

УДК 336.76

JEL Classification: G11

DOI: <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2024-11-08-01>

АЛОКАЦІЯ АКТИВІВ ЯК КЛЮЧОВИЙ ЕЛЕМЕНТ ЕФЕКТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ ПОРТФЕЛЕМ

ASSET ALLOCATION AS A KEY ELEMENT OF EFFICIENT INVESTMENT PORTFOLIO MANAGEMENT

Іванов І. О.

Аспірант,
кафедра фінансового менеджменту та фондового ринку,
Одеський національний економічний університет,
м. Одеса, Україна
ORCID: 0000-0003-3998-8098

Illia Ivanov

PhD Student,
Department of Financial Management and Stock Market,
Odesa National Economic University,
Odesa, Ukraine

*У статті досліджено проблему відсутності чіткого визначення поняття «алокція активів» як в українській, так і в зарубіжній науковій літературі. Проаналізовано деякі визначення, що надаються видатними вченими в області портфельного менеджменту, та виявлено наявні неоднозначності. Запропоновано нове визначення поняття «алокція активів», яке є чітким та враховує основні аспекти цього процесу та відповідає сучасним реаліям фінансових ринків. Розглянуто класифікацію активів за класами в різних наукових працях та визначено, що класифікація активів проводиться суб'єктивно керуючим інвестиційного портфеля безпосередньо в процесі управління інвестиційним портфелем на початкових етапах з урахуванням поставлених вимог та обмежень. Досліджено особливості різних підходів до алокації активів, виділено такі типи як стратегічна, тактична дискреційна, тактична систематична та динамічна алокації активів. Проведено порівняльний аналіз підходів до алокації активів з ряду факторів, таких як фундаментальний принцип, що лежить в основі підходу, частота ребалансування, механізм прийняття рішень, мінімальний рівень експертних знань та контроль ризику. Виділено переваги та недоліки кожного підходу, що дозволить інвестиційним фондам обрати той підхід, що найбільше пасує до їхньої інвестиційної стратегії. Визначено перспективи подальших досліджень у напрямку створення більш уніфікованої класифікації активів, зокрема враховуючи суб'єктивний характер класифікації, який виявлено у даній роботі. Тип статті: емпірична. **Ключові слова:** алокація активів; інвестиційний портфель; стратегія інвестування; інвестиційні фонди; управління портфелем.*

*Asset allocation is a key concept in portfolio management, but it lacks a universally accepted definition in the literature. This paper reviews some existing definitions and proposes a new one that reflects the main features and objectives of asset allocation. It also examines how different authors classify assets into classes and argues that this classification is subjective and depends on the preferences and constraints of the portfolio manager. Moreover, it compares four types of asset allocation approaches: strategic, tactical discretionary, tactical systematic, and dynamic. It evaluates each approach based on its underlying principle, rebalancing frequency, decision-making process, required expertise, and risk management. It discusses the pros and cons of each approach and provides guidance for investment funds to select the most suitable one. Finally, it suggests future research directions to develop a more standardized and objective classification of assets. Type of article: empirical. **Key words:** asset allocation; investment portfolio; investment strategy; investment funds; portfolio management.*

ВСТУП

Забезпечення довгострокового зростання вартості інвестиційного портфеля є важливою метою як для індивідуальних інвесторів, так і для інвестиційних фондів, і для досягнення цього завдання широко використовується такий елемент управління ризиком, як диверсифікація.

Диверсифікація являється одним з ключових принципів управління інвестиційним портфелем, спрямованим на зниження загального ризику, та полягає в розподілі інвестицій між класами активів, що відрізняються за географічними регіонами, галузями економіки, або іншими факторами. Іншими словами, диверсифікація передбачає

застосування певного підходу до алокації активів в інвестиційному портфелі. Існує певна різноманітність підходів щодо алокації активів, які використовують різні стратегії спрямовані на досягнення оптимального результату інвестицій у вигляді підвищення дохідності або зниження ризику. Для розвитку сфери спільних інвестицій в Україні, важливо дослідити і виокремити існуючі підходи за набором ознак, попередньо дослідивши поняття алокації активів та відповідної класифікації активів, що дозволить керуючим портфелем інститутів спільного інвестування обрати оптимальний підхід відповідно до задекларованої стратегії фонду.

