوراق بهادار باشد. وضع قوانین و مقررات جدید برای پیشبرد سازوکار دادوستد در بازار سرمایه ممکن است رقابت میان انواع گوناگون اوراق بهادار را تشدید کند. همچنین یکپارچگی مقررات حاکم بر بازار اوراق بهادار ممکن است فرصت های فراوانی برای انسجام هر چه بیشتر با بازارهای کشورهای دیگر و انجام دادوستدهای فرامرزی فراهم سازد. چند سالی است که موفقیت مالی بورس اوراق بهادار نیز به عنوان یک بنگاه اقتصادی اهمیت ویژه ای یافته است.

بورس هم مانند هر بنگاه اقتصادی کوچک یا متوسط دیگر با وجود مقررات سختی که از سوی مسئولان دولتی بر عملکرد مالی آن اعمال می شود باید به فکر اهداف مالی خود باشد.

بورس ها به دنبال ایفای نقش اقتصادی خود در بازار هستند و مایل اند همکاری های کوتاه مدت و دائم با بورس های دیگر داشته باشند. به هر حال، موفقیت هر بورس در این است که هم به اهداف اقتصادی خود به عنوان یک بنگاه اقتصادی دست یابد و هم تمامی اطلاعات مربوط به شرکت های پذیرفته شده را به سرمایه گذاران علاقه مند منتقل کند. تعداد سرمایه گذاران انفرادی و نهادی و حجم سرمایه های وارد شده به بازار به تفکیک منطقه جغرافیایی، همچنین میزان و تنوع اطلاعات منتشر شده از شرکت های داخلی و خارجی از جمله عوامل تعیین کننده در ارزیابی عملکرد بورس هستند. سه مدلی که برای نوع فعالیت هر بورس معرفی شده است باید با توجه به توانایی های موجود بررسی و انتخاب شود.

بورس جهانی (GEX)

بورس های جهانی نیویورک و لندن برای نشان دادن فعالیت بورس های

بزرگ نمونه های بسیار خوبی هستند. این بورس ها بالاترین ارزش بازار را در سطح منطقه دارند. در این بازار، شرکت های خارجی نیز برای دستیابی به امتیازهای بهتر و بیشتر، تسهیل عملیات بازاریابی و حضور در عرصه ای گسترده تر تلاش می کنند.

البته بورس جهانی، مدل تازه ای نیست اما تعریف این بورس و فرصت ها و چالش هایی که پیش رو دارد به تازگی و از سال های پایانی قرن گذشته محل بحث و تبادل نظر قرار گرفته است. یکی از عوامل مؤثر در ارزیابی عملکرد هر بورس جهانی، بررسی قلمرو نفوذ آن است که باید گسترده تر از موافقت نامه های تجاری بین المللی و همسو با جریان سرمایه باشد. یکی دیگر از عوامل مهم در ارزیابی GEX، عملکرد بورس در مقطع زمانی مورد نظر و رقابت دشوار با دیگران است. هماهنگی با اصول فرهنگی و قوانین و مقررات وضع شده میان کشورهای هر منطقه نیز از اهمیت بالایی برخوردار است. از جمله توافق نامه هایی که چند کشور را گرد هم آورده است می توان از نفتا، اتحادیه اروپایی، مرکوسول، آسه آن، یا سازمان تجارت جهانی نام برد.

اوراق بهادار بین المللی ممکن است





متعلق به شرکت‌های عظیم چند ملیتی باشد، مانند رویال داچ / شل، سونی یا فورد یا شرکت‌های کوچکتری همچون کیمل بر (Castle Beer) یا تلبراس (Telebras). اما، شرکت پذیرفته شده داخلی، شرکتی است که در داخل محدوده جغرافیایی یک کشور یا در محدوده قوانین و مقررات یک کشور خاص شناخته شده است. اوراق شرکت داخلی ممکن است در GEX همان کشور پذیرفته شود، یا اینکه در پی پذیرش در یک بورس جهانی دیگر باشد، هر چند ممکن است در صورت پذیرش هم به موفقیت چندانی دست نیابد.

