

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»**

КРАСНОВА ІРИНА ВІКТОРІВНА

УДК 336.764.1:005.915]-044.247

**УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ НА
ІНТЕГРОВАНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКАХ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат

дисертації на здобуття наукового ступеня

доктора економічних наук

Київ – 2018

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана на кафедрі менеджменту банківської діяльності ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» Міністерства освіти і науки України, м. Київ.

Науковий консультант: доктор економічних наук, професор
Примостка Людмила Олександрівна
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»,
завідувач кафедри банківської справи.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Азаренкова Галина Михайлівна
Харківський навчально-науковий інститут
ДВНЗ «Університет банківської справи»,
завідувач кафедри фінансів, банківської справи та
страхування;

доктор економічних наук, старший науковий співробітник
Зимовець Владислав Вікторович
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
(м. Київ),
завідувач відділу фінансів реального сектору;

доктор економічних наук, професор
Корнєєв Володимир Вікторович
Державний НДІ інформатизації та моделювання
економіки Міністерства економічного розвитку і торгівлі
(м. Київ), завідувач відділу фінансової політики.

Захист відбудеться «22» січня 2019 року о 10:00 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.006.04 ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03057, м. Київ, просп. Перемоги, 54/1, ауд. 203.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03113, м. Київ, вул. Дегтярівська, 49-г, ауд. 601.

Автореферат розісланий «21» грудня 2018 року

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради
доктор економічних наук, професор

В.М. Опарін

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Визначальною тенденцією останніх десятиліть стало стрімке зростання світових обсягів фінансових активів, які перевищили обсяги реальної економіки майже у 70 разів. Очевидно, що такий значний обсяг фінансового капіталу не може обертатись в межах одного ринку, країни або регіону, тому потребує зняття будь-яких обмежень щодо транскордонного руху, формуючи об'єктивні передумови для активізації процесів фінансової інтеграції. Потоки капіталу стають більш рухливими, чутливими до зовнішніх впливів, шоків та загроз, зростає невизначеність, детермінізм поступається хаосу та самоорганізації ринків. Прагнення захиститися від ризику сприяло розвитку фінансових інновацій, насамперед, похідних фінансових інструментів, які сформували окремих, потужний сегмент фінансового ринку. У пошуку оптимального співвідношення між дохідністю та ризикованістю стратегії управління фінансовими активами трансформуються, ускладнюються та набувають нового змісту. Формування диверсифікованого портфеля фінансових активів потребує використання складного математичного апарату моделювання взаємозв'язків з урахуванням біхевіористичної складової та фактора невизначеності.

Під впливом процесів фінансової інтеграції змінюються інституціональні засади управління активами. Акценти інвестування зміщуються в бік інституціональних інвесторів та фінансових конгломератів. Диверсифікуються та ускладнюються форми та способи інвестування активів на інтегрованих ринках, збільшується кількість та урізноманітнюються об'єкти і суб'єкти управління фінансовими активами. Зростає взаємопов'язаність між гетерогенними фінансовими установами, що вимагає нових підходів до їх регулювання з метою забезпечення фінансової стабільності ринку. Все це демонструє значущість проблеми та потребує активізації наукових досліджень у напрямі розробки теорії та методології управління активами на інтегрованих фінансових ринках.

Фундаментальні засади дослідження теорії та практики функціонування фінансового ринку сформовано у працях науковців: О. Абакуменко, Г. Азаренкової, Ф. Аллена, Т. Бека, С. Еша, В. Зимовця, І. Івасіва, Ю. Коваленко, В. Корнеєва, М. Крупки, Л. Кузнецової, О. Лактіонової, Б. Луціва, І. Лютого, І. Макарової, Х. Мінські, Ф. Мішкіна, В. Міщенко, С. Науменкової, В. Опаріна, Е. Фама, В. Федосова, В. Шелудько, І. Шкодїної, І. Школьник та інших.

Основи інтеграції фінансових ринків та управління активами закладено у працях Ж. Бекарта, О. Береславської, О. Вовчак, Ж. Довгань, Р. Йохансена, Дж. Камінські, Д. Лук'яненка, Г. Марковіца, Ф. Модільяні, А. Міллера, Р. Мертона, С. Онишко, Т. Паєнтко, Л. Примостки, Е. Прескотта, С. Рейнхард, Дж. Стиглиця, К. Харві, Б. Харрісона, М. Чіна, О. Чуб, У. Шарпа, В. Шевченка, Х. Едісона та інших.

Відаючи належне доробку вчених, слід зауважити, що питання удосконалення напрямів та інструментарію управління активами в умовах інтеграції фінансових ринків залишаються недостатньо дослідженими. Зокрема, потребують поглибленої розробки теоретичні і практичні питання трактування сутності інтегрованого фінансового ринку, виявлення взаємозв'язків між окремими його сегментами, систематизація ризиків фінансової інтеграції, формування ефективних інвестиційних стратегій управління фінансовими активами, особливості макропруденційного

регулювання на інтегрованих фінансових ринках. Актуальність вирішення зазначених проблем та їх практична значимість зумовили вибір теми дисертаційного дослідження, визначили його мету та основні завдання.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана в межах плану наукових досліджень кафедри менеджменту банківської діяльності ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» на теми: «Удосконалення механізмів регулювання та управління діяльністю кредитних установ в умовах циклічного розвитку економіки» (державний реєстраційний номер 0112U002957) та «Інноваційний розвиток банківської діяльності в інтегрованому фінансовому середовищі» (державний реєстраційний номер 0117U001178). У межах тем автором обґрунтовано концептуальні засади управління активами на інтегрованих фінансових ринках, розроблено теоретико-методичні засади прогнозування ринкових цін фінансових активів на інтегрованих ринках, запропоновано методику моделювання взаємодії сегментів фінансового ринку; обґрунтуванні пріоритети операційно-функціональної інтеграції фінансових посередників на засадах фінансової конвергенції.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційного дослідження є поглиблення теоретичних засад процесів інтеграції фінансових ринків та розробка методологічних підходів, науково-методичного інструментарію і практичних рекомендацій щодо формування стратегій управління активами на інтегрованих фінансових ринках.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення наступних завдань:

- розкрити сутність та систематизувати теорії функціонування фінансового ринку, уточнити його функції, структуру;
- ідентифікувати сучасні особливості інтеграції фінансових ринків, визначити детермінанти, форми, ознаки та ризики фінансової інтеграції;
- поглибити теоретичні засади функціонування інтегрованих фінансових ринків (ІФР) з позицій синергетичного підходу та визначити ознаки деформації економічної ролі інтегрованого фінансового ринку;
- визначити місце та роль ринку деривативів у системі фінансових ринків, як ринку з дуалістичною природою;
- уточнити трактування сутності «фінансовий актив» як предмету угод, визначити види та властивості фінансових активів (ФА) на ІФР; розвинути методичні підходи до формування та оцінки вартості активів на інтегрованих фінансових ринках;
- розкрити економічний зміст ринкових ризиків у системі ризиків фінансової інтеграції та визначити напрями їх оцінювання;
- розробити методологічні підходи до виявлення та оцінювання ступеня інтегрованості окремих сегментів фінансового ринку України;
- визначити особливості фінансової концентрації та фінансової конвергенції на ІФР, обґрунтувати особливості діяльності фінансових конгломератів як інституційно-організаційної форми фінансового посередництва;
- удосконалити методологічні підходи до формування та оптимізації інвестиційних стратегій розміщення капіталу на інтегрованих фінансових ринках та обґрунтувати напрями впровадження екосистемних фінансових інновацій;

- розвинути методологічні засади кластеризації вітчизняних банків на основі ідентифікації бізнес-моделей;

- оцінити динаміку і виявити тенденції процесів фінансової інтеграції в Україні та обґрунтувати напрями стратегічного розвитку інтегрованого фінансового ринку;

- оцінити тенденції та визначити напрями підвищення ефективності ринку похідних фінансових інструментів;

- обґрунтувати пропозиції щодо удосконалення системи державного регулювання вітчизняного фінансового ринку відповідно до його інституційно-мережевої структури.

Об'єктом дослідження є процеси функціонування інтегрованих фінансових ринків та формування на цих ринках стратегій управління фінансовими активами.

Предметом дослідження є фінансові відносини, що виникають в процесі управління активами на інтегрованих фінансових ринках.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційного дослідження становлять фундаментальні положення економічної теорії, фінансів, банківської справи, а також теоретичний доробок вітчизняних і зарубіжних вчених, присвячений питанням управління активами на інтегрованих фінансових ринках. При постановці та розв'язанні поставлених завдань використовувалися такі загальнонаукові і спеціальні методи пізнання: логічне узагальнення та наукова абстракція – при уточненні категоріального апарату дослідження; структурно-декомпозиційний аналіз, групування, системно-структурний аналіз – для розкриття особливостей функціонування інтегрованих фінансових ринків та систематизації застосовуваного інструментарію; економіко-статистичний, аналізу і синтезу – для дослідження синергетичних процесів на фінансових ринках та практичних засад до управління активами; економіко-математичного моделювання – для виявлення впливу фінансової інтеграції на цінову динаміку фінансових активів та кластеризації банків; статистичний та графічний – під час обробки та узагальнення даних статистики.

Інформаційну базу дослідження становили законодавчі та нормативно-правові акти України та країн Європейського Союзу в частині унормування розвитку фінансових ринків та інструментів, статистичні дані, аналітичні огляди та звіти Національного банку України, Державної служби статистики України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, міжнародних фінансових організацій – МВФ, МБРР, ЄБРР, ЄС та Європейського центрального банку, монографічні дослідження та наукові публікації зарубіжних і вітчизняних фахівців з питань фінансової інтеграції та управління активами.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у поглибленні теоретичних засад процесів інтеграції фінансових ринків та розробці методологічних підходів, науково-методичного інструментарію і практичних рекомендацій щодо формування стратегій управління активами на інтегрованих фінансових ринках в результаті чого сформульовано основні положення, які визначають наукову новизну роботи:

вперше:

- сформовано концептуальні засади фінансової інтеграції, визначено її детермінанти, способи та форми прояву. Виокремлено ознаки інтеграційних процесів на фінансовому ринку, до яких віднесено: однорідність правил для всіх учасників, рівний доступ, єдині умови діяльності, принцип єдиної ціни, однотипність реакції

учасників ринку на світові тренди і новини. Це дозволяє розглядати інтеграцію фінансових ринків як об'єктивний процес формування якісно нового цілісного ринкового простору з удосконаленими стратегіями управління фінансовими активами та інноваційними підходами до регулювання фінансових відносин;

- обґрунтовано концептуальні засади розвитку ринку похідних фінансових інструментів (ПФІ), який розглядається як самостійний високоризиковий сегмент фінансового ринку – ринок ризиків, із специфічними функціями, структурою, інструментарієм, складом учасників та специфічними методами управління ризиками. Доведено, що ринок похідних фінансових інструментів є концентрованим вираженням процесів фінансової інтеграції і був сформований в результаті посилення інтегративних тенденцій та взаємозв'язків між окремими сегментами фінансового ринку на засадах синергізму. Функціональні властивості ринку деривативів, зокрема строковість (розмежованість у часі) і вторинність (залежність від базових активів) доповнено такими як: пов'язаність, адаптивність, спрямованість, універсальність, кон'юнктурність, варіативність, чутливість (до ризикової частини). Обґрунтовано, що ринок ПФІ виступає тією ланкою у структурі ринків, навколо якої і завдяки якій відбувається процес інтеграції фінансових ринків. Це дає змогу визначати напрями подальшої інтеграції національного фінансового ринку в глобальне середовище;

- визначено пріоритети функціонально-інституціональної інтеграції суб'єктів фінансового ринку на засадах конвергенції та конгломерації гетерогенних інституціональних учасників. Доведено, що фінансові конгломерати, концентруючи капітали, отримують додаткові конкурентні переваги в сфері банківської діяльності, страхування, інвестування, пенсійного забезпечення за рахунок взаємопроникнення їх діяльності та конвергенції інтересів. До основних факторів фінансової конвергенції віднесено: трансформація ролі учасників як інституціональних інвесторів, що стабілізують фінансову систему своєю довгостроковою політикою; пенсійні реформи, які спрямовані на перенесення ризику бідності в старості з державного на індивідуальний рівень; інфляційні процеси. Це дозволило сформулювати теоретичне підґрунтя для надання пропозицій щодо регулювання процесів конвергенції сегментів фінансового ринку з урахуванням необхідності їх адаптації до викликів, які створює інтегроване ринкове середовище;

- сформовано науково-методичні підходи до ідентифікації специфічних ризиків фінансової інтеграції та каналів їх розповсюдження. До цієї групи ризиків віднесено: ризик виникнення «ефекту доміно»; ризик «ефекту перетікання волатильності»; ризик «ефекту зараження»; ризик «ефекту масштабу»; ризик «ринкової ейфорії»; системний ризик. Основними каналами розповсюдження цих ризиків є: 1) інформаційно-поведінковий; 2) інвестиційний; 3) фінансовий; 4) інституційний. Ці канали розповсюдження ризиків є незалежними, але не альтернативними, оскільки можуть взаємодіяти в процесі розгортання фінансової кризи, посилюючи вплив один одного. Розуміння природи та шляхів поширення ризиків фінансової інтеграції сприятиме вибору адекватних заходів щодо мінімізації їх негативного впливу;

удосконалено:

- методичний інструментарій оцінювання глибини інтеграції фінансових ринків за рахунок виокремлення двох підходів: асимптоматичного (моделі бінарного вибору) та індикативного. У межах індикативного підходу всі методи оцінювання рівня фінансової інтеграції розподілено на три підгрупи: кількісні (непрямі - оцінюють

доступність), цінкові (прямі - оцінюють єдність) та якісні індикатори (непрямі - оцінюють відкритість). За допомогою цього методичного інструментарію оцінено ступінь інтеграції вітчизняного фінансового ринку в міжнародний фінансовий простір. Це дозволяє формалізувати процеси інтеграції вітчизняного фінансового ринку та визначити стратегічні напрями його розвитку;

- методичні засади оцінювання дохідності фінансових активів та прогнозування ринкових цін, які модифіковано із врахуванням характеристик інтегрованого фінансового ринку шляхом врахування параметрів ризику країни та специфічних параметрів емітента. На відміну від існуючих підходів, за якими дохідність активів залежить від безризикової процентної ставки і премії за ринковий ризик, в умовах інтегрованих фінансових ринків інвестор диверсифікує капітал не тільки на локальному ринку, а й на міжнародному ринку. При цьому важливим є врахування ризику країни. Розроблено інструментарій кількісної оцінки ризику країни, який дозволяє приймати більш обґрунтовані інвестиційні рішення при формуванні оптимального портфеля фінансових активів в умовах діяльності на інтегрованих ринках;

- методологічні підходи до виявлення та оцінювання ступеня інтегрованості окремих сегментів фінансового ринку України на основі запропонованої динамічної моделі, що описує взаємозв'язки між сегментами національного фінансового ринку. На основі кореляційно-регресійного багатофакторного моделювання визначена сила зв'язку між сегментами фінансового ринку України. Встановлено, що розвиток сегментів ринку нерівномірний і характеризується як біфуркаційний. Це дозволило стверджувати, що регуляторний вплив на різні сегменти фінансового ринку має відрізнятися за інструментами, методами та спрямуванням, що потребує зміни регуляторного середовища. Запропонована модель може слугувати теоретичною базою для визначення взаємозв'язків між сегментами фінансових ринків, особливостей їх взаємодії, що сприятиме підвищенню ефективності управління активами з урахуванням структурованості ІФР;

набули подальшого розвитку:

- визначення властивостей фінансових активів, які їм іманентно притаманні, за рахунок доповнення таких прийнятих характеристик як дохідність, ризик та ліквідність активу характеристикою волатильності. Волатильність трактується як постійна властивість фінансового активу, пов'язана з невизначеністю ринкового середовища, що з'являється на перетині циклів, прогнозів та ризиків, але не тотожна ризику. Необхідність врахування волатильності як окремої характеристики зумовлена посиленням нестаціонарності, інформаційної асиметрії та можливостей часового арбітражу на інтегрованих фінансових ринках. На відміну від традиційного підходу до прийняття управлінських рішень в координатах «дохідність-ризик», аналіз волатильності дозволяє оцінювати вплив ризиків та прогнозувати цінову динаміку в умовах інформаційної невизначеності;

