

# ЕТАПИ ЕВОЛЮЦІЇ ФОНДОВИХ РИНКІВ

**Микола  
Ананьєв,**  
асистент кафедри  
міжнародних  
фінансів  
ДВНЗ «Київський  
національний  
економічний  
університет  
імені Вадима  
Гетьмана»

*Стаття присвячена дослідженню історії розвитку фондових ринків. В роботі здійснено спробу етапізації еволюції ринків цінних паперів на основі історичних фактів та особливостей їх розвитку в окремі періоди часу. Матеріал статті систематизує різні наукові підходи щодо зародження і розвитку фондових ринків та є корисним при побудові національного ринку цінних паперів.*

Ідентифікуючи глобальні фактори розвитку фондових ринків постає загальна потреба у вивченні природи зародження та еволюції цих ринків. Їх історія охоплює велику кількість наукових праць, що описують окремі періоди та умови розвитку. Однак, не вистачає наукової роботи, яка б систематизувала послідовність такого розвитку, узагальнила його та коротко охарактеризувала окремі періоди їх еволюції. Таким чином, етапізація еволюції вищезазначених ринків актуалізує дане питання та вимагає більш ґрунтовного дослідження.

Дане питання певною мірою розглядається в працях як вітчизняних науковців, зокрема, Анікін А.В., Міркін Я.М., Рубцов Б.Б., Мозговий О.М. тощо, так і зарубіжних авторів – Р.М.Міші, Б.М.Сміс, Л.Ніл, М.Д.Бордо, А.М.Тейлор, Дж.Г.Вільямсон, Ч.П.Кіндельбергер та інші. Частина науковців починають досліджувати ринок цінних паперів ще з античної доби (Б.М.Сміс, М. Ростовцев тощо), другі – з X ст. (Р.М.Міші тощо), треті – з XVI ст. (Б.Б.Рубцов, О.М.Мозговий, П.Л.Руссо, Р.Сілла тощо), оскільки вважають, що саме з цього періоду він набув притаманних йому ознак.

Аналізуючи опрацьовані наукові підходи щодо виникнення та розвитку ринків цінних паперів, автор вважає за доцільне виділення наступних етапів його еволюції:

1-й етап – Античний фондовий ринок (до V ст. н.е.);

2-й етап – Середньовічний ринок цінних паперів (період з XI по XV- ст.);

3-й етап – Формування елементів сучасного фондового ринку (починаючи з XVI – кінець XVIII ст.);

4-й етап – Глобалізація фондових ринків (перша половина XIX ст. – до 1914р.);

5-й етап – Ера державного контролю та регулювання (1914-1970рр.);

6-й етап – Світова революція фондових ринків (1970р. – початок XXI ст.).

Перед тим як розпочати аналіз даних етапів еволюції, варто зазначити, що виникнення фондових ринків (як і будь-яких інших ринків) пов'язане з появою та розвитком трьох основних його складових: товару; учасників та економічних інтересів останніх, що й визначили доцільність цього ринку і сприяли його подальшому розвитку. Велике значення для еволюції ринків цінних паперів відігравали і продовжують відігравати релігійно-філософські світогляди. Саме історично сформовані системи цінностей певного етносу відіграють одну із ключових ролей у розвитку фінансової сфери, зокрема фондового ринку. Для прикладу можна навести ісламські фінанси, а також християнська мораль та її відношення до операцій в фінансовій сфері на противагу фінансовій моралі іудаїзму тощо.

Враховуючи вищезазначене коротко охарактеризуємо особливості кожного із етапів еволюції фондових ринків.

**Перший етап – Античний фондовий ринок.** В даний період його розвиток характеризується зародженням прототипів цінних паперів та утворенням першого фондового ринку в античні часи. Б.М. Сміс у своїй книзі зазначає, що самий ранній приклад організованого ринку капіталу мав місце ще в Римській республіці в II ст. до н. е., де існувало три ключові передумови для його життєздатності: легко конверто-

ваний капітал, доступний кредит та спроможність брати ризик. Досконала та всеохоплююча система законів та прав власності сприяла кращому обігу капіталу. Багато із того, що пізніше з'явилося в фінансовому капіталі Амстердаму, Лондону та Нью-Йорку, Стародавній Рим виступив в якості горни-ла, де капітал, кредит та ризик пройшли свою «обкатку» і набули подальшого розвитку. Саме через цей процес утворився перший фондовий ринок [1, с.10].