نکته مهم دیگری که در این ارزیابی مطرح است، میزان قدرت نقدشوندگی بازار است. به این معنی که هر چه جریان سفارش‌های خرید و فروش اوراق بهادار در یک بورس گسترده تر و پر شمار باشد، قدرت نقدشوندگی بازار بالاتر است.

بورس جهانی ممکن است در شکل و شمایل ائتلافی مجازی وارد عرصه فعالیت شود، مانند بورس پان اروپایی (Pan - European). این بورس ممکن است اصولاً مکان فیزیکی مشخص نداشته باشد و ممکن است فقط به شکل موافقت نامه ساده فناوری میان چند بورس باشد. نمونه‌های دیگر این نوع ائتلاف مجازی، اتحادیه بورس‌های ابزار مشتق پاریس، شیکاگو، سنگاپور یا بورس مرکوسول به رهبری سانوپانولو و یونوس آیرس است.

امروز بسیاری دیگر از بورس‌ها که مدعی جدی‌ای نیستند تلاش می‌کنند موقعیت بورس جهانی را به دست آورند، از جمله بورس سنگاپور که به دنبال تشکیل بورس جنوب شرق آسیاست، بورس مادرید که برای تأسیس بورس مشترک آمریکای لاتین - اروپا تلاش می‌کند یا اتحاد بین‌المللی بورس‌های زیر پوشش نزدیک. برخی بورس‌ها هم فقط بر روی کاغذ وجود دارند. اما تحقق احتمالات اقتصادی،

منطقه فعالیت می‌کند و عملکرد مثبت آن نشانگر سلامت اقتصاد منطقه است. در این بورس، سهام و ابزار مشتق شرکت‌ها دادوستد می‌شود و بیشتر سرمایه‌گذاران مستقر در منطقه و تعداد اندکی هم سرمایه‌گذار بین‌المللی در آن فعالیت دارند.

