

## ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ

*Статья посвящена проблемам развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой. В статье проведено исследование основных показателей рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой, проведен сравнительный анализ показателей рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой и странах с развитым рынком, выявлены основные проблемы и предложены пути развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой.*

**Постановка проблемы:** Рынок ценных бумаг является одним из важнейших составляющих частей финансового рынка. Развитие и повышение конкурентоспособности экономики в странах с переходной экономикой во многом зависит от уровня развития рынка ценных бумаг. Однако рынок ценных бумаг в большинстве стран с переходной экономикой находится либо на стадии формирования, либо на начальных стадиях развития.

**Анализ исследований и публикаций:** Для разработки путей развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой необходимо исследовать основные показатели рынка ценных бумаг в разных странах с переходной экономикой, подвергнуть сравнительному анализу показатели рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой и странах с развитым рынком, а также с мировыми показателями, выявить основные проблемы развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой. Вышеперечисленные проблемы в той или иной мере исследованы в

трудах ученых и исследователей, работающих на территории бывшего СССР, а также в трудах иностранных исследователей. В частности, проблемы методологического характера тщательно обсуждены в трудах Я.М. Миркина [1, 2], а закономерности и тенденции развития мировых фондовых рынков – в трудах Б.Б. Рубцова [3]. Однако развитие рынка ценных бумаг требует постоянного исследования рынка, выявления проблем и проведения сравнительного анализа показателей рынка ценных бумаг и проблем развития рынка в разных странах с переходной экономикой.

**Формулирование целей статьи:** Целью данного исследования является анализ основных показателей, проведение сравнительного анализа и выявления основных проблем развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой.

**Изложение основного материала исследования:** Исходя из целей исследования и значимости для развития экономики в целом, в статье основное внимание уделено анализу показателей рынка инвестиционных ценных бумаг, в частности, структуре рынка, а также – исследованию основных биржевых показателей.

Показатели объема рынка инвестиционных ценных бумаг и валового внутреннего продукта в странах с развитыми и формирующимися рынками показаны в таблице 1.

Таблица 1

**Объем рынка инвестиционных ценных бумаг и валового внутреннего продукта в странах с развитыми и формирующимися рынками ценных бумаг, 2006 – 2010 гг. [4, 5]**

Страна	Объем рынка инвестиционных ценных бумаг**, млрд долл. США					Объем валового внутреннего продукта, млрд долл. США				
	2006г.	2007г.	2008г.	2009г.	2010г.	2006г.	2007г.	2008г.	2009г.	2010г.
США	46305	49802	42395	46729	49818	13195	13808	14441	14119	14527
Япония	13515	13881	14687	15317	18253	4366	4382	4911	5069	5459
Евросоюз*	36272	42952	36400	43569	41923	13644	15689	17037	15373	15161
в т.ч.										
<i>Германия</i>	6489	7711	6600	7036	6792	2899	3321	3673	3339	3287
<i>Великобритания</i>	7092	7696	5839	7509	8395	2395	2765	2680	2179	2250
<i>Франция</i>	5808	7104	6025	7054	6926	2252	2594	2867	2656	2563
<i>Италия</i>	4518	5293	5016	5761	4957	1853	2105	2314	2118	2055
Страны с формирующимися рынками	17749	28770	16374	23624	28334	14079	17282	20606	19566	23427
в т.ч.										
<i>Европейские страны</i>	2615	3358	1540	1865	2628	2631	3527	4126	3264	3728
<i>Азиатские страны</i>	10375	18288	10160	15478	18318	6260	7482	8902	9480	11427
<i>Страны Ц и Юж Америки</i>	3011	4377	3265	4526	5225	2942	3609	4209	3965	4834
<i>Африканские страны</i>	992	1348	600	737	983	920	1100	1282	883,4	1049
Весь мир	119561	144928	117043	139271	149944	48204	54545	60918	57843	62911

\* Включает данные только западно-европейских стран-членов ЕС. Новые члены ЕС включены в группу европейских стран с формирующимися рынками.

