



## ՍՈՒՐԵՆ ՊՈՂՈՍՅԱՆ

*ՀՊՏՀ բանկային գործի և ապահովագրության  
ամբիոնի դոցենտ, տնտեսագիտության թեկնածու*

## ԱՐԵՎ ԲԱՂԱՍԱՐՅԱՆ

*ՀՊՏՀ բանկային գործի և ապահովագրության  
ամբիոնի դոցենտ, տնտեսագիտության թեկնածու*

## ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՄԻՋԱԶԳԱՅՆԱՑՄԱՆ ԵՎ ԻՆՍՏԻՏՈՒՑԻՈՆԱԼ ՓՈԽԱԿԵՐՊՄԱՆ ԱՐԴԻ ՄԻՏՈՒՄՆԵՐԸ

Արժեթղթերի շուկան ազգային և միջազգային մակարդակներով համաշխարհային ֆինանսների հիմնական բաղադրիչներից և ֆինանսական համընդհանրացման շարժիչ ուժերից է, որը շարունակ աճող ազդեցություն է ունենում ազգային և համաշխարհային տնտեսությունների վրա: Դրա լավագույն վկայությունը ներուժը չսպառած համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամն է, որի ընդգրկուն և խոր բնույթը պայմանավորված է արժեթղթերի շուկայով:

Արժեթղթերի շուկայի բաժանումը ազգային և միջազգային, հատկապես զարգացած տնտեսությամբ երկրների պարագայում, գնալով ավելի պայմանական բնույթ է կրում՝ կախված միասնացման, վերազգայնացման, համընդհանրացման գործընթացներից, որոնք, ընդհանուր առումով, կարելի է բնութագրել որպես միջազգայնացում, ինչպես նաև ունիվերսալացման, միօրինակացման, ապաբորսայացման և ժամանակակից արժեթղթերի շուկային հատուկ այլ միտումների հետ կապված:

1980-ական թվականները համաշխարհային ֆոնդային շուկայի ինստիտուցիոնալ փոխակերպման և շուկայի մասնակիցների ընդարձակման նոր փուլի սկիզբն էին: Ազգային շուկաների բազմազանացման և տարողունակության մեծացումը, դրանց միջազգայնացումը, կապիտալի միջերկրային տե-

ղաշարժերի սահմանափակումների վերացումը նպաստեցին արժեթղթերով միջազգային գործառնությունների աճին, ինչը նոր պահանջներ առաջադրեց շուկայի քանակական և որակական բնութագրիչների առնչությամբ: Շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների արձագանքը չուշացավ, որոնք ենթակառուցվածքի արդիականացման, առևտրային հարթակների տեխնոլոգիական զինվածության և համակենտրոնացման, գործարքների սպասարկման ընթացակարգերի և կանոնակարգերի միասնականացման, սակագնային քաղաքականության համահարթեցման միջոցով փորձեցին ստեղծել առևտրի ավելի բարենպաստ պայմաններ: Դրա առավել վառ վկայություններից են շուկաների միջազգայնացումը և գլոբալ բորսաների ստեղծումը ոչ միայն կլանման և միաձուլման, այլև ռազմավարական միությունների ստեղծման, գործարար համագործակցության, առանձին ուղղություններով կոոպերացման և այլ ձևերով:

Համաշխարհային մակարդակով մրցունակություն ապահովելու և ամրապնդելու համար ազգային շուկաների օպերատորներին և մասնագիտացված մասնակիցներին այլ բան չի մնում անելու, քան կենտրոնացնելու ներքին բորսայական առևտուրը և միաժամանակ իրականացնելու միջազգայնացման նախահարձակ քաղաքականություն: Առևտրային և տեղեկատվական էլեկտրոնային համակարգերի ներդրման ու զարգացման, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայում կարգավորման դաշտի ազատականացման պայմաններում կարգավորվող շուկայի օպերատորները հարկադրված են մրցակցել ինչպես արժեթղթերի կարգավորվող շուկայի այլ օպերատորների, այդպիսին չհամարվող այլընտրանքային առևտրային համակարգերի հետ: Բացի այդ, կարգավորվող շուկայի օպերատորները ստիպված ընդլայնում են իրենց գործունեության աշխարհագրությունը՝ գործունեություն ծավալելով ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածներում և աշխարհի տարբեր տարածաշրջաններում<sup>1</sup>:

Եվրոմիության շրջանակում բորսայական կառույցների միասնացման հիմնական խթաններ են տնտեսական ինտեգրումը, անցումը եվրոյին, ամերիկյան, ճապոնական, իսկ վերջին շրջանում նաև չինական բորսաների ընդգրկումը մրցակցությունը: Համեմատության համար նշենք, որ 2000 թվականի ավարտին եվրոպական 27 առևտրային հարթակներից 17-ում օտարերկրյա բաժնետոմսերով գործարքներ կամ չէին իրականացվում, կամ իրականացվում էին չնչին ծավալներով: 2000 թ. սեպտեմբերին Ամստերդամի, Բոյուսելի և Փարիզի ֆոնդային բորսաների միաձուլման արդյունքում ձևավորվեց Եվրոնեքստ (Euronext N.V.) միջազգային բորսայական խումբը: 2002 թ. Եվրոնեքստին միացան նաև Լոնդոնի ֆինանսական ֆյուչերսների և օպցիոնների միջազգային բորսան (London International Financial Futures and Options Exchange - LIFFE) և Պորտուգալիայի ֆոնդային բորսան (Portuguese exchange BVLP - Bolsa de Valores de Lisboa e Porto): Եվրոնեքստը միասնական գործառնական համակարգ է ապահովում բոլոր մասնակիցների համար՝ հիմնված իրավահավասար անդամակցության, առևտրային հարթակներ մեկ մուտքի, միասնական առևտրային տեխնոլոգիաների և կանոնների, ընդհանուր հաշվարկային ու պահառուական ինստիտուտների վրա: 2007-ին տեղի ունեցավ Եվրոնեքստի և Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայի

<sup>1</sup> Տե՛ս **Ա. Բաղդասարյան**, Արժեթղթերի շուկայի զարգացման և կարգավորման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում, Եր., «Նաիրի», 2010, 268 էջ:

(NYSE Group, Inc.) միաձուլումը, որի արդյունքում ձևավորվեց կապիտալացման առումով աշխարհի խոշորագույն կարգավորվող շուկան՝ ՆԱՅՍ Եվրոնեքստը (NYSE Euronext, Inc.)<sup>2</sup>:

Արևմտաեվրոպական մյուս խոշորագույն կարգավորվող շուկան՝ Գերմանական բորսա խումբը (Deutsche Borse AG), ընդգրկում է Գերմանիայի կարգավորվող շուկան՝ Ֆրանկֆուրտի բորսան, ածանցյալ ֆինանսական գործիքների աշխարհում խոշորագույն կարգավորվող շուկաներից մեկը՝ Eurex-ը: Արևմտաեվրոպական երկու բորսայական խմբերը, շուկայի միջազգայնացման ընդհանուր ուղղվածությամբ հանդերձ, բորսայական բիզնեսի միասնացման, կարգավորվող շուկայում առևտրի կազմակերպման, մասնավորապես՝ քլիրինգի և հաշվարկների առումով իրականացնում են տարբեր ռազմավարություններ: «Գերմանական բորսա» խումբը գերադասում է ուղղահայաց ինտեգրացիան սկսած գործարքների իրականացումից մինչև հաշվարկների կատարումը: Եվրոնեքստ խումբը, եվրոպական շուկաների Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայի միաձուլումների միջոցով, նախապատվությունը տալիս է հորիզոնական միասնացմանը՝ հաշվարկներ կատարելով և՛ իր խմբի մաս կազմող LCH Clearnet ընկերության, և՛ Euroclear-ի միջոցով, որը նույնպես հորիզոնական կառույց է:

Եվրոմիության երկրների տարածքում արժեթղթերի հաջորդ միջազգային կարգավորվող շուկան ձևավորվում է ՕԷՄԷՔՍ (OMX AB – Aktiebolaget Optionsmäklarna) հյուսիսեվրոպական բորսայական խմբի ներքո: ՕԷՄԷՔՍ խումբը հիմնադրվել է 2003 թ.՝ Ստոկհոլմի ֆոնդային բորսայի սեփականատեր ու օպերատոր ՕԷՄ-ի (OM AB – Aktiebolaget Optionsmäklarna) և Հելսինկիի ֆոնդային բորսայի (HEX plc) միավորման արդյունքում: 2004-2005 թթ. ընթացքում խումբն ընդարձակվեց՝ ներառելով Վիլնյուսի, Ռիգայի, Տալլինի և Կոպենհագենի ֆոնդային բորսաները: 2006 թ. խմբին միացավ նաև Իսլանդիայի ֆոնդային բորսան<sup>3</sup>: ՕԷՄԷՔՍ բորսայական խումբը գործունեություն է ծավալում արժեթղթերի շուկայի բոլոր հատվածներում՝ ինչպես բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի, այնպես էլ ածանցյալ արժեթղթերի շուկայում, ինչպես բորսայական առևտրի կազմակերպման, այնպես էլ արժեթղթերի կենտրոնացված պահառության ու ռեեստրի վարման, արժեթղթերով կատարված գործարքների քլիրինգի և վերջնահաշվարկի իրականացման գծով: 2008 թ. սկզբին ՕԷՄԷՔՍ-ը (OMX AB) ձեռք բերեց Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիան և Հայաստանի ֆոնդային բորսան: Նույն տարում ՕԷՄԷՔՍ հյուսիսեվրոպական բորսայական խումբը (OMX AB) միավորվեց ամերիկյան Նասդաք համակարգի հետ (Nasdaq Stock Market, Inc.), և վերակազմավորման արդյունքում ձևավորվեց արժեթղթերի շուկայում առևտրային, պահառուական և հաշվարկաքլիրինգային ծառայություններ մատուցող աշխարհի խոշորագույն ընկերությունը՝ ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ-ը (NASDAQ OMX Group, Inc.):

Արժեթղթերի կարգավորվող շուկաների զարգացման կարևոր հիմնախնդիրներից է դրանց և օպերատորների կազմակերպական - իրավական կարգավիճակի ընտրության հարցը: Չարգացած շուկա ունեցող և անցումային տնտեսությամբ երկրներում մի շարք կարգավորվող շուկաների և դրանց

<sup>2</sup> Տե՛ս NYSE Euronext, Inc. [www.nyx.com](http://www.nyx.com)

<sup>3</sup> Տե՛ս NASDAQ OMX Group, Inc., [www.nasdaqomx.com](http://www.nasdaqomx.com)

օպերատորների կազմակերպական-իրավական կարգավիճակը բնութագրող տվյալներ բերված են աղյուսակ 1-ում<sup>4</sup>:

**Աղյուսակ 1**

**Ջարգացած շուկա ունեցող և անցումային տնտեսությամբ երկրներում գործող արժեթղթերի մի շարք կարգավորվող շուկաների օպերատորների կազմակերպական - իրավական կարգավիճակը**

