

Ольга Володимирівна КОПИЛОВА

кандидат економічних наук,
старший викладач кафедри економічної теорії та історії економічної думки,
Одеський національний університет імені І. І. Мечникова,
вул. Дворянська, 2, м. Одеса, 65082, Україна
E-mail: ov-kopylova@mail.ru
Телефон: +380503369803

ФІНАНСОВА КРИЗА ЯК КАТАЛІЗАТОР ПОГЛИНАНЬ СЕРЕД ФОНДОВИХ БІРЖ

Копилова, О. В. Фінансова криза як каталізатор поглинань серед фондових бірж [Текст] / Ольга Володимирівна Копилова // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: С. І. Шкарабан (голов. ред.) та ін. - Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2013. - Том 13. - С. 71-78. - ISSN 1993-0259.

Анотація

Досліджено основні фактори, що сприяють об'єднанню організаторів біржової торгівлі. Визначено особливості впливу світової фінансової кризи на процес M&A серед фондових бірж. Комплексно досліджено якісні та кількісні показники діяльності та ефективності таких об'єднань як Nasdaq OMX, NYSE Euronext, CEESEG AG (на базі Wiener Borse). Виявлено тенденції та суперечності функціонування провідних фондових бірж у передкризові та кризові роки. Доведено, що відбувається поступове нівелювання розбіжностей між континентальною та англосаксонською моделями фінансового ринку; що на європейському ринку облігацій спостерігається неоднорідність інструментів та різнонаправленість динаміки розвитку. Визначено вплив політичних проблем на стабільність функціонування фондового ринку. Аргументовано доцільність подальшої інтеграції фондових бірж задля підвищення ефективності та стабільності їх діяльності в умовах світової глобалізації та лібералізації ринків капіталу.

Ключові слова: фондова біржа, інтеграція, ринок цінних паперів, глобалізація.

Ольга Владимировна КОПЫЛОВА

**ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС КАК КАТАЛИЗАТОР ПОГЛОЩЕНИЙ
СРЕДИ ФОНДОВЫХ БИРЖ**

Аннотация

Исследованы основные факторы способствующие объединению организаторов биржевой торговли. Определены особенности влияния мирового финансового кризиса на процесс M&A среди фондовых бирж. Комплексно исследованы качественные и количественные показатели деятельности и эффективности таких объединений как Nasdaq OMX, NYSE Euronext, CEESEG AG (на базе Wiener Borse). Выявлены тенденции и противоречия их функционирования в предкризисные и кризисные годы. Доказано, что происходит постепенное нивелирование различий между континентальной и англо-саксонской моделями рынка; что на европейском рынке облигаций наблюдается неоднородность инструментов и разнонаправленность динамики развития. Определено влияние политических проблем на стабильность функционирования фондового рынка. Аргументирована целесообразность дальнейшей интеграции фондовых бирж для повышения эффективности и стабильности их деятельности в условиях мировой глобализации и либерализации рынков капитала.

Ключевые слова: фондовая биржа, интеграция, рынок ценных бумаг, глобализация.

Olga Volodymyrivna KOPYLOVA

PhD, senior lecturer,
Department of Economic Theory and History of Economic Thought,
Odessa National University named after I. I. Mechnikov
Dvoryanska str., 2, Odessa, 65082, Ukraine
E-mail: ov-kopylova@mail.ru
Phone: +380503369803

THE FINANCIAL CRISIS AS AN ACCELERATOR OF STOCK EXCHANGES ACQUISITIONS

Abstract

The main factors for consolidation of the securities trade organizers are analyzed. The world financial crisis as a stimulant of M&A among stock exchanges is defined. The complex research of qualitative and quantitative performance and effectiveness of such organizations as Nasdaq OMX, NYSE Euronext, CEESEG AG (based on Wiener Borse) has been conducted. The similarities and differences in their functioning during the pre-critical period and the years of crisis are detected. It is proved that there is a gradual levelling of differences between continental and Anglo-Saxon models of the market. Heterogeneity tools and multi-directional dynamics of development on the European bond market are observed. The political problem influence on the stock market stability is defined. The further stock exchange integration feasibility for improving the efficiency and sustainability of their activities in the world capital markets globalization and liberalization are grounded.

