


<https://doi.org/10.15407/econlaw.2022.01.098>

УДК 336.7

І.В. МОРГАЧОВ, д-р екон. наук, доц., професор кафедри публічного управління,
менеджменту та маркетингу
Східноукраїнський національний університет імені Володимира Даля,
м. Северодонецьк, Україна

 orcid.org/0000-0002-4347-3153

ОСОБЛИВОСТІ ДИВЕРСИФІКАЦІЇ ТА РЕБАЛАНСУВАННЯ ПОРТФЕЛЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: АСПЕКТИ ОРГАНІЗАЦІЇ ДІЯЛЬНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ

Ключові слова: портфель цінних паперів, диверсифікація, ребалансування, акції, облігації, інвестиційний фонд.

Уточнено актуальність питань диверсифікації та ребалансування портфеля цінних паперів у діяльності інвестиційних фондів, оскільки такі суб'єкти часто мають певну політику щодо структури активів і пасивів. Визначено необхідність ребалансування портфеля цінних паперів у довгостроковій перспективі внаслідок об'єктивного існування життєвого циклу компаній, що зумовлює важливість вчасного продажу їхніх акцій. Уточнено зв'язок особливостей ребалансування портфеля цінних паперів з питаннями його ризику та ефективності. Розглянуто особливості різних видів такого ребалансування з точки зору впливу на баланс ризику та ефективності. Визначено, що тримання облігацій у портфелі з метою забезпечення резерву для придбання акцій у момент падіння їхньої ціни доцільно лише для очікування несистемної кризи, тобто кризи для окремого активу; у діяльності інституцій з управління інвестиціями вид ребалансування портфеля цінних паперів має бути другорядним питанням, оскільки економічним підґрунтям їхньої економічної ефективності в довгостроковій перспективі є вибір, купівля та утримання фундаментально привабливих акцій.

Вступ. Розглядаючи питання інвестиційних процесів на фондовому ринку, серед актуальних з них можна виділити тематику диверсифікації та ребалансування портфеля цінних паперів. Як відомо, ребалансування передбачає періодичну купівлю-продаж активів у портфелі для підтримання його початкового або бажаного балансу в розподілі активів. Насамперед створення балансу між окремими частинами передбачає диверсифікацію, яка є засобом зниження рівня ризику.

Особливості диверсифікації та формування окремих частин портфеля цінних паперів, а також призведення його до планових параметрів мають суттєвий вплив на ефективність інвестицій і рівень ризику. Тому питання дослідження особливостей ребалансування відповідного портфеля має актуальне значення, зокрема, коли оптимальні параметри його диверсифікації та ребалансування ще остаточно не визначено.

Цитування: Моргачов І.В. Особливості диверсифікації та ребалансування портфеля цінних паперів: аспекти організації діяльності інвестиційних фондів. *Економіка та право*. 2022, № 1. С. 98—108. <https://doi.org/10.15407/econlaw.2022.01.098>

Ребалансування портфеля цінних паперів тісно пов'язане із питаннями диверсифікації з метою управління ризиком. Однак вплив на рівень ризику і зменшення його рівня зумовлює зворотній вплив на ефективність. Прагнути мінімізувати рівень ризику або зробити цей рівень постійним відносно портфеля цінних паперів, інвестори часто диверсифікують цей портфель та здійснюють його ребалансування під час зміни окремих його часток. У цьому відношенні слід враховувати, що вид або стратегія ребалансування впливає на ефективність відповідного портфеля, а кількісна оцінка зміни рівня його ризику залишається суб'єктивною.

Особливо актуальним питання ребалансування портфеля цінних паперів є в діяльності інвестиційних фондів, оскільки такі суб'єкти часто мають певну політику щодо структури активів і пасивів. Наприклад, такий *ETF*-фонд як *Vanguard S&P-500* в автоматичному режимі копіює структуру фондового індексу *S&P-500*. В Україні вже діють декілька інвестиційних фондів, однак вони містять фундаментальні недоліки [1]. Питання ефективності діяльності відповідних суб'єктів, зокрема, пов'язані із політикою ребалансування портфеля цінних паперів.

Необхідність ребалансування портфеля цінних паперів виникає тільки за умов його диверсифікації як наслідок та логічне продовження, тому ці два питання є взаємопов'язаними. Водночас диверсифікацію використовують як основний засіб зниження рівня ризику в інвестиційних процесах.

Аналіз останніх досліджень та публікацій за тематикою статті дослідження таких авторів, як П.П. Перконос, Л.О. Петик, І.Л. Теліжин, Л.В. Бражник, О.О. Дорошенко, Г. Зелінський, В.В. Кулаженко, В.В. Лазоренко, О.Ф. Кузнецов, Є.В. Коколова, В.В. Гриценко, Т.Д. Косова, Є.І. Овчаренко, Р.В. Овчаренко, Є.А. Івченко, Є.І. Богуславський, М.В. Мироненко [2—10] та ін., свідчить про певний інтерес науковців і практиків до питань інвестиційних процесів на фондовому ринку й, зокрема, диверсифікації та ребалансування портфеля цінних паперів. Особливо актуальною тема відповідного ребалансування є в діяльності інвестиційних фондів та інших інституціональних інвесторів, оскільки саме такі суб'єкти або більшою мірою піклуються про питання управління ризиком, або мають

нормативні вимоги до структури портфеля та стратегії його формування.

На думку ряду дослідників, наприклад Е.І. Богуславського, М.В. Мироненко та О. Опаріної [11—12], диверсифікація як засіб зниження ризику в інвестиційних процесах допомагає протидіяти лише несистемним ризикам, тобто таким, які пов'язані тільки з даним активом.

Незважаючи на глибокі опрацювання тем диверсифікації та структури портфеля цінних паперів, сутності й стратегії його ребалансування, питання поглиблення класифікації її видів, особливостей у частині доцільності та оптимальності використання ще мають резерви для поглиблення.