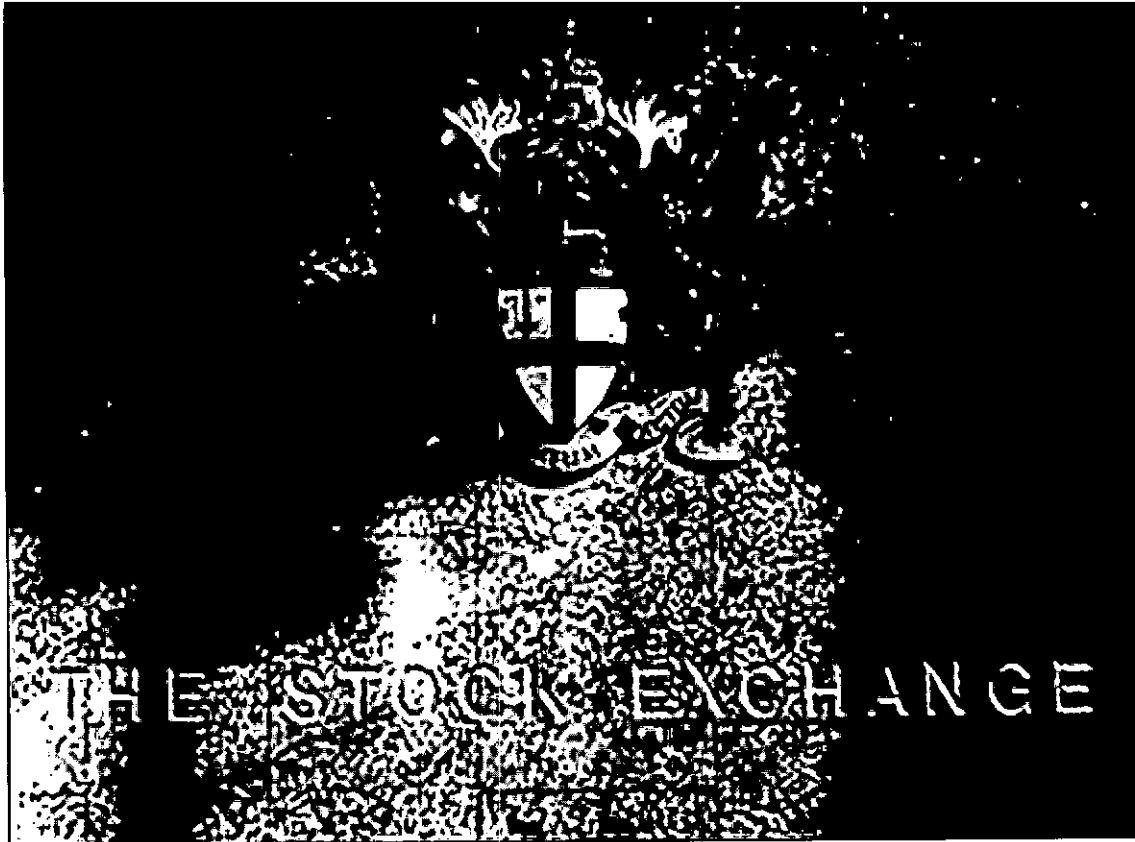
منظور از منطقه و منطقه‌ای، محدوده جغرافیایی خاصی است که ممکن است داخل مرزهای یک کشور باشد یا محدوده‌ای فراتر از آن. چنانچه محدوده جغرافیایی و اقتصادی یک کشور بیش از اندازه بزرگ و گسترده باشد بورس مورد نظر ممکن است تنها بخشی از آن را پوشش دهد. بورس آمستردام نمونه بورس منطقه‌ای محدود به داخل کشور است. درآمد بورس منطقه‌ای نیز از محل پذیرش و دادوستد اوراق داخلی و انتشار اطلاعات مربوط به شرکت‌ها تأمین می‌شود. بورس‌های منطقه‌ای می‌توانند با استفاده از فناوری پیشرفته، اطلاعات مربوط به شرکت‌ها را در ازای مبلغی مشخص در اختیار سرمایه‌گذاران سرتاسر جهان قرار دهند. بورس‌های کپنهاگ، اسلو، هلستینکی و تل آویو این کار را آغاز کرده‌اند. بورس کپنهاگ این اطلاعات را از طریق نامبر ارسال می‌کند و به زودی استفاده از اینترنت هم آغاز می‌شود. در بورس اسلو یک شرکت زیر پوشش برای این منظور تأسیس شده و هیچگونه تحلیلی هم بر روی

سیاسی، حقوقی، مالی، فناوری و اجتماعی می‌تواند تأسیس آن‌ها را بسیار سریع‌تر از آنچه انتظار می‌رود ممکن کند.

در ظاهر، ممکن است تأسیس و اداره بورس جهانی کار ساده‌ای باشد و درآمد سرشاری هم از محل دادوستد اوراق بهادار پرتقاضا و پذیرش شرکت‌های معظم بین‌المللی و شرکت‌های کوچک داخلی به دنبال داشته باشد. همچنین انتشار اطلاعات مالی دریافتی از شرکت‌ها در سطح جهانی درآمد هنگفتی در پی خواهد داشت. با این حال، چنین بررسی با رقابت شدید بورس‌های دیگر و همه نهاد‌های غیربورسی دست‌اندرکار دادوستد اوراق بهادار روبرو می‌شود. بورس اوراق بهادار بیش از تبدیل شدن به بورس جهانی باید موقعیت خود و بازار پیرامون خود را از لحاظ امکانات موجود، میزان شعور بازار و ساختار مورد نیاز به دقت بشناسد، در غیر این صورت و بدون داشتن پشتوانه‌ای قوی از قوانین و مقررات مالی، به شدت سقوط خواهد کرد. بسیاری از بورس‌هایی که داعیه تبدیل شدن به بورس جهانی را داشتند، امروز خود را تنها در جایگاه بورسی منطقه‌ای می‌بینند.

