

# بورس‌های اروپایی

## در آستانه تغییرات ساختاری

مترجم: سهیل ایلداری

محقق اداره روابط عمومی بانک مرکزی



بورس

۲۸

۱۳۸۵

۵۰



## مقدمه:

چشم‌انداز بورس‌های اوراق بهادار اروپایی آبتن تغییرات است. در خلال چند سال گذشته شمار زیادی از بورس‌های اروپایی در جست‌وجوی یافتن تریباتی برای گسترش همکاری‌ها با یکدیگر بودند. برخی با یکدیگر ادغام شدند و در همان اثناء نیز بورس‌های نوپایی چون VIX-X پا به عرصه وجود نهاد.

به راستی، بورس‌های اروپایی به کدامین سمت و سو می‌روند؟ چگونه می‌توان آن‌ها را با سایر بورس‌هایی که در سرتاسر جهان به فعالیت مشغول هستند، مورد مقایسه و سنجش قرار داد؟ چه دلایل و انگیزه‌هایی در پس پرده همگرایی‌های کنونی نهفته است؟ «بخش تحقیقات و مشاوره بانک «کردیت سوئیس» پاسخ این سئوالات را در ۱۵ بخش و به صورت ساختاری ذکر کرده است.

## ۱۵ نظریه پیرامون گرایش‌ها و چشم‌انداز بورس‌های اوراق بهادار اروپایی

### ۱- معامله کردن سهام‌های شخصی یک انحصار طبیعی است

موضوع یاد شده، این نکته را یادآور می‌شود که، معامله کردن سهام‌های شخصی در فقط یک بورس صرفاً به خاطر مساله نقدینگی است. مساله مهم‌تر حجم معاملات انجام شده در یک بورس خصوصی است. در عین حال، معاملات افراد دیگر، نمی‌تواند نوسانات شدید قیمت‌های سهام را به دنبال داشته باشد. این بدان معنی است که نقدینگی بالای معاملات موجب خواهد شد هزینه‌های انجام معاملات سهام برای سرمایه‌گذاران کاهش یابد بدین ترتیب، بازارهای بورسی که در شبکه خودشان دارای بالاترین کارایی معاملات هستند، می‌توانند سفارشات خرید سهام را از بورس‌هایی که دارای نقدینگی کم‌تری هستند، برابند و بدین وسیله، این روند یک دور تسلسل باطل را ایجاد خواهد کرد که کاهش بی سابقه حجم معاملات در بورس‌های ناکارآ را سبب خواهد شد.

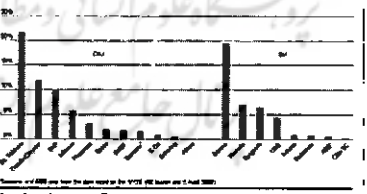
### ۲- معامله بسیاری از سهام‌ها در بازارهای داخلی صورت می‌گیرد

در عرصه عمل، سهام بسیاری از شرکت‌ها در چندین بورس پذیرفته شدند. هم‌چنین در مورد سهام‌های پذیرفته شده در بیشتر از یک

بورس، به هر حال می‌توان شاهد بود بسیاری از معاملات در بازارهای داخلی صورت گرفته است. «سهام‌های سودآور» آلمان و سوئیس در داخل بورس‌های این کشور با در بورس‌های معتبر بین‌المللی هم‌چون بورس اوراق بهادار نیویورک پذیره نویسی می‌شود. این امر، صحت مطالب فوق را تایید می‌کند. در سپتامبر سال ۲۰۰۱ یازده DAX (سهام آلمانی) و هشت SMI (سهام سوئیس) در بورس نیویورک پذیره نویسی شدند.

تحولات فوق با چند استثنا نیز همراه است. حجم معاملات بورس نیویورک ۱۰ درصد کم‌تر از بورس‌های محلی است (به نمودار شماره یک مراجعه کنید). حجم نسبتاً بالای معاملات در شرکت‌های Deutsche Telecom و دایملر-کرایسلر می‌تواند به خرید و تملک شرکت Voice Stream و ادغام دو شرکت یادشده با یکدیگر نسبت داده شود. صرف نظر از مثال یادشده به شرکت Serono - که یک شرکت فعال در زمینه بیوتکنولوژی است - نیز می‌توان اشاره کرد. شرکت فوق تنها شرکتی است که حجم معاملاتش به میزان ۱۰ درصد فراتر از شاخص بورس‌های محلی است. حتی شرکت‌های فعال بین‌المللی نظیر ABB، نوارتیس (شرکت دارویی) یا زیمنس هم‌چنان در سطحی پایین‌تر از شاخص بورس‌های محلی قرار دارند.

