

**НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ІНСТИТУТ СВІТОВОЇ ЕКОНОМІКИ І МІЖНАРОДНИХ ВІДНОСИН**

Безп'ятов Андрій Валерійович

УДК 339.164.4:336.764.2

**РОЗВИТОК ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ У КРАЇНАХ З ПЕРЕХІДНОЮ
ЕКОНОМІКОЮ**

*Спеціальність - 08.05.01 -
світове господарство і міжнародні економічні відносини*

Автореферат
*дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук*

Київ – 2004

Дисертацією є рукопис

Робота виконана у відділі міжнародних валютно-фінансових відносин Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України

Науковий керівник: кандидат економічних наук, старший науковий співробітник,
Сльозко Олена Олександрівна,
Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України,
відділ міжнародних валютно-фінансових відносин

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Панченко Євген Григорович,
Київський національний економічний університет, кафедра міжнародного менеджменту

кандидат економічних наук, доцент
Ткаленко Світлана Іванівна,
Університет економіки та права “Крок”, кафедра міжнародної економіки

Провідна установа: Інститут міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка, кафедра міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин

Захист відбудеться 8 лютого _____ 2005 р. о 14.00 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.176.01 по захисту дисертацій в Інституті світової економіки і міжнародних відносин НАН України за адресою: 01030, Київ-30, вул. Леонтовича, 5.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України за адресою: 01030, Київ-30, вул. Леонтовича, 5.

Автореферат розісланий 28 грудня 2004 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради

А.М. Хахлюк

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. Похідні фінансові інструменти є важливою частиною міжнародних валютно-фінансових відносин, зокрема світових фінансових ринків. З їх допомогою процес керування ризиками став більш досконалим, що дозволило вивести світові валютно-фінансові відносини на більш високий рівень розвитку. Світова торгівля похідними фінансовими інструментами виконує функції інтеграції регіональних ринків капіталу, допомагаючи учасникам світової економіки зменшувати існуючі ризики та, таким чином, зосереджуватися на подальшому розвитку міжнародних торговельних та валютно-фінансових відносинах та робити міжнародний рух капіталу менш ризикованим і більш збалансованим. Як наслідок, світова строкова торгівля похідними фінансовими інструментами є однією з найбільш динамічних у світі та навіть вже зараз за номінальними розмірами перевищує ринки базових фінансових інструментів.

Завдяки глобалізаційним тенденціям в світовій економіці, стало можливим впровадження похідних фінансових інструментів у регіональні і національні фінансові ринки країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою.

Проте в багатьох країнах, зокрема в Україні, у досвіді використання деривативів має місце хаотичність за відсутності системного підходу як у формуванні ринків похідних інструментів, так і в спробах впровадження окремих видів деривативів. Сучасні тенденції світового строкового ринку не завжди знаходять втілення на ринках похідних фінансових інструментів країн з перехідною економікою. На державному рівні різні офіційні органи по різному оцінюють необхідність і перспективи розвитку деривативів у країні. Таким чином, замість комплексної державної політики підтримки розвитку ринків похідних фінансових інструментів, існують номінальні плани без цілеспрямованого розвитку цього перспективного сегменту фінансової системи країни. Нарешті, місцевим учасникам валютно-фінансових відносин бракує досвіду використання деривативів, а тому зацікавленість в їх використанні є пасивною при низькому рівні лобювання подальшого розвитку ринку строкових інструментів.

Дуже актуальними залишаються питання імплементації світового досвіду в розвиток деривативів у країнах з перехідною економікою; аналіз структури бірж, що торгують похідними фінансовими інструментами; створення цивілізованої законодавчої бази торгівлі деривативами; стимулювання ліквідності торгівлі похідними фінансовими інструментами; створення можливостей хеджування ризиків учасниками валютно-фінансових відносин за допомогою стандартних інструментів, представлених існуючою гамою деривативів і стандартних стратегій керування ринковими ризиками або ж створення спеціальних гнучких фінансових інструментів для забезпечення максимальної ефективності використання деривативів в умовах фінансових ринків, що розвиваються; нарешті використання похідних фінансових інструментів для стимулювання інвестицій в економіку країн, що досліджуються, зокрема в Україну.

Проблематиці розвитку світових ринків похідних інструментів присвячено чимало праць зарубіжних вчених. Суттєвий внесок у розробку та дослідження цих питань був зроблений такими вченими, як Ю. Брігхем, Ф. Блек, Р. Геске, Н. Калдор, Дж. Кейнс, Р. Клемковські, Дж. Кокс, Р. Колб, Дж. Маршал, Р. Мертон, Ф. Моділіані, Ж. Перер, В. Перло, Г. По, М. Портер, М. Рубінштейн, Г. Столл, Ф. Фабоззі, Дж. Халл, Дж. Хікс та іншими видатними науковцями.

Останнім часом деривативам приділяється багато уваги в країнах з перехідною економікою, зокрема в Росії, Україні, Угорщині. Загальному аналізу ринків похідних інструментів були присвячені праці таких вчених як А. Анікін, Л. Галіц, А. Кавкін, В. Круглов, Д. Михайлов, К. Пензін, А. Фельдман, Л. Чалдаєва, М. Чекулаїв та інші.

Вивчення проблематики використання деривативів, та й взагалі дослідження світогосподарських відносин, знайшли відображення в працях українських вчених С. Боринця, А. Гальчинського, З. Луцишина, С. Науменкова, О. Плотнікова, О. Сльозко, О. Сохацької, В. Суторміної, В. Федорова, А. Філіпенка, А. Чухна та інших.

Разом з тим в існуючих наукових розробках залишається відкритим питання комплексного аналізу усього спектру похідних фінансових інструментів та стимулювання їх різнопланового

розвитку як самостійних інструментів, так і разом з іншими фінансовими інструментами в країнах з перехідною економікою.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконувалась в межах планових науково-дослідних тем відділу валютно-фінансових відносин Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України, а саме теми “Світовий рух капіталу в умовах глобалізації” (№ державної реєстрації 0103U006312, 2003-2004 роки) та господарсько-договірної теми “Валютно-фінансовий аспект глобалізації світового господарства в контексті економічного розвитку України” (№ державної реєстрації 01.03.01/003228 1.3.5.6. від 01.04.2003 р.), що виконується на замовлення Міністерства науки і освіти України. Автором розроблені пропозиції щодо аналізу розвитку фінансових ринків у глобальному та національному контексті. Стимулювання розвитку деривативів також іде поруч з державними і недержавними програмами розвитку біржових похідних фінансових інструментів, такими як розвиток деривативів на сільськогосподарські товари, валюту та інші види активів.