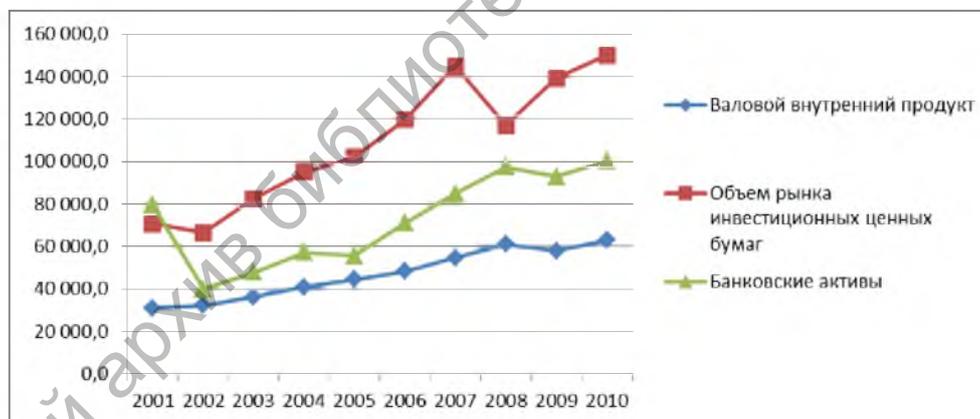
\*\* Рассчитано как сумма капитализации рынка акций и непогашенной задолженности по долговым ценным бумагам.

Как видно из таблицы 1, в период с 2006 – 2008 гг. объем мирового валового продукта показывал тенденцию роста. Однако в свете мирового финансово-эко-

номического кризиса объем мирового валового продукта существенно снизился в период с 2008 – 2009 гг. Из таблицы также видно, что начиная с 2009 г. объем мирового валового продукта начал снова показывать тенденцию роста и в 2010 г. объем мирового валового продукта уже превысил соответствующий показатель 2008 г. Объем валового внутреннего продукта в Европейских странах с переходной экономикой снизился в большей степени, чем объем мирового валового продукта. Начиная с 2009 г. объем валового внутреннего продукта в Европейских странах с переходной экономикой тоже начал показывать тенденцию роста, однако в 2010 г. этот показатель в Европейских странах с переходной экономикой был значительно меньше соответствующего показателя 2008 г.

Из таблицы 1 видно, что более значительными были разницы между мировыми показателями и показателями Европейских стран с переходной экономикой по показателю объема рынка инвестиционных ценных бумаг. Объем мирового рынка инвестиционных ценных бумаг рос до 2007 г., после чего произошло резкое снижение этого показателя. Начиная с 2008 г. объем мирового рынка инвестиционных ценных бумаг начал снова показывать тенденцию роста и в 2010 г. этот показатель превысил соответствующий показатель 2007 г. Объем рынка инвестиционных ценных бумаг в Европейских странах с переходной экономикой в период с 2007 – 2008 гг. снизился более, чем в два раза. Хотя начиная с 2008 г. объем рынка инвестиционных ценных бумаг в Европейских странах с переходной экономикой тоже начал показывать тенденцию роста, однако в 2010 г. этот показатель был почти в два раза меньше соответствующего показателя 2007 г.

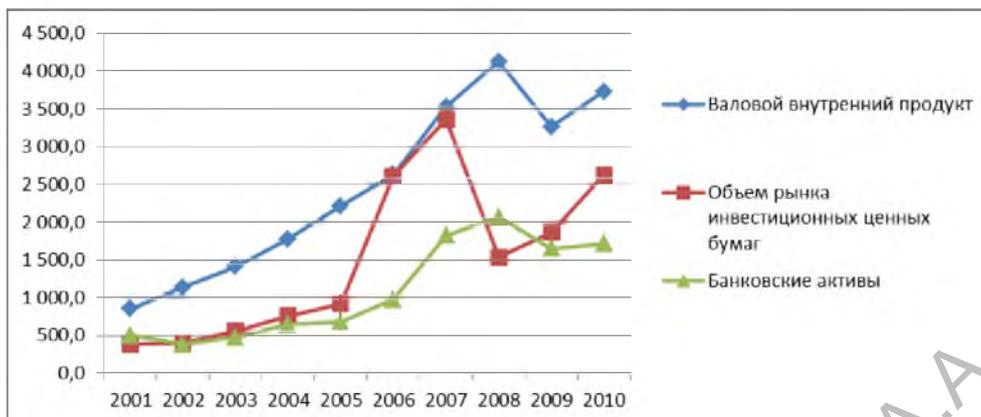
Динамика изменения валового внутреннего продукта, объема рынка инвестиционных ценных бумаг и банковских активов в мире и в странах Восточной Европы показана на рисунке 1.