- методичні засади оцінювання взаємозв'язку фінансової інтеграції та волатильності курсу гривні до іноземних валют в умовах турбулентної економіки. Обґрунтовано, що для прогнозування індикаторів валютного ринку в нестабільних умовах, що супроводжуються кризовими явищами в економіці, доцільно використовувати адаптований нелінійний інструментарій математичного моделювання. На відміну від стандартних методик, які базуються на припущеннях

про ринкову рівновагу, запропонований підхід дозволяє побудувати більш точні прогнози індикаторів валютного ринку;

- ідентифікація чинників та механізмів впливу на динаміку, структуру та обсяги ринку похідних фінансових інструментів (ПФІ). Провідним каналом визнано канал ліквідності (грошової пропозиції на глобальних ринках), що обумовлює важливість регулятивних заходів монетарної та макропруденційної політик, впливу на динаміку та композицію ринку ПФІ. Надано пропозиції щодо використання структурних інструментів для хеджування фінансових ризиків. В сукупності це дало змогу обґрунтувати дуалістичну роль та місце ринку похідних фінансових інструментів в системі фінансових ринків як ланки, що поєднує міжринкові зв'язки, та найбільш повно відображає інтеграцію ринків;

- типологізація бізнес-моделей банків з метою вдосконалення макропруденційного нагляду як новітнього проциклічного напрямку, спрямованого на мінімізацію впливу системного ризику. Це передбачає перехід до ризик-орієнтованого нагляду з урахуванням специфіки бізнес-моделей банків. Запропоновано систему аналітичних індикаторів ідентифікації банків за профілем бізнес-моделей та фінансовою стійкістю. За допомогою карт Кохонена здійснено кластеризацію українських банків, що дозволило ідентифікувати типи бізнес-моделей вітчизняних банків та оцінити їх міграцію з урахуванням впливу фінансової стійкості;

- підходи до регулювання вітчизняного фінансового ринку на основі комплементарності інституційного та мережевого підходів, яке доповнює діючу систему нагляду та регулювання, і, на відміну від інших підходів, спирається на аналіз мережових взаємозв'язків фінансових інститутів. Виходячи зі складності ІФР, яка характеризується наявністю зворотних зв'язків, запропоновано: 1) модифікацію мети та цілей регулювання; 2) впровадження мережевого та пропорційного мікропруденційного регулювання відповідно до бізнес-моделі банку; 3) розвиток секторальних макропруденційних інструментів упередження системного ризику. Реалізація цих пропозицій дозволить державним регуляторам своєчасно реагувати на стохастичний характер прояву фінансової інтеграції.

Практичне значення одержаних результатів полягає у розвитку теоретичних і методичних положень, які доведені до рівня конкретних пропозицій та рекомендацій, придатних до використання в процесі управління активами в умовах інтеграції вітчизняного фінансового ринку до глобального фінансового середовища.

Практичне значення одержаних результатів підтверджують відповідні документи. Рекомендації щодо розбудови інституціональної структури банківської системи та модифікації системи регулювання та нагляду прийнято до розгляду Комітетом з питань фінансової політики і банківської діяльності Верховної Ради України та імплементовано у «Стратегію розвитку банківської системи України» (довідка № 04-37/9-217 від 05.07.2018 р.). Практичні рекомендації щодо удосконалення залучення інвестицій та хеджування ризиків були використані Державною інноваційною фінансово-кредитною установою Міністерства економічного розвитку і торгівлі України при формуванні державних пріоритетів довгострокового соціально-економічного розвитку (довідка № 08-357/18 від 05.07.2018 р.). Пропозиції в частині оптимізації портфеля активів страховиків були розглянуті Нацкомфінпослуг у процесі підготовки проекту «Положення про обов'язкові критерії і нормативи достатності капіталу та платоспроможності,

ліквідності прибутковості, якості активів та ризиковості операцій страховика». Також прийнято до уваги пропозиції щодо вдосконалення банківсько-страхової взаємодії та розвитку інвестиційного страхування життя (unit-linked) (довідка № 6022/09 від 05.09.2018 р.). Пропозиції і розробки автора стосовно побудови системи ризик-менеджменту щодо ідентифікації, оцінки та нівелювання ризиків визнано Фондом гарантування вкладів фізичних осіб такими, які можуть використовуватися в практичній діяльності (довідка №12-8684/20 від 24 квітня 2018 р.). Пропозиції щодо удосконалення макропруденційного інструментарію та кластеризації банків за бізнес-моделями рекомендовані Асоціацією українських банків до використання в практичній діяльності банків (довідка № 07-006/148 від 21.03.2018 р.). Пропозиції та рекомендації щодо впровадження структурованих депозитів враховані в практичній діяльності ПАТ Акціонерний Банк «Південний» (довідка від 07.06.2018 р.). Результати та висновки щодо моніторингу фінансового ринку в частині фінансової інклюзивності знайшли практичне застосування в діяльності рейтингового агентства ТОВ «Експерт-Рейтинг» (довідка № РА-335/1 від 17 травня 2018 р.).

Теоретичні положення докторської дисертаційної роботи використовуються в навчальному процесі ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» при викладанні дисциплін «Управління банківськими ризиками», «Фінансовий менеджмент у банку», «Інновації в банківському бізнесі» у процесі підготовки магістрів за спеціальністю «Фінанси, банківська справа та страхування» (довідка про впровадження від 10 квітня 2018 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійно виконаним і завершеним науковим дослідженням. Усі наукові результати, викладені у дисертації та винесені на захист, отримані автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, у дисертаційній роботі використані та містяться лише ті напрацювання, які є результатом особистої роботи здобувача. Внесок автора у наукові праці, опубліковані у співавторстві, наведені у списку публікацій.

Апробація результатів дослідження. Основні наукові положення та практичні результати дослідження доповідалися, обговорювалися й отримали схвальну оцінку на 14 міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях, форумах, зокрема: «Забезпечення сталого розвитку банківської діяльності» (м. Київ, 2007 р.); «Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання» (м. Київ, 2009 р.); «Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу» (м. Київ, 2010 р.); «Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання» (м. Київ, 2010 р.); «Фінансування інноваційного розвитку в Україні: стан, проблеми та перспективи» (м. Київ, 2013 р.); «Стан і розвиток фінансової та банківської системи України в умовах високої волатильності ринків» (м. Київ, 2013 р.); «Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрямки розвитку» (м. Київ, 2013 р.); «Устойчивое развитие общества и экономика» (м. Санкт-Петербург, 2014 р.); «Стратегические направления социально-экономического и финансового обеспечения развития национальной экономики» (м. Мінськ, 2016); «Становлення та особливості регулювання міжнародних економічних відносин» (м. Дніпро, 2016 р.); «Європейський вектор розвитку страхового ринку України» (м. Київ, 2016 р.); «Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу» (м. Київ, 2017р.); «Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами» (м. Київ, 2017

р.); «Проектний підхід та інновації в освіті у контексті інтеграції до європейського освітнього простору» (м. Лодзь, 2018 р.).

Публікації. Основні положення та найважливіші результати дисертаційної роботи опубліковано у 60 наукових працях, загальним обсягом 72,23 д.а., з них 1 одноосібна і 5 колективних монографій, 2 підручника, 2 навчальні посібники, 19 статей у наукових фахових виданнях; 12 статей у наукових фахових виданнях, що зареєстровані у міжнародних наукометричних базах; 3 статті у зарубіжних виданнях, 16 публікацій у збірниках матеріалів конференцій та інших виданнях.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, п'яти розділів, висновків, додатків і списку використаних джерел. Загальний обсяг роботи становить 410 сторінок, що містить 62 таблиці на 50 сторінках, 75 рисунків на 45 сторінках, 15 додатків на 24 сторінках. Список використаних джерел включає 348 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У **вступі** розкрито актуальність теми дисертації, визначено мету і завдання, об'єкт, предмет дослідження, визначено методи дослідження, обґрунтовано наукову новизну, висвітлено практичне значення та апробацію одержаних результатів.

У розділі 1 «**Теоретичні засади дослідження інтеграційних процесів на фінансових ринках**» з'ясовано сутність та систематизовано теорії фінансових ринків, розкрито особливості, форми та способи інтеграції фінансових ринків, виокремлено ризики фінансової інтеграції, систематизовано методичні підходи до оцінювання глибини фінансової інтеграції.

В процесі еволюційного розвитку під впливом глобалізаційних та інтеграційних процесів фінансовий ринок трансформується, зв'язки між його окремими сегментами зазнають деформацій, виникають нові типи ринків (зокрема ринок похідних фінансових інструментів), формуються нові закономірності розвитку та взаємозв'язки.

Явище фінансової інтеграції в дисертації досліджено як процес, як стан та як результат. Встановлено, що інтеграція фінансових ринків реалізується на декількох рівнях, в різних формах та різними способами, що унеможливує однозначність у виокремленні її детермінант. Із урахуванням діалектики розвитку процесів інтеграції та ступеня їхнього впливу на функціонування фінансових ринків виокремлено глобальні, системні та структурно-формуючі детермінанти. Глобальні мають всеохоплюючий характер впливу, формують атрактор змін. Системні детермінанти формують зовнішнє макросередовище, а характер їх прояву залежить від ступеня інтегрованості до глобального фінансового простору. Характер впливу структурно-формуючих детермінант залежить від умов, мотивації учасників ринку та моделі його регуляції (рис.1).

Доведено, що рушійною силою процесів інтеграції ринків є фінансова лібералізація, яка знімає бар'єри на шляху руху капіталів та підвищує ступінь інтеграції. Повна інтеграція передбачає зняття всіх обмежень – валютних, інституційних, технологічних. Переваги від інтеграції з'являються тільки після досягнення певного рівня розвитку інститутів через різні форми інтеграції, а поява нових комунікаційних технологій розширює способи інтеграції і посилює її інтенсивність. Ці процеси обумовлюють вибір механізмів реалізації процесів фінансової інтеграції. За результатами узагальнення напрацювань вчених-

економістів виокремлено ознаки інтеграції фінансових ринків, до яких віднесено: єдність умов, рівний доступ до ринків, рівність ціни фінансових активів, та доповнено їх такими ознаками: однорідності правил, оскільки лібералізація усуває законодавчі і політичні обмеження щодо присутності іноземного капіталу на національних ринках, та однотипності реакції ФА на вплив екзогенних шоків і збурень.

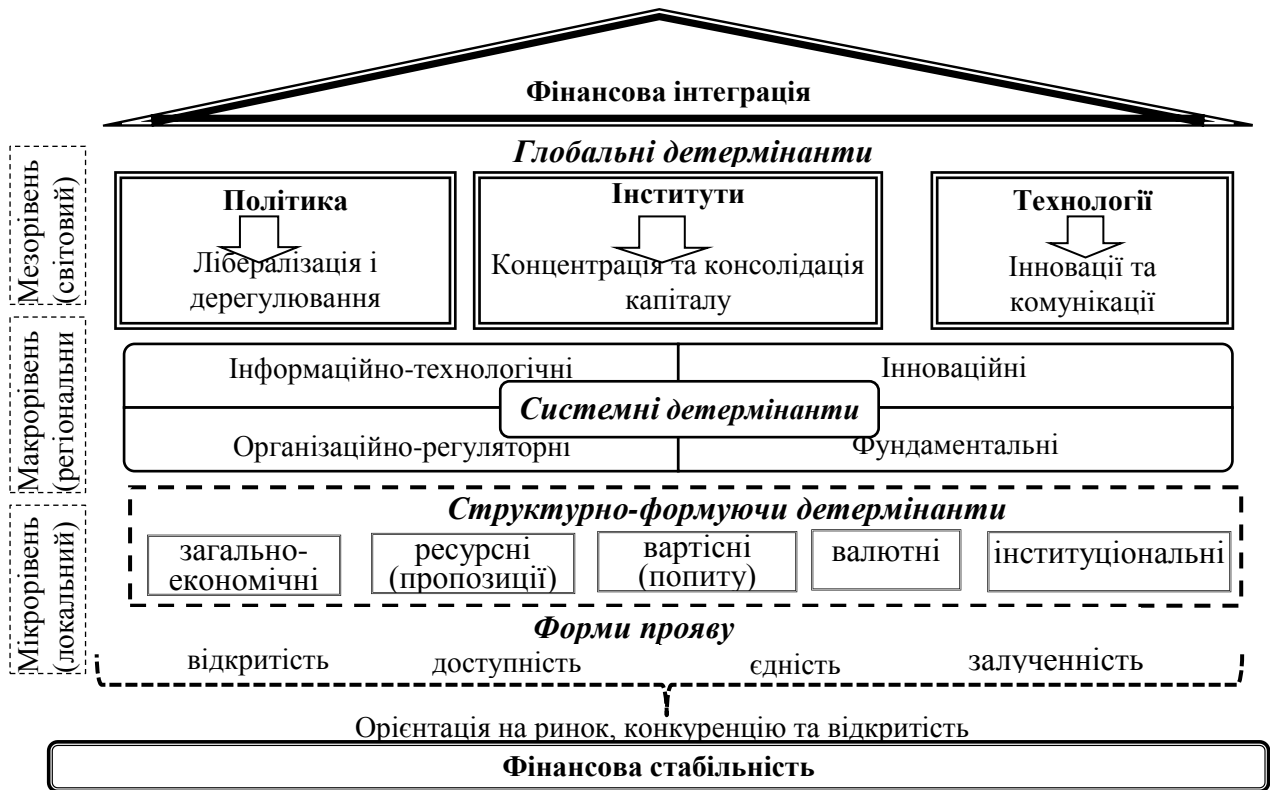


Рис. 1. Детермінанти та форми прояву інтеграції фінансових ринків

Джерело: розроблено автором

Обґрунтовано, що інтеграція фінансових ринків – це об’єктивний процес, зміст якого полягає у взаємопроникненні як секторів фінансового ринку, так і ринків окремих країн (національних ринків), а також в утворенні взаємозв’язків між секторами через координацію цілей, зближення ринкових інститутів, формування уніфікованих механізмів їх регулювання. В результаті дії інтеграційних процесів формується інтегрований фінансовий ринок (ІФР). З позиції системного підходу ІФР – це складна структурована система відкритого типу, яка перебуває у стані динамічної рівноваги, її стабільність та цілісність визначаються комплексом внутрішніх та зовнішніх зв’язків, способом взаємодії елементів системи. Як цілісне угруповання він об’єднує гомогенні та гетерогенні елементи, які безперервно самоорганізуються, в результаті чого зростає нерівноважність, випадковість та нелінійність. ІФР проходить в своєму розвитку різні фази: випадкове блукання – перехідні ринки – хаотичні ринки – когерентні ринки.

Саморозвиток ІФР спричиняє деформацію його економічної ролі, проявами якої є: зростання значущості в структурі економіки (фінансализація, монетарна економіка, фінансовий бум), відрив від обслуговування реального сектора економіки (структурна асиметричність, самоактуалізація стресових явищ), зміщення функціонування в бік спекулятивних операцій (фінансові інновації та віртуалізація), трансформація в джерело циклічної динаміки (посилення проциклічності в умовах ІФР), поглиблення фінансових дисбалансів (інформаційна асиметричність, розкручування спіралі). В результаті цих складних та непередбачуваних процесів ІФР вже не може розглядатися з позиції

системного підходу. Тому для дослідження ІФР запропоновано спиратися на методологічну концепцію синергізму, в якій головний акцент робиться на виникненні впорядкованості з хаосу, на явищах самоорганізації системи.

З позицій теорії синергізму ІФР розглядається як складна, адитивна, динамічна система, яка має фрактальну, стохастичну структуру. Інтегрований фінансовий ринок ($y(t)$) є результатом мультиплікативної взаємодії трьох складових: детермінованої (T тренд), періодичної (C цикл) та непередбачуваної (R випадок):

$$y(t) = f(T(t), C(t), R(t)), \quad (1)$$

В роботі обгрунтовано принципи взаємоузгодженого функціонування сегментів фінансового ринку, до яких віднесено: єдності ресурсів; інформаційного забезпечення; організаційних засад; інноваційності; комунікаційної інфраструктури. Спираючись на ці принципи виявлено, що між сегментами ринку існують такі типи зв'язків: функціональні, організаційні, ресурсні, інформаційні й технологічні.