Мета і задачі дослідження. Метою дисертаційного дослідження є визначення світових закономірностей розвитку ринків похідних фінансових інструментів та обґрунтувань необхідності стимулювання використання похідних фінансових інструментів в Україні та інших країнах з перехідною економікою.

Для досягнення поставленої мети були сформульовані наступні завдання:

- оцінити розвиток світогосподарських відносин у розрізі ринків похідних фінансових інструментів у розвинених країнах та визначити фактори, необхідні для створення строкових ринків та для їх подальшого розвитку;
- проаналізувати досягнення в розвитку ринків похідних фінансових інструментів у країнах з перехідною економікою, з'ясувати подальші перспективи цього розвитку з урахуванням теоретичних та практичних досягнень на світовому строковому ринку;
- розкрити ризики суб'єктів міжнародної валютно-фінансової діяльності разом з механізмами нівелювання ризиків через стратегії хеджування похідними фінансовими інструментами;
- запропонувати методи розвитку ліквідних ринків похідних фінансових інструментів, а також інших сегментів валютно-фінансового ринку країн з перехідною економікою за допомогою деривативів;
- узагальнити світовий досвід розвитку валютно-фінансових відносин через розвиток та використання похідних фінансових інструментів та розробити пропозиції щодо його використання в умовах країн з перехідною економікою, зокрема в Україні.

Об'єктом дослідження є валютно-фінансові відносини країн з перехідною економікою в сегменті ринків деривативів.

Предметом дослідження є похідні фінансові інструменти, як спосіб хеджування ринкових ризиків, притаманних країнам з перехідною економікою.

Методи дослідження базуються на системному аналізі процесів, характерних для комплексного розвитку міжнародних ринків похідних фінансових інструментів у складі світових економічних відносин.

У першому розділі використовуються історичні та логічні методи пізнання, зокрема при аналізі світового розвитку ринків деривативів, базових етапів становлення; методи порівняльного покраїнового аналізу, економічно-статистичні методи.

Другий розділ базується на методах індукції та дедукції; методах аналізу та синтезу, функціонально-системний підхід при аналізі основних груп похідних фінансових інструментів та їх якісних характеристик.

Третій розділ ґрунтується на критичних оцінках теоретичного та практичного досвіду розвитку похідних фінансових інструментів; системному аналізі задля створення макропогляду на перспективи розвитку деривативів у країнах з перехідною економікою.

Наукову новизну одержаних результатів складають наступні положення:

- систематизовано та обґрунтовано фактори, які визначатимуть світовий розвиток ринків похідних фінансових інструментів у найближчі роки, зокрема, паралельна робота кількох бірж, тенденція переходу від “голосових” систем біржової торгівлі до електронних; процеси консолідації біржового бізнесу, посилення конкуренції на рівні трансакційних витрат, поширення кола міжнародних фінансових інститутів, які зацікавлені у використанні деривативів для хеджування ризиків, стимулювання розвитку ринку похідних фінансових інструментів через подальший розвиток Інтернету, глобалізація ринків деривативів через зменшення домінування одного регіону (Північної Америки) та одночасному зростанні попиту на ці інструменти в інших регіонах, гнучкість похідних інструментів, що посилить роль позабіржового ринку деривативів;
- вперше проведена комплексна оцінка розвитку ринків похідних фінансових інструментів в країнах з перехідною економікою, зокрема в Україні, у контексті систематизації досвіду та перспектив використання різних видів деривативів для стимулювання національних та міжнародних валютно-фінансових відносин. Було доведено, що використання похідних фінансових інструментів у країнах з перехідною економікою стане частиною світового строкового ринку, коли ці інструменти отримають розвиток і на біржовому, і на позабіржовому ринках; коли буде створена належна нормативна база, яка буде стимулювати використання деривативів; коли учасники строкових ринків стануть більш інформованими про можливості, які надають їм деривативи для хеджування ризиків та для отримання прибутків; коли деривативи почнуть залучатися в інші інструменти, що дозволить стимулювати взагалі валютно-фінансовий ринок; коли при залученні інвестицій будуть використовувати можливості їх оцінки, розроблені за допомогою теорії опціонів;
- удосконалено використання теорії мікроструктури бірж задля організації та розвитку біржової торгівлі похідними фінансовими інструментами в країнах з перехідною економікою, визначення доцільності створення того чи іншого біржового деривативу та ймовірності його подальшого вдалого використання;
- визначені об’єктивні та суб’єктивні причини, що стримують розвиток ліквідності торгівлі похідними фінансовими інструментами в Україні, та запропоновано вирішення цієї проблеми через розвиток конкурентоздатності структури торгівлі біржового та позабіржового ринків, мінімізацію впливу оподаткування, розвиток прозорості інформації про торгівлю деривативами, стандартизацію торгових конвенцій і практики розрахунків, поширення різноманітності учасників з різноманітними інвестиційними стратегіями і ризиками, нарешті, концентрацію на обмеженій кількості деривативів для стимулювання попиту;
- Окрім об’єктивних факторів, що стимулюють торгівлю похідними фінансовими інструментами, були з’ясовані психологічні бар’єри, які стримують розвиток строкової торгівлі. Серед цих бар’єрів є такі розповсюджені побоювання як складність деривативів для розуміння звичайних людей; надто висока ризикованість ринку похідних інструментів незалежно від того, для чого використовуються строкові інструменти; присутність на ринку деривативів тільки спекулянтів, та ex ante недовіра серйозних інвесторів до цього ринку.
- запропоновано адаптацію специфічних видів деривативів для гнучкого хеджування особливих видів ризику, характерних для України та інших країн з перехідною економікою;
- отримало подальший розвиток та систематизовано інтегрування похідних фінансових інструментів у інші сегменти фінансового ринку України, що набули більшого розвитку на території країни, та активно використовуються для залучення інвестицій у різні галузі народного господарства;
- застосовано практичне використання теорії оцінки опціонів для оцінки інвестиційних проектів у перспективних галузях української економіки та залучення інвестицій, включаючи іноземні.