а)

Рис. 1. Динамика изменения валового внутреннего продукта, объема рынка инвестиционных ценных бумаг и банковских активов: а) в мире;

б) в странах Восточной Европы, 2001 – 2010 гг. [4; 5]

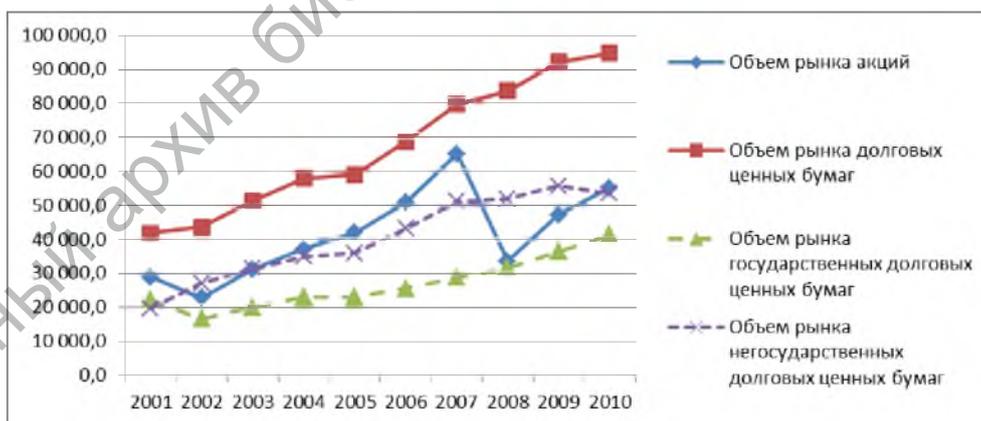


б)

Рис. 1. Динамика изменения валового внутреннего продукта, объема рынка инвестиционных ценных бумаг и банковских активов: а) в мире  
б) в странах Восточной Европы, 2001 – 2010 гг. [4; 5]

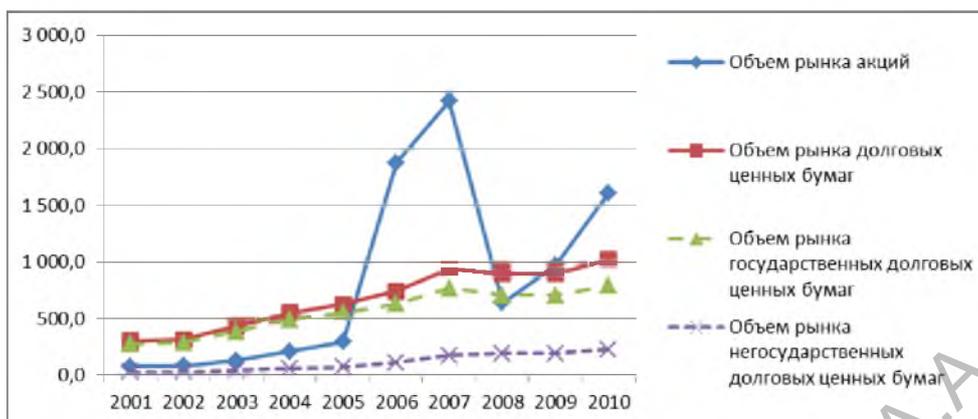
Как видно из рисунка 1, в период с 2001 – 2010 гг. показатель объема мирового рынка инвестиционных ценных бумаг почти всегда более чем в два раза превышал показатель объема мирового валового продукта. Объем банковских активов тоже в значительной степени превышал объем мирового валового продукта. Картина иная в странах Восточной Европы. Здесь показатель объема валового внутреннего продукта почти в два раза превышал показатель объема рынка инвестиционных ценных бумаг и в значительной степени – объем банковских активов. Из рисунка 1 видно также, что показатель объема рынка инвестиционных ценных бумаг в странах Восточной Европы не показывает стабильной динамики.