Проте, римський фондовий ринок занепавав разом із падінням Стародавнього Риму. Християнська феодальна система, що сформувалась в Європі в Середньовіччя, а також Ісламський порядок, що охопив великі території Азії та Африки за своєю природою протирічали розвитку фінансових ринків. Сама ідея фінансового ринку в будь-якому вигляді ворожо сприймалася на фоні фундаментальних принципів соціальної організації, на яких базувались ці суспільства. В такому стримуючому середовищі фондові ринки не могли розвиватись, що й послугувало причиною відтермінування їх розвитку аж до Х-XI ст.ст.

**Другий етап – Середньовіковий ринок цінних паперів.** Як зазначає Р.С. Міші, батьківщиною сучасного глобального ринку цінних паперів є середньовікова Італія, де в таких полісах як Венеція, Генуя і Флоренція зростаючий обсяг торгових операцій між Сходом і Заходом сприяв розвитку їх фінансової сфери, зокрема фондового ринку [2, с.17]. Ф.- Бродель у своїй праці «Віхи комерції» зазначив, що всі докази вказують на Середземномор'я як колиску фондового ринку [3, с.101].

В добу середньовіччя з'являлися і набували свого розвитку перші фінансові інструменти у вигляді боргових розписок (IOUs – «I owe you»<sup>1</sup>), які з часом удосконалились і трансформувались у вексель. Ці фінансові інструменти, як правило, слугували для обслуговування товарообігу та безпечного передавання грошей на великі відстані через систему «вуличних мінял». Та-

кий хід подій безпосередньо пов'язаний з розвитком товарного виробництва, яке поступово перейшло у капіталістичне товарне виробництво<sup>2</sup>. В цей період не з'явилося жодної фондової біржі зі спеціалістами у своїй власній будівлі та технологіями, які б давали змогу торгувати як борговими, так і пайовими цінними паперами. Всі необхідні елементи, щоб створити такий ринок були присутні, однак, він не набув розвитку із-за нестачі обігових цінних паперів. Ця нестача цінних паперів мала місце через відсутність великих державних чи корпоративних компаній. Будь-які банкрутства, навіть тимчасові, мали великий вплив на вартість та привабливість цінних паперів. На даному етапі розвитку фондовий ринок залишається слабо розвиненим порівняно із прогресом, що мав місце у інших сферах фінансової системи.

**Третій етап – Формування елементів сучасного фондового ринку.** Як зазначає Б.Б. Рубцов, що про фондовий ринок в сучасному розумінні, можливо говорити лише тоді, коли держава починає здійснювати емісію своїх боргових зобов'язань на регулярній основі, коли з'являються перші акціонерні товариства, що випускають акції, виникають біржі для торгівлі цими інструментами [4, с.37].

Нідерланди стали однією із перших країн в якій почалися створюватись акціонерні товариства та біржі в їх традиційному розумінні. Крім цього, дана країна є інноватором у створенні елементів сучасної фінансової системи, зокрема, створення державного боргового ринку; ринку грошей; центрального банку з розгалуженою системою торгових банків; випуск звичайних акцій, які знаходились у вільному обігу. Іншими словами, фондовий ринок, який сформувався в Королівстві Нідерландах є історично першим ринком цінних паперів в його сучасному розумінні. Реальним здобутком, що вніс Амстердам у розвиток фондового ринку – це формування нових методів торгівлі цінними паперами.

Примітки:

1. Боргові розписки, що виписувалися між торговцями. Це був документ, оформлений у вільній формі і виданий позичальником кредитором при одержанні кредиту.
2. Коли товаром стає не лише продукт людської праці, а й сама робоча сила людини

В цей період на глобальному фондовому ринку в основному торгуються борговими та комерційними (векселями) цінними паперами. Виникають перші фінансові «бульбашки», пов'язані з надмірною та неконтрольованою емісією незабезпечених акцій (наприклад, англійська «Компанія Південних морів» 1711р., французька «Міссісіпська компанія» 1717р.). Спекулятивний бум на основі корпоративних цінних паперів був не результатом успішної діяльності компаній, а продуктом діяльності урядовців.