Практичне значення одержаних результатів полягає в можливостях використання матеріалів та результатів комплексного аналізу можливостей розвитку деривативів у країнах з

перехідною економікою. Це охоплює й статистичні дані сучасних тенденцій розвитку світових ринків деривативів, зокрема в країнах з перехідною економікою; і аналіз біржової структури, без якої неможлива значна активізація учасників фінансового ринку в сегменті ринку похідних інструментів міжнародних та національних валютно-фінансових відносин; обґрунтовані різні види і стратегії використання деривативів, які б відповідали сучасним потребам народного господарства країн з перехідною економікою в інтеграційних умовах світової економіки.

Висновки та положення дисертаційного дослідження, зокрема пропозиції, пов'язані з використанням методів реальних опціонів, вдосконаленням аналізу використання вбудованих деривативів, використовувались у аналітичній роботі при аналізі компаній та для випуску облігацій інвестиційною компанією “Драгон Капітал”. Також висновки і результати дисертаційного дослідження можуть бути використані в навчальному процесі для викладання відповідних курсів “Міжнародні валютно-фінансові відносини”, “Похідні фінансові інструменти” та окремих спецкурсів.

Особистий внесок здобувача полягає в самостійності проведеного дослідження та відсутності співавторів в усіх публікаціях та підготовках доповідей для конференцій.

Апробація результатів дисертації. Окремі теоретичні, практичні положення та висновки за результатами дослідження доповідались на наукових конференціях, зокрема на Міжвузівській науково-практичній конференції „Проблеми і перспективи становлення фінансової системи України” (Севастопольський державний технічний університет, 1999 рік, м. Севастополь), III Міжвузівській науково-практичній конференції „Трансформаційна економіка в глобальному економічному середовищі” (Київський національний університет імені Тараса Шевченка, 2001 рік, м. Київ), міжнародній науковій конференції „Актуальні проблеми розвитку відкритої економіки України” (Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2002 рік, м. Київ), третьої Євразійської конференції по корпоративному управлінню, яка проводилася Організацією Економічного Співробітництва та Розвитку спільно зі Світовим Банком та Міжнародною фінансовою корпорацією (2002 рік, м. Київ), міжнародній науковій конференції „Україна в міжнародних економічних відносинах в умовах глобалізації” (Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2002 рік, м. Київ). Основні теоретичні положення дослідження обговорювалися на засіданні відділу міжнародних валютно-фінансових відносин Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України протягом 2001-2004 років.

Публікації. Окремі положення дисертаційного дослідження було викладено в 7 наукових публікаціях автора, зокрема в 3 статтях у фахових збірниках наукових праць та 4 у інших виданнях. Загальний обсяг публікацій у фахових збірниках наукових праць становить 1,4 д.а.

Структура та обсяг дисертаційної роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, який нараховує 236 найменувань, та 21 додатка. Основний текст дисертації викладено на 196 сторінках. Дисертаційне дослідження містить 43 рисунка, 11 таблиць.

ВСТУП

РОЗДІЛ 1. АНАЛІЗ РОЗВИТКУ СВІТОВИХ РИНКІВ ФІНАНСОВИХ ПОХІДНИХ ІНСТРУМЕНТІВ

1.1. Виникнення світових строкових ринків і аналіз їх розвитку на сучасному етапі в розрізі світогосподарських економічних відносин

1.2. Аналіз створення та структурування бірж фінансових похідних інструментів в умовах інтеграції міжнародних фінансових ринків

1.3. Розвиток строкових ринків у країнах з перехідною економікою

Висновки до Розділу 1

РОЗДІЛ 2 ФУНКЦІОНУВАННЯ ПОХІДНИХ ІНСТРУМЕНТІВ ТА МЕХАНІЗМИ ВИКОРИСТАННЯ ТЕХНОЛОГІЙ ХЕДЖУВАННЯ РИЗИКУ

2.1. Ідентифікація ризиків, що впливають на учасників міжнародних валютно-фінансових ринків

2.2. Основні групи деривативів і стратегії управління ризиком на міжнародних фінансових ринках

2.3. Хеджування ризиків за допомогою похідних фінансових інструментів

Висновки до Розділу 2

РОЗДІЛ 3 ОПТИМІЗАЦІЯ УМОВ РОЗВИТКУ І ВИКОРИСТАННЯ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ У КРАЇНАХ З ПЕРЕХІДНОЮ ЕКОНОМІКОЮ

3.1. Шляхи підвищення ліквідності ринків похідних інструментів у країнах з перехідною економікою

3.2. Фінансовий інжиніринг похідних фінансових інструментів та його використання для розвитку фінансових ринків країн з перехідною економікою

3.3. Використання теорії похідних інструментів для розвитку реального сектору економік країн з перехідною економікою

Висновки до Розділу 3

ВИСНОВКИ

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

ДОДАТКИ

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми роботи, її мету, завдання дослідження і структуру, викладено наукову новизну та практичне значення одержаних результатів дисертації.

У **першому розділі** був розглянутий комплекс питань відносно розвитку світового строкового ринку і його ролі у світових валютно-фінансових відносинах. Були визначені основні тенденції, які вплинули на значне зростання торгівлі похідними фінансовими інструментами у світі, а також проаналізовані етапи й проблеми розвитку ринків деривативів у країнах з перехідною економікою.

Ринок фінансових похідних інструментів був створений багато століть тому. Однак реальний розвиток він одержав лише в семидесятих роках минулого століття. Причиною цього стали зростання міжнародної торгівлі, глобалізація міжнародних фінансових відносин, а також впровадження Ямайської валютної системи плаваючих валютних курсів. Крім цього, похідні інструменти є складними інструментами, і з розвитком високих технологій, комп'ютерної техніки і систем комунікацій стало можливим використання складних моделей для інжинірингу хеджування різноманітних ризиків, що можуть мати відношення до різних регіонів світу, різних фінансових і нефінансових секторів, різних періодів й інших параметрів, що раніше було важко оцінювати.