Keywords: stock exchange, integration, securities market, globalization.

JEL classification: G01, G15

Вступ. Поступальний розвиток світової економіки визначався інтеграційними процесами, що зумовлюють як глобалізацію, так і регіоналізацію фінансових ринків. У процесі злиттів і перетворень у ринковій сфері спостерігається посилення тенденції до інтернаціоналізації капіталу, що відбувається у країнах, які посідають домінуючі позиції у світовому господарстві, і значно прискорює процес глобалізації. Проте інтеграція і, як її наслідок, глобалізація – це два важливі процеси, що визначають подальший розвиток світової економіки.

Процес глобалізації неможливо однозначно оцінити з багатьох причин. Існує переконання, що це явище незабаром приведе до знищення всіх меж і бар'єрів, до класичної вільної торгівлі без трансакційних витрат тощо [1]. Деякі противники глобалізації вважають, що цей процес підсилює нерівність різних регіонів як у соціальному, так і економічному розвитку, а також нівелює вікові національні цінності і традиції [2, с. 52]. Процеси глобалізації й інтеграції, що відбуваються у всіх сферах економічної діяльності, потребують створення наднаціональних і наддержавних структур. Ці структури мають сприяти здійсненню контрольних, координаційних і регулятивних функцій тих видів діяльності, що виходять за межі національних кордонів.

Тенденції формування міжнародного фондового ринку є постійним об'єктом уваги як вітчизняних, так і закордонних дослідників,

зокрема О. Бея, Н. Думної, О. Махмудова, Я. Міркіна, О. Мозгового, М. Назарчука, Б. Рубцова, С. Сударева, О. Шарова та ін. Особливості інтеграції ринків цінних паперів та їх регулювання висвітлено в працях А. Абалкіна, О. Сохацької, С. Хоружого та ін. Такі вчені, як В. Алферов, М. Братанов, М. Головнін, В. Мішина, звертають увагу на перспективи та пріоритети реалізації об'єднань фондових бірж у межах СНД. Проте недостатньо висвітлено інтеграційні процеси серед фондових бірж з урахуванням зміни глобальних фінансових центрів та утворення нових у посткризовий період.

Формулювання мети статті та завдань.

Метою нашої статті є визначення ступеня впливу фінансової кризи на активність злиттів і поглинань серед організаторів біржової торгівлі та оцінка їх ефективності.

Виклад основного матеріалу. Процес формування світового ринку капіталів почався в другій половині XIX ст. та був зумовлений підвищенням конкуренції між організаторами біржової торгівлі. Інтеграція фондових ринків і процеси світової глобалізації відбувалися не тільки паралельно, але і під впливом один одного. Поштовхом до інтеграційних процесів наприкінці XX-го ст. стало поширення принципів лібералізму, які сприяли пом'якшенню або повному усуненню обмежень на міждержавне переміщення капіталів та розвиток офшорних зон. Але водночас значний вплив на формування глобальних фондових бірж мали й фінансові кризи. Наприклад, формування

моноцентричного фондового ринку Франції розпочалось під впливом кризи 1991-1992 рр. (війна у Перській затоці) та потрясінням на фінансових ринках Південно-Східної Азії у 1997 р.

Ринки цінних паперів світу вступили в період, що характеризується створенням альянсів і об'єднань, а також злиттями, кооперацією, зростанням електронних торговельних систем. В умовах, коли зниження витрат учасників набуває принципового значення, деякі фондові біржі йдуть на інтеграцію не тільки власне функцій з організації торгівлі, але і супутніх фінансових послуг.

З точки зору теорії розглядають наступні форми інтеграції: «жорсткі» і «м'які». «М'які» форми інтеграції передбачають збереження юридичної та господарчої незалежності, дають можливість проводити спільну діяльність, наприклад, контроль Wiener Borse над фондовими біржами Праги, Любляни та Будапешта. У сучасних умовах використовуються обидві форми інтеграції, але найбільш успішними є Nasdaq OMX group та NYSE-Euronext, що створені та розширюються у вигляді концерну, тобто використовується «жорстка» форма інтеграції. Якщо в 1970-1990-х рр. основною передумовою до інтеграції національних фондових бірж до наднаціональних об'єднань стала політика дерегулювання і лібералізації, то в останні десятиліття перед інфраструктурою фондового ринку постала ціла низка нових задач, пов'язаних насамперед з інтеграційними тенденціями, що

відповідно вимагає інших умов функціонування у глобальному економічному просторі.