نمودار شماره ۱: حجم معاملات DAX و SMI در مقایسه با بورس‌های داخلی (از ژانویه تا جولای ۲۰۰۱)



### ۳- بورس‌های اوراق بهادار به طور طبیعی حق انحصاری ندارند

هنگامی که سهام شرکت نوکیا به عنوان مثال به جای اینکه در هلستکی معامله شود ابتدا در فرانکفورت عرضه می‌شود، تأثیر فروش آن‌ها به حداقل تنزل می‌کند چرا که نقدینگی مربوطه به سادگی به سوی بازار دیگری سرازیر می‌شود. علاوه بر این دور از ذهن به نظر می‌رسد که معامله یک سهام در بورس آلمان تأثیری آن چنانی بر قیمت سایر سهام‌ها که در دیگر مناطق جهان پذیرفته شده‌اند، بر جای

بگذارد. بنابراین به نظر می‌رسد این موضوع از اهمیت چندانی برخوردار نباشد که سهم در یک کشور کوچک یا بزرگ معامله شوند یا حتی در یک بازار جدید اروپایی.

این اظهار نظر که بورس‌های اوراق بهادار به طور طبیعی یک امتیاز انحصاری دارند، صحیح به نظر نمی‌رسد. بنابراین، از نقطه نظر نقدینگی صرف، منافع چندانی از بابت معامله کردن در یک بورس اروپایی حاصل نمی‌شود.

### ۴- رقابت بین شمار زیادی از بورس‌ها سودمند است

ایجاد یک بورس اوراق بهادار برای سرتاسر قاره اروپا و یا حتی در مقیاس وسیع‌تر برای تمام دنیا از نقطه نظر رقابتی مطلوب نیست. هنگامی که بورس‌های اروپایی به سمت ادغام پیش می‌روند، این احساس را برمی‌انگیزند که از نقطه نظر قیمت‌ها (به بخش‌های ششم تا هشتم این مبحث رجوع کنید) وجود حد معینی از رقابت ضروری است تا سطح عمومی قیمت‌های معاملات را در سطح پایینی نگه‌دارد و فشاری را به منظور ایجاد نوآوری و ابتکار وارد کند. اگر

جنبه‌های مثبت مالی کار را به کنار نهیم، از دیدگاه نظارتی، اعمال ساز و کارهای نظارتی بر بازار سرمایه و هدایت آن به سمت سازمان‌ها و مؤسسات خاص می‌تواند مشکل ساز و مساله آفرین باشد.

