

## ФОРМУВАННЯ СУЧАСНИХ ПОРТФЕЛЬНИХ ТЕОРІЙ: ОСНОВНІ ПРОБЛЕМИ ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ

©2019 КАФТЯ М. А.

УДК 330.341

JEL: G11

### Кафтя М. А. Формування сучасних портфельних теорій: основні проблеми та тенденції розвитку

Метою статті є дослідження сучасних теорій портфельного інвестування, визначення їх місця в системі фінансової науки та виявлення основних проблем та тенденцій розвитку. Розглянуто основні етапи та напрями розвитку сучасних портфельних теорій. Проаналізовано теоретичну базу дослідження портфельних інвестицій. Досліджено подальший розвиток портфельних теорій у моделі ціноутворення капітальних активів (САРМ) і в теоремах Модільяні – Міллера. Виявлено фактори, які впливають на формування та модель вибору найбільш оптимального, з погляду співвідношення показників прибутковості та ризикованості, портфеля інвестиційних активів. Виділено теорії поведінкових фінансів, які мають найбільше практичне значення у процесі формування інвестиційного портфеля.

**Ключові слова:** сучасна портфельна теорія, фінансовий ринок, портфельні інвестиції, систематичний ризик, поведінкові фінанси.

**DOI:** <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-2-414-419>

**Бібл.:** 17.

**Кафтя Максим Анатолійович** – аспірант кафедри міжнародного обліку і аудиту, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (просп. Перемоги, 54/1, Київ, 03057, Україна)

УДК 330.341

JEL: G11

UDC 330.341

JEL: G11

### Кафтя М. А. Формирование современных портфельных теорий: основные проблемы и тенденции развития

Целью статьи является исследование современных теорий портфельного инвестирования, определение их места в системе финансовой науки и выявление основных проблем и тенденций развития. Рассмотрены основные этапы и направления развития современных портфельных теорий. Проанализирована теоретическая база исследования портфельных инвестиций. Исследовано дальнейшее развитие портфельных теорий в модели ценообразования капитальных активов (САРМ) и в теоремах Модильяни – Миллера. Выявлены факторы, влияющие на формирование и модель выбора наиболее оптимального, с точки зрения соотношения показателей доходности и рискованности, портфеля инвестиционных активов. Выделены теории поведенческих финансов, которые имеют наибольшее практическое значение в процессе формирования инвестиционного портфеля.

**Ключевые слова:** современная портфельная теория, финансовый рынок, портфельные инвестиции, систематический риск, поведенческие финансы.

**Библ.:** 17.

**Кафтя Максим Анатольевич** – аспирант кафедры международного учета и аудита, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (просп. Победы, 54/1, Киев, 03057, Украина)

### Kaftia M. A. The Formation of Modern Portfolio Theories: the Main Problems and Tendencies of Development

The article is aimed at researching the modern theories of portfolio investment, determining their place in the system of financial science and identifying the major problems and tendencies of development. The basic stages and directions of development of modern portfolio theories are considered. The theoretical base of research of portfolio investments is analyzed. Further development of portfolio theories in the model of capital assets pricing (CAPM) and in the Modigliani-Miller theorems is explored. The factors influencing the formation and the model of choice of the most optimal, in terms of correlation of the profitability and the risk indices, of the investment assets portfolio are identified. The theories of behavioral finances which have the greatest practical value in the process of formation of investment portfolio are allocated.

**Keywords:** modern portfolio theory, financial market, portfolio investments, systematic risk, behavioral finances.

**Bibl.:** 17.

**Kaftia Maksym A.** – Graduate Student of the Department of International Accounting and Auditing, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine)

Активний розвиток світового фінансового ринку свідчить про набуття особливого значення фінансових інструментів у системі глобального економічного механізму функціонування світового господарства. Із посиленням глобалізаційних процесів портфельне інвестування проходить різні етапи еволюції та набуває нових характеристик. Своєю чергою, модернізуються підходи до вибору найбільш ефективних портфелів цінних паперів. Стрімкий розвиток фінансового ринку стимулював зацікавленість бізнес-структур та інших учасників фінансового ринку в процесах портфельного інвестування, аналізі сучасних портфельних теорій і подальшому поглибленому вивченні.