ОГЛЯД ЛІТЕРАТУРИ

Дослідженням питання алокації активів займалися низка закордонних вчених. Зокрема, Уільям Ф. Шарп [1] досліджував, як певна комбінація активів впливає на загальну продуктивність портфелю. В. Дробец та Ф. Келер [2] досліджували внесок політики розподілу активів у продуктивність портфеля. В обох дослідженнях чітко визначення поняття «алокація активів» не було надано, тоді як у вітчизняній науковій думці дане поняття на даний момент не визначено. Досліджуючи ефективність різних підходів до алокації активів, ряд науковців, таких як Пітер Ніструп та інші [3], М. Беллу та К. Конверсано [4], Б. Бедовська-Сойка та інші [5], В. Менсі та інші [6] провели власну класифікацію активів, що лягло в основу порівняльного аналізу щодо підходів до класифікації активів в даній науковій праці. Для виокремлення підходів до алокації активів було проаналізовано та узагальнено праці вчених М. Дж. Бреннан, Е. С. Шварц, Р. Лагнадо [7], В. Б. Фрейтас і Дж. Р. Бертіні Джуніор [8] та інших. Незважаючи на вагомий внесок опублікованих наукових праць в області управління інвестиційним портфелем, залишаються не повністю охоплені питання щодо визначення поняття алокації активів, класифікації активів та класифікації підходів щодо алокації активів.

МЕТА ТА ЗАВДАННЯ

Метою статті є визначення практичних підходів до алокації активів в інвестиційному портфелі. Для цього поставлені наступні цілі дослідження:

- надати визначення поняття алокації активів;
- провести порівняльний аналіз підходів щодо класифікації активів;
- проаналізувати та систематизувати підходи до алокації активів в інвестиційному портфелі.

МЕТОДИ ДОСЛІДЖЕННЯ

У статті використані наступні методичні прийоми: систематизація та узагальнення: для отримання теоретичного уявлення про підходи до алокації активів в інвестиційному портфелі. Емпіричне дослідження: збір даних щодо класифікації активів, застосованих в ряді досліджень.

Ці методи дослідження дали змогу ретельно вивчити на емпіричному рівні та узагальнити сучасні тенденції щодо алокації активів в інвестиційному портфелі, а також виявити переваги та недоліки різних стратегій алокації активів.

РЕЗУЛЬТАТИ

На сьогоднішній день у вітчизняній науковій думці в сфері управління інвестиційним портфелем відсутнє чітке визначення поняття «алокація активів». Більше того, конкретизація визначення не зустрічається і в працях зарубіжних вчених. Видатний вчений в області портфельного менеджменту Уільям Ф. Шарп в своїй фундаментальній праці під назвою «Алокація активів: стиль управління та вимірювання ефективності» зазначає: «Asset allocation is generally defined as the allocation of an investor's portfolio among a number of «major» asset classes» [1, с. 1]. На нашу думку, включаючи слово «generally defined» у визначення, вчений підкреслює, що існує певне «загальноприйняте тлумачення» поняття «алокації активів», що використовується учасниками фінансових ринків. В інших дослідженнях спостерігається схоже неконкретизоване тлумачення терміну, наприклад, в праці таких вчених як Вольфганг Дробец і Фрідерике Келер зазначається: «Asset allocation is usually defined as involving the establishment of 'normal' or passive asset class weights» [2, с. 1]. Вчені підкреслюють, що визначення алокації активів є «usually defined», натомість того щоб надати конкретне визначення поняттю.

Ми вважаємо, що для розвитку наукової думки та забезпечення високої якості наукових досліджень важливо надати чітке визначення поняттю «алокація активів». Це визначення слугуватиме фундаментальною основою для уникнення неоднозначності та створення стандартизованого підходу до використання термінів у науковому спілкуванні. Надання точного та науково обґрунтованого визначення «алокації активів» є ключовим елементом для створення єдиної термінології та формування єдності у розумінні цього поняття серед науковців та фахівців. Це відображає зобов'язання до стандартизації термінів, що в свою чергу сприяє ефективній комунікації та взаєморозумінню в галузі наукових досліджень.

На нашу думку, найбільш чітке і змістовне визначення «алокації активів» можна сформулювати наступним чином: «Алокація активів – це процес розміщення фінансових ресурсів у межах визначеної сукупності інвестиційних інструментів з метою досягнення встановлених цілей». В запропонованому визначенні в першу чергу підкреслюється, що це процес, оскільки алокація активів може бути неодноразовою і тривалою в часі (наприклад, внесення змін до часток ак-

тивів в портфелі у відповідь на зміни ринкової кон'юнктури, після певного періоду часу тощо). Натомість, факт володіння різними активами в певних долях як такий можна називати «розподілом активів». Це дозволить використовувати обидва поняття, в кожне з яких закладається різний сенс. Частка «у межах визначеної сукупності інвестиційних інструментів» підкреслює, що алокація активів проводиться в межах певної сукупності інструментів, доступних для включення в інвестиційний портфель (в пайовий фонд, в корпоративний фонд тощо) залежно від міркувань ліквідності або законодавчих міркувань (наприклад, обмеження що застосовуються до структури активів інститутів спільного інвестування, відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування» [9]) та інших факторів. «З метою досягнення встановлених цілей» – оскільки цілі можуть полягати не лише в максимізації прибутку або мінімізації ризику. Таким чином, запропоноване визначення відображає основні аспекти цього процесу.