Париж став першим місцем в світі де утворилася окремо від товарних бірж – фондова біржа. Метою її створення було не сприяння розвитку торгівлі, а більшою мірою здійснення контролю за фондовим ринком. На відміну від Паризької біржі, Лондонська виникла переважно із потреби в саморегуляції самих учасників цього ринку, а не намагання уряду щодо контролю та обмеження цієї діяльності. Таким чином, правила та норми ведення бізнесу відображали потреби самих учасників ринку, а не держави. Наприклад, Лондонська фондова біржа здійснювала контроль доступу на ринок не за кількістю як у Франції, а за типом та характером учасника [2, с.40].

Недостатня кількість надійних цінних паперів була одним із головних недоліків ранньої європейської фінансової системи. З приватизацією державного боргу в Лондоні в 1694р. шляхом створення Банку Англії, відбулася конвертація неліквідного державного боргу в ліквідний приватний борг через формування довіри інвесторів щодо зобов'язань держави. Таким чином, утворення фондового ринку на початку XVIII ст. не було продуктом діяльності уряду, а це була потреба фінансової системи у створенні такого інвестиційного інструменту, який можна було б продавати і купувати забезпечуючи тимчасовий притулок для вільних фондів коштів, а також засобу для передачі капіталу з одного місця в інше. Тому основою розвитку ринку цінних паперів в цей період були міжнародна торгівля та фінанси.

**Четвертий етап – Глобалізація фондових ринків.** Даний етап розвитку ринку цінних паперів характери-

зується появою повноцінного фондового ринку, зокрема, ринку акцій поряд із ринком боргових цінних паперів. Акціонерна форма організації бізнесу відкрила нові можливості як для розвитку економіки, так і фінансових відносин. Величезний вплив на глобалізацію фондових ринків мали винайдення телеграфу у 40-х роках XIX ст. та телефону у 80-х роках цього ж століття. Телеграф відділів комунікації від транспорту та сприяв інтенсивній інтеграції національних ринків цінних паперів. До 1870-го року всі фінансові центри були з'єднані через систему наземних та підводних кабелів, створивши інтегровані національні ринки, де ціни та приклади могли постійно передаватись між різними біржами в межах однієї хвилини.

Період з 1850-1900рр. ознаменувався як період так званих «залізничних фінансів». Новий клас корпоративних цінних паперів реально міг протистояти урядовим борговим цінними паперами за своєю привабливістю перед інвесторами. Розвиток світової залізничної системи створив групу цінних паперів, що мали подібні характеристики із державними борговими паперами, але їх емісія йшла на розбудову наземного транспорту, а не війни. Загальна довжина всіх залізниць світу збільшилась з 38,152 тис. км в 1850р. до 765,222 тис. км в 1900р., [5]. Вартість капіталу світової залізничної системи зросла з £465 млн в 1850р. до £6,7 млрд в 1894р. [6, с.46]. Також, це ера масового виникнення та поширення фондових бірж по всьому світі та взаємозв'язків між ними. Фондова біржа стала центральним інститутом капіталістичного світу, забезпечуючи взаємодію між ринком грошей та капіталу як на національному, так і міжнародному рівнях. Глобальний фондовий ринок в 1900р. був фундаментально іншим від того, що мав місце в минулому. Як зазначає Р. Міші, це була революція, а не еволюція глобального ринку цінних паперів.

З 1900-1914рр. – період триумфу глобального фондового ринку, в умовах мінімального державного втручання у міжнародні фінансові відносини, монетарної стабільності та достатньої інтегрованості фінансових ринків

?

світу. В 1912-1914рр. цінні папери склали в середньому 16,4% національних активів серед 20 досліджуваних Р. Голдсмисом країн, зокрема в Росії ця частка становила 2%, в Японії – 6%, в Німеччині – 11%, в США – 19%, в Франції – 26% і в Британії – 41% [7]. До 1914р. загальний розмір міжнародних активів<sup>1</sup> становив £9 млрд або \$45 млрд, що значною мірою складалось із обігових цінних паперів емітованих урядами та компаніями. Майже 90% усіх цих цінних паперів утримувалось в Західній Європі, а саме: в Британії – 40%, в Франції – 20%, Німеччині – 16%, Швейцарії – 3%, Бельгії – 3%, Нідерландах – 4% [2, с.132]. Масштаби глобального фондового ринку були вражаючими. Зародження фондового ринку в Лімі (Перу) в 1914р., його інтенсивний розвиток в Єгипті в таких містах як Александрія та Каїр. До 1906р. на фондовій біржі Каїру мали котировку 328 компаній з капіталом 91 млн єгипетських фунтів<sup>2</sup> [8, с.84].

