

УДК 338.4

Г. Й. Лучко,

здобувач кафедри менеджменту і міжнародного підприємництва,
Національний університет «Львівська політехніка»

СТРАТЕГІЇ ЗАСТОСУВАННЯ ДЕРИВАТИВІВ КОМПАНІЯМИ З УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

У статті розкрито сутність стратегій застосування деривативів для розвитку інвестиційної діяльності компанії з управління активами як різновиду фінансових стратегій, уточнено їх класифікацію шляхом виділення простих і комбінованих стратегій, встановлено особливості їх використання різними суб'єктами фінансового ринку.

Ключові слова: стратегія, інвестиційна діяльність, деривативи.

The essence of strategies of application of derivatives for activation of investment activity of an asset management company as a variety of financial strategies is exposed, the classification of strategies by the selection of simple and combined strategies is specified, the features of their use by the different subjects of financial market are set in the article.

Key words: strategy, investment activity, derivatives.

Вступ. На світових фондових, валютних та товарних ринках найбільш використовуваним способом страхування від ризиків у інвестиційній діяльності є застосування похідних цінних паперів (деривативів). В Україні через недосконалість законодавства та брак досвіду у застосуванні деривативів вказаний метод захисту інвесторів від ризиків використовується рідко і далеко не завжди ефективно. У науковій літературі значну увагу приділено методам оцінювання операцій із деривативами, формуванню на їх основі інвестиційних портфелів, функціям похідних цінних паперів тощо. Незважаючи на велику кількість наукових праць і значні досягнення в теорії та практиці розвитку інвестиційної діяльності фінансових організацій, є частина питань, які залишаються постійним об'єктом дискусій. До них, зокрема, слід віднести сутність і види стратегій розвитку інвестиційної діяльності.

Постановка задачі. Метою статті є розкриття сутності стратегій застосування деривативів для розвитку інвестиційної діяльності компаній з управління активами, уточнення їхньої класифікації та встановлення особливостей їхнього використання.

Результати. Застосування деривативів як методу розвитку інвестиційної діяльності компаній з управління активами (ІДКУА) вимагає від фінансових менеджерів компанії вибору конкретної стратегії дій. Поняття «стратегія» у науковій літературі трактують по-різному, проте здебільшого її розглядають як: всебічний комплексний план, призначений для забезпечення поведінки фірми і досягнення нею цілей [1]; визначення основних довготривалих цілей разом з відповідним планом дій та розподілом ресурсів для досягнення цих цілей [2]; комплексний план, сформований для здійснення місії організації та досягнення її цілей [3]; набір правил для прийняття рішень, якими організація керується у своїй діяльності [4]; генеральну комплексну програму дій, яка визначає пріоритетні для підприємства проблеми, його місію, головні цілі та розподіл ресурсів для їх досягнення [5]; комплекс програм, реалізуючи який компанія розраховує на значне покращання своїх позицій на ринках [6]; розроблення перспективних заходів або підходів [7]; інструмент менеджерів для виконання певних завдань, як стратегічних, так і фінансових. Вона складається із дій і підходів управлінського персоналу до досягнення встановлених показників діяльності [8] тощо.