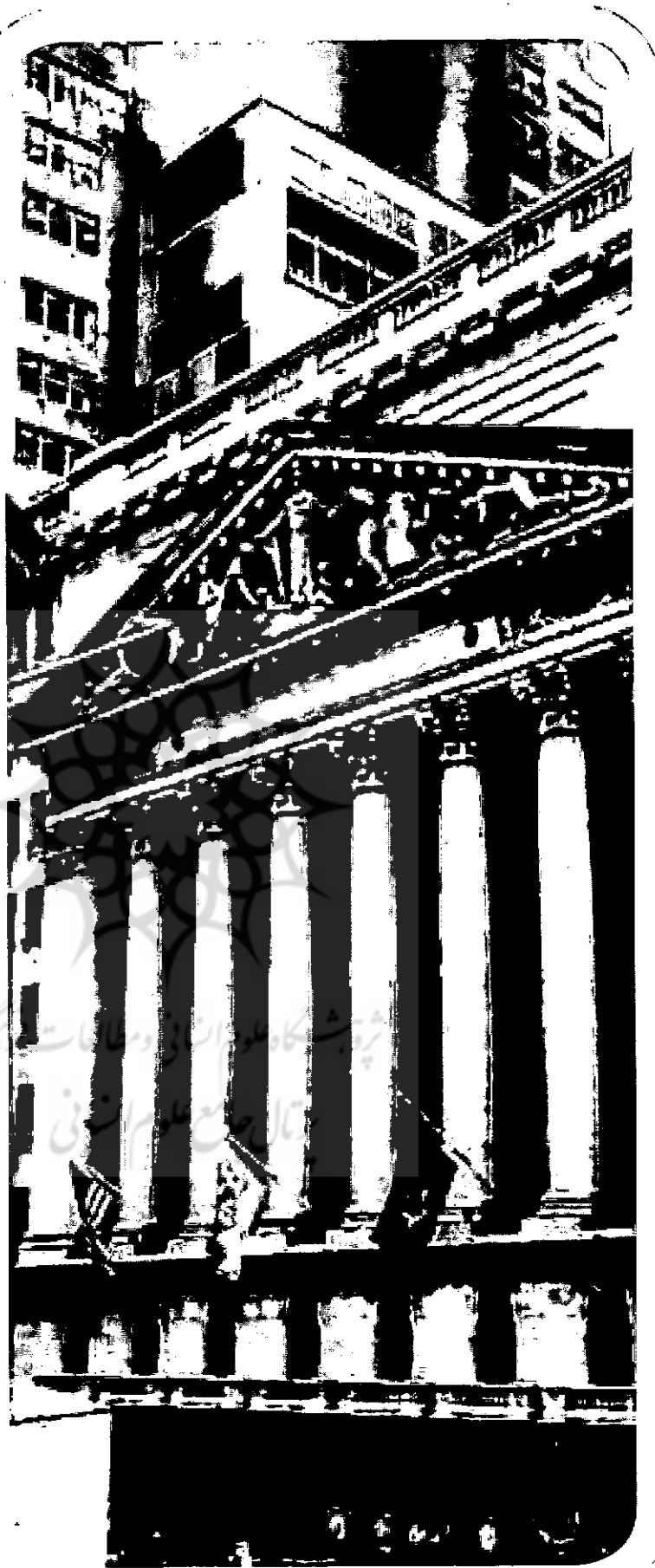
### ۵- معاملات در بورس‌های

اوراق بهادار باید هرچه بیشتر به صورت الکترونیک صورت گیرد

امروزه تجارت و به ویژه فرآیند معاملات به طور وسیعی به سمت استفاده از شبکه‌های کامپیوتری گرایش پیدا کرده است. حاضر به مدد کامپیوتر در جریان سفارشی الکترونیکی خرید کتاب می‌توان به طور خودکار بر فرآیند خرید و فروش نظارت کرد. گرچه در حال حاضر برخی از بورس‌های اوراق بهادار هم‌چون فرانکفورت، لندن و نیویورک که کماکان به صورت «معامله در

از نقطه نظر نقدینگی صرف، منافع چندانی از بابت معامله کردن در یک بورس اروپایی حاصل نمی‌شود

امروزه تجارت و به ویژه فرآیند معاملات به طور وسیعی به سمت استفاده از شبکه‌های کامپیوتری گرایش پیدا کرده است



تالار بورس<sup>۲</sup> فعالیت می‌کنند ولی استفاده از شبکه‌های الکترونیک نیز در آن‌ها به طرز چشمگیری رواج یافته است. بنابراین، بورس‌های اوراق بهادار باید هرچه سریع‌تر به سمت سوی بهره‌گیری از روش‌های الکترونیک روی آورند و در دراز مدت آن‌ها را جایگزین شیوه‌های سنتی دادوستد کنند.

۶- هزینه بالای به کارگیری از فناوری اطلاعات<sup>۳</sup> به بورس‌ها فشار زیادی وارد می‌سازد.

استفاده گسترده از فناوری اطلاعات هزینه‌های ثابت بالایی را به بورس‌ها تحمیل می‌کند. بسیاری از بورس‌های اوراق بهادار اروپایی در جریان مبادلات و پردازش اطلاعات‌شان از نرم‌افزارهای خاصی استفاده می‌کنند. زمانی که توسعه و گسترش شبکه‌های رایج در این بورس‌ها هزینه زیادی را در بر داشته باشد، آن‌ها معمولاً از تدابیری استفاده می‌کنند که کارایی هر چه بیشتر سرمایه‌گذاری و ظرفیت تولید را به دنبال داشته باشد. بنابراین، بورس‌های اوراق بهادار علاقه‌مندند تا ظرفیت‌های بالقوه بهره‌وری از شبکه‌های خود را به حداکثر رسانند و تا آن‌جایی که مقدور است به حجم وسیعی از معاملات دست زنند. از این رو، بورس‌های کوچک - به طور اخص - آسیب‌پذیر بوده و تحت فشار زیادی قرار خواهند گرفت. معامله با این قبیل چارچوب‌های تجاری<sup>۴</sup> می‌تواند سه نوع سیاست متفاوت را به منظور جبران هزینه‌های بالای توسعه شبکه به دنبال داشته باشد:

\* بورس‌های اوراق بهادار می‌توانند روش‌های مورد استفاده خود را در ازای دریافت هزینه‌های مترتب بر آن در اختیار سایر بورس‌ها نیز قرار دهند. دو مورد از این مثال‌ها در این زمینه گروه سوئدی OM group و بورس اوراق بهادار سوئیس (SWX)<sup>۵</sup> است که برنامه کاری آن‌ها به وسیله American Stock Exchange و Virt-x مورد استفاده قرار می‌گیرد.

\* امکان دوم آن است که بورس‌های اوراق

2 - floor trading

3 - information technology

4 - trading platform

5 - SWISS STOCK EXCHANGE (SWX)

بهادار با یکدیگر ادغام شوند با به نوعی با یکدیگر ائتلاف کنند، از این طریق نیز آنان قادر خواهند بود برنامه‌های مربوط به فناوری اطلاعات خود را توسعه بخشند. این شیوه توسط بورس‌های «آمستردام»، «بروکسل» و «پاریس» اتخاذ شده و آن‌ها در قالب بورس جدیدی به نام «Euronext» در یکدیگر ادغام شده‌اند.