Կարգավորվող շուկայի օպերատորը	Կազմակերպական - իրավական կարգավիճակը
1	2
ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա (NASDAQ OMX Armenia OJSC). մինչև 2009 թ. հունվարի 27-ը՝ Հայաստանի ֆոնդային բորսա (Armenian Stock Exchange OJSC), Հայաստանի Հանրապետություն	Բաց բաժնետիրական ընկերություն (open joint stock company). մինչև 2007թ. նոյեմբերի 9-ը՝ ոչ առևտրային ինքնակարգավորող կազմակերպություն (non-profit self-regulatory organization)
ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ (NASDAQ OMX Group, inc.), ԱՄՆ, Շվեդիա, Ֆինլանդիա, Դանիա, Իսլանդիա, Լիտվա, Լատվիա, Էստոնիա, Հայաստանի Հանրապետություն	Հանրային ընկերություն (public company, incorporated). ձևավորվել է 2008 թ. Նասդաքի (Nasdaq Stock Market, Inc.) կողմից ՕԷՄԷՔՍ հյուսիսեվրոպական բորսայական խմբի (OMX AB) ձեռքբերման և վերակազմակերպման արդյունքում
ՆԱՅՍ Եվրոնեքստ (NYSE Euronext, Inc.), ԱՄՆ, Ֆրանսիա, Բելգիա, Նիդեռլանդներ, Պորտուգալիա, Մեծ Բրիտանիա	Առևտրային բնույթի հանրային ընկերություն (for-profit corporation, incorporated). ձևավորվել է 2007 թ. Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայի (New York Stock Exchange Group, Inc.) և Եվրոնեքստ միջազգային ֆոնդային բորսայի (Euronext N.V.) միաձուլման արդյունքում
Նասդաք (Nasdaq Stock Market, Inc.), ԱՄՆ	Նախքան 2008 թ., ՕԷՄԷՔՍ հյուսիսեվրոպական բորսայական խմբի (OMX AB) ձեռքբերման և վերակազմակերպման արդյունքում ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ-ի (NASDAQ OMX Group, inc.) ձևավորումը՝ բաժնետիրական ընկերություն (incorporated)
Նյու Յորքի ֆոնդային բորսա (New York Stock Exchange Group, Inc.), ԱՄՆ	Նախքան 2007 թ., Եվրոնեքստ միջազգային ֆոնդային բորսայի (Euronext N.V.) հետ միաձուլման արդյունքում ՆԱՅՍ Եվրոնեքստի (NYSE Euronext, Inc.) ձևավորումը՝ առևտրային բնույթի հանրային ընկերություն (publicly-owned for-profit company, incorporated)՝ 2006թ. մարտի 7-ից, 2000-2006 թթ.՝ իր անդամներին պատկանող առևտրային բնույթի ընկերություն, 1971-2000 թթ.՝ իր անդամներին պատկանող ոչ առևտրային ընկերություն (not-for-profit corporation), մինչև 1971 թ.՝ saunghaghya

<sup>4</sup> Տե՛ս Ա. Բաղդասարյան, Արժեթղթերի շուկայի զարգացման ուղիները Հայաստանի Հանրապետությունում, Եր., «Նաիրի», 2013, 332 էջ:

1	2
ՕԷՄԷՔՍ (OMX AB), Շվեդիա, Ֆինլանդիա, Դանիա, Իսլանդիա, Լիտվա, Լատվիա, Էստոնիա, Հայաստանի Հանրապետություն	Նախքան 2008 թ., Նասդաքին (Nasdaq Stock Market, Inc.) միանալու և վերակազմակերպման արդյունքում ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ-ի (NASDAQ OMX Group, inc.) ձևավորումը՝ սահմանափակ պատասխանատվությամբ հանրային ընկերություն (aktiebolaget)
Եվրոնեքստ (Euronext N.V.), Ֆրանսիա, Բելգիա, Նիդեռլանդներ, Պորտուգալիա, Մեծ Բրիտանիա	Նախքան 2007 թ., Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայի (New York Stock Exchange Group, Inc.) հետ միաձուլման արդյունքում ՆԱՅՍ Եվրոնեքստի (NYSE Euronext, Inc.) ձևավորումը՝ սահմանափակ պատասխանատվությամբ հանրային ընկերություն (public company with limited liability – naamloze vennootschap)
Ճապոնիայի բորսայական խումբ (Japan Exchange Group, Inc.), Ճապոնիա	Բաժնետիրական ընկերություն (stock corporation). ստեղծվել է 2013 թ. սկզբին՝ Տոկիոյի ֆոնդային բորսայի (Tokyo Stock Exchange Group, Inc.) և Օսակայի արժեթղթերի բորսայի (Osaka Securities Exchange Co., Ltd.) միաձուլման արդյունքում
Տոկիոյի ֆոնդային բորսա (Tokyo Stock Exchange, Inc.), Ճապոնիա	Բաժնետիրական ընկերություն (stock corporation)՝ 2001 թ. նոյեմբերի 1-ից. մինչ այդ՝ անդամության վրա հիմնված ոչ առևտրային ինքնակարգավորվող կազմակերպություն (membership organisation)
Լոնդոնի ֆոնդային բորսա (London Stock Exchange plc), Մեծ Բրիտանիա	Հանրային սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերություն (public limited company)
Իտալիայի բորսա (Borsa Italiana S.p.A.), Իտալիա	2007 թ. Լոնդոնի ֆոնդային բորսայի (London Stock Exchange) հետ միաձուլման արդյունքում կազմում է «Լոնդոնի ֆոնդային բորսա» խմբի (London Stock Exchange Group) մասը: Բաժնետիրական ընկերություն է 1997-ից, մինչ այդ՝ պետական հաստատություն
Գերմանական բորսա (Deutsche Börse AG), Գերմանիա	Բաժնետիրական ընկերություն (aktiengesellschaft)
Տորոնտոյի ֆոնդային բորսա (Toronto Stock Exchange – TMX Group Inc.), Կանադա	Առևտրային բնույթի ընկերություն (for-profit company)՝ 2000-ից. մինչ այդ՝ ոչ առևտրային ընկերություն
Շվեյցարական բորսա (SIX Swiss Exchange), Շվեյցարիա	Բաց բաժնետիրական ընկերություն (public limited company)՝ 2002-ից. մինչ այդ՝ ասոցիացիա (association)
Ավստրալիայի ֆոնդային բորսա (Australian Securities Exchange Limited), Ավստրալիա	Սահմանափակ պատասխանատվությամբ հանրային ընկերություն (listed limited company)՝ 1998-ից

