

همگرایی و رقابت در بازارهای بورس: تعارض حقوق رقابت و حقوق بازار بورس

محمود باقری*

استادیار گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

جواد سیدی

دانشجوی کارشناسی ارشد رشته حقوق تجارت بین‌الملل دانشگاه شهید بهشتی

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۷/۱/۲۵ - تاریخ تصویب: ۱۳۸۷/۴/۱۲)

چکیده:

مقاله حاضر به بررسی همگرایی و رقابت در بازارهای بورس از نظر اثباتی و هنجاری می‌پردازد. بازارهای بورس به عنوان انحصارات طبیعی و به واسطه تغییر در دیدگاه‌های اقتصادی و حقوقی در سطح ملی و بین‌المللی و پیشرفت‌های فنی فرصت آن را پیدا کرده‌اند که در سطوح ملی و بین‌المللی با یکدیگر ادغام شده یا اتحاد پیدا کنند. چنین تحولی بالطبع منجر به نگرانی‌های از ناحیه مجریان حقوق رقابت خواهد شد. این مقاله در مرحله اثبات تلاش خواهد کرد امکان واقعی رقابت و یا همگرایی بین بازارهای بورس را بررسی نماید و در مرحله حقوقی و هنجاری تلاش خواهد داشت که تعارضاتی را که بین اهداف حقوق رقابت و حقوق بازار بورس که در پی تحکیم و انسجام بازارهای حتی به قیمت نقض قوانین رقابت است مورد بررسی قرار دهد.

واژگان کلیدی:

بازارهای بورس بین‌المللی - همگرایی - حقوق رقابت - حقوق بازار بورس - انحصارات طبیعی - آزاد سازی تجاری - حمایت از بخش‌های خاص.

Email: Mahmoud.Bagheri@brunel.ac.uk

فکس: ۶۶۴۰۹۵۹۵

* مسئول مقاله

از این نویسنده تاکنون مقالات زیر در همین مجله منتشر شده است:

«دستیابی به قوانین مالی اصلاح در چارچوب گاتس: چارچوبی برای همکاری و رقابت در تدوین قوانین ذخیره قانونی بانکها و افشاء اطلاعات در بازار بورس» سال ۱۳۸۵، شماره ۷۴. «حدود آزادی طرفین دعوی در تعیین صلاحیت قضایی بین‌المللی: جایگاه دآوری تجاری بین‌المللی» سال ۱۳۸۶، شماره ۳.

۱. مقدمه

در این مقاله می‌خواهیم ماهیت بازارهای مالی را از دیدگاه رقابتی بررسی کنیم. ابعاد مختلف رقابت در بازارهای مالی مورد بحث و بررسی گسترده قرار گرفته است اما تالیفات موجود تنها بر یکی از جنبه‌های هنجاری یا اثباتی رقابت در این بازارها تمرکز کرده‌اند. این مقاله در پی آن است که این کاستی را برطرف نموده و رقابت در این بازارها از هر دو دیدگاه هنجاری و اثباتی مورد بررسی قرار دهد. بطور طبیعی جنبه اثباتی رقابت در بازارهای اوراق بهادار باید قبل از جنبه هنجاری آن مورد بحث قرار گیرد. موفقیت هر سیاست رقابتی که تجلی اعمال هنجارهاست بستگی زیادی به شناخت ماهیت بازار و تحلیل اثباتی اعمال ضد رقابتی دارد. قبل از اتخاذ هر سیاستی در مورد رقابت باید به شناسایی ماهیت بازار به لحاظ انحصار طلب بودن یا رقابت پذیر بودن آن و امکان ایجاد رفتارهای ضد رقابتی پرداخت. هرچند در عمل جنبه هنجاری و اثباتی رقابت در بازارهای مالی درهم تنیده و دسته‌بندی دقیق آن دشوار است، اما با این حال تفکیک تئوریک آنها بسیار اهمیت دارد.

اگر بازارهای اوراق بهادار مستقل از یکدیگر بوده و موانع اساسی برای رقابت بین آنها وجود داشته باشد دیگر نگرانی راجع به رفتارهای ضد رقابتی اصلاً وجود نداشته یا بسیار کم اهمیت خواهد بود. لذا ابتدا باید فعالیت‌های ضد رقابتی در بازارهای مالی را مورد شناسایی قرار داده و سپس بر آن اساس، سیاست رقابتی خاصی در قالب اهداف هنجاری ارائه دهیم. مسلم است که سیاست رقابتی برای بازار رقابت‌پذیر متفاوت از سیاست رقابتی برای بازارهای انحصاری است. همکاری‌ها و توافقات بین فعالان بازار سیاست‌گذاران را مجبور نموده که تحولات بازارهای اوراق بهادار را بیشتر مورد توجه قرار دهند. در تجویز یک سیاست رقابتی برای بازار رقابت‌پذیر، فرض می‌شود که این بازار وجود دارد (اثباتی) و رفتارهای ضد رقابتی مطلوب نیست (هنجاری). از طرف دیگر ماهیت و میزان رقابت در بازارهای غیر قابل رقابت (رقابت‌ناپذیر) مبتنی بر این است که ابتدا از نظر اثباتی مشخص گردد چنین بازاری وجود دارد و سپس مطلوبیت یا عدم مطلوبیت چنین بازاری از دیدگاه هنجاری مورد توجه قرار گیرد. البته در عمل جهت‌گیری بازارها کاملاً مشخص نیست و از نظر اثباتی، وجود همزمان دو گرایش مختلف هماهنگ عمل کردن (همگرایی) و مستقل عمل کردن (واگرایی) بین بازارها امکان‌پذیر است که اتخاذ هرگونه راهکار هنجاری بسیار دشوار می‌کند. علاوه بر این، از آنجا که تنوع ساختاری بازارها و افزایش رقابت بین آنها بیشتر در اثر تغییر قوانین و پیشرفت تکنولوژی طی ۲۰ سال گذشته حاصل شده است، شناخت جامعی از کلیه ابعاد بازارهای اوراق بهادار در دست نیست. جنبش کاهش مقررات و از بین رفتن موانع فنی باعث تغییر در ساختار مالکیت بورس‌ها، از بین رفتن انحصار بازارهای ملی و افزایش رقابت گردیده است. از طرف

دیگر این پیشرفت‌ها باعث همگرایی و اتحاد بین بورس‌ها و ظهور مدل‌های جدید از انحصار شده است. مزیت وسعت و اندازه بازار به قویتر شدن تعداد اندکی از بورس‌های بزرگ کمک کرده‌اند. این روند و نحوه رقابت و همگرایی باعث شده که شیوه‌های جدیدی از ائتلاف و ادغام جانشین انحصارهای سنتی ملی گردد. این واقعیت جالب و قابل توجه است در حالی که برداشتن موانع ملی، کاهش مقررات و پیشرفت تکنولوژیک باعث از بین رفتن انحصارهای معمول شده خود رقابتی را به همراه آورده که در چارچوب آن مدل‌هایی جدید از انحصارات می‌تواند از خاکستر نمونه‌های قبلی به وجود آیند. دوره جدید از رقابت‌پذیری بازارها باعث از بین رفتن انحصارهای طبیعی موجود در بازارهای بورس گردید اما با این وجود- در چرخه رقابت و همگرایی- ادغام‌ها، ائتلاف‌ها و دسته‌بندی‌های بورس‌های اوراق بهادار می‌تواند محیط رقابتی موجود را از بین ببرد. رقابت باعث می‌شود عمده معاملات در تعداد کمتری از بورس‌ها بزرگ متمرکز شود. نتیجه این جریان ظهور گرایش‌های متضاد همگرایی و تجزیه بازارهاست.

این برآورد اثباتی تا حدی ماهیت پیچیده و چندگانه واکنش‌های هنجاری و قانونی در بازارهای اوراق بهادار را نشان می‌دهد. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود بازارها در این زمینه کاستی‌ها و ایرادات بسیار زیادی دارند و نظام‌های قانونی مختلفی در واکنش به این نقصان‌ها ارائه شده‌اند که می‌توانند متفاوت بوده و با یکدیگر تعارض داشته باشند. یک نظام قانونی نه تنها به شرایط اقتصادی، سیاسی، حقوقی، فرهنگی و اداری وابسته است بلکه به چگونگی سازماندهی ابزارهای مختلف قانونی برای مبارزه با نقص‌های بازار نیز منوط است. سازماندهی و نحوه تعامل اهداف مختلفی که قوانین در صدد تحقق آنها می‌باشند، چالشی برای قانون‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان محسوب می‌شود.

برخی از این اهداف و وظایف در قالب الزام به ارائه اطلاعات و بکارگیری آنها به خود بازارها سپرده شده است. الزام به ارائه اطلاعات همیشه یکی از ویژگی‌های مهم بازارهای اوراق بهادار بوده و می‌تواند به گسترش رقابت و کمک کند. از طرف دیگر به لحاظ آسیب‌پذیری بیشتر بازارهای بورس در مقابل اطلاعات نادرست نسبت به سایر بازارها، اطلاعات در این بازارها نقشی بسیار مهم‌تر دارد. ویژگی‌های منحصر به فرد بازارهای اوراق بهادار، اطلاعات محوری، گستردگی اطلاعات ضد و نقیض و اشکالات عمده عاملان بازار سبب گردیده که شفافیت در این بازارها بسیار مهم‌تر از هر بازار دیگر باشد. بنابراین شفاف سازی و ارائه اطلاعات یکی از اهداف و روش‌های کمتر تحکمی است که در قوانین و مقررات مورد استفاده قرار می‌گیرد و با سایر اهداف و ابزارهای قانونی نیز بیشترین سازگاری را دارد. بدین

لحاظ ارائه اطلاعات موفق‌تر از مکانیزم‌های دیگر قانونی بشمار می‌رود که نگرانی‌های راجع به رقابت، کارایی و بخش‌های خاص و حساس را تا حد زیادی مرتفع می‌کند.

۲. تغییر ماهیت بازارهای اوراق بهادار از انحصارهای ملی و طبیعی به بازارهای بین‌المللی و رقابت پذیر

الف. ماهیت متغیر بازارهای بورس، همگرایی عملی و رقابت بیشتر

بحران‌های مالی سال‌های اخیر سبب تغییراتی در تمامی بازارها چه به شکل تعلیق معاملات یا بسته شدن بازار و چه به شکل تغییر ماهیت و عملکرد بازار شده و امکان رقابت بین بازارها را افزایش داده است (Jorion and Goetzmann, 1999). رقابت بین بازارهای بورس پدیده‌ای جدید نیست اما در سال‌های اخیر به شدت گسترش یافته و به تمام فعالیت‌های بازارهای بورس سرایت کرده است. بورس‌ها در حجم معاملات، فهرست اوراق بهادار قابل معامله در آنها و سیستم پرداخت با هم رقابت دارند اما علاوه بر این زمینه‌ها، رقابت می‌تواند در فعالیت‌های جانبی بازارهای بورس نیز ایجاد شود. بورس‌ها با اضافه کردن شرکت‌های جدید در لیست هایشان و افزودن سهامی بیشتر از سهام شرکت‌های موجود در معاملات خود می‌خواهند ابعادی گسترده‌تر داشته باشند. پیشرفت تکنولوژی به ویژه تکنولوژی اطلاعات رفع موانع طبیعی بر سر راه معاملات مالی بین‌المللی بسیار کم هزینه نموده است. این پیشرفت‌ها فضای بیشتری برای رقابت ایجاد کرده است. اما با وجود این، میزان و ماهیت رقابت در لایه‌های مختلف بازارهای بورس کاملاً مشخص نیست.

