Дзюба Павло Валерійович, доцент кафедри міжна&shy;родних фінансів Інституту міжнародних відносин Київ&shy;ського національного університету імені Тараса Шевченка: &laquo;Еволюція парадигми міжнародного портфельного інвес&shy;тування&raquo; (08.00.02 - світове господарство і міжнародні економічні відносини). Спецрада Д 26.001.02 у Київському національному університеті імені Тараса Шевченка

Київський національний університет імені Тараса Шевченка

Міністерство освіти і науки України

Київський національний університет імені Тараса Шевченка

Міністерство освіти і науки України

Кваліфікаційна наукова

праця на правах рукопису

ДЗЮБА ПАВЛО ВАЛЕРІЙОВИЧ

УДК 339.727.2

ДИСЕРТАЦІЯ

ЕВОЛЮЦІЯ ПАРАДИГМИ

МІЖНАРОДНОГО ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Спеціальність 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні

відносини

Подається на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,

результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ Дзюба П. В.

Науковий консультант:

Рогач Олександр Ігорович, доктор економічних наук, професор

КИЇВ – 2018

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ..................................................... 25

ВСТУП.......................................................................................................... 27

РОЗДІЛ 1. СУПЕРЕЧНІСТЬ МІЖ НОРМАТИВНИМИ ТА

ПОЗИТИВНИМИ КОНЦЕПТАМИ ПОРТФЕЛЬНОЇ

ПАРАДИГМИ МІЖНАРОДНОГО ІНВЕСТУВАННЯ. 41

1.1. Структура та гносеологічне значення портфельної

парадигми міжнародного інвестування..................... 41

1.2. Еволюція нормативної концепції ефективного

інвестиційного портфеля............................................. 52

1.3. Позитивний характер концепції диверсифікації

інвестиційного портфеля............................................. 69

1.4. Концепція міжнародної диверсифікації як новий

етап розвитку портфельної парадигми....................... 84

Висновки до розділу............................................................. 112

РОЗДІЛ 2. ТИПОЛОГІЗАЦІЯ ПІДХОДІВ ДО ОПТИМІЗАЦІЇ

МІЖНАРОДНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПОРТФЕЛІВ... 117

2.1. Маржиналізм як еволюційна основа

оптимізаційного концепту портфельної парадигми. 117

2.2. Суб’єктивізм оптимізації за корисністю та

стохастичним домінуванням....................................... 123

2.3. Позапарадигмальний характер максимізації

геометричної дохідності.............................................. 150

2.4. Нормативність традиційної оптимізації та переваги

альтернативних біпараметричних підходів............... 163

2.5. Мультипараметрична оптимізація та позитивні

імплікації підходів постсучасного етапу розвитку

портфельної парадигми............................................... 181

Висновки до розділу............................................................. 215

РОЗДІЛ 3. КОНЦЕПЦІЯ ОЦІНЮВАННЯ ДОХІДНОСТЕЙ ТА

ВАРТІСНА ПАРАДИГМА МІЖНАРОДНОГО

23

ІНВЕСТУВАННЯ................................................................. 222

3.1. Залежність між ризиком і дохідністю в умовах

впливу локальних та міжнародних чинників......... 222

3.2. Розширення площини аналізу структури

міжнародних ризиків та премій у рамках

багатофакторних моделей........................................ 245

3.3. Формування традиційного погляду на

міжнародне портфельне інвестування в межах

вартісної парадигми................................................. 254

3.4. Поведінкові відхилення рішень міжнародних

інвесторів та гносеологічний статус

бігевіористських теорій........................................... 272

3.5. Біпарадигмальна модель теорії міжнародного

портфельного інвестування..................................... 285

Висновки до розділу............................................................. 292

РОЗДІЛ 4. ЕМПІРИЧНИЙ ТЕСТ ПОЛОЖЕНЬ ПОРТФЕЛЬНОЇ

ПАРАДИГМИ НА ПРИКЛАДІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ

ХАРАКТЕРИСТИК ТА ПЕРЕДУМОВ

МІЖНАРОДНОЇ ДИВЕРСИФІКАЦІЇ............................. 299

4.1. Дохідності та ризики окремих ринків акцій:

основні імплікації для формування міжнародних

інвестиційних портфелів.......................................... 299

4.2. Асиметрія змін дохідності й ризику як чинник

міжнародних портфельних інвестицій................... 324

4.3. Вплив валютних ризиків на дохідність

міжнародних портфельних інвестицій на

граничних ринках та ринку України...................... 336

Висновки до розділу............................................................. 350