Доведено, що на сучасному етапі розвитку концентрованим вираженням процесів фінансової інтеграції є ринок похідних фінансових інструментів (деривативів), на якому через трансферт ризиків відбувається колаборація локальних ринків різних рівнів. Специфіка цього ринку полягає в тому, що він має лише одну предметну основу – ризики, незалежно від сегменту їхнього виникнення. Це відрізняє ринок деривативів від інших сегментів, де відбувається перерозподіл різних типів активів. В процесі колабораційної взаємодії між сегментами фінансового ринку перманентно відбувається трансформація хеджевих позицій в спекулятивні, виходячи з умов стандартизації, скорочення числа валют, факторів високої доходності, відсутності регулятивних вимог та глобалізації фінансових інструментів нового покоління. Внаслідок цього формується дуалістичний характер процесу управління ризиками на ринку похідних фінансових інструментів і ринок стає дуалістичним.

В дисертації виокремлено специфічні ризики інтеграційних процесів, до яких належать ризики виникнення ефекту доміно, ефекту зараження, ефекту перетікання волатильності, ефекту масштабу, ефекту ринкової ейфорії (табл. 1).

Таблиця 1

Характеристика ризиків процесу інтеграції фінансових ринків

ризик	джерела	характер	прояв	канали поширення	ФІНАНСОВА КРИЗА
ефект доміно	концентрація експозиції ризиків, структура фінансової системи	ендогенний ідіосинкратичний ризик інституційна вразливість	односпрямовані зміни шляхом послідовного поширення в мережі в період турбулентності, збурень через канали взаємопов'язаності як невиконання зобов'язань	інституційний канал	
ефект перетікання волатильності	макроекономічні шоки, інформаційні збурення, кореляція ринків	екзогенний системний, поширюється з центру збурень, короточасний ефект	каскадне поширення шляхом синхронної зміни показників у всіх сегментах ринку на основі сформованих стійких довготривалих зв'язків	інформаційно-поведінковий	
ефект зараження	накопичені дисбаланси, надмірна кореляція	ендогенний, поступовий, іноді й досить тривалий процес накопичення дисбалансів	одночасний негативний вплив на всіх мало пов'язаних учасників через їх істотну вразливість до ризиків однакового типу, перехресна передача шоків	зниження вартості фінансових активів	
ефект масштабу	кредитна експозиція, кон'юнктура міжбанківського ринку	екзогенний, моральний ризик	асиметричний характер прояву обмеження міжбанківського кредитування і нестача короткострокового фінансування	фінансовий канал	
ефект ринкової ейфорії	проциклічність фінансовий важіль	ендогенна ірраціональність «Пожежний розпродаж» активів	проциклічні дії економічних агентів з активами призводять до падіння цін на активи і є внутрішнім фактором дестабілізації системи.		

Джерело: розроблено автором

Акцентовано, що цими ризиками не можна управляти, їх не вдається уникнути, але можна передбачити та мінімізувати їх вплив. Каналами розповсюдження ризиків інтеграційних процесів є: інституційний, або зростання збитковості, поява неплатоспроможних фінансових інститутів; інформаційно-поведінковий або паніка, що самореалізується; інвестиційний або зниження вартості фінансових активів; фінансовий, або криза ліквідності; інституційний канал. Встановлено, що для України основними каналами фінансового зараження є інформаційно-поведінковий та фінансовий. Для оцінювання глибини інтегрованості фінансових ринків розроблено методичний інструментарій, що включає два підходи: асимптоматичний (моделі бінарного вибору) та індикативний (рис. 2). Перший передбачає виявлення явищ фінансової інтеграції через оцінку відповідності формальним критеріям та ідентифікацію факторів розвитку. Наприклад, це показник відкритості рахунку капіталу КАOPEN, за яким Україна залишається закритою економікою.

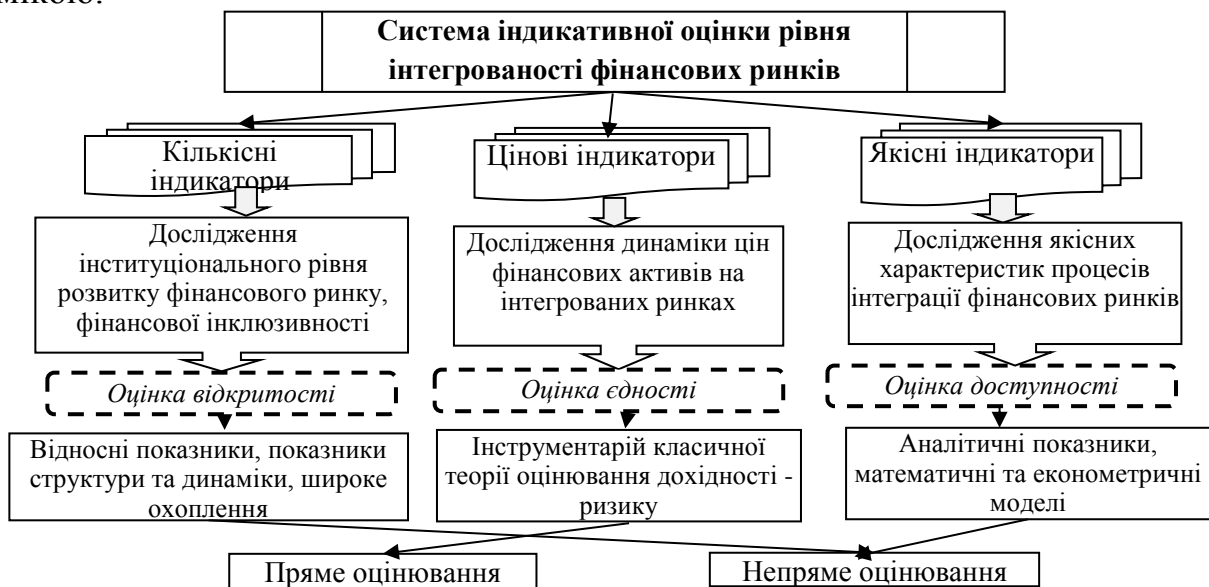


Рис. 2. Методи кількісного оцінювання рівня інтегрованості фінансових ринків

Джерело: Розроблено автором.

У межах індикативного підходу всі методи оцінювання розподілено на три підгрупи: кількісні (оцінювання відкритості, інклюзивності), цінові (оцінювання єдності ціни, CAPM модель, процентні ставки) та якісні індикатори (оцінка доступності за наслідками дерегуляції). Якісні індикатори передбачають застосування кореляційного аналізу, тесту Грейнджера, VAR-аналіз, тощо. Кількісні індикатори спираються на поняття відкритості для іноземного капіталу, що передбачає оцінку ступеня участі прямих іноземних інвестицій (ПІІ) у фінансуванні внутрішніх проектів.

У розділі 2 «**Методологічні основи управління фінансовими активами на інтегрованих фінансових ринках**» досліджено сутність та принципи управління активами на інтегрованих фінансових ринках, визначено підходи до формування портфеля фінансових активів, обґрунтовано основні засади формування та оцінки вартості активів, поглиблено концептуальні засади хеджування ризиків в процесі управління фінансовими активами.

Підходи до сутнісного розуміння фінансового активу в роботі узагальнено за напрямками: функціональний, структурний, правовий, фінансовий. За функціональним напрямом ФА виконують функції формування, розподілу та

перерозподілу фінансових ресурсів, їх рух відбувається у формі перепродажу фінансових прав на ринку. За результатами теоретичного аналізу поняття «фінансовий актив» формалізовано його основні характеристики: контрольованість; здатність до генерування майбутніх грошових потоків та економічної вигоди; можливість купівлі-продажу або обміну на організованому та неорганізованому ринках; реалізація мети використання; наявність грошової цінності (вартості); правова форма у вигляді контракту; відповідність бізнес-моделі. Фінансовим активам іманентно притаманні такі базові динамічні характеристики: очікувана дохідність (m), ризик (σ) і ліквідність (s), які й формують їхню ціну:

$$OA_T = f(m_T^{norm}, \sigma_T^{norm}, S_T^{norm}), \quad (2)$$

де OA — оцінка (ціна) фінансового активу.

За умов, коли нестійкі потрясіння на ринку стають постійними та асиметричними, важливою характеристикою будь-якого фінансового активу стає волатильність, під якою розуміємо випадкове відхилення дохідності фінансового активу від тренду. Фактично, волатильність відображає коливання випадкової компоненти. Це є оцінка міри невизначеності вартості фінансових активів в динаміці і характеризує змінність їх ринкової ціни:

$$r_t = \mu + \chi_t \quad (3),$$

де r_t — дохідність фінансового активу; μ — середня дохідність активу; χ_t — відхилення від тренду середньої дохідності як вираз волатильності.

Практичне значення оцінки волатильності в процесі управління активами полягає в тому, що вона дозволяє визначити динамічні межі ймовірних значень дохідності в умовах інформаційної невизначеності. Розуміння наслідків різкої зміни цін важливе для пошуку та застосування адекватних заходів захисту при прийнятті інвестиційних рішень. Отже, волатильність слід розглядати як якісно нову характеристику ФА, яка безпосередньо впливає на його ціну, дозволяє будувати на ІФР прогностичні стратегії, ефективні з погляду хеджування та арбітражу.

В роботі виявлено причини появи волатильності: небажані, але невідворотні події, асиметричність інформації, наявність інтернальних (внутрішніх, потаємних) ефектів. В останньому випадку коливання волатильності засвідчують впевненість/невпевненість учасників ІФР щодо стану ринку та економічної системи в цілому. Для кожного активу притаманна своя міра чутливості до змін на ринку, викликаних впливом детермінованої невизначеності та різним рівнем схильності інвестора до ризику. Відповідно, це дає підстави стверджувати, що волатильність слід розглядати як характеристику активу, а не ринку в цілому. При цьому вірним також є твердження, що волатильність ФА залежить від волатильності ринку, але залежність ця ймовірна, а не кореляційно-регресійна. Результати проведеного дослідження дозволяють стверджувати, що основна ціль багатьох приватних та інституційних інвесторів, та навіть центральних банків у всьому світі, це – контроль і прогнозування волатильності.

В роботі сформовано цілісну концепцію управління активами на ІФР, яка включає чотири взаємопов'язані складові: 1) фінансова, яка охоплює зміни в складі та структурі активів, зростання ліквідності, волатильності та ризиків; 2) інституційна характеризує зміни в структурі секторів фінансового ринку та функціонально-операційну трансформацію фінансових інститутів; 3) інноваційна пов'язана з посиленням впливу фінансових інновацій та ризиків на інструментарій управління

активами; 4) регулятивна показує зміну ролі, підходів та методів впливу національних і міжнародних регуляторів. Доведено, що в сучасних умовах сутність ФА не змінюється і вони залишаються найбільш ліквідними, однак набувають нових інвестиційних форм та властивостей – віртуальність та невизначеність, які перетворюються в імператив їх існування та стають об'єктом управління. Управління ФА в умовах невизначеності складається з трьох функціональних блоків: формування, оптимізація та реалізація інвестиційних стратегій, що базуються на використанні інструментарію інжинірингу та ризик-менеджменту.

З виникненням ІФР класичні підходи до формування портфеля активів такі як аналіз цінової динаміки ФА, раціональна поведінка інвестора, прогнозованість ринку та припущення, на яких вони базуються, вже не відображають поточний стан ринку і модифікуються. Зокрема, аналіз цінової динаміки стає неефективним в умовах закону «єдиної ціни» на ІФР. Підхід на основі раціональної поведінки інвестора має враховувати реакцію на зовнішні шоки та виклики, а в умовах інтегрованих ринків така реакція є, як правило, однотипною. Тому за умов ІФР найбільш прийнятним вважаємо підхід на основі прогнозування ринкової динаміки.

Формування інвестиційних портфельів традиційно базується на ціновій моделі ринку капіталу (Capital Asset Pricing Model — CAPM). Однак для ринків, які інтегруються, а особливо для тих, що розвиваються, ця модель в класичній формі вже не є релевантною. В роботі уточнено методи розрахунку компонент моделі.

1. Запропоновано як безризикову ставку дохідності (R_f) використовувати або Sterling Overnight Index Average (SONIA) або процентні свопи, або смарт-контракти.

2. Обґрунтовано, що у процесі формування інвестиційної стратегії на ІФР особливого значення набуває врахування та оцінювання ризику країни, який визначається сукупною дією фінансових, економічних, соціальних та політичних факторів. В умовах інтегрованого ринку дія цих факторів спрямовується не лише всередину країни, а й назовні. До форм негативного впливу ризику країни на управління активами слід віднести репатріацію активів, неконвертованість валюти, неможливість вільного переміщення капіталів тощо.

3. Запропоновано модифікований бета-коефіцієнт, який розраховується на основі волатильності активу (для врахування системного ризику), з урахуванням ринкових індикаторів (спред дохідностей суверенних облігацій, CDS spread, спред процентних ставок грошового ринку) та рейтингів дефолтного спреду. Вибір складових, як і за іншими показниками, залежить від рівня інтегрованості країни.

4. Удосконалено багатофакторні моделі, до яких, порівняно з класичною моделлю, введено додаткові критерії оптимізації несистемних ризиків.

Наголошено, що в процесі формування та оптимізації інвестиційного портфеля слід оцінювати саме системний ризик, адже його уникнути неможливо. З урахуванням зроблених уточнень для ринків, що розвиваються та знаходяться в процесі інтеграції, модель CAPM набуває вигляду локально скорегованої:

$$R_e = R_{fg} + \beta_{\text{ціль}} \times (ERP_g (1 - R_l^2) + CRP) + R_{ia} \quad (4)$$

де, R_e —очікувана дохідність активу; R_{fg} —глобальна (g) безризикова ставка дохідності; $\beta_{\text{ціль}}$ —цільовий β -коефіцієнт для ринків, що розвиваються, розрахований до глобального ринку; R_l^2 — локальна дохідність безризикового активу; R_{ia} - вплив індивідуальних, специфічних ризик-факторів; CRP - премія за ризик країни.

В роботі запропоновано для високо волатильних ринків критерієм оптимальності структури портфеля активів обрати коефіцієнт Сортино, що розраховується як відношення очікуваної премії за ризик портфеля до «волатильності вниз», яка описує дисперсію тільки негативних дохідностей портфеля, а саме збитків (табл. 2). Збитки за тим чи іншим активом визначаються відносно встановленого бенчмаркету. В умовах циклічності та нестабільного ринку, коли попередня дохідність не гарантує майбутніх результатів, визначення бенчмаркету на основі професійних суджень є важливою конкурентною перевагою учасників ринку.

Таблиця 2

Оцінка 5-річного приросту ризику та прибутковості окремих активів інтегрованого ринку за 1992-2016 роки (%)

Період	Конвертовані облігації		Акції		Довгострокові корпоративні облігації		Середньострокові корпоративні облігації	
	Річний прибуток	Стандартне відхилення	Річний прибуток	Стандартне відхилення	Річний прибуток	Стандартне відхилення	Річний прибуток	Стандартне відхилення
1992-1996	14,27	7,14	15,21	8,67	8,89	6,95	7,68	4,28
1997-2001	9,35	16,00	10,70	17,90	7,28	6,43	7,08	3,24
2002-2006	7,75	8,52	6,19	12,40	7,45	8,72	5,45	4,02
2007-2011	2,10	16,15	-0,25	18,88	8,51	12,59	6,26	6,11
2012-2016	10,98	8,45	14,65	10,37	5,37	8,28	3,63	2,84

Джерело: Розроблено автором на основі даних BIS

Аналіз практики управління активами показав, що в інтегрованому фінансовому середовищі мета управління активами трансформується і спрямовується на управління ризиками, контроль ліквідності та захист прав власності. Останнє особливо актуально для країн з ринками, які розвиваються, рівень інтегрованості яких значно посилюється за останні два десятиліття та спричинив зростання нестабільності в глобальному масштабі.

