

IZBOR IZMEĐU AKTIVNE I PASIVNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA PORTFOLIOM

Miljan Leković

Univerzitet u Kragujevcu, Fakultet za hotelijerstvo i turizam u Vrnjačkoj Banji
Vrnjačka Banja, Srbija
m.lekovic@kg.ac.rs

Apstrakt

U relevantnoj finansijskoj literaturi decenijama se vodi rasprava o izboru između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom. U nameri da se obogati domaća literatura iz ove oblasti u radu su predstavljene osnovne karakteristike ovih strategija uz apostrofiranje njihovih pozitivnih i negativnih aspekata. Cilj istraživanja je traženje odgovora na pitanja koja je od navedenih strategija upravljanja portfoliom superiornija. Iznošenjem argumenata u korist i protiv izbora aktivne i pasivne portfolio strategije, zaključeno je da ni jedna ni druga strategija nisu savršene i da se ne može govoriti o superiornosti aktivnog ili pasivnog portfolio menadžmenta, jer obe strategije i oba modela upravljanja portfoliom sadrže podjednako ozbiljne nedostatke koji ih sprečavaju da ostvare superiornost. Rešenje problema treba potražiti u primeni hibridne portfolio strategije koja istovremeno integriše prednosti i ublažava nedostatke ovih strategija.

Ključne riječi: aktivna portfolio strategija, pasivna portfolio strategija, hibridna portfolio strategija.

CHOICE BETWEEN ACTIVE AND PASSIVE PORTFOLIO MANAGEMENT STRATEGY

Abstract

Relevant financial literature has for decades recorded debates about the choice between active and passive portfolio management strategy. In order to enrich domestic literature in this field, the paper presents the basic characteristics of these strategies, at the same time pointing to their positive and negative aspects. The aim of the research is to answer the question of which of these portfolio management strategies is superior. By putting forward arguments in favor of and against the choice of active and passive portfolio strategy, it is concluded that neither strategy is perfect and that it is impossible to talk about the superiority of active or passive portfolio management, as both strategies and both portfolio management models contain equally serious shortcomings that prevent them from achieving superiority. Problem solution should be sought in the implementation of a hybrid portfolio strategy that simultaneously integrates benefits and alleviates the disadvantages of these strategies.

Key word: active portfolio strategy, passive portfolio strategy, hybrid portfolio strategy

JEL codes: G00, G11

UVOD

Portfolio menadžment, zasnovan na dostignućima savremene portfolio teorije, predstavlja jedan od osnovnih zadataka finansijskih stručnjaka širom sveta. Portfolio menadžment podrazumeva sve procese uključene u kreiranje, održavanje i, po potrebi, revidiranje investicionog portfolija. Sa promenom tržišnih uslova i pojavom novih informacija, izabrani optimalni portfolio mora biti revidiran kako bi zadržao superiornost u odnosu na alternativne investicije. Stoga, nijedan portfolio nije dugoročno optimalan, što portfolio menadžmentu daje epitet dinamičnog i kontinuiranog procesa bez kraja.

Među strategijama portfolio menadžmenta razlikuju se agresivne strategije koje nastoje da maksimiraju prinos, svesne visokog rizika ulaganja i konzervativne strategije koje za cilj imaju minimiziranje rizika ulaganja, svesne ograničenja kada je potencijalni prinos u pitanju. Agresivnim strategijama upravljanja portfoliom odgovaraju aktivne portfolio strategije, dok konzervativnim strategijama portfolio menadžmenta odgovaraju pasivne portfolio strategije. Decenijama se postavlja pitanje izbora između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom, a poslednjih godina važnu ulogu ima i hibridna portfolio strategija, kao kombinovani pristup koji sadrži elemente i jedne i druge strategije.

Imajući u vidu napred navedeno, predmet istraživanja su različite strategije upravljanja portfoliom. Cilj istraživanja je da se kroz predstavljanje pozitivnih i negativnih aspekata aktivne i pasivne portfolio strategije odgovori na pitanje koja je od navedenih strategija superiornija.

Vodeći računa o opredeljenom predmetu i definisanom cilju istraživanja, u radu će nakon uvodnih razmatranja biti predstavljene osnovne karakteristike aktivne portfolio strategije i osnovne faze aktivnog portfolio menadžmenta, uz neizostavnu analizu najčešće primenjivanih aktivnih strategija upravljanja portfoliom. Potom će biti opisane odlike pasivne portfolio strategije i izvršena analiza popularnih pasivnih strategija portfolio menadžmenta. U četvrtom delu rada biće reči o hibridnoj portfolio strategiji koja nastoji da iskoristi pozitivne, a ublaži i eliminiše negativne strane aktivne i pasivne portfolio strategije. Konačno, u poslednjem, zaključnom delu rada sumiraće se izloženi stavovi i uputiti predlog portfolio menadžerima o izboru optimalne strategije upravljanja portfoliom.

AKTIVNA PORTFOLIO STRATEGIJA – „TRAGANJE ZA POBEDNICIMA”

Aktivna portfolio strategija je zadržala epitet dominantne strategije upravljanja portfoliom uprkos sve manjem broju dokaza njene superiornosti. U savremeno doba pasivno upravljani portfoliji predstavljaju jedan od najbrže rastućih proizvoda finansijskog tržišta, ali se većinom portfolija hartija od vrednosti još uvek aktivno upravlja.

Aktivna portfolio strategija polazi od pretpostavke tržišne neefikasnosti koja pruža priliku za postizanjem natprosečnih prinosa. Nasuprot zagovornicima pasivnog upravljanja portfoliom koji tvrde da su tržišta kapitala dovoljno efikasna da spreče

ostvarivanje natprosečnih prinosa, zagovornici aktivnog upravljanja portfoliom smatraju da su tržišta kapitala dovoljno neefikasna da opravdaju traganje za pogrešno ocenjenim hartijama od vrednosti [23]. Umesto kreiranja dobro diversifikovanog portfolija sa prosečnim tržišnim performansama, aktivni portfolio menadžer pokušava da otkrije pogrešno vrednovane hartije od vrednosti i „pobedi” tržište. Zadatak aktivnog portfolio menadžera je da putem detaljne analize i procene otkrije najprofitabilnije klase aktive i najprofitabilnije hartije od vrednosti u okviru svake klase. Drugim rečima, aktivni portfolio menadžer nastoji da u portfolio uključi „pobedničku” klasu aktive i u okviru nje „pobedničke” hartije od vrednosti. Kreirani portfolio se potom konstantno rebalansira na osnovu najsvežijih informacija i procena, a sve u cilju postizanja natprosečnih rezultata.

Nije teško zaključiti da aktivna portfolio strategija predstavlja skup način upravljanja portfoliom. U poređenju sa pasivnim portfolio menadžmentom, aktivno upravljanje portfoliom podrazumeva veće analitičke napore i samim tim veće troškove analize hartija od vrednosti i veće troškove upravljanja portfoliom (menadžerske provizije). Takođe, usled čestih kupovina i prodaja hartija od vrednosti, aktivni portfolio menadžment podrazumeva veće transakcione troškove i veće poreze na kapitalnu dobit. Pored navedenog, aktivni portfolio, po svojoj prirodi, sadrži i veći nesistemske rizik u poređenju sa pasivnim (indeksnim) portfoliom. Ipak, zagovornici aktivne portfolio strategije smatraju da aktivno upravljanje portfoliom uspeva da kompenzuje opisane troškove i opravda uložena sredstva. Oni takođe ističu da aktivni portfolio menadžeri, traganjem za potcenjenim i precenjenim hartijama od vrednosti utiču na otklanjanje ove potcenjenosti ili precenjenosti i samim tim doprinose efikasnijoj alokaciji kapitala [15].