Метою дослідження є уточнення особливостей диверсифікації та ребалансування портфеля цінних паперів, що забезпечують оптимальність параметрів за рівнем доходності інвестицій та ризику.

Результати дослідження. Балансування портфеля цінних паперів — це формування його структури, виходячи із обраної інвестором стратегії розподілу окремих його часток. Водночас принципи такого розподілу можуть бути різноманітними. Створення балансу має на меті диверсифікацію як важливий захід зниження рівня ризику.

Під час формування портфеля цінних паперів балансування може здійснюватися за такими параметрами:

- 1) за видами активів: акції, облігації;
- 2) за валютами: купуються акції чи облігації в різних валютах;
- 3) за секторами економіки: купуються акції компаній або *ETF*-фонди різних секторів. Наприклад, *ETF*-фонд *Vanguard Information Technology Index Fund ETF Shares (VGT)* спеціалізується на ІТ-секторі;
- 4) за країнами чи регіонами: купуються акції або *ETF*-фонди компаній різних країн чи регіонів. Наприклад, *ETF*-фонд *Vanguard S&P-500 (VOO)* спеціалізується на акціях американських компаній з великим рівнем капіталізації;
- 5) максимальна мінімізація частки окремого активу з метою мінімізації ризику внаслідок його знецінення. Наприклад, доведення питомої ваги за кожною акцією в портфелі не більше 1—2 %. У такому разі під час суттєвого знецінення окремої акції портфель втратить не більше 1—2 %, що є несуттєвою втратою.

Ребалансування портфеля цінних паперів передбачає корегування його структури залежно від зміни цін на активи, що входять до складу такого портфеля. Таке корегування відбувається шляхом продажу одних активів й купівлі інших з метою приведення балансу портфеля цінних паперів у відповідність до певної стратегії розподілу.

Вважається, що ребалансування є заходом захисту інвестора від надмірної емоційності під час ухвалення інвестиційних рішень. Наприклад, інвестор купує активи, коли вони дорожчають на гарних новинах, за високу ціну та продає на фактах або поганих новинах за низькою ціною і отримує збитки. Однак на фондовому ринку здебільшого діють далеко не початківці, тому ребалансування портфеля цінних паперів як захист від емоційних суб'єктивних помилок не є основним її призначенням.

Можна виокремити декілька видів ребалансування, тобто зробити певну класифікацію.

За рівнем добровільності: добровільна та примусова.

Такий критерій класифікацій є характерним для деяких країн, зокрема і України, де щодо інституцій з управління інвестиціями діють положення Закону України від 05.07.2012 № 5080-VI «Про інститути спільного інвестування», який зумовлює ліміти на вкладення коштів в окремі види активів, але тільки для інститутів спільного інвестування. Наявність таких лімітів вимагає здійснення операцій купівлі-продажу згодом, особливо коли ціни на окремі активи суттєво зростають і виводять певний актив з лімітного значення. Насамперед дія Закону України «Про інститути спільного інвестування» поширюється тільки на ті установи, що самі погодилися визнати себе «інститутами спільного інвестування». Також в Україні діють положення таких нормативних актів: Закон України від 07.03.1996 № 85/96-ВР «Про страхування» та розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 14.12.2005 № 5117 «Про затвердження Правил формування обліку та розміщення страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя», що встановлюють ліміти на окремі види активів страхових компаній.

Стаття 48 Закону України «Про інститути спільного інвестування» містить суттєві обме-

ження під час формування структури активів тих інвестиційних фондів в Україні, що підпадають під дію цього нормативу. Зокрема, забороняється «придбавати або додатково інвестувати в акції та облігації іноземних емітентів, емісійні боргові цінні папери міжнародних фінансових організацій, які допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав, більше ніж 20 % загальної вартості активів інституту спільного інвестування». За таких умов більше 50 % ваги активів українських інвестиційних фондів розміщені у депозитах та облігаціях внутрішньої державної позики, що близькі за рівнем дохідності до депозитів. У більшості країн, зокрема й в Україні, ставка дохідності за депозитами дає змогу покрити лише інфляцію за офіційним курсом. Отже, в номінальному вираженні активи фондів зростають, однак в реальному перерахунку на тверду валюту — зменшуються.

Примусове ребалансування портфеля цінних паперів задля виконання положень чинної нормативної бази в діяльності інвестиційних фондів в Україні призводить до програвання в рівні ефективності, як от відставання від американського фондового індексу *S&P-500*.

Ми акцентуємо увагу саме на американському фондовому індексі *S&P-500* як маркері для порівняння дохідності тому, що порівняно з іншими країнами саме його динаміка загалом була сталозростаючою — інвестиційною.

За останні 40 років середнє значення індексу зростало щорічно на 8,75 %. Треба враховувати, що акції компаній з цього індексу торгуються у дол. США. До того ж слід планувати дивіденди, розмір яких у середньому за тими компаніями, що входять до структури індексу, становить 1,5 % річних. Протягом останніх 80-ти років середньорічний темп зростання індексу становив 7,71 %, також слід враховувати і дивіденди. Жодна країна не може похвалитися такими даними упродовж тривалого інтервалу часу (рис. 1).

Уточнимо, що наведені дані відносно середньорічних темпів росту фондового індексу визначались за формулою (*CAGR*):

$$CAGR = \left[\left(\frac{V_N}{V_0} \right)^{\frac{1}{N}} - 1 \right] \cdot 100 \% \quad (1)$$

де V_N — кінцеве значення індексу; V_0 — початкове значення індексу; N — кількість років.