Динамика изменения объема рынка акций и долговых ценных бумаг в мире и в странах Восточной Европы показана на рисунке 2.



а)

Рис. 2. Динамика изменения объема рынка акций и долговых ценных бумаг: а) в мире, б) в странах Восточной Европы, 2001 – 2010 гг. [4; 5]



б)

Рис. 2. Динаміка зміни обсягу ринку акцій і довгових цінних паперів:  
а) в світі, б) в країнах Східної Європи, 2001 – 2010 гг. [4, 5]

Як видно з рисунка 2, в період з 2001 – 2010 гг. показувач обсягу світового ринку довгових цінних паперів завжди перевищував показувач обсягу світового ринку акцій. Вказаний період обсяг світового ринку довгових цінних паперів стабільно рос, чого не можна сказати про обсяг світового ринку акцій. В період з 2001 – 2002 гг. обсяг світового ринку акцій падав. В період з 2002 – 2007 гг. обсяг світового ринку акцій почав рости швидкими темпами, в 2007 – 2008 гг. – різко знизився, потім – знову почав рости швидкими темпами. З вищесказанного видно, що кризи в фінансовій системі сильніше впливають на показувачі світового ринку акцій, ніж ринку довгових цінних паперів. Однак структурний аналіз світового ринку довгових цінних паперів виявляє несоразмерне розвиток окремих частин цього ринку. Починаючи з 2002 г. обсяг світового ринку недержавних довгових цінних паперів перевищує обсяг світового ринку державних довгових цінних паперів. Показувач обсягу світового ринку недержавних довгових цінних паперів рос майже рівномірно до 2009 г., після чого почав знизуватися. Показувач обсягу світового ринку державних довгових цінних паперів навпаки, знизився до 2002 г., після чого почав стабільно рости. Структурний аналіз вказує, що стабільному рости обсягу світового ринку довгових цінних паперів сприяло наявність двох факторів, діючих в різних напрямках – обсяг приватних інвестицій, фінансуються також за рахунок позиченого капіталу, який збільшується в періоди економічного рости і обсяг державного боргу, який збільшується в періоди економічного спаду.

З рисунка 2 видно, що обсяг ринку акцій в країнах Східної Європи має більш нестабільну динаміку. До 2005 г. обсяг ринку акцій в країнах Східної Європи був значно менше обсягу ринку довгових цінних паперів. 2005 – 2007 гг. обсяг ринку акцій збільшився майже в 10 разів, 2007 – 2008 гг. – знизився більш, ніж в 3 рази, а 2008 – 2010 гг. – знову збільшився більш, ніж в 2 рази. Аналіз показує, що ринок акцій в країнах Східної Європи не стійкий і повністю підвладний впливу економічних кризисів.

Другою особливістю ринку цінних паперів в країнах Східної Європи є переважання ринку державних цінних паперів над ринком недержавних цінних паперів. Так, в 2010 г. обсяг ринку державних дол-

говых ценных бумаг более чем в 3 раза превышал объем рынка негосударственных долговых ценных бумаг.

С точки зрения исследования особенностей развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой важным является также анализ основных показателей биржевой торговли. Рыночная капитализация акций и число компаний, акции которых допущены к торгам на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, показаны в таблице 2.

Таблица 2

**Рыночная капитализация акций и число компаний, акции которых допущены к торгам на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, 2006 – 2010 гг. [6–11]**

