

# ادغام در بورس های اوراق بهادار

**بورس** پس از موج پذیرش متقابل شرکت های پذیرفته شده در بورس های بین المللی، طی سال های اخیر شاهد رویکردی جایگزین با عنوان ادغام بورس های اوراق بهادار در سطوح ملی و جهانی هستیم. تجربه بعضا دشوار برخی بورس ها، ناشران و سرمایه گذاران در انطباق با مقررات پذیرش و معاملات و اختلاف قوانین ارزی بین مناطق مختلف، بازارهای سرمایه را که بر توسعه شبکه ارتباطی با همتایان بین المللی خود اصرار دارند، ترغیب کرد تا روشی دیگر را برگزینند. این تحول در شرایطی روی می دهد که جریان آزاد سرمایه های بین المللی فراهم است و نیازهای فن آوری بورس ها به سرعت خیره کننده ای تامین می شود. راه اندازی سامانه های معامله از راه دور، افزایش سرعت معاملات در کسری بسیار کوچک تر از ثانیه، توسعه مراکز داده پردازشی قدرتمند، تعدیل ساعات معاملاتی در دو سوی اقیانوس اطلس و نیز تمدید ساعات دادوستد در بورس ها برای معامله همزمان در شرق آسیا، اروپا و ایالات متحده همگی از جمله زمینه هایی است که فعالان بازار سرمایه را به ادغام بورس ها ترغیب کرده است. از سویی، نباید از ذهن دور داشت که ظهور رقبای جدید برای بورس ها و فعالیت سامانه های غیربورسی، انگیزه های دیگر برای ادغام و هم افزایی توان بورس ها ایجاد کرده است که همانا میل به بقا و حفظ سهم بازار است. سهم بورس های سنتی توسعه یافته در رقابت با همتایان نوظهور به مراتب کاهش یافته است و بر اساس آمار غیررسمی در حال حاضر بین ۵ تا ۷۵ درصد حجم معاملات در برخی بازارهای اروپایی در سامانه های فرابورسی انجام می شود. از این رو، دست اندرکاران بورس های سنتی نگران از دست رفتن جایگاهشان هستند و ادغام را راهکاری جایگزین و مطلوب می بینند.

مالی بانک محور بود؛ حال آن که، در اروپای امروز انتشار سهام یکی از روش های اصلی تامین مالی به حساب می آید. به عنوان مثال، در بریتانیا بیش از ۲۰ درصد خانوارها در دهه ۱۹۹۰ میلادی سهام دار بودند؛ ولی یک دهه پیش از آن این رقم تنها ۱۰ درصد خانوارها بود.

## امتیازهای ادغام برای بورس های اروپایی

بورس ها به خصوص پس از تغییر ماهیت از سازمان های مشارکتی با محوریت اعضا به نهادهای انتفاعی با مشارکت همه ذی نفعان، اصول صرفه مقیاس را مورد توجه قرار داده اند. با توجه به ادغام بورس ها در سال های اخیر، رعایت این اصول به واسطه سه عامل ایجاد سامانه های معاملاتی مشترک، افزایش نقدشوندگی و نیز پرهیز از چندپارگی بازار میسر می شود. ایجاد سامانه های مشترک سبب حذف شبکه های غیرضروری برای سرمایه گذاری و کاهش هزینه های معاملاتی فعالان شده است؛ ضمن آن که سامانه های مشترک به موسسات تامین سرمایه و کارگزاران هم در صرفه جویی هزینه های مربوط به دسترسی های متعدد برای بازارهای مختلف کمک می کند. ادغام بورس ها سبب استانداردسازی سامانه های معاملاتی بازارهای مالی می شود و معامله گران نیاز کمتری برای اتصال به سامانه های گوناگون برای انجام حجم یکسانی از معاملات خواهند داشت. انطباق سامانه های معاملاتی با یکدیگر به جذب سرمایه گذاران جدید برای فرصت های موجود در بازارهای مختلف و در نتیجه افزایش حجم معاملات می انجامد. این افزایش نقش مهمی در ارتقای نقدشوندگی بازار دارد. بهبود وضع نقدشوندگی نیز علاوه بر افزایش سودآوری بورس ها، سبب کشف قیمت مطلوب می شود. معامله موازی یک سهم در بورس های مختلف باعث افزایش چندپارگی بازارهای مالی شده است؛ اما ایجاد سامانه های مشترک و بورس های حاصل از ادغام در اروپا می تواند درمانی برای این معضل نیز باشد. در شرایط پس از ادغام، تمام سفارش های خرید و فروش در تعداد کمتری از بورس ها تجمع می شوند و به جلوگیری از چندپارگی سفارش ها می انجامد. نتیجه حاصل از این رویکرد، ثبات و کشف قیمت دقیق تر قیمت ها، خواهد بود.