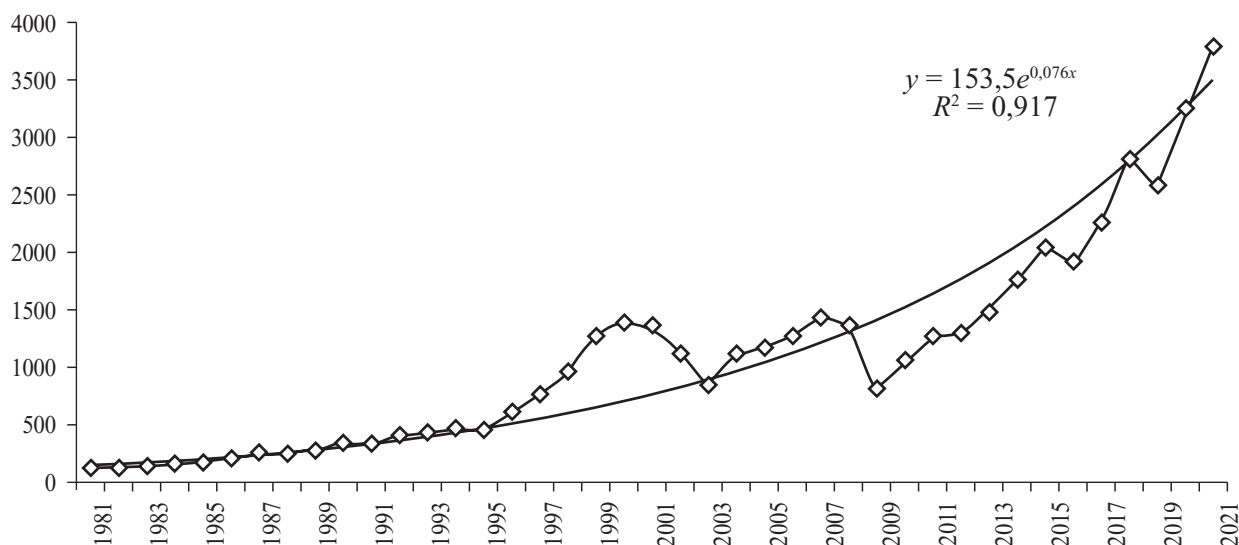


Рис. 1. Динаміка американського фондового індексу S&P-500 (інформацію запозичено з відкритих джерел)

$$N = N_k - N_0 \quad (2)$$

де N_k — кінцевий рік для оцінки; N_0 — початковий рік для оцінки.

У випадку примусового ребалансування вже не виникає питань про оптимальність і доцільність, оскільки необхідно суворо дотримуватися нормативної бази. У випадку добровільного — навпаки, такі питання виникають.

Доволі відомим принципом формування портфеля цінних паперів є так званий всепогодний портфель Рея Даліо (*All Weather Portfolio*), що передбачає довгострокові позиції, але з наявністю ребалансування у випадку суттєвої зміни якоїсь частки. Однак водночас не передбачено хеджування, шортинг та маржева торгівля кредитними коштами. Основна мета (і перевага) цього підходу — мінімізація ризику, оскільки лєвова частка активів вкладається в облігації, золото та сировинні товари: 40 % — довгострокові облігації, 30 — акції, 15 — середньострокові облігації, 7,5 % — золото (акції *ETF*-фондів, що інвестують у банківське золото, акції золотодобувних підприємств як виняток), 7,5 % — сировинні товари (акції *ETF*-фондів, що інвестують у ф'ючерси на сировинні товари, акції сировиннодобувних підприємств як виняток).

Уточнимо, що *ETF*-фонди — це такі інвестиційні фонди, акції яких вільно обертаються на вторинному фондовому ринку. До того ж вони мають певну політику формування активів, наприклад, слідує за певним фондовим індексом. Існують також і *ETF*-фонди, які

купують та зберігають банківське золото (чи інші товари), а інвестор, купуючи акції таких фондів, так опосередковано купує той чи інший товар (золото чи срібло), водночас фізично не маючи такого товару на зберіганні. Слід додати, що відповідні фонди мають певні витрати на утримання, розмір яких, як правило, визначається у відсотках від його капіталу. Для порівняння розмір витрат *ETF*-фонду *Vanguard S&P-500* становить 0,09 % на рік. У більшості випадків *ETF*-фонди є пасивними, тобто не передбачають активного трейдингу. Розмір же витрат на утримання інвестиційних фондів з активним управлінням (трейдингом) може становити 2 % на рік від капіталу під управлінням. Такі вищі витрати пов'язані із винагородою керівників, які ухвалюють рішення на власний розсуд щодо купівлі-продажу активів та мають високий рівень оплати праці. Численні дослідження натомість показали, що фонди з активним управлінням часто не перевершують фондовий індекс S&P-500, що ставить під сумнів їхню доцільність.

Що стосується ребалансування, то необхідність здійснення операцій купівлі-продажу активів виникає, коли суттєво змінюються ціни на складові такого портфеля. Насамперед зміна цін змінює співвідношення його окремих складових. Як правило, облігації майже не змінюються в ціні, але акції — змінюються суттєво. Також суттєво можуть змінюватися ціни на сировинні товари і золото. Логіка ребалансування в такому випадку полягає

