

К. С. Возіанов,
аспірант кафедри міжнародних фінансів,
ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"

ОСОБЛИВОСТІ ОРГАНІЗАЦІЇ ТА ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ У КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ

У статті досліджено особливості становлення та розвитку ринку деривативів у країнах Центральної та Східної Європи, проведено порівняльний аналіз особливостей організації та функціонування ринків деривативів Угорщини, Польщі та Чехії, а також виокремлено сучасні тенденції розвитку ринків похідних цінних паперів країн ЦСЄ в умовах глобалізації.

It is researched the theoretical grounds of development of derivatives market in Central and Eastern Europe in the article. It is performed the comparative analysis of mechanism of derivatives markets' functioning in Hungary, Poland and the Czech Republic. It is defined the main tendencies of development of derivatives markets in Central and Eastern Europe in global environment.

Ключові слова: ринок деривативів, похідні цінні папери, строкові контракти, ф'ючерси, валютні ф'ючерси, опіони, фондові біржі країн Центральної та Східної Європи, біржовий ринок деривативів, консолідована система біржової торгівлі.

АКТУАЛЬНІСТЬ ТЕМИ

Ринки похідних фінансових інструментів стали важливою частиною світового фінансового ринку в цілому і міжнародних валютно-фінансових відносин зокрема. За участю строкового ринку процес управління ризиками став більш досконалим, що дозволило вивести світові валютно-фінансові відносини на якісно вищий рівень розвитку. Світова торгівля похідними фінансовими інструментами виконує функції інтеграції регіональних ринків капіталу і, відтак, допомагає учасникам світової економіки зменшувати існуючі ризики та зосереджуватися на подальшому розвитку міжнародних торговельних та валютно-фінансових відносин. Це збалансовує міжнародний рух капіталу.

Традиційні інструменти здійснення міжнародних інвестицій, такі як кредити, облігації, акції та прямі іноземні інвестиції, потенційно поширюють валютні, процентні, ринкові, кредитні ризики як для кредиторів, так і для позичальників. Деривативи роблять іноземні інвестиції привабливішими і, таким чином, сприяють міжнародному руху капіталу та створюють більше можливостей для диверсифікації інвестицій [1].

Глобалізаційні процеси, які не тільки кількісно, а і якісно змінюють систему міжнародних економічних відносин, помітно впливають на структуру європейського фондового ринку та його окремих сегментів. Враховуючи інтеграційні та інвестиційні пріоритети розвитку економіки України, дослідження сучасних тенденцій

розвитку ринку деривативів країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ) стають дедалі більш актуальнішими, оскільки строкові контракти посідають перше місце серед різних інструментів управління ризиками на фінансових ринках.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Основи розвитку ринку деривативів в умовах глобалізації розкрито в багатьох працях як зарубіжних, так і вітчизняних вчених: С.Бірюка, О.Буреніна, П.Вілмотта, П.Дуаєна, Є.Жукова, Ю.Козака, Д.Леонова, Р.Мак-Дональда, С.Матросова, Ф.Мишкіна, О.Мозгового, В.Новицького, О.Сніжко, Б.Рубцова, Л.Руденко, Дж. Сороса, О.Сохацької, Ф.Шварца та ін.

Дослідження ринку похідних цінних паперів дає можливість більше зрозуміти механізм функціонування сучасного фінансового сектора. Особливої уваги, на наш погляд, потребують країни ЦСЄ, де розвиток ринку деривативів розпочався у 90-х роках минулого століття. На сьогодні вони є недостатньо вивченими, хоча мають значний потенціал зростання та в недалекому майбутньому можуть конкурувати на рівні із західноєвропейськими та американським ринками. Більше того, умови, в яких починався розвиток ринку деривативів у країнах ЦСЄ, є дещо схожими з умовами вітчизняного ринку та можуть бути корисними з точки зору адаптації позитивного досвіду.