Основні вимоги до удосконалення інфраструктури можна умовно поділити на три групи: мінімізація ризиків, спрощення системи розрахунків і технологічне забезпечення торгів. Щодо функціонування валютних ринків, то на них тривалий час здійснюється цілодобова торгівля, що значно нівелює часові розходження учасників торгів. Організація цілодобової торгівлі на ринку акцій одержала вигляд біржових альянсів. Існує чотири основних види побудови подібних альянсів: 1) створення біржових структур з партнерами на місцевих ринках на базі материнської технології; 2) злиття фондових бірж; 3) поглинання; 4) створення об'єднання на умовах збереження індивідуальних технологій і розробки загального інтерфейсу.

Сучасна світова фінансова криза зумовила нову хвилю M&A серед фондових бірж, які для збереження своєї частки ринку та навіть виживання в умовах глобальної нестабільності ринку цінних паперів йдуть на зближення зі своїми головними конкурентами чи створюють альянси з альтернативними торговельними майданчиками. Задля оцінки ефективності об'єднань проаналізуємо основні показники таких новоутворень, як NYSE Euronext, Nasdaq OMX та Wiener Borse, а саме - динаміку капіталізації, чистий прибуток, кількість компаній у лістингу, загальна вартість акцій та облігацій, що торгуються на біржах.

Таблиця 1. Капіталізація фондових бірж за 2004-2010 рр. (млрд. дол. США).

	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.
Nasdaq	3 532,9	3 604,0	3 865,0	4 013,7	2 249,0	3 239,0	3 889,37
OMX	728,8	802,6	1 122,7	1 242,6	563,1	817,2	1 042,15
NYSE	12 707,6	13 632,3	15 421,2	15 650,8	9 208,9	11 837,7	13 394,08
Euronext	2 441,3	2 706,8	3 712,7	4 222,7	2 101,7	2 869,4	2 930,07
Ljubljana SE	9,7	7,9	15,2	28,8	11,8	12,1	9,383
Budapest SE	28,3	32,6	41,9	46,2	18,5	30,0	27,71
Wiener Börse	87,8	126,3	199,1	236,4	76,3	114,1	126,03

Розраховано на основі даних з [7]

Об'єднання NYSE Euronext відбулось у 2006 році, а злиття Nasdaq з OMX відбулось як відповідь головним конкурентам вже в 2007 році. Але обидва об'єднання демонстрували падіння капіталізації в середньому на 50% вже у 2008 році (див. табл. 1). Віденська біржа отримала контроль над біржею Будапешта в 2004 році, що зумовило розвиток угорського ринку цінних паперів. У результаті фінансової кризи капіталізація Віденської біржі скоротилась майже на 68%, але це стало ще одним чинником для пошуку екстенсивних шляхів розвитку біржі у регіоні.

Таким чином, Віденська біржа отримала контроль над біржами Праги та Любляни у 2008 році.

Вважається, що у 2010 році почався вихід із світової кризи [3, с. 5], що підтверджується динамікою обсягів капіталізації провідних фондових бірж світу. Віденська біржа відновила свої показники до рівня 2005 року здебільшого за рахунок інших членів об'єднання CEESEG AG.

Частка капіталізації фондового ринку у співвідношенні до ВВП відображає якісне формування корпоративного сектору в економіці (див. табл. 2). Показники, які перевищують 100%, зазвичай свідчать про зростання обсягів

спекулятивних операцій з акціями компаній. Крім того, вважається, що цей показник є нижчим серед країн з континентальною моделлю фінансового ринку та є індикатором недостатньо розвинутого ринку акцій. З одного боку, це знижує конкурентоспроможність ринку цінних паперів, а з іншого – призводить до більш стабільного та надійного функціонування фінансового ринку. Але останнє десятиліття спостерігається нівелювання розбіжностей між континентальною та англосаксонською моделями ринку, що підтверджується капіталізацією OMX та Euronext у ВВП, що сягали 110% у 2006-2007 рр. Стрімке зростання частки капіталізації фондового ринку у співвідношенні до ВВП до майже докризового рівня в 2010 році було нівельовано вже у 2011 році, що змусило науковців говорити про другу хвилю світової фінансової кризи.