Теоретики стратегічного менеджменту, зокрема З.Шершньова, В.Немцов, Л.Довгань, А.Томпсон, А.Дж.Стрикленд, Х.Мінтсберг, В.Герасимчук, М.Портер, Г.Кіндрацька, В.Белошапка, В.Щелкунов, І.Шестова та інші [3; 6-8; 10-14] на мікрорівні виділяють: загальну стратегію (стратегія багатогалузевої організації. Її ще називають корпоративною або портфельною, тому що вона визначає рівень і характер інвестицій організації, обсяги вкладення капіталу, тобто формує певний склад і структуру інвестиційного портфеля організації [7]) організації; бізнес-стратегію (стратегія незалежної вузькоспеціалізованої організації або самостійного господарського підрозділу в межах диверсифікованої організації. У випадку, коли організація спеціалізується на одному виді діяльності, бізнес-стратегія формується як частина загальної. Якщо ж організація має декілька самостійних підрозділів, то для кожного з них розробляється конкретна бізнес-стратегія [8; 10]); операційні стратегії (ці стратегії є подальшою конкретизацією стратегічних альтернатив і підходів до керівництва основними оперативними одиницями при виконанні щоденних оперативних завдань [7]); функціональні стратегії (розробляються для кожного функціонального підрозділу організації. Призначення функціональних стратегій – забезпечити виконання завдань, сформульованих на корпоративному та бізнес рівнях, з максимальною ефективністю. Їхньою головною відмінністю від корпоративних і бізнес-стратегій є внутрішня спрямованість [6-8; 10-12]); інтеграційну стратегію (відповідно до цієї стратегії завдання підприємства полягає в здійсненні ефективного впливу на всіх пов'язаних з ним соціально-економічних агентів відповідно до власних інтересів. Для цього, приймаючи відповідні рішення, потрібно врахувати таке: наявність початкових даних, що характеризують стан проблеми; наявність альтернатив, серед яких потрібно вибрати одну чи декілька; критерії порівняння альтернатив; характерні риси особливостей, що приймають рішення; наявність ресурсів для прийняття рішення [6-8]) та низку інших стратегій.

Стратегії застосування деривативів для розвитку ІДКУА належать до групи функціональних стратегій, а саме до фінансових стратегій. Проведені

дослідження дозволили виділити прості і комбіновані стратегії використання деривативів для розвитку ІДКУА. До простих стратегій належать: стратегія страхування ризику; спекулятивна стратегія; стратегія раціонального формування активів та інформаційна стратегія (рис. 1).

Стратегії страхування від реалізації ризику надають перевагу ті суб'єкти фінансового ринку, які не схильні ризикувати вартістю або дохідністю активів, що лежать в основі деривативу. Сутність цієї стратегії полягає у тому, що деривативи застосовуються у якості методу страхування валютних (імовірність валютних втрат через зміну курсу чужоземної валюти щодо національної в період між укладанням угоди і фактичними розрахунками за нею при здійсненні зовнішньоторговельних, кредитних і валютних операцій [15, с. 390]), товарних (товарний або комерційний ризик – це імовірність зниження чи втрати доходів у зв'язку з прийняттям рішень в умовах непевної ситуації на ринку або в разі неточної інформації щодо кон'юнктури ринку [15, с. 391]) чи фондових (фондовий ризик або ризик ринку цінних паперів – це ризик зміни курсу цінних паперів за час від їх придбання чи продажу до їхньої дійсної поставки, який неможливо знизити шляхом диверсифікації [15, с. 392-393]) ризиків.