Більш того, глобальну природу фондового ринку напередодні Першої світової війни можна розглянути на прикладі Росії та США. Росія була другою по величині «нацією боржників» у світі до 1914р. Урядовими та корпоративними цінними паперами Російської імперії активно торгували на Паризькій, Лондонській, Амстердамській, Брюссельській, Берлінській, Мадридській та інших фондових біржах. Ринок для російських цінних паперів став таким широким, що вони почали використовуватись як звичайна валюта по всій Європі коригуючи національні платіжні баланси [9, с.234]. Корпоративні цінні папери США, що переповнювали ринки як Європи, так і Північної Америки, виконували коригуючу функцію в трансатлантичних дисбалансах шляхом їх купівлі-продажу в Лондоні та Нью-Йорку, а потім і на інших ринках.

Таким чином, найбільші «нації боржники» надавали велику послугу світовій економіці, забезпечуючи її пулом високоліквідних цінних паперів, що торгувалися на всіх провідних ринках світу та могли легко, швидко та дешево транспортуватися між основними фінансовими центрами, сприяючи ціновій конвергенції. Ці цінні папери створили форму міжнародних грошей, але не таких як золото, що непорушно зберігалось в банківських підвалах, а таких, що виконували корисну функцію, забезпечуючи капіталом економічний розвиток по всьому світі [10, с.146].

**П'ятий етап – Ера державного контролю та регулювання.** З 1914р. по 1939р. настала ера руйнації всього того що було досягнуто глобальним ринком цінних паперів напередодні Першої світової війни. Не лише були ліквідовані міжнародні цінні папери та зруйновані міжнародні фінансові зв'язки між національними ринками, а наступила нова епоха державного контролю та нестабільності. Фінансові ринки розглядались як причина монетарної нестабільності, особливо після краху на Вол Стріт в 1929р. Другою важливою і водночас впливовою на міжнародній арені подією була відмова Британії від золотого стандарту в 1931р. Це знищило всі післявоєнні намагання щодо відновлення стабільної міжнародної монетарної системи. Разом із іншими кризами, що охопили світ до, під час і після цих подій, результат був один – покласти кінець ліберальній економічній ері, що панувала до 1914р. і змінити середовище, що підтримувало функціонування глобального фондового ринку. Державне регулювання розглядалось як панацея від усіх економічних проблем. Бреттон-Вудська угода 1944р. створила Міжнародний валютний фонд (МВФ) та Міжнародний банк реконструкції та розвит-

Примітки:

1. Міжнародні активи – мається на увазі активи (цінні папери), що утримуються нерезидентами відносно країни їх походження. (наприклад, акції британської залізниці, що знаходяться у володінні французьких інвесторів тощо)

2. Між 1885 та 1914 роками у фінансовій системі країни діяв золотий стандарт, 1 єгипетський фунт відповідав 7,44 грамам золота. З початком Першої світової війни курс єгипетського фунта було зафіксовано на рівні 1:1 до фунта британського.

ку (МБРР) як замітники міжнародним фінансовим ринкам, які розглядалися на той час як такі що втратили своє значення. Післявоєнною задачею було не відновлення глобального ринку цінних паперів, а створення нової бази для міжнародних фінансових відносин, які б мінімізували використання ринків та максимізували роль національних урядів, міжурядових організацій та державно регульованих центральних банків.

Контроль та заборони з боку уряду обмежував діяльність фондових ринків. Німецький уряд заборонив купівлю іноземних цінних паперів аж до 1956р., тоді як США та Швейцарія, країни, що володіли найсильнішими валютами на той час, обмежили зовнішній доступ до їх фінансових ринків з метою захистити себе від дестабілізаційних фінансових потоків. Однак, враховуючи те, що близько 350 тис. індивідуальних американських інвесторів мали свої вклади в британські компанії, тому, було важливим підтримання ринку в Нью-Йорку для цих цінних паперів у новій формі Американських депозитарних розписок (ADR) [2, с.247]. Таким чином, ці заборони в Нью-Йорку та Лондоні були безуспішними. Зростаючі заборони щодо використання долару призвели до формування європейського ринку облігацій деномінованих у доларах. Вони були ідеальними інвестиціями для тих інститутів, що мали великі доларові депозити. Внаслідок цього Лондон став провідним фінансовим центром Європи, головним чином, за рахунок глобального фондового ринку. Такі фінансові центри як Париж, Амстердам і Брюссель стали більш національно сфокусованими та зменшили свої ринки міжнародних цінних паперів. Ринок єврооблігацій, що набув свого розвитку в цей період, був прямим спадкоємцем глобального фондового ринку, що мав місце до 1914р., однак йому не вистачило тієї бази в формі організованих фондових бірж в межах яких він працював раніше.