Системні трансформаційні зміни світового господарства, котрі з усією очевидністю окреслились в останні десятиліття ХХ ст., спонукали міжнародне наукове співтовариство до кардинального переосмислення ключових теоретичних положень щодо дослідження фінансових ринків та концептуального відображення тих процесів і явищ, що детермінують їх сучасну структурну диверсифікацію в суб'єктному, об'єктно-інструментальному, інституційному та регуляторному вимірах. Таким чином, системна теорія фінансових ринків у сучасному розумінні їх сутнісної природи та рушійних сил структурної диверсифікації сформувалася в останні п'ятдесят років, що характеризуються насамперед інтернаціоналізацією

фінансової науки, активним використанням математичного й економетричного інструментарію в оцінці структурної динаміки ринків фінансового капіталу, а також небаченим зростанням обсягу доступного для аналізу статистичного та фактологічного матеріалу.

Закономірним результатом усіх цих процесів стає значне розширення базових наукових гіпотез завдяки включенню до аналізу якісно нових факторів і чинників фінансового глобалізму, аналітичних моделей поведінки ринкових агентів і сценарного прогнозування фінансових процесів, а також відходу від дескриптивного аналізу [1, с. 74]. Особливе місце в теоретичному дискурсі фінансових ринків другої половини ХХ ст. посідає портфельна теорія, що сформувала міцний концептуальний базис функціонування світового ринку портфельних інвестицій. Хоча доволі довгий період часу вона навіть не належала до економічних і фінансових теорій (у силу базування на статистико-математичних розрахунках, теоріях чисел, імовірностей, ігор тощо), однак у сучасних умовах теорія портфеля репрезентує еволюційно визначальний напрям мікроекономічної науки, розробляючи так звану мікротеорію портфельного менеджменту [2, р.1533]. Її фундаторами є Дж. Вільямс, У. Шарп, Б. Грехем, Д. Додд, Дж. Лінтнер, Я. Моссін, Дж. Трейнор, У. Картер [3, р. 32] та багато інших учених, котрі не тільки здійснили комплексний компаративний аналіз прямого і портфельного інвестування, але й розробили загальні принципи й методики оцінювання дохідності цінних паперів, ринкової вартості об'єктів інвестування тощо.

Зародившись ще в 1930-х роках, портфельна теорія докорінно змінила пануючі в першій половині ХХ ст. теоретико-методологічні підходи щодо дослідження ринкового кругообігу корпоративних фінансів; принципи і підходи до формування бізнес-структурами своїх інвестиційних портфелів; інструментарій аналізу ролі та місця портфельного інвестування у фінансуванні соціально-економічних процесів, а також методики розрахунку ринкової вартості інвестиційних об'єктів та оцінки рівня доходності цінних паперів. Це стало можливим завдяки винесенню за аналітико-методологічні рамки зв'язку портфельного інвестування, виробництва і споживання, орієнтації на інвестора, комплексному аналізу поведінки економічних агентів за умов ринкової нестабільності, а також можливостям безпосереднього впровадження в реальну бізнес-практику великих інституційних інвесторів.

