

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

КУШНІР МИРОСЛАВА АНАТОЛІЇВНА

УДК 336:767

ПОВЕДІНКОВЕ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

Спеціальність: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

АВТОРЕФЕРАТ
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана у Державній установі «Інститут регіональних досліджень імені М. І. Долишнього Національної академії наук України»

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор
СТОРОНЯНСЬКА ІРИНА ЗЕНОВІЇВНА,
Державна установа «Інститут регіональних досліджень імені
М. І. Долишнього Національної академії наук України»,
заступник директора з наукової роботи.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
КОРНЄЄВ ВОЛОДИМИР ВІКТОРОВИЧ, Науково-
дослідний економічний інститут Міністерства економічного
розвитку і торгівлі України, завідувач відділу фінансово-
бюджетної політики.

кандидат економічних наук, доцент
СТЕЦЬКО МИКОЛА ВАСИЛЬОВИЧ, Тернопільський
національний економічний університет, доцент кафедри
фінансів суб'єктів господарювання і страхування.

Захист відбудеться «30» червня 2016 року о 11:00 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 35.051.01 у Львівському національному університеті імені Івана Франка (за адресою: 79008, м. Львів, проспект Свободи, 18, ауд. 115).

З дисертацією можна ознайомитись у Науковій бібліотеці Львівського національного університету імені Івана Франка за адресою: 79601, м. Львів, вул. Драгоманова, 5.

Автореферат розісланий « »

2016 р.

Учений секретар
спеціалізованої вченої ради

проф. Плиса В. Й.

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Важливим індикатором прозорості та надійності фінансової системи країни є ціноутворення на фондовому ринку. Фондові ринки сприяють мобілізації заощаджень, розподілу інвестицій та економічному зростанню. Однією з важливих цілей розвитку фондового ринку, зазначеної в Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 року є забезпечення механізмів об'єктивного ціноутворення у біржовому сегменті фондового ринку. Формування достовірної ціни на цінні папери сприяє їх швидкій ліквідності та унеможлиблює маніпуляції.

Ціноутворення на вітчизняному ринку цінних паперів зазнає значних впливів поведінкових чинників, зокрема поширеною є ірраціональна поведінка інвесторів, яка формується під впливом емоцій та когнітивного сприйняття інформації, що зумовлює значні відхилення ціни від об'єктивних значень. Ірраціональне ціноутворення спричиняє кризові явища, які поширюються не лише на фінансовий, а і на інші сектори національної економіки. Вирішення цього завдання потребує адаптації моделей ціноутворення до ірраціональних особливостей вітчизняного ринку та зумовлює потребу в формуванні ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку.

Дослідженням функціонування фондового ринку займалися такі вітчизняні вчені: Н. Блага, І. Брітченко, Н. Брюховецька, Н. Дегтярьова, С. Захарін, В. Зельдіс, Ю. Іванов, А. Кондрашихін, М. Котова, М. Крупка, А. Кузнєцова, В. Мельник, О. Мозговий, С. Мошенський, І. Назарчук, І. Нескородєва, О. Підхомний, В. Плиса, В. Приймак, І. Ройко, Ю. Серік, М. Стецько, І. Сторонянська, С. Червякова, Н. Швець, І. Школьник, С. Шишков та інші.

Теоретичні моделі ціноутворення на фондовому ринку розроблені такими зарубіжними фінансистами: В. Архіповим, Л. Башельє, В. Кламмом, Дж. Кокрейном, Г. Марковіцем, Я. Міркіним, С. Россом, Н. Станіком, М. Усачевим, Ю. Фамою, У. Шарпом. Основи поведінкового ціноутворення представлені у працях таких вчених: Н. Берберіса, Є. Доріної, Д. Канемана, Є. Коваленка, В. Корнєєва, Х. Лева, О. Парандія, Н. Рудик, В. Севелла, А. Тверські, Р. Шіллера, Х. Шефріна, А. Шляйфера та інших.

Відаючи належне науковому доробку вищезгаданих учених щодо теоретико-методологічних та прикладних засад ціноутворення на фондовому ринку, варто зауважити, що актуальним залишається подальше вивчення та систематизація поведінкового ціноутворення. Розвиток наукових досліджень у цьому напрямку пов'язаний з необхідністю порівняння та узагальнення критеріїв раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення на ринку цінних паперів; дослідженням поведінкового ціноутворення на вітчизняному ринку; модифікації моделей ціноутворення до умов ірраціональної поведінки інвесторів та розробленням ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку. Актуальність описаних вище проблем зумовила вибір теми дисертаційної роботи, визначила її мету і завдання.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Проведене дослідження пов'язане з виконанням науково-дослідної теми ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М. І. Долішнього НАН України»: «Фінансові механізми формування конвергентної моделі регіонального розвитку»

(№ Д.Р.0112U000460). Зокрема автором визначено проблеми використання кредитних механізмів забезпечення регіонального розвитку.

Дисертація пов'язана з науковим напрямком кафедри фінансів та оподаткування Східноєвропейського національного університету ім. Лесі України «Фінансово-економічні проблеми розвитку країн з транзитивною економікою». Матеріали дисертації використані при розробленні держбюджетної теми: «Територіальні фінансові ресурси Західного прикордонного регіону України в умовах євроінтеграції» (№ Д.Р.0113U002222). Автором розроблені рекомендації з оцінки інформаційної ефективності фондового ринку.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретичних положень та розроблення прикладних рекомендацій щодо поведінкового ціноутворення на фондовому ринку.

Для досягнення означеної мети у роботі поставлені такі завдання:

- уточнити сутність понять «фондовий ринок», «поведінкові фінанси», «поведінкове ціноутворення» на основі узагальнення підходів до їх визначення;
- розвинути класифікацію систематичних помилок учасників фондового ринку;
- виокремити критерії раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення;
- удосконалити систему ірраціонального поведінкового ціноутворення фондового ринку;
- обґрунтувати методичні положення щодо оцінювання раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення;
- сформувати модель ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку;
- запропонувати послідовність аналізу функції цінностей ірраціонального інвестора;
- розробити ситуативний підхід до стратегічного планування уникнення втрат учасниками ринку в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення.

Об'єктом дослідження є процес поведінкового ціноутворення на фондовому ринку.

Предметом дослідження виступають теоретичні та прикладні положення поведінкового ціноутворення на фондовому ринку України.

Методи дослідження. Для досягнення мети та розв'язання поставлених завдань використано такі методи: аналізу і синтезу, порівняння та узагальнення для виділення основних підходів до визначення сутності основних понять фондового ринку, уточнення термінів «фондовий ринок», «поведінкове ціноутворення» на фондовому ринку (підр. 1.1); метод групування – для визначення критеріїв ірраціонального та раціонального поведінкового ціноутворення (підр. 1.2), удосконалення системи ірраціонального поведінкового ціноутворення фондового ринку (підр. 1.2), виокремлення методичних положень з оцінювання поведінкового ціноутворення (підр. 1.3); емпіричного дослідження, регресійного та факторного аналізу – при вивченні етапів розвитку фондового ринку України (підр. 2.1), аналізі раціональності поведінкового ціноутворення вітчизняного фондового ринку (підр. 2.2) та виявленні аномалій ірраціонального поведінкового ціноутворення (підр. 2.3); метод системного підходу при формуванні моделі ірраціонального

поведінкового ціноутворення (підр. 3.1); ситуативний підхід при розробці стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення (підр. 3.3); методи анкетування та експертних оцінок для розробки послідовності аналізу функції цінностей українських інвесторів (підр. 3.2); графічний – для наочного подання теоретичного і прикладного матеріалу дисертації.