نتیجه بیشتر بررسی ها و فحوای عمده مقالات مرتبط با ادغام بورس ها، اصلی ترین علت بسط این فرایند را کاهش هزینه های عملیاتی و افزایش فرصت های نقدشوندگی عنوان کرده اند. بازارهای سرمایه ضمن توسعه و جهانی شدن، به نهادهایی پیچیده تر و بسیار پویا تبدیل شده اند که برای ادامه مسیر پیشرفت، نیازمند هم افزایی توانمندی های خود با سایر نهادهای همکار و حتی رقیب هستند. بر اساس گزارش فدراسیون جهانی بورس ها، از میان پنج بورس بزرگ دنیا از حیث ارزش بازار در نیمه نخست سال ۲۰۱۳، چهار بورس نیویورک یورونکست (آمریکا)، نزدک امکس، گروه بورس لندن و نیویورک یورونکست (اروپا)، حاصل ادغام بین المللی هستند و گروه بورس ژاپن حاصل ادغام در سطح ملی است. همین نمونه کافی است تا اهمیت ادغام در میان بورس های طراز اول جهان روشن شود. جایگاه برجسته هر یک از این بورس ها و ادغام آنها در یکدیگر سبب مقررات زدایی، سهولت دسترسی، کاهش هزینه ها و در مجموع افزایش نقدشوندگی بازارها شده است. چندی پیش کمیسیون اروپا در گزارشی اعلام کرد که هزینه دادوستد و تسویه معاملات در بورس های ادغامی تا ۱۸ درصد کاهش می یابد.

## ادغام بورس ها در اروپا

با رشد تمایل به معاملات فرامرزی در اروپا، تلاش هایی برای ادغام بورس ها به منظور سهولت اجرای معاملات در کشورهای مختلف این قاره آغاز شد. مطالعات صورت گرفته بر این بازارها نشان می دهند که ادغام سبب کاهش هزینه ها و پیچیدگی های معاملات بین المللی خواهد شد. با این حال، به رغم همجواری و مشابهت های قانونی، مالی و حقوقی برخی کشورهای این حوزه، همچنان موانعی بر سر تشکیل بورس های ادغامی و بهره گیری از مزایای این فرایند وجود دارد. البته پس از معرفی واحد پول مشترک اروپا و گسترش آن میان کشورهای قاره سبز، ریسک مرتبط با تغییرات ناگهانی نرخ ارزهای مختلف برای فعالان بورسی و سرمایه گذاران اروپایی کاهش یافت؛ ضمن آن که توسعه فرهنگ سهامداری در اروپا، سرمایه گذاری فرامرزی میان ساکنان این منطقه را افزایش داد. پیش تر اقتصاد اکثر کشورهای اروپایی مبتنی بر نظام

مقرر شده بازار اوراق مشتق اعضای گروه هم اواسط ماه مارس ۲۰۱۴ به یکدیگر پیوند بخورند.