Основоположником портфельної теорії по праву вважається американський економіст Г. Марковіц, який здійснив переворот у теоретичному дискурсі фінансових ринків, опублікувавши в 1952 р. працю «Вибір інвестиційного портфеля» [4, р. 77]. Його теоретична концепція базується на аналітичній оцінці інвестиційної привабливості ефективного портфеля з N-активів, що дає змогу розв'язати актуальну для

фінансової науки проблему вибору інвесторами найбільш оптимального, з погляду співвідношення показників прибутковості та ризикованості, портфеля інвестиційних активів. До появи теорії Г. Марковіца домінуючі в західній літературі наукові погляди на проблеми невизначеності інвестиційного вибору та ризикованості інвестиційних процесів мали переважно неупорядкований, стихійний характер і ґрунтувалися на оцінюванні дохідності інвестиційних капіталовкладень. Так, інвестиційні пріоритети ринкових агентів визначалися переважно способом максимізації дисконтованого очікуваного грошового доходу від інвестицій [5, с. 17] практично за повного ігнорування аналізу ризиків інвестиційного процесу.

Надомість портфельна теорія Г. Марковіца (за яку в 1990 р. йому було присуджено Нобелівську премію у сфері економіки) репрезентує узагальнену методологічну систему наукових поглядів на формування економічними агентами ефективних інвестиційних портфелів, кожен з яких характеризується унікальними характеристиками співвідношення дохідності і ризику. Дана теорія заклала міцний теоретико-методологічний фундамент функціонування інститутів спільного інвестування та диверсифікації корпоративних портфелів цінних паперів відповідно до стратегічних пріоритетів фінансової діяльності компаній. Йдеться про те, що основою механізму формування кожним інвестором портфеля своїх фінансових активів є, на думку Г. Марковіца, оптимізація співвідношення їх дохідності та ризику на основі диверсифікації портфеля, що дає змогу інвесторам ефективно нівелювати ризики невизначеності своїх фінансових операцій за умов нестабільності ринкової кон'юнктури. За теорією ученого, диверсифікація інвестиційного портфеля передбачає обов'язковим компонентом аналіз коваріації між рівнем дохідності активів у його складі – вона має бути мінімальною [5, с. 23].

Доволі новаторським на той час стало запровадження Г. Марковіцем у науковий обіг поняття ефективної межі портфеля як множини комбінацій цінних паперів у портфелі при заданих параметрах інвестиційних ресурсів за умов або максимізації дохідності й визначеного рівня ризику, або мінімізації ризику й визначеного рівня дохідності. При цьому в поле наукового аналізу вводиться поняття ризику через дисперсію, що розраховується на основі оцінювання можливих його відхилень від середнього очікуваного значення. У працях Г. Марковіца знаходимо також комплексний аналіз закономірностей та особливостей поведінки інвесторів на фінансових ринках через призму забезпечення ними рівноваги своїх інвестиційних портфелів та оптимізації співвідношення показників доходності та ризикованості включених до портфелів фінансових активів. З метою досягнення цієї мети учений приділяє особливу увагу досліджен-

ню корпоративних стратегій інвестування з розробленням комплексної теорії фінансових ризиків.

Наукові праці Г. Марковіца лягли в основу теоретичного дискурсу дослідження національних фінансових ринків за умов динамічного розвитку їх фондового сегмента. Зокрема, на основі прогресивних ідей ученого було розроблено модель ціноутворення капітальних активів (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*). Вона базується на лінійній залежності між ризиком (бетакоєфіцієнтом) інвестиційних капіталовкладень і очікуваною інвесторами премією за ризик [6, с. 17], а отже, – дає змогу розрахувати необхідний рівень доходності фінансового активу, який передбачається додати до вже існуючого високодиверсифікованого портфеля з урахуванням рівня його ринкового ризику.

**Н**а основі ідей Г. Марковіца ще один американський економіст і лауреат Нобелівської премії 1990 р. У. Шарп на початку 1970-х років розробив теорію ринку капіталу, що заклала методологічну основу теорії фінансової економіки на основі формулювання поняття справедливої ринкової ціни на фінансові активи, оцінювання систематичного ризику портфельних інвесторів, а отже, – осмислення на глибокому теоретико-методологічному рівні сутнісної природи і чинників фінансових ризиків, а також їх залежності від рівня доходності фінансових активів.