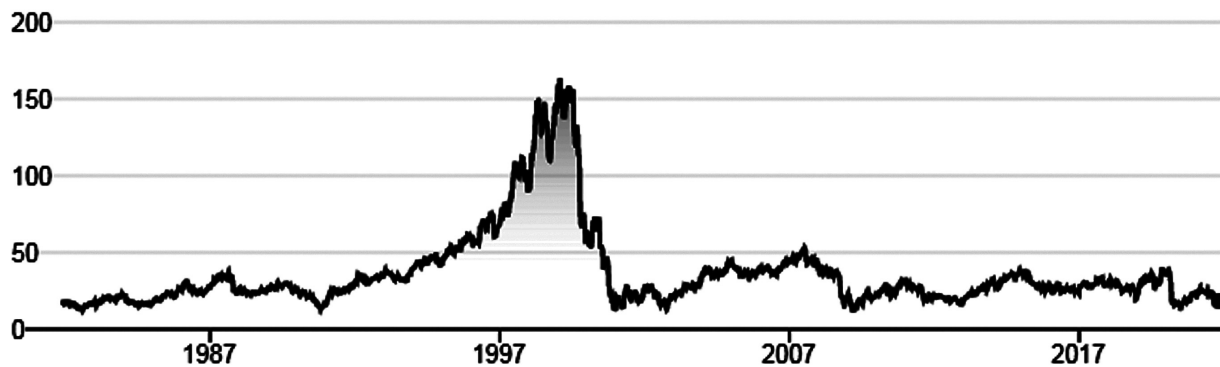


Рис. 2. Динаміка ціни акцій компанії *Xerox* (інформацію запозичено з відкритих джерел)

в поверненні до попередніх параметрів, водночас слід продавати те, що виросло в ціні, а купувати, навпаки, те, що зменшилося. За своєю сутністю такий вид ребалансування можна класифікувати як «фіксація прибутку».

Якщо основною метою формування та ребалансування такого портфеля є контроль за ризиком, параметри якого кількісно визначити майже неможливо, то суттєвим недоліком такого виду ребалансування портфеля цінних паперів є виникнення зобов'язань за податками під час фіксації прибутку. Якщо коливання ціни менше ставки податку, то фіксація прибутку раз на рік або частіше призводить до того, що сума податку з'їдає ефект від трейдингу. До того ж трейдер продає «переможців», а купує «невдах», чим погіршує якість портфеля цінних паперів.

Отже, такий вид ребалансування не є ідеальним, але він страхує від масштабних фінансових криз. Наприклад, коли маємо економічні кризи із суттєвим падінням акцій, ми продаємо облігації та купуємо акції. А в період стрімкого зростання економіки маємо пікові ціни на акції, і тоді ми продаємо акції та купуємо облігації.

Також даний вид портфеля та ребалансування є доцільним на спекулятивному ринку, наприклад, України, Китаю та Європи, однак на ринку США — ні, оскільки цей ринок стало зростає. Те ж саме стосується й окремих акцій: якщо акція стало зростає в ціні, то в портфелі за типом Рея Даліо вона буде поступово продаватися та замінюватися тими, що поступово втрачають в ціні.

Якщо ми визначили вид ребалансування, зокрема фіксація прибутку, то слід визначити і критерій класифікації. Логічно таким критерієм можна визнати вид фіксації результату:

прибуток чи збиток. Отже, за критерієм фіксації результату ребалансування буває таким: фіксація прибутку та фіксація збитку. Якщо вид ребалансування фіксація прибутку існує на прикладі всепогодного портфеля Рея Даліо, то існування виду фіксація збитків може викликати запитання.

Ми пропонуємо прикладом використання цього виду ребалансування визнати логіку формування портфеля такого *ETF*-фонду як *Vanguard S&P-500*, що повністю копіює структуру фондового індексу *S&P-500*. Оскільки цей індекс стало зростає в середньому на рівні 7,71 % річних протягом останніх 80-ти років, то фонд постійно купує акції, які стало зростають в ціні, а продає — які зменшуються. Продаж акцій, що зменшується у ціні, призводить до фіксації збитків. Додатковою позитивною стороною такого виду ребалансування є зобов'язання за податками, оскільки фіксуються загалом збитки.

Однак прямування за структурою індексу може зовсім не означати фіксування саме збитків: під час продажу акцій фактичні ціни можуть передбачати незначний рівень прибутку. Основна роль та перевага *ETF*-фонду як *Vanguard S&P-500* полягає у зростанні капіталу інвестора, а не у фіксації прибутку чи збитку — це є несуттєвим. У такому разі даний вид ребалансування портфеля правильніше визначити як «прямування за індексом».

Недоліком всепогодного портфеля Рея Даліо є також відставання в його ефективності, що складається на 100 % з акцій провідних американських компаній, оскільки в довгостроковій перспективі портфель Рея Даліо поступається фондовому індексу *S&P-500*. Причиною є те, що облігації в довгостроковій перспективі хоч і мають мінімальний рівень

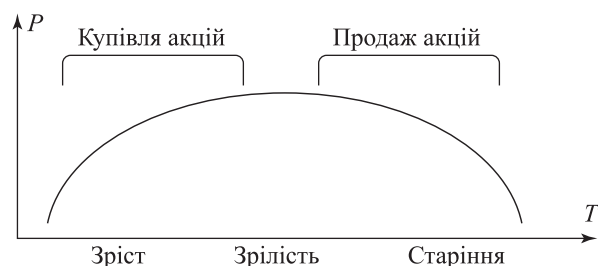


Рис. 3. Логіка ухвалення рішень щодо купівлі-продажу акцій, виходячи з етапів життєвого циклу компанії, де: P — ціна акції, T — час

Таблиця 1. Критерії визначення початку фази старіння компанії та продажу її акцій

Критерій	Значення
Ріст виручки від реалізації за останній рік	0 або < 0
Ріст виручки від реалізації за останні п'ять років	0 або < 0
Відношення ціни акції до прибутку на акцію (P/E)	$>$ аналогів або < 0 внаслідок від'ємного значення прибутку