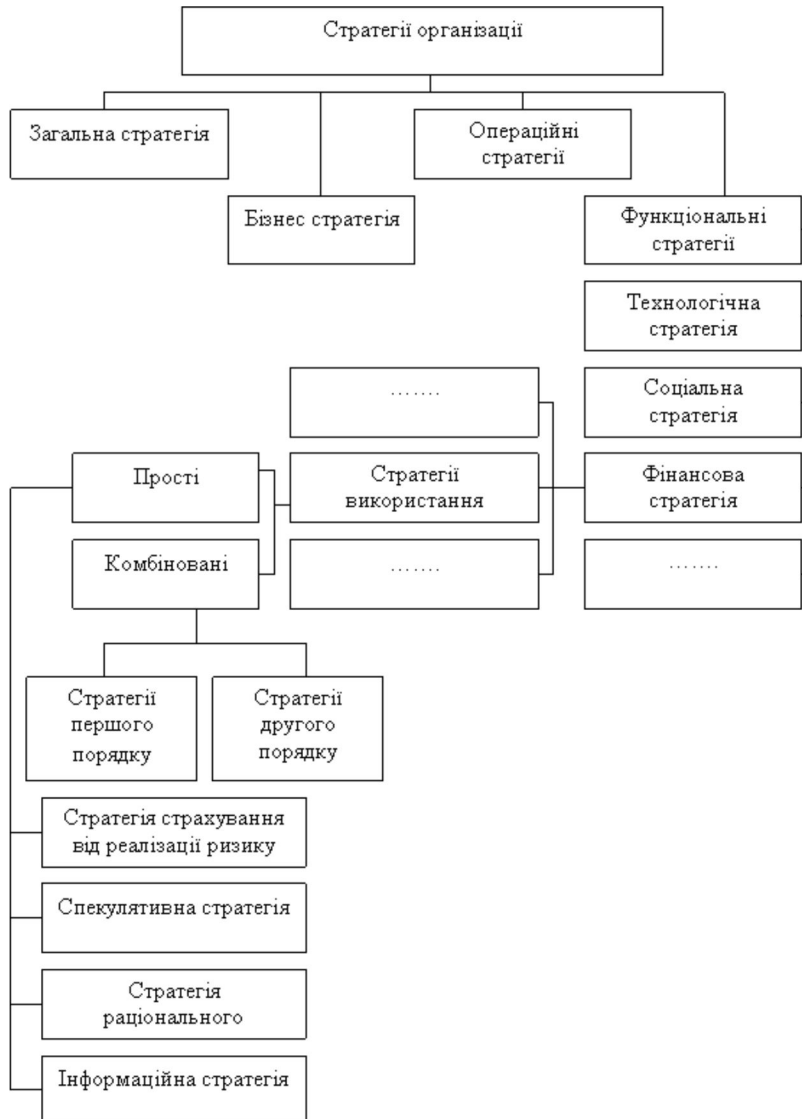


Рис. 1. Фрагмент класифікації стратегій організації.

Л. Дж. Гітман і М.Д.Джонк трактують стратегію страхування від реалізації ризику (хеджування) як об'єднання двох або більше цінних паперів в одну інвестиційну позицію. Така стратегія може, наприклад, включати придбання акцій і одночасно опціону на продаж тих самих акцій, або вона може передбачати купівлю акцій і наступну реалізацію опціону на купівлю акцій. Хеджування на засадах застосування опціонів, як стверджують вказані автори, є необхідним, якщо інвестор отримав прибуток від володіння простими акціями і має намір застрахувати отриманий дохід від приросту їх вартості чи отриманих дивідендів. Якщо інвестор володіє акціями, курс яких виріс, купівля опціону на продаж активів дозволяє захистити акції від зниження їх курсу. Своєю чергою, придбання опціону на купівлю активів, навпаки, дозволяє застрахувати інвестору спекулятивну операцію з продажу акцій «без покриття» опціону, випущені на цінні папери, які не є власністю андеррайтера опціону) [16, с. 560-561; 114].

Стратегію страхування від реалізації ризику часто використовують при здійсненні валютних операцій. Для страхування від реалізації валютних ризиків поширеним є застосування опціонів американського типу. Ці опціони, на відміну від опціонів європейського типу, дозволяють закрити валютну позицію у будь-який зручний для інвестора час до дати, що зазначена в опціонному контракті. Ця умова сприяє тому, що кошти у придбання опціонів американського типу, у більшості випадків, вкладають компанії, які очікують на виторг від реалізованої на експорт продукції. Тобто експортери зазнаючи ризику зниження курсів валют, якими розраховуватимуться імпортери, купують опціони на продаж цих валют за курсом, який був зафіксований на момент підписання зовнішньоекономічного контракту. Ризик посилюється від того, що експортери, не знають точних дат, коли на їх банківські рахунки будуть зараховані кошти від реалізації готової продукції. З огляду на це, придбання ними опціонів американського типу сприяє тому, що валютні позиції закриваються у будь-який день до дати, вказаних у опціонах. Щодо імпортерів, то

використання ними опціонів американського типу на купівлю валюти пов'язане з тим, що у зовнішньоекономічних контрактах часто зазначається, що остаточна оплата за отриману продукцію повинна бути здійсненою в день надходження продукції на склад імпортера або на наступний день після цього. При цьому гарантії того, що продукція надійде на склад імпортера в день, визначений контрактом, немає. Тобто, у імпортера є імовірність виникнення ситуації, за якої вартість валюти-розрахунку на день її придбання може бути вищою ніж зазвичай. З огляду на це, для імпортера, як і для експортера, актуальним є придбати опціон американського типу для того, щоб вигідно закрити відкриту валютну позицію у національній валюті у будь-який день до дати, вказаної у контракті.