За висновками ученого, саме диверсифікація є головним драйвером зменшення несистематичних ризиків інвестиційної діяльності компаній за одночасного усереднення рівня систематичних ризиків [7, р. 217]. Так, У. Шарп уперше запропонував оцінювати систематичний ризик на основі кореляції очікуваної доходності конкретного фінансового активу з доходністю всього портфеля. Зокрема, при побудові регресійної моделі емпіричні значення доходності відхиляються від середнього значення, що дає можливість визначити кут нахилу функції, яка й показує рівень систематичного ризику [8, с. 132].

При цьому інноваційною на той час ідеєю став запропонований ученим розрахунок кореляцій не на пряму, а способом прив'язки кожної з них до індексу ринкового портфеля. У своїй праці «Алгоритм лінійного програмування для вибору портфелів взаємними фондами» [9, р. 499] У. Шарп розробив методіку апроксимації квадратичної функції ризику портфеля лінійною функцією в умовах існування обмежень структури портфеля. Своєю чергою, А. Ругман, спираючись на методологію Г. Марковіца і У. Шарпа та застосувавши модель теорії портфеля середньої дисперсії та модель оцінки капітальних активів, обґрунтовує тезу щодо зниження ризику будь-якого внутрішнього інвестиційного портфеля шляхом перетворення його в міжнародний [10, с. 143].

Важливу роль у теорії портфеля відіграють також дослідження М. Фрідмена і Л. Саведжа [11, р. 279], котрі розглядають формування портфеля фінансових

активів через призму їх граничної корисності та очікувань інвесторів щодо отримання доходів. Йдеться насамперед про наявність певної межі, до якої доходність зростає більш швидкими темпами, порівняно з корисністю, а після неї – навпаки – корисність зростає швидше, ніж доходність. Подібний тренд обумовлений, на думку учених, психологічними мотивами інвесторів, кожен з яких при прийнятті інвестиційних рішень завжди діє з метою максимізації прибутку від свого портфеля фінансових активів.

**Щ**е однією перспективною теорією, яка може бути використана для пояснення природи і рушійних сил розвитку фінансових ринків, є *неоінституціоналізм*. Його представники (Дж.-К. Гелбрейт, К. Ерроу, Р. Хейблоннер, О. Тоффлер, Р.-Г. Коуз, А. Алчіан та ін.) наголошують на позитивному характері трансакційних витрат. Йдеться насамперед про ключовий методологічний засновок теорії щодо браку визначеності та надійного захисту прав власності, що спонукає ринкових акторів до порушення взятих на себе зобов'язань. Так, один із фундаторів неоінституційного напрямку фінансової науки К. Ерроу наголошує на об'єктивній мотивації кожного економічного агента щодо пошуку якнайкращих умов реалізації власних преференцій [12, р. 37]. При цьому основна проблема функціонування фінансових ринків випливає з асиметричного розподілу ринкової інформації, що призводить не тільки до прийняття економічними агентами субоптимальних рішень, але й до зародження кризових явищ в економіці.

У межах неоінституційного напрямку економічної теорії в останні десятиліття активно розвивається парадигма так званих поведінкових фінансів (*behavioral finance*). Вона зорієнтована на розроблення поведінкової теорії інвестиційного портфеля та поведінкових моделей ціноутворення фінансових активів на протигагу портфельній теорії з пріоритетом показників середнього відхилення, CAPM та інших моделей, зорієнтованих на розрахунок очікуваної доходності активів на основі рівня їх ризику [13, с. 31]. Поведінкові фінанси значно розширили методологічне поле теоретичного дискурсу фінансових ринків за рахунок дослідження поведінки інвесторів і менеджерів, заощадження і витрат капіталу, а також впливу на фінансові рішення ринкових суб'єктів таких факторів, як культура, відчуття справедливості, соціальна відповідальність та інших емоційних чинників.