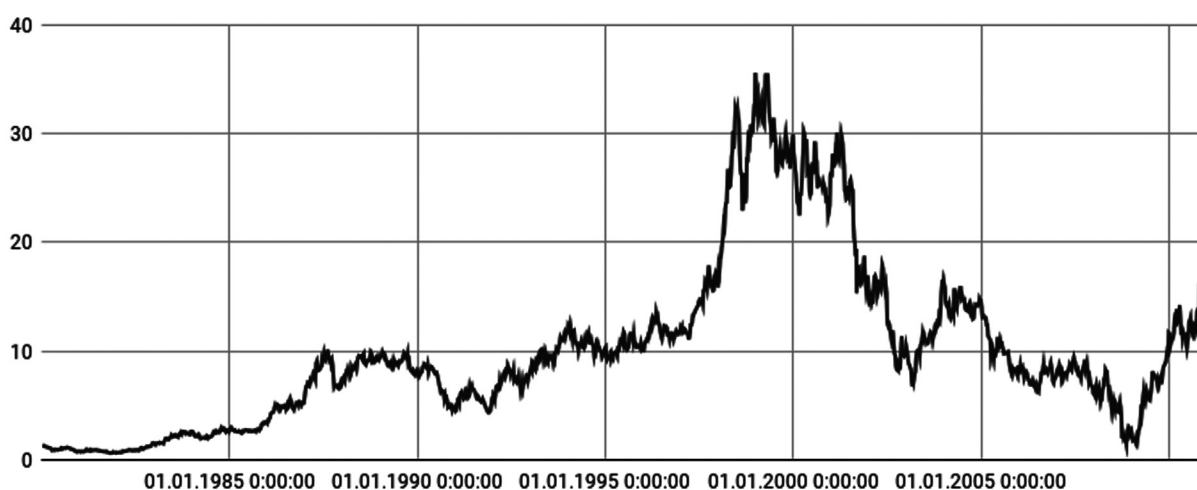


Рис. 4. Динаміка акцій компанії Ford (інформацію запозичено з відкритих джерел)

ризик, однак поступаються за дохідністю акціям корпорацій, що включені до відповідного фондового індексу. У довгостроковій перспективі дохідність за надійними корпоративними облигаціями не перевищує 4 % в дол. США, водночас середньорічний темп зростання індексу на довгій дистанції становить 7,71 % плюс 1,5 % річних дивідендів.

Здавалось би, якщо відомо, що в довгостроковій перспективі цей індекс перевершує всепогодний портфель Рея Даліо, та однаково стало зростає (що мінімізує ризик інвестицій майже до нуля), то оптимальним є вкладання коштів саме в акції відповідних корпорацій або у *ETF*-фонд (наприклад, *Vanguard S&P-500 ETF*), що повторює структуру індексу. Однак це в довгостроковій перспективі, а в певні періоди часу (наприклад, 2008 р., березень 2020 р.) його значення суттєво зменшувалося.

Такі суттєві падіння фондового індексу *S&P-500* давали чудову можливість для купівлі якісних акцій за низькою ціною, для чого необхідно мати ресурси готівки або активів, що майже прирівняні до готівки. Такими актива-

ми є саме облигації, що є ліквідними та можуть бути проданими без втрати процентів за ними. Саме для таких часів і потрібно тримати облигації в портфелі цінних паперів, щоб в умовах чергової кризи та обвалу цін на акції можна було би продати облигації та купувати акції за вигідною ціною. У цьому разі облигації виконують роль вкладу до запитання, який можна використати в будь-який момент часу за гострої необхідності. За такою логікою, із портфеля можна зовсім виключити золото та сировину, а залишити акції та облигації у співвідношенні: 80 : 20, або 90 : 10 — залежно від очікування кризи (суттєвого падіння ринку). Коли очікується суттєве зниження ринку протягом року, потрібно зупинити купівлю акцій, а готівку, що надходить, варто спрямовувати на купівлю облигацій. У період кризи, суттєвого падіння цін на акції — продавати облигації та купувати акції.

Тримання облигацій в портфелі саме для часів криз і суттєвого падіння цін на акції має і свої недоліки. Зокрема, на вторинному ринку у цей період падають ціни не тільки на акції,

але й на облігації, оскільки саме в цей період багато інвесторів продає облігації як з метою придбання акцій, так і з метою підтримки власної ліквідності, коли багато інших активів втратили в ціні. Тому тримання облігацій з метою забезпечення резерву для придбання акцій в момент падіння їхньої ціни доцільно лише для очікування несистемної кризи, тобто кризи для окремого активу.

У випадку добровільного виду ребалансування та відсутності необхідності прямування за певним індексом або маркером (що характерно для індивідуальних інвесторів або інвестиційних фондів з вільною політикою управління активами) можна використовувати комбінований підхід, який полягає у відсутності жорстких цільових орієнтирів і параметрів. Тобто ребалансування майже немає, однак все

ж відбувається, коли певні активи втрачають фундаментальну привабливість і їх продають. Продаж фундаментально-привабливих активів не відбувається взагалі, навіть якщо вони суттєво зростають у ціні. Регулювання часток портфеля відбувається тільки купівлею додаткових активів за наявності або надходження готівки.

Добровільний вид ребалансування також виникає у випадку, коли інвестор переглянув фундаментальні показники й прогнози щодо певної компанії та ухвалив рішення її продати чи купити. Кожний товар та компанія має певний життєвий цикл, що позначається на динаміці її акцій. Інвестору важливо вчасно визначити, коли саме компанія перейшла до фази старіння та занепаду, щоб її продати. Наприклад, колись компанії *Xerox* пророкували вели-