تغییرات ساختاری و همچنین تغییر در فرهنگ سرمایه‌گذاری باعث شده که رقابت در بخش سرمایه‌گذاری بیشتر به چشم آید. در گذشته بازارهای بورس برای اعضای آن کاملاً سودآور بودند (Poser, 2001). اما امروزه این چنین نیست و مفهوم سنتی عضویت و مالکیت از نظر اقتصادی قابل دفاع نیست (Steil, 2002). به همین دلیل تغییراتی را در این بازارها شاهدیم که نشانگر چالش‌های پیش روی بورس‌ها در فضای رقابتی است. قبل از نیمه اول دهه ۸۰ بورس‌ها سازمان‌هایی با اعضای ثابت بودند، ورود سایرین به آنها بسیار دشوار بود، هر کدام مستقل از دیگری فعالیت می‌کرد و مقررات و سیاست‌های ملی آنها را مصون از رقابت بین‌المللی می‌گرداند (Pagano, 1998). اما در اواسط دهه ۸۰ و دهه نود، رقابت بین‌المللی و تغییر در جهت‌گیری‌های سیاسی باعث ایجاد تغییراتی در ساختار مدیریتی و مقررات بازارهای بورس گردید. در گذشته حق دلالتی‌ها ثابت نبوده و بازارهای بورس تک محصولی بودند اما امروزه این وضعیت از بین رفته است، تالارهای بورس کم شده و سیستم‌های جدید خرید و فروش سهام ایجاد شده‌اند (Karmel, 1999).

در نتیجه، پیشرفت‌های تکنولوژیک امروزه بورس‌ها روی جریان تقاضا هم بین خود و هم با رقبای جدید در حال رقابت هستند. در گذشته مطلع شدن از قیمت‌های سایر بازارها بسیار دشوار بود. اما امروزه تکنولوژی جدید این امکان را برای فعالان بازار فراهم کرد که به بهره‌برداری همزمان از منابع مختلف نقدینگی از نقاط مختلف دنیا بپردازند. پیشرفت سریع تکنولوژی اطلاعات و ایجاد ابزارهای مالی جدید باعث گسترش و تقویت رقابت شده است. یکی از پیشرفت‌های مهم در این زمینه ایجاد سیستم‌های الکترونیکی بوده است که در آن سرمایه‌گذاران بطور مستقیم به انجام معاملات اوراق بهادار می‌پردازند. سیستم‌های معاملاتی خودکار که بیشتر توسط شرکت‌های سرمایه‌گذار با هدف تسهیل معاملات و کاهش هزینه‌ها برای مشتریان و افزایش سود فراهم‌کنندگان این خدمات ارائه می‌گردند، امکان انجام معاملات مختلف را فراهم آورده‌اند. شبکه ارتباطات الکترونیک مثل "رویترا اینستینت" و یا "بلومبرگز تریدبوک" موسسات کارگزار- معامله‌کننده هستند که از طریق دسترسی الکترونیک درخواست‌های خرید و فروش مشتریان را به هم ارتباط می‌دهند. مواجه شدن با رقابت از سوی سیستم‌های معاملاتی خودکار و شبکه‌های ارتباطی الکترونیک و بازارهای شبه بورس غیررسمی که به شکل شرکت‌های تجاری سازمان یافته و می‌توانند انجام معاملات را سریعتر و با حق کمیسیون کمتر انجام دهند باعث شده که بورس‌ها کارکردها و هویت خود را مورد بررسی مجدد قرار دهند. بورس‌ها با رقابت سختی از جانب شبه بورس‌ها، سیستم‌های خرید اتوماتیک و شبکه‌های اطلاعاتی الکترونیک روبرو هستند. این بدان معناست که رقابت یک واقعیت عینی این بخش از اقتصاد است و تهدیدی برای بورس‌های قدیمی شبه انحصاری محسوب می‌شود (Karmel, 2001).

تحول بازارهای بورس در ادغام عملی بازارهای بورس نیز منعکس گردیده است. نمونه‌هایی پیچیده از ادغام‌ها در بخش خدمات مالی وجود دارد که هر یک به نحوی بر میزان رقابت در بازار تاثیر گذارده است. ادغام می‌تواند به شکل ادغام عمودی محصولات مالی که در موسسات مشابه عرضه می‌گردند یا ادغام افقی خدمات و سیستم‌های مالی باشد یا می‌تواند در چهارچوب بین‌المللی یا منطقه‌ای اتفاق بیفتد. ادغام شامل هرگونه رویدادی که باعث به هم پیوستن دو یا تعداد بیشتری از خدمات دهندگان مالی یا جنبه‌های خدمات مالی از قبیل بانک‌های پذیره‌نویس، بیمه‌ها و محل‌های معاملات اوراق بهادار گردد، می‌شود (Berger, 2000). آزادسازی اقتصادی در سطوح مختلف ملی و بین‌المللی باعث برداشتن موانع سستی جداکننده بانک‌ها، موسسات اوراق بهادار و بیمه‌ها شده است. بانک‌های بزرگ، اعضای بورس‌های اوراق بهادار و بیمه‌ها از طریق ادغام با رقبای خود به فعالیت در دیگر بخش‌های مالی پرداخته‌اند (Gande et al, 2000). این روند ممکن است به اشکال دیگری مثل گردآوردن بخش‌های مختلف

خدمات مالی در قالب موسسات جهانی و ادغام بین‌المللی بخش خدمات مالی نمود یافت. علاوه بر این، همین نوآوری‌ها و پیشرفت‌های تکنولوژیک که باعث برداشتن موانع سنتی بازارهای مالی ملی مستقل از یکدیگر گردیده باعث همگرایی بازارهای داخلی و خارجی نیز شده است. تمامی این اتفاقات حاکی از گذار از بازارهای ساده به بازارهای پیچیده‌تر و چند جانبه‌تر و تغییر دیدگاه سنتی در مورد استقلال بخش‌های مختلف حوزه خدمات مالی از یکدیگر است. تغییر در قوانین و مقررات و حرکت به سمت کم کردن حمایت‌ها باعث تحکیم این پیشرفت‌های تکنولوژیک شده است که نتیجه آن تشدید رقابت در بخش خدمات مالی و مجبور کردن رقبای نوآوری و پیدا کردن راه‌هایی برای ارائه خدمات مالی کم هزینه‌تر است (White, 1997).

در فضای رقابتی تنها بورس‌های با بیشترین کارایی که از جدیدترین و رقابتی‌ترین ابزارهای مالی برخوردارند امکان ادامه حیات پیدا می‌کنند (Ramos and Von Thadden, 2001, p.1). یکی از نتایج رقابت در بازارهای مالی این است که سیستم‌های خرید و فروش نمی‌توانند مقررات و ابزارهای ناکارآمد را برای همیشه حفظ کنند.

رقابت در بازارهای اوراق بهادار باعث وقوع مجموعه‌ای از رخدادها در سطوح مختلف می‌گردد. این میزان رقابت در بین بورس‌ها هم در سطح ملی و هم در سطح بین‌المللی پدیده‌ای جدید است. تا دو دهه پیش، رقابت بین بورس‌ها تا به این درجه نبود اما در حال حاضر جنگ قیمت، تملک‌ها، ایجاد بورس‌های جدید، ادغام‌ها و به دست گرفتن کنترل دیگران و ظهور شبه بورس‌ها نظیر سیستم‌های خودکار خرید و فروش و سیستم‌های ارتباطی الکترونیک به وقوع پیوسته است. امروزه رقابت در بین بورس‌ها در اروپا و سایر مناطق واقعی‌تری انکارناپذیر است اما مساله اساسی میزان رقابت بین بورس‌های اوراق بهادار است تا وجود یا عدم وجود آن.

ب. موانع دولتی و غیر دولتی رقابت در بازارهای اوراق بهادار

در گذشته هزینه بالا و موانع طبیعی، رقابت بین بورس‌ها را غیرممکن کرده بود. اما تغییر دیدگاه‌ها و ارتقا تکنولوژی امکان رقابت در بخش خدمات مالی را فراهم کرد. در نتیجه رقابت زیاد در برخی از بازارها، ادغام‌ها شکل گرفتند. این شرایط سبب گردید که نیاز به دقت و احتیاط در بکارگیری و اجرای سیاست رقابتی بیشتر شود تا نسبت به باز بودن بازار به روی همه و وجود رقابت در بازار اطمینان حاصل گردد. موانع خصوصی و دولتی رقابت می‌تواند همگرایی در بازارهای مالی و یا به طور خاص همگرایی بین‌المللی در بازارهای سرمایه را دچار اختلال گرداند. تلاش‌های زیادی صورت گرفته تا موانع دولتی برداشته شوند اما با رفع تدریجی این موانع باید نسبت به اثرات ضد رقابتی توافقات خصوصی حساس بود. چنانچه

توافقات ضد رقابتی اثری معکوس بر رقابت - که با برداشتن موانع دولتی ایجاد شده است - داشته باشد تمامی مزیت‌های همگرایی را از بین خواهد برد (Monti, 1999).

این نگرانی وجود دارد که برداشتن موانع که باعث تسهیل رقابت شده با اقدامات اشخاص خصوصی که منجر به حذف رقیب می‌شوند، بی اثر گردد. حتی در صورت عدم وجود حمایت قانونی بورس‌ها می‌توانند از طریق مقررات داخلی رفتاری ضد رقابتی در پیش گیرند. موانع و محدودیت‌های ورود به بازار می‌تواند منجر به سودهای زیاد، ارائه خدمات محدود توسط بازارها، بالاتر بودن قیمت‌ها و عدم خلاقیت گردد (Board et al, 2002). هنگامی که هیچ انگیزه اقتصادی برای آزادسازی بازارها وجود نداشته باشد اعضای اتحادیه‌های تجاری تحریک می‌گردند تا از موقعیت مسلط خود در بازار به ضرر فعالان غیر عضو استفاده کنند. ممکن است شرکت‌ها برای حفظ خود در برابر رقابت، وارد توافقات ضد رقابتی گردند یا در صورتی که از موقعیت مسلط برخوردار باشند با اعمال قدرت و نفوذ خود در بازار از ایجاد و توسعه اشکال جدید رقابتی جلوگیری نمایند. بازارهای بورس تلاش کرده‌اند از طریق اجبار اعضا به معامله در تالارهای بورس از موقعیت مسلط خود دفاع کنند. بدین ترتیب مقامات مسوول حفظ رقابت باید کاملاً آماده مقابله با ساز و کارها و توافقات ضد رقابتی در حال رشد در بازارهای مالی از طریق اتخاذ راهکاری مناسب باشند (Crampton and B A Facey, 2002).

اتحادیه اروپا اقداماتی را جهت اطمینان از رعایت کامل مقررات حقوق رقابت در فعالیتهای پشت پرده معاملات اوراق بهادار آغاز کرده و تاکنون چندین مورد مشکوک را در تسویه حساب‌ها و پرداخت‌ها شناسایی کرده است. احتمال می‌رود رفتارهای تبعیض‌آمیز و قیمت‌گذاری متفاوت نسبت به معاملات مشابه از طریق برخی سیستم‌های پرداخت و تسویه حساب صورت گرفته باشد یا توافقات خاصی بین بورس‌ها و این سیستم‌ها وجود داشته باشد که رقابت را نقض کند. علاوه بر این در صورتی که تسویه و پرداخت از همان کانالی که معامله از طریق آن صورت گرفته انجام شود این ریسک وجود دارد که هزینه‌های اضافی برای پرداخت بر مشتری تحمیل شود. برای مثال در یک پرونده فرضی در مورد ساختارهای عمودی که مشمول حقوق رقابت اتحادیه است بورس المان خواهان تملک "کلیر/ستریم" است. مساله در اینجا ضد رقابتی بودن یا نبودن این عمل است. افرادی که در بورس فرانکفورت سهام شرکت‌های آلمانی را می‌خرند احتمالاً مجبورند که از "کلیر/ستریم" برای پرداخت استفاده کنند. آیا این عمل ضد رقابتی است؟ می‌توان تصور کرد که با تملک "کلیر/ستریم" توسط دویچه بورس ساختار عمودی ایجاد شده و همگرایی، کارایی و شفافیت در بازارهای اوراق بهادار اتحادیه اروپا با اختلال مواجه شده است.

