

УДК 336.76:005.3

Вікторія Глібівна БАРАНОВА

доктор економічних наук, професор, завідувачка кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку, Одеський національний економічний університет, Україна, e-mail: vgbaranova58@gmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1724-957X>

Ілля Олегович ІВАНОВ

аспірант кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку, Одеський національний економічний університет, Україна, e-mail: laeda.29@gmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3998-8098>

ЕФЕКТИВНІСТЬ АКТИВНОГО ТА ПАСИВНОГО ПІДХОДІВ ДО УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ ПОРТФЕЛЕМ

Баранова, В. Г., Іванов, І. О. Ефективність активного та пасивного підходів до управління інвестиційним портфелем. *Вісник соціально-економічних досліджень* : зб. наук. праць. Одеса : Одеський національний економічний університет. 2023. № 3-4 (86-87). С. 77–87.

***Анотація.** У статті досліджено проблеми застосування активного та пасивного підходів до управління інвестиційним портфелем. Визначено, що сутність процесу управління інвестиційним портфелем залежить від об'єкту управління, що впливає на трактування поняття. Окреслено відмінності між активним та пасивним підходами до управління інвестиційним портфелем. Проаналізовано останні дослідження щодо ефективності застосування активного підходу та статистику фондів активного управління ринку США. Це дозволило дійти висновку, що на ринку акцій США активні фонди не здатні систематично перевершити бенчмарк за дохідністю, особливо у довгостроковій перспективі. Даний висновок підкреслює ефективність пасивного підходу у розрізі здатності забезпечити більшу дохідність у довгостроковій перспективі. Виявлено, що неспроможність експлуатації неефективностей ринку може бути однією з причин, чому активні фонди не досягають вищої прибутковості. Створюючи додатковий внесок у поточні дебати наукової спільноти щодо відносної ефективності обох підходів, у статті проаналізовано дохідність всепогодного портфелю, що відображає пасивний підхід до управління. Виявлено, що без належного управління, пасивно керований всепогодний портфель не зміг продемонструвати вищу ефективність інвестицій, аніж звичайний індекс акцій, що узгоджується з тезами на користь активного підходу. Такий результат підкреслює важливість правильного управління та адаптації, навіть у пасивних стратегіях, для досягнення найкращих можливих результатів. За результатами дослідження виокремлено переваги та недоліки обох підходів та зроблено висновок, що для ефективного управління інвестиційним портфелем необхідно інкорпорувати компоненти обох підходів, такі як алокація активів (компонент пасивного підходу) та селекція цінних паперів (компонент активного підходу). Сформульовано пропозиції щодо напрямків подальшого дослідження, які полягають в розробці системи оптимальної алокації активів з метою досягнення оптимальних результатів в різних ринкових умовах.*

Ключові слова: управління інвестиційним портфелем; активний підхід; пасивний підхід; ефективність; дохідність; інвестиційні фонди.

Viktoriiia BARANOVA

*Doctor of Economics, Professor, Head of Financial Management and Stock Market Department, Odessa National Economic University, Ukraine,
e-mail: vgbaranova58@gmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1724-957X>*

Ilia IVANOV

*Postgraduate Student of Financial Management and Stock Market Department, Odessa National Economic University, Ukraine, e-mail: laeda.29@gmail.com,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3998-8098>*

**EFFICIENCY OF ACTIVE AND PASSIVE APPROACHES
TO INVESTMENT PORTFOLIO MANAGEMENT**

Baranova, V., Ivanov, I. (2023). Efficiency of active and passive approaches to investment portfolio management [Efektyvnist aktyvnoho ta pasyvnoho pidkhodiv do upravlinnia investytsiinym portfelem], *Socio-economic research bulletin, Visnik social'no-ekonomichnih doslidzen'* (ISSN 2313-4569), Odessa National Economic University, Odessa, No. 3-4 (86-87), pp. 77–87.