У концепціях поведінкових фінансів (Д. Драйзер, Р. Талер, Дж. Р. Ріттер, Р. Олсен, М. Стетмен, Дж. Кінг та ін.) основна увага концентрується на таких поведінкових рисах ринкових агентів у сфері фінансової діяльності, як-от: необмежена раціональність, самоконтроль, особистий інтерес тощо. При цьому вважається, що саме психологічні аспекти посідають центральне місце у процесі ухвалення управлінських рішень у сфері інвестиційної діяльності. І хоча до-

тепер ще не розроблено єдиної, загально визнаної фінансової теорії, яка б давала однозначну відповідь на питання, якою має бути оптимальна структура капіталу корпорації та які фактори справляють на неї вплив упродовж життєвого циклу організації, у мейнстрімі сучасної фінансової літератури усталеного характеру набувають два основні методологічні підходи наукового дослідження поведінкових фінансів. Перший – це власне психологічний вектор поведінки головних виконавчих директорів корпорацій (CEO) у конкретних ринкових умовах, що формує основу розроблення й імплементації ними в майбутньому корпоративних стратегій фінансової й інвестиційно-кредитної діяльності. Другий напрям базується на емпіричному виявленні відхилень ринкової поведінки акторів фінансових відносин від традиційних моделей з подальшим виявленням їх причин.

**К**рім цих підходів, ціла низка досліджень у царині поведінкових фінансів присвячена нині й питанням щодо об'єктивних передумов формування ірраціональної ринкової поведінки інвесторів (у їх стремлінні до максимізації ринкової капіталізації бізнес-структур) і корпоративних менеджерів, а також процесу ухвалення ними управлінських інвестиційних рішень за умов панування недосконалої ринкової структури. Вважається, що саме поведінкові аспекти управлінських рішень корпоративних менеджерів надають їм надмірного оптимізму, вмотивовуючи до реалізації помилкових стратегій щодо надмірного інвестування діяльності компаній, причому з наданням переваги внутрішнім, а не зовнішнім джерелам фінансування. У даному контексті повною мірою можна погодитись з позицією М. Бейкера та Р. Рубака щодо тісної кореляції даної теорії з ключовими концептуальними положеннями агентської теорії та теорії асиметрії інформації [14, р. 145].

Загалом же роль і значення парадигми поведінкових фінансів у сучасному теоретичному дискурсі дослідження фінансових ринків впливають з її широких можливостей щодо як прогнозування поведінки різних груп інвесторів, так і пояснення цілої низки важливих фінансових й інвестиційних моделей, у тому числі на основі трансдисциплінарного підходу та конвергенції їх окремих методологічних підходів. Між тим, поведінкові фінанси не позбавлені цілої низки «вузьких місць», пов'язаних з відсутністю власних моделей ціноутворення на фінансові активи та управління фінансовими ресурсами корпорації [15, с. 93].

Концептуалізація проблематики портфельного інвестування знайшла глибоке розроблення у праці Ф. Модільяні та М. Міллера «Вартість капіталу, фінанси корпорацій і теорія інвестицій» [16, р. 261], що вийшла друком у 1958 р. Вона містить обґрунтування теореми Модільяні – Міллера, згідно з якою ринкова вартість компанії не залежить від структури

її капіталу, а відбиває лише рівень майбутніх доходів фірми від реалізації інвестиційних проектів. Як бачимо, дана теорема обґрунтовує характер причинно-наслідкових зв'язків між ринковою вартістю компанії (її корпоративними правами), а також структурою і вартістю її капіталу. Інакше кажучи, здатність фірми до генерування доходів, згідно з теоремою, не залежить від джерел фінансування її діяльності, а визначається потенційною прибутковістю її операцій, а отже, – є результатом їх економічної ефективності. Свій висновок учені обґрунтовують більшою дешевизною залученого капіталу, порівняно з власним, коли за інших рівних умов дохідність за акційними інструментами обов'язково має перевищувати дохідність за кредитами. Подібне припущення випливає з такого логічного міркування: зростання частки залученого капіталу стає причиною зростаючих вимог його власників щодо отримання вищої дохідності від інвестованого ними капіталу.