РОЗДІЛ 5. ЕМПІРИЧНИЙ ТЕСТ ДИНАМІКИ Й СТРУКТУРИ

МІЖНАРОДНИХ ПОРТФЕЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

ТА КЛАСТЕРИЗАЦІЯ РИНКІВ....................................... 357

5.1. Динаміка та структура міжнародних

портфельних пасивів: методологія оцінювання

24

глобальної агрегованої схильності до ризику........ 357

5.2. Прогностичні властивості міжнародних

портфельних інвестицій........................................... 375

5.3. Глобальні дисбаланси в міжнародних

портфельних потоках............................................... 385

Висновки до розділу............................................................. 402

ВИСНОВКИ................................................................................................. 409

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ................................................ 418

ДОДАТКИ.................................................................................................... 472

ВИСНОВКИ

Удисертаціїрозв’язананауковапроблемаякаполягаєвобґрунтуванні

структуриівзаємозв’язківміжпідходамиконцепціямийпарадигмамищо

формуютьсучаснутеоріюміжнародногопортфельногоінвестування

основнихетапівїхньогорозвиткуіпередумовзмінрозробленнінаційоснові

біпарадигмальноїмоделітеоріїміжнародногопортфельногоінвестуваннята

визначенніперспективнихнапряміврозвиткутеоріїПроведенедослідження

даєможливістьотриматитакінайбільшважливівисновкитаузагальнення

Теоріяміжнародногопортфельногоінвестуваннярозвиваєтьсяна

біпарадигмальнійосновіПорядізмодерноютазначнопоширенішою

портфельноюпарадигмоюдляпоясненнярішеньміжнароднихінвесторів

застосовуютьположеннятрадиційноївартісноїпарадигмиВажливою

відмінністюміжнимиєтещорезультатипортфельноїпарадигмиоб’єктивні

йточнішівонибазуютьсянарозрахункахОцінкижвартісноїпарадигми–

суб’єктивніОднакупортфельнійпарадигмісуб’єктивнимиєвхідніданіщо

негативновпливаєнаначебтооб’єктивнийрезультататомуспостерігається

парадоксрезультатисуб’єктивноївартісноїпарадигмичастовикликають

меншесумнівівніжвисновкиоб’єктивноїпортфельноїпарадигмиОстання

передбачаєрозглядпортфеляякновоїінвестиційноїякостіВартіснаж

парадигмаробитьакцентнаокремихціннихпаперах

Уструктуріпортфельноїпарадигмиміжнародногоінвестування

представленоп’ятьконцепційконцепціяефективногоінвестиційного

портфеляконцепціядиверсифікаціїінвестиційногопортфеляконцепція

міжнародноїдиверсифікаціїінвестиційногопортфеляконцепціяоптимізації

інвестиційногопортфелятаконцепціяоцінюваннядохідностейРушійною

силоюеволюціїпортфельноїпарадигмиміжнародногоінвестуванняє

суперечністьміждвомаїїключовимиконцепціями–концепцією

ефективногопортфелятаконцепцієюдиверсифікаціїСутністьсуперечності

полягаєуневідповідностіефективнихпортфелівпринциповінаївної



диверсифікаціїТомуконцепціяефективногопортфелявиступає

нормативноюскладовоюпортфельноїпарадигмитодіякконцепція

диверсифікаціїєпозитивноюВирішенняцієїсуперечностівідбуваєтьсяна

пізнішомуетапіеволюціїпортфельноїпарадигми–врамкахтеоріїринку

капіталукотрапорядізризиковимирозглядаєтакожбезризиковіактиви

Портфельнабуваєбільшоїефективностітадиверсифікованості

Важливийетапрозвиткупортфельноїпарадигмипов’язанийзпоявою

моделейкотріпорядізлокальнимивраховуютьміжнароднічинники

формуванняпремійОднієюзпершихтакихмоделейсталаміжнародна

модельоцінюваннякапітальнихактивіврозробленавроціСуттєвою

відмінністюміжнароднихмоделейвідмоделеймісцевихринківєзміна

статусуборговихпаперівВонибудучибезризиковиминамісцевихринках

стаютьризиковимивумовахмультивалютностіЧисленніемпіричнітести

міжнародноїмоделіоцінюваннякапітальнихактивівпоказуютьщовона