Aktivno upravljane investicijama se u finansijskoj literaturi često poistovećuje sa klađenjem [20], usled velike neizvesnosti u pogledu budućeg kretanja cena i prinosa hartija od vrednosti. Stoga, aktivna portfolio strategija ne odgovara konzervativnim, već agresivnim (najčešće mladim i bogatim) investitorima sa visokim nivoom tolerancije rizika. Uprkos sve manjem broju dokaza u korist superiornosti aktivnog upravljanja portfoliom, agresivni investitori veruju da će baš njihov portfolio menadžer uspeti da nadmaši tržište. Prema Elton et al. [7], optimizam investitora podseća na rezultate jednog istraživanja u kojem se čak 87,5% studenata izjasnilo da očekuje da će završiti studije među 10% najboljih studenata.

Četiri osnovne faze ili aktivnosti aktivnog portfolio menadžmenta su: alokacija aktive (asset allocation), izbor sektora ili grupe (sector selection/group selection), izbor pojedinačnih hartija od vrednosti (security selection) i tajming tržišta (market timing). U okviru prve faze portfolio menadžer odlučuje o distribuciji sredstava u različite klase aktive (akcije, obveznice, instrumenti novčanog tržišta i sl). Odluka o alokaciji aktive zavisi, pre svega, od investitorovog nivoa tolerancije rizika i od procene portfolio menadžera po pitanju budućih performansi različitih klasa aktive. Važnost odluke o alokaciji aktive se ogleda u njenom dominantnom uticaju na performanse portfolija. Izbor najprofitabilnije klase aktive je, po pravilu, važniji za performanse portfolija od izbora najprofitabilnijih hartija od vrednosti u okviru pojedinačnih klasa aktive [2].

Nakon donošenja odluke o alokaciji aktive, portfolio menadžer vrši izbor pojedinačnih sektora u okviru odabranih klasa aktive. U slučaju obveznica sektori

moгу biti sektor kratkoročnih, sektor srednjoročnih i sektor dugoročnih obveznica, ili u slučaju akcija, bankarski sektor, industrijski sektor, uslužni sektor i sl. Portfolio menadžeri, uvereni da udeo pojedinih sektora u tržišnom portfoliju nije optimalan, drže veći ili manji udeo jednog ili više sektora u odnosu na tržišni prosek. Veći udeo u odnosu na tržišni prosek imaju sektori za koje je portfolio menadžer procenio da su potcenjeni, dok manji udeo u odnosu na tržišni prosek imaju precenjeni sektori. Izbor sektora se u finansijskoj literaturi naziva još i rotacija sektora (sector rotation), jer portfolio menadžeri menjaju udele sektora u portfoliju onako kako se menjaju njihove procene o budućim performansama. Investitori koji ne vrše rotaciju sektora, tj. ne menjaju sektore u koje investiraju, već biraju uvek hartije od vrednosti jednog sektora nazivaju se specijalisti (specialists). Oni se, na primer, mogu specijalizovati za investiranje u akcije koje karakteriše stalni rast (growth stock managers), akcije uslužnog sektora (utility stock managers), akcije industrijskog sektora (industry stock managers) i sl. Prema Elton et al. [7], dva osnovna razloga za specijalizaciju su: 1) verovanje da je izabrani sektor konstantno potcenjen i 2) uverenje da je portfolio menadžer sposobniji da izabere potcenjene hartije od vrednosti u okviru datog sektora, nego li u okviru bilo kog drugog sektora.

Naredna aktivnost aktivnog portfolio menadžera je izbor pojedinačnih hartija od vrednosti u okviru odabranih sektora. Portfolio menadžer vrši izbor pod uverenjem da je većina hartija od vrednosti pravilno vrednovana, ali da ipak postoje potcenjeni i precenjeni vrednosni papiri. Namera portfolio menadžera je da kreira aktivni portfolio koji će, u odnosu na tržišni portfolio, imati manji udeo precenjenih hartija od vrednosti i veći udeo potcenjenih hartija od vrednosti. Prema Blake [2], kreirani aktivni portfolio se može posmatrati kao kombinacija tržišnog portfolija i paralelnih opklada (side bets):

$$A = M + \Delta, \quad (1)$$

gde su:

A – aktivni portfolio,

M – tržišni portfolio,

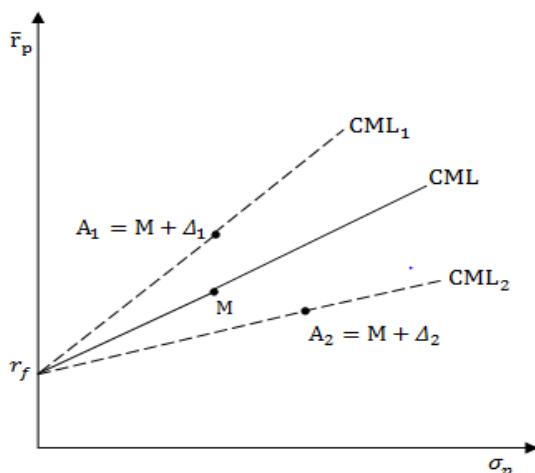
Δ – paralelna opklada.

Ukoliko aktivni portfolio menadžer proceni da je određena hartija od vrednosti precenjena kupiče je u manjem udelu od tržišnog, ili je uopšte neće uključiti u svoj portfolio. Samim tim, on će zauzeti suprotnu poziciju u odnosu na nekog drugog aktivnog portfolio menadžera, koji će ovu hartiju od vrednosti kupiti u većem udelu od tržišnog. Ovo je igra sa nultim rezultatom (*zero-sum game*) gde dobitak ili gubitak jednog učesnika tačno odgovara gubitku ili dobitku drugog. Na osnovu navedenog zaključuje se da je izbor hartija od vrednosti praćen opkladama portfolio menadžera od kojih jedni veruju da je udeo određenih hartija od vrednosti u tržišnom portfoliju veći od optimalnog, a drugi da je udeo tih istih hartija od vrednosti u tržišnom portfoliju manji od optimalnog.

Na Slici 1 prikazana je komparacija dva aktivna portfolija A_1 i A_2 sa tržišnim portfoliom M. Budući da se aktivni portfolio A_1 , sa opkladom Δ_1 , nalazi na višoj liniji tržišta kapitala (*Capital Market Line – CML*) u odnosu na tržišni portfolio M, jasno je da će bilo koja kombinacija portfolija A_1 i bezrizične aktive dominirati nad kombinacijama tržišnog portfolija M i bezrizične aktive. Dakle, portfolio menadžer

koji je kreirao portfolio A_1 poseduje selekcionu sposobnost (*selection ability*) i uspeva da „pobedi” tržište. S druge strane, aktivni portfolio A_2 , sa opkladom Δ_2 , se nalazi na nižoj liniji *CML* u odnosu na tržišni portfolio *M*. Stoga, bilo koja kombinacija portfolija A_2 i bezrizične aktive je inferiorna u odnosu na kombinacije tržišnog portfolija *M* i bezrizične aktive. Dakle, portfolio menadžer koji je kreirao portfolio A_2 ne poseduje selekcionu sposobnost i postiže ispodprosečne rezultate.