Abstract. *The article investigates the issues of applying active and passive approaches to investment portfolio management. It is determined that the essence of investment portfolio management depends on the object of management, which influences of the concept interpretation. Differences between active and passive approaches to investment portfolio management are outlined. Recent research on the effectiveness of applying an active approach and statistics of US active management funds are analyzed, leading to the conclusion that active funds in the US stock market are unable to consistently outperform the benchmark in terms of returns, especially in the long term, providing a basis to argue that the passive approach is capable of generating higher long-term returns. It is identified that the inability to exploit market inefficiencies may be one of the reasons why active funds fail to achieve higher returns. Adding to the ongoing debates in the scientific community regarding the relative efficiency of both approaches, the performance of the all-weather portfolio, reflecting a passive approach to management, is analyzed, revealing that without proper management, a passively managed all-weather portfolio failed to demonstrate better investment efficiency than the conventional stock index, aligning with arguments in favor of the active approach. This result highlights the importance of proper management and adaptation, even in passive strategies, for achieving the best possible results. Based on the results of the study, the advantages and disadvantages of both approaches are highlighted and it was concluded that for effective investment portfolio management, it is necessary to incorporate components of both approaches, such as asset allocation (a component of the passive approach) and security selection (a component of the active approach). Suggestions for further research directions are formulated, which is focusing on the development of an asset allocation system that can offer optimal results in different market conditions.*

Keywords: *investment portfolio management; active approach; passive approach; efficiency; returns; investment funds.*

JEL classification: *G140; G150*

DOI: [https://doi.org/10.33987/vsed.3-4\(86-87\).2023.77-87](https://doi.org/10.33987/vsed.3-4(86-87).2023.77-87)

Постановка проблеми у загальному вигляді. Проблеми управління інвестиційним портфелем на сучасному етапі набувають особливої гостроти. Останні дослідження в області ефективності ринку, тобто здатності ринку

ефективно відображати наявну інформацію в цінах, нівелюючи можливість досягти надлишкового (вище середьноринкового) прибутку, демонструють, що, хоча інвестори не завжди раціональні і час від часу мають місце прояви ринкових аномалій (локальні «неефективності» ринку), в цілому ринки є ефективними і ця ефективність має тенденцію до зростання в майбутньому [1]. У зв'язку з цим, перед інвестиційними фондами, які прагнуть забезпечити сталий приріст вартості активів під управлінням, постає питання щодо того, застосування якого підходу сприятиме досягненню такої цілі – активного чи пасивного. Зазвичай, від обраного підходу залежить класифікація інвестиційного фонду, до прикладу, активний підхід зазвичай використовується венчурним «приватним» інвестиційним фондом, тоді як пасивний підхід – єдиний можливий для індексного фонду, який реплікує певний індекс. Однак, натомість, в контексті особливості функціонування відкритого диверсифікованого інституту спільного інвестування, для керуючих інвестиційним портфелем доступні обидва підходи, що породжує питання доцільності застосування того чи іншого підходу.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Дослідженням ефективності пасивного та активного підходів, а також їх окремих аспектів займалися такі зарубіжні вчені, як К. Анаду, М. Крутглі, П. Маккейб, Е. Осамбела [2, с. 23], Е. Дж. Елтон, М. Дж. Грубер, А. Соуза [3], Дж. Лі, Х. Чон, Дж. Кан, К. Лі [4] та ін. У цих дослідженнях вчені розглядають окремі аспекти обох підходів, порівнюючи їх ефективність на основі власних методик. Результати цих досліджень є вагомим внеском в проблематику оптимального підходу до управління інвестиційним портфелем, однак потребують додаткового аналізу та систематизації для формування узагальненого висновку щодо ефективності обох підходів.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Незважаючи на вагомі наукові дослідження щодо ефективності ринку, вони в цілому зводяться до висновку про відносно високу ефективність ринку. Разом з тим, досі існують певні невирішені питання, а саме в контексті ефективності ринку – чи є доцільним застосування суто пасивного підходу до управління для забезпечення сталого приросту інвестицій, а також чи втратив свою ефективність та актуальність активний підхід. Окремі аспекти цього питання висвітлюються в різних публікаціях, однак відсутні дослідження, які б систематизували основні висновки актуальних досліджень за темою.

Постановка завдання. Метою статті є дослідження ефективності застосування активного та пасивного підходів до управління інвестиційним портфелем. До конкретних завдань дослідження, що сприятимуть досягненню поставленої мети, варто віднести:

- визначення поняття «управління інвестиційним портфелем» як процесу;
- аналіз останніх досліджень щодо ефективності застосування пасивного підходу в управлінні інвестиційним портфелем та його переваг порівняно з активним підходом;
- аналіз останніх досліджень щодо ефективності застосування активного підходу в управлінні інвестиційним портфелем;
- визначення головних переваг та недоліків обох підходів.