Название биржи	Рыночная капитализация акций, млрд долл. США					Число компаний, акции которых допущены к торгам				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
Баня-Лукская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	5,0	5,9	2,6	2,9	2,6	793	814	838	821	821
Болгарская фондовая биржа, Болгария	9,4	21,7	8,9	8,7	7,4	347	369	404	398	390
Братиславская фондовая биржа, Словакия	3,3	6,9	5,4	5,1	4,2	6	160	125	107	90
Будапештская фондовая биржа, Венгрия	41,9	46,2	18,5	30,0	27,7	41	41	43	46	52
Бухарестская фондовая биржа, Румыния	25,2	30,6	15,1	13,1	14,2	53	54	62	69	74
Варшавская фондовая биржа, Польша	151,8	211,6	90,8	151,0	190,2	265	375	458	486	584
Грузинская фондовая биржа, Грузия	0,7	1,4	0,3	0,7	1,1	231	161	153	145	138
Загребская фондовая биржа, Хорватия	29,0	70,2	27,1	26,6	25,6	182	359	356	271	240
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	54,9	53,8	23,3	27,9	26,8	71	67	78	77	73
Кыргызская фондовая биржа, Кыргызстан	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	186	191	158	9	11
Люблянская фондовая биржа, Словения	15,2	28,8	11,8	12,1	9,4	100	87	84	76	72
Македонская фондовая биржа, Македония	1,1	2,7	0,8	0,9	2,6	101	113	92	86	83
Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Россия	884,7	1216,6	337,4	738,0	954,4	193	207	233	234	249
НАСДАК ОЭМЭКС Армения (NASDAQ OMX) Armenia, Армения	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	35	28	22	11	11
Республиканская фондовая биржа "Ташкент", Узбекистан	0,1	0,2	2,8	1,9	2,9	620	430	392	314	295
Российская торговая система (РТС), Россия	966,0	1328,8	374,9	763,5	959,9	280	301	275	279	278
Санкт-Петербургская Валютная Биржа, локальные рынки, Россия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0	0
Сараевская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	7,7	11,7	5,6	5,3	4,9	489	509	524	529	541
Украинская фондовая биржа, Украина	0,3	0,2	0,2	0,2	1,1	54	54	49	53	37
Фондовая биржа ПФТС, Украина	44,1	111,8	23,5	25,8	32,0	295	335	303	288	302
Черногорская фондовая биржа, Черногория	2,4	3,7	2,9	4,3	3,6	65	83	74	65	55

Объемы торговли акциями и долговыми ценными бумагами на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, показаны в таблице 3.

Таблица 3

Объем торговли акциями и долговыми ценными бумагами  
на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой,  
2006 – 2010 гг. [6–11]

Название биржи	Объем торговли акциями, млн долл. США					Объем торговли долговыми ценными бумагами, млн долл. США				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
Баня-Лукская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	261,9	546,8	163,1	132,4	82,5	0,0	0,6	8,3	22,2	37,9
Болгарская фондовая биржа, Болгария	1546,0	6808,9	1855,0	487,1	377,3	200,2	297,5	183,2	123,2	85,1
Братиславская фондовая биржа, Словакия	99,5	31,3	21,1	174,7	308,9	37857,1	15148,4	33899,8	16747,3	8806,5
Будапештская фондовая биржа, Венгрия	31157,7	47586,5	30706,0	25375,2	26263,1	1672,9	1160,8	2371,8	1459,4	1132,2
Бухарестская фондовая биржа, Румыния	3548,8	5623,4	2354,6	1715,7	1733,2	55,0	323,6	67,8	399,1	736,2
Варшавская фондовая биржа, Польша	56372,9	87962,2	69499,1	53509,3	69156,6	897,8	636,7	1032,3	1268,5	520,9
Грузинская фондовая биржа, Грузия	94,1	46,2	8,3	1,8	3,4	1,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Загребская фондовая биржа, Хорватия	1876,2	4386,1	3216,0	1461,9	1049,8	6249,3	8750,2	2510,9	659,7	292,3
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	4026,6	8924,4	3803,8	4300,1	1902,7	3018,9	4302,7	3651,9	2583,4	1614,2
Кыргызская фондовая биржа, Кыргызстан	102,7	146,1	103,6	66,2	9,8	0,0	0,0	0,0	0,7	0,9
Люблянская фондовая биржа, Словения	2049,7	4252,2	2337,8	947,0	476,1	1537,1	598,2	374,6	205,6	143,6
Македонская фондовая биржа, Македония	397,2	492,9	163,3	65,1	44,6	38,0	41,1	33,8	29,7	27,4
Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Россия	409044,7	599326,6	514006,1	836268,3	991540,8	86528,5	127098,6	123948,4	467463,3	1115818,2
НАСДАК ОЭМЭКС Армения (NASDAQ OMX Armenia), Армения	5,9	5,0	0,9	0,3	0,4	1,3	2,3	7,3	27,9	7,9
Республиканская фондовая биржа "Ташкент", Узбекистан	110,9	89,2	80,3	59,5	39,3	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0
Российская торговая система (РТС), Россия	17232,1	15161,6	10448,4	54171,8	112122,4	306,0	47,4	258,3	1,1	1,1
Санкт-Петербургская Валютная Биржа, локальные рынки, Россия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	270,5	993,5	511,9	58,2	116,7
Сараевская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	680,9	620,4	281,5	148,3	70,0	0,0	0,0	0,0	0,1	19,5
Украинская фондовая биржа, Украина	22,2	14,2	3,6	2,4	0,6	25,2	1,6	9,4	0,0	0,0
Фондовая биржа ПФТС, Украина	1182,2	1996,1	1679,2	581,2	530,6	2557,8	3588,8	2842,0	387,7	300,3
Черногорская фондовая биржа, Черногория	288,7	285,4	105,2	322,8	70,9	13,6	12,6	9,7	9,9	6,0