Для формування методології ефективного управління ризиками важливим є групування ризиків за певними критеріями. В роботі ризику ІФР структуровано за сферою виникнення та формою прояву: ризику фінансової інтеграції, позаринкові, системні ризику, ринкові ризику, внутрішньобанківські ризику. Запропонований підхід до структуризації ризиків дозволить простежити взаємодію та взаємозалежність як окремих ризиків (горизонтальні взаємозв'язки), так і перехресні взаємозв'язки між різними рівнями ризиків (вертикальні). Ризику фінансової інтеграції поширюються через канали, які в процесі функціонування можуть переходити один в інший. Позаринкові ризику пов'язані з обмеженнями зовнішнього середовища, наприклад ризик країни, зміна кон'юнктури ринку, невизначеність та інформаційна асиметрія. Системні ризику є крос-секторальними (горизонтально та вертикально), пов'язані з дією регулятора, діяльністю системно важливих фінансових установ, розвитком економіки та станом світового ринку. Зважаючи, що банки є основними учасниками фінансового ринку, банківські ризику формують самостійний рівень. За результатами емпіричних досліджень з'ясовано, що протягом останніх років вплив кредитного ризику на динаміку розвитку ІФР поступився ризикам ліквідності ринку, валютному, процентному та ризику концентрації, що належать до групи ринкових ризиків (Market Risk). Визначено, що ринкові ризику залежать не від одного, а від багатьох зовнішніх факторів, обумовлені невизначеністю коливань ринкової кон'юнктури, чутливістю системи до цих коливань, пов'язані зі зміною ціни фінансових активів, є неоднорідними і взаємозалежними.

Беручи до уваги активізацію процесу зближення вітчизняних стандартів з європейськими, вважаємо за доцільне: 1) виокремити як асоціативні (інші) ризики–ризик концентрації (на одному сегменті, країні), ризик ліквідності ринку, ризик волатильності; 2) запровадити використання методики оцінки ризику за спрощеним стандартизованим підходом; 3) передбачити запропоновану в Директивах Європарламенту і Євросоюзу можливість покриття капіталом втрат від цих ризиків на засадах регуляторного арбітражу (5% на рівні торгового портфелю та 6% валюти балансу), насамперед для системно важливих банків.

Для зниження ринкових ризиків найефективнішим є хеджування. В роботі систематизовано та доповнено характерні ознаки хеджування як окремого виду діяльності на ІФР, а саме: 1) види хеджування як процесу, яке поділяється на статичне та динамічне, досконале та недосконале, пряме та перехресне, повне, надлишкове та недостатнє; 2) різновиди угод хеджування: розрахункові та поставочні, біржові та позабіржові; 3) критерії розмежування хеджевих та спекулятивних угод, до яких віднесено мотив укладання угоди, узгодженість деривативу та базового активу за основними параметрами, реалізація угоди у визначений час, націленість на результат; 4) незалежність від можливого напряму змін ризик-факторів протягом дії угоди; 5) інструменти хеджування, які поділено на похідні, непохідні, вбудовані, структуровані.

У розділі 3 **«Формування портфелів фінансових активів на інтегрованих ринках»** обґрунтовано напрями оптимізації портфелю активів на ІФР; вдосконалено науково-методичні підходи до прогнозування цінової динаміки на основі волатильності фінансового активу; розроблено методичні підходи до оцінки взаємозв'язків між сегментами фінансового ринку України; запропоновано інноваційний інструментарій управління ризиками у процесі формування портфелю активів.

За результатами аналізу сучасних тенденцій розвитку міжнародних фінансових ринків встановлено, що результатом самоорганізації та саморозвитку ІФР є еволюційна зміна активів та ускладнення фінансових інструментів, внаслідок чого відбувається перехід від активного управління портфелем активів до пасивного та спекулятивного (табл. 3). Горизонт управління скорочується та корегується з урахуванням неекономічних чинників. Негативними наслідками цих процесів є дезінтермедіація – скорочення кількості та/або зниження частки фінансових посередників через розширення доступу на ринок різних учасників, витиснення з ринку активів з низькою волатильністю як малоприбуткових, недостатня ринкова ліквідність, зменшення прозорості та гнучкості ринків. Найбільш негативним наслідком є те, що заощадження не трансформуються в інвестиції. За таких обставин класичні інвестиційні стратегії модифікуються, набувають розвитку спекулятивні стратегії.

За результатами дослідження динаміки та характерних ознак функціонування міжнародних ринків виокремлено такі тенденції розвитку ІФР. По-перше, зростання пасивних та спекулятивних стратегій, про що свідчить зростання індексних портфелів та фондів (пасивні стратегії) та швидке поширення короткострокових, високочастотних, одномоментних стратегій (спекулятивні стратегії). По-друге, розширення видів активів, які включаються до інвестиційних портфелів, за рахунок: 1) інвестицій в нерухомість, яка через механізм сек'юритизації набуває

інвестиційних властивостей, активно включається до складу портфеля активів глобальних інституційних інвесторів, розглядається як самозростаюче джерело системних ризиків, вимагає розробки окремого, проциклічного інструментарію макропруденційного нагляду; 2) появи в спекулятивних та активних портфелях деривативів нафти, через механізми її ціноутворення на ф'ючерській основі (ціна на нафту стає фундаментальною фінансовою змінною), механізм рециркулювання та зміни в мікроструктурі учасників ринку (нафтодолари країн-експортерів нафти обертаються на глобальному ІФР, розміщуються в різних активах через суверенні фонди), синхронізація валютного ринку з ціною на нафтовий ф'ючерс; 3) часткова «ремонтізація» золота через невизначеність цін на всі види фінансових активів; 4) бурхливий розвиток криптоактивів зі своїми власними специфічними стратегіями; 5) розвиток зелених інвестицій; 6) зростання в інвестиційних портфелях частки товарних активів; 7) переважання ринку акцій за обсягами капіталізації, а за інтенсивністю зростання – ринку державних цінних паперів, що свідчить про посилення нестабільності та прагнення захистити інвестиції.

Таблиця 3

Характеристика типів стратегій формування портфелів фінансових активів на ІФР

Критерій	Спекулятивна стратегія	Активна стратегія	Пасивна стратегія
Ціль	отримання надприбутку	отримання прибутку	захист від ризику
Критерій оптимальності структури	максимально можливе значення ринкової середньої дохідності	максимально можливе або дорівнює еталонному портфелю реальне значення середньої дохідності	мінімально можливе значення коефіцієнта варіації або мінімально можливі втрати при одиничному дефолті того чи іншого активу
Витрати часу	незначні	значні	незначні
Джерело прибутку	грошові ресурси інших учасників ринку	доходи корпорацій	економіка в цілому
Очікуєма дохідність	набагато вище за ринкову, спекулятивна	вище за ринкову	на рівні ринку, низькі комісії
Фінансові витрати	мінливі	значні, через інформаційну, аналітичну, торгівельну та експертну підтримку	порівняно низький рівень накладних витрат
Джерело інформації	ціни та обсяги біржових угод	баланси та звіти корпорацій	частка активів в портфелі
Ризик	високий - цінові аномалії (тимчасові та моментум ефекти)	високий - для більш низької абсолютної волатильності	помірний – менше часу та витрат на моніторинг
Частота угод	від щохвилини до декількох в день, або в місяць	декілька угод на рік	декілька угод на рік/квартал
Умови застосування	наявність інноваційних високопрофесійних фахівців, що «відчувають» ринок	систематичність, моніторинг та пошук недооцінених ринком активів	достатня насиченість ринку ФА високої якості
Утримання позиції	від секунди до місяців	максимально довго до політики	декілька років з коригуванням
Стратегія	«моментні» та високочастотні торги	можливості комбінування	незначна похибка слідування за індексом
Метод управління	технічний аналіз	крива дохідності, облігаційні «свопи»	метод «індексного портфелю», імунізація портфелю захисними активами, традиційні методи
Диверсифікація	не використовується	захист за бажанням	обов'язкова

Джерело: Розроблено автором

По-третє, тенденція до консолідації і спеціалізації інституційних інвесторів. Консолідація характерна для інституційних інвесторів, які використовують переважно пасивні стратегії управління портфелями, а спеціалізація — для тих, які використовують активні стратегії управління портфелем волатильних активів.

По-четверте, розвиток інвестиційної стратегії «інтегрованого» інвестування, що поєднує екологічні, соціальні та управлінські аспекти (ESG).

Набуття активами нових інвестиційних властивостей дозволяє отримати точніші прогнози майбутньої динаміки цін за допомогою моделювання волатильності. В процесі дослідження була висунута гіпотеза про існування ефекту кластеризації волатильності, що передбачає наявність у ринку довгої пам'яті, а отже, уможливорює довгострокове прогнозування. Об'єктом дослідження став вітчизняний валютний ринок, який перебуває в стані біфуркаційної невизначеності, що усуває можливість прогнозування ціни з використанням кореляційно-регресійного інструментарію та актуалізує завдання пошуку адекватних методичних підходів до перевірки висунутої гіпотези. Для аналізу використано GARCH модель, що належить до класу нелінійних моделей з умовною дисперсією. Для побудови моделі використано щоденні значення валютного курсу гривні до долара США за період з 01.01.2007 — 12.07.2017, який розглядається у формі натурального логарифму, що відповідає дохідності валютного курсу для неперервного ряду.

Аналіз динаміки волатильності валютного курсу підтвердив гіпотезу наявності кількох зон кластеризації, що свідчить про нелінійність (асиметричність) ринкової реакції на нову інформацію: чим більше ринкові коливання (надходження інформації на ринок), тим сильніше росте волатильність (психологічна реакція – драйвер руху ринку). На основі інструментарію математичного моделювання надано прогноз динаміки валютного курсу, що справдився і підтвердив висунуту гіпотезу.

Отримані результати доводять, що український валютний ринок протягом досліджуваного періоду не характеризувався навіть слабкою формою інформаційної ефективності, оскільки в рівнянні середнього існує залежність поточного значення валютного курсу від його попереднього значення (на один крок назад). Встановлено, що динаміка залежить від психологічного ефекту учасників ринку. Отже, горизонт стратегій управління валютним курсом гривні в умовах мінливості та невизначеності має скорочуватися та корегуватися з урахуванням неекономічних, біхевіоральних чинників впливу. НБУ потрібно проводити більш прозору валютну політику, активніше використовуючи засоби комунікації.

Для виявлення глибини взаємопов'язаності сегментів вітчизняного фінансового ринку висунуто дві гіпотези: 1 гіпотеза – сегменти фінансового ринку не інтегровані; 2 гіпотеза – складові ФРУ перебувають у постійній взаємодії та існує зв'язок між динамікою їх цінових індикаторів. Для перевірки висунутих гіпотез розроблено логіко-структурну схему та обрано інструментарій динамічного моделювання, який дозволив: 1) оцінити фрактальність та трендовість; 2) визначити характер взаємозв'язків між сегментами фінансового ринку; 3) формалізувати щільність та напрями їх взаємодії.

За результатами компаративного дослідження отримано такі результати. 1) Аналіз фрактальності довів наявність нелінійних, стохастичних тенденцій: кредитний сегмент знаходиться в стані випадкового блукання, є залежним від поведінки інсайдерів (референтної групи учасників), які привносять свої ризики в діяльність банків. Як наслідок, інсайдерське кредитування та слабка диверсифікація портфеля кредитів є драйвером концентрації ризиків. Фондовому ринку притаманні цінові ірраціональності. В сегменті валютного ринку наявна персистентність, тобто довготривала пам'ять, асиметричний характер вільного плавання, ймовірність

виникнення криз. Ринкові процеси в зазначених сегментах мають фрактальну природу по типу «чорного шуму». Причиною такої динаміки є наявність значної кількості спекулятивних учасників. 2) Рівняння регресії та коефіцієнти детермінації свідчать про нелінійний розвиток, стохастичні зв'язки та залежність вітчизняного ринку від зовнішнього впливу, а не від фундаментальних факторів (табл. 4).

Таблиця 4

Кореляційно-регресивна оцінка тенденцій сегментів фінансового ринку України

Сегмент	Показник	Лінійний тренд	R ²	Експоненціальний тренд	R ²
Валютний ринок	<i>KURS</i>	$y = 0,008x - 320,12$	0,7187	$y = 9E-10e^{0,0006x}$	0,7546
Фондовий ринок	<i>PFTS</i>	$y = -0,267x + 11549$	0,6362	$y = 2E+12e^{-5E-04x}$	0,7184
Ринок державних цінних паперів	<i>GPI</i>	$y = 0,0014x - 43,049$	0,03	$y = 0,1757e^{0,0001x}$	0,0395
Кредитний ринок	<i>KRED</i>	$y = 0,0016x - 47,465$	0,1465	$y = 0,4176e^{9E-05x}$	0,1475
Міжбанківський ринок	<i>MBratio</i>	$y = 0,0068x - 269,97$	0,516	$y = 4E-13e^{0,0007x}$	0,5329

Джерело: Розроблено автором

3) Моделювання взаємозв'язків між сегментами ринку на основі кореляційного аналізу підтвердило їх наявність (табл. 5). Проте виявлені зв'язки різняться за силою і характером взаємодії. Вони є мінливими, нестабільними та ситуативними, залежними від зовнішніх умов. Кредитний ринок має найбільш стабільні зв'язки з іншими сегментами, які не досить тісні (до 0,50), проте стабільні.

Таблиця 5

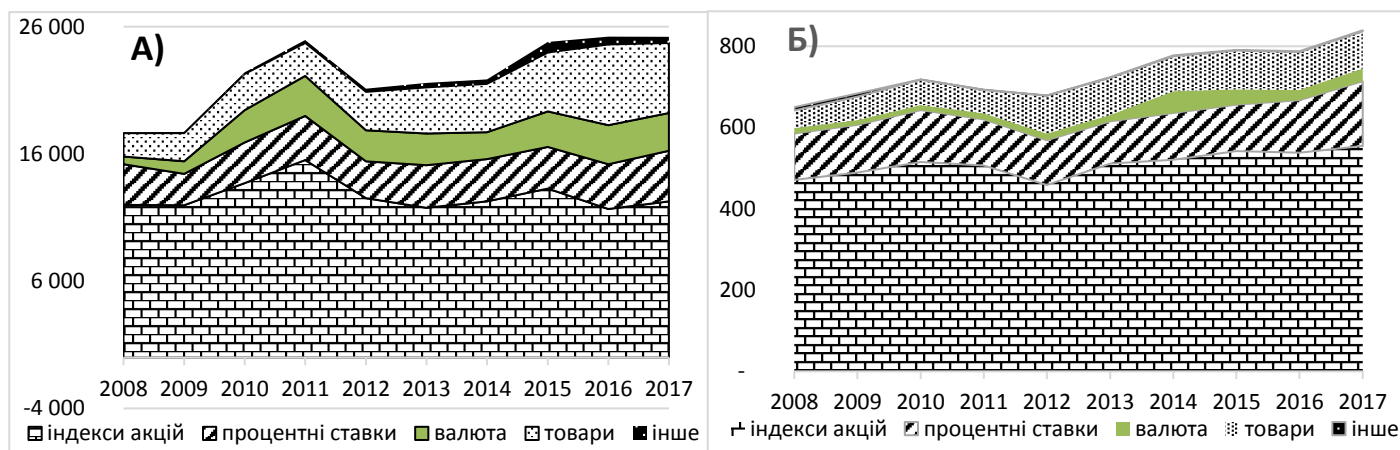
Матриця парних коефіцієнтів кореляції взаємозв'язків між сегментами ФРУ з урахуванням волатильності у 2010-2018 рр.