Таблиця 1. Кількість укладених ф'ючерсних контрактів на Будапештській фондовій біржі за 2005—2009 роки, шт.

Найменування ф'ючерсного контракту	Рік				
	2005	2006	2007	2008	2009
Валютні ф'ючерси	7 742 408	10 857 327	9 573 025	8 713 149	7 524 780
Ф'ючерси на індекси	529 563	1 879 064	2 546 372	3 603 367	2 881 483
Ф'ючерси на акції	740 396	919 426	1 056 213	1 163 279	1 204 849
Ф'ючерси на процентну ставку	1390	2 500	1000	0	300

Джерело: Статистичні щорічники Будапештської фондової біржі за 2005—2009 роки.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою дослідження є вивчення фундаційних факторів становлення та розвитку ринку деривативів у країнах Центральної та Східної Європи, компаративний аналіз особливостей організації та функціонування даних ринків, а також виокремлення сучасних тенденцій розвитку ринків похідних цінних паперів країн ЦСЄ в умовах глобалізації.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Після повернення до ринкової економіки країни ЦСЄ (Польща, Румунія, Словаччина, Чехія) одразу почали впроваджувати структурні реформи, а тому досягли значного прогресу. Дана група країн характеризуються швидким подоланням економічного спаду 1992—1994 рр. та поступовим економічним зростанням стабільними темпами.

Спочатку ринки країн характеризуються переважанням на всіх біржах торгів валютними контрактами на долар США, що були надзвичайно популярними в період високої інфляції та різкої динаміки валютного курсу. Після введення валютного коридору багатьма країнами ЦСЄ волатильність контрактів на долар США значно знизилась, що за існуючих на той час розмірів ставок не могло давати операторам значних прибутків. Ринок деривативів втратив спекулятивну складову.

Саме у той час поширеним явищем було введення в обіг контрактів, базовим активом яких виступали державні короткострокові безкупонні облигації. Перші торги було організовано наприкінці 1980-х років, а масовий інтерес учасників до цього ринку проявився в середині 1990-х років.

Наступним етапом розвитку ринку деривативів у країнах ЦСЄ стало зростання обсягів торгів ф'ючерсами на акції приватизованих підприємств. На зміну розрахунковим контрактам на короткострокові облигації прийшли ф'ючерсні контракти на корпоративні цінні папери. Пізніше ринок країн ЦСЄ зробив спроби введення контрактів на індекси ринку, адже на біржових ринках розвинених країн Заходу переважну частину обороту строкових майданчиків складають саме розрахункові контракти з абстрактною базою (в основному на різноманітні фондові індекси).

Одним з фундаційних факторів створення ринку деривативів у зазначених країнах була державна політика. Політика урядів країн Центрально-Східної Європи після появи ринків похідних фінансових інструментів була продуманою та послідовною, здійснювалась у декілька етапів, у рамках яких відбувалося вирішення конкретних, чітко окреслених цілей в межах загальної стра-

теїї сприяння розвитку ринку та в контексті загальної реформи фінансового сектору. Особливістю ринків деривативів країн Центрально-Східної Європи є те, що вони розвивались під постійним наглядом та контролем держави, яка використовувала досвід інших країн, а не спорадично і інстинктивно.

Найважливішими кроками державної політики у цій сфері були:

- продаж частини акцій підприємств, що приватизуються, на організованому фондовому ринку;
- активна політика щодо управління внутрішнім боргом, що зумовлювало наявність на внутрішньому організованому ринку надійних, високоліквідних цінних паперів — казначейських облигацій;
- розробка правил торгівлі на біржах, їх функціонування, забезпечення їх надійності та прозорості.

Після рішення про повернення країн Центрально-Східної Європи до ринкової економіки наприкінці 1980-х національні уряди цих країн почали економічні зміни, серед яких були також відновлення діяльності фондових ринків. Після досягнення деякого етапу в розвитку інструменти, що обертаються на ринку, поповнились деривативами. Найраніше це сталося в Угорщині (1995 р.), за нею по слідували Польща (1998 р.) та Чеська Республіка (2001 р.) [6].