Slika 1. Komparacija aktivnih portfolija sa tržišnim portfoliom



Izvor: Blake, D. (2000). *Financial market analysis*. Chichester, England: John Wiley & Sons Ltd.

Poslednja faza aktivnog portfolio menadžmenta je tajming tržišta, pod kojim se podrazumeva praćenje tržišta u smislu predviđanja tržišnih fluktuacija. Uspešan tajming tržišta podrazumeva kupovinu hartija od vrednosti pre nego što donesu visoke pozitivne prinose i njihovu prodaju pre nego što prinosi postanu negativni. Tržišni tajming se u finansijskoj literaturi naziva još i dinamička alokacija aktive (*dynamic asset allocation*).

Tajming tržišta, u smislu donošenja pravovremenih odluka usklađenih sa trenutnom situacijom na tržištu, ekvivalentan je prilagođavanju bete portfolija izmenjenim tržišnim uslovima i okolnostima. Ukoliko očekuju rast tržišta portfolio menadžeri povećavaju betu portfolija kupovinom rizičnih hartija od vrednosti sa visokim beta koeficijentom. Na ovaj način portfolio postaje ofanzivniji, što u periodu rastućeg tržišta implicira više prinose. S druge strane, ukoliko očekuju pad tržišta portfolio menadžeri nastoje da smanje betu portfolija kupovinom manje rizičnih hartija do vrednosti sa niskim beta koeficijentom. Na ovaj način portfolio postaje defanzivniji, što u periodu opadajućeg tržišta znači manje gubitke. Međutim, nedostatak opisanog načina upravljanja portfoliom su visoki transakcioni troškovi. Stoga se kao alternativni metod primenjuje držanje konstantnog portfolija rizične aktive, a povećavanje ili smanjivanje bete portfolija putem smanjivanja ili povećavanja udela gotovine u portfoliju. Ovaj način upravljanja portfoliom iziskuje niže troškove, jer su

zauzimanje pozicije u gotovini i izlazak iz ove pozicije jeftiniji od kupovine i prodaje hartija od vrednosti sa različitim beta koeficijentima [2].

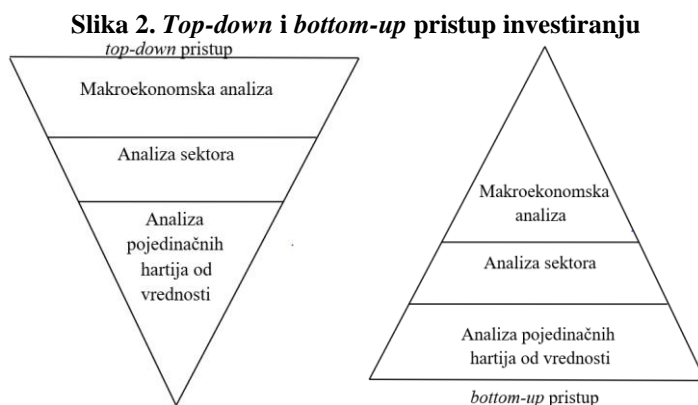
Popularne aktivne portfolio strategije su *top-down* strategija ili strategija od vrha ka dnu, *bottom-up* strategija ili strategija od dna ka vrhu, momentum strategija (*momentum/continuation strategy*) i strategija kontriranja (*reversal/contrarian strategy*).

Top-down strategija započinje makroekonomskom analizom, tj. procenom makroekonomskih faktora, stanja i perspektiva (Slika 2). Tokom makroekonomske analize portfolio menadžeri nastoje da utvrde u kojoj fazi privrednog ciklusa se nalazi nacionalna ekonomija i kakve su njene perspektive u budućnosti. Navedeno podrazumeva izučavanje političkog i socijalnog okruženja, i analiziranje makroekonomskih faktora kao što su bruto domaći proizvod (BDP), platni bilans, inflacija, nivo zaposlenosti. Nakon sprovedene makroekonomske analize i izbora tržišta (zemlje) ulaganja¹, portfolio menadžeri vrše sektorsku analizu u nastojanju da procene koji sektori (industrije) će doneti najviše prinose. Drugim rečima, cilj sektorske analize je utvrđivanje rastućih sektora u koje vredi investirati, jer čak i osrednje hartije od vrednosti u rastućim sektorima, skoro uvek „nadigravaju” najbolje hartije od vrednosti u opadajućim sektorima [4]. U okviru sektorske analize naročito je važno napraviti razliku između cikličnih i necikličnih (stabilnih) sektora (industrija). Cene akcija cikličnih industrija (automobilska, građevinska, hemijska, drvena industrija) u periodu ekspanzije rastu brže od cena akcija necikličnih (stabilnih) industrija (industrija robe široke potrošnje), ali se i smanjuju brže za vreme recesije privrede. Stoga portfolio menadžeri nastoje da procene početak ekspanzionog perioda, kada kupuju akcije preduzeća cikličnih grana, a prodaju akcije preduzeća stabilnih grana. S druge strane, u slučaju procene početka recesionog perioda, portfolio menadžeri prodaju akcije preduzeća cikličnih grana, a kupuju akcije preduzeća stabilnih grana. Konačno, nakon izvršene sektorske analize sledi analiza i izbor najperspektivnijih hartija od vrednosti odabranih sektora.

Analiza pojedinačnih hartija od vrednosti kao poslednji korak *top-down* strategije je ujedno prvi korak *bottom-up* strategije. Nasuprot *top-down* strategiji, *bottom-up* strategija u prvi plan ne stavlja makroekonomsku analizu i izbor zemlje ulaganja, niti sektorsku analizu i izbor sektora ulaganja, već analizu pojedinačnih hartija od vrednosti (Slika 2). Dakle, *bottom-up* pristup započinje tamo gde se *top-down* pristup završava. *Bottom-up* strategija se zasniva na izboru potcenjenih i precenjenih hartija od vrednosti. Zagovornici ove strategiju veruju da se mogu pronaći pogrešno ocenjene hartije od vrednosti kao povoljne investicione mogućnosti, nezavisno od stanja u kojem se nalazi sektor, tržište i celokupna ekonomija. Stoga se u finansijskoj literaturi *bottom-up* strategija naziva još i *pure security selection process*. *Bottom-up* strategija započinje mikroekonomskom analizom, tj. procenom mikroekonomskih faktora, stanja i perspektiva. Analizom proizvoda preduzeća, njegove konkurentske i finansijske pozicije portfolio menadžeri stižu predstavu o potencijalima zarade preduzeća i njegovoj tržišnoj vrednosti. Najčešće korišćeni parametri za procenu

¹ Treba naglasiti da *top-down* pristup često polazi od izučavanja globalne ekonomije i međunarodne političke situacije, kako bi se pre izbora zemlje ulaganja izabrao region ulaganja (Evropa, Azija, Amerika itd).

unutrašnje vrednosti akcije (*intrinsic value*), su dobit po akciji (*earnings per share – EPS*) i odnos cena-dobit (*price-earnings ratio – P/E*): unutrašnja vrednost akcije = dobit po akciji (*EPS*) \times *P/E* očekivani racio. Među ostalim faktorima od uticaja na procenu unutrašnje vrednosti akcije najznačajniji su: kvalitet menadžmenta (analizira se iskustvo menadžera, njihovo znanje i obrazovanje, starosno doba i sl) i finansijska pozicija preduzeća (procenjuje se na bazi finansijskih izveštaja preduzeća) [4]. Nakon izvršene analize karakteristika pojedinačnih preduzeća i njihovih hartija od vrednosti, *bottom-up* strategija se širi na analizu sektora, tržišta i celokupne ekonomije.



