

РЕЦЕНЗІЯ

кандидатки економічних наук,
старшої викладачки кафедри міжнародних економічних відносин
Сумського державного університету

Воронцової Анни Сергіївни

на дисертацію **Гавриліної Агнії Володимирівни**

«Дослідження цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій»

виконану на здобуття ступеня доктора філософії

з галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки»

за спеціальністю 051 «Економіка»

1. Актуальність теми дослідження

Альтернативні інвестиції – це сучасні фінансові інновації, які набули поширення як відповідь на зростаючі очікування інвесторів, в умовах швидко мінливих ринкових умов. Зростаюча інтеграція міжнародного фінансового ринку спричинила зниження привабливості традиційних форм інвестування, що вплинуло на пошук нових напрямків інвестування надлишкових грошових активів інвесторами, які шукають можливості генерування вищих норм прибутку від вкладеного капіталу. Початок ХХІ ст. став особливо важливим з точки зору альтернативних інвестицій та їх розвитку. Цей період характеризувався помітною тенденцією до зниження цін на фінансових ринках. Політика дешевих грошей, запроваджена в США спричинила цілий ряд наслідкових змін на фінансовому ринку, що призвели до пошуку інших форм інвестицій, які б дозволяли досягти більш високих доходів. Також інтерес до інвестицій, які б дозволяли ефективно диверсифікувати портфель, водночас допомагаючи розширити спектр доступних продуктів та послуг викликали інтерес до альтернативних інвестицій. Фінансова криза 2007 року також сприяла зростанню інтересу інвесторів до альтернативних інвестицій. Застосування альтернативних методів інвестування має на меті дозволити інвесторам досягти позитивної норми прибутку, незалежно від зміни ціни на ринках.

Водночас альтернативні інвестиції належать до складних операцій, які укладаються на ринках із зниженими інформаційними вимогами та низькою прозорістю. Отже, є потенційні загрози, пов'язані з дуже динамічним розвитком цього сегменту ринку, і інвесторам слід розумітися про ризики, пов'язані із укладанням угод на ринку альтернативних інвестицій, а також

ціновими аномаліями, які виникають на ринку альтернативних інвестицій. Розуміння закономірностей в поведінці цін на ринку альтернативних інвестицій буде сприяти оптимізації інвестиційних рішень та отримувати додаткових прибутків інвестором. Проте тема альтернативних інвестицій є недостатньо дослідженою в академічному середовищі, а питання виявлення цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій і зовсім бракує досліджень. І, отже, дослідження альтернативних інвестицій, і, зокрема, цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій потребує більше уваги та більш глибокого аналізу, що і обумовлює актуальність дисертаційної роботи та має важливе теоретичне та прикладне значення.

2. Зв'язок теми дисертації з науковими планами, програмами, фундаментальними та прикладними дослідженнями

Пропозиції, представлені в дисертації Гавриліної А.В. враховані в межах наступних науково-дослідних робіт Сумського державного університету:

1) «Моделювання та прогнозування поведінки фінансових ринків як інформаційний базис забезпечення фінансової стійкості та безпеки держави», (номер д/р 0117U003936), в якій дисертанткою розглянуто цінові аномалії, що виникають на різних фінансових ринках та надано рекомендації щодо удосконалення науково-методичного підходу до дослідження цінових аномалій на фінансових ринках;

2) «Фрактальна модель трансформації фондового ринку України: соціально-відповідальне інвестування для досягнення цілей сталого розвитку» (номер д/р 0121U100473) – у межах цієї теми дисертанткою проведено дослідження персистентності та причин її існування на фінансових ринках.

3. Ступінь обґрунтованості та достовірність наукових положень висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації

Викладені наукові положення, отримані в процесі дослідження, висновки і рекомендації є аргументованими та характеризуються високим рівнем обґрунтованості. Мета та завдання дослідження визначені коректно, а методи їх вирішення відповідають поставленим завданням. Вибір методів дослідження забезпечує достовірність отриманих результатів і висновків. Під час дослідження були використані загальнонаукові методи (аналізу та

синтезу; наукової абстракції, індукція та дедукція, порівняння, емпіричного дослідження, розрахунково-аналітичні, та спеціальні методи, які застосовувалися для формування науково-методичних підходів, практичних рекомендацій щодо аналізу та оцінки цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій (статичного та динамічного R/S аналізу та фракційного інтегрування; статистичні тести, регресійний аналіз з фіктивними змінними, модифікований метод кумулятивних аномальних доходностей, імітаційного моделювання).

Якість та достовірність кожної із представлених економічних моделей перевірена за допомогою відповідного набору статистичних показників.