Серед країн ЦСЄ Угорщина першою розпочала процес ринкових перетворень, що відобразилось, зокрема, і на темпах створення фондового ринку. Саме тому фондовий ринок Угорщини вважається найстарішим з усіх ринків цінних паперів країн ЦСЄ.

Закон про компанії було прийнято у 1988 р., а Акт про цінні папери — у 1990 р. Створення Державної інспекції з цінних паперів в Угорщині, склад якої призначався урядом, а діяльність контролювалася Міністерством фінансів, також припало на 1990 р. На Інспекцію були покладені всі функції з регулювання відкритої емісії цінних паперів, ліцензування професійних учасників ринку, контролю і регулювання емітентів і професійних учасників.

У 1997 р. сталися значні зміни в регулюванні ринку капіталів в Угорщині. Законодавче регулювання фондового ринку, яке застосовувалося протягом попередніх років, було значною мірою переглянуто відповідно до нових економічних умов. Новий Акт про цінні папери, що набув чинності 1 січня 1997 р., порівняно з попереднім більш чітко визначає правила емісії, функціонування інститутів ринку капіталів, а також передбачав суворіший контроль на ринку.

У 1990 р. в Угорщині, після 42-річної перерви, почала роботу Будапештська фондова біржа, яка зараз є однією з найбільших у регіоні Центральної та Східної Європи. З 1989 по 2005 р. торгівля також проводилась на Будапештській товарній біржі (Budapest Commodity Exchange), але в кінці 2005 р. біржа була інтегрована в існуючу Будапештську фондову біржу (Budapest Stock Exchange), де на сьогодні котируються товарні ф'ючерси та опціони.

Торгівля ф'ючерсними контрактами (базові активи:

індекс ВУХ, тримісячні казначейські векселі, долар США та німецька марка) на БФБ розпочалась у березні 1995 р. У лютому 2000 р. строкова секція поповнилась опціонними контрактами. У вересні 1999 р. ф'ючерсний ринок повністю перейшов на електронну торгівлю [3].

Будапештська фондова біржа на сьогодні представлена значною для регіону кількістю валютних деривативів. Потреба у валютних ф'ючерсах досить висока і в 2003 р. вони були одними з найпопулярніших деривативів на Будапештській фондовій біржі. У 2009 р. було укладено більш ніж 7524780 ф'ючерсних контрактів на валюту (табл. 1). Найбільш ліквідні контракти припадають на два крос-курси: EUR/USD та GBP/USD.

Будапештська фондова біржа — одна з найбільших у світі за обсягами торгівлі валютними ф'ючерсам, хоча їй ще дуже далеко до показників таких бірж, як Chicago Mercantile Exchange та Bolsa de Mercadorias y Futuros. Проте на БФБ доступні не тільки валютні ф'ючерси, але й валютні опціони (європейського типу).

Нормативну основу ринку цінних паперів Польщі було закладено в Законі про торгівлю цінними паперами та довірчі товариства, що був прийнятий Парламентом 22 березня 1991 р. Цим Законом було створено та засновано орган регулювання — Комісію з цінних паперів та бірж¹.

21 серпня 1997 р. було прийнято новий Закон про торгівлю цінними паперами, що замінив вказаний вище нормативний документ. Метою його прийняття було приведення польського законодавства у відповідність нормам ЄС у галузі ринку цінних паперів, зокрема було посилене положення, що направлені на захист прав інвесторів, стала жорсткішою відповідальність за використання заборонених практик торгівлі.

У квітні 1991 р. Міністерство фінансів заснувало Варшавську фондову біржу (Warsaw Stock Exchange — WSE)². На першій сесії (1991 р.) торгувались акції 5 емітентів. Вже наприкінці 1995 р. на біржі котирувалось більше, ніж 65 акцій, облігації та деривативи. Одразу після свого заснування Варшавська фондова біржа (ВФБ) почала стрімко розвиватися і стала лідером серед фондових бірж Центральної та Східної Європи.