**Т**аким чином, додаткові доходи, отримані за рахунок залучення позикового капіталу, вилучаються власниками компаній у формі дивідендів, а отже, – кінцевий фінансовий результат діяльності фірм жодним чином не залежить від структури їх капіталу [17, с. 99]. За таких умов інвестори мають змогу здійснювати оптимізацію своїх доходів і ризиків на основі диверсифікації інвестиційних капіталовкладень у корпоративні права та боргові цінні папери одного й того ж самого емітента. Як бачимо, даний методологічний засновок якісно відрізняє теорію структури капіталу Модільяні – Міллера від традиційного підходу, згідно з яким максимізація ринкової вартості компанії лежить у площині мінімізації вартості її капіталу. Отже – традиційний підхід передбачає існування оптимальної структури капіталу фірми, за якої досягається його мінімальна вартість за одночасного максимального значення ринкової вартості компанії.

Хоча теорема Модільяні – Міллера заклала потужну методологічну основу теорії фірми, однак вже у 1963 р. ці вчені у розвиток теорії структури капіталу вводять до аналітичного поля податок на прибуток компаній. Крім того, у 1977 р. М. Міллер включає в розрахунок ринкової вартості фірми податок з доходів власників акціонерного капіталу (акціонерів і власників облігацій). Оновлена концепція отримала назву «теорія компромісу між економією від зниження податкових виплат і фінансовими витратами» (процентними виплатами за позиковий капітал). Вона доводить, що ринкова вартість компанії зростає одночасно з величиною левериджу за рахунок економії на податкових платежах до певного моменту часу, коли досягається оптимальна структура капіталу. У подальшому зростання частки позикового капіталу призводить до зниження вартості фірми за рахунок пов'язаних з ризиками витрат.

Отже, проведений нами теоретичний дискурс дослідження фінансових ринків дає підстави стверджувати, що теорії фінансів за період свого існування сформувавши самостійний напрям загальної економічної теорії. Кожна теорія фінансів має свої переваги і «вузькі місця», формує на кожному історичному етапі світогосподарського поступу установлені наукові погляди щодо змістовної сутності, природи, структури та закономірностей розвитку національних і регіональних ринків фінансового капіталу. Дослідники в різний період по-різному розглядають такі їх характеристики, як: емпірична основа фінансової діяльності; суб'єкти й інструментальна структура фінансових ринків; чинники, що викликають коливання ринкової кон'юнктури та механізми її урівноваження; ступінь впливу фінансових ринків на макроекономічну динаміку. При цьому кожна фінансова теорія в період свого панування була своєрідним концептуальним відображенням як загальноісторичних трансформацій, яких зазнавала міжнародна економічна система на кожному етапі свого еволюційного поступу, так і змін, що відбувалися в її фінансовому базисі та співвідношенні країнних сил на фінансовій карті світу.

Сучасна теорія фінансових ринків більшою мірою відбиває діючу фінансову практику і характеризується концентрацією дослідницького інтересу на узагальненні конкретних фактів фінансової діяльності ринкових агентів та використанням різноманітного дослідницького інструментарію без виходу аналітики на рівень макроекономічних узагальнень. Доволі тривалий історичний період математизації теорії фінансових ринків сформував ґрунтовний математичний базис для здійснення їх аналітичної діагностики та тестування на практиці розроблених математичних моделей. Як результат – поширюється ілюзія щодо високої точності отриманих фінансовою теорією результатів (подібно природничим і точним наукам), а також спостерігається дещо спрощене тлумачення базовими концепціями фінансових ринків як статичних ринкових сегментів, де відбуваються фінансові процеси лінійного характеру. Водночас математичний апарат, що описує їх, базується на нормальному розподілі, стандартному відхиленні, дисперсії, лінійних детермінованих і факторних моделях [1, с. 74], а отже, неспроможний адекватно відображати ключові тренди розвитку фінансового базису світового господарства.