Інформаційною базою дослідження є наукові праці вітчизняних і зарубіжних вчених, матеріали періодичних видань, закони України, нормативні документи, офіційні матеріали державних статистичних органів, статистичні дані міжнародних організацій, результати анкетування та опитування українських інвесторів з питань оцінювання функції цінності, результати авторських досліджень.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у формуванні та розвитку теоретико-методологічних і практичних положень з поведінкового ціноутворення на фондовому ринку. Основні наукові результати, які характеризують новизну виконаного дослідження, полягають у такому:

вперше:

розроблено ситуативний підхід до стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення. Це дозволяє отримати обумовлений рівень безризикової дохідності та уникнути втрат у випадку падіння цін на ринку, шляхом формування оптимальної структури портфеля, яка залежить від стану ринку ризикових цінних паперів та індивідуальних характеристик інвесторів. Використання запропонованого підходу забезпечує максимізацію функції цінностей учасників фондового ринку;

удосконалено:

елементи системи ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку, яка узагальнює ірраціональні причини відхилень у ціноутворенні та напрям їх впливу. Імплементация запропонованої системи дозволяє виявити причинно-наслідковий зв'язок між ірраціональною поведінкою та ціноутворенням на фондовому ринку;

методичні положення з оцінювання раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення, які передбачають поетапний аналіз поведінкових властивостей ціноутворення на фондовому ринку, що дає змогу ідентифікувати ірраціональний чи раціональний характер цін на ринку;

модель ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку, яка ґрунтується на адаптації індивідуальної функції цінностей до умов фондового ринку, що дозволяє виявити вплив поведінкових чинників на рівноважну ціну, зокрема таких як страх втрат та схильність до ризику;

послідовність аналізу функції цінностей ірраціонального інвестора, яка полягає в ідентифікації безризикових еквівалентів для виявлення параметрів індивідуальної функції цінностей, що розширює можливості застосування теорії перспектив в емпіричних дослідженнях та при визначенні параметрів стратегічного планування уникнення втрат учасниками ринку.

набули подальшого розвитку:

понятійно-термінологічний апарат дослідження, зокрема удосконалено дефініції «фондовий ринок», «поведінкові фінанси» та «поведінкове ціноутворення». Застосування комплексного підходу до визначення суті цих понять

дозволило урахувати всі функції та ознаки фондового ринку, а також особливості поведінки учасників ринку при формуванні та встановленні цін;

класифікація систематичних помилок учасників ринку на групи емоції та когнітивні процеси, залежно від способу їх впливу на інвестора. Запропонована систематизація дає можливість ідентифікувати та уникнути помилок при прийнятті рішень учасниками.

критерії раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення, які ґрунтуються на особливостях поведінки учасників фондового ринку, зокрема принципів прийняття ними рішень та впливу систематичних помилок та дають змогу визначати можливості застосування відповідних моделей ціноутворення для аналізу та прогнозування цін на фондовому ринку.

Практичне значення одержаних результатів. Практична цінність результатів дослідження полягає в розробці методичного інструментарію ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення. Окремі теоретичні положення дисертації доведені до практичної реалізації шляхом застосування в системі управління ПАТ «Фондова біржа ПФТС» (довідка №0653 від 30.11.2015), ПрАТ «Українська фондова біржа» (довідка № 302 від 11.12. 2015), ТЗОВ «Підприємство «Росан-Цінні папери»».

Викладені в дисертації теоретичні й методологічні положення використовуються в навчальному процесі Східноєвропейського національного університету ім. Лесі Українки при викладанні дисциплін «Фондовий ринок та цінні папери» та «Фінансовий моніторинг в Україні» (довідка №03-29/03/3998 від 02.12.2015).

Особистий внесок здобувача. Усі наукові результати, викладені в дисертації, отримані автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, в роботі використані лише ті положення, що є результатом особистої роботи дисертанта і становлять індивідуальний внесок автора.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дисертації пройшли апробацію на міжнародних науково-практичних конференціях, симпозиумах, круглих столах і наукових семінарах відділу регіональної фінансової політики ДУ «Інститут регіональних досліджень ім. М.І. Долишнього НАН України», зокрема на таких: III Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України» (Луцьк, 12 листопада 2013 року), XIX Міжнародна науково-практична конференція «Економічні та соціальні інновації як фактор розвитку економіки» (Луцьк, 29-30 травня 2014 р.); III Міжнародна науково-практична конференція «Соціально-економічні перспективи розвитку України в XXI столітті» (Тернопіль, 25 листопада 2014 р.); Всеукраїнська науково-практична конференція «Проблеми становлення інформаційної економіки в Україні» (Львів, 23-25 жовтня 2014 року); V Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених та студентів «Розвиток фінансів в умовах хаотично структурованої економіки» (Дніпропетровськ, 18 березня 2015 р.); International Scientific Conference of Students and Young Scientists «Shevchenkivska Vesna 2015: Economics» (Київ, 1-3 квітня); XX Міжнародна науково-практична конференція «Перспективи розвитку України» (Луцьк, 25-26 травня 2015 р.); II Міжнародна науково-практична конференція «Інноваційні технології та інтенсифікація розвитку національного

виробництва» (Тернопіль, 20-21 жовтня 2015 р.); XVI Міжнародна науково-практична конференція «Теорія і практика сучасної економіки» (Черкаси, 19 листопада 2015 р.) та інші.

Публікації. За темою дисертації опубліковано 22 наукові праці, загальним обсягом 8,53 друк. арк. (з яких особисто авторові належить 8,18 друк. арк.), зокрема участь у 1 монографії, 8 статей у наукових фахових виданнях України, 2 статті у виданнях, що внесені до міжнародних наукометричних баз, 10 тез доповідей на науково-практичних конференціях, 1 стаття у науковому виданні України.

Структура і обсяг дисертаційної роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації становить 212 сторінок. Основний її зміст викладено на 177 сторінках. Робота містить 51 таблицю, 42 рисунки, 7 додатків, список використаних джерел містить 236 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ

У **Вступі** обґрунтовано актуальність теми дисертаційної роботи; визначено мету, завдання, об'єкт, предмет, методи дослідження; представлено наукову новизну й практичне значення отриманих результатів, особистий внесок здобувача та дані про апробацію результатів дослідження.

У **першому розділі «Теоретико-методичні положення поведінкового ціноутворення на фондовому ринку»** висвітлено сутність поведінкового ціноутворення на фондовому ринку, розглянуто особливості раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення, запропоновано методичні підходи до його визначення.

У наукових працях висвітлено низку основних підходів до визначення сутності фондового ринку: ринок цінних паперів розглядається як сфера розміщення та обігу цінних паперів, як система акумулювання, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів та як система економічних відносин. На основі узагальнень, запропоновано інтегроване визначення фондового ринку як сукупності економічних відносин його учасників щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів з метою акумулювання, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів. Таке тлумачення дозволяє урахувати усі функції, ознаки та місце фондового ринку в національній економіці. Аналіз наукових тлумачень поняття «ціноутворення на фондовому ринку», дало можливість сформулювати його комплексне визначення, як процесу формування та встановлення цін на цінні папери.

Сучасні дослідження поведінки учасників фондового ринку зумовили розвиток концепції поведінкових фінансів. З одного боку, поведінкові фінанси розглядають як розширення класичної теорії, заснованої на раціональних очікуваннях. З іншого – дослідники акцентують увагу на вивченні фінансової поведінки учасників ринку та її впливу на фінансовий ринок. Обґрунтовано комплексне означення поведінкових фінансів, як вчення про фінансову поведінку суб'єктів та її вплив на стан фондового ринку.

На основі синтезу понять «поведінкові фінанси» та «ціноутворення на фондовому ринку» запропоновано визначати «поведінкове ціноутворення» на фондовому ринку як процес формування та встановлення ринкових цін на цінні папери з урахуванням особливостей поведінки його учасників.

Залежно від характеру поведінки суб'єктів на ринку, у роботі виокремлено два основні види поведінкового ціноутворення – раціональне та ірраціональне (табл. 1). Встановлено, що раціональна та ірраціональна поведінка учасників відрізняється за двома групами критеріїв – особливості прийняття рішень та роль систематичних помилок у ціноутворенні. В роботі згруповано систематичні помилки інвесторів на емоції та когнітивні процеси, залежно від способу їх впливу на поведінку. До емоцій віднесено такі чинники як самовпевненість та стійкість переконань. До помилок когнітивних процесів – помилки репрезентативності та орієнтації на початкову інформацію.