Вона займає:

- перше місце за кількістю компаній у лістингу;
- перше місце за кількістю нових компаній, які входять на майданчик;
- перше місце за обігом похідних інструментів;
- друге місце за капіталізацією національних компаній.

Ринок похідних цінних паперів (ринок строкових угод), започаткований у січні 1998 р., пережив неймовірний розвиток трохи більше ніж за 10 років свого існування (рис. 1).

Знайомство ринку з деривативами почалось із введення ф'ючерсів на індекс WIG20 — індекс який включає 20 найбільших та найліквідніших компаній (так звані голубі фішки), які пройшли процедуру лістингу на фондовій біржі. За роки свого існування ринок збагатився ще трьома видами ф'ючерсів з різними базо-

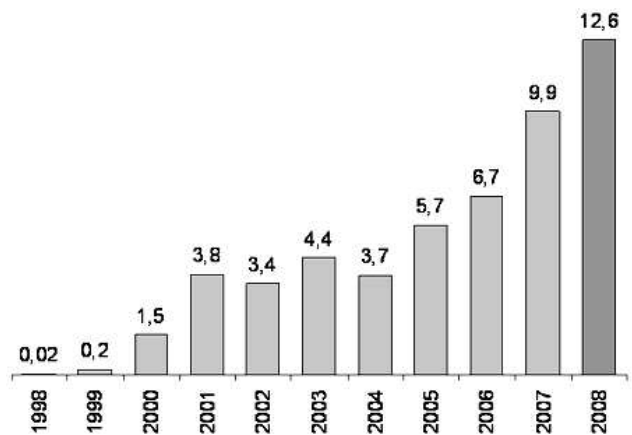


Рис. 1. Кількість деривативів на Варшавській фондовій біржі за період з 1998 по 2008 рр., млн штук

Джерело: Офіційний сайт Варшавської фондової біржі (www.wse.com.pl).

вими активами: валютні ф'ючерси, ф'ючерси на акції та ф'ючерси на облігації.

У листопаді 2001 р. було запроваджено новий продукт — MiniWIG20 — індексні паї (Index Participation Units, IPUs). Індексний пай являє собою цінний папір, що дорівнює вартості паперів, які входять в індекс WIG20. Один пай дорівнює 1/10 вартості даного портфеля.

Першими опціонами, розміщеними на Варшавській фондовій біржі у вересні 2003 р., були європейські опціони. Їх базовим активом був індекс WIG20. У жовтні 2006 р. фондова біржа почала проводити блокову торгівлю усіма ф'ючерсами та опціонами.

На даний час на біржі нараховується більше, ніж декілька десятків випусків деривативів. Ф'ючерси на індекс WIG20 — це сегмент ринку похідних цінних паперів, що найдинамічніше розвивається на Варшавській фондовій біржі.

Загальні позитивні тенденції розвитку польського ринку похідних цінних паперів є визначним результатом, який свідчить про відповідний рівень розвитку економіки країни, фондового ринку, а також талановиту та прагматичну законодавчу політику польського уряду, яка зробила можливим появу та зростання цього важливого сегмента ринку капіталів.

На початку 1990-х років, поряд з іншими ринками країн СНД, свого розвитку набув і фондовий ринок Чехії. Торгівля цінними паперами здійснювалась на двох організованих ринках — Празькій фондовій біржі (ПФБ) та чеській системі електронної торгівлі "Система РМ". Нормативна основа діяльності ПФБ — Закон про фондову біржу (1992 р.). На першій торговельній сесії, що пройшла на ПФБ 6 квітня 1993 р., торги проводились по 7 цінним паперам. Наприкінці 1995 р. угоди укладались вже із 2000 акцій.