Сегменти	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PFTS_rlog – KURS_rlog	-0,3599	0,1494	-0,3330	0,0000	0,2497	0,8410	-0,0250	-0,2531	0,0382
PFTS_rlog – KRED_rlog	0,0365	-0,2697	-0,4418	-0,1876	-0,1834	0,5606	-0,5669	-0,1248	0,3098
PFTS_rlog – GPI (дохідність)_rlog	-0,0521	0,0730	-0,1462	-0,4172	0,3932	0,3377	-0,3832	-0,3798	-0,1019
PFTS_rlog – MBratio_rlog	0,0709	-0,4041	-0,5861	-0,4460	0,0124	0,2189	-0,2748	-0,0516	-0,1279
KURS_rlog – KRED_rlog	0,4033	0,1098	-0,0541	0,0000	0,3114	0,6110	0,0667	0,4521	0,1719
KURS_rlog – GPI (дохідність)_rlog	0,6707	0,1985	0,0440	0,0000	0,1537	0,2167	-0,0663	-0,0536	0,3870
KURS_rlog – MBratio_rlog	0,4406	0,3703	0,2165	0,0000	-0,3954	0,3113	0,5403	0,0247	0,0180
KRED_rlog – GPI (дохідність)_rlog	0,6022	0,5013	0,0816	0,2831	0,5158	-0,1749	0,2504	-0,0342	0,0098
KRED_rlog – MBratio_rlog	0,7447	0,5972	0,4664	0,4465	0,0876	-0,2205	0,2603	0,1585	-0,0766
MBratio_rlog – GPI (дохідність)_rlog	0,3237	0,2744	0,2796	0,8085	0,4116	0,2647	-0,3113	-0,1933	0,7357

Джерело: Розроблено автором

Отримані результати підтвердили першу гіпотезу та спростували другу. Виявлена фрактальність сегментів ринку означає, що класичні методи прогнозування прибутків, ринкових ризиків та поведінки ринку до них не можуть бути застосовані. За результатами емпіричної оцінки тенденцій розвитку світового ринку ПФІ виявлено тенденції, структуру, фактори та перспективи розвитку інструментів хеджування ринкових ризиків, а саме: 1) стале зростання обсягів операцій; 2) різноманітний інструментарій хеджування за потребами клієнта (рис. 4); 3) зростання обсягів та зміщення центру операцій з валютними деривативами до Азіатсько-Тихоокеанського регіону, де станом на кінець 2017 р. зосереджено 70% угод; 4) постійна зміна

преференцій щодо базових активів: найбільш активна торгівля спостерігається в сегменті фондових та товарних деривативів, що пов'язано з поживленням економічного зростання, спекуляціями на індексах акцій, уповільненням торгівлі в сегменті процентних деривативів; 5) дисбаланси між різними класами інструментів в сегменті процентних ПФІ, що свідчить про значні процентні ризики на ІФР; 6) зміна ролі похідних фінансових інструментів, які перетворюються з інструменту управління ризиком на інструмент спекулятивних операцій; 7) розвиток спекулятивних операцій з такими ПФІ як опціон на волатильності, похідні інструменти REIT, деривативи з індексом інфляції; 8) посилення контролю



позабіржових ПФІ.

Рис. 4. Динаміка глобального ринку торгівлі класами біржових деривативів за обсягами контрактів (а) та відкритого інтересу (б) (на кін. року, млн. контр.)
Джерело: Складено автором за даними BIS

Встановлено, що критичним є не кількість укладених угод, а обсяги відкритих позицій, оскільки саме вони генерують основні ризики. В структурі інструментів частка опціонів у відкритих позиціях суттєво вища, ніж в обігу, а за ф'ючерсами, відповідно, нижча. Це дозволило стверджувати, що опціони на ІФР використовуються з метою хеджування набагато частіше, ніж ф'ючерси. Виявлена закономірність особливо проявляється в періоди зростання нестабільності. Отже, умовою ефективного хеджування є розвиток опціонної торгівлі на біржовому та позабіржовому ринку. Для біржового ринку діють чітко сформовані основні принципи біржового ризик-менеджменту. На динаміку ринку ПФІ чинять вплив фактори пропозиції маси грошей на глобальному ринку, рух короткострокових процентних ставок та прив'язаних до них процентних спредів, рівень волатильності фінансових активів, суверенні кредитно-дефолтні свопи та зниження рівня дюрації.

Перспективним напрямом розвитку є опціонні стратегії, процентні деривативи та похідні інструменти з управління ризиком ліквідності. Окремим напрямом розвитку визнано структуровані та гібридні інструменти як різновиди змішаної угоди відносно різних видів активів, або зобов'язань з різними частками з можливими додатковими умовами, що поєднані в деривативах. Структуровані інструменти працюють за принципом розподілу капіталу на частини – надійний актив (70-90%) з наперед визначеною дохідністю та ризиковий актив (10-30%) з потенційно високою дохідністю.

На використання ринкової кон'юнктури спрямовані екосистемні фінансові інновації, які в роботі досліджено в контексті тенденцій інтеграції фінансових ринків.

Екосистемні інновації – це фінансові продукти, послуги, технології, доступ до фінансування, об'єднанні в межах єдиного (інтегрованого) фінансового ринку як платформи їх надання. До факторів їхнього розвитку віднесено: фінансові технології, підвищення конкуренції, відповідність очікуванням клієнтів, які постійно зростають та ускладнюються, зміну регуляторних вимог.

Важливою фінансовою інновацією став розвиток фінтех-індустрії, яку за характером впливу на ІФР поділено на кластери: базові технології як послуги; діджиталізація (операції – регуляторні технології (RegTech) – комплаєнс-менеджмент); штучний інтелект та аналітика (AI&Analytics); інвестиційні технології (indexproducts, ICO); альтернативні платформи фінансування (P2P-, B2B-, B2C-кредитування). Встановлено, що ще однією інновацією, спрямованою на оптимізацію процесу управління активами, є сек'юритизація, яка стає ефективною саме за умов формування інтегрованого ринку, оскільки розширює можливості залучення довгострокових фінансових ресурсів за допомогою складних фінансових інструментів. Виокремлено три види сек'юритизації: ринку - заміщення банківського кредиту емісією іпотечних облігацій mortgage-backed securities (MBS)); активів - спосіб фінансування шляхом трансформації пулу неліквідних фінансових активів в облігації, забезпечені активами asset-backed securities (ABS); грошових потоків - інноваційна техніка фінансування майбутніх грошових коштів (future flow securitization (FFS)).

З метою мінімізації валютного ризику в роботі запропоновано впровадження структурованих депозитів, або депозитів, що поєднують депозити та опціони, які виконують функції захисних механізмів. За умов зростання невизначеності, пов'язаної з певними подіями (політичними, військовими), гривневий депозит з фіксованою ставкою доцільно поєднувати з валютним опціоном колл. Встановлено, що розвиток екосистемних фінансових інновацій змінює пріоритети управління активами на ІФР, а саме завдання управління ризиками та ефективністю діяльності поступаються на користь завдання розробки в середньостроковій перспективі стратегічного бачення свого розвитку та ринкової позиції в майбутньому.

У розділі 4 «**Інституційні трансформації у фінансовому посередництві та їх вплив на управління активами**» розкрито фундаментальні зміни у фінансовому посередництві на ІФР; удосконалено науково-методичні підходи до ідентифікації бізнес-моделей банків; розкрито способи операційно-функціональної інтеграції фінансових посередників; визначено напрями трансформації інвестиційних стратегій інституційних інвесторів.

В процесі інтеграції набувають розвитку процеси, пов'язані зі стиранням меж між особливостями діяльності фінансових посередників, що зумовлює структурні трансформації на ринку. У дисертації наголошується, що структурні зрушення відбуваються у двох напрямках: мікроструктура ринку та фінансове посередництво. Перший напрям проявляється в зміні каналів доступу до фінансових послуг і в трансформації інфраструктури ринку. Канали доступу стають глобальними, взаємопов'язаними, біометричними, наближеними до клієнта і соціальними. Під інфраструктурою ринку розуміємо сукупність елементів, що забезпечують безперебійне функціонування, взаємозв'язки та оптимізують взаємодію об'єктів та суб'єктів фінансових ринків. Обґрунтовано, що в середньостроковій перспективі інститути інфраструктури розширять діяльність в напрямі повної інтеграції

фінансових інструментів, послуг та сервісів їх надання на всіх етапах управління. Основна мета – отримання додаткового прибутку та задоволення потреб клієнтів.

Другий напрям — це структурні зрушення у сфері фінансового посередництва, які реалізуються у декількох формах та способах: 1) інституційна інтеграція — концентрація і консолідація фінансового капіталу; 2) функціональна інтеграція — конвергенція й універсалізація фінансових інститутів; 3) територіальна інтеграція — інтернаціоналізація капіталу і транснаціоналізація фінансової діяльності.

Залежно від рівня та напрямку функціональної інтеграції структуровано її напрями: організаційна - формування нових організаційно-функціональних форм фінансових об'єднань; продукто-орієнтована - технічна інтеграція, створення і просування спільних продуктів, банкострахування, пенсійні продукти в формі цінних паперів, структуровані продукти, сек'юритизація активів; клієнто-орієнтована - комплексний продаж фінансових продуктів і послуг, що дозволяють підвищувати клієнтський сервіс на договірних засадах. Об'єднання гетерогенних фінансових посередників у фінансові кластери шляхом концентрації або конвергенції втілює стратегію диверсифікації, яка передбачає поєднання фінансових низько- і високорентабельних операцій, інвестиційних та кредитних напрямів, небанківського і банківського бізнесів.

Встановлено, що розвиток процесів операційно-функціональної інтеграції фінансових посередників найдинамічніший в межах співпраці з банками. Інтеграція відбувається щодо базових та небазових операцій, щодо банків та страхових компаній, в межах банків та небанківських установ відповідно до причин, форм та напрямів. Визначено форми, мотиви реалізації та причини такої співпраці. Перспективними напрямками співпраці є: сумісне пропорційне інвестування в довгострокові проекти; інвестиційне страхування життя (unit-linked); персональне фінансове планування (all finance та employee benefits); трансфер страхових ризиків на ринок капіталів ART (alternative risk transfer).

Зазначено, що на відміну від фінансової концентрації, яка інтегрує гомогенні елементи, фінансова конвергенція передбачає об'єднання гетерогенних елементів та формування фінансових конгломератів. В умовах тривалої економічної рецесії, волатильності фінансових ринків, демографічних змін у світі відбуваються державні пенсійні реформи, які перекладають ризик бідності на індивідуальний рівень, іншими словами індивід сам повинен забезпечити собі певний дохід в межах накопичувальної системи, використовуючи певні фінансові інструменти. Виділяють два основні напрями: 1) пенсійні схеми з фіксованими виплатами (Defined Benefits або DB); 2) системи з фіксованими внесками (Defined Contributions або DC). Пенсійні фонди все більше набувають рис інститутів спільного інвестування (ICI), акумулюючи значні обсяги активів у формі фіксованих внесків і розміщуючи їх у взаємні фонди. Світовий досвід свідчить, що розвиток фінансового ринку безпосередньо пов'язаний з розвитком накопичувальної пенсійної системи. Висока ймовірність того, що в цілому пенсійні системи рухатимуться у бік фондів з фіксованими внесками, стаючи гнучкішими відносно своїх зобов'язань.

Доведено, що фінансові конгломерати отримують додаткові конкурентні переваги в сфері страхування, банківської, інвестиційної та фінансової діяльності, чому сприяє конвергенція інтересів різних інституціональних учасників. Розкрито зміст фінансового конгломерату, як особливої інституційно-організаційної форми

транснаціональних корпорацій, поява яких обумовлена процесами фінансової конвергенції на інтегрованих фінансових ринках. Фінансові конгломерати виступають як єдиний учасник фінансового ринку, бізнес якого поширюється не менше, ніж на два з п'яти дозволених за міжнародним законодавством сегментів фінансових послуг (банківський, страховий, інвестиційний, фінансові компанії та компанії з управління активами), що втілює стратегію диверсифікації.

За умов зниження ролі державних та міждержавних систем соціального захисту запропоновано до складу конгломератів включати пенсійні фонди, зважаючи на їх значення для соціуму, обсяг фінансових ресурсів у їхньому розпорядженні, організаційні форми. Наразі в Україні пенсійні фонди є переважно державними, що впливає на структуру їхнього портфеля порівняно із західними компаніями, які диверсифікують портфель завдяки дозволу інвестувати в іноземні активи за межами країни. Аналіз структури портфеля активів вітчизняних страхових компаній та пенсійних фондів засвідчив переважання в структурі активів депозитних банківських рахунків та поступове нарощення державних цінних паперів.

Учасниками інтегрованих фінансових ринків є приватні та інституційні інвестори. У складі портфеля активів перших переважають банківські депозити. В портфелях інституційних інвесторів поряд з традиційними фінансовими інструментами перебувають вкладення у взаємні, біржові фонди та у ліквідні фінансові інструменти. За результатами аналізу виявлено відмінності у побудові інвестиційних стратегій різних типів інституційних інвесторів. Зазначено, що інструменти управління стають складними та структурованими, передбачають комбінацію стратегій отримання гарантованого постійного доходу та інструментів зі змінним доходом.

За результатами емпіричного дослідження виявлено основні інституційні зрушення на вітчизняному банківському ринку: 1) стрімке та значне скорочення кількості банків; 2) укрупнення банківського бізнесу через суперечливі процеси концентрації; 3) посилення рівня концентрації та збереження фрагментарності; 4) залежність від іноземного капіталу; 5) зростання частки державних банків, які є системно важливими, а тому стають потенційним джерелом підвищення системних ризиків. Проведені розрахунки показали, що, виходячи з «закону найменших зусиль Ципфа», мінімальна кількість банків на вітчизняному ринку має становити 55 банків.

В роботі здійснено кластеризацію банків за бізнес-моделями та обґрунтовано, що саме на цій основі має формуватися методологія ризик-орієнтованого управління активами з урахуванням специфіки діяльності кожного банку. Методичний підхід до ідентифікації бізнес-моделей банків України побудовано з використанням карт Кохонена. До кожного з п'яти виокремлених кластерів віднесено банки за принципом подібності за агрегованим впливом обраних критеріїв (табл. 6).

За результатами дослідження сформовано такі кластери: корпоративні – орієнтуються виключно на юридичних осіб як у пасивах, так і в активах; роздрібні – висока частка ресурсів, залучених від фізичних осіб та найвища з-поміж інших кластерів частка кредитів, наданих фізичним особам; універсальні – характеризуються високою диверсифікацією активів, в тому числі високою диверсифікацією кредитів за контрагентами; ресурсоутворюючі – найчисельніша група банків, для яких характерним є залучення ресурсів як від фізичних, так і від юридичних осіб, проте розміщення майже виключно серед корпорацій; проблемні –

при значних обсягах кредитів ресурсна база мінімальна. Ідентифікація бізнес-моделі дозволяє зрозуміти та зберігати гетерогенність елементів банківської системи та фінансового посередництва в цілому. Обґрунтовано, що регулювання банківської діяльності має відбуватися з урахуванням особливостей кожного кластеру.

Таблиця 6

Медіанне значення за критеріями кластеризації банків України відповідно до сформованих кластерів за III кв. 2017 рік

Кластер	Кошти в інших банках / Активи	Кредити та заборгованість ЮО / Активи	Кредити та заборгованість ФО / Активи	Активи в іноземній валюті / Активи	Кошти банків / Активи	Залучені кошти ЮО/ Активи	Залучені кошти ФО / Активи
0 роздрібні	0,08	0,08	0,85	0,11	0,00	0,21	0,64
1 універсальні	0,07	0,61	0,05	0,44	0,01	0,34	0,45
2 корпоративні	0,13	0,55	0,01	0,31	0,01	0,57	0,20
3 ресурсоутворюючі	0,07	0,52	0,03	0,18	0,00	0,24	0,23
4 проблемні	0,27	0,93	0,05	0,59	0,34	0,13	0,20

Джерело: Розроблено автором за даними вітчизняних банків

Встановлено, що ландшафт інституційних інвесторів досить гетерогенний, між ними є велика різниця як за розмірами, підходами до формування та управління інвестиційним портфелем, так і за рівнем концентрації в різних країнах і регіонах світу. Домінуючі позиції зберігають банки, інвестиційні, пенсійні фонди та страхові компанії. У сукупності ці напрями інтеграції слугують медіаторами глибоких структурних перетворень на фінансових ринках, внаслідок чого формується якісно нове інтеграційне функціонально-інституційне середовище на мережевій (кластерній) основі, яке потребує нових підходів до регулювання.

У розділі 5 «**Стратегічні напрями розвитку системи регулювання інтегрованих фінансових ринків**» виявлено особливості та тенденції міжнародної фінансової інтеграції, проведено аналітичне дослідження індикаторів інтегрованості вітчизняного фінансового ринку, обґрунтовано тенденції та інструментарій регулювання ринку позабіржових фінансових інструментів, запропоновано напрями вдосконалення регулювання інтегрованих фінансових ринків.

Посилення ролі та інтенсивності процесів інтеграції фінансових ринків в світі характеризується: збільшенням значущості перерозподілу фінансових потоків між країнами і регіонами; зміною структури фінансових інструментів на користь портфельних і похідних типів; збільшенням ролі індивідуальних інвесторів за рахунок їх участі в схемах колективних інвестицій; зростанням взаємозалежності всіх учасників світового фінансового ринку і швидкості транзакцій через стрімке поширення інформаційно-комунікаційних технологій, універсалізації фінансових установ, структурної перебудови ринку.