Виклад основного матеріалу дослідження. Управління інвестиційним портфелем є складним завданням для будь-якого інвестора, а особливо інвестиційного менеджера: підхід до управління особистим портфелем і управління

портфелем інвестиційного фонду суттєво відрізняється за масштабами, цілями та процесами прийняття рішень, а у випадку інститутів спільного інвестування – певних законодавчих обмежень.

Управління особистим портфелем зосереджується на управлінні інвестиціями для окремої особи або невеликої групи осіб (наприклад, управління портфелем сімейства), з урахуванням їх конкретних фінансових цілей і толерантності до ризику. Натомість, управління портфелем інвестиційного фонду передбачає роботу з більшим фондом активів, внесених багатьма незалежними інвесторами. Масштаб портфеля фонду, зазвичай більший, включає різноманітний діапазон цінних паперів для досягнення інвестиційних цілей ширшої бази інвесторів. Мета управління особистим портфелем, зазвичай, полягає у досягненні фінансових цілей і прагнень окремого інвестора. Цілі можуть суттєво відрізнитися і включати планування виходу на пенсію, збереження добробуту та перенесення його через час з мінімальними втратами або певним приростом, фінансування освіти або досягнення конкретного прибутку від інвестицій. Інвестиційні рішення в управлінні особистим портфелем залежать від уподобань і схильності до ризику окремого інвестора з прямим контролем розподілу активів, вибору цінних паперів і часу торгівлі.

Натомість, управління портфелем інвестиційного фонду в першу чергу спрямоване на отримання прибутку для інвесторів фонду в цілому. Мета часто зосереджується на максимізації доходів, враховуючи заявлену інвестиційну стратегію фонду, профіль ризику та нормативні вимоги. Прийняття рішень щодо управління портфелем інвестиційного фонду передбачає структурований процес, який очолює команда інвестиційних професіоналів. Команда дотримується заздалегідь визначеної інвестиційної стратегії, інвестиційних інструкцій фонду та нормативних обмежень, а також ухвалює рішення, наприклад, на основі ретельного дослідження, аналізу ринку та оцінки інвестиційних можливостей, які відповідають цілям і повноваженням фонду. Тоді як управління особистим портфелем і управління портфелем інвестиційного фонду мають відмінності в масштабах, цілях і процесах, спільна мета оптимізації доходів від інвестицій і ефективного управління ризиками підкреслює схожість підходів до управління.

Управління інвестиційним портфелем як процес визначається по-різному різними вченими залежно від контексту, до якого це визначення застосовується. У більш широкому розумінні, управління інвестиційним портфелем можна визначити як мистецтво створення ефективного портфеля з мінімальним ризиком і максимальною прибутковістю [5, с. 297]. Дійсно, у цьому розумінні сутність управління портфелем завжди зводиться до двох аспектів: мінімізації ризику та максимізації прибутковості. Однак, залежно від цілей інвестора, інвестиційних вподобань, та інших аспектів, поняття управління портфелем може ставати більш ширшим, таким чином унеможливаючи формування єдиного визначення для цього поняття, що дає певну свободу в його трактуванні. Загалом, управління інвестиційним портфелем у фінансовій теорії поділяється на два основні підходи: активний та пасивний. Вважаємо, що цей дихотомічний розділ фактично охоплює визначення поняття управління інвестиційним портфелем через сутність кожного з підходів, тобто, залежно від обраного підходу змінюється і визначення сутності поняття.

Активний підхід передбачає, що інвестиційний менеджер прагне отримати прибуток вище середньоринкового [5, с. 301] за допомогою методів алокації активів, відбору цінних паперів («stock picking») та часу операцій («market timing») [6, с. 2]. Тобто, суть активного управління полягає в тому, що менеджер активно

продає та купує цінні папери з метою перевершити певний індекс-бенчмарк (наприклад, індекс S&P500) за певними показниками (звичай, за абсолютною дохідністю, але до уваги також може прийматись і показник дохідності зваженої за ризиком, наприклад, коефіцієнт Шарпа). Водночас, сутність пасивного підходу трактується неоднозначно.

Деякі вчені зазначають, що даний підхід передбачає створення добре диверсифікованого портфеля із заздалегідь визначеним рівнем ризику та утримування такого портфеля відносно незмінним протягом певного часу, доки його диверсифікація не відхилиться від запланованої або доки портфель не відповідатиме профілю ризику та прибутку інвестора [5, с. 303].