З 1994 р. торгові сесії на ПФБ проводились 5 разів на тиждень. Обороти біржі за 1994 р. склав майже 1,7 млрд дол. Зараз Празька фондова біржа є основним

¹ Офіційний сайт — www.kpwwig.gov.pl.

² Перша біржа у Варшаві була відкрита 12 травня 1817 р. У зв'язку зі зміною соціально-політичного устрою держави після війни біржу як інститут ринкової економіки було закрито.

Таблиця 2. Ф'ючерси на індекс

Рік	Кількість серій на 31.12	Кількість укладених контрактів	Обсяг торгів (CZKm)
2007	2	8379	1487,21
2008	2	3841	507,90
2009	2	1841	171,67

Джерело: Prague Stock Exchange.

організатором ринку цінних паперів у Чехії. В 2007 р. на ПФБ торгувалися акції компаній на суму 40,5 млрд євро. У 2005 р. ПФБ була другою за величиною біржею в країнах Центральної та Східної Європи. Чеське законодавство на той час було досить прозорим та розвиненим, на ринку використовувались новітні комп'ютерні технології [7].

У 2006 р. на Празькій фондовій біржі розпочалась торгівля деривативами, хоча плани ввести похідні цінні папери на цій біржі були ще у 90-х роках минулого століття. 30 вересня 1999 р. позачерговими Загальними зборами біржі були навіть прийняті правила щодо обігу ф'ючерсів та опціонів — "Стандартизація опціонних та ф'ючерсних контрактів", "Правила торгівлі щодо опціонних та ф'ючерсних контрактів" та "Розрахункові правила, які відносяться до опціонних та ф'ючерсних контрактів". Клірингова система деривативів була розроблена у тому ж році [7].

Нарешті, у 2001 р. Чеська комісія з цінних паперів дала офіційний дозвіл на заснування сегмента деривативів на Празькій фондовій біржі. Але навіть після офіційного дозволу торгівля деривативами на організованому ринку не розпочалась. Однією з причин були обман та зловживання, які якраз у той час почались на позабіржовому ринку деривативів у Чехії.

Станом на 2003 р. ринок похідних цінних паперів Чехії був представлений виключно позабіржовою торгівлею (форварди, свопи та опціони) між банками, причому в кінці 1990-х років він пережив період активного зростання. Більшість угод припадало на валютні та процентні інструменти. До кінця 2003 р. всі юридичні бар'єри для створення біржового ринку деривативів було усунуто і розпочалась робота із запуску строкового сегмента біржового ринку [3].

У 2006 р. на ПФБ нарешті було розпочато торгівлю похідними цінними паперами, а першими деривативом був ф'ючерс на індекс празької біржі PX, до складу якого входять акції компаній з найбільшою капіталізацією на біржі. У перші місяці після запуску деривативів попит на них був дуже малим — у період з жовтня до грудня 2006 р. було продано лише 208 контрактів. У грудні 2006 р. були також запуснені варанти ECM Real Esteta Investments A.G., а 27 січня 2007 р. були запуснені ф'ю-

Таблиця 3. Ф'ючерси на акції

Рік	Кількість серій на 31.12	Кількість укладених контрактів	Обсяг торгів (CZKm)
2007	4	3149	392,65
2008	4	1740	180,97
2009	4	491	29,89

Джерело: Prague Stock Exchange.

черси на акції CEZ Ersted Bank. Введення деривативів на ПФБ відкрило доступ до них індивідуальним інвесторам [7].

На нашу думку, незважаючи на тенденцію до зниження попиту на біржові деривативи (табл. 2 і табл. 3), ці показники у Чехії все ж таки будуть поступово зростати, хоч, ймовірно, не досягнуть надто високого рівня.

Щорічне стрімке зменшення як кількості строкових контрактів, так і їх вартості більш ніж в два рази на організованому ринку деривативів у Чехії можна пояснити тим, що запуск ринку деривативів припав на початок світової фінансової кризи — не найкращий час для розвитку нового напрямку розвитку ринку деривативів.