Аналіз тенденцій фінансової інтеграції на макрорівні виявив їх прискорення, швидкоплинність капіталу, біфуркаційні зміни у структурі та напрямках грошових потоків, зміну полюсів руху грошей (капітали з розвинутих країн до країн, що розвиваються, змінили напрям руху на зворотній), перехід до моделі двох центрів розвитку з різними темпами зростання (країни, що розвиваються, та країни з трансформаційною економікою). Зазначено, що в умовах кризи процеси інтеграції поглиблюються, стають структурним рушієм посилення проциклічності та еластичності.

Для оцінки впливу інтеграційних процесів використано показники динаміки іноземних інвестицій, які розглядаються як непрямі індикатори фінансової інтеграції. За результатами оцінювання рівня та структури потоків ПІІ в Україні виявлено односторонню інтеграцію, значну частку round-tripping інвестицій (псевдоінвестицій), залежність від зовнішніх ринків, що вплинуло на низький рейтинг успішності України. Зазначено, що такі інвестиції консервують структуру економіки, навіть за ефекту позитивного короткострокового впливу. Для забезпечення достовірності та повноти оцінювання фінансової інтеграції запропоновано додатково враховувати оцінку боргових інструментів, що характеризують відкритість національного фінансового ринку. Розрахунок композитного показника для вітчизняної банківської системи показав, що протягом 14 років Україна має недостатній рівень глибини фінансової інтеграції, знаходиться в зоні невизначеності (рис 5). За результатами симуляційного моделювання з'ясовано, що збільшення іноземних інвестицій від 1% до 3% за інших рівних умов призведе до зниження рівня інтегрованості ринку та зменшення обсягів ВВП.

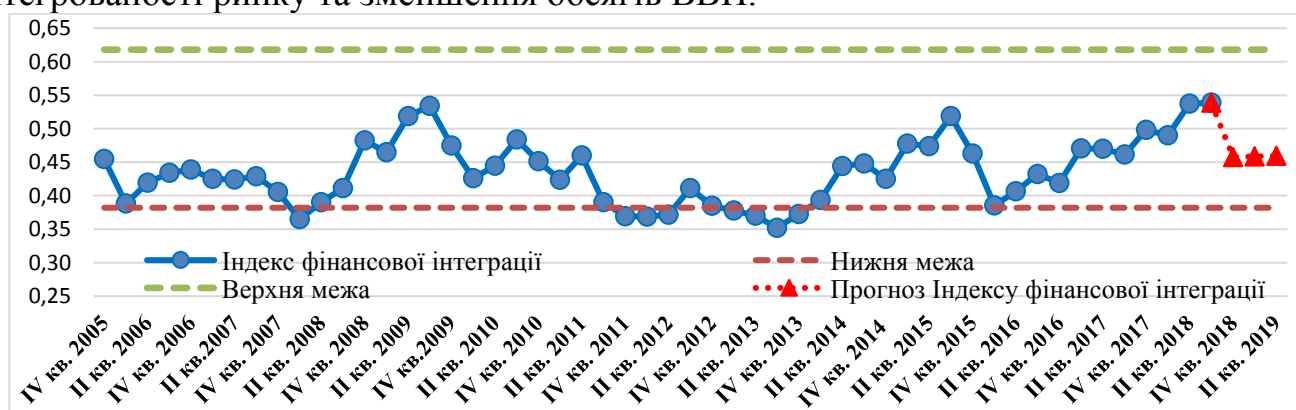


Рис. 5. Динаміка композитного показника інтеграції фінансового ринку України

Джерело: Розроблено автором за даними НБУ

З 3 січня 2018 року в ЄС вступив в силу MiFIDII який визначає стратегічне бачення розвитку фінансового ринку, в тому числі ринку деривативів. Основні зміни врегулювання ринку деривативів стосуються: 1) інфраструктури; 2) дистрибуції та розкриття інформації; 3) звітності; 4) клірингу. Відповідно до MiFIDII обов'язковою умовою роботи на ІФР стає наявність єдиної кодифікації та стандартизації для контрагентів, транзакцій та продуктів. На сьогодні в ЄС завершено розробку глобального Ідентифікатора юридичної особи контрагента (Legal Entity Identifier – (LEI). Використання кодів стає обов'язковою умовою роботи на ІФР та потребує їх впровадження в Україні через створення спеціального структурного підрозділу з кодифікації при НКЦПФР України чи при одній з бірж. Ця унікальна ідентифікація дозволяє виявляти джерела та канали передачі загроз на ІФР та сприяє їхньому усуненню, а тому її слід розглядати як важливий етап розвитку інтегрованого фінансового ринку з однаковими умовами та рівним доступом, сприятиме вдосконаленню процедур ризик-менеджменту та економії операційних витрат.

Для розвитку в Україні повноцінного та структурованого ринку позабіржових фінансових інструментів запропоновано комплексний підхід, який включає визначення мети, завдань, способів, інструментів та інститутів ринку ПФІ. За умов неліквідності біржового строкового сегменту строкового ринку і переважання

неорганізованого ринку важливим є підвищення привабливості біржового сегменту та прозорості позабіржового сегменту.

Формування розвиненого ІФР має базуватися на уніфікованих наглядових принципах та правилах, що забезпечують ефективне управління фінансовими активами. Ключовою метою регулювання фінансового ринку є забезпечення макроекономічної рівноваги та стабільності, що можливо досягти за умови попередження впливу системних ризиків. В роботі наголошено, що цю мету доцільно доповнити ще й метою захисту інтересів інвесторів та споживачів фінансових послуг за допомогою встановлення чітких правил ведення бізнесу. Зазначено, що трендом розвитку регулятивного нагляду на ІФР є впровадження регулятивних технологій заснованих на принципі єдності правил. В роботі класифіковано моделі регулювання фінансового ринку за двома ознаками: за об'єктом та за суб'єктом регулювання. В межах першого критерію традиційні функціональна та інституціональна моделі в роботі доповнено інструментальною (або цільовою) та поведінковою моделями регулювання (табл. 7).

Таблиця 7

Моделі регулювання інтегрованого фінансового ринку

	Інституційна модель	Функціональна модель	Інструментальна модель	Поведінкова, або біхевіоральна, модель
<i>об'єкт</i>	кредитно-фінансові інститути	функції, що виконуються учасниками ринку	фінансові активи	види дій або моделі поведінки учасників ринку
<i>переваги</i>	простота: окремі регулятори управляють банками, страховими компаніями, пенсійними фондами, незалежно від їх функцій або дій	стимулювання спеціалізації фінансового інституту, чіткість в розмежуванні міжвідомчих повноважень	врахування специфіки кожного фінансового інструменту, регулювання концентрації активів	врахування специфіки бізнес стратегії кожного окремого фінансового інституту, можливість більш точної настійки інструментів регулювання; ризик-орієнтований нагляд
<i>недоліки</i>	фінансові групи, що складаються з різних фінансових інститутів, потрапляють в поле зору різних регуляторів, чий інтереси часто стикаються і не збігаються	пов'язаний з універсалізацією і диверсифікацією кредитно-фінансових інститутів, що працюють на декількох ринках одночасно, що ускладнює нагляд	універсалізація і диверсифікація кредитно-фінансових інститутів, що працюють на декількох ринках одночасно	динамічний характер, складність оцінки та упередження ризиків, орієнтація на системно важливі банки
<i>заходи</i>	мікропруденційна	макропруденційна	монетарна	макропруденційна
<i>тренд</i>	Інституційно-мережевий			
	Ризик-орієнтований			
	МЕРЕЖА ФІНАНСОВИХ ІНСТИТУТІВ			

Джерело: Розроблено автором

За результатами аналізу переваг та недоліків кожного напряму з врахуванням взаємопов'язаності суб'єктів ринку, виявлених в процесі дослідження тенденцій та закономірностей (екосистемні фінансові інновації, кластерний підхід до розвитку мережі фінансового посередництва) запропоновано інституціонально-мережевий підхід до побудови системи регулювання інтегрованого фінансового ринку на засадах концепції комплементарності, яка концентрує ідеї взаємодоповнюваності, додатковості, відповідності, складання з об'єктом, що має нові властивості. Мережевий підхід набуває актуальності з формуванням прямих та зворотних зв'язків

на інтегрованому фінансовому ринку, з концентрацією ринкової влади, з посиленням впливу зовнішніх збурень та системних ризиків.

Запропоновано три напрями інтегральних трансформацій формування мережі фінансових інститутів: 1) вид фінансових інститутів – або одного виду, або різних видів; 2) сфера локалізації концентрації (всередині країни, назовні); 3) форми інтеграції (агентські відносини, обмін акціями, консорціуми, спільна діяльність, стратегічні альянси, співпраця на договірних чи боргових засадах). Запропоновано впровадження пропорційного диференційованого нагляду, який передбачає адаптацію нормативних вимог до окремих видів фінансових мереж. Метою пропорційного регулювання є досягнення балансу між мінімізацією регуляторного навантаження і дотриманням пруденційних нормативів. Критерієм диференціації регулятивних вимог запропоновано обрати тип бізнес-моделі банку як центральної ланки мережі та визначити для кожної моделі критерії і правила спрощеного регулювання. Вважаємо, що такий підхід може стати перехідним етапом до моделі інтегрованого регулятора. Це дозволить побудувати повноцінну систему ризик-орієнтованого нагляду в системі макропруденційного регулювання.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення важливої наукової проблеми щодо поглиблення теоретичних засад процесів інтеграції фінансових ринків та розробка методологічних підходів, науково-методичного інструментарію і практичних рекомендацій щодо формування стратегій управління активами на інтегрованих фінансових ринках. Проведене дослідження дозволило сформулювати такі висновки та пропозиції.

1. Виділено класифікаційні ознаки структуризації фінансових ринків, до яких віднесено: 1) монетарна – ринок грошей та ринок капіталів, 2) інституційна – кредитно-фінансові, інституційні та інфраструктурні посередники, 3) просторова – за характером руху фінансових інструментів, формою організації, 4) географічна – світовий регіональний національний та офшорний, 5) секторальна: формує структуроутворюючі сегменти ринку: кредитний; грошовий; прав власності; ринок активів з фіксованою дохідністю; валютний; похідних фінансових інструментів, товарний, страховий. Обґрунтовано, що в умовах інтеграції межі між ринками поступово стираються. За результатами вивчення теорій фінансового ринку сформульовано такі характеристики ринку як детермінованість, періодичність та непередбачуваність. Наголошено, що фінансовий ринок – це системне явище, дослідження якого має обов'язково включати поведінкові аспекти.

2. Доведено, що інтеграція фінансових ринків – це комплексний об'єктивний процес, зміст якого полягає у взаємопроникненні як секторів фінансового ринку, так і ринків окремих країн, а також утворенні взаємозв'язків між ними шляхом координації цілей, зближення інститутів, формування механізмів їх регулювання. Детермінанти за сферою виникнення та характером впливу структуровано на глобальні, системні та структурно-формуючі форми та рівні прояву. Політика фінансової лібералізації та дерегулювання, науково-технічний прогрес та інституційні перетворення, як глобальні детермінанти, сприяють стиранню меж між різними ринками, визначаючи загальний тренд розвитку процесів інтеграції фінансових ринків. Системні детермінанти впливають на регіональному рівні,

обумовлюють характер та напрям процесів фінансової інтеграції. Вплив структуроформуючих факторів проявляється на локальному рівні і визначає форми, способи та глибину фінансової інтеграції. Встановлено, що формами прояву фінансової інтеграції є відкритість (гармонізація норм та правил), доступність (фінансових інструментів та/або послуг для всіх учасників ринку), залученість (свобода трансграничного руху капіталу) та єдність (відсутність можливості спекулятивного арбітражу). Ознаки фінансової інтеграції, такі як єдність умов, рівність доступу та рівність цін, доповнено ознаками однорідності правил та однотипністю реакції цін фінансових активів на вплив зовнішніх факторів. Процеси фінансової інтеграції супроводжуються розширенням міжнародного портфельного інвестування, що здійснюється з урахуванням ризику країни та ризиками ефекту доміно, ефекту зараження, ефекту перетікання волатильності, ефекту масштабу, ефекту ринкової ейфорії. Композитивно та окремо ці ризики формують системний ризик. Основними каналами впливу ризиків на фінансовий ринок України визнано інформаційно-поведінковий та фінансовий. Джерелом зараження є фондовий ринок Росії та відтік іноземного капіталу. Розуміння природи та шляхів поширення ризиків фінансової інтеграції сприятиме вибору адекватних заходів щодо мінімізації їх впливу.

3. Обґрунтовано, що інтегрований фінансовий ринок – це сукупність економічних відносин, які виникають на взаємопов'язаних назовні та всередину ринках в процесі вільного руху фінансових капіталів на однакових умовах та на якому існує однотипна реакція дохідності фінансових активів на зовнішні зміни з метою максимально ефективного використання фінансових ресурсів. Доведено, що дослідження ІФР як складної (сукупність прямих і зворотних зв'язків) системи, яка має фрактальну, стохастичну структуру слід здійснювати на засадах синергетизму. До характерних особливостей такої системи віднесено: самоускладнення та саморозвиток (здатність до фінансових інновацій та еволюційна зміна акцентів), хаос та мінливість (адекватність реакції на шоки, дисбаланси та прояв волатильності), гіперкомплексність (ефект масштабу), цілісність (збалансоване функціонування структуроутворюючих секторів), ієрархічність та структурованість (наявність суміжних ринків, кожний з яких є цілісною системою, що складається із певних секторів відповідно до специфіки руху фінансових активів, забезпечуючи ієрархічність) та централізація (ознака системної структури), відкритість і динамізм (здатність до взаємодії та інновацій), нелінійність і наявність зворотних зв'язків (циклічна мережева система), адаптивність (пристосування до змін внутрішніх та зовнішніх умов) і самоорганізація (здатність до еволюційного розвитку). Емерджентність ІФР досягається завдяки можливості додавання і трансформації інвестиційних якостей активів в різних секторах ринку. ІФР як організована система піддається цілеспрямованому управлінню та регулюванню, як динамічна система постійно саморозвивається, вдосконалюється рівень організації (самоускладнюється), однак точний шлях еволюції невідомий, про що свідчать прогнози розвитку ринку, які періодично коректуються. Поєднання виявлених властивостей обумовлює синергетичну природу інтегрованого фінансового ринку і сприяє появі різних синергетичних ефектів (атрактор, флуктуації та біфуркації), що змінюють якісні характеристики функціонування ринку. Флуктуації формують нестійкість та вводять систему у фазу біфуркації, за якої приймаються альтернативні рішення щодо управління активами.

4. У дисертаційній роботі обґрунтовано, що центральною ланкою фінансової інтеграції виступає ринок ПФІ, в межах якого відбувається інтеграція локальних ринків та їх сегментів різних рівнів. Аргументовано, що ринок ПФІ, з одного боку, акумулює ризики всіх інших сегментів фінансового ринку, що хеджуються, продаються та купуються на цьому ринку, а з іншого – створює нові фінансові активи, пов'язані з ризиком. Тим самим породжуючи віртуальний капітал, ринок ПФІ провокує виникнення криз, а з іншого боку він нівелює коливання цін, стабілізуючи окремі ринкові процеси. В цьому полягає його дуалістичність, та особливе місце в структурі ринків. Обґрунтовано, що ринок ПФІ є автономним стосовно ринку цінних паперів, оскільки має власні особливості, функції, структуру та інструменти. Встановлено, що прогностична функція ринку деривативів надає проциклічності, посилює еластичність, за якої ціна на базовий актив змінюється разом зі зміною строкового контракту. Хеджування набуває інвестиційно-фіктивних рис, продукує ліквідність та формує її дефіцит. Підтверджено що, за рахунок реалізації спекулятивних мотивів, вона сприяє формуванню інтегрованого фінансового ринку як на національному, так і на міжнародному рівнях. Результати дослідження дозволили аргументувати необхідність внесення коректив до законодавчих актів та посилення імплементації Європейських директив щодо регулювання ринку ПФІ у вітчизняну практику. В Україні ринок ПФІ не отримав належного розвитку через: відсутність якісних цінних паперів, які могли б бути базовим активом; штучне стримання розвитку валютного ринку; відсутність запиту на прозоре і справедливе ціноутворення; сегментованість, фрагментарність вітчизняного фінансового ринку та його фактичну дезінтегрованість, низький запит на хеджування ризиків.