Згідно з табл. 2 внаслідок кризи падіння частки капіталізації у ВВП було більш відчутним саме для європейських фондових ринків, зокрема для Euronext, тому акцентуємо увагу на темпах зростання капіталізації та ВВП зазначеного регіону.

Дослідження тенденцій та суперечностей приросту капіталізації та ВВП дає змогу стверджувати наступне: відставання капіталізації європейських фондових ринків континентальної моделі від фондового ринку США викликало підвищення темпів приросту капіталізації майже в 3 рази (див. рис. 1). Перший кризовий 2007 рік для європейських країн відзначився уповільненням темпів приросту капіталізації до рівня темпу приросту ВВП, що є адекватним для нормально функціонуючого ринку цінних паперів. Одночасно з цим відбулось значне падіння темпів приросту капіталізації NYSE та Nasdaq вже в 2007 році при стабільному розмірі ВВП. На кінець 2009 року ринки Euronext та OMX за показником капіталізації повернулись на рівень 2005 року та були лідерами з відновлення, тоді як американські ринки лише в 2010 році повернулись на вказаний рівень. Слід зазначити, що саме група Nasdaq OMX у 2010 році демонструвала більш швидкі темпи виходу з кризи та звертала більшу увагу на екстенсивну політику зростання.

Таблиця 2. Частка капіталізації фондового ринку у ВВП за 2004-2010 рр.

Фондові біржи	Роки							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Nasdaq	30,1%	28,9%	29,2%	29,1%	15,6%	23,1%	26,77%	25,59%
OMX	80,6%	96,5%	111,0%	110,9%	46,4%	78,0%	94,74%	66,25%
NYSE	108,3%	109,2%	116,4%	113,3%	63,8%	84,6%	92,20%	74,57%
Euronext	70,7%	86,4%	101,0%	104,3%	46,8%	68,8%	72,52%	56,55%
Ljubljana SE	27,5%	24,4%	38,7%	62,5%	21,6%	24,7%	19,65%	12,64%
Budapest SE	25,1%	31,9%	33,7%	33,4%	11,8%	23,2%	21,25%	14,18%
Wiener Börse	27,4%	43,7%	58,6%	63,7%	18,4%	29,9%	33,40%	20,36%

Розраховано на основі даних з [7, 8]

**Розраховано на основі прогнозних даних за 11 місяців 2011 р.*

Рис. 1. Темпи приросту капіталізації та ВВП (розраховано на основі даних [7; 8]).

До головних чинників, які впливають на співвідношення капіталізації та ВВП, належать такі: зміни в обсягах реального виробництва, коливання цін на цінні папери, збільшення кількості нових компаній-емітентів, додаткові емісії цінних паперів, зміни у структурі лістингу. Останній чинник стає особливо важливим в умовах інтеграції фондових бірж, оскільки вільний доступ до розширеного ринку капіталу і є однією з головних переваг для всіх учасників ринку. Вважається, що зростання обсягів капіталізації під впливом збільшення кількості емітентів притаманне лише країнам з трансформаційною економікою [2, с. 291].

Цей підхід, на наш погляд, не враховує глобалізаційні процеси, які формують нову світову структуру фондового ринку. Зменшення бар'єрів входу та виходу на ринки капіталів загострює конкуренцію між фінансовими інститутами та стимулює перерозподіл учасників фондового ринку між фондовими біржами. Тому одним з індикаторів успішного об'єднання організаторів біржової торгівлі виступають зміни у структурі лістингу. Проте неможливо оцінити за цим показником результати об'єднання Nasdaq OMX та NYSE Euronext унаслідок фінансової кризи, яка призвела до спаду на всіх фондових ринках. Зміни кількості акцій у лістингу на всіх ринках, що розглядаються, відображено у табл. 3. Таким чином, можна стверджувати, що головним чинником змін в обсягах капіталізації виступили саме зміни цін на ринку, а не скорочення кількості паперів у лістингу.