Інші вчені зазначають, що пасивний підхід базується на основі інвестування для відстеження індексу шляхом зберігання всіх його складових активів або автоматично обраної репрезентативної вибірки цих активів [2, с. 23]. Тобто, основне протиріччя між визначеннями полягає у відборі цінних паперів, хоча обидва визначення сходяться в тому, що операції з цінними паперами після формування інвестиційного портфеля зводяться до необхідного мінімуму.

На етапі формування портфелю виникає суттєва різниця. Згідно з одним підходом, пасивний підхід передбачає реплікацію різного ступеню того чи іншого індексу, тоді як інше визначення передбачає самостійний відбір цінних паперів до портфелю.

У другому випадку, відмінність між активним та пасивним підходом полягатиме лише в управлінні інвестиційним портфелем, тоді як перше визначення окреслює суттєву різницю як в управлінні, так і на етапі формування інвестиційного портфеля.

Вважаємо обидва визначення правомірними, оскільки вони спираються на філософію інвестування, яка полягає у розумінні, що ринки є достатньо ефективними і отримати прибуток вище середьоринкового, з урахуванням ризику і всіх супутніх витрат, не є можливим та доцільним. Крім того, розглянувши сутність обох підходів до управління інвестиційним портфелем можна стверджувати, що вони базуються не лише на максимізації прибутку та мінімізації ризику, як зазначається у дослідженнях.

Дискусії стосовно того, який підхід є більш ефективним – активний чи пасивний, останніми роками набувають неабиякої активності як серед професіоналів в інвестиційній галузі, так і серед наукової економічної спільноти. Вважаємо, що це пов'язано зі сталим зростанням грошових потоків у фонди пасивного управління та, водночас, сталим відтоком грошових коштів з фондів активного управління протягом останнього десятиліття на фондовому ринку.

Як демонструють останні дослідження, перехід до пасивного інвестування є глобальним явищем, особливо вираженим для ринку США: станом на березень 2020 року, на фондовому ринку США пасивні фонди становили 41% об'єднаних активів в управлінні, порівняно з трьома відсотками у 1995 році та 14% у 2005 році [2, с. 2]. Хоча поява перших фондових індексних фондів у 1970-х роках зробила пасивні інвестиції в ринковий портфель практичним варіантом для роздрібних інвесторів, справжню популярність пасивні інвестиції набули з появою ETF (англ. exchange-traded fund – біржовий інвестиційний фонд) у 1990-х роках.

Зазвичай ETF відстежують певний індекс, сектор, товар або інші активи, але на відміну від пайових фондів, ETF можна купувати або продавати на фондовій біржі так само, як і звичайні акції. ETF можна структурувати таким чином, щоб

відстежувати будь-що: від ціни окремого товару до великої та різноманітної колекції цінних паперів. Вважаємо, що подальша масова поява ETF в 2000-х роках здебільшого зумовила зростання грошових потоків в даний інструмент, що підпадає під класифікацію пасивного управління.

Це також зумовило активізацію досліджень щодо відносної ефективності пасивного інвестування порівняно з активним. Наприклад, результати дослідження [3] демонструють, що активні фонди поступаються в дохідності індексам на 75 базисних пунктів. Останнє системне дослідження 2022 року сектору компаній великої капіталізації США також підтверджує переважаючу дохідність пасивного інвестування над активним [7, с. 8], втім додає кілька важливих висновків.

По-перше, вчені погоджуються, що результати дослідження фактично підтверджують постулати ГЕР: які зазначають, «будь то “номінальна” (тобто нескоригована) прибутковість чи ... “реальна” (з поправкою на ризик) прибутковість – за жодною з цих характеристик активні менеджери не змогли значно перевершити своїх колег за індексом» [7, с. 7].

По-друге, на початку досліджень вчені сформуливали гіпотезу, що «ефективність ринку фактично зростає з часом незалежно від структури ринку, поступово знижуючи R_a і збільшуючи дельту ефективності», де під « R_a » розуміють дохідність активного інвестування, а під дельтою ефективності – різницю дохідності між пасивним та активним інвестуванням.

За підсумками досліджень вчені дійшли висновку, що «початкові емпіричні дані підтверджують ... збереження ефективності ринку з часом, незважаючи на збільшення пасивних інвестицій. ... ми не вважаємо, що ця тенденція зміниться найближчим часом, що робить індексні (пасивні) інвестиції загалом більш привабливим рішенням для інвесторів, які прагнуть максимального прибутку» [7, с. 7].