У світі сформувалося два основних ринки деривативів – біржовий і позабіржовий. Біржовий ринок відрізняється високою стандартизацією строкових контрактів, які торгуються на ньому. Внаслідок цього він є високоліквідним, але кількість інструментів обмежена в основному торгівлею ф'ючерсами, опціонами, опціонами на ф'ючерси і, рідко, свопами. Найбільш популярними є базові активи на “публічні” активи, тобто на цінності, якими досить складно торгувати поза системою відкритих торгів. Позабіржовий ринок є неліквідним, однак він більш ніж у 5 разів перевищує біржовий ринок за вартістю строкових контрактів. На ньому торгується більша кількість похідних інструментів і їх варіацій. Однак у силу специфіки він не підходить для неінституціональних учасників ринку.

Біржі, що торгують похідними інструментами, задовольняють потреби світового фінансового ринку і виконують такі функції, як передача ризику між міжнародними фінансовими агентами, створення ліквідності, ціноутворення базових активів. Визначення майбутніх цін дозволяє більш точно визначити поточні ціни на ті чи інші активи. Крім цього, біржі надають публічну інформацію про ціни, що є корисним для суспільства й світової економіки, оскільки дозволяє більш якісно проводити фінансове планування.

Важливим елементом біржі деривативів є її мікроструктура. Вона складається з органів керування і нагляду, торгових систем, процедур розрахунку і клірингу, інструментів торгівлі і ще кількох підрозділів.

Засновуючи біржу, завжди необхідно ставити питання про доцільність її створення. Існує цілий ряд позитивних наслідків, а саме розвиток фінансової інфраструктури, кращий розподіл ресурсів, ефективне ціноутворення, передача ризиків між контрагентами, а також між країнами. Однак торгівля національними інструментами на провідних світових біржах деривативів також має такі важливі переваги, як низькі трансакційні витрати і висока ліквідність. Але поряд з цим існують такі ризики, як низька кореляція з базовими активами, ризики коливань біржових курсів, що прямо не пов'язані зі зміною ціни базового активу.

Створення бірж, що торгують деривативами, вимагає цілого ряду необхідних умов, таких як розвиненість грошового ринку, велика кількість учасників, розвинена законодавча база і підтримка з боку уряду, відсутність прямої конкуренції на інструменти, які торгуються.

В останні кілька років намітилися певні тенденції, що визначають розвиток міжнародних ринків похідних інструментів. Серед найяскравіших можна назвати перехід багатьох бірж від неприбуткових організацій до приватних корпорацій або акціонерних товариств. Причиною цього стало зростання конкуренції з іншими біржами, що викликало необхідність впровадження нових технологій, а значить додаткові капітальні інвестиції, які біржі фінансують за рахунок залученого капіталу. Ще одна тенденція – перехід бірж з голосової торгівлі на електронну. Також відбувається консолідація і об'єднання бірж, за рахунок чого біржі розширюють сферу діяльності для своїх клієнтів, поліпшують фінансування, знижують витрати. Було практично доведено, що на світовому строковому ринку спостерігається концентрація торгівлі деривативами, тобто домінують близько десятка бірж, на частку яких припадає близько 95% всього обсягу торгів. З урахуванням об'єднань, які трапляються останнім часом, така тенденція може одержати подальший розвиток. Нарешті, регіонально США усе ще є домінуючим ринком за обсягами торгів деривативами у світі. Однак ситуація поступово вирівнюється під впливом глобалізаційних тенденцій, внаслідок чого в торгівлі окремими строковими контрактами, зокрема на фондові індекси і на процентні ставки, США вже поступаються Європі й Азії.

У країнах з перехідною економікою ринки строкових фінансових інструментів почали активно розвиватися більше десяти років тому. Ряд країн, зокрема Угорщина, активно використовують фінансові ринки й ринки деривативів для залучення прямих іноземних інвестицій через хеджування можливих існуючих ризиків. А це саме те, що необхідно Україні, у якої один з найнижчих показників ПІІ на душу населення в Європі.

Значне зростання строкового ринку в Росії після кризи 1998 року сталося завдяки вдосконаленню біржової структури, впровадження надійних систем ризик-менеджменту, суттєвих зусиль з боку бірж, а також розвитку ринків капіталу, та інструментів, що виконують для деривативів функції базових активів. Як наслідок, за деякими показниками торгівля похідними фінансовими інструментами в Росії (наприклад торгівля ф'ючерсами на акції) стала за останній рік-два однією з найбільших у світі.

В Україні спроби торгувати похідними інструментами здійснювалися кілька разів. Найбільш активними вони були перед кризою у 1997 і здійснювалися стосовно валютних контрактів. Зараз існує кілька спроб організувати торгівлю строковими контрактами. УМВБ, КУБ, ПТФС, а також ДКЦПФР і міністерства проявляють зацікавленість у торгівлі деривативами на такі активи, як акції, валюту, товари. Однак різновекторні дискретні рухи у створенні ринків похідних інструментів не призвели до ліквідної торгівлі деривативами в Україні. Найбільш ймовірним сценарієм є повільний розвиток ринку деривативів в наступні два-три роки через окремі проекти уряду, бірж або ж окремих учасників фінансового ринку країни. Якщо уряд та НБУ дасть повноцінне зелене світло розвитку ринку похідних інструментів в Україні, використовуючи успішний досвід деяких країн з перехідною економікою, та зважаючи на необхідність хеджування ризиків суб'єктами економічних відносин, зокрема зовнішньоекономічних, розвиток торгів деривативами матиме значний стимул.

У **другому розділі** був проведений аналіз ризиків, що негативно впливають на розвиток економічних відносин в країнах з перехідною економікою. Для страхування основних ринкових ризиків були визначені окремі види похідних фінансових інструментів та засновані на їх основі стратегії.

Метою створення похідних фінансових інструментів було обмеження окремих видів ризиків учасників фінансових ринків. Існує кілька основних груп ризиків, з якими доводиться зіштовхуватися суб'єктам господарської діяльності. Це ринкові ризики, кредитні ризики, операційні ризики, ризики ліквідності й інші.

Основні види деривативів призначені в основному для управління ринковими ризиками, і, певною мірою, ризиками ліквідності і кредитними ризиками.

Наразі існує багато різних видів деривативів. Однак найбільш популярними і визнаними є три групи: ф'ючерси (на позабіржовому ринку це форварди), опціони і свопи. У них різна форма і призначення, а також методи, завдяки яким вони використовуються для страхування ризиків чи для проведення спекулятивних операцій.