Таблиця 2. Класифікація видів ребалансування портфеля цінних паперів

Критерій класифікації	Вид ребалансування	Недолік	Перевага
Рівень добровільності	Повністю добровільна	Не визначено	Можливість широкого маневру та вибору стратегій
Фіксація результату	Примусова для виконання вимог нормативної бази Фіксація прибутку Фіксація збитку	Суттєве обмеження ефективності Зростання податків. Не підходить до ринків та акцій, що стало зростають у ціні. Обмеження ефективності Недоцільне для спекулятивних ринків та цінних паперів	Відсутність конфліктів з органами влади Підходить для спекулятивних ринків та цінних паперів Оптимально для інвестиційних ринків та акцій, що стало зростають у ціні
Цільова спрямованість	Прямування за індексом (або певним маркером) Дотримання власної стратегії Продаж активів тільки у випадку втрати фундаментальної привабливості. Зміна часток портфеля шляхом купівлі додаткових активів під час надходження або появи готівки	Пояснюється недоліками відповідного індексу (маркеру) Негативний ефект надмірної самовпевненості Нівелюються переваги диверсифікації: порушується баланс між складовими частками портфеля	Пояснюється перевагами відповідного індексу (маркеру) Можливість широкого маневру та вибору стратегій Низький рівень податків, комісійних. Відсутність втраченої вигоди через продаж привабливих активів
Періодичність	Раз на рік Раз на квартал (або частіше) Без визначеного терміну	З'являються податкові зобов'язання Збільшення суми податків та комісійних, збільшення ризику внаслідок інтенсифікації трейдингу Незрозуміла регулярність та часові параметри контролю	З'являється певна регулярність Можливість збільшення прибутку на волатильному та спекулятивному ринку Можливість оптимізації податків і параметрів портфеля

ке майбутнє (на початку 1990-х рр. компанія була піонером масового випуску копіювальних апаратів), експерти вірили у постійне зростання її виручки та прибутків. Однак на початку 2000-х рр. у компанії з'явилися конкуренти, продукція перестала мати суттєві конкурентні переваги, знизилася прибутки та виручка, а ціна акції стала стрімко знижуватися (рис. 2).

За таких умов (як із компанією *Xerox*) інвестору важливо вчасно продати безперспективний актив. Водночас важливо продати на піці зростання та більше ніколи не купувати. Для цього стратегія ребалансування за типом Рея Даліо не є придатною, однак доцільнішою є стратегія «фіксація збитків» або «прямування за індексом (наприклад, *S&P-500*)». До того ж фіксація збитків у випадку із компанією *Xerox* передбачала би продаж акцій ще 1999 р., як з'явилися перші збитки після піку у 1998 р., коли вже намітилися перші ознаки старіння та занепаду компанії.

Якщо «приміряти» модель всепогодного портфеля Рея Даліо як виду ребалансування портфеля цінних паперів до компанії *Xerox*, то інвестор мав вже 1997 р. продати акції компанії, оскільки саме у цьому році вони суттєво зросли в ціні, та купити 2000 р., коли вони суттєво впали. Однак вже 2000 р. компанія втратила фундаментальні переваги, тому сліпе використання такого виду ребалансування стало би фатальним.

Саме об'єктивна наявність життєвого циклу компаній зумовлює доцільність продажу їхніх акцій з часом, коли вони втрачають фундаментальні переваги, отже ребалансування портфеля цінних паперів у довгостроковій перспективі є необхідним. Однак необхідність такого продажу зовсім не спричинена кон'юнктурною зміною ціни. Ціна може знизитися, проте за фундаментальними чинниками все ж є доцільним продаж акцій для мінімізації втраченої вигоди.

Приклад компанії *Xerox* є не зовсім зручним для інвесторів, оскільки ціна акції компанії в короткий період часу стрімко зросла, а також і стрімко впала внаслідок втрати фундаментальних переваг. За таких умов інвесторам вчасно проблематично зрозуміти та усвідомити необхідність продажу акцій внаслідок втрати фундаментальних переваг. Зручнішою для ухвалення рішень є рівномірна динаміка ціни акцій, як показано на рис. 3.

В умовах рівномірності зміни фаз життєвого циклу компанії нами пропонується визначити точку продажу акції за певними критеріями (табл. 1).

Фаза життєвого циклу компанії пов'язана із фазою життєвого циклу її продукції. Якщо компанія впроваджує та пропонує на ринку нові види продукції, динаміка її акцій може не мати чітко визначеного відношення до певного циклу, як у випадку з компанією *Ford* (рис. 4). 2021 р. компанія почала виробництво електромобілів — нового виду продукції для себе, тому ціна акцій компанії пішла вгору. Водночас 2019 р. компанія мала ознаки перебування на стадії «старіння». До того компанія була відома впровадженням інноваційних методів виробництва автомобілів на початку ХХ ст. (конвеєрного виробництва) та захвату майже усього ринку США. Однак згодом, вже у ХХІ ст., з ринку США компанію почали витіснити дешевші азіяські конкуренти.

Отже, можна представити узагальнену класифікацію видів ребалансування портфеля цінних паперів (табл. 2).

З наведених видів ребалансування як основні потрібно виокремити такі: фіксація прибутку та прямування за індексом (як правило — фіксація збитків).

Незважаючи на різновиди такого ребалансування, слід визнати, що основною метою інвестиційних процесів, зокрема у діяльності інвестиційних фондів, мають бути довгострокові цілі зі сталого зростання капіталу, а не спекулятивний прибуток, що збільшує накладні витрати та суму податків. Саме тому у випадку із відсутністю всіляких обмежень треба обирати такі види ребалансування, що є доцільними для інвестиційних ринків та акцій, які стало зростають у ціні. Однак саме вибір таких акцій та ринків є економічним підґрунтям ефективності інституцій з управління інвестиціями, а не використання якихось видів ребалансування портфеля цінних паперів.

Висновки. У довгостроковій перспективі ребалансування портфеля цінних паперів є необхідним внаслідок об'єктивного існування життєвого циклу компаній, що зумовлює важливість вчасного продажу їхніх акцій.

Розглянуті особливості формування структури портфеля цінних паперів дали змогу

уточнити класифікацію видів його ребалансування та визначити переваги й недоліки кожного з них.