در امریکا چندین پرونده در مورد نقض مقررات رقابت مطرح شد. در پرونده "ری: استاک اکسچینج" که دعوا براساس قانون شرمن در مورد تقسیم بازار مطرح شده بود، ۵ بورس ملی اوراق بهادار توافق کرده بودند که هر سهمی را که در لیست یکی از آنهاست دیگران در آینده در فهرست سهام خود نپذیرند. در پرونده "دولت ایالات متحده امریکا علیه الکس بروان اند سائز اینکورپوریشن..." نزدیک با این اتهام مواجه بود که میزان هزینه‌های معاملات را در کلیه این بازارها ثابت تعیین کرده و شرایط خاصی را برای سرمایه‌گذاران مقرر داشته است. در یک پرونده دیگر پس از بازرسی وزارت دادگستری و کمیسیون بورس اوراق بهادار در مورد رفتارهای ضد رقابتی فعالان بازارهای سهام خارج از بورس در سال ۱۹۹۶ دستور داده شد که اتحادیه ملی معامله‌کنندگان اوراق بهادار تجدید ساختار شود. برخی معتقدند که استانداردهای را که برای ورود سهام به بازار در نظر گرفته شده است در عمل ضد رقابتی بوده و موجب ایجاد محدودیت در معاملات می‌گردد، واسطه‌ها به ضرر سرمایه‌گذاران از آن سود برده و نهایتاً به عدم کارایی اقتصادی می‌انجامد. (Jarrell, 1984).

بورس‌ها از طریق مقررات انتظامی داخلی یا وضع سایر مقررات نیز می‌توانند رفتارهای ضد رقابتی در پیش گیرند (Oesterle, 2000, p.8). بین موانعی که توسط قدرتهای بازار ایجاد می‌شود و موانع ورود به بازار که قوانین دولتی نیز از آنها حمایت می‌کنند تفاوت وجود دارد. در برخی مواقع نه بورس‌ها بلکه این قوانین دولتی خاصی هستند که شرایط را برای ظهور و رشد کارتل‌ها و انحصارها در بازار فراهم می‌کنند (Haddock and Macey, 1985). بورس‌ها برای تایید و اجرای ساز و کارهای ضد رقابتی به قانون‌گذاران متوسل می‌شوند (Oesterle, 2000, p.7). بی شک برخی قوانین برای حمایت از معامله‌کنندگان قدیمی در مقابل رقابت منصفانه سایر فعالان بازار وضع می‌شوند. برای مثال معیار داشتن حداقل سرمایه و سهامدار مشخص که برای کسب اطمینان از وضعیت شرکت‌های خواهان ورود به بازار وضع می‌شود، خود می‌تواند مانعی برای ورود به بازار ایجاد کند (Allen & R Herring, 2001, p. 7).

مقررات اقتصادی بطور بالقوه از ظرفیت تشویق یا محدود کردن رقابت برخوردارند (White, 1997). اما با این وجود همگرایی و یکسان بودن قوانین می‌تواند به کاهش موانع رقابت و ارتقا آن در بازارهای مالی محلی کمک و انحصارهای موجود را کاهش دهد. بطور کلی بازارهای مدرن اوراق بهادار تحت شمول مقررات ملی اند که چالشی برای روند رو به رشد بین‌المللی شدن و وابستگی متقابل بازارها می‌باشد. بدون شک هماهنگ نبودن قوانین مانع بزرگی در برابر تحقق بازارهای رقابتی و به هم پیوسته بین‌المللی محسوب می‌شود. از آنجا که اقتصاد کشورها از نظر توسعه و تفاوت‌های فرهنگی متفاوت است سیستم‌های اوراق بهادار و قوانین و مقررات آنها نیز الزاماً متفاوت خواهد بود. این تفاوت‌ها سبب می‌گردد

دستیابی به اجماعی در مورد قوانین و مقررات مطلوب دشوار گردد. هماهنگ سازی قوانین به همگرایی و رقابت بیشتر منتهی می‌گردد. هواداران همگرایی مقررات اوراق بهادار مدعی اند که استانداردسازی و یکسان سازی به ایجاد فضای جهانی برای رقابت در زمینه اوراق بهادار منتهی می‌گردد. دیدگاه مخالف طرفدار رقابت در قوانین و بین مقامات مسوول اجرای آنهاست و ادعا دارد که هماهنگ سازی قوانین تنها به ایجاد مقررات اضافی می‌انجامد بدون اینکه این قوانین و مقررات فایده چندانی داشته باشند (Steinberg and Michaels, 1999, p. 237).

رقابت بین واسطه‌های مالی، بورس‌ها و بین قانون‌گذاران وجود دارد. روابط بین سطوح مختلف بازارهای مالی از نظر رقابت بسیار پیچیده است زیرا میزان همکاری یا رقابت در یک سطح می‌تواند باعث تشدید یا جلوگیری از رقابت در سطح دیگر گردد. رقابت بین قانون‌گذاران الزاما مطلوب نیست زیرا جایگزینی رقابت از سطح فعالان بازار و بورس‌ها با رقابت بین قانون‌گذاران به تنوع و تفاوت قوانین منجر می‌شود و همگرایی و رقابت بین بورس‌ها را تهدید می‌کند.

ج. آیا بورس‌ها انحصارات طبیعی می‌باشند؟

به نظر می‌رسد یکی از تحولات اساسی در سال‌های اخیر گذار از انحصارهای ملی و طبیعی به بازارهای رقابتی و جهانی باشد اما با وجود این نمی‌توان در مورد ماهیت کلی بازارهای اوراق بهادار اظهار نظر جامع و کامل نمود زیرا این بازارها اغلب فعالیت‌ها و کارکردهای مختلفی دارند که در رابطه با رقابت تابع نظام‌های اقتصادی متفاوتی می‌باشند (Stoll, 1979, p. 5). هیچ اجماعی در مورد انحصار طبیعی بودن یا نبودن هیچ کدام از این فعالیت‌ها وجود ندارد اما به نظر می‌رسد در یک روند تکاملی بازارهای بورس از مرکز معاملات اوراق بهادار ملی به بازارهای فراملی و منطقه‌ای تبدیل شده‌اند. بطور سنتی گرایش به تمرکز معاملات در بازارهای بزرگ وجود دارد. برای مثال در سال ۱۹۳۵ در آمریکا ۲۵ بازار بورس وجود داشت اما اکنون تنها ۱۰ بازار باقی مانده است و قابل توجه اینکه ۹۵ درصد از کل معاملات در بازار بورس نیویورک انجام می‌شود (Smith, 1991). همین اتفاق در فرانسه نیز روی داده و بیشتر معاملات از بازارهای استانی به سمت بورس پاریس انتقال یافته‌اند. در سوئیس و آلمان تعداد بورس‌ها به طور چشمگیری کاهش یافته است. دلیل این امر آن است که نقدینگی باعث جذب نقدینگی می‌شود و بهتر است در بازاری به معامله پرداخت که غالب سرمایه‌گذاران آن را برای معاملات خود انتخاب کرده‌اند. بررسی‌های تحلیلی و آماری حاکی از آن است که در دو دهه گذشته میزان همگرایی در بین بازارهای بورس اروپا افزایش یافته است (Rangvid, 2001). در آینده بازارهای اوراق بهادار اروپا از نظر تعداد کمتر و در لیست‌ها،

معاملات و اعضای خود بین‌المللی تر خواهند شد (Licht, 1998). این امر بیشتر ناشی از مزیت فعالیت در یک گستره وسیعتر و پیشرفت تکنولوژیک است. اگر تکنولوژی به اندازه کافی پیشرفت کند مزیت فعالیت در یک گستره وسیعتر خود به خود امکان ایجاد انحصار طبیعی را برای واسطه‌های مالی فراهم می‌آورد. استیگلر از اولین کسانی بود که این واقعیت را که معاملات یک سهام‌گرایش به تجمع در یک بازار را دارد شبیه‌سازی کرد. این امر حاکی از تجمع اطلاعات در آن بازار و بدین ترتیب تسهیل دستیابی به قیمت می‌باشد. می‌توان بازارها را شبکه‌ای دانست که هرچه تعداد مشتریان آن بیشتر باشد منافع کلیه افراد دخیل در بازار افزایش می‌یابد. مسلماً نقدینگی باعث جذب نقدینگی می‌شود (Noia, 1998, p. 55).

هرچند آنچه که به انحصار طبیعی موسوم است مورد بحث‌ها زیادی قرار گرفته اما با این وجود مقایسه منافع جامعه از وجود یک نهاد بزرگ نسبت به منافع جامعه از وجود چندین فعال کوچک تنها مقایسه‌ای تئوریک بوده و بسیار دشوار است که با آمار و ارقام به آن پرداخت. هیچ‌گونه شاخص عینی از مفید یا مضر بودن فعالیت در مقیاس بزرگ وجود ندارد. علاوه بر این نهضت کاهش قوانین و آزاد سازی بازارها بر طرفداران انحصار قانونی غلبه کرده است. امروزه بورس‌ها دیگر اموال عمومی محسوب نمی‌شوند. علاوه بر این برخی اقتصاددانان معتقدند شبکه‌های معاملاتی الکترونیکی، کاهش قوانین و بین‌المللی شدن بازارها باعث از بین رفتن انحصارات طبیعی بورس‌ها شده و می‌شود (Karmel, 2001, p.5). در گذشته انحصارات ملی زیادی وجود داشته‌اند اما امروزه با بین‌المللی شدن بیش از پیش بازارها این تعداد رو به کاهش است. بنابراین مشاهده می‌شود که ادعای انحصاری بودن بورس‌ها دیگر مثل گذشته محکم نیست. برای مثال اگر سهام شرکت نوکیا به جای هلسینکی در بورس فرانکفورت مورد داد و ستد قرار گیرد تاثیر زیادی در فروش نوکیا نخواهد داشت و تنها نقدینگی به بازار دیگری منتقل می‌شود. علاوه بر این بعید است که وجود یک سهام‌دیگر در لیست بورس آلمان تاثیر زیادی بر معاملات سایر سهام‌های موجود در لیست آن بازار داشته باشد. بنابراین به نظر می‌رسد که معامله سهام یک شرکت در یک بورس کوچک یا بورس بزرگ ملی و یا حتی در بازار بورسی واحد برای کل اتحادیه اروپا تفاوت چندانی نداشته باشد.

دلیل دیگر علیه منوپولی‌های این است فشارهای رقابتی نه تنها باعث همسانی بلکه باعث ایجاد تخصص و دسته‌بندی بازارها می‌گردد. هر بازار به دنبال ارائه خدمات به مشتریان خاص است، برخی شفاف تر شده و استانداردهای بالاتری را برای ورود به فهرست‌شان در نظر می‌گیرند تا سهام‌های متنوع تری را وارد فهرست خود کرده، سرمایه‌گذاران عمده را جذب و ارزش سهام شرکت‌های موجود در بازار را افزایش دهند؛ در حالی که دیگران بر هزینه‌ها و شفافیت کمتر که میزبان شرکت‌های با مالکین کم است تمرکز می‌کنند. این ادعاها مبتنی بر این

واقعیت‌اند که رقابت نه تنها باعث همگرایی بلکه باعث دسته‌بندی بازارها می‌گردد. بنابراین رقابت باعث شکل‌گیری تمرکز و بزرگ شدن تعداد محدودی از بورس‌ها نمی‌شود بلکه باعث به حداکثر رساندن حق انتخاب مشتریان می‌شود و چون مشتریان نیز تمایلات مختلف دارند بازارها بیشتر تخصصی می‌شوند تا اینکه به سمت همگرایی و همسانی پیش روند (Coffee, 2002, pp. 83-84).