Bez obzira na brojne razlike između ova dva pristupa, treba istaći da su oni usmereni ka istom cilju, a to je otkrivanje najprofitabilnijih hartija od vrednosti. Portfolio menadžer ne mora trajno i striktno da se opredeli za jednu ili drugu strategiju investiranja. On može da primeni *bottom-up* strategiju tokom jednog vremenskog perioda, a *top-down* strategiju tokom drugog perioda, ili pak kombinaciju ova dva pristupa.

Pored opisanih strategija, popularne aktivne portfolio strategije su momentum strategija i strategija kontriranja. Momentum strategija i strategija kontriranja su dve suprotne investicione strategije koje, po osnovu izučavanja istorijskih cena i prinosa, nastoje da procene buduće performanse i ostvare natprosečne rezultate. Momentum strategija je zasnovana na efektu inercije, odnosno, uverenju da će akcije koje su ostvarivale dobre rezultate u prošlosti nastaviti to da čine i u budućnosti. Stoga, primena ove strategije podrazumeva kupovinu akcija sa dobrim istorijskim performansama (*winner stocks*), a prodaju akcija sa lošim istorijskim performansama (*loser/out-of-favour stocks*). U okviru momentum strategije razlikuju se strategija cenovnog pozicioniranja (*price momentum strategy*) i strategija profitabilnog pozicioniranja (*earnings momentum strategy*). Strategija cenovnog pozicioniranja podrazumeva zauzimanje duge pozicije u akcijama čija je cena pokazala uzlazni trend i kratke pozicije u akcijama čija je cena pokazala silazni trend. Ključna pretpostavka je verovanje da će se uspostavljeni trend kretanja cena nastaviti i u budućnosti, a momentum se odnosi upravo na tendenciju cena da se kreću u smeru uspostavljenog trenda. S druge strane, strategija profitabilnog pozicioniranja podrazumeva zauzimanje duge pozicije u akcijama koje su imale najviše prinose u prošlom periodu i kratke pozicije u akcijama koje su imale najniže prinose u prošlom periodu. Kada je

korelacija između serija prinosa pozitivna i statistički značajna, investitori mogu ostvariti značajne prinose upotrebom ove strategije.

Za razliku od momentum strategije koja je zasnovana na efektu inercije, strategija kontriranja je zasnovana na efektu zaokreta, tj. uverenju da će akcije koje su imale loše rezultate u prethodnom periodu ostvariti natprosečne rezultate u budućem periodu, i obrnuto. Dakle, kontriranje podrazumeva preduzimanje opklada protiv tržišnog konsenzusa. Objašnjenje efekta zaokreta i strategije kontriranja pruža hipoteza o preteranom reagovanju, prema kojoj investitori preterano reaguju na neočekivane vesti, pa je svaka preterana reakcija praćena korekcijom, odnosno, zaokretom u kretanju cena i prinosa hartija od vrednosti. Warren Buffett, američki biznismen i jedan od najbogatijih ljudi sveta, opisao je strategiju kontriranja sledećim rečima: „Budi pohlepan kada su drugi bojažljivi i bojažljiv kada su drugi pohlepni”. Drugim rečima, strategija kontriranja se svodi na pravilo „kupuj kada drugi prodaju i prodaj kada drugi kupuju”. Nije teško zaključiti da će investitori ostvariti značajne prinose upotrebom ove strategije ukoliko je korelacija između serija prinosa negativna i statistički značajna.

Snažni empirijski dokazi uspešnosti i jedne i druge strategije rezultirali su njihovom popularnošću i širokom upotrebom, pre svega, od strane institucionalnih investitora. Najpoznatija studija koja tvrdi da momentum strategija donosi statistički značajne natprosečne prinose jeste studija koju su izvršili Jegadeesh i Titman [13]. Dokaze u korist primene momentum strategije pružili su i Grinblatt et al. [11], Nisar i Hanif [19], Raquib i Alom [21] i drugi. S druge strane, najznačajnija studija koja tvrdi da strategija kontriranja generiše statistički značajne natprosečne prinose jeste studija koju su izvršili De Bondt i Thaler [6]. Dokaze u korist primene strategije kontriranja pružili su i Lehmann [14], Gropp [12], Cubbin et al. [5], Goudarzi [10] i drugi.

Na kraju, treba istaći i da pojedini autori, poput Fabozzi et al. [8], tvrde da postoje ustaljeni obrasci u kretanju cena akcija koji su zadržali stabilnost tokom više decenija u SAD i Evropi. Autori konkretno navode da cene akcija pokazuju zaokrete u kratkim vremenskim okvirima od par dana do jednog meseca, inerciju u srednjim vremenskim periodima od 6 do 12 meseci i zaokrete tokom dugih vremenskih perioda od 2 do 5 godina.

PASIVNA PORTFOLIO STRATEGIJA – SIGURNOST NA UŠTRB PROFITABILNOSTI

Do šezdesetih godina 20. veka bilo je podrazumevano da investitori traže pogrešno procenjene hartije od vrednosti. Međutim, stavovi su se ubrzo promenili sa popularizacijom Markowitz-evog modela portfolio analize, postavljanjem hipoteze efikasnog tržišta (Efficient Market Hypothesis – EMH), uvođenjem modela vrednovanja kapitalne aktive (Capital Asset Pricing Model – CAPM) i objavljivanjem akademskih studija koje su ukazivale na uzaludnost aktivnog menadžmenta. Prvi indeksni fond, zasnovan na pasivnom portfolio menadžmentu, kreiran je 1971. godine, a već do kraja ove decenije oko 100 miliona dolara je bilo investirano u indeksne fondove [23, str. 891]. Danas pasivno upravljani portfoliji predstavljaju

jedan od najbrže rastućih finansijskih proizvoda, o čemu svedoči više stotina biliona dolara investiranih u indeksne fondove.

Zasnovanost pasivne portfolio strategije na EMH ukazuje na odsustvo namere da se pronadu potcenjene ili precenjene hartije od vrednosti, odnosno, nadmudri tržište. Pasivna strategija upravljanja portfoliom ima za cilj da kreiranjem dobro diversifikovanog portfolija ostvari prosečan tržišni prinos. Svi pokušaji postizanja natprosečnog prinosa predstavljaju uzaludno gubljenje novca i vremena.