Как видно из таблицы 2, в 2010 г. наибольшее число компаний, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, было на Баня-Лукской фондовой бирже (821 эмитентов). За Баня-Лукской фондовой биржей следуют Варшавская фондовая биржа (584 эмитентов), Сараевская фондовая биржа (541 эмитентов), Болгарская фондовая биржа (390 эмитентов) и Фондовая биржа

ПФТС (302 эмитентов). Однако по показателю рыночной капитализации Бяня-Лукская фондовая биржа и Сараевская фондовая биржа уступают основным фондовым биржам, действующим на территории Восточной Европы. Рыночная капитализация на Бяня-Лукской фондовой бирже составляет 2,6 млрд долларов США, а на Сараевской фондовой бирже – 4,9 млрд долларов США. Из таблицы 2 видно, что по показателю рыночной капитализации лидируют РТС (959,9 млрд долларов США) и ММВБ (954,4 млрд долларов США). Число компаний, акции которых допущены к торгам на РТС составляет 278, а на ММВБ – 249. По показателю рыночной капитализации за РТС и ММВБ следует Варшавская фондовая биржа (190,2 млрд долларов США). Показатель рыночной капитализации на Фондовой бирже ПФТС составляет 32 млрд долларов США, на Будапештской фондовой бирже – 27,7 млрд долларов США, на Казахстанской фондовой бирже – 26,8 млрд долларов США, на Загребской фондовой бирже – 25,6 млрд долларов США, на Бухарестской фондовой бирже – 14,2 млрд долларов США. Показатель рыночной капитализации на остальных фондовых биржах, действующих на территории Восточной Европы, не достигает и 10 млрд долларов США.

Из таблицы 3 видно, что по объему торговли акциями на территории Восточной Европы лидируют ММВБ и РТС. В 2010 г. объем торговли акциями на ММВБ составил почти триллион долларов США, а на РТС – более 110 млрд долларов США. За ними следуют Варшавская фондовая биржа (около 70 млрд долларов США) и Будапештская фондовая биржа (около 26 млрд долларов США). Объем торговли акциями на Казахстанской фондовой бирже составил 1,9 млрд долларов США, на Бухарестской фондовой бирже – 1,7 млрд долларов США, на Загребской фондовой бирже – 1 млрд долларов США. Объем торговли акциями на остальных фондовых биржах, действующих на территории Восточной Европы, не достигает и 1 млрд долларов США.

Как видно из таблицы 3, по объему торговли долговыми ценными бумагами на территории Восточной Европы абсолютным лидером является ММВБ. В 2010 г. объем торговли долговыми ценными бумагами на ММВБ составил более, чем 1,1 трлн долларов США. За ней следуют Братиславская фондовая биржа (8,8 млрд долларов США), Казахстанская фондовая биржа (1,6 млрд долларов США) и Будапештская фондовая биржа (1,1 млрд долларов США). Объем торговли долговыми ценными бумагами на остальных фондовых биржах, действующих на территории Восточной Европы, не достигает и 1 млрд долларов США.