Не менш важливим в процесі алокації активів також є визначення класів активів, або класифікація активів. Як зазначає У. Шарп, «Clearly such a generalization cannot be made operational without defining such classes» [1, с. 1]. Словосполучення «such generalisation» відноситься до фрази «major asset classes», тим самим вчений підкреслює, що ефективне розміщення фінансових ресурсів неможливе без відповідної класифікації активів. При цьому, в науковій літературі спостерігається відсутність єдиного підходу до класифікації активів при дослідженні деяких питань, таких як стратегії алокації активів, реакції класів активів на геополітичні події тощо. Це може бути пов'язано з тим що процес класифікації активів як такий є суб'єктивним для кожного окремого інвестора або портфельного менеджера, оскільки до кожного окремо взятого портфелю можуть бути застосовані певні обмеження до множини доступних активів для інвестицій; також інвестор або інвестиційна політика фонду можуть спиратись на певний спектр інвестиційних преференцій який також може припускати певні обмеження. Наприклад, У. Шарп надає певні умови до класифікації активів, вказуючи, що кожен клас активів має репрезентувати зважений за ринковою капіталізацією портфель цінних паперів; жоден цінний папір не повинен входити в більш ніж один клас активів; до обраного класу активів має бути включено якомога більше цінних паперів; та прибутковість класу активів повинна або мати низьку кореляцію з іншими класами активів, або, у випадках, коли кореляція висока, різні стандартні відхилення [1, с. 2]. Вже сам підхід до того, щоб визначати умови до класифікації активів доводить, що сформована в результаті

класифікація активів являється суб'єктивною та спирається на думку автора, який визначає дану класифікацію для власного портфелю або досліджень. Суб'єктивний підхід до класифікації активів чітко вирізняється в результаті порівняльного аналізу наукових праць, що містять класифікацію активів, в таблиці 1.

Як можна побачити, розбіжності в класифікації проявляються у декількох площинах: кількості визначених класів активів, які коливаються від 6 до 20; виділених класів активів, які зустрічаються в одних вчених та відсутні у інших; а також у тих класах активів які є спільними, в багатьох випадках відрізняється репрезентативний індекс та/або відповідний тикер активу. Варто відмітити також той факт, що з часом з'являються і нові класи активів (наприклад, криптовалюти в дослідженнях 2022 року). Таким чином, можна зробити висновок, що класифікація активів проводиться суб'єктивно керуючим інвестиційного портфелю безпосередньо в процесі управління інвестиційним портфелем на початкових етапах з урахуванням поставлених вимог та обмежень.

Алокація активів, як процес, також підлягає певній класифікації. Загальноприйнятою є класифікація стратегій алокації активів на три типи: стратегічна, тактична, та динамічна алокація активів.

Стратегічна алокація активів – термін, початково запропонований в праці М. Дж. Бреннан та ін. [7], і визначається як процес формування середньо-довгострокового розподілу між визначеним набором класів активів з метою досягнення максимального прибутку портфелю в межах рівня ризику, визначеного кінцевим бенефіціаром, і відповідно до заданих вимог [10, с. 550]. Іншими словами, стратегічна алокація активів передбачає формування довгострокового портфелю з певних класів активів з урахуванням преференцій конкретного інвестора – його толерантності до ризику, запланованого горизонту інвестування та цілей. Таким чином, застосування стратегічної алокації активів інвестиційними фондами передбачає лише два варіанти:

а) управління індивідуальним портфелем: якщо фонд передбачає надання такої послуги, то стратегічна алокація активів може бути застосована до індивідуального інвестиційного портфелю;

б) управління коштами спільного інвестування із заздальгідь визначеними преференціями: інвестиційний фонд може запропонувати стратегію для управління портфелем спільного інвестування з визначеними преференціями, такими як інвестиційний горизонт та ризик-толерантність. В такому випадку, потенційними інвесторами можуть бути лише ті, хто мають схожі преференції.