بنابراین، وجود بازارهای با تمایلات مختلف دور از ذهن نیست (Gascon and Wall, 2002, p. 7). علاوه بر این در شرایطی که چندین بازار وجود دارد معامله‌کنندگان کوچکتر به سمت بازارهای کم هزینه‌تر و به طبع با نقدینگی کمتر و معامله‌کنندگان بزرگتر به بازارهای با هزینه و نقدینگی بیشتر روان خواهند شد (Donges and Heinemann, 2001). البته می‌توان مدعی شد که چون همیشه بورس‌ها در ساختار و شیوه‌های معاملاتی با هم متفاوت بوده‌اند، به اندازه کافی هماهنگ نیستند تا بتوانند یک منوپولی را شکل دهند. در بازارهای اوراق بهادار بین‌المللی تنها چندین عرضه‌کننده برتر با بازارهای مالی توسعه یافته و سرمایه‌گذاران زیاد وجود دارند. بنابراین، شکل‌گیری انحصار گروهی از احتمال بیشتری برخوردار است تا ایجاد انحصار فردی. البته فعالیت وسیع در کلیه ابعاد تنها می‌تواند در بازارهای بورس بسیار بزرگ و تنها در مورد یکی از خدمات آنها شکل گیرد. به عبارت دیگر نتیجه بزرگ شدن بورس‌ها نه ادغام آنها بلکه در عوض تمرکز بخشی از فعالیت‌های آنها برای مثال بخش انجام معاملات می‌باشد (Malkamäki, 1999, p.23).

۳. رقابت در بازارهای اوراق بهادار چه نتایجی به دنبال خواهد داشت؟

الف. تجزیه بازارها

رقابت در بازارها ممکن است نتایجی کاملاً متعارض در پی داشته باشد. از یک طرف انجام معامله بین چندین بازار مختلف ممکن است منجر به افزایش نقدینگی گردد و از طرف دیگر همین افزایش رقابت ممکن است به دلیل تقسیم جریان تقاضا بین بازارهای مختلف منجر به کاهش نقدینگی گردد. یکی از نتایج رقابت تجزیه و دسته‌بندی بازارهاست. تجزیه بازارها هنگامی رخ می‌دهد که جریان تقاضا روانه بازارهای مختلف که ارتباط کافی با هم ندارند می‌گردد. بین‌المللی شدن و نحوه پاسخگویی به جریان تقاضاها از جمله عواملی‌اند که موجب تجزیه بازارها می‌گردند (Karmel, 2001, p.5). تجزیه بازار به حالتی اطلاق می‌شود که یک تقاضا در یک بازار امکان پیوند یافتن با تقاضای در یک بازار دیگر را پیدا نمی‌کند. تغییر در الگوی مالکیت نیز می‌تواند به انزوا و تجزیه بازار کمک کند زیرا صاحبان قبلی سهام دیگر نقش خود را در تداوم معاملات و موفقیت آن سهم ندارند بلکه از این پس رقابت اصلی بین بورس‌ها و اعضای آنهاست (Weber and Davis, 2004, p.41). با وجود این نمی‌توان تجزیه و

انزوای بازار را همیشه نتیجه رقابت بین بازارها دانست. بلکه این تجزیه و انزوا ممکن است ناشی از شرایط و اوضاع و احوال قبل از ایجاد رقابت در یک بازار باشد. عوامل متعددی می‌توانند مانع رقابت بین بورس‌ها شده و نهایتاً بازارها را تجزیه کنند. برای مثال بازارهای مالی اروپا کماکان در سطح ملی و مستقل از یکدیگر باقی مانده‌اند. این امر نه به خاطر رقابت بیش از حد بلکه در نتیجه عوامل دیگری اتفاق افتاده است. با وجود بیش از ۲۰ سیستم معاملاتی و پرداخت مختلف که هر کدام مقررات ملی خاص خود را دارند کاملاً طبیعی است که بازارهای مالی اروپا این چنین مجزا از یکدیگر باشند. در این بازارها هنوز رقابت به حدی رشد نکرده است که موجب تجزیه و انزوا آنها گردد. اکثر بازارهای اروپایی از یک سیستم معاملاتی، پرداخت الکترونیک و سیستم ارائه لیست اوراق بهادار مطلوب برخوردارند. اما نتوانسته‌اند به وضعیتی دست یابند که فعالیت شان را در کل اتحادیه اروپا گسترش دهند و در سطح اتحادیه همچنان منزوی و مجزا هستند (Theodore, 2002).

اگرچه برخی ادعا می‌کنند که تجزیه بازار باعث نوآوری و افزایش رقابت می‌شود (O'Hara and Macey, 1997, p.8). اما باید توجه داشت که در بازارهای مستقل و مجزا سیستم قیمت گذاری هیچ گاه نمی‌تواند به معامله‌کنندگان این اطمینان را بدهد که به بهترین قیمت خرید و فروش می‌نمایند. هرچه تجزیه بازارها از یکدیگر بیشتر باشد پی بردن به قیمت واقعی دشوارتر می‌گردد. بر خلاف تمام تئوری‌های اقتصادی افزایش رقابت بر سر جریان تقاضا نتوانسته است به همان نسبت موجب افزایش حق انتخاب سرمایه‌گذاران گردد. به چالش کشیدن برتری بازارهای سنتی و کلاسیک مثل بازار بورس لندن یا نیویورک موجب تجزیه و انزوا بازار می‌گردد. تجزیه بازارها ممکن است در ثبات آنها اختلال ایجاد کند زیرا در دوره‌های بی ثباتی بازار، ممکن است بازارهای با نقدینگی کمتر نتوانند به حالت پیشین برگردند. به همین دلیل در دهه ۶۰ برخی قانون‌گذاران از جابه جایی حجم خرید و فروش از بازارهای متمرکز (بورس‌ها) به سمت بازارهای خارج از بورس ابراز نگرانی کرده‌اند (Davis and Lightfoot, 1998, p. 210).

مخالفان شکستن انحصار بورس‌ها در انجام معاملات اوراق بهادار عقیده دارند که این امر می‌تواند منجر به تجزیه بازار و ضرر سرمایه‌گذاران کوچک گردد. کمیسیون اتحادیه اروپا نیز این خطر را مورد توجه قرار داده اما اظهار داشته است که رقابت در معاملات اوراق بهادار می‌تواند منجر به همگرایی بیشتر و کاهش قیمت‌ها گردد. امروزه سودآوری مطلق بورس‌ها و انحصار آنها در داشتن نقدینگی سپری شده است. رقبای جدید مکان‌های جدیدی را ایجاد کرده‌اند تا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و موسسات سرمایه‌گذاری در آن به معامله بپردازند (Guerrera, 2002). در کانادا نقش نهادها و سیستم‌های خرید و فروش خارج از بورس و نحوه ادغام آنها در بازارهای سرمایه سال‌هاست که مورد بحث و بررسی است. با این وجود امروزه

این بازارها تنها در چهرچوب خاصی اجازه فعالیت یافته‌اند. در واقع آنها تنها می‌توانند به عضویت بورس‌های موجود درآیند و فقط در قالب‌های حقوقی خاصی معامله نمایند. دلیل اتخاذ این شیوه نگرانی از تجزیه بازار عنوان شده است (Boisvert and Gaa, 2001, p.18). در گزارش سال ۲۰۰۰ کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده امریکا موضوع ایجاد و گسترش بازارهای جایگزین بورس برای معاملات سهام از منظر رقابت و تجزیه بازار مورد بحث و بررسی قرار گرفت. این گزارش تایید نمود که در صورت اختلال در دسترسی به قیمت واقعی، امکان تجزیه بازار وجود خواهد داشت (Karmel, 2001, p. 24).

ب. ادغام: شیوه‌های جدید انحصار و توافقات ضد رقابتی

اثر رقابت بیشتر، همیشه تجزیه بازار نیست و ممکن است منجر به ادغام‌ها، تملک سایرین و یا همگرایی و اتحاد بیشتر بین بازارها گردد. نتیجه طبیعی به حرکت در آمدن نیروهای رقابتی به راه افتادن موجی از ادغام‌ها، اتحادها و ائتلاف‌ها بین بازارهای اوراق بهادار است. بزرگترین واکنش به رقابت که تقریباً تمامی بورس‌های دنیا به آن می‌اندیشند ائتلاف یا ادغام با رقباست (Steil and Domowitz, 1999, p. 81).

در حالی که برداشتن موانع ملی، کاهش مقررات داخلی دست و پا گیر و تغییرات تکنولوژیک به از میان رفتن انحصار طبیعی کمک می‌کند اما در عین حال مدل‌های جدید از انحصار معمولی از خاکستر نمونه‌های قبلی ایجاد می‌شود. پس از یک دوره رقابت و زمانی که بازار به دست ارائه‌کنندگان برتر خدمات سرمایه‌گذاری می‌افتد انحصار معمولی می‌تواند جایگزین انحصار طبیعی گردد. ادغام‌ها، ائتلاف‌ها و دسته‌بندی بین بازارها می‌تواند محیط رقابتی جدید را با خطر مواجه کند. ممکن است رقابت به تمرکز خرید و فروش‌ها در تعداد کمتری از بورس‌های بزرگ دنیا بیانجامد. هرچه که بورس‌های دنیا رقابتی‌تر می‌شوند حفظ تعداد بورس‌ها دشوارتر می‌گردد. برای مثال در حال حاضر اروپا به سرعت مرحله دوم را سپری می‌کند که منجر به افزایش رقابت بین بورس‌ها، تسریع ائتلاف‌ها و نهایتاً ادغام‌ها و پدید آمدن بورس‌های بسیار بزرگ جدید خواهد گردید (Jochum, 1999, p. 51).

نخستین نتیجه مستقیم ارتباط بازارهای مالی از بین رفتن رقابت بین بورس‌ها رقیب از طریق ائتلاف‌ها و ادغام‌ها می‌باشد. ارتباط بین بازارها باعث می‌شود که از سرمایه‌های جزئی بهتر استفاده شود. با توجه به این مسایل انتظار می‌رود که گرایش طبیعی در کلیه بخش‌های بازارهای بورس - از جمله سیستم‌های پرداخت که نسبت به سایر بخش‌ها کمتر در معرض ادغام قرار دارد- به ادغام وجود داشته باشد. تکنولوژی مدرن ظهور بازارهای کارآمد فاقد تالارهای فیزیکی را تسهیل کرده است. بازارهای خارج از بورس خدمات واسطه‌ای تخصصی

را به فعالان حرفه‌ای بازار ارائه می‌دهند. با وجود این، این بازارها جانشین بورس‌ها نیستند بلکه فعالیت آنها را تکمیل می‌کنند. ادغام‌ها، اتحادها و ائتلاف‌ها در پی ایجاد واسطه‌های با دایره بسیار وسیعی از تولیدات، ایجاد بازارهای با سرمایه بیشتر و محدوده فعالیت گسترده‌تر در سطح بین‌المللی و منابع مالی بیشتر که از عمق، عرض و انعطاف بیشتر برخوردارند، می‌باشد. بورس‌ها می‌توانند در ساده‌ترین حالت ادغام گردند یا می‌توانند شیوه‌های دیگر ارتباط یا ائتلاف را که در عمل یک بورس بین‌المللی ایجاد می‌کند برگزینند، یا می‌توانند نقدینگی خود را از بورس‌های محلی یا منطقه‌ای تامین کنند. علاوه بر این، امکان دارد اتحاد با گسترش بورس‌ها از طریق تزریق سرمایه در نقاط مختلف دنیا ایجاد شود. (Coffee, 2002, p. 9) اگرچه در ادبیات اقتصادی دنیا ادغام بدتر از ائتلاف دانسته شده است. اما به واقع ادغام‌ها و ائتلاف‌ها کاملاً مشابه اند زیرا هر دو امکان ارائه داد و ستد در سطح وسیع‌تر را فراهم می‌آورند. تفاوت در این است که در ائتلاف مالکیت، تصمیم‌گیری و قیمت‌گذاری مثل ادغام کاملاً متمرکز نیست. بنابراین ممکن است ائتلاف‌ها امکان بهره‌مندی از منافع چندین بورس تخصصی یا منطقه‌ای را فراهم کنند. در واقع نفع اصلی از ائتلاف چندین بازار بورس این است که هزینه‌های مربوط به داشتن اعضای مختلف برای هر تالار بورس را کاهش می‌دهد (Shy and J. Tarkka, 2001, p. 9).