Nakon konstruisanja portfolija pasivni portfolio menadžer ne menja njegovu strukturu kako bi reagovao na prognoze u pogledu tržišnih performansi. Struktura portfolija se menja jedino kada se investitorova tolerancija prema riziku promeni usled promena u bogatstvu i starosnoj dobi investitora [3, str. 713]. Pasivna strategija je pogodna za ljude starijeg uzrasta i uopšte one koji iz bilo kog razloga nisu spremni da preuzmu veći rizik. U odnosu na ostale investicione strategije, ovo je možda najjednostavniji način investiranja koji zahteva relativno malo vremena i napora [18, str. 303].

Ključni argument koji ide u prilog pasivnoj portfolio strategiji jeste minimiziranje transakcionih troškova, troškova analize, troškova upravljanja portfoliom, rizika investiranja i vremena utrošenog za upravljanje portfoliom. Zasnovanost pasivne strategije upravljanja portfoliom na uverenju da je nemoguće konzistentno pobeđivati tržište za posledicu ima minimalno trgovanje i samim tim minimalne transakcione troškove. Zagovornici pasivnog upravljanja portfoliom smatraju da se finansijskom analizom ne mogu otkriti povoljne prilike za zaradu, zbog čega su i troškovi analize minimalni. Takođe, vreme utrošeno za upravljanje portfoliom i troškovi upravljanja portfoliom su znatno niži u odnosu na aktivni portfolio menadžment. Konačno, pasivna portfolio strategija insistiranjem na širokoj diversifikaciji portfolija minimizira rizik ulaganja. Samim tim, ovaj način upravljanja portfoliom je prikladniji konzervativnim investitorima sa niskim nivoom tolerancije rizika.

Dokaze u prilog primene pasivne portfolio strategije pronašli su Malkiel [16], Rompotis [22], Tudor [24], Gökçen i Yalçın [9] i mnogi drugi. Zagovornici pasivnog upravljanja portfoliom ističu da su primeri ranijih uspeha aktivnih portfolio menadžera pre rezultat sreće nego veštine. Ako hiljadu ljudi baci novčić po deset puta, dobri su izgledi da će jedan od njih svaki put dobiti glavu. U investicionoj javnosti ova osoba dobija neopravdani epitet izvanrednog portfolio menadžera [23, str. 892]. Takođe, nasuprot gore navedenim empirijskim dokazima uspešnosti primene momentum strategije i strategije kontriranja, zagovornici pasivnog portfolio menadžmenta ističu da su koeficijenti korelacije između serija prinosa u većini slučajeva bili niski, pa korelacija nije imala posebnu ekonomsku i statističku značajnost. To znači da trgovanje primenom momentum strategije i strategije kontriranja nije garantovalo natprosečne prinose.

Dve osnovne pasivne strategije upravljanja portfoliom su strategija „kupi i drži” (buy-and-hold strategy) i indeksiranje (index-matching/indexing). Strategija „kupi i drži” podrazumeva kupovinu hartija od vrednosti i njihovo držanje tokom neodređenog vremenskog perioda u slučaju akcija, odnosno, određenog vremenskog perioda u slučaju hartija od vrednosti sa rokom dospeća, kao što su kratkoročni instrumenti tržišta novca i obveznice. Inicijalno kreirani portfolio ostaje u relativno neizmenjenom obliku usled odsustva aktivne kupovine i prodaje hartija od vrednosti iz portfolija nakon njegovog kreiranja. Moguće su samo neznatne izmene portfolija nastale kao

posledica reinvestiranja prihoda ostvarenih u formi dividendi i kamata. Budući da pasivni portfolio menadžment polazi od pretpostavke da su sve hartije od vrednosti pravilno vrednovane, umesto detaljne analize hartija od vrednosti, primenjuje se pristup slučajnog izbora. Dakle, u okviru strategije „kupi i drži” izboru pojedinačnih hartija od vrednosti se ne pridaje poseban značaj, ali je, u cilju minimiziranja rizika ulaganja, bitno postići zadovoljavajući stepen diversifikacije ulaganja.

Popularnija pasivna strategija upravljanja portfoliom je indeksiranje koje podrazumeva kreiranje portfolija po ugledu na odabrani tržišni indeks. U finansijskoj literaturi se za portfolio koji odslikava odabrani tržišni indeks koristi naziv indeksni portfolio (indexed portfolio) ili replikativni portfolio (replicating/tracking portfolio). Cilj indeksiranja je kopiranje performansi odabranog tržišnog indeksa. Međutim, potpuno podudaranje performansi kreiranog portfolija sa performansama odabranog tržišnog indeksa je gotovo nemoguće. Usled čestih promena sastava i strukture tržišnog indeksa, odnosno komponentnih hartija od vrednosti i njihovih udela, neophodno je konstantno prilagođavanje strukture replikativnog portfolija. Ovo prilagođavanje strukture portfolija izmenjenoj strukturi tržišnog indeksa za posledicu ima troškove prilagođavanja koji onemogućavaju podudaranje performansi replikativnog portfolija sa performansama odabranog tržišnog indeksa. Takođe, kopiranje izmenjene strukture indeksa zahteva vreme, pa je vremenski jaz u prilagođavanju dodatni razlog nepodudaranja performansi.

Odstupanje performansi kreiranog portfolija od performansi odabranog tržišnog indeksa naziva se greška praćenja (tracking error) tržišnog indeksa. Veličina greške praćenja indirektno ukazuje na visinu transakcionih troškova nastalih prilikom kreiranja replikativnog portfolija. Manja greška praćenja znači više transakcione troškove, jer su u sastav portfolija uključene sve komponente tržišnog indeksa. I obrnuto, veća greška praćenja znači manje transakcione troškove, jer je manji broj komponentni tržišnog indeksa uključen u portfolio. Dakle, visina transakcionih troškova je obrnuto srazmerana veličini greške praćenja. Na osnovu navedenog zaključuje se da se pasivni portfolio menadžer, prilikom konstruisanja replikativnog portfolija, suočava ne samo sa izborom tržišnog indeksa koji će poslužiti kao benčmark, već i sa odlukom o supstituciji između preciznosti kopiranja odabranog indeksa i transakcionih troškova.

Dva osnovna pristupa kreiranju replikativnog portfolija koja za rezultat imaju različitu preciznost kopiranja i različite transakcione troškove su pristup potpunog indeksiranja (complete indexing) i pristup nepotpunog indeksiranja (incomplete indexing). Potpuno indeksiranje podrazumeva kreiranje replikativnog portfolija koji sadrži sve komponente tržišnog indeksa u njihovoj originalnoj proporciji. Ovaj način indeksiranja podrazumeva visoku preciznost kopiranja, ali i visoke transakcione troškove. Usled potencijalno visokih transakcionih troškova, potpuno indeksiranje se primenjuje prilikom kopiranja tržišnih indeksa sa užom bazom, kao što je na primer Dow Jones Industrial Average (DJIA) indeks koji se sastoji od trideset akcija. Verno kopiranje tržišnih indeksa sa širokom bazom, kao što je na primer Wilshire 5000, rezultiralo bi ne samo visokim troškovima kreiranja indeksnog portfolija, već i visokim troškovima njegovog rebalansiranja. Stoga se, u ovom slučaju, umesto potpunog indeksiranja, po pravilu, primenjuje nepotpuno indeksiranje, koje

podrazumeva kreiranje replikativnog portfolija sa manjim brojem hartija od vrednosti u odnosu na odabrani tržišni indeks.