Таблиця 1

Критерії раціонального та ірраціонального ціноутворення

Ознака		Раціональне ціноутворення	Ірраціональне ціноутворення
Поведінка учасників	Особливості прийняття рішень	Суб'єкт максимізує функцію очікуваної корисності на основі дохідності та ризику: - несхильність суб'єкта до ризику постійна; - суб'єкт оцінює результат через кінцевий дохід; - оцінка ймовірності майбутніх доходів об'єктивна	Суб'єкт максимізує функцію цінності (теорія перспектив) на основі дохідності та ризику: - суб'єкт несхильний до ризику в умовах вигоди та схильний в перспективі втрат; - суб'єкт оцінює результат через виграші чи втрати відповідно до репрезентативної суми; - суб'єкт відчуває страх втрат, тобто більш чутливо сприймає втрати, ніж виграші; - оцінка ймовірності майбутніх доходів суб'єктивна
	Вплив систематичних помилок на ціноутворення	Систематичні помилки виникають нечасто і не мають суттєвого впливу на формування ціни	Систематичні помилки учасників ринку є основною ознакою ціноутворення
Ціноутворення	Відображення інформації в ціні	Ціни постійно і достовірно відображають всю доступну інформацію на ринку	Ціни виражають недостатні або надмірні реакції щодо ринкової інформації
	Прогнозованість цін	Прогнозування не доцільне	Прогнозування доцільне
	Безризиковий дохід	Неможливе отримання безризикового доходу	Можливе отримання безризикового доходу

Примітка: сформовано автором

Основними параметрами, якими керується інвестор при виборі активу є очікувана дохідність та ризик. Раціональний інвестор приймає рішення, максимізуючи функцію очікуваної корисності, яка обчислюється як сума добутків ймовірності отримання доходу та його корисності. Функція корисності раціонального учасника ринку відображає постійну несхильність суб'єкта до ризику. Раціональні інвестори не здійснюють систематичних помилок.

Ірраціональну поведінку учасників ринку описують за допомогою функції цінності теорії перспектив, згідно з якою, на фондовому ринку інвестори схильні оцінювати результати ризикових операцій за кількістю виграшів і втрат, порівнюючи їх з певною репрезентативною сумою. Вони переоцінюють бажані результати і відчувають страх втрат, тобто більш чутливо сприймають втрати, ніж

виграші. Теорія перспектив доводить, що схильність до ризику особи змінюється залежно від того чи відчуває вона себе в зоні вигоди, чи в зоні втрат. Інвестори неохочі до ризику в умовах вигоди та схильні за умови втрат. Учасники фондового ринку суб'єктивно оцінюють ймовірності майбутніх доходів, зокрема перебільшують значення малих ймовірностей та применшують високі ймовірності.

Обґрунтовано, що в результаті раціональної поведінки суб'єктів ринку формується раціональне ціноутворення. Раціональне ціноутворення передбачає ситуацію, коли ціни постійно і достовірно відображають всю інформацію, що доступна на фондовому ринку. Кожен з учасників ринку цінних паперів володіє лише певною частиною інформації. Здійснюючи купівлю чи продаж цінних паперів, суб'єкти передають свої очікування ринку та формуються ринкові ціни. Ціни найкраще інформують про перспективи цінних паперів, тому прогноз недоцільний.

Якщо поведінка суб'єктів ринку є ірраціональною, ціни виражають недостатні або надмірні реакції, які зумовлюють тимчасові відхилення від раціональної ціни. Оскільки, необхідний певний час, щоб встановилася раціональна ціна, за допомогою фундаментального та технічного аналізу інвестор може отримати безризиковий дохід. Такі ринкові ситуації називають аномаліями. Система ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку представлена на рис. 1.

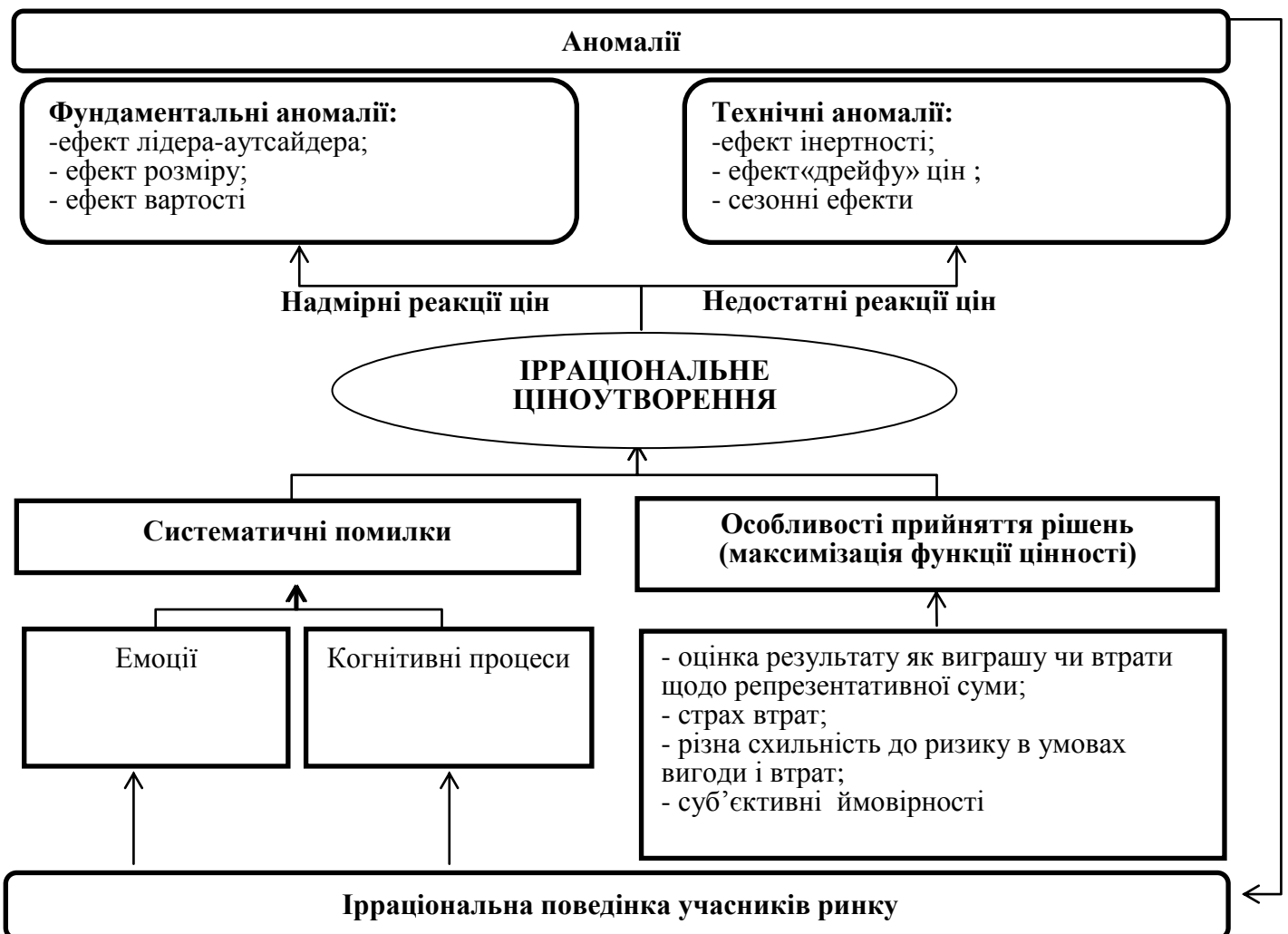


Рис. 1 Система ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку

Примітка: сформовано автором

Методичні положення з оцінювання поведінкового ціноутворення передбачають послідовність трьох етапів. На першому етапі проводиться визначення характеристик ціноутворення на ринку впродовж періоду дослідження для вивчення історичних передумов змін цін на ньому, використовуючи методи загального аналізу.

На другому етапі здійснюється аналіз раціональності ціноутворення, за допомогою оцінки прогнозованості дохідностей, з метою підтвердження чи спростування припущення, що ціни відображають всю доступну інформацію на ринку. Аналіз раціональності ціноутворення рекомендовано здійснювати за допомогою статистичної перевірки прогнозованості часових рядів на основі серійності, авторегресії та факторного аналізу.

Перевірка присутності ірраціональних технічних та фундаментальних аномалій проводиться на третьому етапі, які є проявом недостатніх та надмірних реакцій цін. Аналіз спрямований на те, щоб підтвердити чи спростувати можливість отримання безризикового доходу на основі інформації фундаментального та технічного характеру. Тобто, оцінка поведінкового ціноутворення полягає в виявленні його раціональних та ірраціональних характеристик. Запропоновані методичні положення реалізуються при оцінці поведінкового ціноутворення на вітчизняному ринку.

У другому розділі «Аналіз поведінкового ціноутворення на фондовому ринку України» проаналізовано етапи розвитку фондового ринку України, охарактеризовано раціональне поведінкове ціноутворення на фондовому ринку України та доведено існування аномалій поведінкового ціноутворення.