### طرح‌های آتی برای ادغام بورس‌ها

مقام‌های ارشد بازار سرمایه امارات متحده عربی برنامه‌هایی را برای ادغام بورس اصلی این کشور مد نظر قرار داده‌اند. بازار مالی دبی و بورس اوراق بهادار ابوظبی از سال ۲۰۱۰ در حال بررسی چنین ادغامی هستند. با این حال، مسوولان بازار پیش‌تر درباره نحوه ارزش‌گذاری این دو بورس به توافق نرسیدند و موضوع با توجه به معضلات بازارهای مالی در این کشور برای مدتی پیگیری نشد. هرچند تاکنون هیچ مقام مسوولی در خصوص ادغام بورس‌های این کشور توضیحی منتشر نکرده، صاحب‌نظران مطلع، معتقدند بحث ادغام بازار مالی دبی و بورس ابوظبی مربوط به زمان‌بندی انجام پروژه است و ضرورت آن پیش‌تر تایید شده است. ۸۰ درصد سهام بازار مالی دبی در اختیار شرکت بورس دبی است که خود یک هلدینگ و سهام‌دار بورس بین‌المللی نزدیک دبی و نیز بورس لندن است. بورس ابوظبی هم تحت مالکیت کامل دولت ابوظبی قرار دارد. موسسه مورگان استنلی در اوایل ژوئن ۲۰۱۳ ارزیابی جدیدی را از تحولات بازار سرمایه امارات متحده عربی منتشر کرد و طی آن این بازار را از وضعیت پیشرو به نوظهور ارتقا داد. بازار سرمایه ترکیه طی دو سال گذشته دستخوش تغییرات ساختاری مهمی بوده است. نوامبر ۲۰۱۱ وب‌سایت تایمز مالی از قول مدیرعامل سابق بورس استانبول، آقای حسین ارکان اعلام کرد که بر اساس تصمیم جدید دولت ترکیه مدیریت بورس یک سال زودتر از موعد تغییر می‌کند تا با انتصاب مدیرعامل جدید امکان پیگیری برنامه جدید بازار سرمایه این کشور و تبدیل بورس استانبول به شرکت سهامی عام فراهم شود. این حرکت از سوی دولت ترکیه به منظور ارتقای وضعیت بازار سرمایه این کشور و استقرار استانداردهای بین‌المللی در ترکیه صورت گرفت. پس از تغییر مدیریت و تشکیل ساختار جدید در بورس استانبول و در ادامه، حمایت مسوولان بازار سرمایه ترکیه از توسعه بورس‌های این کشور و جذب سرمایه‌گذاران بیشتر، در اوایل سال ۲۰۱۳ میلادی بورس سهام و بورس طلای استانبول در نخستین مرحله از ادغام به هم پیوستند و مقرر شد مدتی بعد بورس اوراق مشتق ترکیه هم به دو بورس ادغامی اضافه شود. بورس جدید با نام بورس استانبول به فعالیت خود ادامه خواهد داد. به تازگی خبری منتشر شد که مسوولان بازار سرمایه ترکیه قصد دارند در مرحله دوم برنامه توسعه خود برای حضور موثرتر در بازارهای بین‌المللی مشارکت‌هایی را با یکی از بورس‌های معتبر جهانی انجام دهند. طبق اعلام ابراهیم تورهان، مدیرعامل فعلی بورس استانبول، کاندیداهای همکاری شامل بورس‌های نزدیک، آلمان، کالایی شیکاگو و لندن هستند و در صورت قطعی شدن همکاری با آنها، ۴۱ درصد از سهام بورس استانبول در اختیار شریک یا شرکای خارجی قرار می‌گیرد.

### دورنمای ادغام در صنعت بورس

به نظر می‌رسد ادغام بورس‌ها داستان دنباله‌داری باشد. اخیراً سران بورس‌های کانادا و گروه بورس لندن که خود سهام بورس ایتالیا را نیز در اختیار گرفته، پای میز مذاکره نشسته و طرح توسعه ۷ میلیارد دلاری را در نظر گرفته‌اند. از سوی دیگر، بورس‌های نیویورک و آلمان نیز موافقت خود را با طرح ادغام اعلام کرده‌اند؛ هرچند هنوز تأییدیه مقام‌های مسوول بازار دریافت نشده است. این اخبار حاکی از گسترش موج ادغام بورس‌ها است و گویا بسیاری از دست‌اندرکاران بازارهای سرمایه به این نتیجه رسیده‌اند که بزرگ‌تر شدن بازار می‌تواند در مقابله با بحران‌های مختلف مالی چاره‌سازتر باشد. برخلاف گذشته، این روزها عملکرد بورس‌های موفق اتکای زیادی به معامله‌گران انسانی ندارد و سامانه‌های معاملاتی پیچیده نقش مهمی در عملیات بورسی برعهده دارند. از این رو بورس‌ها که هزینه‌های زیادی را صرف سامانه‌ها و تجهیزات فن آوری خود می‌کنند، تلاش دارند تا با ادغام در یکدیگر، در بخشی از هزینه‌ها صرفه‌جویی کنند؛ ضمن آن که همواره مزایایی از جمله بهبود نقدشوندگی، برخورداری از توان بالای رقابت با فعالان نوظهور بازارهای سرمایه و در نهایت جذب سرمایه‌گذاران بیشتر همراه بورس‌های ادغامی خواهد بود.

### و اما موانع...

به‌رغم مزایای برشمرده، موانعی نیز سد راه تسریع فرایند ادغام قرار داشته و دارد، که از آن جمله می‌توان به تمایل برای تنوع محصولات، اختلاف‌های حقوقی و قانونی کشورهای این حوزه، هزینه‌های بالای اطلاعات، تعصبات ملی و چندپارگی گسترده تسویه و پایایی معاملات در اروپا، اشاره کرد.