بورس منطقه‌ای (REX)

بورس منطقه‌ای بیشتر در عرصه پذیرش اوراق شرکت‌های مستقر در



بورس استکهلم بخشی از گروه DM است و امضای قرارداد همکاری نزدیک با شرکت سخت افزار - نرم افزار Softbank ژاپن نیز از نمونه های دیگر این گونه همکاری است.

هر بورس می تواند در فرصت مناسب و به شکل عضویت متقابل و توسعه حجم معاملات، با توجه به قدرت نقدشوندگی بازار، با بورس دیگر متحد شود. تأثیر این اقدام به شرح زیر است:

- کارگزار دیگر ملزم نیست عضویت در بورس باشد و این بر میزان درآمد بورس تأثیر می گذارد. هم اکنون کارگزاری های بزرگ عضو چند بورس هستند اما با شیوه عضویت متقابل، هزینه بورس در بخش حق عضویت و حق دسترسی کاربران به میزان قابل توجهی کاهش می یابد.

- کارکردن با چند بورس منطقه ای مرتبط با هم باید برای سرمایه گذاران جذاب تر باشد. معامله گر به جای اینکه با مسایلی فنی دادوستد مستقیم در چند بازار درگیر باشد با دسترسی به یک سیستم معاملات می تواند با چند بازار منطقه ای ارتباط برقرار کند.

- توسعه فناوری به طور همزمان در

صورت به چشم یک بخش نیمه تعاونی و نیمه رقابتی به آن نگاه می کنند.

گفتنی است که سرمایه گذاران داخلی بیشتر مایل اند در بورس های جهانی بر روی سهام شرکت های کشور یا منطقه خود سرمایه گذاری کنند زیرا آشنایی و تخصص بیشتری نسبت به این دسته از شرکت ها دارند و با آن ها راحت ترند. پس اگر این اوراق در یک بورس منطقه ای موجود باشد با اقبال سرمایه گذاران روبرو می شود. تا پایان سال ۲۰۰۴ بسیاری از بورس ها به نوعی بورس منطقه ای تبدیل می شوند.

بورس چند منظوره (DEX)

ساختار و عملکرد بورس چند منظوره شبیه بورس منطقه ای است، با این تفاوت که علاوه بر پذیرش دادوستد اوراق بهادار داخلی در زمینه های اقتصادی دیگر نیز فعالیت دارد. در این بورس انواع سهام و ابزار مشتق دادوستد می شود.

این روزها ممکن است شرکت یا مؤسسه غیربورس دست به کار خرید و جذب بورس اوراق بهادار شود، یا با مشارکت بورس اوراق بهادار دست به تأسیس بورس چند منظوره بزند.

اطلاعات گردآوری شده انجام نمی شود. در این جا، ارسال اطلاعات زمانی ارزش واقعی خود را می یابد که اطلاعات دسته بندی شده برای مشتریان مشخصی ارسال شود.

میزان پذیرش شرکت ها در این بورس نشانگر میزان سلامت بخش خصوصی کشور است و برای سرمایه گذاران داخلی و خارجی شاخص خوبی است. از سوی دیگر، این بورس ها می توانند به صورت تخصصی در برخی زمینه های خاص کار کنند و باعث رونق و شکوفایی صنعت مورد نظر شوند، مانند بورس استکهلم و هلسنکی که در زمینه ارتباطات موبایل کار می کنند و بورس اسلو که متخصص شرکت های کشتیرانی و حمل کالا است.