**Шостий етап – Світова революція фондових ринків.** Бреттон-Вудська валютна система що була ут-

ворена ще після Другої світової війни почала змінюватись, оскільки виявила себе занадто негнучкою, щоб справитись із різкими змінами в світовій економіці, де долар та фунт стерлінг більше вже не відігравали домінуючої ролі. Жорсткий контроль, забезпечений центральними банками та міжурядовими угодами більше не задовольняв світ, де міжнародні фінансові потоки швидко зростали як у кількості, так і різноманітності.

Зростання та розвиток глобального фондового ринку в 70-80-х роках ХХ ст. відзначився двома ключовими подіями. Це відміна фіксованих ставок комісійних платежів на Нью-Йоркській фондовій біржі в травні 1975р. Друга – «Великий вибух» («Big Bang») в Лондоні в жовтні 1986р., це умовна назва, що вживається відносно різкої дерегуляції фінансових ринків та імплементація нової технології торгівлі цінними паперами на Лондонській фондовій біржі. Вплив цих двох подій був відчутний по всьому світі. Крім того, ці дві провідні фондові біржі згодом трансформувались в акціонерні товариства. Глобальний ринок цінних паперів знову став ключовим елементом фінансових потоків, які принесли стабільність міжнародній монетарній системі. Послаблення контролю з боку уряду сприяло повільній, але зростаючій конвергенції між фондовими ринками. Національні ринки цінних паперів зіткнулись із міжнародною конкуренцією. Крім того, електронні торгові площадки створили реальну альтернативу існуючим регульованим фондовим біржам та сприяли підвищенню рівня торгових операцій в глобальному розрізі. Відносини між ринком цінних паперів та державою почали здійснюватись через незалежний державний орган (SEC в США, утворена в 1934р.; SIB в Британії – в 1985р. тощо), аніж напряму урядом чи уповноваженою фондовою біржею.

В 1990р. ринкова вартість усіх цінних паперів, що знаходились в обігу становила \$21,2 трлн, до 1997р. ця цифра подвоїлась до \$40 трлн, до 2005р. – сума становила \$95 трлн. Між

1990р. та 2004р. співвідношення обсягу облігацій до світового ВВП подвоїлось із 60% до 117%. Протягом 90-х років співвідношення між котируваними акціями та світовим ВВП збільшилось із 57% до 99% [11]. Уряди активно сприяли розвитку фондових ринків через проведення приватизаційних програм. Між 1990р. та 1999р. загальна вартість державних активів по всьому світі в розмірі \$850 трл була приватизована. Більше ніж 40% від загальної вартості знаходилось в Європі, включаючи колишні комуністичні країни Східної Європи та Радянський союз [12].

Інституційні зміни, що відбуваються на даному етапі розвитку особливо стосуються формування глобальних фондових операторів торгівлі цінними паперами (NYSE Euronext, NASDAQ OMX Group Inc., LSE group, група Deutsche Borse, SIX Group, Tokyo Stock Exchange group Inc тощо), які надають весь спектр послуг щодо передторгового (відкриття рахунків, реєстрація учасників, інформаційно-консультативні тощо), торгового (обробка приказів тощо) та післяторгового періоду (кліринг та розрахунки). Крім того, простежується інформаційна консолідація всередині цих фондових площадок. Наприклад, дата центр в місті Махвах (Mahwah, USA) від NYSE Euronext. Головна ідея цієї стратегії полягає у тому, що фондова біржа XXI-ст. – це не лише автоматизована система торгівлі, тут автоматизована система торгівлі виступає товаром [13, с.3].