Основним обмеженням даного дослідження залишається той факт, що його результати необов'язково поширюються на інші сектори ринку, класи активів, та національні ринки. Таким чином, для активних менеджерів все ще лишається певне «вікно можливостей».

Часткове підтвердження цієї тези можна знайти серед статистики активних фондів США (табл. 1), де протягом певного періоду та серед певної категорії фондів, відсоток фондів, що поступилися дохідністю індексам, відносно низький (наприклад, 37% для Large-Cap Value Funds протягом останніх трьох років, станом на кінець 2022 року). Втім, загальна картина підтверджує висновки попереднього дослідження та розширює його фактично на весь ринок акцій США, оскільки, навіть протягом останніх трьох років, в середньому по всім активним фондам близько 82% не змогли перевершити бенчмарк за дохідністю, тоді як на більш довгостроковому періоді цей показник набуває фактично статистично значимого рівня: близько 96%.

Як відомо, неефективність ринку проявляється у вигляді аномалій – цінових відхилень, які виникають в моменти ірраціональної поведінки інвесторів [1, с. 50], та у випадку їх вдалої експлуатації можливо згенерувати прибуток, який перевищує середній по ринку на даний момент. Для фондів, що застосовують активну стратегію і мають на меті перевищити ринкову дохідність, експлуатація аномалій є одним з основних джерел надлишкового прибутку. Однак, дослідження того, чи достатньо успішно використовуються хибні ціноутворення для генерації надлишкового прибутку активними фондами дійшло результатів, що в середньому фонди не здатні ефективно експлуатувати аномалії: навпаки, існує тенденція

більшості інвестиційних фондів переоцінювати вже переоцінені акції, та недооцінювати недооцінені [4]. Таке несприятливе використання ринкових аномалій може бути однією з причин, чому активні фонди в середньому не можуть перевершити ринок за дохідністю, зазначають автори дослідження.

Таблиця 1

Відсоток фондів акцій США, дохідність яких нижча за середньоринкову
(на основі прибутку з поправкою на ризик)

Категорія фондів	Індекс-бенчмарк	Відсоток активних фондів, що не змогли перевершити індекси-бенчмарки за дохідністю, % від загальної кількості, протягом певного періоду останніх років – станом на кінець 2022 року				
		3 роки	5 років	10 років	15 років	20 років
All Domestic Funds	S&P Composite 1500	82.72	90.36	96.43	96.54	96.85
All Large-Cap Funds	S&P 500	72.89	87.12	95.50	94.98	96.73
All Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400	76.95	60.47	79.83	91.28	92.80
All Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600	67.50	70.89	87.08	93.22	92.08
All Multi-Cap Funds	S&P Composite 1500	84.96	90.33	95.98	95.20	95.53
Large-Cap Growth Funds	S&P 500 Growth	84.33	87.39	95.21	98.61	99.22
Large-Cap Core Funds	S&P 500	65.87	82.16	94.01	96.86	98.05
Large-Cap Value Funds	S&P 500 Value	37.12	71.78	84.56	74.78	83.72
Mid-Cap Growth Funds	S&P MidCap 400 Growth	78.36	42.86	73.05	92.00	93.56
Mid-Cap Core Funds	S&P MidCap 400	67.92	68.91	81.82	92.98	95.05
Mid-Cap Value Funds	S&P MidCap 400 Value	67.27	75.00	81.16	87.00	86.27
Small-Cap Growth Funds	S&P SmallCap 600 Growth	74.24	59.68	84.50	94.42	96.67
Small-Cap Core Funds	S&P SmallCap 600	65.08	75.97	89.22	94.37	91.46
Small-Cap Value Funds	S&P SmallCap 600 Value	42.47	73.12	83.78	91.43	84.31
Multi-Cap Growth Funds	S&P Composite 1500 Growth	80.00	84.36	92.04	98.31	96.91
Multi-Cap Core Funds	S&P Composite 1500	85.17	91.02	97.29	94.72	94.09
Multi-Cap Value Funds	S&P Composite 1500 Value	64.34	89.47	90.35	85.23	89.37
Real Estate Funds	S&P United States REIT	59.74	59.52	61.04	88.24	77.42

Джерело: складено авторами на основі [8]

Не зважаючи на наявну статистику, прихильники активного підходу застосовують певні контраргументи стосовно ефективності активного підходу. Вони зазначають, що досягнення інвестиційних цілей залежить, насамперед, від ефективної алокації активів та додають, що це неможливо реалізувати дотримуючись пасивного