Дослідження поведінкового ціноутворення на фондовому ринку України здійснено на основі запропонованої методики. На першому етапі проведено аналіз розвитку українського фондового ринку, його кількісних і якісних характеристик для вивчення історичних передумов змін цін на ньому.

За критерієм ринкової капіталізації виділено два етапи розвитку українського ринку цінних паперів – докризовий (2002-2008 роки) та посткризовий (2009-2014 роки). Для докризового періоду характерний високий рівень капіталізації (78% від ВВП), низька ліквідність ринку (в межах 3%), низький рівень обсягу торгів (75% від ВВП). Серед фінансових інструментів переважали акції та векселі (40% та 23% відповідно) у 2008 році. Організований ринок у докризовому періоді мав низьку частку (до 5%), а серед організаторів торгів фондова біржа ПФТС займала монопольне становище. До середини 2008 року індекс ПФТС стрімко зростав і досяг свого історичного максимуму 15 січня 2008 року.

У посткризовому періоді відбулися певні позитивні зрушення, а саме збільшення ліквідності (до 14%), обсягу торгів (до 200% від ВВП), частки організованого ринку (до 36,19% у 2014 році), активізація біржової конкуренції. Проте, спостерігався низький рівень капіталізації ринку (в межах 10,3-28,9% від ВВП). Торгівля відбувалася в основному державними цінними паперами, що свідчить про низьку ефективність ринку та наявність проблем докризового періоду.

На другому етапі аналізу поведінкового ціноутворення здійснено перевірку можливості прогнозування дохідності індексу фондової біржі «ПФТС». Результати розрахунків критерію серійності спростували гіпотезу про випадковий характер приростів дохідностей індексу «ПФТС» у докризовому та посткризовому періоді.

Для перевірки присутності ймовірної часової залежності виявлені часові моделі авторегресії, за допомогою яких прогнозують дохідність індексу «ПФТС» у докризовому та посткризовому періодах, що спростовує гіпотезу про раціональність ціноутворення. Для прогнозування індексу «ПФТС» у період 2002-2008 років можливо використати модель авторегресії з ковзним середнім у залишках (ARMA (2,1)). Для прогнозування індексу у посткризовий період 2009-2014 років достатньо використати модель автокореляції з першим порядком (AR (1)).

На основі аналізу макроекономічних чинників, зокрема чинників кредитного, валютного, товарного та сировинного ринків, виявлено вагомий вплив на індекс фондової біржі «ПФТС» динаміки золотовалютних резервів. Це свідчить про те, що ціни на цінні папери можна спрогнозувати на основі очікуваних обсягів міжнародної торгівлі, що суперечить означенню раціонального ціноутворення.

Оцінювання ірраціональності ціноутворення на третьому етапі відбувалось на основі дослідження технічних та фундаментальних аномалій. Аналіз технічних аномалій полягав в оцінці можливості отримати безризиковий дохід на основі продовження короткострокових тенденцій («ефект інертності»), сезонності цін («ефект дня», «ефект місяця»), повільної реакції на нову інформацію про дохідність компанії («ефект дрейфу цін»). Аналіз фундаментальних аномалій оцінював перспективи отримати безризиковий дохід за допомогою використання залежності дохідності від фундаментальних чинників. Зокрема, здійснена перевірка «ефекту розміру» (компанії з низькою ринковою капіталізацією отримують вищу дохідність), «ефекту вартості» (дохідність цінних паперів компаній «росту» з високим значенням відношення «ціна акції/ прибуток на акцію» є меншою, ніж «вартісних» компаній), «ефекту лідера-аутсайдера» (дохідність вкладень у фінансові активи компаній-«аутсайдерів» протягом трьох наступних років значно вища, ніж дохідність компаній-лідерів).

Серед технічних аномалій на вітчизняному ринку підтверджено «ефект інертності» та «сезонні ефекти». Для перевірки присутності «ефекту інертності» розглянуто ціноутворення 20-ти найбільш ліквідних акцій. Цінні папери згруповано у портфелі, залежно від дохідності впродовж періоду формування, тобто минулих 3-х, 6-ти і 12-ти місяців. Періодами володіння ними були наступні 3, 6 та 12 місяців. Стратегія продажу «програшного» портфелю та купівля «виграшного» дозволила отримувати безризикову дохідність для таких періодів формування та володіння як 12/3, 12/6, 3/6, 6/6 місяців відповідно. Аналіз сезонних ефектів підтвердив присутність «ефекту січня», з високою дохідністю в перший місяць у докризовий період. У посткризовому періоді «ефект січня» зникає. Підтверджено також «ефект середи» у докризовому періоді, оскільки дохідність у цей день тижня вища, у порівнянні з іншими днями. У посткризовому періоді виявлено «ефект п'ятниці», коли дохідність у п'ятницю нижча, у порівнянні з іншими днями. «Ефект дрейфу цін» було спростовано, оскільки на українському ринку найбільший стрибок дохідності відбувається до оголошення річної фінансової звітності, що пов'язано з асиметричністю розподілу інформації між інвесторами.

На українському ринку серед фундаментальних аномалій виявлено «ефект вартості» та «ефект розміру». Для виявлення «ефекту розміру» сформовано чотири види портфелів, залежно від капіталізації компаній у реєстрі біржі «ПФТС» та здійснено розрахунок середньої щомісячної дохідності портфеля впродовж року. Як

свідчать результати дослідження, якщо портфель характеризувався високими значеннями ринкової капіталізації у поточному році, то середня дохідність була мінімальною у наступному та становила -2,46%, тоді як портфель з найменших компаній отримував середню щомісячну дохідність 1,13%.

З метою дослідження «ефекту вартості» сформовано портфелі за критерієм співвідношення «ціна акції до прибутку на акцію». Максимальною була дохідність фінансових активів для компаній росту (з високим значенням відношення «ціна акції/прибуток на акцію») 0,30% та мінімальною -2.78% для «вартісних» активів.

Дисертантом висувається припущення, що присутність фундаментальних і технічних аномалій на вітчизняному ринку та прогнозованість цін є наслідком ірраціонального поведінкового ціноутворення. Тому, необхідно адаптувати сучасні моделі ціноутворення до ірраціональної поведінки учасників ринку.

У третьому розділі «Адаптація поведінкового ціноутворення до особливостей фондового ринку України» розроблено модель ціноутворення на фондовому ринку в умовах ірраціональної поведінки учасників; запропоновано послідовність аналізу функції цінностей ірраціонального інвестора; здійснено реалізацію ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат на українському фондовому ринку.

Модель ірраціонального поведінкового ціноутворення розроблено на основі адаптації функції цінностей до умов фондового ринку. За ознакою ірраціональності поведінки, суб'єкт оцінює результат, залежно від перспективи виграшу чи втрат та відчуває страх втрат. Репрезентативною для інвестора є сума, яку вкладено в безризиковий актив. Очікувані вигоди чи втрати від майбутнього вкладення в ризикові активи інвестор порівнює з вкладенням в безризикові. Цінність майбутніх вигод і втрат для інвестора можна оцінити за допомогою моделі ірраціонального поведінкового ціноутворення на основі модифікованої функції цінності:

$$V = \begin{cases} (S \times R)^\alpha, & \text{якщо } R \geq 0, \\ -\lambda(S \times (-R)^\beta), & \text{якщо } R < 0 \end{cases}, \quad (1)$$

де V – цінність перспективи для інвестора; S – сума вкладень інвестора в ризиковий актив; R – ціна за ризик ризикового активу; λ – коефіцієнт страху втрат, $\lambda > 1$; α , β – параметри випуклості та увігнутості функції в умовах вигод та втрат.

Якщо припустити, що розподіл дохідностей визначається середньою та стандартним відхиленням, що характерно для нормального розподілу, тоді за допомогою моделі ірраціонального ціноутворення можна оцінити взаємозв'язок між параметрами функції цінності та ціною за ризик. Встановлено, що ціна за ризик є чутливою до ірраціональних параметрів, таких як страх втрат λ , проте на неї мало впливає параметр опуклості-увігнутості функції цінності α . Що вищий страх втрат, то вища ціна за ризик.