кращепрогнозуєочікуванідохідностініжмодельмісцевогоринкуособливо

дляакційвеликихміжнароднихкомпанійМіжнародніжчинники

впливаютьякбезпосередньо–наокреміцінніпаперитакіопосередковано–

черезвпливнамісцевіринкиРівеньсистематичногоризикузаміжнародною

моделлюєзначнонижчим

Концепціяміжнародноїдиверсифікаціїінвестиційногопортфеля

виниклауроці–дещоранішеніжприйнятовважатиВонаєнелише

невід’ємною–позитивною–частиноюпортфельноїпарадигмиайновим

етапомїїеволюціїРинкиокремихкраїнатакожцінніпапериокремих

ринківмаютьпереважнослабшівзаємозалежностініжпапериодного

ринкущостворюєсприятливіпередумовидляміжнародноїдиверсифікації

інвестиційнихпортфелівКореляціїзмінюютьсявчасі–головновони

зростаютьунаслідокпосиленняінтегрованостіфінансовихринківта

глобальноїекономікивціломуОкрімтоговонизростаютьуперіоди

підвищеноїволатильностісамихринківЦезчасомзнижуєзначущість

перевагміжнародноїдиверсифікаціїУвипадкуміжнародноїдиверсифікації



дотрадиційноїпреміїдодаютьсяпреміїзавалютнийтакраїновийризики

Існуєп’ятьнайпоширенішихпідходівдооптимізаціїміжнародних

інвестиційнихпортфелівЇхможнаподілитинадватипизахарактером

процесуоптимізаціїсуб’єктивнітаоб’єктивніСуб’єктивнаоптимізація

передбачаєформуванняпортфелянаосновікорисностіабозапорядком

стохастичногодомінуванняЗмістовоюосновоюцьогопідходуєпринцип

суб’єктивногосприйняттяіндивідомінвестиційниххарактеристикпортфеля

Об’єктивнийвибіроптимальногопортфеляпередбачаєщооптимізаційний

алгоритмсамвиділяєодинпортфельабоїхнюмножинністьДоцієїгрупи

входятьбіпараметричнаоптимізаціямаксимізаціягеометричноїдохідності

тамультипараметричнаоптимізаціяЗалежновідступенязв’язкуз

парадигмоюіснуютьпарадигмальнітапозапарадигмальніоптимізаційні

підходиДопарадигмальнихпідходіввідносимобіпараметричну

оптимізаціюмультипараметричнуоптимізаціютаоптимізаціюнаоснові

корисностіДопозапарадигмальнихпідходівналежатьоптимізаціяза

порядкомстохастичногодомінуваннятаоптимізаціянаосновісередньої

геометричноїдохідності

Значущемісцевеволюціїпортфельноїпарадигмипосідаєурахування

лишеризикузбитківанесукупногоризикущозумовилотрансформацію

парадигмивідтеоріїпортфелядопостсучасноїтеоріїпортфеляформальна

ідентифікаціяякоївідбуласяуроціСутніснаосновапостсучасноїтеорії

портфеляполягаєвтімщовонапорядізпершимтадругиммоментами

розподілувипадковихвеличинрозглядаєтакожтретіймомент–асиметрію

розподілуасамаоптимізаціястаєтримоментноюБільшістьемпіричних

дослідженьсвідчатьщооптимізаціязапостсучасноютеоріюпортфелядає

кращірезультатипорівнянозоптимізацієюзатрадиційнимипоказниками

Оптимізаціятакожможездійснюватисянаосновічетвертоготавищих

порядківрозподілувипадковихвеличинСамевнапряміоптимізаціїза

третімтаособливочетвертимівищимимоментамирозподілудохідностей

портфельнапарадигмаміжнародногоінвестуваннярозвиватиметьсяв



найближчі–років

Вартіснапарадигмаміжнародногоінвестуванняусвоїйеволюції

пройшлатриетапиВідрокудопочаткухроків–етапзародження

таактивногорозвиткуДругийетап–відпершоїполовинихроківдо

першоїполовинихроків–етапінертногорозвиткуколипочинає

домінуватинованатойчаспортфельнапарадигмаТодіупарадигмі

вартісногоінвестуванняневідбуваєтьсясуттєвихзмінїїрелевантність

значноюміроюобстоюєтьсяпрактикоюінвестиційногоменеджментуТретій

етап–відрокуідотепер–відновленняпозиційвартісноїпарадигмита

активізаціяїїрозвиткуОстаннязумовленадвомаголовнимичинниками

важливіпрорививсамійпарадигмікритикатапереосмисленняокремих

концептівпортфельноїпарадигмиЗастосуванняположеньвартісної

парадигмипередбачаєпошукнеправильнооціненихціннихпаперівВона

ігноруєкороткотерміновівпливинатомістьорієнтуючисьнадовготермінові