Також необхідно звернути увагу на ринок облігацій, який історично є позабіржовим у США та має питому вагу на ринку цінних паперів континентальної Європи (наприклад, вартість облігацій у лістингу OMX у 2,56 раза перевищує капіталізацію ринку акцій у 2010 р. [7]). Як уже зазначалось, орієнтація до континентальної моделі фінансової системи призводить до менш розвинутого ринку акцій, посилення ролі банківської системи та розвитку ринку облігацій: державних, муніципальних, корпоративних та ін.

Доцільно виокремити наступні особливості біржового ринку облігацій (див. рис. 2):

- ринок облігацій Euronext вирізняється кардинальною перевагою іноземних цінних паперів у структурі лістингу, а присутність закордонних облігацій на ринках OMX та Wiener Borse є незначним;
- зі структури лістингу стає зрозумілою різноспрямована динаміка обсягів торгів облігаціями на зазначених ринках. Падіння обсягів торгів облігаціями на ринку Euronext більш ніж у 6 разів при досить стабільній кількості облігацій у лістингу свідчить про значну частку саме американських облігацій на цьому ринку. Унаслідок кризи, яка розпочалась на фінансовому ринку США, та втрати довіри вартість облігацій, що обертались на європейському ринку, скоротилась у декілька разів;
- європейський біржовий ринок облігацій не є однорідним, спостерігається різноспрямованість його розвитку з огляду на інструменти.

Таблиця 3. Структура лістингу акцій у 2006-2010 рр. (шт.)

		2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	Зміни за 2006-2010 рр.
Nasdaq	Національні	2 812	2 762	2 727	2 569	2 480	-332
	Іноземні	321	307	296	283	298	-23
OMX Nordic Exchange	Національні	765	825	801	773	752	-13
	Іноземні	26	26	23	24	2	-24
NYSE Group	Національні	1 829	1 876	1 548	1 832	1 787	-42
	Іноземні	451	421	415	495	451	0
Euronext	Національні	954	930	1 002	990	983	29
	Іноземні	256	225	236	170	152	-104
Wiener Börse	Національні	96	102	101	97	89	-7
	Іноземні	17	17	17	18	21	4
Ljubljana SE	Національні	100	87	84	76	72	-28
	Іноземні	0	0	0	0	0	0
Budapest SE	Національні	42	39	40	42	48	6
	Іноземні	0	2	3	4	4	4

Розраховано на основі даних з [7]

Загалом зниження капіталізації Euronext було пов'язане зі значною присутністю іноземних

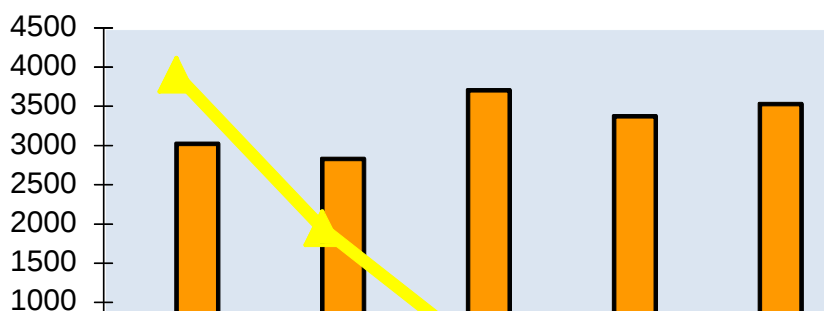
облігацій у структурі торгів фондової біржи. Проаналізуємо динаміку обсягів торгів акціями на

об'єднаних біржах Nasdaq OMX та NYSE Euronext у передкризовий та кризовий відрізок часу (див. рис. 3).