Разом з тим, вступ світогосподарської системи у глобальну фазу розвитку генерує якісно нові чинники і фактори фінансової нестабільності, справляючи потужний розбалансовуючий вплив на систему світових фінансів. Це вимагає розроблення методології дослідження фінансових ринків, що базується на міждисциплінарному підході щодо аналізу нерівноважних станів ринку, нерівноваги попиту і пропонування фінансових активів з метою комплексного аналізу кон'юнктури фінансових ринків та прогнозу-

вання його перспективних трендів. За таких умов має бути кардинально трансформований і теоретичний арсенал дослідження фінансових ринків у напрямку конвергенції окремих елементів фінансових теорій в єдину, всезагальну теорію фінансових ринків.

Найбільш продуктивним, з погляду пояснення природи фінансових ринків і закономірностей їх розвитку у глобальних умовах, підходом є, з одного боку, еkleктичне поєднання найбільш конструктивних елементів існуючих фінансових теорій, а з іншого – значне урізноманітнення методологічного інструментарію на основі розробки нелінійної методології дослідження ринків фінансового капіталу, конвергенції різних економічних напрямів, що генерують знання і практичні навички ухвалення фінансових рішень. Саме таке поєднання здатне найкращим чином пояснити ключові векторні мегатренди розвитку фінансових ринків в епоху глобалізації, рушійні сили нагромадження фінансового капіталу в різних географічних точках і локалах світогосподарської системи, а також об'єктивні передумови його зростаючих трансформованих потоків у сучасних умовах. ■

#### ЛІТЕРАТУРА

1. Любкіна О. В. Формування сучасної теорії фінансових ринків: основні проблеми та напрями розвитку. *Вісник Академії праці і соціальних відносин*. 2014. № 3-4. С. 74–76.
2. Hirshleifer D. Investor Psychology and Asset Pricing. *The Journal of Finance*. 2001. Vol. 56. Issue 4. P. 1533–1597.
3. Carter W. D. The quality of mutual fund portfolio supervision. *Financial Analysts Journal*. 1950. Vol. 6. Issue 4. P. 32–39.
4. Markowitz H. M. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 1952. Vol. 7. Issue 1. P. 77–91.
5. Дзюба П. Сучасна теорія міжнародного портфельного інвестування: структура та детермінанти розвитку: монографія. Київ: Аграр Медіа Груп, 2017. 531 с.
6. Інноваційний розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи: монографія / Терещенко О. О., Бабяк Н. Д., Іващенко А. І. та ін. Київ: КНЕУ, 2017. 495 с.
7. Sharpe W. E., Alexander G. J., Cliffs E. Investments. 6 ed. Prentice Hall, 1998. 962 p.
8. Гончар Т. Г. Еволюція портфельної теорії та сучасні реалії фінансових відносин. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2016. № 16. С. 131–135.
9. Sharpe W. F. A Linear Programming Algorithm for Mutual Fund Portfolio Selection. *Management Science*. 1967. Vol. 13. Issue 7. P. 499–510.
10. Погач О. Теорії міжнародного бізнесу. Київ: ВПЦ «Київський університет», 2018.
11. Friedman M., Savage L. J. The Utility Analysis of Choices Involving Risk. *The Journal of Political Economy*. 1948. Vol. 56. No. 4. P. 279–304.
12. Arrow K. J. The Economics of Agency. In: *Principals and Agents: The Structure of Business*. Boston, 1985. P. 37–51.
13. Ілляшенко П. Поведінкові фінанси: історичний огляд і основні засади. *Вісник Національного банку України*. 2016. № 239. С. 30–57.

**14. Baker M., Ruback R. S., Wurgler J.** Behavioral Corporate Finance: A Survey. URL: <http://www.people.hbs.edu/mbaker/cv/papers/behavioralcorporatefinance.pdf>

**15. Рибалко Ю. С.** Поведінкові аспекти управління фінансовим ресурсом ТНК. *Інвестиції: практика та досвід*. 2014. № 20. С. 90–98.