Класифікація активів у наукових працях

Автор(и) та рік публікації/ Клас активів*	William F. Sharpe, 1992 [1, с. 3]	P. Nystrup et. al, 2017 [3, с. 63]	M. Bellu, C. Conversano, 2020 [4, с. 5]	B. Będowska-Sójka et. al, 2022 [5, с. 2]	W. Mensi et. al, 2022 [6, с. 3]
Всього визначено класів активів	12	10	20	15	6
Акції світу		MSCI World	SCZ	MSCI World	
Акції компаній ринку розвинутих країн			EFA		
Акції США	Large Value;/ Growth; Large-;/Mid-Cap stocks		SPY; QQQ; MDY; IWM		S&P500
Акції Європи	EU stocks		FEZ		
Акції Японії	JAP stocks		EWJ		
Акції компаній ринку країн, що розвиваються		MSCI EM	EEM	MSCI EM; Islamic stocks	
Акції компаній сектору нерухомості	Mortgage-Related Securities	FTSE/ EPRA REIT	IYR (USA); RWX (Global)	FTSE World REIT Index	
Золото		SPGSGC	GLD	SPGSGC	Gold
Нафта		SPGSCLTR		SPGSCLTR	Brent
Інші товари			DBE	SILVER	
Облігації корпоративні (США)	Corp. Bonds	Corp. Bond Inv Grade	JNK		
Облігації корпоративні інших країн	Bonds non-U.S., non-Canada	HY Bonds; EM HY Bonds			
Облігації держзайму (США)	Intrm.-;/long-term Govt. Bonds	JPM Global GBI; Infl.-linked bonds	TLT; IEF; IEI; SHY	USLB; SUSB	USTBOND
Облігації держзайму інших країн			EMB	ISB; GRB	
Готівкові кошти та еквіваленти	Bills		BND (Cash)	CHF, EUR	DXY
Криптовалюти				BTC, ETH	BTC

*Залежно від методології обраної автором, в клітинках зазначено або тикер інструменту, що репрезентує клас активу (напр. SPY) або назва індексу (напр. FTSE World REIT Index), або самого класу активів (напр. High-Yield Bonds)

Джерело: складено автором на основі [1, 3–6]

При цьому, якщо алокація активів не враховує інвестиційні преференції, вона не може вважатись стратегічною. З цією умовою фонди, які, за своєю суттю, пропонують стратегію, схожу на стратегічну алокацію активів, не можуть формально вважатись такою, оскільки вона не враховує інвестиційні преференції. Тим не менш, варто відзначити, що ця алокація залишається стратегічною за суттю, оскільки вона визначається інвестиційним підходом, що визначає спосіб розподілу активів у довгостроковій перспективі.

Тактична алокація активів (ТАА) – це метод управління активами, який полягає в зміні пропорцій кожного класу активів на основі сигналів, що вказують на майбутню динаміку класів активів [8]. Іншими словами, ТАА можна розглядати як форму трейдингу, оскільки вона передбачає внесення частих коригувань до складу активів портфеля на основі короткострокових ринкових прогнозів або

можливостей. Трейдинг – це акт купівлі та продажу цінних паперів або інших фінансових інструментів протягом короткого проміжку часу, який зазвичай становить від кількох хвилин до кількох місяців. Трейдери прагнуть отримати прибуток від коливань цін на ринку, а не тримати активи для довгострокового зростання чи доходу. Однак, трейдинг в загальноприйнятному визначенні є більш агресивним, ніж ТАА, оскільки ТАА все ж передбачає слідування довгостроковим інвестиційним планам, на відміну від трейдингу.

Стратегії ТАА поділяються на два типи – дискреційна та систематична. Дискреційна ТАА покладається на судження керуючого інвестиційним портфелем (фондом) та сприйняття ринкових умов. Керуючий портфелем (фондом) коригує розподіл активів на основі макроекономічних даних, ринкових показників, власної оцінки та іншого фундаментального чи технічного аналізу. Ця

стратегія вимагає від інвестора більше навичок, досвіду та інтуїції. Саме даний тип ТАА може розглядатись, як форма трейдингу, а отже фактично відноситься до активного підходу. Як зазначалось вище, через всезростаючу ефективність ринків, стратегії що відносяться до активного підходу – в тому числі і дискреційна ТАА – не завжди здатні демонструвати кращий результат у розрізі доходності, порівняно з стратегіями інвестування в фонди пасивного управління активами (наприклад, біржові фонди, інвестиційна стратегія яких полягає в інвестуванні в певну вибірку активів, що репрезентує динаміку певного індексу). Це також підтверджується останнім широким дослідженням щодо ефективності навичок керуючих активних фондів у порівнянні з пасивним набором ETF, результати якого доводять, що керуючі 95% активних фондів взаємного інвестування не здатні забезпечити сталу генерацію надлишкового прибутку (у порівнянні з індексом-бенчмарком) для своїх інвесторів [11, с. 14]. Таким чином, дискреційна ТАА сильно залежить від навичок керуючого портфелем (фондом), від його здатності приймати такі рішення, що можуть забезпечити сталий приріст вартості портфеля та генерацію надлишкового прибутку, скоригованого на ризик.