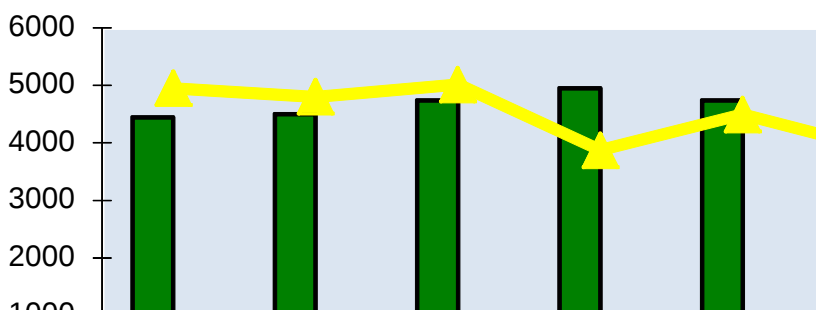
Перед кризою (2006-2007 рр.) NYSE Euronext демонструвала значну перевагу по зазначеному показнику порівняно з головним конкурентом у регіоні: обсяги торгів акціями майже у два рази перевищували обсяги Nasdaq OMX. За результатами 2008 року показники цих бірж майже вирівнялись, але падіння, яке розпочалось у

2009 році, виявило нового лідера: втрата позицій більш ніж на 33% змусила керівництво NYSE Euronext почати пошук нових партнерів. Загальне зростання рівня капіталізації європейського фондового ринку не виступає виявом загального фінансового здоров'я. Економічні та політичні проблеми у зоні євро призводять до падіння обсягів торгів цінними паперами на майданчиках Euronext на фоні більш стабільної Північної Європи.

Euronext



OMX Nordic Exchange



Wiener Borse

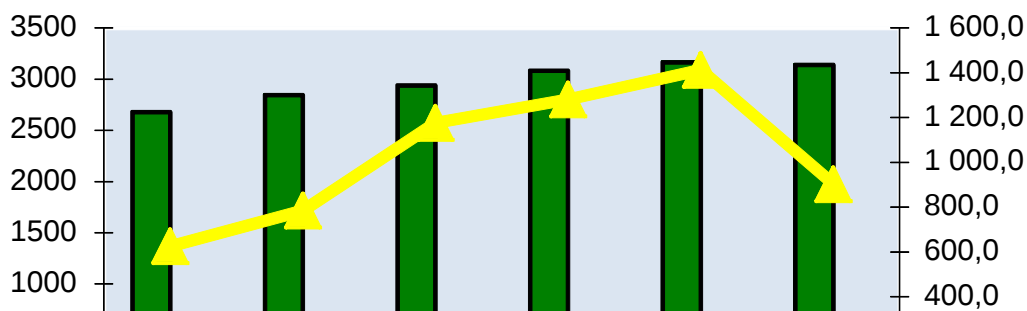


Рис. 2. Структура лістингу та динаміка обсягів торгів облигаціями на ринках Euronext, OMX та Wiener Borse у 2006-2011 рр. (розраховано на основі даних [7])