مسئولان بورس منطقه ای باید به نهادهایی که وظیفه توسعه اقتصادی منطقه را به عهده دارند در مورد نقش جایگاه بورس در توسعه اقتصادی کشور و کمک به تأمین مالی شرکت ها آموزش دهند. چنانچه مسئولان دولت به خوبی با نقش بورس آشنا شوند می توانند از توانمندی های آن در تصمیم گیری های مالی خود استفاده کنند، در غیر این

چند بورس اتفاق می افتد. در این حالت، شرکت های دست اندرکار ساخت و ارتقای سیستم های معاملات بورس وارد بخش اصلاح ظرفیت و ارتباط و هماهنگی سیستم های موجود می شوند.

- بورس هایی که با یکدیگر ادغام شده اند باید ناظران بازار را نسبت به شرایط جدید توجیه کنند و بخش های مختلف نظارتی نیز باید کم کم در یکدیگر ادغام شوند.

اکنون دادوستد الکترونیک در تمام بورس های دنیا رایج است. به این ترتیب: - سازوکار بازار با پشتوانه سیستم های دقیق و تضمین شده نظارتی پیش می رود. هرچه استفاده از سیستم های خودکار الکترونیک گسترده تر باشد، کارایی بازار و به دنبال آن میزان درآمد کاربران بیشتر خواهد بود.

- اشتباه همیشه پیش می آید. ممکن است خرید یا فروش ۱۰۰۰۰ سهم به اشتباه ۱۰۰۰ سهم وارد سیستم شود، اما با استفاده از سیستم مؤثر " real checks " می توان تا اندازه زیادی این مشکل را برطرف کرد.

- فعالیت ۲۴ ساعته سیستم معاملات از نظر فنی امکان پذیر است اما در عمل با دشواری هایی مانند محدودیت نیروی انسانی، دشواری نظارت بر بازار و قدرت نقدشوندگی بازار روبرو خواهد شد.

در قوانین و مقررات موجود هیچ گونه معنی برای رقابت میان بورس ها یا شبکه های الکترونیک وجود ندارد، بنابراین:

- پراکندگی بازارها و تأسیس بازارهای جدید باعث کاهش قدرت نقدشوندگی بازار می شود و فعالان بازار نیز در تشخیص قیمت واقعی اوراق دچار سردرگمی می شوند و این یعنی شکنندگی بازار. این وضعیت، درست نقطه مقابل ادغام و اتحاد بازارهاست.

- ناظران بازار متوجه کاهش قدرت نقدشوندگی بازار می شوند و ادغام و همکاری بازارها را در دستور کار خود

قرار خواهند داد.

- با دسترسی سرمایه گذاران شخصی و نهادی به سیستم معاملات الکترونیک، وظیفه جدیدی برای کارگزاران پدید می آید. به این ترتیب، کارگزاران نقش فروشنده کالای جدید بورس، یعنی اطلاعات شرکت ها را به عهده می گیرند. مکان فیزیکی بورس دیگر عامل چندان تعیین کننده ای نیست، اگرچه هنوز اهمیت خود را از دست نداده است.

پس:

- ممکن است معامله گران مانند گذشته در مکان مشخصی جمع شوند ولی این به دلیل نیاز به نزدیکی به تالار معاملات نیست. با وجود زیرساخت های پیشرفته الکترونیک، معامله گر خواه در

نیویورک باشد و خواه در نورژ، به اطلاعات مشابهی دسترسی خواهد داشت.

- هنگامی که فعالان بازار از لحاظ جغرافیایی بسیار پراکنده و دور از هم هستند، مهمترین عامل موفقیت در انجام معاملات، دسترسی به اطلاعات است. شرکت هایی که دسترسی گسترده به اطلاعات را امکان پذیر می سازند، هم برای خود و هم برای بورس درآمدزا هستند.

پی نویس ها:

- 1- Global Exchange
- 2- Regional Exchange
- 3- Diversified Exchange
- 4- North Atlantic Free Trade Agreement
- 5- MERCOSUL
- 6- Association of South - East Asian Nations