Найбільший попит на позабіржовому ринку деривативів існує на валютні форварди та валютні свопи. Вони використовуються банками для перепродажу іншим банкам або своїм клієнтам, а також для хеджування валютних ризиків по відкритих позиціях. Все більше і більше клієнтів потребують інструментів для хеджування власних ризиків, особливо ризиків міжнародної торгівлі та короткострокових позик. У торгівлі деривативами частіш за все беруть участь великі іноземні або національні банки.

Законодавство, яке створювалось із врахуванням найкращого світового досвіду, було одним із важливих внутрішніх факторів становлення та розвитку ринку деривативів країн ЦСЄ. Торгівля фінансовими деривативами стала можливою завдяки існуванню доволі розвиненого ринку цінних паперів, який досяг великих успіхів за дуже короткий час існування, коли був здійснений перехід від планової до вільної економіки.

Ще одним фактором слугувало посилення глобалізаційних тенденцій, що призвело до приходу на нещодавно сформований ринок країн ЦСЄ закордонних інвесторів, а також швидке ознайомлення та запровадження на ринку новітніх фінансових інструментів, які вже успішно використовувала більшість розвинених ринків.

Якщо говорити про сучасні тенденції розвитку ринку деривативів в країнах ЦСЄ, то за десятиріччя свого функціонування біржовий ринок деривативів набув чітких обрисів. Визначилась група бірж, що займається організацією торгів похідними цінними паперами і здатна забезпечити прийнятну надійність і ліквідність. Зростає кількість учасників ринку та обсяги торгів.

Ринок похідних фінансових інструментів у країнах ЦСЄ розвивається в умовах здорової конкуренції, і хоча до показників більш розвинених ринків йому далеко, це дозволяє суттєво розширити коло учасників ф'ючерсного сегмента ринку похідних фінансових інструментів. Незважаючи на те, що опціонні контракти були введені в обіг практично одночасно з ф'ючерсами, даний

сегмент ринку поки що не всюди отримав належного розвитку.

У країнах Центральної та Східної Європи популярною є біржова торгівля деривативами. Біржовий ринок, на відміну від позабіржового, забезпечує більшу стандартизованість торгівлі, більш високу злагодженість розрахункових механізмів, що знижують ступінь фінансових ризиків, та розвинену міжбіржову систему електронного зв'язку.

Разом із розвиненими ринками світу, у регіоні спостерігається тенденція до переходу бірж на використання сучасних телекомунікаційних технологій. Потроху ринок відмовляється від старої технології ведення торгів у біржовій ямі, здійснюючи перехід на електронні торги. Даний підхід дає можливість інвесторам продавати та купувати цінні папери напряму, не користуючись послугами брокерів, та мати доступ до торгів із будь-якої точки світу.

Ще один тренд, який охопив регіон на початку XXI сторіччя, — це хвиля злиттів та поглинань на фондових біржах країн ЦСЄ, зростання зацікавленості регіоном з боку західноєвропейських бірж, належність контрольного пакета акцій декількох бірж регіону одній холдинговій компанії. Так, Віденська біржа розпочала експансію на ринок ЦСЄ ще 2004 р. Разом з австрійським банківським консорціумом було придбано акції Будапештської фондової біржі, а відтак, була закладена основа співтовариства CEE Stock Exchange. У червні 2008 р. Wiener Borse AG (компанія, що володіє Віденською фондовою біржею) придбала акції Ljubljana Stock Exchange, а вже у листопаді відбулась купівля акцій Prague Stock Exchange.

Таким чином, у 2008 р. було остаточно сформовано існуючий на сьогоднішній день міцний альянс фондових бірж Центрально-Східної Європи, до якого входять: Віденська (100% акцій), Будапештська (50,45% акцій), Люблянська (81,01% акцій) та Празька (92,74% акцій) фондові біржі. З вересня 2009 р. розпочалось офіційне життя бренду "CEE Stock Exchange Group" (CEESEG).