5. Фінансовий актив розглядається як елемент фінансового ринку, який не має споживчого призначення, є засобом нагромадження вартості та отримання багатства. Згідно з міжнародними стандартами актив - це ресурс, що контролюється суб'єктом господарювання за результатами минулих подій, від якого очікують надходження майбутніх економічних вигід. Встановлено, що поряд з такими характеристиками ФА як дохідність, ліквідність та ризик варто аналізувати волатильність, яка все більше впливає на процес ціноутворення та прогнозування динаміки ринку. Методи оцінки волатильності відрізняються від аналізу ризиків. Доведено, що волатильність відфільтровується від фактору ринкового ризику, стає процесом, стаціонарні параметри якого дозволяють прогнозувати її динаміку, має характеристики реверсу до середньої, довгою пам'яттю та демонструє ефект кластеризації волатильності. Кластеризація волатильності висуває проблему розподілу процесу на дві складові: детерміновану, яка розглядається як функція від нової інформації, що з'явилась на ринку та стохастичну, яка й відображає зазначений ефект. Кластеризація волатильності розподіляє значення за періодами «спокійної» поведінки ринку і періодами його «збудженої» поведінки, що дозволяє використовувати волатильність для прогностичних цілей. Виявлено наявність ефекту кластеризації волатильності, а також встановлено, що інструментарій математичного моделювання *ARCH/GARCH* дозволяє отримати прийнятний прогноз динаміки валютного курсу. Для врахування волатильності в управлінських рішеннях запропоновано коефіцієнт Сортіно, який розглядає ризик з позицій збитків по відношенню до встановленого бенчмаркету.

6. Обґрунтовано, що управління активами на ІФР має відбуватися з урахуванням ризиків, які ускладнюються через: 1) нові ризики (ризики процесів інтеграції), якими неможливо управляти, а лише мінімізувати їхній вплив; 2) у зв'язку з виникненням додаткових можливостей для ширшої диверсифікації ризиків; 3) мобільність капіталів, яка виявляється через нестабільність процентної ставки. Специфіка ринкового ризику полягає в його залежності не від одного, а від багатьох зовнішніх факторів, неоднорідності і взаємозалежності його складових. Встановлено, що трактування поняття ринкового ризику виявило досить широкий їх розкид. Ідентифікація ринкових ризиків відбувається за загальними та індивідуальними класифікаційними ознаками, що дозволяє більш повно та точно визначати вплив ризиків на портфель активів, проте потребує адекватного інструментарію його оцінювання. Впровадження у вітчизняну практику стандартів управління ринковими ризиками забезпечить співставність методів оцінювання ризиків та сприятиме підвищенню ефективності управління ризиками.

7. Для дослідження взаємодії окремих сегментів ІФР слід використовувати інструментарій динамічного кореляційно-регресійного моделювання, який дозволяє надати аналітичну оцінку інтегрованості. Аналіз фрактальності виявив, що кредитний ринок залежить від поведінки інсайдерів, які привносять свої ризики в діяльність банків та характеризується слабкою диверсифікацією портфеля кредитів. Для фондового ринку притаманні цінові ірраціональності. В сегменті валютного ринку наявна ймовірність виникнення криз. Виявлені кореляційні зв'язки різняться за силою і характером взаємодії, є мінливими, нестабільними та залежними від зовнішніх умов. Кредитний ринок має суттєво не сильні, більш стабільні зв'язки з іншими сегментами. Виявлена фрактальність означає, що класичні методи прогнозування прибутків, ринкових ризиків та поведінки ринку до них незастосовні. Потрібні пошуки нових моделей та зміни регуляторного середовища в умовах фінансової інтеграції.

8. Встановлено, що особливістю ІФР є активне застосування фінансових інновацій в процесі управління активами на міжнародних ринках спрямоване на оптимізацію співвідношення ризик-дохідність та забезпечення конкурентоспроможної позиції учасників. Впровадження у практику діяльності вітчизняних банків заходів щодо сек'юритизації активів та грошових потоків, структурованих депозитів та розвиток цифрових технологій, активне інвестування в покращення операційної діяльності, оптимізація взаємодії з клієнтом та покращення рівня інтеграції банків з іншими системами (соціальними мережами, он-лайн покупками, тощо) сприятиме формуванню диверсифікованого, ліквідного фінансового ринку, а також потребує підвищення фінансової грамотності користувачів фінансових послуг.

9. Визначено, що напрямками трансформації інвестиційних стратегій є такі: 1) розширення класів активів під управлінням, поширення інвестуванні в альтернативні, зелені інвестиції, в хедж-фонди, глобальна диверсифікація інвестицій; 2) зростання пасивних стратегій управління активами, що простежується у використанні інвесторами індексування, короткострокових, високочастотних та моментних стратегій; 3) консолідація і спеціалізація фінансового посередництва.

10. Основною тенденцією структурних трансформацій визнано конвергенцію фінансового посередництва, насамперед за участю банків, яка має відбуватися за двома напрямками: навколо базових операцій (банки, страхові компанії

та пенсійні фонди) та небазових (банки та небанківські спеціалізовані фінансові установи). Передумовами операційно-функціональної інтеграції є: подібність технологій управління фінансовими активами та оцінки ризиків, прагнення зберегти конкурентні переваги за рахунок розширення каналів збуту фінансових продуктів та послуг, зменшення трансакційних витрат, диверсифікація ризиків, прагнення до універсалізації. Форми інтеграції фінансових інститутів відповідають рівню розвитку ринку та еволюціонують. Для України перспективним напрямом функціональної інтеграції визнано банкострахування, взаємодія страхових компаній та компаній з управління активами, розвиток співпраці банків, страхових компаній та пенсійних фондів у різних формах. Розширення та спрощення процедур надання фінансових послуг сприятиме підвищенню довіри до банків та притоку грошових заощаджень.

11. Наявність чіткої, обґрунтованої методики розподілу банків за спеціалізованими кластерами дозволяє формалізувати підхід до сегментації банківського сектору, що сприяє впровадженню ризик-орієнтованого управління банківськими установами. В основу такої методики покладено побудову карти Кохонена, яка є обґрунтованим інструментом кластеризації банків та аналізу структури банківської системи, дослідження характеристик її сегментів. За результатами кластеризації платоспроможних вітчизняних банків виокремлено групи банків з урахуванням специфіки роботи: корпоративні, ресурсоутворюючі, роздрібні, універсальні, проблемні. Найбільш розвинутими є ресурсоутворюючі банки та корпоративний банкінг. Виявлення типу бізнес-моделі дозволить зберегти гетерогенність банківської системи, ідентифікувати та об'єктивно оцінювати ризики банку, розвивати ризик-орієнтований нагляд та клієнтоорієнтоване надання фінансових послуг.

12. Визначено, що особливостями вітчизняного фінансового ринку та його сегментів як об'єктів державного регулювання: спрощена структура інструментів, звужений грошовий попит на активи за високих ризиків; надконцентрація, фрагментарність; низький рівень транспарентності; незахищеність споживачів фінансових послуг та інвесторів; низький рівень фінансової грамотності; вплив політичних та соціальних факторів. Виявлені тенденції обумовлюють необхідність зміни методологічних підходів до макропруденційного регулювання на основі диференційованих (пропорційних) підходів до встановлення нормативних показників діяльності банків з урахуванням специфіки бізнес-моделей на засадах мережевого пропорційного нагляду.

13. За результатами дослідження секторальних макропруденційних інструментів, спрямованих безпосередньо на регулювання ринку фінансових активів, до яких віднесено LTV-ratio (Loan-to-ValueRatio), LTI-ratio (Loan-to-Income Ratio), DTI-ratio (Debt-to-IncomeRatio), зроблено висновок про недоцільність їх впровадження на даному етапі розвитку вітчизняного ринку та визнано необхідність їх застосування за умов формування сталого тренду споживчого кредитування на рівні 4-6% в рік. Активний розвиток споживчого кредитування становить для вітчизняного фінансового ринку джерело загроз виникнення системного ризику.

14. Стратегічними напрямками розвитку вітчизняного фінансового ринку в умовах посилення викликів фінансової інтеграції є: розвиток ризик-орієнтованого управління в банках; розвиток біржової торгівлі деривативами та формування інфраструктури ринку; пропорційний розвиток всіх сегментів фінансового ринку;

посилення гнучкості валютного курсу та подальша лібералізація валютного ринку; підвищення ролі макропруденційного регулювання фінансового ринку та фінансових посередників; розвиток інституційного середовища фінансового посередництва, яке підвищувало б інвестиційну привабливість країни, сприяло залученню прямих іноземних інвестицій.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ:

Монографії, підручники, навчальні посібники:

1. Краснова І.В. Формування інвестиційних стратегій на інтегрованих фінансових ринках: монографія Київ: КНЕУ, 2018. 618 с. (36,03 д.а.).
2. Прогнозування та хеджування фінансових ризиків: кол. моногр. / за ред. Л.О. Примостки. К.: КНЕУ, 2014. 424 с. (26,64 д.а., особисто автору – 3,5 д.а., Розд. 5. «Розвиток ринку деривативів та його роль у досягненні макроекономічної нестабільності» п.п. 5.2. «Сучасний стан та тенденції розвитку міжнародного ринку деривативів», п.п. 5.3. «Регулювання ринку похідних фінансових інструментів в умовах глобальної нестабільності», п.п. 5.5. «Становлення та розвиток строкового ринку в Україні» (у співавторстві, особисто автору – аналіз тенденцій та перспектив розвитку вітчизняного строкового ринку)).
3. Банківська система України: інституційні зміни та інновації: кол. моногр. / Л.О. Примостка, М.І. Диба, І.В. Краснова та ін. К.: КНЕУ, 2015. 434 с. (25,22 д.а., особисто автору – 2,8 д.а., Розд. 2 «Інституційний аналіз процесів капіталізації банківської системи», п.п. 2.1. «Цільові орієнтири та індикатори капіталізації банківської системи» (у співавторстві, особисто автору – визначення орієнтирів та індикаторів капіталізації), п.п. 2.2. «Концентрація капіталу в банківському секторі» (у співавторстві, особисто автору – аналіз процесів концентрації капіталу банків), Розд. 3 «Інновації у сфері банківських технологій, продуктів та послуг», п.п.3.4 «Інноваційні інструменти хеджування фінансових ризиків» (у співавторстві, особисто автору – тенденції та інноваційні інструменти хеджування ризиків у світовій практиці), п.п. 3.5 «Фінансовий інжиніринг у банках України» (у співавторстві, особисто автору – перспективи розвитку фінансового інжинірингу)).
4. Інноваційний розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи : монографія / за заг. ред. д.е.н., проф. О. Терещенка. Київ: КНЕУ, 2017. 495 с. (Примостка Л.О., Краснова І.В. п. «Інноваційний розвиток ринку деривативів: міжнародні тенденції та вітчизняні реалії» (0,8 д.а., особисто автору 0,4 д.а. – аналіз тенденцій глобального ринку деривативів та вітчизняної практики)).
5. Регулювання діяльності банків в умовах глобальних викликів: монографія. / за ред. д-ра екон. наук, проф. Л.О. Примостки. К.: КНЕУ, 2012. 459 с. (26,73 д.а., особисто автору – 1,5 д.а., Розд. 3. «Регулювання депозитних, кредитних і валютних операцій банку» п. 3.1. «Особливості регулювання депозитних операцій банків», п. 3.3. «Заходи держави щодо захисту прав вкладників банків»).
6. Регулирование банковской деятельности в Украине и России в условиях глобализации: монографія. / Кер. авт. кол. М.И. Дыба, Е.А. Звонова, авторы Л.А. Примостка, И.В. Краснова, Е.С. Осадчий, Н.И. Зубок. К.: КНЕУ, 2013. 380 с. (30,96 д.а., особисто автору – 0,7 д.а., Розд. 2 «Регулирование банковской деятельности в Украине» п. 2.5. «Макроекономическое равновесие и финансовая устойчивость банков:

теоретический аспект» (особисто автору – огляд та узагальнення теоретичних підходів до розуміння фінансової стійкості банку та її ознак), п. 2.6. «Финансовая устойчивость банка и её обеспечение» (особисто автора – формування засад забезпечення та інструментарію управління фінансовою стійкістю банку)).

7. Управління банківськими ризиками: підручник / Л. О. Примостка, І. В. Краснова, В. В. Лавренюк та ін. К.: КНЕУ, 2018. 527, [1] с. (20 д.а., особисто автору – 2,5 д.а., Розділ 4., п.п.4.5. «Управління ризиками електронного банкінгу» у співавторстві (особистий особисто автору – (С.459-471)).

8. Валютне регулювання та контроль: навч. посіб./ за заг. ред. О.В. Боришкевич. К.: КНЕУ, 2008. 400с. (23,25 д.а., особисто автору – 2,8 д.а., Розділ 7 “Заходи боротьби з відмиванням грошей”, крім 7.3 С. 303-328, С. 335-361).

9. Управління банківськими ризиками: навч. посіб./ за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Л.О. Примостки. К.: КНЕУ, 2007. 600с. (38,5 д.а., особисто автору – 2,5 д.а, п. Розд. 4 «Контроль та моніторинг банківських ризиків» п.п. 4.5 у співавторстві «Інформаційні звіти в системі моніторингу банківських ризиків» С.116-147).

10. Гроші та кредит: підручник / за ред. М.І. Савлука. К.: КНЕУ, 2002. 744с. (43,21 д.а., особисто автору – 1,0 д.а. Розд. 16 Міжнародні валютно-кредитні установи та форми їх співробітництва з Україною п.п. 16.4. «Європейський банк реконструкції та розвитку» с.712-720, п.п.16.6 «Банк міжнародних розрахунків» с. 726-733).

У наукових фахових виданнях:

11. Токмакова (Краснова) І.В., Краснов В.Г. Сутність і структура фінансового ринку. *Фінанси України*. 2001. №12. С. 112-121 (0,6 д.а., особисто автору – 0,3 д.а., розкрито сутність та підходи до структуризації фінансового ринку).

12. Токмакова (Краснова) І., Краснов В. Організаційні форми учасників ринку капіталів. *Вісник НБУ*. 2002. № 8. С. 67-70 (0,5 д.а., особисто автору – 0,3 д.а., виявлено сутність фінансового посередництва та напрями його класифікації).

13. Краснова І., Жукова М. Роль та значення внутрішнього аудиту в центральному банку. *Вісник НБУ*. 2008. № 3. С. 20-24 (0,6 д.а., особисто автору – 0,3 д.а., розкрито форми та принципи внутрішнього аудиту в банківських установах).

14. Краснова І.В. Інформаційно-аналітичне забезпечення управління ресурсним потенціалом банку. *Вісник НБУ*. 2009. № 10. С. 46–52. (0,6 д.а.).

15. Краснова І.В. Організація складання та представлення грошово-кредитної статистики. *Фінанси, облік і аудит*. 2010. Вип. 15. С. 103-114 (0,6 д.а.).

16. Краснова І.В. Організація та проведення фундаментального аналізу на фінансовому ринку. *Фінанси, облік і аудит*. 2010. Вип. 16. С. 108-116 (0,4 д.а.).

17. Краснова І.В. Зміст та місце інформації в системі фінансового ринку. *Фінанси, облік і аудит*. 2011. Вип. 17. С. 108-116 (0,5 д.а.).

18. Краснова І.В., Шевалдіна В.Г. Проблема морального ризику, повернення та компенсації втрачених (знецінених) заощаджень населення. *Фінанси, облік і аудит*. 2011. Вип. 18. С. 109-118 (0,5 д.а., особисто автору – 0,3 д.а, розкрито передумови та наслідки проблеми морального ризику).

19. Краснова І.В. Концепція сталого розвитку та вихід на ринки «сталих інвестицій». *Ринок цінних паперів України*. 2012. № 10. С. 17-24 (0,6 д.а.).

20. Краснова І.В. Джерела управління власним капіталом вітчизняних банків.

Економіка та підприємництво. 2012. № 29. С. 247-258 (0,7 д.а.).

21. Краснова І.В., Мстоян К.В. Основні підходи до оцінювання надійності банку. *Фінанси, облік і аудит*. 2013. Вип. 21. С. 93-101 (0,6 д.а., особисто автору – 0,3 д.а., розкрито економічну сутність та методи оцінювання надійності банків).

22. Краснова І.В., Майстер А.В. Антикризове управління в банківських установах. *Вісник ЖДТУ. Серія: Економічні науки*. 2013. №2 (64). С.93-102 (0,65 д.а., особисто автору – 0,4 д. а., узагальнено підходи до розуміння сутності антикризового управління в банках, його напрями та принципи).