Ф'ючерси і форварди є одними з найдавніших похідних фінансових інструментів. У торгівлі ф'ючерсами одними з найважливіших функціональних характеристик є арбітраж або одержання безризикового прибутку; маргінальна торгівля та використання "ефекту важеля".

Опціон є більш складним видом деривативів у порівнянні з ф'ючерсами: в його основі можуть бути як ф'ючерси, так і свопи. Більш того, він є асиметричним інструментом, оскільки потенційний прибуток не дорівнює потенційним збиткам за контрактом. Однією з головних характеристик опціону є те, що, крім внутрішньої вартості, існує ще і тимчасова вартість, що і є оцінкою потенційної зміни вартості базового активу з часом.

Свопи, як правило, є позабіржовими інструментами, хоча в різних країнах і на різних біржах поступово вводяться біржові аналоги свопів (наприклад в Росії).

Всі деривативи призначені у першу чергу для хеджування ризиків суб'єктів господарської діяльності. У процесі розвитку фінансової теорії існували класична і сучасна концепції хеджування. Перша мала на увазі перенесення ризику на інших контрагентів, однак таке перенесення було повним і нединамічним. У сучасній концепції хеджування не є повним: хеджер залишає частку ризику. Це означає, що крім часткового обмеження ризику, хеджер намагається правильно спрогнозувати зміни ціни на базовий актив і досягти прибутку. Але в обох концепціях залишається незмінним одне: хеджування – це страхування, заради якого хеджер несе додаткові витрати.

Існують базові і складні стратегії хеджування ризиків за допомогою опціонів. У базових стратегіях відбувається купівля/продаж опціонів колл чи пут в залежності від потреб хеджера. Однак тому, що такі стратегії не є гнучкими і не відповідають інтересам в обмеженні унікальних ризиків того чи іншого хеджера, виникає потреба у використанні складних стратегій. Вони умовно поділяються на стратегії спред, комбінаційні стратегії і синтетичні стратегії. Стратегії спред - це одночасна купівля і продаж опціонів одного виду з різними цінами виконання. Комбінаційні стратегії використовуються частіше як спекулятивні, однак використання їх для хеджування також не виключається. Синтетичні стратегії називаються так через те, що в результаті комбінації окремих опціонних контрактів і/або базових активів створюються нові фінансові інструменти. Ці стратегії хеджування рідко використовуються для спекулятивних операцій.

Хеджування за допомогою ф'ючерсів є досить прямолінійним і не використовує такий математичний апарат, як у випадку з опціонами. Цим і пояснюється популярність цього інструмента поряд з форвардами, особливо на початковому етапі створення фінансових ринків похідних інструментів у країнах, що розвиваються та в країнах з перехідною економікою. Базових стратегій всього є дві. Вони визначаються тим, що інколи суб'єкт господарської діяльності зацікавлений в обмеженні ризику падіння ціни, а інколи в її зростанні.

Похідні фінансові інструменти за своєю суттю є дуже ризикованими. Якщо не використовувати їх для хеджування, вони стають високо спекулятивними фінансовими

інструментами. Однак навіть у випадку їхнього використання в стратегіях хеджування, вони все рівно підлягають певним ризикам, таким як ризики ліквідності проведення операцій з різними деривативами, і ризики проведення несиметричних операцій, і ризики кредитоспроможності фінансових компаній, і ризики непередбачених зупинок торгів за базовими активами. Інколи буває, що виникають ризики кореляції між базовим активом і відповідним деривативом, ризики перехресного хеджування, невідповідність часу проведення операцій з базовим активом і деривативами. Цим список можливих ризиків не обмежується, але їх поява є досить рідкісною.

У **третьому розділі** був проаналізований і скомпільований комплекс засобів, спрямований на багатогранний розвиток похідних фінансових інструментів у країнах з перехідною економікою. Особлива увага була привернута до розвитку деривативів в Україні. Комплекс був розділений на три напрямки: створення ліквідності на ринках похідних інструментів і їх базових активів; застосування фінансового інжинірингу для розвитку гнучких деривативів, що вбудовуються; застосування теорії опціонів у практиці оцінки інвестиційних проектів.

Існує багато факторів, що сприяють формуванню ринку похідних інструментів. При цьому однією з базових характеристик є ліквідність ринку, під якою мається на увазі достатній обсяг операцій, при якому легко прийти на ринок і, у разі потреби, вийти з нього без значних фінансових витрат.

Існують фактори підвищення ліквідності, що застосовуються і на ринках базових активів, і на ринках похідних інструментів. Першим фактором є розвиток конкурентноздатної структури торгівлі. Динамічна конкуренція між біржами і позабіржовим ринком допомагає знизити торгові витрати, стимулювати ефективно поширення інформації, збільшуючи в такий спосіб ліквідність ринку. Другим фактором є мінімізація впливу оподаткування на ліквідність торгівлі. Прозорість інформації повинна стати ще одним фактором стимулювання ліквідності на ринку похідних фінансових інструментів. Четвертим фактором може стати стандартизація торгівлі і практики розрахунків не тільки на рівні однієї біржі, але й у регіональному розрізі. Ще одним стимулюючим фактором повинне стати збільшення неоднорідності учасників з різними цілями й інвестиційними стратегіями. Нарешті, на перших етапах потрібна ідентифікація вузького кола базових активів і їх похідних інструментів, торгівля якими за достатньої ліквідності загалом принесе користь розвитку валютно-фінансових відносин в Україні.

Крім об'єктивних факторів, що впливають на ліквідність, необхідно проводити інформаційну роботу для подолання психологічних бар'єрів, що обмежують активну участь інвесторів, яким потрібні інструменти хеджування, від використання деривативів. Серед таких психологічних кліше було виділено три найбільш розповсюджених випадки: складність розуміння ринку деривативів для середнього і невеликого інституціональним інвесторам і тим більше фізичним особам; дуже висока ризикованість ринку деривативів за цілковитого домінування спекулянтів; і, нарешті, кліше, що великі потенційні хеджери не зацікавлені у ринку похідних інструментів.