Така політика посилює позиції усіх чотирьох бірж, виводить їх на інший рівень розвитку, а в майбутньому допоможе зайняти прийнятну міжнародну нішу, збільшити ліквідність та обсяги торгів. Така позиція CEE Stock Exchange Group може зробити її основним майданчиком для здійснення IPO компаніями, які не мають змоги робити це на більш престижних та дорогих майданчиках Західної Європи, таких як, наприклад, Лондонська фондова біржа (London Stock Exchange, LSE), через складність процедури лістингу та/або великі затрати, пов'язані з розміщенням [4].

Усі вищезгадані зміни показують, що ринки країн ЦСЄ пройшли перший етап — етап становлення, коли основним завданням було вижити, встановити традиції, прийняти дієве законодавство та змусити ринок працювати після стількох років бездіяльності.

ВИСНОВКИ

Регіон ЦСЄ небезпідставно вважається одним з тих, що розвивається досить швидко. Ринок деривативів у цих країнах почав жваво розвиватися завдяки декіль-

ком факторам, що рівною мірою сприяли його популяризації у зовсім недалекому минулому. Серед цих факторів варто виділити: концентрацію уваги на ризик-менеджменті; зростання серед кола дрібних та інституційних інвесторів ступеня інформованості про похідні цінні папери та всі можливі переваги, пов'язані з їх використанням; ґрунтовну та ефективну законодавчу базу [5].

Характерними рисами ринку деривативів у країнах Центральної та Східної Європи є те, що:

- за обсягом торгівлі валютні й відсоткові деривативи абсолютно домінують над товарними деривативами і деривативами на акції;

- близько половини строкових контрактів укладаються в доларах США або євро.

Не дивлячись на стабільні темпи розвитку, зацікавленість інвесторів та учасників ринку, перспектива відкриття спеціалізованої біржі з торгівлі деривативами у найближчому майбутньому є маловірогідною та недоцільною, навіть для таких досить ліквідних ринків, як у Польщі та Угорщині.

Ринки країн Центральної та Східної Європи функціонують на основі консолідованої системи біржової торгівлі. В регіоні функціонує централізована депозитарна система із центральним депозитарно-кліринговим центром. Організації ринків країн ЦСЄ притаманні:

- висока концентрація обсягів торгівлі;
- активна участь держави (як учасника ринку, так і регулятора), спрямована на підвищення ліквідності ринку;

- свідома підтримка попиту на ресурси фондового ринку через врегулювання діяльності інституційних інвесторів і створення умов для участі домогосподарств на ринку;

- забезпечення відповідної законодавчої бази функціонування ринку, що гарантує захист прав учасників.

Література:

1. Кононов О. Деривативи для кредитних ризиків // Фінансовий ринок України. — 2008. — № 3. — С. 3—4.
2. Офіційний сайт Варшавської фондової біржі (www.wse.com.pl).
3. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: учебное пособие для вузов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 926 с.
4. CEE Stock Exchange Group, офіційний сайт. — www.ceeseg.com.
5. International Finance Market Data: Assessments and Expectations, ZEW Economic Sentiment Indicator for Central and Eastern Europe. — April 2010. — Volume 4. — P. 1.
6. Michael Schroder — The Prospects of Capital Markets in Central and Eastern Europe; Centre for European Economic Research (ZEW) Mannheim, Germany; Dubrovnik, 27 June 2003.
7. Prague Stock Exchange, Fact Book 2007—2009 (<ftp://pse.cz/Statist.dta/Year/fb2007.pdf>; <ftp://pse.cz/Statist.dta/Year/fb2008.pdf>; <ftp://pse.cz/Statist.dta/Year/fb2009.pdf>).

Стаття надійшла до редакції 01.12.2010 р.