\* استراتژی سوم سعی برداشتن مبادله و بازرگانی مستقل و به دور از مشارکت سایر بورس‌های اوراق بهادار است. یک مثال زنده در این خصوص Virt-X است که به صورتی یکپارچه و منسجم در زمینه سهام‌های سودآور اروپا فعالیت می‌کند.

### ۷- پیشنهاد تهاوت و تسویه می‌تواند به طور بالقوه بر افزایش بازدهی موثر باشد

هرگونه سهامی که در بورس معامله می‌شود باید بر طبق یک سری عملیات خاص صورت گیرد. این فرآیند شامل مبادلات پایایی و پرداخت و تحویل سهم‌ها (تسویه حساب) است. این دو حوزه، بزرگ‌ترین اجزای تشکیل دهنده جریان مبادله اوراق بهادار محسوب می‌شوند. اساس تسویه حساب به دنبال شکل‌گیری بورس‌ها رشد یافت و بنابراین با ساختار کشورها تطبیق یافته و از شکل و شمایل یکسانی در دنیا برخوردار نیست.

شکل‌گیری بسیاری از شبکه‌ها برای آن است که در جریان مبادلات یک کشور نقش واسطه و میانجی را ایفا کنند. برخی از اتاق‌های پایایی اروپایی<sup>۶</sup> از قبیل: Cresto Co, Europolar, Segal Lenter Settle در حال حاضر به صورت بسیار نزدیکی با یکدیگر همکاری می‌کنند. حتی امکان تمرکزگرایی<sup>۷</sup> بزرگ‌تری نیز در خلال سال‌های پیش رو وجود دارد. یک برنامه تسویه حساب‌های بین‌المللی پایه و اساسی برای حصول بازدهی و پس‌انداز کردن هزینه‌ها در جریان مبادلات بازرگانی محسوب می‌شود. این امر می‌تواند انگیزه مضاعفی برای همبستگی و ائتلاف بورس‌های اوراق بهادار اروپا به شمار آید.

### ۸- تمرکز ساختن مبادلات در بورس‌های اوراق بهادار می‌تواند کاهش هر چه بیشتر هزینه‌ها را به دنبال داشته باشد

به استثنای هزینه‌های ناشی از به کارگیری فناوری اطلاعات برای بورس‌های اوراق بهادار شبکه‌های فناورانه ناهمگون و ساختار

6 - European Clearing Houses

7 - centralisation

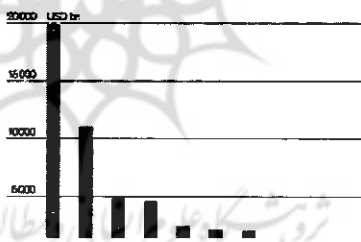
نظارتی متفاوت بسیاری از بازارها، هزینه‌های فراوانی را به هنگام مشارکت مالی بر روی دست‌سازمان‌ها می‌گذارد. این تأثیرات به طور ویژه شامل ارتباط و پیوستگی فناورانه، آموزش برای مبادله‌کنندگان و اداره‌کنندگان، در بسیاری از جنبه‌ها برای سازمان‌ها قابل توجه است. متمرکز ساختن عملیات بورس‌های اوراق بهادار در سطح وسیع می‌تواند چشم‌انداز مطلوبی را از حیث کاهش هزینه‌ها فراروی آن‌ها قرار دهد. به هر حال، پیامدهای ناشی از این مسأله از بابت آثار متقابل ناشی از رقابت (مورد شماره ۴) قابل توجه است.

### ۹- تمرکزگرایی فرآیندها مبادلات در قاره اروپا امری محتمل است.

در مقایسه با بورس‌های مستقل در قاره اروپا، بازارهای مالی ایالات متحده به صورت فرآیندهای با یکدیگر مرتبط هستند. البته این مسأله خود بازتابی از حجم بالای مبادلات بازرگانی در بورس‌های بزرگ ایالات متحده است. (به نمودار شماره ۲ توجه نمایید.)

نمودار شماره ۲: حجم معاملات ۱۰ بورس برتر جهان در سال ۲۰۰۰

ارقام به میلیارد دلار



شایان ذکر است، حجم کل مبادلات سه بورس بزرگ اروپایی شامل: Euronext، لندن و فرانکفورت از حجم کل مبادلات بورس اوراق بهادار نیویورک - دومین بورس بزرگ ایالات متحده - نیز کمتر است. علاوه بر این، هنوز در ایالات متحده ظرفیت کافی برای معاملات بیشتر در بازارهای اوراق بهادار وجود دارد (نزدک و Amex) و برای آینده چندین بورس اوراق بهادار منطقه‌ای و نیز بازارهای مجزا برای انتخاب وجود خواهد داشت. به طور کلی، ایالات متحده مثال مناسبی در مورد خرید و فروش سهام خاص، سهام معتبر، سهام سودآور (که اصطلاحاً بلوچیپ خوانده می‌شوند) و ابزارهای مشتقه، است.