گسترش روز افزون شرکت‌های مشترک (از قبیل شرکت مشترک بین "سلد" و "دویچ بورس کلیرینگ" و یا بورس بین‌المللی اوراق بهادار غیر از سهام آلمان-سویس به نام "یورکس") یا قراردادهای دسترسی مشترک (از قبیل قرارداد بین بورس‌های منطقه بنلوکس) قابل توجه می‌باشد. همکاری‌ها می‌تواند از طریق ایجاد شعبه (نزدک اروپا، کانادا و ژاپن)، ادغام‌ها مثل "یورونکست" خریدن رقبا مثل خرید بورس اوراق بهادار لندن توسط "اوام"، ارائه لیست مشترک، یا ایجاد بازار سهام بین‌المللی از طریق ارتباط دادن بورس‌های سهام اصلی دنیا به وسیله شبکه ارتباطی الکترونیک مشترک شکل گیرند. همگرایی عملی یکی دیگر از شیوه‌های اتحاد بین بورسهاست. این شیوه با ایجاد شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی که اموری از جمله فعالیت‌های بانکی و بیمه‌ای و امور مربوط به سهام را انجام می‌دهند شکل می‌گیرد. طرفداران اتحادها بر این عقیده‌اند که بازارهای بزرگ مالی جدید با فعالیت گسترده‌ای که دارند مطلوب بوده و کلیه خدمات را برای مشتریان فراهم و تقسیم ریسک را نیز متعادل‌تر می‌گرداند (Wilmarth, 2002).

پدیده اتحاد بین بورس‌ها از جنبه دیگری نیز مورد بررسی قرار گرفته است؛ ادغام‌ها و بدست گرفتن سایرین می‌تواند راه‌حلی برای کمبود منابع مالی در آسیا و دیگر نقاط جهان باشد. "اکومومیدز" بیان می‌دارد در بازاری مثل بازار انحصاری شبکه گسترده‌تر و سطح بالاتری از رفاه در مقایسه با بازار رقابت کامل شکل می‌گیرد (Malkamäki, 1999, p.23). آنچه

بیشتر مد نظر است اثر اتحادها بر کارایی در بازار و رقابت، نقدینگی بازار، ثبات مالی و موثر بودن سیاست پولی است. در اینجا سوالی که بطور طبیعی مطرح می‌شود این است که با توجه به جایگزینی سیستم‌های خرید و فروش الکترونیک که هزینه‌های سخت افزاری داشتن بازار بزرگ را از بین برده یا حداقل کاهش می‌دهد، آیا داشتن بورس‌های مختلف به جای یک بورس مزیتی دارد یا خیر؟

۴. دوگانگی هنجاری (حقوقی) و اثباتی و حفظ رقابت به عنوان هدف مقررات

قانونی

اقتصاددانان بیشتر به بررسی ابعاد مختلف رقابت در بین بازارهای بورس از لحاظ اثباتی پرداخته‌اند و کمتر از زاویه هنجاری (حقوقی) به این مساله توجه شده است. در این راستا کتب و مقالات مختلفی ابعاد مختلف اثباتی رقابت بین بورس‌ها مثل استفاده از سیستم‌های خرید و فروش الکترونیک، ادغام بین بورس‌ها، تغییر در مدیریت واحد و لیست‌های مشترک (Pagano et al, 1999, p.28) و بنگاه اقتصادی دانستن بورس‌ها را مورد بررسی قرار داده‌اند. مدل‌های رقابت بین بازارهای بورس بیشتر به پیش بینی این مساله می‌پردازند که آیا با شرایط مورد نظر اتحاد ایجاد می‌شود یا اینکه بازارها از یکدیگر مجزا و مستقل می‌شوند. هر چند این مقاله بیشتر پیامدهای این تغییرات در بازارهای بورس از نظر هنجاری (حقوقی) می‌پردازد اما برای تشخیص اهدافی که قوانین باید در پی آنها باشند تحلیل اثباتی باید انجام گیرد. بنابراین بخش عمده‌ای از این مقاله باید به تفکیک جنبه‌های اثباتی رقابت از جنبه‌های هنجاری (حقوقی) آن اختصاص یابد.

نخستین گام این است که ماهیت رقابت در بین بورس‌های اوراق بهادار مورد بررسی قرار گیرد. هنگامی که تداوم رقابت در بازار ثابت گردید باید به بررسی سطح مطلوب رقابت در چارچوب اهداف هنجاری با توجه به مکانیزم‌های قانونی مقرر برای تضمین آن پرداخت. مطمئناً در هرگونه بررسی رقابت در بازارهای اوراق بهادار شناخت دقیق از رقابت موجود در بازار (جنبه اثباتی) و درک صحیح مفهوم رقابت که در قوانین و مقررات دنبال می‌شود (جنبه هنجاری) ضروری است. اهمیت این شناخت را می‌توان با اهمیت وجود ارتباط منطقی بین این دو عامل مقایسه کرد. در بخش قبلی به بررسی اثباتی و هنجاری رقابت در بازارها پرداخته شد. زیرا در عالم واقع این دو عامل کاملاً به هم وابسته‌اند و بررسی جداگانه آنها امکان‌پذیر نخواهد بود.

عوامل ایجاد کننده رقابت الزاماً منوط به وجود همگرایی کامل نیستند. همگرایی به هر درجه باشد می‌تواند زمینه‌ساز رقابت و اعمال ضد رقابتی باشد. وجود بازارهای مشابه و

همگرایی بازارها است که زمینه‌های شکل‌گیری رقابت را فراهم می‌کند. در بازارهای غیر وابسته یا کمتر وابسته به یکدیگر در سطح جهانی یا در سطح اتحادیه اروپا که سایر موانع بورس‌های اوراق بهادار را از یکدیگر جدا کرده است رقابت از درجه حساسیت بالایی برخوردار نیست. اشکار است که موسسات مالی در بخش‌های مختلف اقتصادی با وجود تقسیم‌بندی به فعالیت‌های بانکی، خدمات سرمایه‌گذاری و امور بیمه و تفاوت مقررات حاکم بر آنها رقبای بالقوه و بالفعل برای یکدیگر محسوب می‌شوند (Falkner, 1991). هرچه که بازارهای خدمات مالی وابستگی بیشتری به یکدیگر پیدا کنند لزوم توجه به نتیجه این همگرایی و مقابله با فعالیت‌های ضد رقابتی و انحصار طلبانه بیشتر می‌گردد. در نتیجه حفظ رقابت یک هدف هنجاریست که با وضع مقرراتی که حقوق رقابت نامیده می‌شود تضمین می‌گردد.

بنابراین، اگر در نتیجه فشار نیروهای بازار در رقابت - و نتیجتاً کارایی که برای رسیدن به آن تلاش می‌شود- اختلال ایجاد شود، دخالت از طریق وضع قوانین و مقررات اجتناب ناپذیر می‌نماید. هر گونه سیاست رقابتی باید بر مکانیزم‌های برای حفظ آن تکیه کند. مقامات مسوول حقوق رقابت باید نسبت به عواقب ناگوار تمرکز در بازارهای مالی با توجه به رشد همگرایی در این بازارها بیشتر حساس باشند. اعمال مقررات حقوق رقابت باید به نحوی باشد که همه احساس کنند که اجرای آنها منافع همه را به بهترین وجه تامین می‌کند. البته ماهیت بازارهای مالی دائماً در حال تغییر از شرایط انحصاری به حالت رقابتی و برعکس است لذا مقررات مربوطه نیز باید خود را با این تغییرات هماهنگ کنند.

بنابراین، در بازارهای غیر قابل رقابت، مقررات حقوق رقابت بیشتر بر این مساله تاکید دارند که وضعیت انحصار طبیعی منجر به سو استفاده نگردد در حالی که در بازار رقابت‌پذیر سیاست رقابتی ایجاد مانع در ورود به بازار، تقسیم بازار یا ثابت کردن قیمت‌ها را ممنوع می‌کند (Board et al, 2002, p. 9). در بازار رقابتی مقررات اشکال مختلفی به خود می‌گیرد. یا ممکن است اصلاً مقرراتی وجود نداشته باشد یا صرفاً مقرراتی برای شفاف‌سازی وجود داشته باشد یا به دنبال تضمین شفاف‌سازی از طریق وضع مقررات ماهوی بود. از جهتی توسل به راه‌های قانونی در بازار رقابت‌ناپذیر با دشواری کمتری همراه است زیرا در چنین بازاری دارنده انحصار طبیعی ملزم به واگذار کردن بخشی از زیر ساخت‌ها به رقبای در مقابل دریافت مبلغی می‌باشد (Van Miert, 1998). رقابت نمی‌تواند بدون ابزارهای حمایتی خود به خود شکل گرفته و گسترش یابد. هر کدام از ارکان اصلی بخش خدمات مالی یعنی انتقال‌های نقدی، تامین سرمایه و خدمات دلالی و سرمایه‌گذاری را می‌توان یکی از عناصر زنجیره عرضه دانست. وظیفه نهادهای قانونی این است که تشخیص دهند که در کجا زنجیره عرضه با ایراد

مواجه شده و مشتریان از جمله مشتریان واقعی، شرکت‌ها و موسسات سرمایه‌گذاری از دسترسی به خدمات آنها با قیمت رقابتی محروم شده‌اند (Monti, 1998).

حقوق رقابت سبب می‌گردد که عوامل بازار به طور موثری عمل نمایند و با اثرات زیانبار انحصارات فردی و گروهی به مقابله بر می‌خیزد. برای مثال اعمال مقررات حقوق رقابت در بازارهای مالی ژاپن در کنار پیشرفت‌های اخیر در زمینه کاهش مقررات دست‌پاگیر مالی و با سست شدن مقررات مستقیم، نتایج ارزشمندی را به همراه داشته است. هدف اصلی اصلاحات اخیر در سیستم مالی کشور ژاپن این بوده که با دادن اجازه ورود شرکت‌ها به حوزه فعالیت‌های دیگر رقابت را گسترش دهند. در اینجاست که مقررات حقوق رقابت نقشی مهم را در حفظ رقابت آزاد و عادلانه بازی می‌کند. در سطح اتحادیه اروپا حقوق رقابت کمکی عمده به حفظ رقابت نموده و از ایجاد مانع توسط بخش خصوصی جلوگیری کرده است. در اتحادیه اروپا ابزار اصلی کنترل رقابت، مقررات منع اعمال ضد رقابتی مندرج در مواد ۸۱ و ۸۲ معاهده اتحادیه است که قراردادهای و اقدامات دسته‌جمعی محدود کننده و سوءاستفاده از موقعیت مسلط را ممنوع می‌کند. دیگر مکانیسم مهم حفظ رقابت کنترل ادغام‌ها و کنترل کمک‌های دولتی است که اولی برای جلوگیری از تمرکز بیش از حد وضع شده و دومی به دنبال تضمین عدم اختلال در رقابت از طریق دخالت دولت‌هاست (Crampton and B A Facey, 2002, p. 28).