Одночасно з розвитком ринку деривативів необхідно розвивати нестандартні похідні інструменти за допомогою фінансового інжинірингу як науки створення нових фінансових продуктів і послуг, що потім використовуються світовими фінансовими інститутами для перерозподілу грошових ресурсів, ризиків, ліквідності, доходів і інформації відповідно до фінансових потреб клієнтів. Можливості фінансового інжинірингу дозволяють створювати нові похідні інструменти, що здатні гнучко підійти до визначених потреб хеджування місцевими й іноземними інвесторами в Україні.

Одним з варіантів використання гнучких похідних інструментів є використання екзотичних опціонів. Незважаючи на те, що більшість з них традиційно обертається на позабіржовому ринку, вони створюються саме для того, щоб виконувати визначені задачі, поставлені перед ними хеджерами та спекулянтами. Більш того, позабіржова торгівля не є обов'язковою умовою, й екзотичні опціони цілком можуть використовуватися в біржовій торгівлі.

Багато екзотичних опціонів є спекулятивними, втім у рамках цього дослідження були виділені ті екзотичні опціони, які можуть бути інтересні інвесторам, що зацікавлені у хеджуванні своїх ринкових ризиків і які більш підходять для існуючих на Україні умов і ризиків. Такими

опціонами є опціони на середнє (азіатські опціони), бар'єрні опціони, “кошикові” опціони, виборні опціони, складові і складні опціони, опціони “на виплати”, опціони з регульованим розміром виплат, “квазі-американські” опціони й опціони “райдуга”.

Крім цього, перспективним напрямком фінансового інжинірингу є можливість “вбудовування” деривативів у вже існуючі відомі на фінансовому ринку інструменти, такі як облігації, іпотеки, неринкові фінансові інструменти, що розширює спектр доступних інструментів на фінансовому ринку України. В країні останнім часом найбільш вражаючі темпи росту показують цінні папери з фіксованою прибутковістю (корпоративні облігації, суверенні єврооблігації і так далі). Тому найбільш перспективним є використання симбіозів облігацій і похідних інструментів.

Для управління базовими параметрами облігацій (ризик, прибутковість, сегментація ринку і ліквідність) були створені нестандартні облігації, що у залежності, наприклад, від “вбудованих” похідних інструментів підрозділяються на облігації з вбудованим опціоном/свопом/форвардом. Також, у нестандартних облігаціях найбільш часто використовуються опціони, що включають такі підвиди як вбудований екзотичний опціон, опціон на валюту погашення, опціон на дострокове погашення, опціон на продовження облігації, опціон на зниження виплат за облігацією, опціон конвертації облігації, опціон на продаж облігації покупцем.

Останнім методом стимулювання розвитку похідних інструментів пропонується використовувати метод реальних опціонів для оцінки інвестиційних проектів в країнах з перехідною економікою, зокрема в Україні. Незважаючи на те, що метод реальних опціонів не є прямим засобом використання похідних інструментів, він здатний, по-перше, підвищити культуру застосування деривативів і, по-друге, безпосередньо сприяти залученню інвестицій в економіку країни, що впливає на розвиток фінансового ринку в цілому.

Метод реальних опціонів ґрунтується на оцінці вартості проекту, використовуючи стандартні методи оцінки опціонів. При цьому, крім стандартних витрат на реалізацію проекту і грошових потоків внаслідок використання проекту, у багатьох компаніях існують фактори, що не можуть бути однозначно оцінені стандартними методами. Це можуть бути нові технології, ліцензії, знання, нарешті гнучкість менеджменту щодо зовнішніх і внутрішніх факторів, що змінюються. Такі фактори найчастіше падають в традиційних оцінках, що призводить до недооцінювання реальної вартості проекту загалом. Метод реальних опціонів дозволяє оцінити такі фактори “невизначеності”, тим самим створюючи реальну базу для більш точних оцінок компаній і інвестиційних проектів в Україні. У свою чергу більш грамотна оцінка знижує потенційні ризики інвесторів і сприяє більшому їх інтересу до інвестування в українські галузі економіки.

ВИСНОВКИ

Дослідження розвитку строкових ринків та похідних фінансових інструментів у світі та в країнах з перехідною економікою дозволило зробити ряд висновків і положень теоретичного та практичного характеру, які повинні стимулювати імплементацію деривативів в валютно-фінансові відносини України та інші країни з перехідною економікою.

1. Не дивлячись на те, що на Заході розвинені строкові ринки існують понад 30 років, вони постійно розвиваються й удосконалюються, поступово впроваджуючи новаторські ідеї, такі як: паралельна робота кількох бірж; торгівля фінансовими ф'ючерсами на окремі акції; тенденція інфраструктурних змін, наприклад перехід від “голосових” систем біржової торгівлі до електронних; процес консолідації біржового бізнесу, основними цілями якого є підвищення ефективності й скорочення операційних витрат шляхом об'єднання споріднених систем бірж, а також надання розширених можливостей учасникам торгів; посилення конкуренції на рівні трансакційних витрат.

2. Інтерес до торгівлі похідними фінансовими інструментами посилюється, тому що щораз більше міжнародних фінансових інститутів і приватних інвесторів приходять на строкові ринки для хеджування своїх активів, обмежуючи існуючі ризики, або для ведення спекулятивної гри. Зростання кількості користувачів сучасної мережі Інтернет є додатковим стимулом розвитку

ринку деривативів. Також спостерігається процес поступового вирівнювання регіональної асиметрії торгівлі похідними фінансовими інструментами, зокрема зниження ролі США в торгівлі деривативами. І, нарешті, ще однією важливою тенденцією на світовому строковому ринку є зростання домінуючої ролі позабіржового ринку деривативів.

3. Зі створенням торгівлі похідними фінансовими інструментами фінансова інфраструктура країни розширюється і покращується, створюються й зміцнюються зв'язки серед хеджерів, спекулянтів, операторів грошового, кредитного ринків і інших фінансових інститутів. Біржа похідних інструментів може поліпшити розподіл ресурсів, підтримати ефективне ціноутворення й розповсюдження корисної для ринку інформації, а також слугувати засобом для передачі ризику в межах країни й на міжнародному рівні. У процесі розвитку ринку, похідні фінансові інструменти залучають додаткових учасників, що у свою чергу збільшують обсяги торгівлі, таким чином, сприяючи створенню ліквідного ринку.