На основі даних ціни за ризик на розвинених ринках та ринках, що розвиваються, розраховано страх втрат для різних країн (рис. 2). На ринках, що розвиваються, страх втрат вищий, ніж на розвинених ринках. Зокрема, емпіричний коефіцієнт страху втрат українських інвесторів склав 1.58, тоді як для розвинених ринків середній показник страху втрат – 1.07. Крім того, обґрунтовано, що страх втрат змінюється в часі, що спричиняє зміну ціни ризику на фондовому ринку.

Враховуючи високий страх втрат на українському ринку, запропоновано застосовувати ситуативний підхід до стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку.

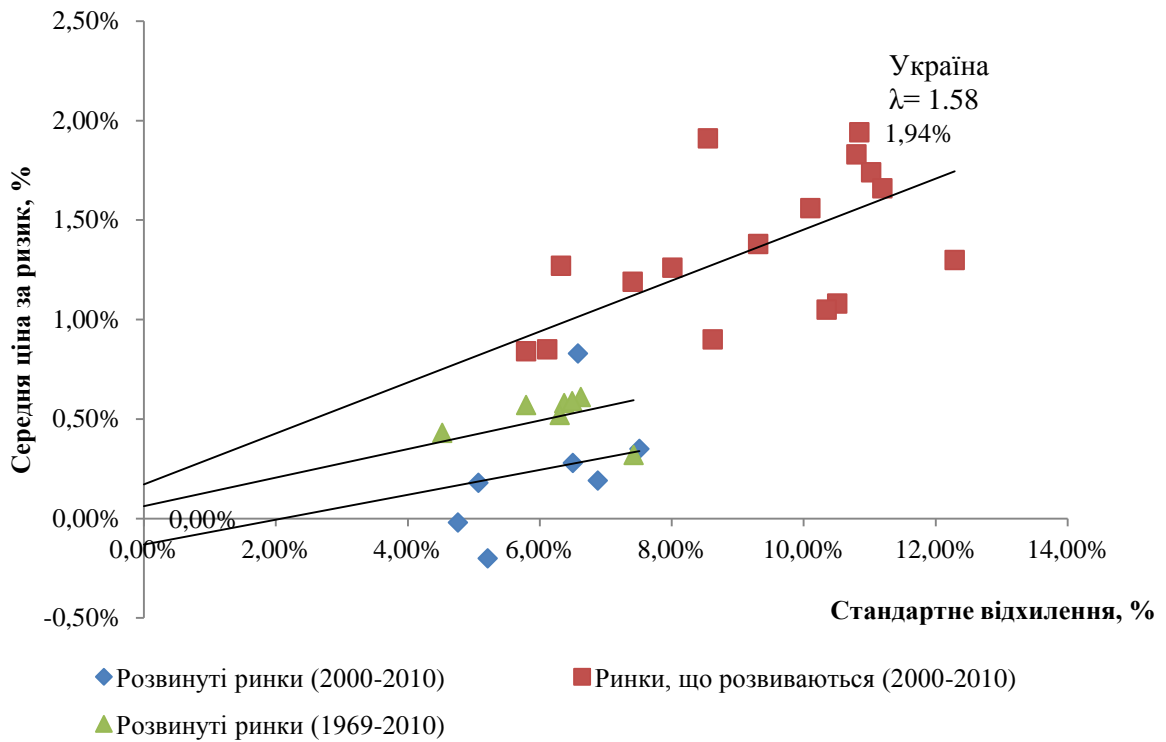


Рис. 2 Ірраціональна ціна за ризик у розвинутих країнах, та країнах, що розвиваються

Примітка: оцінено автором

Стратегічне планування уникнення втрат спрямоване на гарантування безризикової дохідності від інвестування активів та можливості отримати додаткові вигоди від зростання ринку. Складові стратегічного планування уникнення втрат в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення представлені на рис.3.

Цілі стратегічного планування уникнення втрат полягають в розробці інвестиційного продукту та максимізації функції цінності інвестора впродовж періоду інвестування.

Аналіз зовнішніх чинників полягає у визначенні сукупності безризикових та ризикових активів. Роль ризикових активів – генерувати дохід, безризикових – забезпечувати захист від втрат. Результат реалізації стратегічного планування залежить від стану ринку ризикових активів. У період підйому структура портфелю характеризується переважанням ризикових, а у період спаду – безризикових активів.

Визначення функції цінності для інвестора проводиться на етапі аналізу внутрішніх чинників. На основі функції цінності здійснюється вибір захищеного рівня та мультиплікатора, який відповідатиме рівню страху втрат. Доведена доцільність виявлення функції цінності інвестора за допомогою вибору гарантованих еквівалентів. Застосування методу підтвердило високий страх втрат українських інвесторів. Медіанне значення коефіцієнта страху втрат склало 1.568. Страх втрат залежить від потенційної суми доходу, статевої та вікової приналежності, а також від матеріальної забезпеченості інвестора. Що вища сума потенційного доходу, то вищий страх втрат. У жінок страх втрат нижчий, ніж у чоловіків. Прямопропорційна залежність існує між віковим параметром та страхом

втрат. Страх втрат особливо високий для українських інвесторів з низьким місячним доходом (до 2000 грн.) та доходом вище середнього (понад 4000 грн).

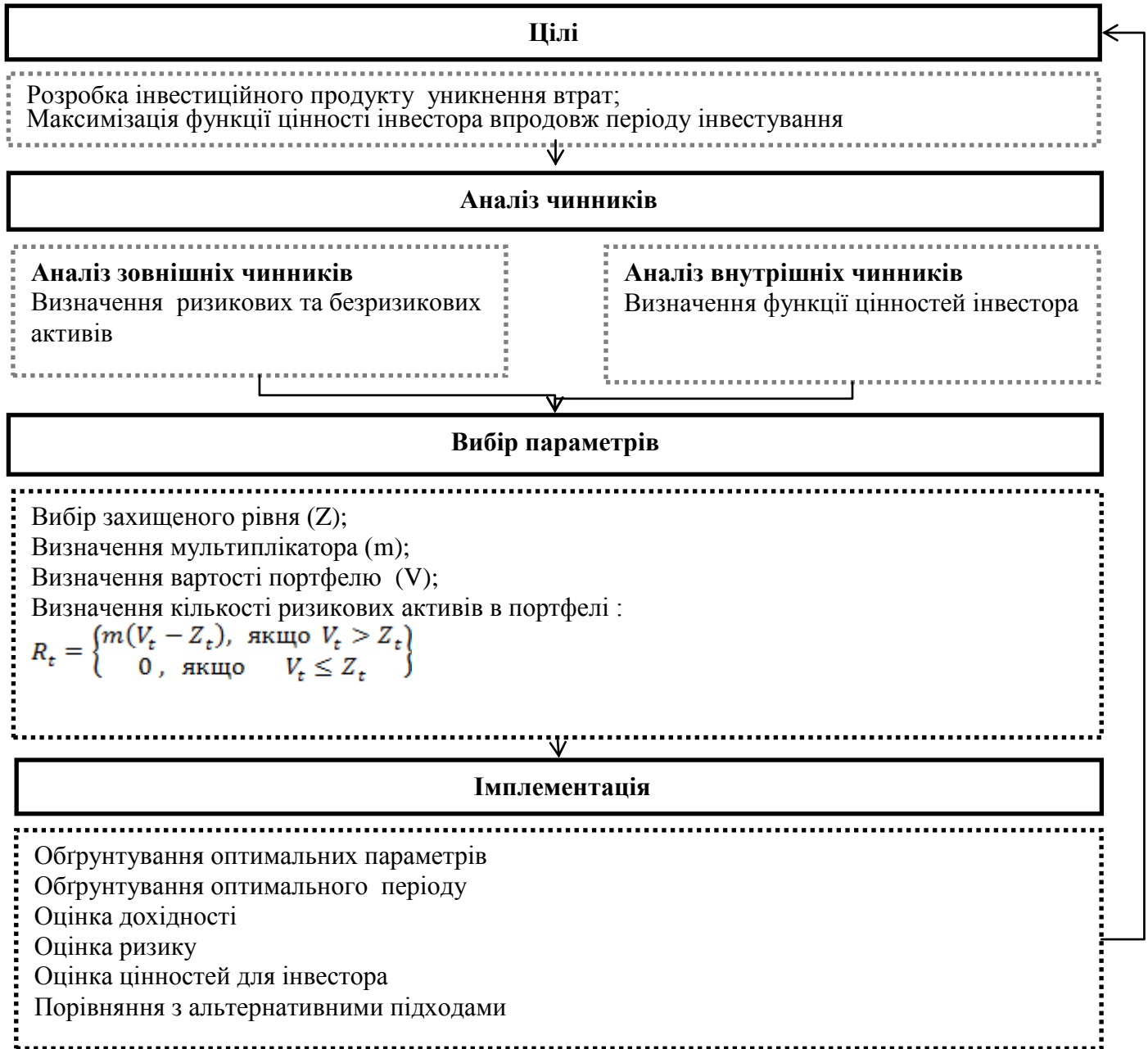


Рис. 3 Стратегічне планування уникнення втрат учасниками фондового ринку в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення на засадах ситуативного підходу

Примітка: сформовано автором

Вибір таких параметрів стратегічного планування як вартість портфелю (V), захищений рівень (Z) та мультиплікатор (m) відбувається на основі індивідуальних вподобань інвестора. Захищений рівень – встановлений рівень, нижче якого не може опускатися вартість портфелю. Різниця між вартістю портфелю та захищеним рівнем є страховим запасом (C). Кількість ризикових активів (R) у портфелі визначається як добуток рівня страхового запасу на визначений мультиплікатор (m). Обернене значення мультиплікатора (1/m) відповідає максимальному зниженню вартості ризикового активу, який забезпечує збереження захищеного рівня.