Nepotpuno indeksiranje karakteriše niža preciznost kopiranja, ali i niži transakcioni troškovi. U okviru nepotpunog indeksiranja razlikuju se metod kapitalizacije (capitalization approach), metod stratifikovanog (slojevitog) uzorka (stratified sampling) i metod kvadratne optimizacije (quadratic optimization). Metod kapitalizacije podrazumeva precizno kopiranje onih komponenti tržišnog indeksa koje imaju najveću tržišnu kapitalizaciju i jednako raspodeljivanje ostatka raspoloživih sredstava među preostalim komponentama indeksa. Metod stratifikovanog (slojevitog) uzorka podrazumeva najpre stratifikovanje tržišnog indeksa na osnovu izabranog faktora, kao što je na primer, u slučaju akcija, privredni sektor kojem kompanija pripada, ili pak, u slučaju obveznica, ročnost hartija od vrednosti. Potom se raspoloživa sredstva investiraju u hartije od vrednosti iz različitih stratuma (slojeva), proporcionalno zastupljenosti stratuma u tržišnom indeksu. Na ovaj način kopira se zastupljenost pojedinačnih stratuma u tržišnom indeksu. Drugim rečima, postiže se jednakost učešća različitih stratuma u replikativnom portfoliju sa njihovim učešćem u tržišnom indeksu. Konačno, metod kvadratne optimizacije podrazumeva određivanje komponenti replikativnog portfolija upotrebom tehnika kvadratnog programiranja, pri čemu se kao inputi u programiranju koriste istorijske informacije o kretanju cena hartija od vrednosti i informacije o korelacijama između prinosa hartija od vrednosti. Osnovno ograničenje ovog metoda ogleda se u njegovoj zasnovanosti na istorijskim podacima, jer eventualna promena ovih podataka tokom vremena uzrokuje veliku grešku praćenja.

HIBRIDNA PORTFOLIO STRATEGIJA – FAKTOR POMIRENJA AKTIVNOG I PASIVNOG UPRAVLJANJA PORTFOLIOM

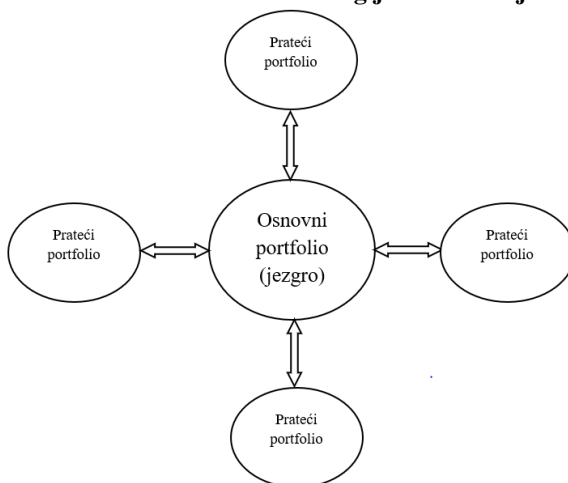
Debata o izboru između aktivnog i pasivnog upravljanja portfoliom traje od sedamdesetih godina 20. veka bez končanog epiloga i konsenzusa o superiornosti jedne ili druge portfolio strategije. Obe strategije investiranja imaju brojne prednosti, ali i nedostatke. Aktivna strategija pruža mogućnost postizanja natprosečnih prinosa, ali po ceni povećanog rizika ulaganja. S druge strane, pasivna strategija obezbeđuje visok stepen diversifikacije ulaganja, niske troškove i nizak rizik ulaganja, ali uz prinose koji su na nivou tržišnog proseka.

Ipak, izbor između aktivne i pasivne strategije investiranja se ne svodi nužno na izbor „sve ili ništa”. Moguća je integracija ovih strategija u formi hibridne portfolio strategije. Hibridna portfolio strategija koristi prednosti i aktivne i pasivne strategije investiranja i istovremeno ublažava njihove nedostatke. Zagovornici hibridnog pristupa smatraju da se kombinovanjem aktivne i pasivne strategije investiranja postiže superiorniji odnos prinosa i rizika negoli njihovom pojedinačnom upotrebom. Na primer, moguće je istovremeno primeniti pasivan metod alokacije aktive i aktivan metod selekcije hartija od vrednosti. U ovom slučaju, portfolio menadžer bi imao fiksnu alokaciju aktive, ali bi aktivno birao pojedinačne hartije od vrednosti unutar svake klase aktive. Opisana hibridna portfolio strategija je poznata pod nazivom security-selection style of management. Takođe, moguće je primeniti aktivan metod

alokacije aktive i pasivan metod selekcije hartija od vrednosti. U ovom slučaju, portfolio menadžer bi mogao aktivno da menja udele različitih klasa aktive u portfoliju, a da pri tom drži indeksne portfolije unutar svake klase aktive [3, str. 713]. Opisani kombinovani pristup investiranju je u finansijskoj literaturi poznat pod nazivom asset-allocation style of management.

Pored navedenih strategija, popularna hibridna portfolio strategija analizirana u brojnim radovima ([1]; [26]; [25]; [17]) je i core-satellite strategija investiranja (Slika 3). Ova strategija podrazumeva postojanje osnovnog portfolija kao jezgra (core portfolio) i većeg brojem manjih pratećih portfolija (satellite portfolios), koji svojim prednostima ublažavaju nedostatke osnovnog portfolija. U okviru core-satellite strategije investiranja razlikuju se strategija pasivnog jezgra i strategija aktivnog jezgra, a izbor između ovih strategija zavisi od investitorovog nivoa tolerancije rizika. Osnovna ideja strategije pasivnog jezgra jeste da se najveći deo (jezgro) portfolija indeksira, a da se ostatkom portfolija aktivno upravlja. Upotrebom indeksnog portfolija kao jezgra postižu se kontrola troškova i zadovoljavajuća diversifikacija ulaganja praćena niskim rizikom. S druge strane, uloga aktivno upravljanih pratećih portfolija je da obezbede postizanje prinosa viših od prosečnog tržišnog prinosa. Na ovaj način pozitivne strane osnovnog i pratećih portfolija se sabiraju, a negativne međusobno ublažavaju.