підходу, оскільки немає жодного ринкового індексу, який можна узгодити з конкретним реальним результатом (наприклад, інфляція плюс 4%) [9, с. 1]. Розглянемо цю тезу на прикладі «всепогодного портфелю» (англ. “all-weather portfolio”). Всепогодний портфель – це концепція алокації активів, сконструйована з метою забезпечити сталий приріст інвестицій за будь-яких економічних умов [10, с. 3]. Такий портфель складається з широкого профілю активів, що демонструють різну (деякі з них – протилежну) динаміку протягом різних економічних періодів, що мало б дозволити в цілому уникати значних коливань портфелю і забезпечити стабільний приріст інвестицій з часом. У стандартному вигляді, алокація активів у всепогодному портфелі виглядає наступним чином (табл. 2).

Таблиця 2

Алокація активів всепогодного портфеля

Назва інструменту	Актив, що репрезентується	Частка в портфелі, %
Invesco DB Commodity Tracking	Біржовий товар (сировинні товари)	7.50
SPDR Gold Shares	Золото	7.50
Vanguard Total Stock Market ETF	Акції (загальний ринок акцій США)	30.00
iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	Казначейські облигації США (довгострокові)	40.00
iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	Казначейські облигації США (короткострокові)	15.00

Джерело: складено авторами на основі [11]

Акції та облигації складають основну частину портфелю – за протилежних економічних умов, або акції, або облигації демонструють позитивну динаміку. Товари та золото в портфелі слугують захистом від інфляції, забезпечуючи приріст інвестицій за інфляційних умов. За допомогою інструменту аналізу портфелів Portfolio Visualizer [11], порівняємо щорічну дохідність всепогодного портфелю, індексу S&P500 та індекс інфляції (долару США) протягом останніх 10 років (табл. 3).

Таблиця 3

Річні показники дохідності всепогодного портфелю та індексу порівняно з щорічною інфляцією (у відсотках)

	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22
Всепогодний портфель	7.3	1.1	13.8	-3.2	6.5	11.7	-3	18.3	16.3	8.1	-19
Індекс S&P500	16	32	13.5	1.2	12	21.7	-4.5	31.2	18.4	28.8	-18
Індекс інфляції	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	4.7	8
Різниця (всепогодний портфель – інфляція)	5.2	-0.4	12.2	-3.3	5.2	9.6	-5.4	16.5	15.1	3.6	-27

Джерело: складено авторами на основі [11; 12]

Порівнюючи з інфляцією, всепогодний портфель дійсно не зміг забезпечити стабільний рівень приросту інвестицій, що принаймні завжди був би вищий за інфляцію. Більше того, в окремих випадках індекс ринку акцій S&P500 демонстрував значно більшу дохідність за всепогодний портфель, наприклад, в 2013 та 2021 роках. Можливо було б зауважити, що зважена за ризиком дохідність

всепогодного портфелю може бути вищою, однак за результатами аналізу, за увесь досліджуваний період коефіцієнт Шарпа (дохідність поділена на ризик – стандартне відхилення) для всепогодного портфелю склав 0.56, а для індексу S&P500 – 0.86. Таким чином, можна дійти висновку, що без належного управління, пасивно керований всепогодний портфель не зміг продемонструвати вищу ефективність інвестицій, аніж звичайний індекс акцій. Цей висновок узгоджується з тезами на користь активного підходу.

Серед інших контраргументів, прихильники активного підходу критикують методику порівняння ефективності активних фондів з індексом-бенчмарком. Критика полягає в тому, що не існує узгодженого підходу щодо вибору репрезентативного індексу-бенчмарка для усіх активних стратегій, тоді як від вибору такого індексу залежить порівняльна ефективність активного підходу, що може створювати певні ризики з маніпуляцією даними. Також наводиться теза, що діяльність активних інвесторів підвищує прибутковість фондового ринку, заохочуючи вищі стандарти корпоративного управління та спрямовуючи капітал у галузі, що розвиваються швидше.

Загалом, основна аргументація полягає в тому, що не всі інвестори поведуться раціонально (як зазначається в ГАР), а їх поведінка неоднорідна з часом, що створює певні можливості для активних менеджерів. Інші дослідження також доводять, що ефективність активного підходу є неоднорідна з часом: під час періоду стійкого зростання ринку пасивне інвестування, зазвичай, демонструє вищу дохідність, тоді як під час кризових періодів активний підхід здатен забезпечити суттєве зниження ризику збитків інвестиційного портфеля [13].