Визначено, що основним недоліком такого виду ребалансування як фіксація прибутку (що часто використовується під час формування портфеля з метою фіксації ризику на прикладі всепогодного портфелю Рея Даліо) є суттєве зростання податків та погіршення структури портфеля внаслідок продажу активів, що стало зростають у ціні, й купівлі тих, що зменшуються. Такий вид ребалансування не є оптимальним для ринків (наприклад, США) та акцій, які стало зростають у ціні, однак є доцільним для спекулятивних волатильних ринків (Китай та інші країни Східної Азії) й активів.

Основною альтернативою такого виду ребалансування є фіксація збитків або прямування за певним індексом. Прикладом практичного використання такого виду визнано *ETF*-фонд *Vanguard S&P-500*, який повністю повторює структуру фондового індексу *S&P-500*, водночас купує акції, які зростають в ціні, та продає ті, що знизилися. Такий вид ребалансування портфеля цінних паперів визнано оптимальним для ринків та акцій, що стало зростають.

Альтернативою цих обох видів ребалансування є такий, що передбачає продаж активів тільки у випадку втрати фундаментальної привабливості. Зміна часток портфеля здійснюється шляхом купівлі додаткових активів під час надходженні або появи готівки. Однак

у цьому випадку майже повністю нівелюються цільові орієнтири диверсифікації в частині управління ризиком.

Визначено, що тримання облігацій у портфелі з метою забезпечення резерву для придбання акцій в момент падіння їхньої ціни доцільно лише для очікування несистемної кризи, тобто кризи для окремого активу.

У діяльності інституцій з управління інвестиціями вид ребалансування портфеля цінних паперів має бути другорядним питанням, оскільки економічним підґрунтям їхньої економічної ефективності в довгостроковій перспективі є вибір, купівля та утримання фундаментально привабливих акцій.

Суди відмовляють у задоволенні відповідних позовів громадських об'єднань, заявлених стосовно порушень у сфері містобудування, з огляду на відсутність їхньої матеріально-правової заінтересованості у справах, не доведення ними наявності законного інтересу у спірних правовідносинах.

Доцільно проводити подальше наукове дослідження з даної проблематики, аналізуючи відповідні позови через категорію позовів *actio popularis*, позовів у публічних інтересах, в інтересах невизначеної кількості осіб. Водночас варто розпочинати опрацьовувати питання про закріплення в законодавстві права громадських об'єднань на захист у суді прав та законних інтересів їхніх членів у сфері містобудування, враховуючи масштаби незаконних забудов у країні.

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Моргачов І.В. Фундаментальні проблеми інвестиційних фондів в Україні з погляду комплементарного пенсійного забезпечення громадян. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки*. 2021. № 5. Т. 1. С. 57—62. [https://www.doi.org/10.31891/2307-5740-2021-298-5\(1\)-10](https://www.doi.org/10.31891/2307-5740-2021-298-5(1)-10)
2. Перконос П.П. Розміщення активів інвестиційних фондів: практика в Україні та світовий досвід. *Інвестиції: практика та досвід*. 2011. № 20. С. 40—43.
3. Петик Л.О., Теліжин І.Л. Діяльність інститутів спільного інвестування в Україні: стан та перспективи. *Молодий вчений*. 2019. № 11 (75). С. 587—590. <https://doi.org/10.32839/2304-5809/2019-11-75-125>
4. Бражник Л.В., Дорошенко О.О. Діяльність інститутів спільного інвестування в Україні. *Інфраструктура Ринку*. 2020. Вип. 42. С. 279—284. <https://doi.org/10.32843/infrastruct42-47>
5. Žilinskij G. Investment Portfolio Rebalancing Decision Making. *European Scientific Journal*. 2015. Vol. 3 (1). P. 61—69.
6. Кулаженко В.В., Лазоренко В.В., Кузнецов О.Ф., Кокколова Є.В. Розробка алгоритму розрахунку ефективності ребалансованого портфеля цифрових активів. *Ефективна економіка*. 2021. № 1. <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.1.106>
7. Rattray S., Granger N., Harvey C.R., Hemert O. Van. Strategic Rebalancing. *The Journal of Portfolio Management*. 2020. Special Iss. 46 (6). P. 10—31. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.1.150>
8. Гриценко В.В. Інвестиційні фонди: стан та перспективи розвитку. *Вісник економічної науки України*. 2008. № 2. С. 27—31.

9. Косова Т.Д. Фінансові інститути в системі управління інвестиційним процесом. ДонНУЕТ ім. Михайла Туган-Барановського. Донецьк, 2008. 338 с.
10. Моргачов І.В., Овчаренко Є.І., Овчаренко Р.В., Івченко Є.А. Передумови створення та регулювання регіональних інвестиційних фондів. *Державне управління: удосконалення та розвиток. Електронне видання*. 2020. № 10. URL: <http://dspace.snu.edu.ua:8080/jspui/handle/123456789/3689> (дата звернення: 01.10.2021).
11. Богуславський Є.І., Мироненко М.В. Роль диверсифікації при формуванні інвестиційного портфеля. *Ефективна економіка*. 2015. № 11. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/11_2015/23.pdf (дата звернення: 01.10.2021).
12. Богуславський Є.І., Опаріна О.В. Диверсифікація інвестицій. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 21. С. 40–48.