**16. Miller M., Modigliani F.** The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*. 1958. Vol. XLVIII. No. 3. P. 261–297.

**17. Зимовець В. В.** Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток : монографія. Київ : Ін-т економіки НАНУ, 2003. С. 99–100.

**Науковий керівник – Галенко О. М.,** доктор економічних наук, професор, завідувачка кафедри міжнародного обліку та аудиту ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана»

## REFERENCES

Arrow, K. J. "The Economics of Agency". In *Principals and Agents: The Structure of Business*, 37-51. Boston, 1985.

Baker, M., Ruback, R. S., and Wurgler, J. <http://www.people.hbs.edu/mbaker/cv/papers/behavioralcorporatefinance.pdf>

Carter, W. D. "The quality of mutual fund portfolio supervision". *Financial Analysts Journal*, vol. 6, no. 4 (1950): 32-39.

Dziuba, P. *Suchasna teoriia mizhnarodnoho portfelnoho investuvannia: struktura ta determinanty rozvytku* [Contemporary theory of international portfolio investment: structure and determinants of development]. Kyiv: Ahrar Media Hrup, 2017.

Friedman, M., and Savage, L. J. "The Utility Analysis of Choices Involving Risk". *The Journal of Political Economy*, vol. 56, no. 4 (1948): 279-304.

Hirshleifer, D. "Investor Psychology and Asset Pricing". *The Journal of Finance*, vol. 56, no. 4 (2001): 1533-1597.

Honchar, T. H. "Evolutsiia portfelnoi teorii ta suchasni realii finansovykh vidnosyn" [Evolution of portfolio theory and modern realities of financial relations]. *Naukovyi visnyk Mizhnarodnoho humanitarnoho universytetu*, no. 16 (2016): 131-135.

Illiashenko, P. "Povedinkovi finansy: istorychnyi ohliad i osnovni zasady" [Behavioral Finance: A Historical Review and Basic Principles]. *Visnyk Natsionalnoho banku Ukrainy*, no. 239 (2016): 30-57.

Liubkina, O.V. "Formuvannia suchasnoi teorii finansovykh rynkiv: osnovni problemy ta napriamy rozvytku" [Formation of the modern theory of financial markets: main problems and directions of development]. *Visnyk Akademii pratsi i sotsialnykh vidnosyn*, no. 3-4 (2014): 74-76.

Markowitz, H. M. "Portfolio Selection". *The Journal of Finance*, vol. 7, no. 1 (1952): 77-91.

Miller, M., and Modigliani, F. "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment". *The American Economic Review*, vol. XLVIII, no. 3 (1958): 261-297.

Rohach, O. *Teorii mizhnarodnoho biznesu* [Theories of International Business]. Kyiv: VPTs «Kyivskiy universytet», 2018.

Rybalko, Yu. S. "Povedinkovi aspekty upravlinnia finansovym resursom TNK" [Behavioral aspects of financial management of TNCs]. *Investytsii: praktyka ta dosvid*, no. 20 (2014): 90-98.

Sharpe, W. E., Alexander, G. J., and Cliffs, E. *Investments*. Prentice Hall, 1998.

Sharpe, W. F. "A Linear Programming Algorithm for Mutual Fund Portfolio Selection". *Management Science*, vol. 13, no. 7 (1967): 499-510.

Tereshchenko, O. O. et al. *Innovatsiyni rozvytok korporatyvnykh finansiv: tendentsii ta perspektyvy* [Innovative Development of Corporate Finance: Trends and Prospects]. Kyiv: KNEU, 2017.

Zymovets, V. V. *Akumuliatsiia finansovykh resursiv ta ekonomichnyi rozvytok* [Accumulation of financial resources and economic development]. Kyiv: Ін-т економіки НАНУ, 2003.