інвестиційністратегіїСамеудовготерміновійперспективіціниактивів

тяжітимутьдоїхньоїреальноївартостіОкріммоделіФами–Френча

поширенимиметодамифундаментальногоаналізуєдисконтування

майбутніхгрошовихпотоківатакожсистемаоцінюванняціннихпаперів

ГремайДоддаПодальшийрозвитоквартісноїпарадигмиміжнародного

інвестуваннявідбуватиметьсянаосновівдосконаленнямоделіФами–Френча

вякійзростатимекількістьфакторівзмінюватиметьсяїхнійскладта

збільшуватиметьсяпитомавагаміжнароднихчинниківформування

очікуванихдохідностей

Порядзідентифікованимипарадигмамиважливемісцевсучасній

теоріїміжнародногопортфельногоінвестуванняпосідаєбігевіоризмякий

однакнедаєсамостійногопоясненнярішеньінвесторівбазуючисьна

положенняхнаявнихпарадигмтомубігевіоризмнеєсамодостатнімУ

сучаснійпрактиціміжнародногопортфельногоінвестуванняповедінкові

впливизнаходятьпроявнайчастішеувиглядітакзваноїсхильностідо

інвестуваннянамісцевихринкахСтримуванняміжнародногопортфельного



інвестуваннявідбуваєтьсявнаслідокнегативногосприйняттяінвесторами

зарубіжнихринківякчогосьневідомогонебезпечногонестабільногоТака

схильністьєоднієюзнайсуттєвішихперешкоднашляхуміжнародних

портфельнихінвестиційВонаоднакостаннімчасомзнизиласята

продовжуєзнижуватися

Взаємозв’язокміждохідностямирізнихринківвідноснонезначний

щоформуєсприятливіпередумовидляміжнародноїдиверсифікації

інвестиційнихпортфелівЩоменшерозвинутіринкитокращіпередумови

дляміжнародноїдиверсифікаціївмежахгрупиринківВідповіднісередні

внутрішньогруповікореляціїстановлятьдлярозвинутихринків

дляринківщоформуютьсятадляграничнихринків

Зростаннязчасомкореляційміжокремимиринкаминезнайшло

підтвердженнядлярозвинутихринківтаринківщоформуютьсяВоно

підтвердженолишедляграничнихринківхочадостовірністьтрендівє

невисокою

Валютнийризикміжнароднихпортфельнихінвестиційможна

оцінитинаосновівідносногодиференціалувалютноїдохідностікотрийє

різницеюміждохідністювіноземнійвалютітаувалютімісцевогоринку

Граничнимринкампритаманнийзначнийрівеньвалютногоризику

диференціалдорівнюєтадляінвесторівкотрівкладаютькоштив

доларахтаєвровідповідноЗакоефіцієнтомШарпагрупаграничнихринківє

такожпривабливішоюдляінвестуваннязпоглядуєвройогозначеннядля

євростановитьадлядолара–майжевдвічіменше

Існуєасиметріяміждинамікоюризиківтадохідностейурізних

групахринківіцяасиметріяєчинникомміжнароднихпортфельних

інвестиційОцінюватирівеньвнутрішньоїасиметріїслідшляхомкалькуляції

відсотковоїграничноїдохідностівідношеннятемпівзростаннядохідностіу

відсоткахдотемпівзростанняризикуувідсоткахСтандартневідхилення

відсотковоїграничноїдохідностідлярізнихгрупринківабодлярізних

окремовзятихринківможнавикористовуватиякіндексструктурної



асиметріїщобільшестандартневідхиленнятовищийрівеньструктурної

асиметріїАсиметріякризовогоперіодупередбачаєщоуперіоди

нестабільностістрімкіспадирівняструктурноїасиметріїпризводятьдо

збільшеннячасткирозвинутихринківуглобальнихпортфельнихпасивахУ

роцірівеньструктурноїасиметріїбувнайнижчий–ачастка

розвинутихринківзбільшиласявіддоВідноснонизькі–

меншізасередній–рівніструктурноїасиметріїпризводятьдозбільшення

часткирозвинутихринківуглобальнихпортфельнихпасивахінавпаки

Асиметріяперіодустабільностіпередбачаєщозавідноснонизькихрівнів

асиметріїзменшуєтьсячасткауглобальнихпортфельнихпасивахрозвинутих

ринківачасткиринківщоформуютьсяграничнихтаіншихринків

зростаютьЧиннеіобернене

Наосновіструктуриміжнароднихпортфельнихінвестиційможна

досліджуватиглобальнуагрегованусхильністьдоризикуВонадемонструє

ставленняінвесторівдоміжнародногопортфельногоінвестуваннявцілому

їхніочікуваннявідчуттястабільностіфінансовогосередовищатощоТаку