Наукові положення досліджені у повній мірі, що підтверджується внутрішньо узгодженою структурною побудовою та змістом дисертаційної роботи. Науково-теоретичне підґрунтя для виконання дисертації становили наукові праці закордонних та вітчизняних авторів, повний перелік яких викладено в роботі. Покрокове логічне викладення авторських пропозицій з демонстрацією проміжних результатів із чіткими лаконічними коментарями авторки справляє загальне позитивне враження. Кожен етап проведеного дослідження завершується висновками, у яких представлені основні результати роботи та їх практичне значення. Також, можна відмітити, що під час роботи використано значну статистичну базу, сформовану з валідних джерел інформації.

4. Теоретичне і практичне значення результатів дисертації

Теоретичне та практичне значення положень, висновків та пропозицій, отриманих під час проведення дослідження, полягає в тому, що вони спрямовані на вирішення актуальної наукової задачі удосконалення науково-методичних підходів та практичного інструментарію щодо аналізу та оцінки цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій. Результати, викладені в дисертації, можуть бути використані: інвесторами, трейдерами, органами державного регулювання, науковцями.

У навчальному процесі у Сумському державному університеті були враховані результати дисертації, що використані через упровадження та оновлення змісту лекційного матеріалу з дисципліни «Міжнародні економічні відносини» за участі у співавторстві з написання навчального посібника «International Economic Relations» за темами «International Capital Movements», «Investments in the System of International Capital Movements»,

за дисциплінами «Міжнародна інвестиційна діяльність», «Аналіз фінансових ринків» оновлено матеріали для практичних занять (акт про впровадження від 07.05.2024 р.).

5. Оцінка змісту дисертації та її завершеності в цілому

Дисертація Гавриліної А.В. викладена на 293 сторінках, в т.ч. основний зміст складає 196 сторінки. Загальна структура роботи відповідає нормативним документам, включає анотацію, вступ, три розділи, які об'єднують дев'ять підрозділів, висновки, список використаної літератури обсягом з 442 джерел, 39 таблиць, 28 рисунків, 12 додатків, що містять вхідні та проміжні дані дослідження та довідки про впровадження в освітній процес та діяльність підприємства.

У вступі авторка обґрунтувала актуальність проведеного дослідження, сформулювала мету та завдання наукового дослідження, об'єкт та предмет дослідження, що і визначило зміст поставленої проблеми, конкретизуючи основний задум дисертаційної роботи. Наукова проблема є актуальною, науково значимою та вирізняється новизною.

Розділ 1 дисертації присвячений дослідженню теоретико-методичних засад інвестиційного процесу. У першому підрозділі здійснено структурно-декомпозиційний аналіз дефініції «інвестиції», розглянуто сутнісні характеристики інвестицій, їх функції, принципи та фактори впливу на процес інвестування та запропоновано власне авторське тлумачення, проаналізовано основні класифікаційні ознаки інвестицій. У другому підрозділі узагальнено підходи науковців до суттєвих характеристик поняття «альтернативні інвестиції»; проведено порівняльний аналіз традиційних і альтернативних інвестицій та виділено відмінності між ними; сформовано власне визначення поняття «альтернативні інвестиції»; в класифікації, що поділяє альтернативні інвестиції на фінансові та реальні, запропоновано доповнити інтелектуальними та віртуальними, та виділити окрему групу «іншими» альтернативними інвестиціями, які відрізняються винятковими та рідкісними характеристиками. У третьому підрозділі першого розділу проведено дослідження об'єктів альтернативного інвестування їх динаміки та визначено переваги та недоліки різних інвестиційних активів альтернативного інвестування. Дослідження проблематики використання альтернативних об'єктів й їх доходності продемонструвало, що в силу просторості об'єктів інвестування,

альтернативні інвестиції не можна аналізувати як одну загальну категорію, адже існує досить багато відмінностей в характеристиках між активами даного виду вкладень.

Розділ 2 дисертації присвячений розвитку методології оцінювання персистентності на ринку альтернативних інвестицій. У першому підрозділі другого розділу авторкою розглянуто теоретичні підходи для оцінки прогнозованості цін на фінансових ринках з позиції персистентності, що дозволило виявити, що провідною концепцією була і переважно досі залишається гіпотеза ефективного ринку. Також встановлено, що персистентність не є постійним явищем, оскільки її характеристики можуть змінюватись залежно від періодів часу, ринкових умов і класів активів. Другий підрозділ присвячений аналізу методології оцінки персистентності даних на основі використання різних методів з метою усунення виникнення методологічного викривлення і невірної оцінки та висновків. У третьому підрозділі дисертанткою проведений аналіз персистентності на ринку альтернативних інвестицій.