За результатами проведеного аналізу в табл. 4 узагальнено сильні та слабкі сторони пасивного та активного підходів.

Таблиця 4

Активний та пасивний підхід: сильні та слабкі сторони

	Активний підхід	Пасивний підхід
Сильні сторони	Можливість отримати вищу за середньоринкову дохідність Гнучкість: активний підхід дозволяє реагувати на зміни ринкових умов та використовувати можливості для отримання переваги Можливість мінімізації ризиків під час кризових подій	Мінімізація витрат і часу на управління Нижчий ризик отримати нижчу за середньоринкову дохідність Створення та управління пасивним портфелем є простішим завданням, особливо для інвесторів без глибокого знання фінансових ринків
Слабкі сторони	Для інвесторів активних фондів: вищі комісійні витрати Відносно висока ризиковість отримання прибутку нижче середнього Спонування до помилок керуючого портфелем в стресових ситуаціях	Неможливість отримати дохідність вище ринкової та/або забезпечувати певний рівень дохідності В кризових умовах обмежена можливість на відповідну реакцію

Джерело: складено авторами

Головною перевагою активного підходу є гнучкість і можливість адаптувати інвестиційний портфель під поточні умови фінансових ринків, тоді як головним недоліком є відносно високий ризик. При цьому, головна перевага пасивного

підходу – мінімізація ризику відхилення динаміки портфелю від середньоринкової, що разом з цим є і головним недоліком, адже у разі кризових явищ на ринку, портфель приймає на себе весь ринковий ризик.

Висновки і перспективи подальших розробок. Вважаємо, що огляд спеціальної літератури, який стосується дискусій навколо порівняльної ефективності активного та пасивного підходу, дозволяє дійти наступного висновку: в контексті управління інвестиційним портфелем, для досягнення максимально ефективних результатів необхідно користуватися інтегрованим підходом, що інкорпорує сильні сторони обох підходів. Це також зумовлює необхідність проводити як алокацію активів, так і селекцію цінних паперів в процесі управління інвестиційним портфелем: селекція цінних паперів надасть можливість створити найбільш оптимальну репрезентативну вибірку певного класу активів (компонент активного підходу), тоді як алокація активів дозволить скоригувати портфель для досягнення поставлених інвестиційних цілей, таких як збалансована за ризиком алокація або перевищення індексу інфляції з мінімальним обсягом операцій (компонент пасивного підходу).

Подальші наукові розробки у визначеному напрямку можуть полягати в дослідженні та формуванні системи алокації активів, яка дозволить ефективно підбирати структуру активів залежно від поточного та очікуваного стану фінансових ринків, що в перспективі дозволить запобігти зниженню вартості портфеля та створить умови для сталого приросту за будь-якого стану економіки.

Література

1. Іванов І. О. Гіпотеза ефективного ринку : науковий консенсус щодо життєздатності теорії. *Modern Economics*. 2023. № 39. С. 46–53. DOI: [https://doi.org/10.31521/modecon.V39\(2023\)-07](https://doi.org/10.31521/modecon.V39(2023)-07).
2. Anadu K., Kruttli M., McCabe P., Osambela E. The shift from active to passive investing : risks to financial stability? *Financial Analysts Journal*. 2020. Vol. 76. No. 4. Pp. 23–39. DOI: <https://doi.org/10.1080/0015198X.2020.1779498>.
3. Elton E. J., Gruber M. J., Souza A. de. Passive mutual funds and ETFs : performance and comparison. *Journal of Banking and Finance*. 2019. Vol. 106. Pp. 265–275. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.07.004>.
4. Lee J., Jeon H., Kang J., Lee C. Do actively managed mutual funds exploit stock market mispricing? *North American Journal of Economics and Finance*. 2020. Vol. 53. 101189. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101189>.
5. Kevin S. *Security analysis and portfolio management*. 3rd edition. PHI Learning Pvt. Ltd., 2022. 388 p.
6. Ile H. S. *Active share: implications for active portfolio management* : dissertation. University of Manchester, 2020. 153 p. URL: <https://www.escholar.manchester.ac.uk/api/datastream?publicationPid=uk-ac-man-scw:326727&datastreamId=FULL-TEXT.PDF> (access date: 18.08.2023).
7. Šindelář J. Can active investment managers beat the market? A study from the U.S. large cap equity segment. *Finance Research Letters*. 2022. Vol. 50. Pp. 103204. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103204>.
8. Edwards T., Ganti A., Lazzara C., Nelesen J., Gioia D. Di. SPIVA U.S. scorecard: Year-end 2022. S&P Dow Jones Indices. URL: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/spiva/spiva-us-year-end-2022.pdf> (access date: 18.08.2023).
9. Ralston G. *The case for active asset management*. 2017. p. 9 / Schrodgers Capital Management (US) Inc. : website. URL: <https://www.schrodgers.com/en-us/us/intermediary/insights/the-case-for-active-asset-management-10> (access date: 19.08.2023).