Визначення кількості ризикових активів в портфелі змінюється, залежно від зміни вартості ризикових активів на ринку. У випадку зниження їх вартості,

зменшується страховий запас, і, відповідно, пропорція вкладень у ризикові активи. Якщо ринок зростає, то це зумовлює зростання вартості ризикових активів та підвищує рівень страхового запасу, тому виникає можливість збільшити частку ризикових активів.

Обґрунтування оптимальних параметрів ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат для українських інвесторів здійснено на основі отриманих результатів страху втрат для кожної з груп респондентів. Для респондентів з найнижчим страхом втрат рекомендований найбільш ризиковий підхід з захищеним рівнем 85 (90) та мультиплікатором 3. Для респондентів з середнім страхом втрат оптимальною є помірно ризиковий підхід з захищеним рівнем 85 та мультиплікатором 2, або захищеним рівнем 95 і мультиплікатором 5. Для найбільш обережних респондентів найкращим є підхід з захищеним рівнем 95 та мультиплікатором 4. Оптимальним періодом стратегічного планування уникнення втрат для помірно ризикового підходу визначено один рік.

Результати оцінки дохідності, ризику та цінності для українського інвестора з помірно ризиковим підходом наведені в таблиці 2. Аналіз оптимальності ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат відбувався шляхом співставлення його з альтернативними підходами, зокрема з довгою позицією (купівля ризикових активів з перспективою продажу). Рівень цінності ситуативного підходу уникнення втрат для ірраціональних інвесторів значно вищий, у порівнянні з довгою позицією. Рівень цінності краще відображає пріоритети інвестора, у порівнянні з показниками річної дохідності та стандартного відхилення, оскільки ірраціональний інвестор оцінює свій результат як щоденні вигоди та втрати.

Таблиця 2

Результативність ситуативного підходу уникнення втрат на українському фондовому ринку

Рік	Характеристика ринку	Безризикова ставка, %	Підхід	Дохідність індексу, %	Стандартне відхилення, %	Рівень цінності
2009	Падіння до березня та подальший стрімкий ріст	14,64	Довга позиція	79,28	42,23	-183,79
			Уникнення втрат	41,68	19,06	-52,32
2010	Ріст до квітня, та наступне стрімке падіння, відновлення в кінці року	14,60	Довга позиція	60,22	17,35	-192,83
			Уникнення втрат	40,69	10,90	-56,39
2011	Поступове падіння впродовж року	14,30	Довга позиція	-47,52	23,30	-253,46
			Уникнення втрат	9,85	1,83	-12,88
2012	Поступове падіння впродовж року	15,49	Довга позиція	-39,82	17,46	-200,51
			Уникнення втрат	9,63	2,44	0,60
2013	Спад на початку року	14,41	Довга позиція	-9,95	6,66	-142,74
			Уникнення втрат	11,63	3,05	-1,99
2014	Поступовий підйом до вересня та подальший спад	15,34	Довга позиція	20,92	14,70	-238,67
			Уникнення втрат	24,76	8,60	-54,85

Примітка: оцінено автором

Застосування ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення дозволило б отримати вищу дохідність активів. Найбільш ефективним ситуативний підхід був у 2012 та

2013 роках, у порівнянні з альтернативними підходами. У 2012 році, використання ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат дозволило б уникнути збитків та отримати дохід за інвестиціями. У 2013 та 2014 роках стратегічне планування уникнення втрат дало б можливість отримати вищу дохідність.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення та запропоновано нове розв'язання науково-практичного завдання щодо розроблення теоретичних положень та прикладних рекомендацій з поведінкового ціноутворення на фондовому ринку. Це сприятиме адаптації моделей ціноутворення до ірраціональної поведінки учасників фондового ринку. Основні результати дослідження полягають у такому:

1. У результаті дослідження сутнісних ознак і встановлення взаємозв'язків між ними сформовано інтегроване визначення поняття «фондовий ринок» як сукупності економічних відносин його учасників щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів з метою акумулювання, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів. Поведінкове ціноутворення на фондовому ринку визначено на основі синтезу понять «поведінкові фінанси» та «ціноутворення на фондовому ринку» як процес формування та встановлення ринкових цін на цінні папери з урахуванням особливостей поведінки його учасників. Це стало основою удосконалення існуючих та розроблення нових теоретико-прикладних положень щодо розвитку поведінкового ціноутворення на фондовому ринку України.

2. Здійснена класифікація систематичних помилок учасників ринку за ознакою способу їх впливу на інвестора на групи емоції та когнітивні процеси. До емоцій віднесено такі помилки як самовпевненість та стійкість переконань. До помилок когнітивних процесів – помилки, які виникають при прийнятті швидких рішень та в зв'язку з необхідністю оперувати великою кількістю даних, такі як репрезентативність та орієнтація на початкову інформацію. Ідентифікація груп помилок дасть можливість підібрати необхідні методи нівелювання їх впливу при прийнятті рішень інвесторами.

3. Критерії раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення систематизовано у дві основні групи – особливості прийняття рішень та роль систематичних помилок у ціноутворенні. Сформовані критерії дають змогу фінансовим аналітикам визначати можливості застосування відповідних моделей ціноутворення для аналізу та прогнозування цін на фондовому ринку, залежно від характеру поведінкового ціноутворення.

4. З метою виявлення причинно-наслідкового зв'язку між ірраціональною поведінкою та ціноутворенням на фондовому ринку розширено елементи системи ірраціонального поведінкового ціноутворення. У результаті раціональної поведінки суб'єктів ринку формується раціональне ціноутворення. Якщо поведінка суб'єктів ринку є ірраціональною, ціни виражають недостатні або надмірні реакції, які зумовлюють тимчасові відхилення від раціональної ціни. Запропонована система дає змогу учасникам фондового ринку використовувати особливості ірраціональної поведінки для передбачення характеру руху ціни при формуванні інвестиційних портфелів.

5. У методичних положеннях з оцінювання раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення визначаються історичні передумови змін цін на ринку впродовж періоду дослідження, аналізується раціональність ціноутворення за допомогою оцінки прогнозованості дохідностей та проводиться перевірка присутності ірраціональних технічних та фундаментальних аномалій, що є проявом недостатніх та надмірних реакцій цін. Вони дозволяють учасникам ринку цінних паперів та науковцям ідентифікувати ірраціональний чи раціональний характер цін на ринку з метою застосування актуальних моделей ціноутворення.

6. Для адаптації функції цінностей до умов фондового ринку удосконалено модель ірраціонального поведінкового ціноутворення фондового ринку. Вона дає змогу учасникам фондового ринку та науковцями визначати рівноважну ціну за умов ірраціонального ціноутворення та прогнозувати її зміну, залежно від зміни параметрів функції цінності. Оцінка параметрів моделі дозволяє формувати інвестиційні продукти, які відповідають ірраціональним властивостям ринку.

7. Послідовність аналізу функції цінностей ірраціонального інвестора на основі системи вибору гарантованих еквівалентів використовує спрощену систему питань для швидкого отримання результатів щодо індивідуальної функції цінностей. Це розширює можливості застосування теорії перспектив при прийнятті рішень учасниками ринку, зокрема, дозволяє інвестиційним компаніям досліджувати інвестиційні вподобання та краще адаптувати інвестиційні продукти до потреб клієнтів.