Slika 3. Core-satellite strategija investiranja

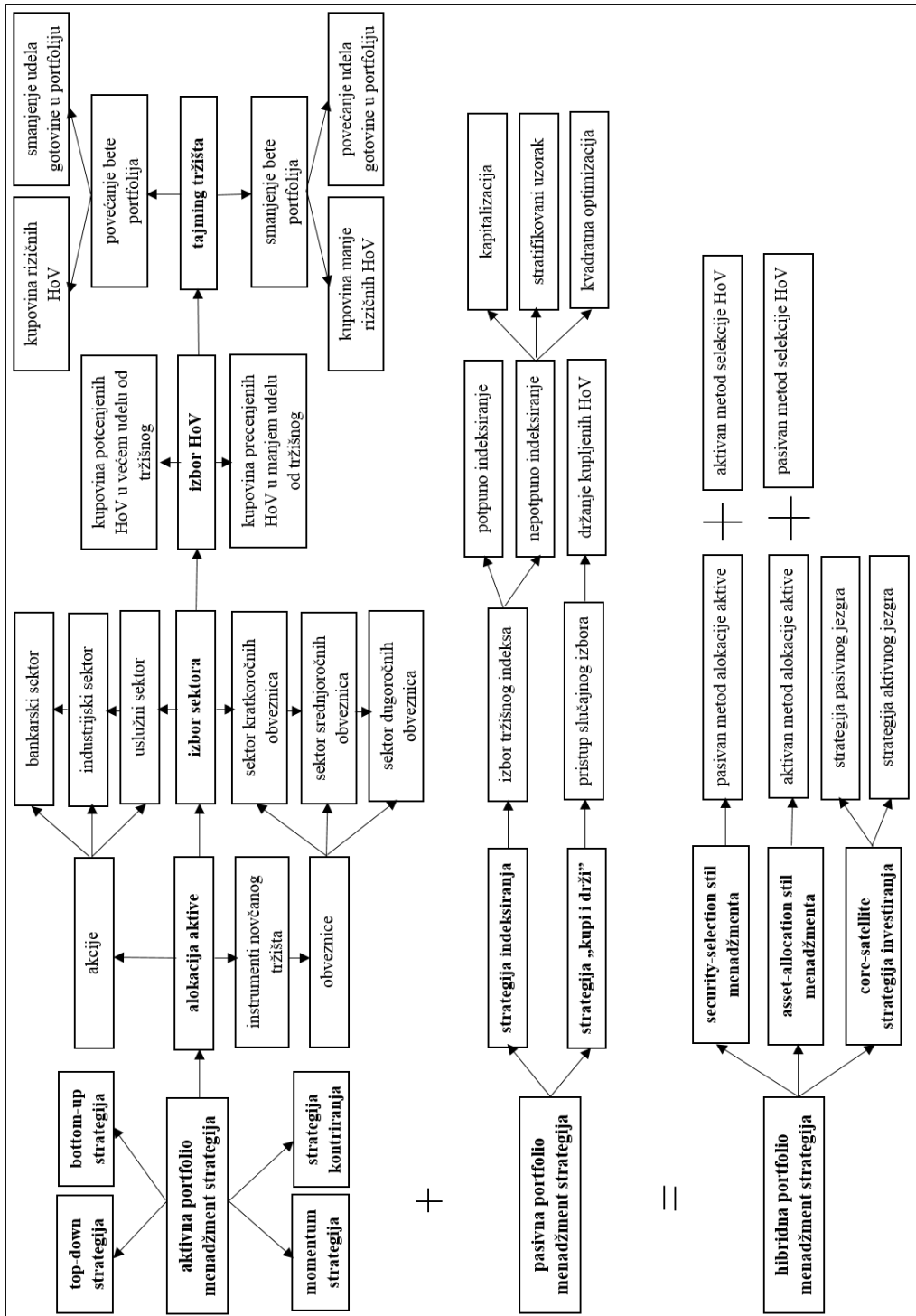


Izvor: Autor, na osnovu Blake [2, str. 544]

Nasuprot strategiji pasivnog jezgra, strategija aktivnog jezgra podrazumeva da portfolio menadžer aktivno upravlja najvećim delom portfolija, a da indeksira ostatak portfolija. Upotrebom aktivnog portfolija kao jezgra povećava se mogućnost ostvarenja natprosečnih rezultata, ali se povećava i rizik ulaganja. Uloga pasivno upravljanih pratećih portfolija je da kroz diversifikaciju ulaganja smanje ovaj rizik. Prema tome, nedostaci osnovnog portfolija ublažavaju se prednostima pratećih portfolija.

Na osnovu svega gore navedenog zaključuje se da se hibridna portfolio strategija, koja obećava relativno dobre prinose uz razuman rizik ulaganja, može shvatiti kao logičan odgovor na nerešenu debatu između aktivnog i pasivnog upravljanja portfoliom.

Slika 4. Integralni prikaz aktivne, pasivne i hibridne portfolio strategije



Izvor: Autor

Konačno u nameri da se obezbedi vizuelni uvid u celinu istraživane problematike na Slici 4 je dat integralni prikaz aktivne, pasivne i hibridne portfolio strategije koji portfolio menadžerima može poslužiti kao svojevrsni vodič prilikom upravljanja portfoliom i razmatranja različitih alternativa koje im tokom ovog procesa stoje na raspolaganju.

ZAKLJUČAK

Prilikom upravljanja portfoliom hartija od vrednosti portfolio menadžeri se suočavaju sa brojnim izborima, a među najvažnijima je izbor strategije upravljanja portfoliom. Izbor portfolio strategije primarno zavisi od menadžerovog stava u pogledu prisustva ili odsustva validnosti EMH. Portfolio menadžeri koji veruju u validnost EMH biraju pasivnu portfolio strategiju zasnovanu na kreiranju dobro diversifikovanog portfolija i postizanju prosečnog tržišnog prinosa. Visok stepen diversifikacije ulaganja obećava nizak rizik ulaganja, a odsustvo namere da se pronađu potcenjene i precenjene hartije od vrednosti i „pobedi” tržište rezultira minimiziranjem transakcionih troškova, troškova analize i troškova upravljanja portfoliom. S druge strane, portfolio menadžeri koji ne veruju u validnost EMH biraju aktivnu portfolio strategiju zasnovanu na otkrivanju najprofitabilnijih klasa aktive i najprofitabilnijih hartija od vrednosti u okviru svake klase. Aktivni portfolio menadžeri nastoje da kupovinom potcenjenih i prodajom precenjenih hartija od vrednosti maksimiraju prinos i „pobede” tržište, a pretpostavljeno odsustvo tržišne efikasnosti opravdava njihovu nameru. U poređenju sa pasivnim strategijama „kupi i drži” i indeksiranje, aktivne portfolio strategije: top-down strategija, bottom-up strategija, momentum strategija i strategija kontriranja podrazumevaju veće troškove trgovanja, analize i upravljanja portfoliom, ali obećavaju i veći prinos čija realizacija primarno zavisi od stepena efikasnosti finansijskog tržišta.

Na osnovu navedenog zaključuje se da se decenijama prisutna dilema izbora između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom bazira se na debati o validnosti EMH. Zagovornici EMH kritikuju aktivnu portfolio strategiju, smatrajući je nepotrebnim trošenjem novca i vremena, a podržavaju pasivnu strategiju upravljanja portfoliom. S druge strane, oponenti EMH kritikuju pasivnu portfolio strategiju, smatrajući je nedovoljno profitabilnom strategijom, a podržavaju aktivnu strategiju upravljanja portfoliom. U prilog izbora aktivne portfolio strategije govori prisustvo brojnih tržišnih anomalija i teorijskih nekonzistentnosti EMH, dok objašnjenja tržišnih anomalija i dokazi validnosti EMH govore u prilog izbora pasivne strategije upravljanja portfoliom.