Популярність використання опціонів для застосування стратегії страхування від реалізації ризиків, зокрема валютних, пов'язана з тим, що в разі зміни курсів валют у напрямку, вигідному для інвесторів, опціонні контракти можуть залишатись нереалізованими ними. При цьому інвестори втрачають лише комісійні, які були сплачені ними андеррайтерам на момент підписання опціонних контрактів.

Щодо інших деривативів, а саме: форвардів, ф'ючерсів, а також реалізованих на їх основі арбітражних операцій, то вони застосовуються переважно при реалізації спекулятивної стратегії. Її, як правило, застосовують інвестори, схильні до ризику. Спекулятивна стратегія націлена на отримання інвестором спекулятивного прибутку за допомогою застосування деривативів. Застосування цієї стратегії активізувалось після глобалізації фінансового ринку.

Як відомо, основними учасниками міжнародних фінансових ринків є банківські установи. Найбільш часто використовуваним ними деривативом для реалізації спекулятивної стратегії є форвардні контракти. Перевагою їх застосування у порівнянні з іншими деривативами є те, що вони застосовуються як на біржовому, так і на позабіржовому ринках, а також те, що вони не регламентовані за формою і термінами виконання.

Окремі дослідники стверджують, що одним із найзручніших інструментів реалізації спекулятивної стратегії є застосування опціонів [16, с. 558-559]. Це пов'язано з тим, що опціони є зобов'язаннями лише для емітентів. Своєю чергою, для інвесторів вони є правом. Тому неправильне прогнозування зміни цін на активи, які лежать в основі опціону, може привести лише до втрати інвестором премії, сплаченої емітенту. Страхування позиції інвестора і одночасно отримання ним прибутку від реалізації інвестицій часто здійснюють шляхом об'єднання двох або більше опціонів з різними курсами (спред вертикальний) або датами (спред горизонтальний) виконання. Таким чином, опціони у порівнянні з іншими видами деривативів дозволяють найбільшою мірою поєднати стратегії страхування від реалізації ризиків і спекулятивну стратегію в одній інвестиційній операції.

Однією зі стратегій розвитку ІДКУА на засадах використання деривативів є стратегія раціонального формування активів підприємства. У даному випадку під раціональністю мається на увазі використання інвестором можливості придбати активи за допомогою деривативів за цінами нижчими, ніж зазвичай. Ця стратегія націлена на використання резервів підвищення прибутковості активів, а також на забезпечення вищого рівня їх диверсифікації. Цю стратегію здебільшого реалізують, використовуючи варанти. Торгівля варантами здійснюється на таких ринках, як: AMEX, NASDAQ, NYSE тощо. Цей вид деривативів було створено для підвищення інвестиційної привабливості облігацій, проте сьогодні його найчастіше використовують для придбання простих акцій. Поширеним є механізм, який передбачає випуск облігацій з варантами, які дозволяють їх держателю придбати певну кількість акцій за обумовленим курсом у будь-який час у межах встановленого періоду. На засадах використання варантів виникає так званий «ефект важеля» - це концепція, у відповідності до якої позичковий капітал використовується, для зменшення розміру власного капіталу, необхідного для реалізації інвестицій, з метою збільшення таким чином їх доходності. Отримання очікуваного результату від реалізації стратегії раціонального формування активів підприємства шляхом застосування варантів вимагає від фінансового менеджера підприємства проводити ретельний моніторинг поточної вартості варанту і його співвідношення із курсом його виконання та премією. Саме від цих параметрів залежить ефективність реалізації даної стратегії. Оскільки варанти дешевші за прості акції, то вони зазнають суттєво більшого, ніж акції коливання курсів і здатні приносити вищі норми доходності інвестицій, ніж при прямому вкладенні у прості акції. З огляду на це, інвестори використовують варанти як альтернативу простим акціям [16, с. 534-535].

Вибір стратегії раціонального формування активів можливий у тому випадку, коли підприємство-інвестор має доступ до фінансових ринків, які здійснюють торгівлю варантами, а також за умов наявності у фінансових менеджерів підприємства досвіду використання варантів у минулому. Фахівці стверджують, що ознаками наявності необхідних у фінансового менеджера знань є володіння ним методиками ідентифікування курсових динамік при утворенні премій на варант, а також визначення моменту, в який найдоцільніше скористатись варантом або продати його.