Систематична ТАА, натомість, використовує кількісні моделі для систематичного використання неефективності або тимчасового дисбалансу в рівноважних значеннях між різними класами активів. Вони базуються на аномаліях фінансового ринку, які мали місце в минулому. Враховуючи висновки попередніх досліджень щодо результативності експлуатації аномалій [12] можна дійти висновку, що систематичні ТАА також не здатні забезпечити сталий приріст вартості інвестиційного портфеля в довгостроковій перспективі, а скоріш залежать від здатності керуючого портфелем ідентифікувати нові аномалії на ринку та вдало їх експлуатувати.

Динамічна алокація активів (ДАА), в свою чергу, спрямована на коригування співвідношення між класами активів в портфелі відповідно до контексту ринкових умов. Коригування ваги активу в портфелі передбачає зниження ваги активів із низькою ефективністю, супроводжуючись одночасним збільшенням ваги активів із високою ефективністю [13, с. 2]. Основоположними принципами ДАА є контроль ризику та попередження падінь (стрімкого зниження ринкової вартості активів), а також досягнення оптимальної прибутковості на основі ринкових тенденцій. Це може включати, наприклад, зниження загальної експозиції до ризику портфеля під час періодів, коли прибутковість ризикованих активів була аномально високою із значним відхиленням від справедливої вартості (наприклад, оцінка фондового ринку в 1999 або 2007 роках) та/

або збільшення загальної експозиції до ризику під час періодів, коли прибутковість ризикованих активів була аномально низькою (наприклад, після падіння фондового ринку в 2008 році) [14, с. 44]. Існує широкий набір стратегій, заснованих на ДАА; найбільш відомі з них охоплюють методи, які описані в табл. 2.

У таблиці представлено лише найбільш поширені стратегії ДАА, оскільки різновидність таких стратегій є доволі широкою. Велика кількість варіацій цих стратегій, можливо, стала причиною того, що деякі дослідники виявили тенденцію до виокремлення четвертого типу алокації активів – адаптивного. При цьому існують розбіжності в визначенні сутності цього четвертого типу: одні вчені розглядають адаптивну алокацію активів як певну форму динамічної алокації активів [18, с. 4], тоді як інші дійшли висновку, що адаптивна алокація активів є окремим, самостійним типом з власними особливостями [19]. У цьому контексті, однак, важливо відзначити, що різниця між адаптивною та динамічною алокацією активів не є чітко визначеною. На нашу думку, адаптивна алокація активів являє собою специфічну форму динамічної алокації активів, яка акцентується на використанні економічних індикаторів для визначення поточного та/або майбутнього стану економічного середовища (бізнес-циклів, рівня інфляції тощо) з метою застосування відповідної оптимальної алокації активів. Ця стратегія передбачає адаптацію структури портфеля з особливим акцентом на зовнішні фактори, відрізняючись від основного підходу, який використовується в динамічній алокації активів – де основним фокусом є, як правило, поведінка ринку як такого та самих активів. Оскільки адаптивна та динамічна алокації активів все ще мають багато спільного між собою, виокремлення першої в окремий тип не є доцільним з точки зору чіткої категоризації типів алокації активів.

Таким чином, кожен підхід до алокації активів має власні особливості, а також переваги та недоліки, що надає змогу інвесторам обирати той підхід, який у найкращий спосіб відповідає їхнім конкретним потребам та інвестиційним цілям, а також адаптувати його під індивідуальні інвестиційні стратегії та фінансові обставини. Головні відмінності підсумовані в табл. 3.

Щодо контролю ризику в кожному підході, варто додатково пояснити стосовно кожного підходу алокації:

- В стратегічній алокації активів, пріоритетом є довгострокова диверсифікація за класами активів, щоб уникнути надмірного впливу будь-якого окремого фактору ризику. Коригування портфеля відбувається із заздалегідь визначеною періодичністю, що мінімізує транзакційні витрати, однак обмежує в реакції на ринкові зміни.