Budući da u relevantnoj literaturi još uvek nije postignut konsenzus o prisustvu ili odsustvu validnosti EMH, nije teško zaključiti da istovremeno nije postignut ni konsenzus o superiornosti aktivne ili pasivne strategije upravljanja portfoliom. Stoga, rešenje problema treba potražiti u primeni hibridne portfolio strategije koja nastoji da iskoristi pozitivne, a ublaži i eliminiše negativne aspekte opisanih strategija. Primena hibridne portfolio strategije predstavlja srednje i najprihvatljivije rešenje koje uspeva da pomiri suprostavljene stavove zagovornika aktivne i pasivne portfolio strategije.

Međutim, ukoliko bi se zanemarila hibridna portfolio strategija i vršio izbor isključivo između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom, predlog za portfolio menadžere je aktivno upravljanje portfoliom, ali istrajno aktivno upravljanje, pod uslovom da raspoloživa finansijska sredstva to dozvoljavaju. Istrajno aktivno upravljanje portfoliom bi pre ili kasnije rezultiralo natprosečnim prinosima, jer što je više onih koji odustaju od aktivnog upravljanja portfoliom to su prilike za zaradu u vidu prisustva potcenjenih i precenjenih hartija od vrednosti veće. Drugim rečima, što je više onih koji veruju u tržišnu efikasnost to je tržište neefikasnije. Pored navedenog, teško je poverovati da stručna znanja, iskustvo i veštine profesionalaca u upravljanju portfoliom ne uspevaju da donesu rezultate bolje od onih koje ostvaruju investitori koji prosto kopiraju odabrani tržišni indeks ne raspolažući posebnim znanjima i veštinama.

BIBLIOGRAFIJA

1. Amenc, N., Malaise, P., & Martellini, L. (2004). Revisiting core-satellite investing. *The Journal of Portfolio Management*, 31(1), 64-75.
2. Blake, D. (2000). *Financial market analysis*. Chichester, England: John Wiley & Sons Ltd.
3. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2009). *Osnovi investicija*. Beograd, Republika Srbija, Data status.
4. Brzaković, T. (2005). Proces investiranja i investicione strategije na tržištu kapitala. *Bankarstvo*, 9/10, 30-38.
5. Cubbin, E., Eidne, M., Firer, C., & Gilbert, E. (2006). Mean reversion on the JSE. *Investment Analysts Journal*, 35(63), 39-48.
6. De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
7. Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2011). *Modern portfolio theory and investment analysis*. Hoboken, New Jersey: John-Wiley & Sons Inc.
8. Fabozzi, F. J., Grant, J. L., & Vardharaj, R. (2011). Common stock portfolio management strategies. In F. J. Fabozzi, & H. M. Markowitz (Eds.). *The Theory and Practice of Investment Management: Asset Allocation, Valuation, Portfolio Construction, and Strategies* (pp. 229-270). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
9. Gökçen, U., & Yalçın, A. (2015). The case against active pension funds: Evidence from the Turkish private pension system. *Emerging Markets Review*, 23, 46-67.
10. Goudarzi, H. (2013). Volatility mean reversion and stock market efficiency. *Asian Economic and Financial Review*, 3(12), 1681-1692.
11. Grinblatt, M., Titman, S., & Wermers, R. (1995). Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior. *The American Economic Review*, 85(5), 1088-1105.
12. Gropp, J. (2004). Mean reversion of industry stock returns in the U.S., 1926-1998. *Journal of Empirical Finance*, 11(4), 537-551.
13. Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91.

14. Lehmann, B. N. (1990). Fads, martingales, and market efficiency. *Quarterly Journal of Economics*, 105(1), 1-28.
15. Leković, M. (2017). Savremena portfolio teorija i ocena investicionih performansi. Neobjavljena doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Kragujevac, Republika Srbija.
16. Malkiel, B. G. (2003). Passive investment strategies and efficient markets. *European Financial Management*, 9(1), 1-10.
17. Methling, F., & von Nitzsch, R. (2019). Thematic portfolio optimization: Challenging the core satellite approach. *Financial Markets and Portfolio Management*, 33(2), 133-154.
18. Miletić, S. (2013). *Portfolio menadžment*. Beograd, Republika Srbija: Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo.
19. Nisar, S., & Hanif, M. (2012). Testing weak form of efficient market hypothesis: Empirical evidence from South-Asia. *World Applied Sciences Journal*, 17(4), 414-427.
20. Pantić, N., & Milojević, I. (2019). Investments and employment in tourism in the Republic of Serbia. *Menadžment u hotelijerstvu i turizmu – Hotel and Tourism Management*, 7(1), 95-104.
21. Raquib, M., & Alom, K. (2015). Are the emerging capital markets weak form efficient? Evidence from the model of the Dhaka Stock Exchange. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 3(1), 1-8.
22. Rompotis, G. G. (2009). Active vs. passive management: New evidence from exchange traded funds. Retrieved 24 December 2019, from <https://ssrn.com/abstract=1337708>
23. Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (1995). *Investments*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall Inc.
24. Tudor, C. (2012). Active portfolio management on the Romanian stock market. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 58, 543-551.
25. Walsh, A. (2013). Core–satellite strategies: Combining stability and opportunity in an ETF portfolio. *The Journal of Index Investing*, 4(3), 50-53.
26. Welch, S. (2008). The Hitchhiker’s guide to core/satellite investing. *The Journal of Wealth Management*, 11(3), 97-111.

RESUME

The choice between active and passive portfolio management strategies is a question that has occupied the attention of the academic and investment public for decades. In order to contribute to the multi-decade discussion, the basic characteristics of these strategies with apostrophizing of their positive and negative aspects are presented in the paper. The active portfolio strategy is based on the assumption of market inefficiency, while advocates of passive portfolio management claim that the capital markets are efficient enough to prevent above-average returns. Therefore, active portfolio strategy "looks for winners", while passive portfolio managers create a broadly diversified portfolio that ensures investment safety, but at the expense of profitability. In contrast to active portfolio management, which implies large analytical efforts, and therefore significant portfolio management costs, the key advantages of passive investment portfolio management are the minimization of transaction costs, costs of analyzing individual securities, portfolio management costs,

management risk and time spent on portfolio management. Bearing in mind the previously stated, the aim of the research is to find an answer to the question which of the mentioned portfolio management strategies is more superior. By presenting arguments in favour of and against the choice of active and passive portfolio strategies, it was concluded that neither strategy is perfect and that cannot be spoken about the superiority of active or passive portfolio management, because both strategies and both models of portfolio management contain equally serious flaws that prevent them from achieving superiority. The active portfolio strategy provides the possibility of achieving above-average returns, but at the cost of increased investment risk, while the passive portfolio management strategy provides a high degree of investment diversification, low costs and low investment risk, but with returns that are at the level of the market average. Since the choice between active and passive investment strategy is not necessarily reduced to an "all or nothing" choice, the solution to the problem should be sought in the application of a hybrid portfolio strategy that simultaneously integrates the advantages and mitigates the disadvantages of these strategies. The hybrid portfolio strategy promises relatively good returns with reasonable investment risk, therefore it can be seen as a logical answer to the unresolved debate between active and passive portfolio management.