Однією з успішно реалізованих стратегій розвитку ІДКУА на засадах застосування деривативів є інформаційна стратегія. Її сутність полягає у тому, що інформація про виникнення певних явищ на фінансових ринках та зміну очікуваних тенденцій використовується у якості методу стимулювання виникнення цих явищ і тенденцій. У теорії фінансового менеджменту ця стратегія обґрунтовується концепцією рефлексивності фінансових ринків. Автором цієї концепції є Дж. Сорос. Він стверджує, що котирування фондового ринку не є пасивним відображенням вартості акцій, які лежать в їх основі. За його твердженням, немає також лінійного зв'язку між котируванням акцій і вартістю активів компаній-емітентів. У відповідності до теорії рефлексивності ринкові котирування завжди спотворені. Котирування акцій є активними інгредієнтами процесу ціноутворення акцій і визначення вартості активів компаній-емітентів. Центральною проблемою теорії рефлексивності є пояснення взаємозв'язків між очікуваними учасників фондових ринків та фактичним ходом реалізації подій на фондовому ринку. Дж. Сорос стверджує, що очікування учасників фондових ринків є одним з ключових каузальних факторів, які впливають на ринкові тенденції, тобто майбутній тренд котирувань є синтезом фактичного поточного тренду і очікувань учасників фондових ринків [17].

Особливість інформаційної стратегії застосування деривативів для розвитку ІДКУА полягає у тому, що її застосування можливе лише тими учасниками фінансових ринків, які мають вплив на очікування фактичних і потенційних інвесторів, тобто заявлена позиція яких здатна посилити виявлені ними тенденції або започаткувати їх. Деривативи, зокрема ціни виконання на активи, що лежать в їх основі, в даному випадку, виступають технологією інформаційного впливу на інших учасників ринку про очікувані тенденції на фондовому ринку. Вказана особливість суттєво обмежує коло суб'єктів фінансових ринків, які можуть успішно застосовувати інформаційну стратегію для розвитку ІДКУА на засадах застосування деривативів.

Окрім вищевказаних стратегій застосування деривативів у науковій літературі виділяють також стратегії застосування окремих видів деривативів, зокрема опціонів. До них відносять: кол-спред «бик» (купити кол-опціон із нижчою ціною виконання і продати кол-опціон із вищою ціною виконання); кол-спред «ведмідь» (купити кол-опціон із вищою ціною виконання і продати кол-опціон із нижчою ціною виконання); пропорційний спред (купити кол-опціон із нижчою ціною виконання, продати два кол-опціони із вищою ціною виконання); спред «метелик» (купити кол-опціон із найнижчою ціною виконання, продати два кол-опціони із вищою ціною виконання, купити кол-опціон із найвищою ціною виконання); стредл (купити кол-опціон і пут-опціон із однаковими цінами виконання); стренгл (купити кол-опціон із вищою ціною виконання, купити пут-опціон із нижчою ціною виконання) [13; 15; 16; 17]. Вказані стратегії є по суті різновидом арбітражу. У наведений на рис. 1 класифікації вказані стратегії не виділено, оскільки вони в кінцевому результаті зводяться до спекулятивної стратегії або стратегії страхування від реалізації ризику.

У табл. 1 наведено різновиди комбінованих стратегій застосування деривативів для розвитку ІДКУА.

Таблиця 1. Комбіновані стратегії першого порядку

№ з/п	Прості стратегії			
	а	б	в	г
1	X	X		
2	X		X	
3	X			X
4	X	X	X	
5	X	X		X
6	X	X	X	X
7	X		X	X
8		X	X	
9		X		X
10		X	X	X
11			X	X

Примітки:

а) стратегія страхування від реалізації ризику (націлена на забезпечення безбитковості інвестицій);

б) спекулятивна стратегія (націлена на виявлення моменту перевищення ціни продажу над ціною купівлі активу з метою отримання спекулятивного прибутку);

в) стратегія раціонального формування активів (націлена на виявлення нижчих за середньоринкові ціни купівлі активів);

г) інформаційна стратегія (націлена на стимулювання інвестором інших учасників ринку до започаткування або посилення очікуваних ним тенденцій).