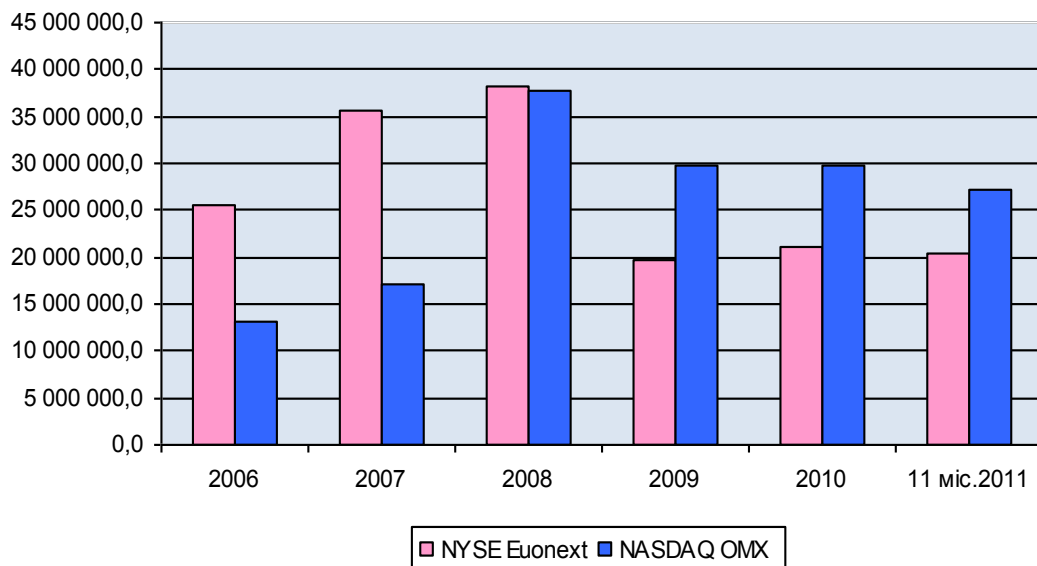


Рис. 3. Динаміка обсягів торгів акціями на фондових біржах Nasdaq OMX та NYSE Euronext у 2006-2011 рр., млн. дол. США (розраховано на основі даних [7])

Яскравий приклад ефективного об'єднання NYSE з Euronext у передкризові роки вражав: чистий прибуток у 2007 р. виріс у 3 рази - до 643 млн. дол. США порівняно з 205 млн. дол. США, отриманими роком раніше [5]. Слід зазначити, що в результаті цього об'єднання зупинилось заплановане злиття Deutsche Boerse і Euronext, яке було відкликано не у зв'язку з фінансовими розбіжностями, а з політичною думкою європейських суспільних діячів. Унаслідок кризи у 2008 р. NYSE Euronext отримала збиток у розмірі 738 млн. дол. США та вже на початку 2011 р. керівництво NYSE Euronext заради збереження лідерських позицій у регіоні та збільшення конкурентоспроможності порівняно з NASDAQ OMX group, що проводить активну політику розширення на ринки, що формуються, підписало угоду про злиття з Deutsche Boerse (чистий прибуток у 2008 році - 1050,3 млн. євро, у 2009 році - 471,2 млн. євро [5]). Водночас позиції NASDAQ OMX значно стабільніші: чистий прибуток у 2008 році - 314 млн. дол. США, у 2009 році - 266 млн. дол. США, у 2010 році вже 395 млн. дол. США. Вважаємо, що вирішенням важливих проблем стабілізації фондового ринку є скорочення фінансових, технологічних та адміністративних витрат.

Фондова біржа Deutsche Boerse є більш привабливою для інвесторів за показником чистого прибутку: у 2006 р. - 668,7 млн. євро, у 2007 р. - 911,7 млн. євро, у 2008 р. - 1050,3 млн. євро [10]. Падіння показника чистого прибутку Deutsche Boerse на 52% у 2009 р. не пов'язане з кризою та пояснюється придбанням американської опціонної біржі International Securities Exchange за 2 млрд. євро.

У 2010 році було зареєстроване холдингове об'єднання CEESEG AG, в яке входять фондові біржі Будапешта, Відня, Любляни, Праги. Акціонери та

керівництво холдингу сподіваються, що впровадження єдиних правил торгів, розрахунків, технологій на зазначених фондових біржах призведе до стабільного розвитку та знизить уразливість від глобальних зовнішніх криз. Крім того, стратегія розвитку холдингу спрямована на подальше розширення у регіоні, можливо, за рахунок фондової біржі Варшави.

Можливе об'єднання фондових бірж Австралії та Сінгапуру, Лондонської фондової біржі (яка вже контролює ф'ючерсну біржу Бостона, біржу Монреалю, Італійську біржу) та біржі Торонто - все це свідчить про нову хвилю об'єднань, які мають вирішити цілу низку внутрішніх та зовнішніх проблем. Утворення нового фінансового центру у Москві шляхом об'єднання ММВБ, РТС, казахської фондової інфраструктури, ПФТС та УБ також збіглося з часом розповсюдження світової фінансової кризи. Наскільки успішним буде це об'єднання - покажуть наступні роки. Але для українського біржового ринку інтеграційна проблема ще не вирішена остаточно. Політична та ресурсна загроза, що може виникнути з боку РФ, має бути нівельована створенням сильної альтернативи шляхом інтеграції іншої української фондової біржі до більш розвиненої фондової інфраструктури, наприклад, на базі Віденської біржі.