4. Критичним елементом в ефективній передачі ризику учасниками ринку є мікроструктура бірж деривативів, що складається з органів управління і нагляду, з торгових систем, з процедур розрахунку і клірингу, з членства на біржі, володіння кліринговим центром, з інструментів торгівлі.

5. Торгівля строковими інструментами може призвести й до збільшення ризику. Це відбувається через здатність легко передавати ризику, тобто деякі учасники ринку піддаються більшому ризику.

6. Одне з головних питань - чи повинні країни з перехідною економікою створювати свої власні біржі деривативів, чи використовувати торгівельні майданчики більш відомих бірж світу. Порівняно з розвинутими біржами, переваги такі: покращення визначення ціни і більш висока кореляція між цінами похідних інструментів і цінами базового активу. Хоча у кожній країні ці вигоди повинні порівнюватися з ризиками і вигодами від використання вже створених бірж похідних інструментів, що є більш ліквідними і які передбачають доцільне регулювання.

7. Успіх розвитку бірж деривативів залежить від вибору інструментів, якими будуть торгувати. Ці інструменти повинні мати наступні характеристики: досить високий рівень цінової волатильності, щоб залучити хеджерів та спекулянтів; значна кількість коштів, які потрібно захистити від надмірного ризику; істотна кількість внутрішніх і міжнародних учасників ринку; слабка кореляція між ціною базового активу і ціною строкового контракту на даний актив, який вже торгується на інших біржах. Можливості успіху збільшуються, якщо спочатку створюються деривативи на основі індексів, процентних ставок і валюти. Це обумовлюється однорідністю цих продуктів. Далі відповідне регулювання і юридичне середовище є критично важливими для розвитку бірж похідних інструментів. Зрештою, треба ретельно аналізувати можливість товариств і спільних проектів між новими і вже існуючими біржами.

8. Аналіз розвитку деривативів у країнах з перехідною економікою довів, що насамперед розвиваються похідні фінансові інструменти на такі базові активи як валюта, фондові індекси, процентні ставки й акції. Становлення ринку деривативів на товари гальмує слабкий розвиток цих ринків. В Україні існує кілька проектів розвитку строкового ринку, але вони є розрізненими. Тому спроби торгувати деривативами на валюту, акції, сільськогосподарські товари, нафту, енергоресурси є або декларативними, або такими, що майже не мають ліквідності.

9. Існує ціла низка можливостей використання похідних фінансових інструментів для хеджування ринкових ризиків. Для страхування ризиків можливе використання як просто базових видів деривативів, а саме опціонів, ф'ючерсів, форвардів та свопів, так і спеціально розроблених стратегій хеджування. Переваги стратегій є у тому, що вони дозволяють дуже гнучко реагувати на зміни тих або інших видів ризику і управляти ними за досить незначних витрат.

10. Сучасні теорії ризик-менеджменту пропонують учасникам фінансових ринків використовувати деривативи водночас для стратегій хеджування одних видів ризику та застосовувати спекулятивні характеристики деривативів за іншими операціями для отримання додаткового прибутку.

11. Стимулювання торгівлі деривативами насамперед пов'язано зі стимулюванням ліквідності ринку. Факторами, які сприяють зростанню ринкової ліквідності на похідні фінансові інструменти, є конкурентноздатність структури торгівлі, стандартизація практики розрахунків, мінімізація фіскального впливу, високий рівень інформаційної культури, залучення міжнародних хеджерів та спекулянтів, поступове впровадження різних видів деривативів, починаючи з тих, що користуються найбільшим попитом.

12. Стимулювання розвитку строкової торгівлі також залежить від суб'єктивних психологічних бар'єрів, таких як побоювання складності деривативів для розуміння звичайних людей; очікувань високої ризикованості ринку похідних інструментів, нерозуміння ролі спекулянтів, і так далі.

13. Комплексний підхід до питання розвитку деривативів має на увазі використання досягнень фінансової інженерії. В ролі таких інструментів можуть виступати екзотичні опціони. Ці нестандартні опціони дозволяють досягти того рівня гнучкості, яка неможлива за використання стандартних опціонів та їх стратегій. За їх допомогою стає можливим хеджування одночасно декількох видів ризиків навіть за наявності контрольованих витрат, страхування неринкових видів ризиків або ж навіть створення нових видів екзотичних опціонів, які будуть точно відображати потреби ринку в тих або інших видах хеджування.

14. Розвиток похідних фінансових інструментів також можливий через вбудовування деривативів в інші фінансові інструменти, що стимулює взагалі розвиток валютно-фінансових відносин. У дослідженні було проаналізовано вбудовування опціонів в облігації. Деякі з таких складних інструментів вже знайшли застосування в Україні та інших країнах з перехідною економікою.

15. Існуючі моделі оцінки інвестиційних проектів в Україні можуть бути доповнені методом із застосуванням теорій оцінки опціонів, а саме так званого методу реальних опціонів. Він дозволяє зробити більш коректну оцінку вартості українських компаній або окремих інвестиційних проектів, оскільки він оцінює не тільки стандартні фактори, такі як вартість активів або ж вартість грошових потоків, вартість затрат, але й такі важливі фактори як гнучкість прийняття рішень та невизначеність окремих подій. Причому дозволяє використовувати не дескриптивну модель, а досить акуратну математичну модель Блека-Шоулза-Мертонна. Внаслідок залучення такої моделі, можна оцінити компанії таких стратегічних галузей економіки України як нафтогазова, вугільна, телекомунікаційна, металургійна й так далі. А це може стати ще одним кроком як до залучення інвесторів в економіку країни, так і для поширення використання теорії та практики деривативів в Україні та в інших країнах з перехідною економікою.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

1. Безп'ятов А. Стабілізація коливань цінового фактора на ринку нафти за допомогою ф'ючерсів у країнах з перехідною економікою // Зб. наук. праць. Вип. 30. – К.: ІСЕМВ НАН України, 2001. – С. 173-179.
2. Безп'ятов А. Механізми розвитку ринків цінних паперів і деривативів країн Європи з перехідною економікою на прикладі Угорщини // Зб. наук. праць. Вип. 31. – К.: ІСЕМВ НАН України, 2002. – С. 42-50.
3. Безп'ятов А. Використання методу реальних опціонів для поліпшення якості оцінки українських підприємств // Зб. наук. праць. – Донецьк: Донецький національний університет, 2004. – С. 613-618.