Основоположні методи найпоширеніших стратегій динамічної алокації активів

Назва стратегії, автори	Опис стратегії
Подвійний імпульс (Dual Momentum, DM) S. Ha, F. J. Fabozzi, 2022 [15]	Інвестування в акції США або інших розвинених країн на основі 12-місячного відносного імпульсу: частка акцій в портфелі зменшується, а облігацій - збільшується, якщо дохідність за останні 12 місяців на обраних фондових ринках нижча за дохідність грошових еквівалентів за той ж період. Розрахунок ковзної 12-місячної дохідності, як і супутнє ребалансування активів проводиться щомісяця. В своїй праці автори застосовують наступні 3 класи активів: акції США (біржовий тикер: SPY), акції країн розвинутих ринків (EFA), короткострокові облігації державного займу (BIL).
Композитний подвійний імпульс (Composite Dual Momentum, CDM) S. Ha, F. J. Fabozzi, 2022 [15]	Дана стратегія схожа на попередню (на стратегію подвійного імпульсу), однак надає пріоритет як фундаментальній стійкості, так і зменшенню ризиків шляхом мінімізації просадок портфелю. Портфель диверсифікується пропорційно за 4 класами активів (акції США (SPY) та/або акції країн розвинутих ринків (EFA), облігації (LQD/HYG), нерухомість (VNQ), стійкі до економічних стресів довгострокові облігації (TLT)), за якими щомісяця обчислюється 12-місячна дохідність; у випадку якщо дохідність того чи іншого активу нижча за дохідність грошових еквівалентів, такий актив продається. Операції проводяться щомісяця.
Захисна (динамічна) алокація активів (Protective Asset Allocation, PAA) W. J. Keller, J. W. Keuning, 2016 [16]	Дана стратегія використовує вибір на основі відносного імпульсу в межах 12 активів, включаючи до портфелю 6 активів за найвищим показником 12-місячної дохідності. З урахуванням обраного ступеня захисту (низький, середній, високий), до портфелю включається безризиковий актив (довгострокові казначейські облігації США) у відповідній пропорції, яка залежить від кількості активів, що демонструють негативну дохідність протягом останніх 12 місяців. Наприклад, при 6 падаючих в ціні активів, за низького ступеня захисту, 50% портфелю спрямовується в безризиковий актив, за середнього ступеня захисту – 67% портфелю та за високого захисту – 100%.
Пильна алокація активів 12 (Vigilant Asset Allocation G12, VAA-G12) W. J. Keller, J. W. Keuning, 2017 [17]	Подібно до попередньої стратегії (захисна алокація активів), для інвестування обираються 5 найкращих з 12 класів активів на основі 12-місячної дохідності, але натомість в першу чергу обчислюється частка безризикового активу в портфелі на основі кількості падаючих в ціні активів, яка розраховується через певну формулу (momentum score) дохідності цих активів.

Джерело: складено автором на основі [15–17]

- В дискреційній ТАА, управління ризиком базується на рішеннях керуючих портфелем щодо виявлення та реагування на потенційні ризики шляхом вибіркового змін у розподілі активів. Рішення щодо реакції на потенційні ризики здійснюється керуючими портфелем на основі їх особистого професійного досвіду та інтуїції. При такому підході існує висока ймовірність виникнення людських помилок, оскільки весь процес прийняття рішень базується на суб'єктивних оцінках та індивідуальних стратегіях. Відсутність жорстких алгоритмів і чітко визначених правил управління ризиком може призвести до непередбачуваних наслідків і збільшити вразливість портфелю до негативних впливів ринкових коливань.

- В систематичній ТАА, як правило, використовуються кількісні моделі та алгоритми контролю ризиків для управління ризиками, часто встановлюючи стоп-лосс («stop loss») ордери або коригуючи вагу активів на основі показників волатильності. Управління ризиками є об'єктивним і послідовним, але може погано адаптуватися до непередбачуваних подій.

- Динамічна алокація активів, в свою чергу, поєднує різні підходи, в тому числі активне коригування відповідно до мінливих ринкових умов

на основі відповідних моделей. ДАА пропонує гнучкість і потенціал для більшого зниження ризиків, але разом з цим ризик-менеджмент може бути більш складним у впровадженні порівняно з іншими типами алокації активів.

ДИСКУСІЯ ТА ВИСНОВКИ

Інвестиційні фонди в Україні, зокрема, відкриті інститути спільного інвестування диверсифікованого типу можуть максимізувати залучення коштів, запровадивши чітко визначений підхід до алокації активів в управління портфелем. Систематизація знань щодо кожного підходу надає можливість розглянути вибір підходу через призму інвестиційних преференцій. Так, стратегічна алокація активів є найбільш простим і інтуїтивним підходом. Вона передбачає визначення цільового розподілу активів у портфелі на основі задекларованих інвестиційних цілей фонду. Коригування портфелю зазвичай відбувається періодично, що мінімізує трансакційні витрати. Однак, цей підхід може бути недостатньо ефективним в умовах сильних трендів або несподіваних подій. Такий підхід найкраще підходить пасивним фондам, які мають спрощену інвестиційну стратегію, орієнтовану на збільшення вартості портфелю в довгостроковій перспективі.