схильністьможнаоцінитинаосновіспеціальногоіндексукотрий

розраховуєтьсяяквираженаувідсоткахсередняарифметичназваженаз

трьохпоказниківчасткиглобальнихпортфельнихпасивівуформіакційу

сукупнихглобальнихпасивахвага–часткиглобальнихпортфельних

пасивівуформікороткотерміновихборговихпаперівусукупнихглобальних

пасивахвага–тачасткиміжнароднихпортфельнихпасивіврозвинутих

ринківусукупнихглобальнихпасивахвага–Можеіснувати

діапазонівйогозначень–балвіддоатакожп’ятьпрактично

спостережуванихтиповихдіапазонівзначень–дуженизькі–

–низькі––середні––високі

–та–дужевисокі–Зазначенийіндексу

ціломузростав–відуроцідоумуУперіодиж

підвищеноїволатильностівінзнижувався–доуроцітадо

уму



Глобальнийринокміжнароднихпортфельнихінвестиційміститьряд

дисбалансівзокремащодорозвиткуринківакційокремихкраїнізалучення

націринкиміжнароднихпортфельнихінвестиційВонизнаходятьпрояву

невідповідностіміжчасткамиринківукапіталізаціїсвітовогоринкута

часткамиміжнароднихпортфельнихінвестиційзалученихнаціринки

Дослідженнятакихдисбалансівдоцільнопроводитинаосновіспеціального

показника–коефіцієнтавідносногозовнішньоговмістулокальногоринку

акційщорозраховуєтьсяякрізницяміжвідношеннямчасткикраїниу

глобальнихпортфельнихпасивахуформіакційдоїїчасткивкапіталізації

світовогоринкуакційтаодиницею

Багатокритеріальнакластеризаціяринківрізнихтипівметодом

середніхдалазмогувиявитичимбільшрозвинутоюєгрупаринківтим

меншодноріднівнійсаміринкиНайменшрозвинутіринки–граничні–

статистичнопотрапилилишедоодногокластераздесятиарозвинуті–до

шестиНаосновірозробленоїдесятикластерноїмоделівиокремленошість

сталихконструктівзалученняіноземнихпортфельнихінвестиційнаринках

акційПершийконструктохоплюєчотириринкизвеликоюкапіталізацією

кожензякихвідноситьсядоокремогостатистичногокластеруВонимають

надзвичайновеликічасткивкапіталізаціїсвітовогоринкутаглобальних

портфельнихпасивахРівеньжевідносногозовнішньоговмістудляцих

ринківєпереважносереднімабодужевисокимДругийконструктуміщує

першийташостийстатистичнікластериРинкицихкластерівмаютьвисокі

значенняобохпараметріватакождужевисокітапозитивнізначення

коефіцієнтавідносногозовнішньоговмістуЦелишерозвинутіринкиразом

їхТретійконструктохоплюєрозвинутихринківякімаютьсередні

значеннязаобомакритеріямитависокейпозитивнезначеннявідносного

зовнішньоговмістуДочетвертогоконструктувходитьсьомийстатистичний

кластерякийміститьп’ятьринківщоформуютьсяЙогоознакамиєвисокі

значенняобохпараметрівкластеризаціїтасереднєйвід’ємнезначення

коефіцієнтавідносноговмістуП’ятийконструктскладаєтьсялишезринків



щоформуютьсяразомїхСтатистичноцедев’ятийкластерякий

демонструєсереднізначеннявсіхпоказниківШостийконструкт

характеризуєтьсянизькимийдуженизькимизначеннямивсіхпоказниківта

охоплюєлишеграничніринки

РинокУкраїнизадосліджуванийперіодєнайменшдохідним

дохідністьтодіякзагрупоюграничнихринківцейпоказник

становитьРизиктакожєвисоким–четвертимнайвищимізпоміж

граничнихринківперевищуючивідповіднийпоказникзагрупою

ринківбільшніжудвічіЦеозначаєщоіснуютьоб’єктивніобставиникотрі

перешкоджаютьприпливовііноземнихпортфельнихінвестиційНашринок

фактичнонемаєтенденціїзмінидохідностіразомізтимтрендзміниризику

євисхіднималененадійнимПортфельніінвестиціїнаринкуУкраїнимають

найвищийвідноснийвалютнийризикізпоміжграничнихринківякізточки

зоруєвровідноснийдиференціалвалютноїдохідностітакізпогляду

долараСШАдиференціалРизикобчисленийзастандартним

відхиленням–такожнайвищийдляобохвалютУкраїнськийринокнеє

привабливимдляіноземнихінвесторівізакоефіцієнтомШарпаУкраїнамає

третєнайнижчезначеннякоефіцієнтаШарпадлядолараСШАтатретє

йогонайнижчезначеннядляєвро