۵. رقابت و ارائه اطلاعات در بازارهای اوراق بهادار

الزام به ارائه اطلاعات همیشه یکی از سر فصل‌های اصلی مقررات راجع به اوراق بهادار بوده است. با توجه به منافع عمومی و خصوصی اطلاعات دارد قوانینی راجع به منع مدیران از سوءاستفاده از اطلاعات شرکت‌ها، ارائه اطلاعات و ساختار بازارهای مالی وضع گردیده‌اند. اما با این حال، ارائه اطلاعات می‌تواند به رقابت نیز کمک نماید و می‌تواند راهکار فرعی اجرای سیاست‌های حقوق رقابت تلقی گردد. در بازارهای با شفافیت بیشتر احتمال تحقق اهداف حقوق رقابت بیشتر است. یکی از شرایط اصلی برای داشتن رقابتی موثر این است که اطلاعات در سطح وسیع و با کمترین هزینه فراهم باشد. زیرا عدم وجود اطلاعات فعالیت عادی بازار را به مخاطره می‌اندازد (Board et al, 2002, p.11). از طرف دیگر یکی از کارکردهای اصلی بخش خدمات مالی جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات است. اطلاعات در بازارهای مالی و بازارهای اوراق بهادار نقشی مهم‌تر نیز دارد زیرا این بازارها بیشتر از بازارهای کالاهای عینی در معرض ریسک اطلاعات غلط و گمراه کننده قرار دارند. ویژگی منحصر به فرد بازارهای مالی که همان اطلاعات محوری آنها، معضل اطلاعات نامتقارن و

متعارض و مسایل و مشکلات دلالی در بازار است سبب گردیده که شفافیت در این بازارها اهمیتی بسیار زیادت در مقایسه با سایر بازارها داشته باشد. بنابراین به دلایل زیادی ما تاکید خاص بر نقش اطلاعات در بخش خدمات مالی خواهیم داشت. نهایتاً بازارهای مالی به اطلاعات و ارائه به موقع و موثر آنها وابسته‌اند. شفافیت در بازارهای مالی سبب می‌گردد بازارهای مالی مستقل، فاقد ارتباط فیزیکی و حتی دور از هم از نظر جغرافیایی به منافع ناشی از تمرکز در بازارهای مالی دست یابند (Boisvert and Gaa, 2001, p. 21).

پیشرفت تکنولوژی درکنار مقررات جدید تاثیر زیادی بر تولید و مهیا بودن اطلاعات در بازارهای اوراق بهادار داشته و سبب تغییر ماهیت رقابت در این بازارها شده است. البته فواید دسترسی به اطلاعات به توانایی تجزیه و تحلیل آنها بستگی دارد. بر اساس سیاست‌های رقابتی شفافیت به امکان نوسان بیشتر درآمد و سود منتهی می‌شود. بطور کلی وام دهندگان به شرکت‌ها خواهان شفافیت کمتر در بازار می‌باشند زیرا برای شرکت‌های ضعیف‌تر از نظر رقابت این شرایط مساعدتر است در حالی که سهامداران شفافیت بیشتر را ترجیح می‌دهند. شرکت‌های رقیب با توجه وضعیت بازار استراتژی‌های متفاوتی را در جمع‌آوری اطلاعات اتخاذ می‌کنند و بدین ترتیب ورود یک شرکت شفاف در بازار قطعا بر قیمت‌های سایر شرکت‌ها با توجه به شفاف بودنشان تاثیرگذار خواهد بود (Enrico et al, 2002). بنابراین اگر قرار باشد که معامله کنندگانی که دسترسی کمتری به اطلاعات دارند بازاری را برای انجام معاملاتشان انتخاب کنند قطعا این انتخاب بازاری سستی خواهد بود که در آنها معاملات تحت نظارت بیشتر قرار دارند.

مجموعه مقررات بازارهای اوراق بهادار باید با فراهم آوردن چهارچوبی پویا، تمامی شیوه‌های مقرراتی، نظارتی و قوانین داخلی بازارها را بکار گیرد. با این وجود هسته اصلی و پایه‌ای این مقررات الزام به شفاف سازی است (Board et al, 2002, p. 9). سازوکارهای حقوق رقابت می‌تواند بر اساس ماهیت مداخله‌گر و خواستگاههای آنها اولویت‌بندی شوند. بعضی از راهکارهای مقرراتی قطعاً کمتر مداخله‌گر هستند. مقررات راجع به ارائه اطلاعات، برخلاف مقررات دیگر لازم می‌دانند که اطلاعات خاصی در کنار تولیدات یا خدمات ارائه شود. در نظامی با محوریت خود بازار، بیشتر بر ارائه اطلاعات - نه وضع استانداردهای ماهوی - تاکید می‌شود. به عبارت دیگر به جای مقرر کردن هرگونه هدفی در مقررات، سطح مطلوب از ارائه اطلاعات بیشتر مد نظر قرار می‌گیرد. در این سیستم تمرکز بر نظارت بر استانداردها است و الزاما تعریف دقیق قانونی از این استانداردها وجود ندارد. مقررات اوراق بهادار ارائه کامل اطلاعات و از بین بردن کلاهبرداری و سوءاستفاده از اطلاعات را در اولویت خود قرار داده‌اند

تا قیمت‌های اوراق بهادار در تعامل نیروهای بازار تعیین شود و تا حد امکان به ارزش واقعی نزدیک باشد.

۶. وجود همزمان اهداف متعارض حقوقی در شرایط پیچیده

الف. ویژگی‌های منحصر به فرد سیاست‌های حقوق رقابت در بازارهای مالی

بخش تامین مالی یکی از بخش‌های اقتصادی است که قوانین و مقررات بسیار زیاد و متفاوتی در مورد آن وجود دارد. مبنای وضع قوانین توسط دولت در این بخش از اقتصاد کاستی‌های بازار است. کاستی بازار در این صنعت شامل مواردی از قبیل انحصار و یا تسلط عده خاصی بر بازار، نامتقارن و متضاد بودن اطلاعات، عوارض اجتماعی منفی، مسایل مربوط به تامین منافع عمومی و حاکم بودن عدم امنیت گسترده در بازار را شامل می‌شود. هدف قوانین در این بخش از اقتصاد جبران این کاستی هاست. با این حال ممکن است این قوانین با هم همپوشانی یا تعارض داشته باشند. بنابراین روابط بین حقوق رقابت و قوانین و مقررات مربوطه در زمینه خدمات مالی پیچیده است. قوانین بازار بورس در پی مبارزه با اطلاعات نامتقارن، ریسک‌های سیستمی و سایر مواردی هستند که ممکن است اثر ضد رقابتی داشته باشند. با این حال هرگونه مقرراتی می‌تواند اثر منفی نیز داشته باشد. عوارض جنبی منفی مقررات اوراق بهادار شامل مواردی از قبیل: خطرات رفتاری و رانت، اثرات ضد رقابتی و ریسک حمایت بیش از حد از مصرف کننده می‌باشد.

از دیدگاه حقوق، رقابت خدمات مالی از بانکداری تا بیمه و بازارهای اوراق بهادار، باید عاری از هرگونه توافق یا قرارداد ضد رقابتی باشند. اما از طرف دیگر به نظر می‌رسد که خدمات مالی واجد شرایطی خاص هستند که اجرای مقررات حقوق رقابت را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به دلایل حفظ ثبات کمتر اجازه رقابت در بخش خدمات مالی داده می‌شود. می‌توان بیان داشت که نمونه‌های معمول برای حقوق رقابت برای بخش خدمت مالی مناسب نیستند و نباید این پیش فرض وجود داشته باشد که رقابت بیشتر به معنای اصلاح کامل بازار و پایان همه نگرانی‌هاست. بنابراین اصول تجارت و رقابت آزاد در این بخش بطور مطلق اعمال نمی‌شوند. برخی استدلال می‌کنند که به دلیل حساسیت بخش بانکداری، بیمه و اهمیت ثبات در این بخش‌ها لازم است شیوه ملایم‌تری در مورد آنها اتخاذ گردد. اما هنوز هیچ شیوه‌ای نتوانسته خود را به عنوان الگوی مطلوب برای اعمال مقررات حقوق رقابت در مورد اوراق بهادار معرفی کند. با این حال شیوه اعطای معافیت محدود به بخش بانکداری در مقررات اتحادیه اروپا پیش بینی شده است برای مثال بند ۳ از ماده ۲۳ آیین نامه ادغام اتحادیه اروپا که

حقوق انحصاری را را محدود کرده است این اختیار را به کمیسیون داده که به دولت‌های عضو اجازه دهد اقدامات مناسب را برای حمایت از بخش‌های حساس اتخاذ کنند.

حقیقت این است که در این بخش‌ها قوانین و مقررات موجود اهداف متعارضی را دنبال می‌کنند. حتی در یک کشور واحد مثل ایالات متحده آمریکا، کاملاً مشخص نیست که حقوق رقابت در بخش خدمات مالی از چه جایگاهی برخوردار است. مساله این است که سیاست رقابتی بخشی از یک چشم‌انداز وسیع در قوانین و مقررات است که در آن سلسله مراتب بین قوانین مختلف و اهداف آنها باید در نظر گرفته شود. پیگیری هر یک از اهداف مورد نظر در قوانین و مقررات ممکن است منطبق یا در تعارض با سیاست حقوق رقابت باشد. بنابراین رقابت فواید و مضرراتی خواهد داشت و مقررات رقابت در بخش خدمات مالی بطور مطلق مفید نخواهند بود. مشکلات مشابهی در خصوص سازگار کردن سیاست رقابتی و اعطا و حمایت از حق انحصاری برای مالکیت فکری و زمینه‌ها و عوامل اعطا این حقوق انحصاری وجود دارد. اعمال سیاست‌های رقابتی در این بخش‌ها پیچیده خواهد بود زیرا برخی از اهداف قوانین و مقررات مربوط به این بخش (مالکیت فکری) در تعارض با اهداف مقررات رقابت قرار می‌گیرد. بنابراین وضع مقررات رقابت در بازارهای اوراق بهادار به دلیل وجود اهداف قانونی متعارض و پیچیدگی روابط متقابل آنها یکی از دشوارترین بخش‌ها در سیاست‌گذاری قانونی است. در شرایطی که تشویق کازابی در بازار با دیگر اهداف قانونی (مثل تامین ثبات، عادلانه بودن و تمامیت بازار) در تعارض باشد قانون‌گذاران باید تلاش کنند که با کمترین هزینه به اهداف اخیرالذکر دست یابند. یک سیستم قانون‌گذاری تنها به اوضاع و احوال اقتصادی، سیاسی، قانونی، فرهنگی و اداری وابسته نیست بلکه علاوه بر این باید در نظر گرفت چگونه ابزارهای مختلف قانونی برای مقابله موثر با کاست‌های بازار در کنار هم سازماندهی شده‌اند.

باید بین قوانین مختلف اولویتی وجود داشته باشد زیرا از نظر بازار برخی از قوانین مطلوب‌تر از سایرین و کمتر مداخله‌گر در حقوق افراد می‌باشند. دلایلی وجود دارد که باید از تحمیل قوانین خودداری کرد این دلایل همان هزینه‌های قانونی‌اند. در تحلیل سود و زیان این قوانین امکان دارد با موردی مواجه شویم که با وجود اهداف درست، هزینه‌های یک قانون بیش از فوایدش باشد. قانون مورد نظر باید مساله را بدون اینکه مشکل حادثتری ایجاد نماید، حل کند. برخی از استراتژی‌های قانون‌گذاری عموماً اثرات جانبی به همراه دارند که به اندازه کاستی‌های بازار که دخالت قانون را ایجاد می‌نمایند، نامطلوب‌اند (Niemeyer, 2001, p. 35). ما باید نه تنها اهداف قوانین برای مثال، رقابت و حمایت از بخش‌های خاص را با هم مقایسه کنیم بلکه باید هرگونه راه‌حل قانونی را در برابر عوامل اقتصادی اجتماعی نیز مورد ارزیابی قرار دهیم. مطمئناً رقابت از جایگاه بسیار بالایی در هرگونه سیستم قانونی مدرن برخوردار

است اما در عین حال محدودیت‌های نیز بر آن وجود دارد. آینده به نحوه ترکیب مکانیزم‌های قانونی با بازار بستگی دارد. اتخاذ راه‌حل متعادل و بازگشت از قوانین معمول می‌تواند یکی از گزینه‌ها باشد. همچنین می‌توان آینده را بر اساس سیستم جدیدی که بتواند هم کاستی‌های قوانین و هم کاستی‌های بازار را جبران کند طراحی کرد (Pons, 2002).