Розділ 3 присвячений дослідженню цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій. У першому підрозділі даного розділу авторкою представлено інструментарій до виявлення цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій. Другий підрозділ присвячений дослідженню календарних аномалій на ринку альтернативних інвестицій, що включає в себе діаманти, вина, поштові марки та предмети мистецтва та знайдені докази на користь присутності календарних аномалій в багатьох альтернативних активах. У третьому підрозділі розділу 3 дисертації досліджено статистичні аномалії на ринку альтернативних інвестицій використовуючи дані ринку діамантів та поштових марок на основі розробленого в роботі науково-методичного підходу до аналізу аномалій. Запропоновано практичні рекомендації для всіх учасників інвестиційного процесу.

У висновках дисертації систематизовано отримані результати, які в сукупності розкривають поставлені завдання та підтверджують досягнення мети дисертаційної роботи.

6. Новизна дослідження та одержаних результатів

Ознайомлення зі змістом дисертації, опублікованими науковими працями дає підстави стверджувати, що основні положення, висновки та

рекомендації, сформульовані дисертанткою характеризуються науковою новизною і показують її особистий внесок.

За результатами проведеного дослідження вперше комплексно досліджено персистентність на ринку альтернативних інвестицій для чого були проаналізовані 29 різних активів, що представляють чотири основні груп альтернативних інвестицій (вина, діаманти, предмети мистецтва та поштові марки). З метою уникнення методологічного викривлення використовувалися в поєднанні метод R/S аналізу та метод фракційної інтеграції. Також вперше досліджено статистичні цінові аномалії на ринку альтернативних інвестицій. Використовуючи дані ринку діамантів та поштових марок на основі ряду статистичних перевірок (t-тест, ANOVA аналіз, тест Манна-Уїтні), регресійного аналізу з фіктивними змінними, методу кумулятивних аномальних коливань, а також імітаційного моделювання

Також авторкою роботи удосконалено ряд наукових засад, зокрема: 1) запропоновано комплексний підхід до оцінки персистентності на основі використання методів статичного та динамічного R/S аналізу та фракційного інтегрування; 2) методологію дослідження еволюційної природи фінансових ринків через проведення динамічного R/S аналізу на базі даних ринку альтернативних інвестицій, з метою доведення факту мінливості природи ринкових коливань; 3) науково-методичний підхід до виявлення цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій, за допомогою статистичних тестів (як параметричних, так і непараметричних), регресійного аналізу з фіктивними змінними, модифікований метод кумулятивних аномальних доходностей, імітаційне моделювання у формі тестування торгових стратегій на базі виявлених в рамках аномалій цінових ефектів, а також аналіз середніх і метод динамічних тригерів для виявлення статистичних аномалій.

У роботі набули подальшого розвитку наступні положення: 1) трактування змістової сутності поняття «інвестиції», «альтернативні інвестиції»; 2) класифікація інвестицій за об'єктами вкладень. На відміну від існуючої доповнено такими видами, як: альтернативні та віртуальні інвестиції; 3) запропоновано нову класифікацію альтернативних інвестицій; 4) науково-методичний підхід до проведення R/S аналізу; 5) запропоновано розширити типологію цінових аномалій на фінансових ринках з додаванням окремого класу статистичних аномалій; 6) дослідження календарних

аномалій на ринку альтернативних інвестиційна на прикладі широко набору календарних аномалій: Ефект місяця року, Ефект початку місяця, Ефект початку року, Ефект Гелловіну, Ефект дня тижня та Квартальний ефект на основі використання єдиного комплексного науково-методичного підходу.

7. Повнота викладення матеріалів дисертації в опублікованих працях, персональний внесок здобувача

Основний зміст дисертації у 13 наукових праць, загальним обсягом 13,69 друк. арк., із яких особисто авторці належить 5,19 друк арк., зокрема 3 статті – що включені до міжнародних наукометричних баз, з яких: 1 стаття (Scopus+WoS, Q1), 1 стаття (Scopus, Q1) та 1 стаття (Scopus, Q3), 2 статті у наукових фахових виданнях України, 3 розділи у навчальному посібнику та 7 публікацій у збірниках матеріалів конференцій. Посилання на опубліковані праці наведено у кінці кожного розділу дисертації, де висвітлюються матеріали розділу.