در سال‌های اخیر تجارت در اروپا جنبه بین‌المللی فراوانی پیدا کرده است. حد و

مرزهای ملی کشورها در اتحادیه اروپا اهمیت خود را از دست داده و یورو - پول واحد اروپایی - دادوستد را در سراسر اتحادیه، بسیار آسان تر ساخته است. علاوه بر این، امور اقتصادی منطقه به سمت انسجام

و یکپارچگی پیش می‌رود. اکنون بسیاری از شرکت‌های اروپایی از جمله گروه دارویی Aventis در داخل مرزهای جغرافیایی خود بسیار رشد کرده و لازم است به داخل مرزهای ملی سایر کشورها

نیز گسترش یابد. آیا شرکتی که

دفتر مرکزی آن در فرانکفورت یا پاریس قرار دارد، در آینده در مقایسه با شرکت‌هایی که در نیویورک یا شیکاگو به فعالیت اشتغال دارد، اهمیت خود را از دست خواهد داد؟

صرف نظر از عامل «هزینه» گرایش‌های اقتصادی حاکی از آن است که یکپارچگی بازارهای سهام سیر صعودی به خود گرفته است. هم‌چنین از ایالات متحده نیز نباید انتظار داشته باشیم یک بورس یکپارچه و متحدی را در اروپا ایجاد کند.

### ۱۰- اعتبار ملی کشورها در گروه یکپارچگی هر چه سریع‌تر است

باتوجه به نقش کلیدی بورس‌های اوراق بهادار در بازارهای سرمایه داخلی، اغلب آن‌ها به عنوان «مراجع شبه دولتی» اهمیت ملی یافته‌اند. سستی پنداشتن وظایف چشمگیر در

حوزه اختیارات و امور نظارتی و حتی اسامی آن‌ها به عنوان مثال بورس آلمان یا بورس سوئیس، سازگاری ملی و عدم یکسان بودن مقررات ناظر بر فعالیت بازارهای مالی بر پایه یکپارچگی سریع بورس‌های اوراق بهادار اروپایی قرار دارد. در زمانی که تلاش‌های اتحادیه اروپا حول محور یکسان سازی و تمرکز گرایی مقررات بنا شده است، این فرآیند می‌تواند سال‌ها به طول انجامد.

۱۱- ایجاد شبکه‌هایی از بازارهای مالی می‌تواند فرآیند یکپارچگی را دچار

در سپتامبر سال ۲۰۰۱ یازده DAX (سهام آلمانی) و هشت SMI (سهام سوئیس) در بورس نیویورک پذیره نویسی شدند

هنگامی که سهام شرکت نوکیا به جای هلسیکی در فرانکفورت عرضه می‌شود، تأثیر فروش آن‌ها به حداقل تنزل می‌کند چرا که نقدینگی مربوطه به سادگی به سوی بازار دیگری سرازیر می‌شود



اختلال کند.

مؤسسات مالی در خلال سال‌های گذشته، شبکه گسترده‌ای را به کمک بانک‌های کارگزار ایجاد کرده‌اند و از این طریق به طور مستقیم به بورس‌های اوراق بهادار خارجی دسترسی دارند. آن‌ها با استفاده از این شبکه ارتباطی سودهای کلانی را حاصل کرده و سفارش‌های سودآوری را از طریق این گونه ارتباطات برای بورس کشور متبوع خود فراهم می‌آورند. در مقایسه با کیفیت مشاوره‌هایی که آن‌ها دریافت می‌کنند، مشتریان بانک‌ها معمولاً از لحاظ کمیسیون‌ی که بابت انجام معاملات پرداخت می‌کردند، این گونه درآمدها از اهمیت چندانی برخوردار نبود. مادامی که مؤسسات مالی قادر نبودند خدمات مشاوره‌ای ارایه دهند، واسطه‌های بازار بورس تا اندازه‌ای می‌توانستند فشارهای محدودی بر نرخ کمیسیون خود وارد آورند. بنابراین در این شرایط معامله کنندگان بزرگ بورس از انگیزه کم‌تری برای دادن اطلاعات به شبکه‌های مالی برخوردار بودند و سعی می‌کردند خودشان سفارشات خرید سهام را انجام داده و از سود حاصله بهره مند شوند. انتقال معاملات ارزی و محلی به بازارهای موازی بورس می‌تواند موجب شود فقدان نقدینگی هر چه بیشتر خود را نشان دهد. گرایش به سمت بازارهای موازی داخلی یا خارجی می‌تواند سه دلیل کمبود نقدینگی دچار اختلال بیشتری شود و به نظر می‌رسد یکپارچگی بورس‌های اوراق بهادار اروپایی نیاز به زمان دارد.