Тактична дискреційна алокація активів передбачає активне управління портфелем для вилучення потенційної прибутковості на основі експлуатації неефективностей ринку. Коригування портфеля здійснюється на основі суб'єктивних оцінок керуючого портфелем щодо ринкових умов і можливостей. Цей підхід може

забезпечити високу прибутковість, але також несе високий ризик, оскільки залежить від навичок і досвіду керуючого портфелем. Може застосовуватись активними фондами, які мають досвідчених керуючих та готові використовувати дискреційні рішення на основі ринкових умов.

Таблиця 3

Порівняльний аналіз підходів до алокації активів

Критерій	Стратегічна алокація активів	Тактична дискреційна алокація активів	Тактична систематична алокація активів	Динамічна алокація активів
Фундаментальний принцип	Забезпечення цільової структури активів в портфелі	Експлуатація неефективностей ринку (дискреційні судження/застосування кількісних моделей)		Довгострокова капіталізація трендів та управління ризиком
Частота ребалансування	Періодична, довгострокова (щоквартальна, щорічна)	Довільна (на основі суджень керуючого портфелем)	Залежно від алгоритму	Безперервна алокація на основі сигналів моделі
Механізм прийняття рішень	Відповідно до цілей інвестора та толерантності до ризику	Суб'єктивна оцінка ринкових умов і можливостей	Об'єктивні моделі та алгоритми на основі правил	Комбінація моделей та спеціальні налаштування
Мінімальний рівень експертних знань	Низький (самостійне дослідження та/або залучення незалежного консультанта)	Високий (визначення часу для інвестування ("market timing"), навички технічного та фундаментально-го аналізу)	Високий (навички кількісного аналізу, досвід побудови моделей)	Високий (просунуті навички кількісного аналізу та моделювання, управління ризиками)
Контроль ризику	Середній	Низький	Середній	Високий
Переваги	Проста і недорога в імплементації, невисока волатильність, застосовується для звичайного збереження капіталу	Потенційно висока прибутковість за умов відповідних навичок керуючого портфелем	Автоматизація прийняття рішень, що зменшує ризик людського фактору	Потенційно висока дохідність, капіталізація трендів, безперервне управління ризиками
Недоліки	Може бути недостатньо ефективною в умовах сильних трендів, повільна реакція на ринкові зміни	Потребує активного управління, високий ризик, потенційно високі транзакційні витрати, схильність до людської помилки	Обмежена адаптивність до несподіваних подій, відсутність прозорості щодо логіки прийняття рішень системою	Складна у впровадженні, вимагає певних навичок та ресурсів, потенційно високі операційні витрати

Джерело: складено автором

Тактична систематична алокація активів передбачає використання кількісних моделей і алгоритмів для управління портфелем. Цей підхід може забезпечити більшу стабільність і передбачуваність, ніж тактична дискреційна алокація активів, але також може мати нижчі потенційні прибутки. Підходить активним фондам квантитативного характеру, які мають задекларовані цілі отримання максимального прибутку з помірним рівнем ризику.

Динамічна алокація активів є найскладнішим підходом. Вона передбачає безперервне коригування портфеля на основі мінливих ринкових умов. Цей підхід може забезпечити найвищу потенційну прибутковість, але вимагає значних знань і досвіду для ефективного впровадження. Може застосовуватись як активними, так і пасивними фондами з огляду на адаптивну влас-

тивість даного підходу, що робить його оптимальним майже для будь-яких задекларованих інвестиційних цілей.

Перспективи подальших досліджень в галузі алокації активів полягають в аналізі класів активів з метою розвитку більш уніфікованої класифікації. Важливо враховувати, що визначення класів активів може бути суб'єктивним, оскільки здійснюється керуючим інвестиційного портфеля безпосередньо в процесі управління. Втім, важливість розвитку уніфікованого підходу до класифікації активів є не меншою і визначається не лише потребою в стандартизації понять у сфері фінансів, але і необхідністю адаптації до змінних умов ринку. Уніфікований підхід полегшить порівняння стратегій та результатів різних фондів, що стане корисним як для інвесторів, так і для фахівців галузі. Заснований на об'єк-

тивних критеріях, такий підхід дозволить збільшити прозорість та впевненість у рішеннях, а також сприятиме подальшому розвитку в області управління інвестиційним портфелем. Таким чи-