Висновки та перспективи подальших розвідок. У результаті дослідження можна зробити наступні висновки:

- нова хвиля M&A серед фондових бірж, що спостерігається вже з початку 2011 р., відбувається під впливом глобальної фінансової кризи та є ще однією спробою уникнути її наслідків та зберегти здобуті позиції на світовому фондовому ринку;
- відбувається поступове нівелювання розбіжностей між континентальною та

- англосаксонською моделями фінансового ринку;
- європейський ринок облігацій характеризується неоднорідністю та різноспрямованою динамікою розвитку;
 - об'єднання фондових бірж, що відбулись у передкризовий час, на жаль, не продемонстрували ті результати, заради яких створювались, не змогли протистояти впливові кризи за рахунок внутрішніх ресурсів;
- пошук нових партнерів, розширення географії ринків та спрощення доступу до закордонних ринків цінних паперів – усе це є виявами екстенсивної політики розвитку фондових бірж як відповідь та реакція на сучасну фінансову кризу.
- Наша робота, безперечно, не є вичерпною та може послужити основою для подальших досліджень.

Список літератури

1. Сорос, Дж. Открытое общество. Реформируя глобальный капитализм / Дж. Сорос. – М., 2001. – 458 с.
2. Питерс, Р. Міфи глобалізації / Ральф Питерс // Фінансовий ринок України. - № 6-7. – 2005. - С. 51-54.
3. Мировая экономика: выход из кризиса / Под ред. Г. И. Мачавариани. – М.: ИМЭМО РАН, 2010. – 100 с.
4. Снегирева, И. А. Эффективный рынок акций – необходимое условие развития национальной экономики / И. А. Снегирева // Вестник Томского государственного университета. – № 323 (июнь). – 2009. – С. 291-294.
5. NYSE Euronext Announces Fourth Quarter and Full Year 2007 Financial Results [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.euronext.com>
6. Deutsche Boerse Annual report 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://deutsche-boerse.com>
7. The World Federation of Exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org>
8. The International Monetary Fund [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>
9. Lane P., Milesi-Ferretti G. The Cross-Country Incidence of the Global Crisis// IMF Working Paper WP/10/171. – 2011. - №59. – p. 77-110
10. Integrity of financial markets. Annual report 2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://deutsche-boerse.com>

References

1. Soros, G. (2001). *Open Society Foundation. Reforming Global Capitalism. [Otkrytoye obshchestvo. Reformiruya global'nyy kapitalizm]*. Moscow.
2. Peters, R. (2005). Myths of globalization [mify globalizatsii]. *Financial market of Ukraine*. 6-7, 51-54.
3. Matchavariani, G.I. (2010). *The World Economy: a way out of the crisis [Mirovaya ekonomika: vykhod iz krizisa]*. Moscow: IMEMO RAN.
4. Snegiryova, I. A. (2009) *An effective stock market - a necessary condition for the development of the national economy [Effektivnyy rynek aktsiy – neobkhodimoye usloviye razvitiya natsional'noy ekonomiki]*. Bulletin of the Tomsk State University, 323, 291-294.
5. NYSE Euronext Announces Fourth Quarter and Full Year 2007 Financial Results. (2008). Retrieved April 15, 2013, from: <http://www.euronext.com>.
6. Deutsche Boerse Annual report 2009. (2010). Retrieved April 15, 2013, from: <http://deutsche-boerse.com>
7. The World Federation of Exchanges. (2012). Retrieved April 15, 2013, from: <http://www.world-exchanges.org>.
8. The International Monetary Fund. (2013). Retrieved April 15, 2013, from: <http://www.imf.org>.
9. Lane P., Milesi-Ferretti G. (2011). The Cross-Country Incidence of the Global Crisis. *IMF Working Paper WP/10/171*, 59, 77-110.
10. Integrity of financial markets. Annual report 2008. (2009). Retrieved April 15, 2013, from: <http://deutsche-boerse.com>

Стаття надійшла до редакції 25.04.2013 р.