10. Louraoui Y. The all-weather portfolio approach: the holy grail of portfolio management. *SSRN Electronic Journal*. 2022. 29 p. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4021133>.
11. *Portfolio Visualizer: online software platform for portfolio and investment analytics*. URL: <https://www.portfoliovisualizer.com> (access date: 19.08.2023).
12. *Annual inflation rate in the United States from 1990 to 2022*. 2023 / Statista Research Department : website. URL: <https://www.statista.com/statistics/191077/inflation-rate-in-the-usa-since-1990> (access date: 17.08.2023).
13. Loo L. J. P. Van, Molander J., Olsson M. *Active versus passive investing : a comparative analysis*. 2020 / Digitala Vetenskapliga Arkivet. URL: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1443282/FULLTEXT01.pdf> (access date: 18.08.2023).

References

1. Ivanov, I. O. (2023). The efficient market hypothesis: scientific consensus on the viability of the theory [Hipoteza efektyvnoho rynku: naukovyi konsensus shchodo zhyttiezdatnosti teorii], *Modern Economics*, No. 39, s. 46–53. DOI: [https://doi.org/10.31521/modecon.V39\(2023\)-07](https://doi.org/10.31521/modecon.V39(2023)-07) [in Ukrainian]
2. Anadu, K., Kruttli, M., McCabe, P., & Osambela, E. (2020). The shift from active to passive investing: risks to financial stability? *Financial Analysts Journal*, Vol. 76, No. 4, pp. 23–39. DOI: <https://doi.org/10.1080/0015198X.2020.1779498>.
3. Elton, E. J., Gruber, M. J., & de Souza, A. (2019). Passive mutual funds and ETFs: performance and comparison, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 106, pp. 265–275. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.07.004>.
4. Lee, J., Jeon, H., Kang, J., & Lee, C. (2020). Do actively managed mutual funds exploit stock market mispricing? *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 53, 101189. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101189>.
5. Kevin, S. (2022). *Security analysis and portfolio management*. 3rd edition. PHI Learning Pvt. Ltd., 388 p.
6. Ile, H. S. (2020). *Active share: implications for active portfolio management*. University of Manchester. 153 p. Retrieved from: <https://www.escholar.manchester.ac.uk/api/datastream?publicationPid=uk-ac-man-scw:326727&datastreamId=FULL-TEXT.PDF>.
7. Šindelář, J. (2022). Can active investment managers beat the market? A study from the U.S. large cap equity segment, *Finance Research Letters*, Vol. 50, 103204. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103204>.
8. Edwards, T., Ganti, A., Lazzara, C., Nelesen, J., & Di Gioia, D. (2022). *SPIVA U.S. scorecard: Year-end 2022*. S&P Dow Jones Indices. Retrieved from: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/spiva/spiva-us-year-end-2022.pdf>.
9. Ralston, G. (2017). *The case for active asset management*. Schroders Capital Management (US) Inc.: website. Retrieved from: <https://www.schroders.com/en-us/us/intermediary/insights/the-case-for-active-asset-management-10>.
10. Louraoui, Y. (2022). The all-weather portfolio approach: the holy grail of portfolio management, *SSRN Electronic Journal*, 29 p. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4021133>.
11. *Portfolio Visualizer: online software platform for portfolio and investment analytics*. Retrieved August 16, 2023, from: <https://www.portfoliovisualizer.com>.
12. *Annual inflation rate in the United States from 1990 to 2022* (2023). Statista Research Department: website. Retrieved from: <https://www.statista.com/statistics/191077/inflation-rate-in-the-usa-since-1990>.
13. Van Loo, L. J. P., Molander, J., & Olsson, M. (2020). *Active versus passive investing: a comparative analysis*. Digitala Vetenskapliga Arkivet. Retrieved from: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1443282/FULLTEXT01.pdf>.