Проведені дослідження показали, що комбінованих стратегій першого порядку є 11. У результаті поєднання комбінованих стратегій першого порядку виникають комбіновані стратегії другого порядку. Їх доцільно використовувати відносно управління різними видами активів підприємства, наприклад перша і друга, четверта, шоста і дев'ята, друга, п'ята, восьма і одинадцята тощо.

Вищевказані комбінації не вибираються інвесторами для активізування інвестиційної діяльності в момент придбання того чи іншого деривативу, а формуються під час володіння певним похідним цінним папером чи їх сукупністю і оцінювання поточної та очікуваної дії факторів на вартість активів, що лежать в основі деривативів.

Висновки. Таким чином, стратегії використання деривативів для розвитку ІДКУА є різновидом фінансових стратегій, які, своєю чергою, належать до функціональних стратегій організацій. Стратегії застосування деривативів доцільно класифікувати на прості і комбіновані. До простих належать: стратегія страхування від реалізації ризику; спекулятивна стратегія; стратегія раціонального формування активів; інформаційна стратегія. Щодо комбінованих стратегій, то у статті сформовано одинадцять комбінованих стратегій першого порядку. У результаті поєднання комбінованих стратегій першого порядку виникають комбіновані стратегії другого порядку. Їх доцільно використовувати відносно управління різними видами активів підприємства.

Подальші дослідження будуть спрямовані на виділення і аналізування показників, які характеризують ефективність стратегій застосування деривативів для розвитку інвестиційної діяльності компаній з управління активами, і факторів, які на неї впливають.

Література

- Мізюк Б.М. Стратегічне управління підприємством. – Львів: «Коопосвіта», ЛКА. – 1999. – 388 с.
- Осовська Г.В., Іщук О.Л., Жалінська І.В. Стратегічний менеджмент. – К.: Кондор, 2003. – 196 с.
- Белошапка В.А., Загорий Г.В. Стратегическое управление : принципы и международная практика. - Учебник. / Под ред. В.А. Белошапки-К : Абсолют –В, 1998.
- Ансофф І. Стратегическое управление: Сокрпер. С англ. - М. : Экономика, 1989. – 519 с.
- Примак Т.А. Руководство по планированию деятельности предприятия. – К.: Влад и Влада, 1998. – 80 с.
- Шершеньова З.Є., Оборська С.В., Стратегічне управління : Навч. посібник. - К.: КНЕУ, 1999.
- Кіндрацька Г.С. Стратегічний менеджмент: Навч. Посіб. – К.: Знання, 2006. – 366 с.
- Томсон А.А., Стрикленд А.Дж. Стратегический менеджмент. Искусство разработки и реализации стратегии: Учебник для вузов. / Пер. с англ. Под ред. Зайцева Л.Г., Соколовой М.И. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. – 512 с.
- Герасимчук М., Борисенко З., Задорожна О. та ін. Структурно-інвестиційна політика. – К.: ІЕ НАН України, 1996. – 139 с.
- Mintzberg H., Quinn J. The strategy process. Revises European Edition. - Sumantra Gh, 1996.
- Немцов В.Д., Довгань Л.С. Стратегічний менеджмент : Навч. Посібник. -К.: КПІ, 2004.
- Портер М. Стратегія конкуренції : Пер. с англ. -К: Основи, 1997.
- Шестова І.А. Стратегічне планування фінансової діяльності підприємства, орієнтоване на принцип оптимізації грошових потоків: Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.06.02. – Львів, 2001. – 18 с.
- Щелкунов В.І. Теоретичні основи та методи стратегічного управління виробничим потенціалом України: Автореф. дис. доктора. екон. наук: 08.06.02. – Львів, 1999. – 32 с.
- Фінансовий словник / Укл. А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк, Т.С. Смолженко. – 4-е вид., випр. та доп. – К.: Т-во «Знання», КОО; Л.: Вид-во ЛБІ НБУ. - 2002. – 566 с.
- Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. / Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. – 1008 с.
- Сорос Дж. Алхимия финансов: Перевод с англ. – М.: Инфра-М., 1996. – 325 с.

Стаття надійшла до редакції 18.10.2010 р.