АНОТАЦІЯ

Безп'ятов А. Розвиток похідних фінансових інструментів у країнах з перехідною економікою. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.05.01 - світове господарство і міжнародні економічні відносини. - Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, Київ – 2004.

У дисертації проаналізовано теоретичні і практичні аспекти розвитку світових ринків похідних фінансових інструментів, визначено фактори, що обумовили виникнення і зростання цього ринку в структурі світової економіки. Також були виявлені тенденції, що стимулюють подальшу динаміку зростання строкового ринку і визначатимуть його розвиток у майбутньому.

Для становлення і повноцінного розвитку строкових ринків у країнах з перехідною економікою була розроблена система заходів, що охоплює розвиток біржової і позабіржової торгівлі деривативами; удосконалення структури бірж; впровадження заходів для стимулювання ліквідності торгівлі похідними фінансовими інструментами; створення повноцінної законодавчої бази, що стосується деривативів і їхнього обігу на строковому ринку; розвиток стратегій хеджування, спрямованих на обмеження ринкових ризиків; багатопланове використання деривативів в інших фінансових інструментах за допомогою впровадження розробок фінансової інженерії; застосування теоретичних основ опціонного аналізу для вдосконалення фінансового аналізу і залучення інвестицій в економіку країн з перехідною економікою, зокрема в Україну.

Ключові слова: країни з перехідною економікою, строковий ринок, похідні фінансові інструменти, дериватив, опціон, ф'ючерс, форвард, своп, хеджування, ризик.

АННОТАЦИЯ

Беспятов А. Развитие производных финансовых инструментов в странах с переходной экономикой. – Рукопись.

Диссертация на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.05.01 – мировое хозяйство и международные экономические отношения. - Институт мировой экономики и международных отношений НАН Украины, Киев – 2004.

В диссертации проанализированы теоретические и практические аспекты развития мировых рынков производных финансовых инструментов, определены факторы, которые обусловили возникновение и рост этого рынка в структуре мировой экономики. Также были выявлены тенденции, которые стимулируют дальнейший рост срочного рынка и будут определять его развитие в будущем.

Для становления и полноценного развития срочных рынков в странах с переходной экономикой была разработана система мер, которая полноценно охватывает развитие биржевой и внебиржевой торговли деривативами; совершенствование структуры бирж; внедрение мер по стимулированию ликвидности торговли производными финансовыми инструментами; создание полноценной законодательной базы, касающейся деривативов и их обращения на срочном рынке; развитие стратегий хеджирования, направленных на ограничение рыночных рисков; всестороннее использование деривативов в других финансовых инструментах посредством использования разработок финансовой инженерии; применение теоретических основ опционного анализа для совершенствования финансового анализа и привлечения инвестиций в экономику стран с переходной экономикой, в частности в Украину.

Ключевые слова: страны с переходной экономикой, срочный рынок, производный финансовый инструмент, дериватив, опцион, фьючерс, форвард, своп, хеджирование, риск.

ANNOTATION

Bespyatov A. Development of Derivatives in Transition Economies. – Manuscript.

The thesis for the academic degree of candidate of economic sciences (Ph.D.). The major is 08.05.01 – world economy and international economic relations. – The Institute of World Economy and International Relations of the National Academy of Science, Ukraine, Kyiv, 2004.

The Ph.D. thesis analyzed theoretical and empirical experience of development of world derivative markets. Although derivatives have been used for centuries, they became one of the most important

segments of the world economy only about thirty years ago. The development of derivatives markets is stimulated by an integration of capital markets, high growth of technological progress, high volatility of major markets determinants, such as currency, stocks, interest rates, etc.

The continuing high growth of trading volumes of derivatives requires an in-depth analysis of the trends registered in developed markets. It was found that the structural changes are very important for further development of world markets of derivatives instruments. Among them there are consolidation and merges of exchanges, switching from floor to electronic trading, concentration of trading volume (up to 95% of total) in the largest exchanges that trade derivatives. Besides, an integration process in Europe and implementation of euro was an important incentive in the development of European derivatives markets. Together with a boost of capital markets in Asia and overall globalization processes, regional domination of the US in trading of derivative has become less evident.

The research of the structure of derivatives markets revealed splitting important functions between exchange and OTC trading of derivatives. Derivatives exchanges provide such functions, as transfer of risks among counterparties, liquidity, information about prices of underline assets, etc. Meantime, an OTC trading of derivatives, which is five times over the trading volume on exchanges, has an advantage of flexibility and low level of regulation.

Several important conclusions have been made after an analysis of an experience of development of derivatives in economies in transition. The first one is that derivatives are mostly traded on exchanges. It is explained by higher standardization, regulation and guarantees provided by exchanges as compared with OTC markets. As far as post-communist countries lack a long history of development of capital markets, exchange trading of derivatives helps to avoid potential higher level of risk associated with OTC markets. The second conclusion was made that derivatives on financial assets are implemented the first, as they are more homogeneous, more volatile and are easier to analyze and to hedge, than commodities. Lastly, the countries with economies in transition started to trade derivatives, which are less developed in the world, such as futures on stocks, an exchange trading on swaps, etc.

An available statistics provided two major periods of development: before and after Russian financial crisis in 1998. Now, the highest growth of derivatives is posted by Russia, Hungary, Czech Republic and Poland. Several attempts have been made in Ukraine and Kazakhstan to trade derivatives, but the volumes are very thin because of numerous problems.

The research of different qualities of derivatives helped to develop a number of measures in order to stimulate full integration of derivatives in capital markets of economies in transitions. It includes the development of derivative exchanges through an improvement of a structure of exchanges and a stimulation of liquid trading. Besides, legal problems of the development must be taken into account. Additionally, simple and complex hedging strategies must be installed and implemented using world experience in this area in order to effectively hedge market risks. Another option is to create locally customized derivative instruments to meet the demand to hedge risks, peculiar for a given country or region. In order to merge derivatives with other financial instruments, financial engineering must be used, including embedded options and other derivatives to be used. Finally, the method of real option is a useful practical tool to apply option theory to improve analysis of local companies and to attract investments in economies in transition, particularly in Ukraine.

Key words: transition economies, derivative exchange and OTC market, derivatives, option, futures, forward, swap, hedging, risk.