Надійшла 10.10.2021

REFERENCES

1. Morhachov I.V. Fundamentalni problemy investytsiinykh fondiv v Ukraini z pohliadu komplementarnoho pensiinoho zabezpechennia hromadian. *Visnyk Khmelnytskoho natsionalnoho universytetu. Ekonomichni nauky*. 2021. No. 5. Vol. 1. P. 57-62. [https://www.doi.org/10.31891/2307-5740-2021-298-5\(1\)-10](https://www.doi.org/10.31891/2307-5740-2021-298-5(1)-10) [in Ukrainian].
2. Perkonas P.P. Rozmishchennia aktyviv investytsiinykh fondiv: praktyka v Ukraini ta svitovy dosvid. *Investytsii: praktyka ta dosvid*. 2011. No. 20. P. 40-43 [in Ukrainian].
3. Petyk L.O., Telizhyn I.L. Diialnist instytutiv spilnoho investuvannia v Ukraini: stan ta perspektyvy. *Molody vchenyi*. 2019. No. 11 (75). P. 587-590. <https://doi.org/10.32839/2304-5809/2019-11-75-125> [in Ukrainian].
4. Brazhnyk L.V., Doroshenko O.O. Diialnist instytutiv spilnoho investuvannia v Ukraini. *Infrastruktura Rynku*. 2020. Iss. 42. P. 279-284. <https://doi.org/10.32843/infrastruct42-47> [in Ukrainian].
5. Žilinskij G. Investment Portfolio Rebalancing Decision Making. *European Scientific Journal*. 2015. Vol. 3 (1). P. 61-69.
6. Kulazhenko V.V., Lazorenko V.V., Kuznetsov O.F., Kokolova Ye.V. Rozrobka alhorytmu rozrakhunku efektyvnosti rebalansovanoho portfelia tsyfrovyykh aktyviv. *Efektivna ekonomika*. 2021. No. 1. <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.1.106> [in Ukrainian].
7. Rattray S., Granger N., Harvey C.R., Hemert O. Van. Strategic Rebalancing. *The Journal of Portfolio Management*. 2020. Special Iss. 46 (6). P. 10-31. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.1.150>
8. Hrytsenko V.V. Investytsiini fondy: stan ta perspektyvy rozvytku. *Visnyk ekonomichnoi nauky Ukrainy*. 2008. No. 2. P. 27-31 [in Ukrainian].
9. Kosova T.D. Finansovi instytuty v systemi upravlinnia investytsiinyim protsesom. DonNUET im. Mykhaila Tuhana Baranovskoho. Donetsk, 2008. 338 p. [in Ukrainian].
10. Morhachov I.V., Ovcharenko Ye.I., Ovcharenko R.V., Ivchenko Ye.A. Peredumovy stvorennia ta rehuliuвання rehionalnykh investytsiinykh fondiv. *Derzhavne upravlinnia: udoskonalennia ta rozvytok. Elektronne vydannia*. 2020. No. 10. URL: <http://dspace.snu.edu.ua:8080/jspui/handle/123456789/3689> [in Ukrainian].
11. Bohuslavskiy Ye.I., Myronenko M.V. Rol dyversyfikatsii pry formuvanni investytsiinoho portfelia. *Efektivna ekonomika*. 2015. No. 11. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/11_2015/23.pdf [in Ukrainian].
12. Bohuslavskiy Ye.I., Oparina O.V. Dyversyfikatsiia investytsii. *Investytsii: praktyka ta dosvid*. 2016. No. 21. P. 40-48 [in Ukrainian].

Received 10.10.2021

I.V. Morhachov

Volodymyr Dahl East Ukrainian National University, Sievierodonetsk, Ukraine
orcid.org/0000-0002-4347-3153

FEATURES OF DIVERSIFICATION AND REBALANCING OF THE SECURITIES PORTFOLIO: ASPECTS OF ORGANIZATION OF INVESTMENT FUNDS

Features of diversification and formation of individual parts of the securities portfolio, as well as the parameters of bringing it to the planned parameters have a significant impact on investment efficiency and risk. The urgency of rebalancing the securities portfolio in the activities of investment funds has been clarified, as such entities often have a certain policy on the structure of assets and liabilities. The aim of the work is to clarify the features of rebalancing the securities portfolio, which ensure the optimal parameters for the level of return on investment and risk. The need to rebalance the portfolio of securities in the long run due to the objective existence of the life cycle of companies, which determines the importance of timely sale of their shares. The connection between the peculiarities of rebalancing the securities portfolio and the issues of its risk and efficiency is clarified. Features of different types of such rebalancing from the point of view of influence on balance of risk and efficiency are considered. No type of rebalancing can achieve both risk minimization and efficiency maximization. The classification of types of corresponding rebalancing is carried out. The optimality of the type of rebalancing of the securities portfolio depending on the market features is specified: speculative or investments;

and the impact of taxation on the intensity of asset purchase and sale transactions was defined. The main disadvantage of this type of rebalancing as profit-taking is a significant increase in taxes and deterioration of the portfolio structure due to the sale of assets, which are constantly rising in price and purchase of bad assets. This type of rebalancing is not optimal for markets (e.g., the US) and stocks that are constantly rising in price, but is appropriate for speculative volatile markets (e.g., China and East Asia) and assets. The main alternative to this type of rebalancing is to record losses or follow a certain index. An example of the practical use of this type is the Vanguard S&P 500 ETF, which completely repeats the structure of the S&P 500 stock index while buying stocks that rise in price and sells, on the contrary, decreased. This type of rebalancing of the securities portfolio is considered optimal for emerging markets and stocks. An alternative to these two types of rebalancing is one that involves the sale of assets only in the event of a loss of fundamental attractiveness. The change of portfolio shares is carried out by purchasing additional assets upon receipt or appearance of cash. However, this almost eliminates the targets of diversification in terms of risk management. Criteria for determining the stage of aging of the company and the time of sale of its shares are proposed. It has been established that holding bonds in a portfolio in order to provide a reserve for acquiring shares at the time of their price fall is advisable only when expecting a non-systemic crisis, that is, a crisis for an individual asset; in the activities of investment management institutions, the type of rebalancing of the securities portfolio should be a secondary issue, as the economic basis for their economic efficiency in the long run is the selection, purchase and holding of fundamentally attractive shares.

Keywords: securities portfolio, diversification, rebalancing, stocks, bonds, investment fund.