۱۲- همکاری‌های مشترک در گام اول هم منافع بالقوه فراوانی در بر

دارد

همکاری بورس‌های اوراق بهادار آن‌ها را در منافع سرشاری سهام می‌سازد بدون آنکه به هویت ملی آنان خدشه‌ای وارد کند. بازارهای عمده سهام هم چون بورس فرانکفورت یا لندن از کم‌ترین امکانات لازم برای انجام معاملات بورسی به تنهایی برخوردار نیستند، بنابراین باید زمان کافی برای کسب توانایی‌های لازم را در اختیار آنان نهاد. بورس‌های در مقیاس کوچک‌تر قادرند در بین خودشان ترتیبات همکاری ایجاد کنند یا به یک شریک بزرگ تری بیوندند. یک عنصر اساسی در مورد

گرایش به سمت بازارهای موازی داخلی یا خارجی می‌تواند به دلیل کمبود نقدینگی دچار اختلال بیشتری شود و به نظر می‌رسد یکپارچگی بورس‌های اوراق بهادار اروپایی نیاز به زمان دارد

ترتیبات همکاری‌هایی از این دست، استفاده مشترک از شبکه‌های فناوری اطلاعات است. علیرغم ستایش و تجلیل از داشتن شبکه فوق، خریداری کردن یک شبکه مبادلاتی دقیق و سنجیده و قابل بهره‌گیری سایر بورس‌ها اغلب از نظر اقتصادی بسیار مقرون به صرفه است. در حال حاضر کار بهتری که می‌توان انجام داد این است که از چارچوب‌های موجود برای انجام معاملات استفاده بهینه نمود، آنان را ارتقاء بخشید و با استفاده از این روش، هزینه‌های نگهداری از شبکه‌های فعلی را تا اندازه‌ای جبران کرد. بورس‌های مختلف اروپایی در

بهربرداری از فناوری اطلاعات از دستورالعمل‌های مشترکی استفاده می‌کنند. در

خصوص همکاری‌های متقابل بین بورس‌های اروپایی می‌توان به همکاری‌های مابین بورس آلمانی - سوئیسی EUREX و

بازارهای مالی اسکندیناوی که Norex Alliance نامیده می‌شود اشاره کرد. هم‌چنین همکاری‌های دوجانبه بین بورس‌های اوراق بهادار آلمان و بورس آلمان نیز قابل توجه است.

۱۳- یکسان‌سازی منافع فراوانی را بدون ایجاد هر نوع دردسر برای بورس‌ها ایجاد کرده است.

هنگامی که صحبت از هزینه‌های قابل توجه ایجاد سریع یک بورس واحد می‌شود (به نکات ۶ تا ۸ رجوع کنید) آن‌گاه این چشم‌انداز مورد توجه قرار می‌گیرد که ایجاد چنین بورسی از لحاظ رقابت یا نقدینگی اصولاً مطلوب یا ضروری خواهد بود. (به نکته شماره ۴ رجوع شود). معمولاً سازمان‌ها در مقابل تغییرات سریع مقاومت کرده و در روال آن ایجاد اختلال می‌کنند. (موارد ۱۰ و ۱۱) بورس‌های اروپایی در جریان رشد و توسعه آتی خود باید به جنبه‌های مختلف توجه داشته باشند. یکسان‌سازی جهانی بورس اوراق بهادار می‌تواند آن‌ها را به هم‌دیگر پیوند دهد و در بین آن‌ها رقابتی سالم ایجاد کند. این نکته می‌تواند این احساس را برای بورس‌های اوراق بهادار ایجاد نماید که در آینده مسأله «یکسان‌سازی» چیزی شبیه شیوه‌های ارتباطی

9 -Vienna Stock Exchange

10 -standardisation

کنونی هم چون اینترنت و یا سوئیفت (شبکه ارتباطی بین بانکی) خواهد بود.

در یک دنیای ایده‌آل، ما می‌توانیم شبکه‌ای از بورس‌های مختلف را تجسم کنیم که شیوه‌های عملیاتی آن‌ها یکسان شده بازارها را در انحصار گرفته‌اند. از سوی دیگر، سفارشات واصل شده از مبادله‌کنندگان آن‌ها را به یک‌دیگر پیوند می‌دهد و آن‌ها را درقبال بورس مسئول بار می‌آورد. بدین وسیله هر سهمی به صورت اختصاصی در بازارهای داخلی آن کشور عرضه خواهد شد و این در حالی است که تیره‌های بازار می‌توانند معامله‌گران و سهام پذیرفته شده در بورس را انتخاب کنند.