8. Апробація одержаних результатів

Основні наукові результати, представлені у дисертації, у повному обсязі розкриті в наукових працях авторки. Також, напрацювання дисертантки доповідалися й отримали схвальну оцінку на семи міжнародних наукових конференціях, зокрема таких: VI International Scientific and Practical Conference (м. Житомир, 2019), The International Scientific and Practical Conference «Socio-Economic Challenges» (м. Суми, 2020), The International Scientific and Practical Conference, (м. Суми, 2021 р.), VIII Міжнародна науково-практична конференція «Глобалізація: співвідношення міжнародних та національних економічних інтересів під впливом нових викликів» (м. Одеса, 2021 р.), International Scientific and Practical Online Conference «Imperatives of Economic Growth in Ukraine and in the EU in the Context of Sustainable Development» (м. Суми, 2021), Multidisciplinary Conference for young Researchers Sustainable Development in Wartime Ukraine and the World (м. Прага, 2022 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Міжнародне економічне співробітництво: аналіз стану, реалії і проблеми» (м. Ужгород, 2024 р.).

9. Відсутність (наявність) порушення академічної доброчесності

Під час перевірки дисертації Гавриліної А.В. не знайдено порушення академічної доброчесності: посилання на першоджерела для текстових та ілюстративних запозичень є коректними, відсутні навмисні спотворення, ознаки фальсифікації та фабрикації. В додатках до роботи представлені як вихідні, так і проміжні розрахунки отриманих здобувачем результатів.

10. Зауваження щодо оформлення та змісту дисертації

Загальне враження від дисертації позитивне, принципівих недоліків, які стосуються структури, змісту, обсягу, оформлення, наукового, теоретичного та практичного значення, немає, проте є певні зауваження:

1. У першому підрозділі першого розділу досліджено фактори впливу на реалізацію інвестицій та прийняття інвестиційних рішень. Позитивно оцінюючи представлений набір досліджуваних факторів вважаємо за доцільним було б деталізувати та розвинути запропоновану систематизацію факторів, поділяючи їх на фактори об'єктивного і суб'єктивного характеру, зовнішні та внутрішні фактори. В умовах російської агресії в Україні посилилась роль зовнішніх факторів на внутрішні процеси, й зокрема інвестиційні.

2. У третьому підрозділі другого розділу з Таблиці 2.4., що демонструє узагальнення результатів R/S аналізу для цінкових індексів альтернативних інвестицій (стор. 153) є незрозумілим, чому один і той самий актив (діаманти) одночасно є персистентним, анти-персистентним та випадковим.

3. У другому підрозділі третього розділу в узагальнених результатах Таблиці 3.15 (стор. 194) наведені ефективні торгові стратегії, засновані на календарних аномаліях на ринку альтернативних інвестицій та сильно відрізняються як за групами інструментів, так і в рамках окремих активів (наприклад, діаманти). Проте пояснення цим різницям та їх природі в роботі не наведено. Таке пояснення підсилило б аналіз наукового результату даного пункту, роблячи його більш доступним та зрозумілим.

Також, під час рецензування роботи виникли питання, на які хотілося б почути відповіді від дисертантки:

1. У другому підрозділі другого розділу, незрозуміло, звідки та яким чином в динамічному R/S аналізі з'являються такі ключові параметри як вікно та розмір шагу?

2. У третьому підрозділі третього розділу не зрозуміло, чому в роботі розглядались типові моделі поведінки ціни тільки наступного дня. А не дня після наступного, тощо?

Зазначені зауваження не є принциповими та не впливають на якість отриманих результатів та висновків, а також не знижують оригінальність та наукову значущість результатів дослідження, поданого до захисту.

11. Відповідність дисертації встановленим вимогам

Рецензована дисертація Гавриліної Агнії Володимирівни на тему «Дослідження цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій» подана на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 «Економіка» у галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки» є завершеною науковою працею, яка виконана у межах поставлених завдань самостійно.

Представлені в роботі наукові положення та сформульовані висновки з авторським розв'язанням наукової проблеми, що виявляється в розробці теоретико-методологічних засад та науково-методичного інструментарію аналізу цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій. Наукові положення, представлені до захисту мають відповідний рівень наукової новизни, є обґрунтованими та достовірними. Структура та обсяг дисертації відповідають встановленим вимогам. В роботі відсутні ознаки порушення академічної доброчесності.

Робота оформлена відповідно до Вимог щодо оформлення дисертації, що затверджені Наказом МОН України від 12 січня 2017 р. № 40. Вимоги Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 12 січня 2022 р. № 44, повністю дотримані.

Вважаємо, що Гавриліна Агнія Володимирівна заслуговує на присудження ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 «Економіка» галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки».

Рецензент:

кандидатка економічних наук, старша викладачка
кафедри міжнародних економічних відносин
Сумського державного університету

Анна ВОРОНЦОВА