ном, уніфікований підхід до класифікації активів може слугувати важливим аспектом для досягнення сталого та ефективного розвитку фінансового ринку.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Sharpe, W. F. (1992). Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement. *The Journal of Portfolio Management*, 18(2), 7–19. Doi: <https://doi.org/10.3905/jpm.1992.409394>.
2. Drobetz, W., & Köhler, F. (2002). The contribution of asset allocation policy to portfolio performance. *Financial Markets and Portfolio Management*, 16(2), 219–233. Doi: <https://doi.org/10.1007/s11408-002-0205-8>.
3. Nystrup, P., Hansen, B. W., Olejasz Larsen, H., Madsen, H., & Lindström, E. (2017). Dynamic Allocation or Diversification: A Regime-Based Approach to Multiple Assets. *Journal of Portfolio Management*, 44(2), 62–73. Doi: <https://doi.org/10.3905/jpm.2018.44.2.062>.
4. Bellu, M., & Conversano, C. (2020). Protected Adaptive Asset Allocation. *Finance Research Letters*, 32(November 2018), 101095. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.01.007>.
5. Będowska-Sójka, B., Demir, E., & Zaremba, A. (2022). Hedging Geopolitical Risks with Different Asset Classes: A Focus on the Russian Invasion of Ukraine. *Finance Research Letters*, 50(July). Doi: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103192>.
6. Mensi, W., Sensoy, A., Vo, X. V., & Kang, S. H. (2022). Pricing efficiency and asymmetric multifractality of major asset classes before and during COVID-19 crisis. *North American Journal of Economics and Finance*, 62(July), 101773. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101773>.
7. Brennan, M. J., Schwartz, E. S., & Lagnado, R. (1997). Strategic asset allocation. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(8), 1377–1403. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-1889\(97\)00031-6](https://doi.org/10.1016/S0165-1889(97)00031-6).
8. Freitas, W. B., & Bertini Junior, J. R. (2021). Tactical Asset Allocation Through Random Walk on Stock Network. In A. Britto & K. Valdivia Delgado (Eds.), *Lecture Notes in Computer Science (including subseries Lecture Notes in Artificial Intelligence and Lecture Notes in Bioinformatics)*: Vol. 13073 LNAI (pp. 528–542). Springer International Publishing. Doi: https://doi.org/10.1007/978-3-030-91702-9_35.
9. Pro instytutu spilnoho investuvannia: Zakon Ukrainy vid 5 lypnia 2012 roku № 5080-VI [On collective investment institutions: Law of Ukraine No. 5080-VI of 5 July 2012]. *zakon.rada.gov.ua*. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text> [in Ukrainian].
10. Beraldi, P., Violi, A., & De Simone, F. (2011). A decision support system for strategic asset allocation. *Decision Support Systems*, 51(3), 549–561. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.dss.2011.02.017>.
11. Moraes, F., Cavalcante-Filho, E., & De-Losso, R. (2021). Unskilled fund managers: Replicating active fund performance with few ETFs. *International Review of Financial Analysis*, 78(May), 101900. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101900>.
12. Ivanov, I. O. (2023). Hipoteza efektyvnoho rynku: naukovyi konsensus shchodo zhyttiezdatnosti teorii [The Efficient Market Hypothesis: Scientific Consensus on the Viability of the Theory]. *Modern Economics*, 39(1), 46–53. Doi: [https://doi.org/10.31521/modecon.v39\(2023\)-07](https://doi.org/10.31521/modecon.v39(2023)-07) [in Ukrainian].
13. Jeong, D. W., Yoo, S. J., & Gu, Y. H. (2023). Safety AARL: Weight adjustment for reinforcement-learning-based safety dynamic asset allocation strategies. *Expert Systems with Applications*, 227, 120297. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2023.120297>.
14. Petre, G. (2015). A Case for Dynamic Asset Allocation for Long Term Investors. *Procedia Economics and Finance*, 29, 41–55. Doi: [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01113-2](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01113-2).
15. Ha, S., & Fabozzi, F. J. (2022). Dual Momentum: Testing the Dual Momentum Strategy and Implications for Lifetime Allocations. In *Journal of Portfolio Management*, (Vol. 48, Issue 4, pp. 282–301). Doi: <https://doi.org/10.3905/jpm.2022.1.336>.
16. Keller, W. J., & Keuning, J. W. (2016). Protective Asset Allocation (PAA): A Simple Momentum-Based Alternative for Term Deposits. *SSRN Electronic Journal*, 2016, 1–24. Doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2759734>.
17. Keller, W., & Keuning, J. W. (2017). Breadth Momentum and Vigilant Asset Allocation (VAA): Winning More by Losing Less. *SSRN Electronic Journal*. Doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3002624>.
18. Rowles, S. (2020). Adaptive Asset Allocation. Available at SSRN 3740102. Doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3740102>.
19. Butler, A., Philbrick, M., & Gordillo, R. (2016). Adaptive Asset Allocation: Dynamic Global Portfolios to Profit in Good Times-and Bad. Wiley.