ب. تنش بین اهداف ایجاد رقابت و اهداف مربوط به تامین ثبات و حمایت از بخش‌های

حساس

همان‌طور که قبل از این بیان شد رقابت در بخش خدمات مالی همیشه موضوعی مورد اختلاف بوده است. به دلیل ریسک‌های مسری و فراگیر، نگرانی‌های در مورد رقابت و اثرات آن از نظر ثبات بازار همیشه وجود داشته است. قطعاً رقابت بیشتر منجر به افزایش کارایی خواهد شد اما ممکن است در صورت عدم جلوگیری از افراط موسسات در اتخاذ شیوه‌های با ریسک بالا و غیر مناسب، به قیمت تحمیل هزینه‌های بسیار تمام شود. بنابراین این وضعیت حاکی از کاستی بازار این بار نه از جهت عدم کارایی تخصیصی بلکه از جهت مشکلات سیستمی است (Vives, 2001, p. 537).

می‌توان مدعی شد که رقابت بیش از حد به رقابت مخرب می‌انجامد و بازار با نقدینگی کمتر، کمتر انعطاف‌پذیر و در دوران رکود بازار بسیار ضعیف است. در واقع عدم ثبات سیستمی تنها منحصر به بخش بانکداری نیست و بازارهای اوراق بهادار نیز در معرض آن قرار دارند. در سال‌های اخیر رابطه بین مقررات بانکی (بر اساس ریسک سیستمی) و مقررات اوراق بهادار (بر اساس حمایت از سرمایه‌گذار و افزایش کارایی) بیشتر هم شده است. بحران مالی اخیر در آسیا نمونه خوبی می‌باشد. در واقع بازارهای مالی مبتنی بر بانک‌ها نقش عمده‌ای در ایجاد این بحران داشته‌اند. در اینجا این سوال مطرح می‌شود که آیا مقررات بازارهای مالی باید به منظور تمرکز بیشتر بر ریسک سیستمی تغییر کنند؟ (Allen & R Herring, 2001). واضح است که بخش عمده‌ای از مشکلات "بارینگز بانک" به دلیل مجادلات بین اوزاکا و سنگاپور در مورد فعالیت جدید این بانک بود. بورس‌ها نباید از طریق کاهش میزان سهام با هم به رقابت پردازند زیرا به محض اینکه وارد این مقوله شوند ریسک هر کسی که در آن بازار فعالیت دارد بالا می‌رود. همچنین این ریسک وجود دارد که رقابت بین بورس‌ها به کاهش میزان مقررات به پایین‌تر از سطح اجتماعی مطلوب منجر شود. بدین ترتیب رقابت آزاد آن‌طوری که در سایر بخش‌های اقتصادی مطلوب است بین بورس‌ها کارایی نخواهد داشت (Murray, 2001, P.4). بازارهای فاقد مقررات کافی اما دارای رقابت بالا ممکن به نتایجی مثل عدم ثبات، خرید و فروش‌های

نامتوازن، کلاهبرداری و سوءرفتار بینجامد که به هیچ وجه مورد پسند نمی‌باشند. بهبود و افزایش همکاری‌ها بین بورس‌ها واکنشی در برابر چنین ریسک‌های محسوب می‌شود. بنابراین مقررات حقوق رقابت باید به اندازه‌ای انعطاف‌پذیر باشند که با برخی رفتارهای غیر رقابتی خود را انطباق دهند (Franklin Allen et al, 2001).

قوانینی مثل قوانین راجع به بخش‌های حساس وجود دارند که بیشتر با هدف محدود کردن رقابت و نه به منظور ارتقای ثبات و کارایی سیستم وضع شده‌اند. این مقررات باید با مقررات کمتر رقابتی جایگزین شوند. برای مثال در اتحادیه اروپا دولت‌ها می‌توانند از قانون مربوط به خدمات سرمایه‌گذاری اروپا برای استفاده از سیاست‌های حمایتی ملی استفاده کنند. برخی اعتقاد دارند که رقابت باید در هر حال اعمال گردد حتی اگر در برخی شرایط منجر به از بین رفتن سود بالقوه سرمایه‌گذار گردد. با این حال روابط بین مقررات حقوق رقابت و مقررات بازارهای مالی تاحدی مبهم و نامشخص است (Wallman, 1998, p. 355).

این مسایل متعارض این سوال را ایجاد می‌کند که چه سطحی از رقابت مطلوب است. واقعیت این است که در این مورد بین رقابت و اصول راجع به بخش‌های حساس تنش وجود دارد و باید این به این دو مساله باهم نگریست. این اهداف ممکن است اجازه ادغام یا همگرایی یا اقدامات ضد رقابتی را تا درجه مشخصی برای تضمین ثبات بدهند. برای اینکه منافع فعالان بازار و جامعه بطور کلی به بهترین شکل تامین گردد قانون‌گذاران باید توازنی در قوانین حفظ ثبات و حقوق رقابت برقرار کنند. توجیهاتی متعارض برای تجارت آزاد (تئوری‌های رقابت و مزیت نسبی) و دخالت در خدمات مالی (نگرانی در مورد بخش‌های حساس، به عبارت دیگر ریسک‌های سیستمی، عدم تقارن اطلاعات و عوامل بیرونی) وجود دارد. هرچند در بادی امر نادرست می‌نماید اما در واقع هم خطرات ناشی از رقابت بیش از حد و هم خطرات ناشی از قدرت بیش از حد بازار در این بخش وجود دارد. (Vives, 2001, p.544). مشکل اصلی در اعمال مقررات حقوق رقابت به بخش‌های حساس است. بورس‌ها و قانون‌گذاران باید تصمیم سنجیده‌ای در مورد ایجاد موازنه بین این اهداف متعارض اتخاذ کنند (Hansen, 1995, p. 197).

ج. رابطه حقوق رقابت، کارآمدی و اصل مزیت فعالیت در سطح گسترده

اگر بورس‌ها دارای انحصار طبیعی هستند، به عبارت دیگر فعالانی در بازارهای اوراق بهادار وجود دارند که در زمینه خرید و فروش و تصفیه بسیار بزرگ‌اند، نگاه این سوال ایجاد می‌شود که اعمال مقررات رقابت تا چه حدی باید مورد توجه قرار گیرد. اولین اقدام این است که وجود یا عدم وجود تمرکز در بازار مورد بررسی قرار گیرد و همچنین ارزیابی شود که آیا

در مقابل تفکیک بازارها وجود تمرکز مطلوب است یا خیر؟ مساله دوم به حمایت از رقابت در برابر همگرایی‌ها، در صورتی که همگرایی مطلوب تلقی نشود، بر می‌گردد.

از آنجایی که کارایی، هرچند که تنها عامل نیست، بسیار مهم است. اجتماع ارزش زیادی برای داشتن سیاست رقابتی قایل است و البته این اهمیت اجتماعی خود حاکی از وجود محدودیت‌های بر این سیاست رقابتی است. اگر کارایی تنها هدف حقوق رقابت باشد، توجیهی وجود نخواهد داشت که مقررات رقابت در زمینه‌های که به دلیل از بین رفتن هزینه‌ها به دلیل تمرکز تولید در یک یا چند بخش، رقابت کارایی کمتری نسبت به انحصار دارد اعمال شود. استفاده از حقوق رقابت برای دستیابی به اهدافی که به رقابت ارتباطی ندارند از قبیل تشویق موسسات کوچک، فاقد توجیه است. یکی از مسایل اصلی در مورد کارایی مساله گسترش رقابت بدون ایجاد چند دستگی در بازار است (Karmel, 2001, p. 26). گفته شده است که بین رقابت و شیوه تمرکز تعیین قیمت سهام یا به عبارت دیگر بین فعالان بزرگ بازار و مقررات رقابت تعارض وجود دارد. مخالفان ایجاد چند دستگی در بازار به رقابت ایراد می‌گیرند و مدعی‌اند که خرید و فروش متمرکز در بورس‌های اصلی به ارتقا نقدینگی بازار بورس کمک می‌کند. با افزایش میزان معاملات بازارها عمیق‌تر و دارای نقدینگی بیشتری می‌شوند، اما میزان معاملات در شرایط رقابتی باعث می‌شود بازار تجزیه شده و موسسات کارگزار بورس‌های را ترک کرده که خود منجر به پراکنده شدن معاملات و پایین آمدن میزان نقدینگی در بازار خواهد شد. چالش اصلی که طرفداران رقابت با آن مواجه‌اند مربوط به اصل مزیت فعالیت در گستره وسیع‌تر در تولید و مصرف است که توجیه اقتصادی برای داشتن یک موسسه اقتصادی انحصاری را ایجاد می‌کند. در اتحادیه اروپا در صورتی که فعالیت یک بخش اقتصادی به نفع کل جامعه باشد آن بخش می‌تواند از اعمال مقررات حقوق رقابت معاف گردد. برای مثال سیستم بانکی در بخش پرداخت‌ها نیازمند همکاری بین بانک‌هاست که اشکارا رقابت را محدود می‌کند (Allen & R Herring, 2001). مطلوبیت کارایی بازار و برآورده کردن خواسته‌های مشتریان به بهترین شکل ممکن، ارزش اعمال مطلق مقررات رقابت را زیر سوال می‌برد. تالیفات زیادی با این موضوع وجود دارد که آیا سیستم حقوق رقابت باید به کارایی بر آمده از تمرکز توجه کند و آیا باید این کارایی را در برابر اثرات ضد رقابتی که دارند مورد ارزیابی قرار دهد (Roller, 2001).

جالب است که برخی صاحب‌نظران از افزایش بازارهای اوراق بهادار از نظر جغرافیایی استقبال کرده‌اند. آنها معاملات در چندین بازار را به جهت برآورده کردن نیازهای مشتریان به فال نیک گرفتند. بطور کلی آنها مدعی‌اند که پراکندگی بازارها با خود نوآوری و رقابت را به همراه دارد (O'Hara and Macey, 1997, p. 8). کمیسیون بازارهای اوراق بهادار امریکا در پی آن

است که با منع معاملات ثابت و اجبار بازارها به ارائه اطلاعات در مورد مقادیر و تقاضاهای مشتریان، رقابت بین بازارها و اعضای آنها را افزایش دهد تا از این طریق مشتریان بتوانند در بازاری که بهترین قیمت را پیشنهاد می‌دهد، معامله نمایند. در اتحادیه اروپا نیز این مساله در اواخر دهه ۱۹۸۰ مطرح شد که کمیسیون اتحادیه اروپا باید بین به حداکثر رساندن رقابت از یکسو و تسهیل فعالیت موسسات بزرگ از طریق ادغام و بدست گرفتن کنترل سایر موسسات از سوی دیگر یکی را انتخاب کند (Monti, 1999). با وجود این جهت‌گیری کمیسیون اتحادیه در اعمال آیین نامه جدید رقابت کاملاً مشخص نیست. غیر از مساله ناسازگاری رقابت با اصل مزیت فعالیت در گستره وسیع‌تر به عنوان یکی از راه‌های افزایش کارایی، مساله دیگر در اینجا میزان اعمال رقابتی بین بورس‌هاست. واضح است که منافعی که یک بازار می‌تواند از طریق آوردن نقدینگی داشته باشد و منافعی که داشتن بورس‌های رقابتی از طریق کاهش هزینه معاملات و افزایش نوآوری می‌توانند داشته باشند تعارضی وجود ندارد.