8. Запровадження ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку, який базується на формуванні портфеля з ризикових та безризикових активів, дозволить інвесторам отримувати обумовлений рівень безризикової дохідності від інвестування активів та додаткові вигоди від зростання ринку. Впровадження підходу дає змогу залучити на ринок цінних паперів більшу кількість інвесторів з високим рівнем страху втрат.

Реалізація зазначених рекомендацій з поведінкового ціноутворення на фондовому ринку дозволить здійснити якісну перебудову фінансової системи України, а відтак сприятиме макроекономічній стабільності, пожвавленню національної економіки і розвитку підприємництва.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Монографії

1. Ліпич¹ М. А. Інформаційна ефективність фондового ринку України / М. І. Карлін, М. А. Ліпич // Проблеми розвитку фінансової системи України та шляхи їх вирішення : кол. моногр. – Луцьк : Вежа-Друк, 2014. – С. 323–343. (*Особистий внесок дисертанта: запропоновано розроблені рекомендації щодо моделювання й оцінки інформаційної ефективності фондового ринку України – 1,07 д.а.*)

Публікації у наукових фахових виданнях України

2. Ліпич М. А. Особливості функціонування фінансових систем в посткризових умовах / М. А. Ліпич // Вісник Хмельницького національного університету. Серія : економічні науки. – 2013. – №6. – С. 221–226. – 0,41 д.а.

¹ Прізвище Ліпич було змінено на прізвище Кушнір 29.08.2015 року

3. Ліпич М. А. Сутність фондового ринку / М. А. Ліпич. // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія : економічні науки. – 2014. – №7, ч.5.– С. 44-47. – 0,49 д. а.

4. Ліпич М. А. Поведінкові фінанси: концептуалізація поняття / М. А. Ліпич. // Вісник Одеського національного університету. Економіка. – 2014. – №3, т. 19. – С. 54–58. – 0,58 д. а.

5. Ліпич М. А. Вплив поведінкових чинників на ціноутворення на фондовому ринку / М. А. Ліпич // Моніторинг біржового ринку. – 2014. – №10. – С. 13–17. – 0,54 д. а.

6. Ліпич М. А. Особливості розвитку фондового ринку України / М.А. Ліпич // Вісник Львівського університету. Серія : економічна. – 2014. – №51. – С. 265-274. – 0,47 д. а.

7. Ліпич М. А. Оцінювання прогнозованості ціноутворення на фондовому ринку України / М.А. Ліпич, І. З. Сторонянська // Економіка розвитку. – 2015. – №2 (74). – С. 13-21. – 0,80 д. а. (*Особистий внесок дисертанта: запропоновано метод оцінювання прогнозованості ціноутворення на фондовому ринку 0,40 д. а.*).

8. Кушнір М. А. Методика виявлення функції цінності інвесторів / М. А. Кушнір // Вісник Хмельницького національного університету. Серія : економічні науки. – 2015. – №5, т.1. (228) – С. 112–118. – 0,76 д. а.

9. Кушнір М. А. Інвестиційна стратегія уникнення втрат на українському фондовому ринку / М. А. Кушнір // Економіст . – 2015. – № 11. – С. 64–67. – 0,57 д.а.

Статті у наукових періодичних виданнях іноземних держав та публікації у виданнях України, які включенні до міжнародних наукометричних баз даних

10. Kushnir M. Loss aversion and an equity risk premium in emerging markets // Black Sea Scientific Journal Of Academic Research. Multidisciplinary Journal. – 2015. – №7 (25). – С. 17-22. – 0,58 д. а. (Бази даних: Index Copernicus, Thomson Reuters Scientific, EBSOhost, Ulrich's Periodicals Directory).

11. Ліпич М. А. Аномалії ціноутворення на фондовому ринку України / М.А. Ліпич // Регіональна економіка. – 2015 – № 1. – С. 184-192. – 0,64 д. а. . (Бази даних: Index Copernicus, Google Scholar).

Опубліковані праці апробаційного характеру

12. Ліпич М. А. Сучасні концепції ціноутворення на ринку цінних паперів / М. А. Ліпич, І. З. Сторонянська // Економічний часопис Східноєвропейського національного університету ім. Лесі Українки. – 2015. – №1. – С. 43-49. – 0,35 д.а. (*Особистий внесок дисертанта: здійснений порівняльний аналіз концепцій ціноутворення фондового ринку. – 0,20 д. а.*).

13. Ліпич М. А. Умови інформаційної ефективності фондового ринку / М. А. Ліпич // Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України: матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф. (12 листопада 2013 року) – Луцьк: РВВ «Вежа» Східноєвроп. нац. ун-т ім. Лесі Українки, 2013. – С. 244-246. – 0,14 д. а.

14. Ліпич М. А. Ціноутворення на фондовому ринку / М. А. Ліпич // Економічні та соціальні інновації як фактор розвитку економіки: матеріали XIX Міжнар. наук.-практ. конф. (29-30 травня 2014 р.) – Луцьк: РВВ «Вежа» Східноєвроп. нац. ун-т ім. Лесі Українки, 2014. – С. 170-172. – 0,13 д. а.

15. Ліпич М. А. Особливості ціноутворення на фондовому ринку на основі концепції поведінкових фінансів / М. А. Ліпич // Проблеми становлення

інформаційної економіки в Україні: матеріали Всеукр. наук.-практ. конференції (23-25 жовтня 2014 року). – Львів: Ліга-Прес, 2014. – С. 100-101. – 0,12 д. а.

16. Ліпич М. А. Етапи розвитку фондового ринку України / М. А. Ліпич // Соціально-економічні перспективи розвитку України в XXI столітті: матеріали III Міжнар. науково-практичної інтернет-конференції (25 листопада 2014 р.). – Вектор. – Тернопіль, 2014. – С. 40-43. – 0,15 д. а.

17. Ліпич М. А. Аналіз сезонних аномалій на фондовому ринку України / М. А. Ліпич // Розвиток фінансів в умовах хаотично структурованої економіки: матеріали V Міжнар. науково-практичної конференції (18 березня 2015 р.). – Дніпропетровськ: Університет Альфреда Нобеля, 2015. – С. 72-73. – 0,06 д. а.

18. Lyruch M. A. The pricing effects on the Ukrainian stock market / М. А. Ліпич // Шевченківська весна: Економіка, матеріали Міжнар. наук.-практичної конференції / За заг. ред. проф. В. Д. Базилевича. – К., [б.в.], 2015. – Вип. XIII. – С. 53. – 0,20 д. а.

19. Ліпич М. А. Прогнозування коливань індексу ПФТС на основі історичної інформації / М. А. Ліпич // Перспективи розвитку економіки України: матеріали XX Міжнар. наук.-практ. конф. (25-26 трав. 2015 р.) / відп. ред. Л. Г. Ліпич – Луцьк: Вежа-Друк, 2015. – С. 109-111. – 0,12 д. а.

20. Кушнір М. А. Принципи обчислення функції корисності на основі теорії перспектив / М. А. Кушнір // Інноваційні технології та інтенсифікація розвитку національного виробництва: матер. II Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф., 20-21 жовтня 2015 р. / Терноп. держ. с.-г. дослідна станція Ін-ту кормів та сільського госп-ва Поділля НААН України, Ін-т кормів та сільського госп-ва Поділля, Поділ. держ. аграр.-техн. ун-т; Відп. за вип. А. П. Сава.– Тернопіль: Крок, 2015. – С. 289-290. – 0,09 д. а.

21. Кушнір М. А. Основні принципи застосування інвестиційної стратегії уникнення втрат / М. А. Кушнір // Актуальні проблеми та перспективи розвитку економіки України: матеріали Міжнародн. відео-конференції молодих науковців, аспірантів, здобувачів і студентів (Луцьк, 11 лист. 2015 р.). – Луцьк: Вежа-Друк, 2015. – С. 131-132. – 0,14 д.а.

22. Кушнір М. А. Особливості використання моделі оцінки капітальних активів під впливом теорії перспектив / М. А. Кушнір // Теорія і практика сучасної економіки: матеріали XVI Міжнар. наук.-практ. конф. (Черкаси, 19 лист. 2015 р.). – Черкаси : ЧДТУ, 2015. – С. 94–96. – 0,12 д. а.