1	2
Վիեննայի ֆոնդային բորսա (Wiener Börse AG), Ավստրիա	Բաժնետիրական ընկերություն (aktiengesellschaft)
Վարշավայի ֆոնդային բորսա (Warsaw Stock Exchange), Լեհաստան	Բաժնետիրական ընկերություն (joint-stock company)
Մոսկվայի բորսա (Московская Биржа), Ռուսաստանի Ղաշնություն	Բաց բաժնետիրական ընկերություն (открытое акционерное общество)
Ռուսաստանի առևտրային համակարգ (PTC), Ռուսաստանի Ղաշնություն	Նախքան 2011 թ., PTC-ի և MMBB-ի միաձուլման արդյունքում «Մոսկվայի բորսա» խմբի (Группа Московская Биржа) ստեղծումը՝ ոչ առևտրային ընկերակցություն (некоммерческое партнерство), բաց բաժնետիրական ընկերություն (открытое акционерное общество)
Մոսկվայի միջբանկային արժութային բորսա (MMBB), Ռուսաստանի Ղաշնություն	Փակ բաժնետիրական ընկերություն (закрытое акционерное общество). բաժնետոմսերի 100%-ը պատկանում է «Մոսկվայի բորսա» ԲԲԸ-ին

Աղյուսակ 1-ից երևում է, որ տարբեր երկրներում գործող կարգավորվող շուկաների օպերատորները տարբերվում են միմյանցից իրենց կազմակերպական-իրավական կարգավիճակով: Միաժամանակ նկատվում է կարգավորվող շուկաների օպերատորների՝ ոչ առևտրային կազմակերպություններից առևտրային կազմակերպությունների վերակազմակերպման միտում, ինչպես նաև կարգավորվող շուկաների օպերատորների վերակազմակերպում փակ կազմակերպություններից բաց (հանրային) կազմակերպությունների: Այսպես, աշխարհի խոշորագույն կարգավորվող շուկաների օպերատորները՝ ՆԱՅՍ Եվրոնեքստը (NYSE Euronext, Inc.), ՆԱՍՂԱՔ ՕԷՄԷՔՍ-ը (NASDAQ OMX Group, inc.) և Ճապոնիայի բորսայական խումբը (Japan Exchange Group, Inc.) առևտրային բնույթի բաց ընկերություններ են: Նախկինում Նյու Յորքի և Տոկիոյի ֆոնդային բորսաներն իրենց անդամներին պատկանող ոչ առևտրային բնույթի կազմակերպություններ էին: Առևտրային բնույթի բաց ընկերություններ են նաև Գերմանական բորսան, Լոնդոնի, Ավստրալիայի և մի շարք այլ ֆոնդային բորսաներ<sup>5</sup>: Առևտրային բնույթի բաց ընկերության իրավական կարգավիճակ ունեցող արժեթղթերի կարգավորվող շուկաների օպերատորներն ավելի արագ են հարմարվում արժեթղթերի շուկայի համընդհանրացմանը, միջազգային շուկայում առկա մրցակցությանը, ֆինանսական կենտրոններում բորսայական առևտրի կենտրոնացմանը և մասնագիտացված շուկաների թվի արագ աճին:

Արժեթղթերի կարգավորվող շուկաների միջազգայնացման կարևոր հիմնախնդիրներից են առևտրային համակարգերի միասնականացումը և տարբեր երկրներում արժեթղթերի շուկայի տարբերությունների կարգավորումը:

<sup>5</sup> St'u Deutsche BFrse Group, [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com)

London Stock Exchange Group, [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com), Australian Securities Exchange (ASX Group), [www.asx.com.au](http://www.asx.com.au)

Միջազգային բորսայական խմբերը և դրանց ազդեցության տիրույթում գտնվող բորսաները կիրառում են առևտրի տարբեր էլեկտրոնային համակարգեր: Euronext էլեկտրոնային համակարգը՝ UTP ունիվերսալ առևտրային հարթակի շրջանակում, օգտագործում են ԱՄՆ-ի, Կանադայի, Բրազիլիայի բորսաները: «Գերմանական բորսա» խմբի Xetra համակարգը տարածում է գտել Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի մի շարք երկրներում: NASDAQ OMX-ի «INET» համակարգը կիրառվում է Հյուսիսային Եվրոպայի բորսաներում:

Միջազգային բորսայական գործունեության վրա մեծ ազդեցություն են ունենում կարգավորման համակարգում տեղի ունեցող փոփոխությունները: Եվրոմիության շրջանակում ընդունված հրահանգները նպատակաուղղված են ֆինանսական ինտեգրման խորացմանը և ֆինանսական ոլորտում մրցակցության խթանմանը: Այդ առումով կարևոր նշանակություն ունեցան 2005-2006 թթ. ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտների կիրառումը, արժեթղթերի թողարկման ազդագրերի վերաբերյալ հրահանգի կիրարկումը: Բորսայական գործունեության կարգավորման խնդիրն ավելի բարդ է ամերիկյան բորսաների միջազգային գործունեության պարագայում պայմանավորված Եվրոմիության համեմատությամբ մասնավորապես Սրբեյնս-Օկսլի ակտի ավելի խիստ վերահսկողական պահանջներով: ՆԱՅՍ Եվրոնեքստը հնարավոր լուծում համարեց Եվրոպայում (Նիդեռլանդներ) և ԱՄՆ-ում (Դելավեր նահանգ) երկու տրաստային ընկերությունների և ինքնավար ստորաբաժանումների ստեղծումը, դրանց փոխանցելով, համապատասխանաբար՝ Եվրոպական և ամերիկյան բորսայական հարթակների կառավարումը: Եվրոպական ուղղության առումով ավելի ձկուն գտնվեց ՆԱՍՂԱԲ ՕԷՄԷՔՍ-ը, որը պահպանեց կարգավորման «շվեդական մոդելը» հատկապես բորսայական ստանդարտների, ֆինանսական հաշվետվությունների ներկայացման ձևերի, ցուցակման կանոնների, խախտումների դատարկման, տուգանքի չափերի վերաբերմամբ:

Բորսայական գործունեության միջազգայնացման և միջազգային արժեթղթերի շուկայի զարգացման մասին է վկայում ներքին շուկաներում օտարերկրյա ընկերությունների արժեթղթերով գործառնությունների աճը: Բորսաների համաշխարհային դաշնության վիճակագրության համաձայն՝ 2003-2011 թթ. օտարերկրյա բաժնետոմսերի բորսայական շրջանառությունն աճել է՝ 1344 մլրդ դոլարից հասնելով 3595 մլրդ դոլարի, ինչը կազմել է ամբողջ շրջանառության 5,7%-ը: Օտարերկրյա բաժնետոմսերի շրջանառության առավել մեծ աճ գրանցվել է Հյուսիսային և Հարավային Ամերիկայում. գրեթե եռապատկվել է՝ կազմելով ամբողջ շրջանառության 8,7%-ը<sup>6</sup>: Նկատենք, որ վիճակագրությունն ամբողջական չէ, քանի որ այն երկրներում, որտեղ առկա են օտարերկրյա բաժնետոմսերով անմիջական առևտրի սահմանափակումներ, առևտուրն իրականացվում է դեպոզիտար վկայագրերի միջոցով:

2005 թվականից և հատկապես 2008-2009 թթ. բորսայական ցնցումների հետևանքով նկատվում է բորսայական գործունեության միջազգայնացման գործընթացի որոշակի դանդաղում, ի հայտ եկած նոր ռիսկերի՝ բորսայական օպերատորների և շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների կողմից վերազնահատում, կարգավորման զգալի խստացում: Փոփոխություններն ընդգրկում են արժեթղթերով գործառնությունների գրեթե բոլոր մակարդակները

<sup>6</sup> Տե՛ս World Federation of Exchanges, [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org).