چنانچه این سیر رخ دهد، امری مطلوب خواهد بود و نسبت به پیش بینی‌های غیر واقع بینانه ترجیح دارد. بورس‌های مستقل انگیزه‌های ناچیزی دارند که هزینه‌های بالای یکسان سازی و شبکه بندی را احتمال شوند. پروژه‌ای از این دست، به طور خارق العاده‌ای محتاج فناوری پیشرفته است چرا که تلاش‌های پیشین، نتایج موفقیت باری در بر نداشتند

۱۴- همواره بهترین شبکه، پیروز از میدان خارج نمی‌شود

مطابق نظرات آگاهان شبکه معمول در Vint- X بهترین روش از لحاظ ادغام و یکپارچگی کامل فرآیند مبادلات، تسویه حساب‌ها در زیرساخت‌های بین‌المللی است. قطع نظر از سختی مقایسه کردن شبکه‌های متفاوت و رایج در بورس‌های اوراق بهادار، لزوماً بهترین شیوه به بهترین نتیجه منتهی نمی‌شود بلکه طبقه بندی اطلاعات و مذاکره در خصوص همکاری شرکت‌ها در این فرآیند نقش عمده‌ای ایفا می‌کنند. به عنوان مثال در دهه ۱۹۷۰ سه شبکه ویدئویی به طور موازی در جهان توسعه یافت: تامکس<sup>۱۲</sup> (متعلق به شرکت سونی)، ویدئو ۲۰۰۰ (متعلق به شرکت فیلیپس) و VHS (متعلق به شرکت JVC). برنامه‌های بسیار متورانه‌ای را در این میان به مرحله اجرا نهاد و در پی آن بر رقبای عمده اش فائق آمد اما در پایان برتری شبکه VHS

11 -networking

12 -Betamax

ایالات متحده مثال مناسبی در مورد خرید و فروش سهام خاص، سهام معتبر، سهام سودآور (که اصطلاحاً بلر چیپ خوانده می‌شوند) و ابزارهای مشتقه، است

در مقابله با رقیبش رنگ باخت و رو به افول نهاد. مثال‌های مشابهی را نیز می‌توان در زمینه صنایع نرم‌افزار کامپیوتری، یافت.

### ۱۵-معاملات موازی هزینه‌ها را کاهش می‌دهد اما اکنون وضعیت این گونه معاملات دشوار است

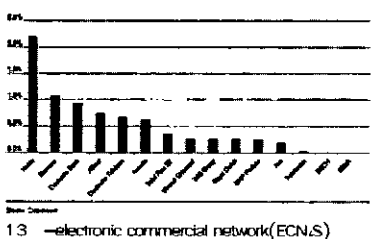
طی سالیان اخیر، شمار زیادی از بازارهای الکترونیکی موازی به سمت ادغام شدن گام برداشته‌اند و ما شاهد توسعه و گسترش شبکه‌های الکترونیکی<sup>۱۳</sup> هستیم که با استفاده از آن سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۱۴</sup> قادر

شدند به‌طور مستقیم حجم عظیمی از معاملات را انجام دهند. علاوه بر این، بورس‌های موازی در رقابتی رودر رو با ایجاد بورس‌هایی دیگر سعی کردند مبادلات را به سمت خود سوق دهند. یک مثال روشن

در این زمینه  $Virt-X$  است که در ژوئن سال ۲۰۰۰ پایه ریزی شد

و در جست‌وجوی آن بود تا در درجه اول از لحاظ اقتصادی جانسختین مناسبی برای مبادلات سهام در سرتاسر کشورش باشد. تاکنون تقریباً به‌صورت انحصاری معامله‌گران تشویق شده‌اند سفارشات خرید سهام خود را در بازارهای موازی ارایه کنند. این حرکت امیدوارکننده می‌تواند از نقش واسطه‌گران بکاهد زیرا آنان می‌توانند تعیین قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهند. بدین ترتیب مشتریان خبره نیز وارد بازار خواهند شد.

### نمودار شماره ۳-حجم معاملات ۱۵ شرکت برتر اروپایی ثبت شده در بورس نیویورک در مقایسه با بورس‌های داخلی



13 -electronic commercial network (ECNS)

۱۴ - Institutional investors سرمایه‌گذاران (مؤسسات) نهادی بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه از نمونه‌های بارز سرمایه‌گذاران (مؤسسات) نهادی هستند.