### ادغام بورس‌ها در ایالات متحده آمریکا

اوایل قرن بیستم چندین بورس منطقه‌ای در ایالات متحده آمریکا فعالیت می‌کردند که بیشتر آنها به معامله سهام شرکت‌های محلی می‌پرداختند؛ اما با تغییر ساختار صنعتی و ابداع فن‌آوری‌های جدید حمل و نقل و ارتباطات، بورس نیویورک به دلایل مختلف حجم قابل ملاحظه‌ای از معاملات بورس‌های منطقه‌ای را نصیب خود کرد. از سوی دیگر، وضع مقررات جدید پس از بحران مالی ۱۹۲۹ نیز مناسبات صنعت بورس را در ایالات متحده تغییر داد. از سال ۱۹۳۶، کنگره این کشور به بورس‌ها اختیار داد تا به معامله هر نوع اوراق بهادار دارای مجوز پذیرش در سایر بورس‌های این کشور بپردازند. این امتیاز باعث شد یک سهم در سامانه‌های مختلف معامله شود. تغییرات ساختاری و قانونی در بازار سرمایه ایالات متحده به مرور باعث کاهش حضور بورس‌های منطقه‌ای شد؛ به طوری که گستردگی این بورس‌ها از ۶۴ درصد در سال ۱۹۲۹ به ۱۸ درصد در سال ۱۹۴۹ کاهش یافت. ضمن آن که افزایش شدید تعداد سهام قابل معامله همزمان در بورس‌های مختلف سبب تشدید رقابت بر سر جریان سفارش‌ها شده بود. این رقابت‌ها برخی ادغام‌های اولیه را میان بورس‌های منطقه‌ای به وجود آورد و مزایایی را نصیب بازار مالی ایالات متحده کرد. این روند البته مسیری تدریجی را دنبال کرد؛ به‌گونه‌ای که بیش از یک صد بورس منطقه‌ای این کشور در پایان قرن نوزدهم، تنها به هفت بورس در اواخر قرن بعد رسید.

### نمونه‌هایی از بزرگ‌ترین ادغام‌های بورسی در جهان

بورس‌های اوراق بهادار تلاش‌های فراوانی برای یکسان‌سازی مقررات و اشتراک سامانه‌های معاملاتی مصروف داشته‌اند و پس از حرکت این نهادها به سوی ایجاد بورس‌های ادغامی، شرایط جدیدی بر بازار سرمایه بین‌المللی حکم‌فرما شده است. شاید بتوان بزرگ‌ترین ادغام‌های بورسی را ایجاد گول‌های اروپا-آمریکایی نیویورک و یورونکست و نزدیک آمکس دانست. در دهه اخیر، بورس‌های زیادی در این دو قاره در یکدیگر ادغام شده‌اند. بورس‌های پاریس، بروکسل و آمستردام سپس بورس پرتغال در دهه گذشته به هم پیوستند و یورونکست را ایجاد کردند. بورس سوئیس و تری‌پونینت هم در سال‌های میانی دهه قبل پایه گروه بورس سوئیس را تشکیل دادند. اندکی بعد، بورس‌های هلسنکی، کپنهاگ و استکهلم با پیوستن به هم بورس ادغامی آمکس را در شمال اروپا پایه‌ریزی کردند. سرانجام این بورس‌های اروپایی با بورس‌های نیویورک و نزدیک ادغام شدند. البته ادغام بورس‌ها در مرزهای اروپا و ایالات متحده محصور نمانده است. طی نیمه دوم دهه گذشته بورس‌های منطقه آسه‌ان در جنوب شرق آسیا طرحی را برای راه‌اندازی سامانه معاملاتی مشترک در نظر گرفتند. بورس‌های عضو این پیمان همکاری تاکنون از کشورهای مالزی، ویتنام، اندونزی، فیلیپین، سنگاپور و تایلند هستند و چهار کشور دیگر نیز احتمالاً طی سال‌های بعد به آنها خواهند پیوست. ارزش بازار بورس‌های این شش کشور عضو در میانه سال ۲۰۱۳ به ۲ تریلیون دلار رسید و بیش از ۳ هزار شرکت را دربرگرفت. پیوند معاملاتی این پیمان از سپتامبر ۲۰۱۲ برقرار شد و بر اساس آن کارگزاران اوراق بهادار عضو قادر هستند دسترسی آسان‌تری را برای سرمایه‌گذاران و اتصال به بورس‌های یکدیگر داشته باشند. در جولای ۲۰۱۳ نیز بورس‌های توکیو و اوزاکا با ادغام در یکدیگر جدیدترین گروه بورسی جهان را تحت نام گروه بورس ژاپن تشکیل دادند. این نهاد جدید از حیث تعداد شرکت‌های پذیرش‌شده با بیش از ۳۴۰۰ شرکت، سومین بورس جهان به حساب می‌آید. طبق اعلام مسوولان بازار سرمایه ژاپن، این ادغام می‌تواند در سال حدود ۷۰ میلیون دلار در هزینه‌های گروه صرفه‌جویی کند. همچنین سامانه تسویه این دو بورس نیز در فرایند مورد اشاره با یکدیگر ادغام شده‌اند و