և ուղղությունները՝ ներդրումային ընկերությունների «backoffice»-ից մինչև ածանցյալ արժեթղթերի շուկայի սահմանափակումները, ներդրողների շահերի պաշտպանությունը և կարգավորման նոր մարմինների ստեղծումը: Սակայն և՛ զարգացած, և՛ զարգացող երկրների ընկերությունների համար միջազգային բորսայական կենտրոնները պահպանում են իրենց գրավչությունը՝ պայմանավորված իրացվելի զգալի միջոցներ ներգրավելու հնարավորությամբ և մասնագիտական լավագույն սպասարկմամբ:

Ավանդական բորսայական կառույցների համար ավելի լուրջ խնդիր է այլընտրանքային էլեկտրոնային համակարգերի մրցակցությունը, որոնց առավելություններից են ցածր գործառնական ծախսերը և իրական ժամանակի ռեժիմով առևտուր կատարելու հնարավորությունը: Այն բանից հետո, երբ 1990-ականների վերջին ԱՄՆ-ի Արժեթղթերի և բորսաների հանձնաժողովը այլընտրանքային համակարգերն ընդգրկեց իր կողմից կարգավորվող սուբյեկտների ցանկում, դրանք արժեթղթերի համաշխարհային շուկայի լիարժեք մասնակիցներ դարձան: Փորձագիտական գնահատմամբ՝ այլընտրանքային էլեկտրոնային հարթակներին բաժին է ընկնում համաշխարհային բորսայական իրացվելիության 25-30%-ը: Առավել խոշոր այլընտրանքային համակարգերից են՝ Chi-X, BATS և Turquoise, որոնց բաժին է ընկնում համապատասխան շուկայի ավելի քան 60%-ը: Խոշորագույնը Chi-X է, որտեղ շրջանառում են 300 առավել իրացվելի բաժնետոմսերը: Դիտարկվում է Chi-X Europ և BATS միաձուլման հնարավորությունը, ինչը լուրջ տեղաշարժեր կառաջացնի արժեթղթերի եվրոպական շուկայում:

Նկատենք, որ ճգնաժամը կարող է դանդաղեցնել, բայց չի կարող կասեցնել միջազգային բորսայական միասնացումը, քանի որ երկարաժամկետ օգուտները ակնհայտ գերակշռություն ունեն կարճաժամկետ դժվարությունների և կորուստների նկատմամբ: Որպես օրինակ կարելի է բերել 2013 թ. իրականացվող՝ Ճապոնիայի խոշորագույն կարգավորվող շուկաների՝ Տոկիոյի և Օսակայի ֆոնդային բորսաների միաձուլումը, ինչը թույլ կտա պահպանել երկրի արժեթղթերի շուկայի մրցունակությունը՝ ստեղծելով կապիտալացման մակարդակով աշխարհում երրորդ բորսան:

Արժեթղթերի կարգավորվող շուկայի միջազգայնացումը համաշխարհային տնտեսության և ֆինանսների ինտեգրման, վերազգայնացման և գլոբալացման գործընթացի մաս է կազմում՝ շատ առումներով պայմանավորելով համաշխարհային տնտեսության և ֆինանսների զարգացումները: Ինչպես համաշխարհային ֆինանսատնտեսական միասնացումը, բորսայականը ևս օբյեկտիվ գործընթաց է, որի հիմքում շուկաների ընդգրկումն է բաժանումը և մրցակցությունն է, ինչպես նաև մասնակիցների երկարաժամկետ տնտեսական շահերը:

Արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը՝ ընդհանրապես, միջազգային բորսայական միասնացմանը՝ մասնավորապես, ներհատուկ է ինտեգրացիայի ձևերի, ռազմավարությունների, օպերատորների կազմակերպարավական կարգավիճակների, առևտրային հարթակների, առևտրի տեխնոլոգիաների, ցուցակման և գնանշման կանոնների, կարգավորման մոդելների մեծ բազմազանություն: Դա պայմանավորված է ինչպես կարգավորվող շուկայի առանձնահատկություններով, այնպես էլ պատմական զարգացման փորձով, առանձին երկրների միջև առկա տարբերություններով, ներդրողների պահանջներով և արդյունավետության ապահովման փնտրտուքով:



Արժեթղթերի կարգավորվող շուկայում զարգացումները, այդ թվում ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը, միաժամանակ վկայում են, որ բորսայական շուկաների միջազգայնացումը անհրաժեշտ, բայց ոչ բավարար պայման է տնտեսության զարգացման համար: Արժեթղթերի կարգավորվող շուկաների և օպերատորների մինչճգնաժամային միասնացումն ու համընդհանրացումը թելադրված էին ոչ այնքան համաշխարհային տնտեսության պահանջներով, որքան ֆինանսական գլոբալացման և համապատասխան մրցակցության տրամաբանությամբ: Այդ ծիրում պետք է տեսնել նաև NASDAQ OMX-ի մուտքը Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկա:

Չնայած որոշակի դրական շարժընթացին, արժեթղթերի միջազգային և երկրային շուկաներում ճգնաժամային միտումները պահպանվում են: Այդ առումով բեկումնային կարող են լինել 2013 թ. երկրորդ կիսամյակում Եվրոմիության երկրներում պարտքային ճգնաժամի զարգացումները:

Հայաստանի Հանրապետությունում արժեթղթերի շուկան, չնայած իր թերզարգացմանը, նույնպես զերծ չի մնացել միասնացման գործընթացներից: Մինչև 2008 թվականը ինտեգրումը գերազանցապես նորմատիվ-օրենսդրական բնույթի էր, երբ Հայաստանում փորձ էր արվում ներդնելու արժեթղթերի շուկայի զարգացման և կարգավորման այս կամ այն միջազգային մոդելը: 2008-ին միասնացումն ընդգրկեց կարգավորվող շուկան և ենթակառուցվածքային հիմնական ինստիտուտները, ինչի արդյունքում ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ միջազգային խմբի կողմից կլանվեցին Հայաստանի ֆոնդային բորսան և կենտրոնական դեպոզիտարիան:

Հայաստանի Հանրապետությունում արժեթղթերի շուկայի ինտեգրման շուրջ հնգամյա արդյունքները չեն կարող բավարար համարվել, ինչը միայն համաշխարհային ճգնաժամի բացասական ազդեցության հետևանքը չէ: Մեր երկրի տնտեսության մենաշնորհացման բարձր աստիճանի և աննշան տնտեսական միասնացման պայմաններում արժեթղթերի շուկայի մակարդակով ֆինանսական ինտեգրումը կամա թե ակամա դառնում է ինքնանպատակ չխթանելով տնտեսության զարգացումը:

**СУРЕН ПОГОСЯН**

Доцент кафедры „Банковского дела и страхования” АГЭУ,  
кандидат экономических наук

**ԱՐԵԳ ԲԱԳԺԱՏԱՐՅԱՆ**

Доцент кафедры „Банковского дела и страхования” АГЭУ,  
кандидат экономических наук

***Современные тенденции интернационализации и институциональной трансформации рынка ценных бумаг.***- В статье рассматриваются интеграционные процессы и основные тенденции развития на регулируемых рынках ценных бумаг. В частности, исследованы и проанализированы структура и сфера деятельности крупнейших в мире регулируемых рынков ценных бумаг - NYSE Euronext и NASDAQ OMX, а также тенденции институциональных изменений на основных регулируемых рынках ценных бумаг.

**SUREN POGHOSYAN**

Associate Professor at the Chair of  
„Banking and Insurance” at ASUE,  
PhD in Economics

**AREG BAGHDASARYAN**

Associate Professor at the Chair of  
„Banking and Insurance” at ASUE,  
PhD in Economics

***Modern Trends of Internationalization and Institutional Transformation of the Securities Market.***- The article considers integration processes and the main trends of development in the regulated securities market. Particularly, the structure and spheres of activities of the largest regulated securities markets in the world – NYSE Euronext and NASDAQ OMX, as well as the tendencies of institutional changes in the main regulated securities markets are studied and analysed.