سوال این است که در این بین نهادهای قانون‌گذار چه نقشی باید ایفا کنند؟ از یک طرف لازم است به تشویق رقابت و پایین آوردن هزینه معاملات از طریق بازارهای رقابتی توجه شود و از طرف دیگر حفظ بازار منظم و با نقدینگی بالا که از طریق داشتن بازار معاملاتی واحد ممکن می‌گردد اهمیت دارد (Karmel, 2001, p. 33). کمیسیون بورس اوراق بهادار امریکا در شرایطی مشابه در سال ۱۹۴۱ به این نتیجه رسید همگرایی بیش از حد مضر است. دو دهه بعد با وجود حساسیت نسبت به همگرایی، نگرانی این نهاد نسبت به پراکندگی بازارها از آنجایی که سیستم‌های بازار اصلی قوی در سطح ملی اهمیت یافتند نیز آشکار شد. کمیسیون بورس اوراق بهادار و دیگران مشاهده کردند که با استفاده از توسعه تکنولوژیک می‌توان به منافع همگرایی بدون اینکه رقابت محدود گردد دست یافت (Davis and Lightfoot, 1998, p. 211). قانون‌گذاران در حالی که به دنبال افزایش نوآوری از طریق رقابت هستند، می‌خواهد از اثرات منفی پراکندگی بازارها جلوگیری کنند. برای مثال در کانادا بورس اوراق بهادار تورنتو و "سی دی ان اکس" تلاش می‌کنند که قواعد راجع به تمامیت بازار خود را یکسان کنند و در سال ۲۰۰۱ متن پیشنهادی خود راجع به قواعد جهانی تمامیت بازار خود را جهت اظهارنظر منتشر کردند که به منظور اعمال در معاملات کلیه بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس پیشنهاد شده بود. در مورد امکان پراکندگی بازارها در این چهاچوب توسعه یافته جدید، در متن پیشنهادی مقرر شده است کلیه بازارها باید اطلاعات را به یک مرکز جمع‌آوری داده‌ها ارائه کرده و این مرکز باید اطلاعات در اختیار عموم قرار دهد.

۷. نتیجه

از دیدگاه موضوعی، سیر تحولات و روند توسعه بازارهای اوراق بهادار بطور دقیق آشکار نیست. در نتیجه تغییرات تکنولوژیک، ساختاری و قانونی انجام گرفته در جهت آزادسازی و همگرایی بیشتر، بطور همزمان شاهد شکل گیری این دو پدیده متضاد هستیم. از طرف دیگر تعقیب سیاست رقابتی در بخش خدمات مالی به عنوان یکی از اهداف قانونی مستلزم اقدامات پیشگیرانه در خصوص تامین ثبات و افزایش کارایی می باشد. به این دلایل ما اعتقاد داریم که با ارائه تحلیلی اثباتی در این تحقیق ابعاد موضوعی و قانونی این بحث بهتر مورد شناسایی قرار می گیرد. در سطور قبل مشخص گردید که اگرچه مسایل اثباتی و هنجاری از دیدگاه تحلیلی از یکدیگر مجزا هستند اما اغلب در یکدیگر درهم تنیده اند.

همچنین نقش اساسی اطلاعات و شفافیت برای داشتن بازارهای اوراق بهادار رقابتی، دارای نقدینگی و در عین حال با ثبات توضیح داده شد. از دیدگاه هنجاری الزام به ارائه اطلاعات همیشه یکی از بخش های مهم مقررات اوراق بهادار بوده است که به همان اندازه نیز می تواند به افزایش رقابت در بازار کمک کند. با این حال اهداف متضادی در حمایت از رقابت، کارایی و ثبات در این بازارها وجود دارد که نشانگر ابهام در تحلیل اثباتی این بازارها و همچنین سردرگمی در اتخاذ سیاستی خاص نسبت به این بازارهاست. ما استدلال کردیم که ارائه اطلاعات موثرترین و کم مداخله ترین شیوه قانونی برای تامین اهداف مختلف است.

در اینجا مساله اساسی، ناسازگاری اهداف حقوق رقابت از یک طرف و اهداف مقررات بازارهای بورس در زمینه حمایت از برخی بخش ها و ایجاد ثبات است. دلایل محکم برای هر کدام از این اهداف وجود دارد. نتیجه یکی از آنها داشتن رقابت بیشتر و دیگری داشتن بازاری مرکزی با ثبات و نقدینگی بیشتر است. انتخاب هر کدام از اینها دشوار است و پیدا کردن راه حلی که هر دو هدف را تامین کند، دشوارتر.

راه حل قابل تصور برای این اهداف قانونی متعارض می تواند یکی از موارد حل غیر حقوقی مساله، ترکیب هنجارهای مختلف در یک بسته چندگانه، نظارت و نظم خاص بازار و اجازه وجود همزمان این اهداف باشد. همان طوری که استدلال های راجع به این اهداف متعارض نهایتاً به نقطه موازنه با یکدیگر رسیدند، این تعارض باید نهایتاً در یک چهارچوب انعطاف پذیر حل شود که امکان تهاوت و همکاری را بین این اهداف مختلف و شکل گیری راه حل مطلوب را بدهد. به نظر می رسد دیگر راه حل سنتی که قابل به رابطه بازار و مقررات بوده و در آن یک گروه از ناظران حقوقی می توانستند رخدادهای ناشی از کاستی های بازار را بطور سری شناسایی و پیگیری کنند، کارایی نخواهد داشت. قانون گذاران و ناظران مختلف در برآورد نیاز بازار به وجود مقررات، وضع مقررات و اعمال آنها خود را وابسته به یکدیگر

یافته‌اند. باید چرخشی به سمت سیستم قانونی یکپارچه و پویا که بیشتر مبتنی بر ارائه اطلاعات تا ایجاد قوانین ماهوی باشد، صورت گیرد. چنین سیستم قانونی نه تنها به اوضاع و احوال اقتصادی، سیاسی، حقوقی، فرهنگی و اداری وابستگی دارد، بلکه علاوه بر این به نحوه سازماندهی راهکارهای قانونی مختلف نیز بستگی دارد. با کنار رفتن سیستم مقرراتی سابق، به نظر می‌رسد نظام قانونی که کمتر مداخله نماید و بتواند اهداف قانونی و نظارت قانونی را یکپارچه و متوازن کند طراحی گردد.

منابع و مأخذ

1. Allen, F, & Herring, R, **Banking Regulation versus Securities Market Regulation**, Wharton School, University of Pennsylvania, July 11, 2001
2. Amihud Y and H Mendelson, **A New Approach to the Regulation of Trading across Securities Markets**, 71 *N.Y.U.L. Rev.* 1411, 1433 (1996).
3. Berger, A. N. **The Integration of Financial Services Industry: Where are the Efficiencies?** 4 *North American Actuarial Journal* (2000)
4. Board, J. Sutcliffe Ch, and Wells, S. **“Transparency and Fragmentation: Financial Markets Regulation in a Dynamic Environment”**, 14 November (2001).
5. Boisvert S. and Gaa, Ch **Financial Markets Department, Innovation and Competition in Canadian Equity Markets**, Summer 2001 *Bank of Canada Review*, 18 (2001).
6. Coffee, J. C, **“Racing Towards the Top? The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance”**, May 30, 2002, Columbia Law and Economics Working Paper No. 205
7. Coffee, J. C. **“Competition among Securities Markets: A Path Dependent Perspective”**, Columbia Law School Center for Law and Economics Studies, Working Paper No. 192, March 25, 2002.
8. Crampton, S, and Facey, B A. **Revisiting Regulation and Deregulation through the Lens of Competition Policy**, 25(1) *Journal of World Competition*, (2002).
9. Falkner, R. P, **European Community Competition Policy and Financial Services: An Overview**. 12 (E18.1) *European Competition Law Review*, (1991).
10. Gande, A. Puri, M **“Bank Entry, Competition, and the Market for Corporate Securities Underwriting”**, Vanderbilt University - Owen Graduate School of Management, Stanford University - Graduate School of Business and New York University, Leonard N. Stern School of Business, 1999, Working Paper Series,
11. Guerrero, F **“Brussels looks to EU markets free”**, *Financial Times*, Friday 27 September 2002,
12. Hahn, R. W, **“A Primer on Competition Policy and the New Economy”**, AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies Date Posted: October 11, 2001, Working Paper Series
13. Hahn, R. W. **A Primer on Competition Policy and the New Economy**, AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies Date Posted: October 11, 2001, Working Paper
14. Herring, R, **International Financial Integration: Continuing Process**, Wharton Working Paper, 94-23, The Wharton School, University of Pennsylvania, 1994.
15. Jarrell, G. A. **Change at the Exchange: The Causes and Effects of Deregulation**, 27 *Journal of Law and Economics* 273 (1984).
16. Jochum, C. **“Network Economics and the Financial Markets - the Future of European Stock Exchanges”**, 54 *Aussenwirtschaft*, (1999).
17. Jorion, P and Goetzmann, W N, **Global Stock Markets in the Twentieth Century**, 953 at 978 LIV (3) *The Journal of Finance*, (1999).
18. Karmel, R S. **“The Case for a European Securities Commission”**, 38 *Columbia Journal of International Law*, (1999)

19. Karmel, R. S. **Turning Seats in to Shares: Implications of Demutualization for the Regulation of Stock and Future Exchanges**, January 2001, <http://www.ssrn.com/>
20. *Malkamäki*, M, “**Are there Economies of Scale in Stock Exchange Activities?**”, Research Department, Bank of Finland Discussion Papers 4/99, date 31.03/1999
21. Monti, M. **European Commissioner for Competition Policy, Competition Policy and Financial Services**, European Banking Congress, 1999 Frankfurt 19 November SPEECH/99/171 Date 22/11/1999;
22. Murray, A, ‘*The Future of European Stock Markets*’, Centre for European Reform, London 2001.
23. Niemeyer, J, “**Where to Go after the Lamfalussy’s Report? An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision**”, Finansinspektionen Report: 2001
24. Noia, C. Di, **Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access**, Center for Financial Institutions Working Papers from Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania
25. O’Hara, M, and Macey, J, **Regulating Exchange and Alternative Trading System: A Law and Economics Perspective**, Responses to 1997 SEC Release, 2001.
26. O’Hara, M. **Market Microstructure Theory**, Basil Blackwell, Cambridge, Mass., 1995.
27. Oesterle, D. A. **Securities Markets Regulation: Time to Move on to A Market-Based Approach**, 374 *Cato Institute Policy Analysis* (2000).
28. Pagano, M, Roell. A and Zechner, J, “**The Geography of Equity Listing, Why Do European Companies List Abroad**”,. in CSEF Working Papers from Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Salerno, Italy, 1999,
29. Pagano, M. “**The Changing Microstructure of European Equity Markets, Working Paper no.4, Centre for Studies in Economics and Finance**, April 1997, revised version published in G Ferrarini, *The European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond*, London, 1998.
30. Perotti, Enrico, & von Thadden, “**Strategic Transparency and Informed Trading: Will Capital Market Integration Force Convergence of Corporate Governance?**” October 2001, Revised September 2002,
31. Poser, N. S. **The Stock Exchanges of the United States and Europe: Automation, Globalization and Consolidation**, 22 *U.Pa. J. Int’l Econ. L.* 499, 510 (2001).
32. Rangvid, J. **Increasing Convergence among European Stock Markets? A Recursive Common Stochastic Trend Analysis?**, 71 *Economics Letters*, 383-389 (2001).
33. Smith, C. ‘**Globalisation of Financial Markets!**’ in A Meltzer and C Plosser (eds.), 35 *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, Carnegie-Rochester Conference on Public Policy, Carnegie Mellon University, (1991)
34. Steil B, and Domowitz, I. “**Automation, Trading Cost, and the Structure of the Securities Trading Industry**” in Brookings-Wharton Papers on Financial Services 1999
35. Steil, B. **Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences**, Feb 2002, Brookings-Wharton Papers on Financial Services;
36. Wallman , M. H, **Competition, Innovation, and Regulation in the Securities Markets**, 53 *The Business Lawyer* 341, 371 (1998).
37. White, L. J. “**Technological Change, Financial Innovation and Regulation in the U.S.: The Challenges for Public Policy**”, 1997, Center for Financial Institutions Working Papers from Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania
38. Wilmarth, E, **The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation and Increased Risks**, GWU Law School, Public Law Research Paper No. 41 (University of Illinois Law Review, Vol. 2002, No. 2).