АНОТАЦІЯ

Кушнір М. А. Поведінкове ціноутворення на фондовому ринку – На правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08. – Гроші, фінанси і кредит. – *Львівський національний університет імені Івана Франка*, Львів, 2016.

У дисертаційній роботі наведено теоретичне узагальнення і запропоновано розв'язання наукового завдання щодо поведінкового ціноутворення на фондовому ринку. Досліджено та уточнено сутність понять «фондовий ринок», «поведінкові фінанси» та «поведінкове ціноутворення» на фондовому ринку. Розвинуто

класифікацію систематичних помилок учасників фондового ринку. Виділено критерії раціональної та ірраціональної поведінки учасників фондового ринку на основі принципів прийняття рішень і впливу систематичних помилок. Удосконалено систему ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку. Розвинуто методичні положення з оцінювання поведінкового ціноутворення на фондовому ринку.

Аналіз фондового ринку України здійснювався на основі кількісних та якісних характеристик. У роботі спростовано раціональність поведінкового ціноутворення на фондовому ринку України. Оцінювання ірраціональності поведінкового ціноутворення дозволила виявити технічні та фундаментальні аномалії. Модель ціноутворення на фондовому ринку удосконалено на принципах ірраціональної поведінки учасників.

Додаткові переваги від застосування ірраціональних моделей ціноутворення полягають в максимізації цінності інвестиційних продуктів для інвесторів. Тому, було запропоновано метод оцінювання функції цінностей ірраціонального інвестора та сформовано ситуативний підхід до процесу уникнення втрат учасниками фондового ринку в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення.

Ключові слова: фондовий ринок, поведінкове ціноутворення, раціональне ціноутворення, ірраціональне ціноутворення, функція цінності, ситуативний підхід до стратегічного планування уникнення втрат.

ANNOTATION

Kushnir M. A. A behavioral asset pricing in a stock market. – On the rights of manuscript.

Thesis for the degree of candidate of economic science in speciality 08.00.08. – Money, finance and credit, Ivan Franko National University of Lviv, Lviv, 2016.

In the research paper it was represented a theoretical synthesis and was suggested a solution for the behavioral asset pricing problem in a stock market. The author specified the definition of “a stock market”, “a behavioral finance” and “a behavioral asset pricing” on a stock market. It was developed a classification of the systematic errors on the stock market. In the research paper it was highlighted the criteria of a rational and irrational behavior. Criteria were formed on the principles of decision making and the impact of systematic errors. In the thesis it was improved a behavioral irrational system of pricing in the stock market. It was suggested the methodical approach to analysis of behavioral asset pricing on stock market.

The analysis of Ukrainian stock market was based on the quantitative and qualitative characteristics. The author denied an assumption of a pricing rationality in the Ukrainian stock market. The investigation of pricing irrationality was based on an analysis of technical and fundamental anomalies in the Ukrainian stock market. In the research paper it was adopted the asset pricing model to irrational behavior of the investors in the stock market.

An irrational pricing model is aimed to maximize the value of investment products for investors. In the article it was suggested a method of investors value function estimation. The author offered to apply the situational approach to strategic planning to avoid losses of investors in case of irrational behavior in the stock market.

Keywords: stock market, behavioral asset pricing, rational asset pricing, irrational asset pricing, value function, situational approach to strategic planning to avoid losses.

АННОТАЦИЯ

Кушнир М. А. Поведенческое ценообразования на фондовом рынке - На правах рукописи.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08. – Деньги, финансы и кредит. – Львовский национальный университет имени Ивана Франко, Львов, 2016.

В диссертационной работе приведены теоретическое обобщение и предложено решение научной задачи поведенческого ценообразования на фондовом рынке. Это позволит определять рыночную цену в условиях иррационального ценообразования и прогнозировать ее изменение в зависимости от изменения параметров функции ценности иррационального инвестора.

В первом разделе «Теоретико-методические положения поведенческого ценообразования на фондовом рынке» исследовано и развито подходы к дефиниции «фондовый рынок», «поведенческие финансы» и «поведенческое ценообразования». Это способствует совершенствованию существующих и разработке новых теоретико-прикладных положений по развитию поведенческого ценообразования на фондовом рынке.

Выделены критерии рационального и иррационального поведения участников фондового рынка на основе принципов принятия решений и влияния систематических ошибок. Иррациональное поведение участников рынка может быть описано с помощью функции ценности теории перспектив, согласно которой, инвестор оценивает результат как выигрыши и потери, по сравнению с репрезентативной суммой; несклонен к риску в условиях выгоды и склонен в условиях потерь; испытывает страх потерь; субъективно оценивает вероятности будущих доходов. Сформированные критерии позволяют финансовым аналитикам определять возможности применения соответствующих моделей ценообразования для анализа и прогнозирования цен на фондовом рынке.

Обосновано, что в результате рационального поведения субъектов рынка формируется рациональное ценообразование. Рациональное ценообразование предложено рассматривать как ситуацию, когда цены постоянно и достоверно отражают всю информацию, которая доступна на фондовом рынке. Если поведение субъектов рынка является иррациональным, цены выражают недостаточные или чрезмерные реакции, которые обуславливают временные отклонения от рациональной цены.

С целью выявления особенностей поведенческого ценообразования предложено его оценивать в три этапа. На первом этапе определяются характеристики ценообразования на рынке в течение периода исследования. На втором этапе осуществляется анализ рациональности ценообразования с помощью оценки прогнозируемости доходностей. На третьем этапе проводится проверка присутствия иррациональных технических и фундаментальных аномалий, которые являются проявлением недостаточных и избыточных реакций цен. Развитые методические положения по оценке поведенческого ценообразования позволяют

участникам рынка ценных бумаг и ученым идентифицировать иррациональный или рациональный характер цен.

Во втором разделе «Анализ поведенческого ценообразования на фондовом рынке Украины» проанализированы этапы развития фондового рынка Украины. Анализ количественных и качественных характеристик украинского фондового рынка, позволил выделить два этапа его развития: докризисный и посткризисный. В работе опровергнуто рациональность поведенческого ценообразования на фондовом рынке Украины, поскольку цены и доходности можно спрогнозировать на основе общедоступной информации.

Оценивания иррациональности поведенческого ценообразования состояла в выявлении технических и фундаментальных аномалий. Среди технических аномалий на отечественном рынке подтверждено «эффект инертности» и «сезонные эффекты». Среди фундаментальных аномалий на украинском рынке обнаружено «эффект стоимости» и «эффект размера». В работе доказано, что присутствие фундаментальных и технических аномалий на рынке и прогнозируемость цен является признаком иррационального поведенческого ценообразования.

В третьем разделе «Адаптация поведенческого ценообразования с особенностями фондового рынка Украины» разработана модель ценообразования на фондовом рынке в условиях иррационального поведения участников. Модель основывается на адаптации функции ценностей в условиях фондового рынка. Применение ее участникам фондового рынка и учеными позволит определять равновесную цену риска в условиях иррационального ценообразования и прогнозировать ее изменение в зависимости от изменения параметров ценностей участников рынка. Определено, что на развивающихся рынках, страх потерь выше, чем в развитых рынках.

Развиты методические подходы к оценке функции ценности иррационального инвестора на основе выбора гарантированного эквивалента. Применение подходов позволит инвестиционным компаниям выявить предпочтения и лучше адаптировать инвестиционные продукты к потребностям клиентов.

Предложено применять ситуативный подход к стратегическому планированию избегания потерь участниками фондового рынка. Ситуативный подход позволяет получить выгоды от роста рынка, и обеспечить безрисковый доход при его падении и заключается в эффективной комбинации безрисковых и рискованных активов. На основе функции ценности, оценены оптимальные параметры процесса избегания потерь для иррациональных инвесторов. Внедрение ситуативного подхода к процессу избегания потерь институциональными инвесторами в условиях иррационального поведенческого ценообразования, позволит получать более высокую доходность и привлечь большее количество индивидуальных инвесторов.

Ключевые слова: фондовый рынок, поведенческое ценообразования, рациональное ценообразование, иррациональное ценообразования, функция ценности, ситуативный подход к стратегическому планированию избегания потерь.

Підписано до друку. Формат 60x84/16. Папір офсетний.

Умовн. друк арк. 1,9. Тираж 100 прим. Зам. 52

Видавничий центр Львівського національного університету імені Івана Франка

79000 Львів, вул. Дорошенка, 41