Из приведенных выше исследований ясно, что рынок ценных бумаг в разных странах с переходной экономикой находится на разных уровнях развития. С точки зрения развития рынка более передовыми являются страны, вошедшие в Европейский Союз. С точки зрения количественных показателей безусловным лидером является Российская Федерация. Наихудшее состояние рынка ценных бумаг – в странах Южного Кавказа. Здесь рынок ценных бумаг находится на стадии формирования. Несмотря на все различия, в странах с переходной экономикой имеются проблемы развития рынка ценных бумаг, присущие всем странам с переходной экономикой. Эти проблемы можно группировать в следующие группы: проблемы, связанные с нежеланием инвесторов входить на рынок ценных бумаг (проблемы недостатка предложения капитала), проблемы, связанные с отсутствием инвестиционных возможностей (проблемы недостатка спроса на капитал), проблемы, связанные с развитием торговых, расчетно-клиринговых и депозитарных систем рынка ценных бумаг, а также проблемы, связанные с недостаточной осведом-

ленностью потенциальных участников рынка ценных бумаг о возможностях рынка. Разные группы вышеперечисленных проблем проявляются в разном объеме в разных странах с переходной экономикой, однако, в той или иной мере, присущи во всех странах. Например, торговые, расчетно-клиринговые и депозитарные системы рынка ценных бумаг находятся на достаточно высоком уровне в странах Балтийского региона (Эстония, Латвия, Литва). Регулируемые рынки этих стран полностью интегрированы в один из крупнейших мировых рынков – NASDAQ OMX. Интеграция рынка дает возможность решить также проблемы, связанные с недостатком спроса и предложения на капитал. В Эстонии эти проблемы в значительной степени были решены также внедрением обязательной накопительной многоуровневой системы пенсионного обеспечения. Кроме того, в Эстонии также было в достаточной степени уделено внимание повышению осведомленности населения и потенциальных участников рынка ценных бумаг о возможностях рынка. Недоверие к рынку ценных бумаг особо остро ощущается в странах Южного Кавказа и в некоторых странах Балканского региона. В других странах бывшего СССР эта проблема тоже не полностью решена, что обусловлено как объективными, так и субъективными факторами.

**Выводы:** Несмотря на разные уровни развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой имеются проблемы проявляющиеся, в той или иной мере, во всех странах с переходной экономикой. Для дальнейшего развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой необходимо уделять внимание решению этих проблем, в частности, увеличению объема капитала, направляемого на рынок ценных бумаг, увеличению инвестиционных возможностей, развитию и интеграции торговых, расчетно-клиринговых и депозитарных систем рынка ценных бумаг и повышению осведомленности потенциальных участников рынка ценных бумаг о возможностях рынка.

#### СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. **Миркин, Я.М.** Ценные бумаги и фондовый рынок. – М. : Перспектива, 1995. – С. 66, 99–100, 413–440.
2. **Миркин, Я.М.** Рынок ценных бумаг: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М. : Финансовая академия при правительстве РФ, 2002. – 87 с.
3. **Рубцов, Б.Б.** Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М. : Финансовая академия при правительстве РФ, 2000. – 312 с.
4. BIS Quarterly Reviews: International banking and financial market developments, Bank for International Settlements, Basel, 2006 – 2010.
5. International Monetary Fund, Global Financial Stability Reports: 2006 – 2010, Washington, D.C., 2007 – 2011.
6. Международная ассоциация бирж стран СНГ, Бюллетени биржевой статистики: 2006 – 2010, <http://mab.micex.ru>.
7. Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, Newsletters: Jan. 2006 – Jan. 2011, Supplements: 1st Quarter 2006 – 4th Quarter 2010, <http://www.feas.org>.
8. Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, FEAS Books: 2009 – 2011, <http://www.feas.org>.
9. Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, FEAS Semi Annual Reports: 2006 – 2008, <http://www.feas.org>.
10. World Federation of Exchanges, Time Series: 2006 – 2010, <http://www.world-exchanges.org>.
11. World Federation of Exchanges, Annual Statistics Reports: 2006 – 2010, <http://www.world-exchanges.org>.

Поступила в редакцию 04.01.2012 г.