Глобалізація фондового ринку проявляється через створення глобальної фінансової архітектури якісно іншого рівня розвитку, ніж та що мала місце на попередньому етапі його еволюції. Створюються глобальні інститути, які відіграють роль координаторів міжнародних відносин (МВФ, група Світового банку тощо), здійснюється повна комп'ютеризація господарських операцій, розвиваються нові засоби комунікації і під їх впливом планета трансформується в так зване постіндустріальне світове господарство.

Незважаючи на фінансові потрясіння, що виникали у зв'язку із суверенними боржниками такими як Росія та

Аргентина, спекулятивним бумом високотехнологічних компаній (dot.com boom) в 2000р. чи навіть корпоративними скандалами як у випадку з Енрон та Пармалат, важливо те, що всі вони мали обмежений та тимчасовий характер. Світ відновив фінансовий механізм, що забезпечував стабільність до 1914р. Це відбувалось не за рахунок суворого дотримання фіксованих валютних курсів як в умовах золотого стандарту, а за допомогою глобального ринку цінних паперів. Фондові ринки більшою мірою виступали фактором вибухового росту міжнародних потоків капіталу, що супроводжувалось розвитком ширини та глибини даних ринків на національному рівні, створюючи таким чином засіб боротьби із кризами. Без глобального фондового ринку, як національним, так і міжнародним фінансовим системам не вистачило б гнучкості в операціях щодо мобілізації та перерозподілу заощаджень, а також підтримання рівноваги.

#### ВИСНОВКИ

Історія фондових ринків – це одночасно історія і ринків, і інституцій, що забезпечували їх функціонування. В значній мірі, рушійною силою розвитку глобального фондового ринку були не потреби урядів та бізнесу, оскільки їх фінансові потреби можливо було задовольнити й іншими способами, а бажання інвесторів мати такий актив, що міг би легко ділитися, був мобільним, гнучким в часі та просторі, а також був прибутковим як за рахунок доходу, так і приросту капіталу. Цінні папери стали таким активом, і фондові ринки почали активно розвиватися протягом багатьох століть, не зважаючи на постійні фінансові потрясіння та спроби урядів стримати чи навіть зруйнувати такі ринки. Цінні папери набули певних властивостей грошей, що й зробило глобальний фондовий ринок невід'ємною складовою сучасної світової економіки.

Сучасний ринок цінних паперів відображає суміш елементів англосаксонської традиції побудови фондового ринку та континентальної Європи, а також є продуктом глобалізаційних процесів, що охопили світ на кінець другої половини XX ст.



**ЛІТЕРАТУРА:**

1. *Smith B.M.* / A history of the global stock market: from ancient Rome to Silicon Valley/ University of Chicago Press edition 2004, 344 pages
2. *Michie R.C.*/The global securities market: a history/Oxford University Press, 2006. 399 pages
3. *Braudel F.* /The Wheels of Commerce/ trans. by Sian Rynolds, New York: Haper & Row, 1982
4. *Рубцов Б.Б.*/Современные фондовые рынки: учебн. пособие для вузов. – М.:Альпина Бизнес Букс, 2007.-926с
5. *Mitchell B. R.*/International historical statistics/vol.3, table F1, London 1998
6. *Mulhall M.G.*/Industries and wealth of nations/ Longmans, Green, and co., London 1896. - 451p.
7. *Goldsmith R.W.*/Comparative national balance sheets: A study of twenty countries, 1688-1978/The University of Chicago press, Chicago 1985.-351p.
8. *Abdul-Hadi A.S.F.*, /Stock Markets of the Arab World: Trends, Problems and Prospects for Integration/ London, Routledge, 1988.- 156p.
9. *Cameron Rondo E.* /Banking in the early stages of industrialization: a study in comparative economic history/ New York: Oxford University Press, 1967.- 349p.
10. *Sylla R., Tilly A., Tortella G.* (eds)/The state, the financial system and economic modernization/ Cambridge University Press, United Kingdom 1999.- 292p.
11. Financial Times 14 September 1990, 24 April 1997; International financial services (IFS), «Securities dealing», 5 July 2005
12. Financial Times – ‘Europe Reinvented’/ London 2001, part 2
13. Traders magazine – May 2010. [Електронний ресурс]: Chapman P./ A Buttonwood Tree Grows in Mahwah. Режим доступу до журналу: [www.tradersmagazine.com](http://www.tradersmagazine.com)

РІЦНУ