اگر این ایده موفقیت‌آمیز باشد، شکل‌گیری بورس‌های موازی می‌تواند به طور فوق العاده‌ای سودآور باشد. مبادلات تمام الکترونیکی و یکپارچگی شبکه تسویه حساب، به نسبت مبادلات سنتی می‌تواند به مراتب آسان تر و کم هزینه تر باشد. کسب منافع فراوان به تنهایی نمی‌تواند تضمین کننده نیل به موفقیت باشد. هم‌چنین برای بورس‌های اوراق بهادار جدید، جذب نقدینگی کافی و بسنده بسیار دشوار خواهد بود. (به مورد یک توجه کنید)

اساساً معاملات می‌تواند در سطح بسیار متعادلی صورت می‌گیرد، چالش اصلی بورس‌های موازی جدید محسوب می‌شوند. بدین ترتیب که به منظور جذب مشتریان، مؤسسات یادشده بایستی شرایطی را فراهم آورند که معاملات برای مشتریان منافی بیش از انجام معامله در بورس‌های کشورهای محل اقامت‌شان همراه داشته باشد و همچنین بازارسازان بتوانند به‌صورت مصنوعی نقدینگی ایجاد کنند چون اساساً این قبیل بازارها از فقدان نقدینگی کافی رنج می‌برند. تاکنون نمی‌توان موردی را مشاهده کرد که تمرکز معاملات بر خرید و فروش یک سهام خاص از یک بازار محلی به یک بازار خارجی انتقال یافته باشد.

مثال  $Virt-X$  نشان می‌دهد که تا چه اندازه جذب دادوستد به میزان زیاد از سایر بورس‌ها دشوار است. این بورس نوپا در معامله کردن سهم‌های خارجی با بزرگ‌ترین سرمایه‌گذاری در مقایسه با سایر بازارهای داخلی از نقشی حاشیه‌ای برخوردار است. به‌طوری که طی دو ماه  $Virt-X$  فقط توانست اندکی بیشتر از یک درصد مورد انتظار را برآورده کند. (به نمودار شماره ۳ توجه کنید) ولی به هر حال، هنوز خیلی زود است بخواهیم پیرامون پروژه  $Virt-X$  قضاوت و اظهار نظر کنیم. دیگر پروژه‌های ادغام بورس‌ها در گذشته معمولاً یک دوره زمانی تا یک سال با عدم تأمین نقدینگی و سود کافی رویه‌رو شده است.

### خلاصه:

یکپارچگی و انسجام بورس‌های اروپایی یک

ضرورت است و بنا به دلایل فراوانی از جمله مساله «هزینه‌ها» صورت می‌گیرد. اما این مساله به سرعت عملی نیست. بورس‌های هم‌ترازی که اخیراً شکل گرفته‌اند، در همان ابتدای کار ممکن است به سمت فروپاشی سوق یابند. هم‌چنین این مساله بسیار دشوار است که تصور کنیم دادوستد نقدینگی در خارج از بورس‌هایی که شکل گرفته‌اند، صورت پذیرد. به هر حال، شکل‌گیری و هدایت موفقیت‌آمیز بورس‌های هم‌تراز را می‌توان یک استثناء تلقی کرد تا یک قاعده و قانون.

در حال حاضر این احتمال بیشتر است در صحنه بورس‌های اوراق بهادار که اینک بیشترین حجم مبادلات را به خود اختصاص داده‌اند، فرآیند تمرکزگرایی بیشتری را شاهد باشیم. سایر بورس‌های کوچک تر نیز با این انتخاب روبه‌روند که با کمک هم‌دیگر در جهت برقراری ترتیبات همکاری حرکت کنند تا هزینه‌های خود را از طریق در اختیار گرفتن شبکه‌های فناوری اطلاعات کاهش دهند. این بورس‌ها باید بسیار دقیق و موثکافانه عمل نمایند. بورس‌هایی از قبیل SWE و یا گروه OM می‌توانند به سمت اتخاذ شبکه‌هایی گرایش پیدا کنند که چنین شرایطی را برای آن‌ها مهیا سازد.

تلاش برای یکسان‌سازی بورس‌های

اوراق بهادار و ارتباط و پیوستگی

شیوه‌های مبادلات آن‌ها

با یکدیگر می‌تواند

همکاری‌های متقابلشان

را آسان‌تر کند. به هر حال،

بانک‌های تجاری

می‌توانند روی ساده کردن

شیوه‌های کاری و کاستن

هزینه‌هایشان حساب کنند.

در فرآیند همگرایی و یکپارچگی

بورس‌ها، مساله وجهه و اعتبار ملی و

ساختارهای رسمی نیز باید مورد توجه قرار

گیرد

اکنون بورس‌های بزرگ از قبیل لندن یا

فرانکفورت از حداقل امکانات لازم برای

انجام امور خود به تنهایی برخوردار نیستند.

بنابراین از این لحاظ تحت فشار هستند. اقدام

هماهنگ و جمعی بورس‌های اوراق بهادار

به طور بالقوه تأثیر فراوانی بر افزایش حجم

مبادلات خواهد داشت و عامل «هزینه» در بلند مدت، شکل و شمایل بسیاری از بورس‌ها را

در آینده دستخوش تغییر خواهد ساخت.

اقدام هماهنگ و جمعی بورس‌های اوراق بهادار به طور بالقوه تأثیر فراوانی بر افزایش حجم مبادلات خواهد داشت