23. Краснова І.В., Шевалдіна В.Г. Фактори впливу на розвиток ринку платіжних карток в Україні. *Фінанси, облік і аудит*. 2013. Вип. 22. С. 76-86 (0,6 д.а., особисто автору – 0,3 д. а., обґрунтування основних засад методики PEST аналізу).

24. Диба М.І., Краснова І.В., Стрижак А.П. Методологічні підходи до трактування сутності капіталізації банківської системи. *Вісник НБУ*. 2014. № 1. С. 22-29 (0,7 д.а., особисто автору – 0,5 д.а., обґрунтування методологічних засад трактування сутності капіталізації банківської системи за окремими підходами).

25. Примостка Л.О., Краснова І.В. Біржовий ринок деривативів в Україні: історія, сучасність, перспективи розвитку. *Фінанси України*. 2014. №7. С.49-65 (0,8 д.а., особисто автору – 0,4 д.а. оцінка стану та динаміки вітчизняного ринку біржових деривативів).

26. Краснова І.В., Ластівка Ю.Е. Боргова криза в ЄС: перспективи подолання та вплив на банківський сектор. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2014. №1(16). С.261-270 (0,65 д.а., особисто автору –0,5 д.а. оцінка впливу та напрямів обмеження її впливу на вітчизняний банківський сектор).

27. Диба М. І., Краснова І.В. Масштаби діяльності суверенних фондів. *Фінанси України*. 2015. № 1. С. 59-78. (0,8 д.а., особисто автору – 0,6 д. а. визначення сутності та оцінка масштабів діяльності суверенних фондів).

28. Краснова І.В., Лавренюк В.В Сутність та критерії ідентифікації системно важливих банків. *Вісник НБУ*. 2015. №5. С. 55-60 (0,7 д.а., особисто автору – 0,4 д. а., обґрунтування сутнісного розуміння системно важливих банків та їх місце в банківській системі).

29. Диба М. І., Краснова І.В. Суверенні фонди на ринку капіталів. *Фінанси України*. 2015. № 8. С. 56-73 (0,8 д.а., особисто автору – 0,6 д. а., аналіз та оцінка інвестиційних стратегій суверенних фондів).

**У наукових фахових виданнях України,
що зареєстровані в міжнародних наукометричних базах
та наукових періодичних виданнях інших країн:**

30. Краснова І.В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку. *Проблеми економіки* (Ulrichsweb Global Serials Directory, Research Papers in Economics, РІНЦ, Index Copernicus, Directory of Open Access Journals, CiteFactor, Research Bible, Directory of Research Journals Indexing, Соціонет, Journal Database, Ulrich's Periodicals Directory, GetCITED, Research Bible). 2014. №1. С. 129–134 (0,6д.а.).

31. Краснова І.В. Ринок рейтингових послуг в Україні. *Research papers on Economy: Development of the economic theory since the beginning of XX century*. 2014. С. 18-24. URL:<http://hersoie.eu/Publications/E012014.pdf> (0,5 д.а.).

32. Краснова І.В., Ізвекова Н.І. Методи і моделі оптимізації кредитних портфелів банків в умовах нестабільного ринку. *Економіка: теорія та практика*. (GoogleScholar) 2014. №3. с.10-13 (0,4 д.а., особисто автору – 0,2 д.а., обґрунтування поняття “нестабільного ринку” та методів оптимізації кредитних портфелів банків).

33. Краснова І.В. Форми інформаційної ефективності фінансового ринку. *Бізнес Інформ*. (Ulrichsweb Global Serials Directory, Research Papers in Economics, РІНЦ, Index Copernicus, Directory of Open Access Journals, CiteFactor, Academic Journals Database, Research Bible, Соціонет). 2014. №3. С. 130–135 (0,6 д.а.).

34. Краснова І.В., Ізвекова Н.І. Наукова складова дисципліни “Банківська ризикологія”. *Економіка: теорія та практика* (GoogleScholar). 2015. №1. С.12-14 (0,4 д.а., особисто автору – 0,2 д. а., формування сутності поняття “банківська ризикологія” та її змістовного наповнення).

35. Краснова І.В., Коцюба І.І. Сутність та класифікація банківських фінансових стратегій. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки*. (Index Copernicus: Indexed in the ICI Journal Master List) Херсон: Видавничий дім «Гельветика». 2014. Вип. 9-1. Ч. 4. С. 154–158 (0,6 д.а., особисто автору – 0,4 д. а., структуризація банківських фінансових стратегій).

36. Краснова І.В. Тенденції та суперечності розвитку фінансового ринку в умовах інтеграції. *Бізнес Інформ*. (Index Copernicus, Ulrich's Periodicals Directory, RePEc, Directory of Open Access Journals, GetCITED, Research Bible, Соціонет). 2016. №10. С. 284–290 (0,6 д.а.).

37. Краснова І.В. Інституційно-функціональна структура банківського сектору України. *Вісник Одеського національного університету. Економіка*. (Index Copernicus). 2016. Том 20 (Вип. 3). С. 200-204 (0,5 д.а.).

38. Краснова І.В. Роль та місце банківської системи в забезпеченні економічного зростання в умовах фінансової інтеграції. *Інвестиції: практика та досвід* (Index Copernicus, SIS) Чорноморський державний університет імені Петра Могили 2016. №21. С.63-69 (0,6 д.а.).

39. Краснова І.В. Фінансові активи: сутність, класифікація та новації. *The scientific heritage (Budapest, Hungary)* (Zenodo, Calameo, SliedeShare, Issuu та інші). 2016. №6 (6) P.1. С.68-75 (0,6 д.а.).

40. Краснова І.В. Сутність та структурні закономірності фінансової інтеграції в глобальному вимірі в контексті «недосяжної тріади». *Проблеми економіки* (Ulrichsweb Global Serials Directory, Research Papers in Economics, Index Copernicus, Directory of Open Access Journals, CiteFactor, Research Bible, Directory of Research Journals Indexing, Соціонет, Journal Database, Ulrich's Periodicals Directory, GetCITED, Research Bible). 2016. №4. С. 205-212 (0,5 д.а.).

41. Краснова І.В., Кот В. Оцінка впливу макроекономічних факторів на рівень доларизації в Україні. *Бізнес Інформ* (Index Copernicus, Ulrich's Periodicals Directory, RePEc, Directory of Open Access Journals, GetCITED, Research Bible, Соціонет). 2017. № 7. С. 196-203 (0,7 д.а., особисто автору – 0,3 д.а., когнітивне моделювання впливу макроекономічних факторів на рівень доларизації).

42. Примостка Л.О., Краснова І.В., Бричка С.М. Кластеризация українських банків в координатах "бізнес-модель - фінансова стійкість". *Sciences of Europe, Прага* (eLIBRARY.RU, Zenodo, Calameo, SliedeShare, Issuu та інші). 2017. № 21-3 (21). С.44-54 (0,94 д.а., особисто автору – 0,5д.а., обґрунтування методики кластеризації банків за бізнес-моделю та побудова матриць міграції банків).

43. Краснова І.В. Світовий досвід регулювання криптовалют. *Наукові праці НДФІ*. (Index Copernicus, GoogleScholar, ResearchBible). 2017. Вип. 4. С. 48-51 (0,4 д.а.).

44. Краснова І.В., Громницька І.Ю. Процес розгортання кризи ліквідності банківської системи в циклічних умовах. *Бізнес Інформ* (Index Copernicus, Ulrich's Periodicals Directory, RePEc, Directory of Open Access Journals, GetCITED, Research Bible, Соционет, Національна бібліотека України імені В.І. Вернадського). 2018. № 5. С. 343-350 (0,7 д.а., особисто автору – 0,5 д.а., визначення поняття "криза ліквідності", побудова когнітивної карти детермінантів кризи ліквідності).

В інших виданнях:

45. Краснова І.В. Методологія створення систем моніторингу в банку. *Забезпечення сталого розвитку банківської діяльності: мат. міжнар. наук.-практ. конф.* 11 жовт. 2007 р. Київ: КНЕУ, 2007. С. 137-140 (0,2 д.а.).

46. Краснова І.В. Проблеми формування заощаджувальної активності населення. *Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання* : зб. матеріалів III Міжнар. наук.-практ. конф., 28-29 трав. 2009р. Київ: МІБО КНЕУ, 2009. С. 48-50 (0,1 д.а.).

47. Краснова І.В. Необхідність диверсифікації фінансових інститутів – як запорука посилення інвестиційної активності. *Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу* : зб. матеріалів Міжнарод. наук.-практ. конф., 22 квітня 2010 р. Київ: КНЕУ, 2010. С. 227-230 (0,1 д.а.).

48. Краснова І.В. Система моніторингу фінансового ринку. *Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання* : зб. матеріалів IV Міжнарод. наук.-практ. конф., 27-28 травня 2010 р. Київ: МІБО КНЕУ, 2010. С. 129-132 (0,1 д.а.)

49. Краснова І.В. Фінансові активи на інтегрованому фінансовому ринку. *Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу* : зб. тез II Міжнар. наук.-практ. конф., 3 листоп. 2011 р. Київ: КНЕУ, 2011р. С. 263–266. (0,1 д.а.).

50. Краснова І.В., Нікітін А.В. Стратегічна реорганізація банківської системи України. *Економіка сьогодні: актуальні питання та перспективи*: збірник наукових праць. Дніпропетровськ, 2013. №2. С. 69-79 (0,5 д.а., особистий особисто автору 0,3 д. а.– виокремлення видів та способів реорганізації банків).

51. Краснова І.В. Джерела фінансування угод злиття і поглинання. *Фінансування інноваційного розвитку в Україні: стан, проблеми та перспективи* : збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції, 7 листопада 2013 р. КНЕУ: Київ, 2013. С. 209-211. (0,1 д.а.).

52. Краснова И.В. Основные тенденции развития банковского сектора Украины. *Устойчивое развитие общества и экономика*: Материалы Международной научно-практической конференции, посвященной 290-летию Санкт-Петербургского

государственного университета, 23-26 апреля 2014 г. СПб.: Нестор-История, 2014. С.76-78 (0,1д.а).

53. Краснова И.В., Сутормина Е. Н Изменение институциональной структуры банковского сектора Украины под влиянием концентрации капитала. *Стратегические направления социально-экономического и финансового обеспечения развития национальной экономики* : тез. докл. I Междунар. науч.-практ. конф., 29–30 сент. 2016 г. Минск: ГИУСТ БГУ, 2016. С. 156-157 (0,2 д.а. особисто автору – 0,1 д.а., виявлення факторів зміни інституційної структури банку України).

54. Краснова І.В. Особливості та тенденції розвитку фінансових інновацій на інтегрованих ринках. *Становлення та особливості регулювання міжнародних економічних відносин* : зб. матеріалів міжнарод. наук.- практичн. конф., 21-22 жовтня 2016 р., Дніпро: Наукова економічна організація «Перспектива». 2016. С.80-83 (0,2 д.а.).

55. Краснова І.В. Концептуальні напрями інтеграції вітчизняного фінансового ринку до світового. *Європейський вектор розвитку страхового ринку України* : зб. матеріалів XI Міжнарод. наук.-практичн. конф., 1-2 груд. 2016 р. Київ: КНУ, 2016 р. С. (0,2 д.а).

56. Краснова І.В., Суторміна К.М. Інструменти регулювання концентрації банківського капіталу. *Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу* : зб. матеріалів III Міжнар. наук.-практ. конф. 10 листопада 2017р. Київ: КНЕУ, 2017. С. 137-137 (0,4 д.а., особисто автору – 0,2 д.а., виокремлення інструментів регулювання концентрації у вітчизняній практиці).

57. Краснова І.В., Топорков І.Ю., Божко В.О. Фактори впливу на валютний курс української гривни. *Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу* : зб. матеріалів III Міжнар. наук.-практ. конф., 10 листопада 2017 р. Київ: КНЕУ, 2017. С. 12-14(0,2 д.а., особисто автору – 0,1 д.а., кореляційний аналіз факторів впливу на валютний курс).

58. Краснова І.В., Громницька І.Ю. Створення санаційного банку, як інструмент роботи з проблемними активами. *Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами* : зб. матеріалів I Всеукр.наук.-практ. конф. студ., асп. та молод. вчених, 21 листопада 2017 року, Київ: КНЕУ (0,2 д.а., особисто автору – 0,1 д.а., обґрунтування необхідності створення санаційного банку.).

59. Примостка Л.О., Краснова І.В. Кластеризація банків за бізнес-моделями в системі макропруденційного нагляду. *National Economic Development and Modernization: experience of Poland and prospects for Ukraine – Collective monograph.* – Vol. 2 . Poland: “Izdevnieciba “Baltija Publishing”, 2017. P. 271- 288 p. (1,1 д.а., особисто автору – 0,7 д.а., визначення поняття “бізнес-модель”, обґрунтування та апробація методики кластеризації банків України)

60. Примостка Л.О., Краснова І.В. Формування стратегії інституційних інвесторів в умовах економічної нестабільності. *Проектний підхід та інновації в освіті у контексті інтеграції до європейського освітнього простору* : зб.матеріалів Міжн. наук.-практ. конф., 21 березня 2018 р. Лодзь: Центральноевропейська Академія Навчання та Сертифікації (CEASC) (Польща), Університет Суспільних Наук (Польща), ДВНЗ «КНЕУ», 2018. С. 237-240 (0,35 д.а. – 0,2 д.а., особисто автору – визначення специфіки інвестиційних стратегій).

АНОТАЦІЯ

Краснова І.В. Управління активами на інтегрованих фінансових ринках. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси та кредит, ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», Київ, 2018.

У дисертаційній роботі розкрито теоретичні підходи до визначення поняття «інтегрований фінансовий ринок», визначено його властивості з погляду синергетичного підходу. Розкрито детермінанти, форми, способи фінансової інтеграції. Розкрита економічна сутність «похідних фінансових інструментів», що відрізняє їх від цінних паперів, та ринку навколо якого відбуваються процеси фінансової інтеграції. Визначено методи оцінювання. Сформульована авторська класифікація ризиків процесу фінансової інтеграції та каналів їх поширення.

Розкрито економічний зміст поняття «фінансовий актив», його властивості, які доповнено характеристикою волатильності. Розроблена методика оцінки цінової динаміки активу в умовах нестабільності з використанням GARCH моделювання. Розроблено методичні засади оцінки рівня інтегрованості між окремими сегментами фінансового ринку.

Розроблено методичні підходи щодо оцінювання глибини інтеграції фінансових ризиків, які апробовано на практичному матеріалі. Розроблено авторський методичний підхід до оцінювання рівня інтегрованості сегментів фінансового ринку України. Визначено напрями та форми фінансової конвергенції та концентрації.

Проаналізовано напрями та тенденції формування інвестиційних стратегій, розглянуто екосистемні фінансові інновації в розрізі тенденцій фінансової інтеграції. Обґрунтовані шляхи удосконалення системи ідентифікації та управління ринковими ризиками. Для мінімізації впливу ринкового ризику на ціну фінансового активу запропоновано шляхи модифікації компонентів моделі CAPM. Проведено кластеризацію бізнес-моделей за допомогою карт Кохонена. Надано пропозиції щодо вдосконалення підходів та параметрів державного регулювання на основі інституційно-мережевого підходу.

Ключові слова: фінансова інтеграція, фінансовий актив, ризики фінансової інтеграції, фінансова конвергенція, концентрація, фінансові інновації, конгломерат, кластеризація банків, інституційні інвестори.

АННОТАЦИЯ

Краснова И.В. Управление активами на интегрированных финансовых рынках. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана», Киев, 2018.

В диссертационной работе раскрыты теоретические подходы к определению понятий «интеграция финансовых рынков», «интегрированный финансовый рынок», выделены и структурированы теоретические подходы, рассмотрены формы, виды, способы финансовой интеграции. Проанализированы преимущества и недостатки

финансовой интеграции. Сформулирована авторская классификация детерминантов, рисков процесса финансовой интеграции, разработана система аналитических индикаторов оценки глубины и полноты интеграции рынков.

Рассмотрены основные методологические основы управления финансовыми активами, их оценки, с учетом специфики интегрированного рынка. Обосновано, что волатильность выступает полноценной характеристикой финансовых активов, что отображает неопределенность. Последняя, в свою очередь, исходя из теории рационального инвестора, играет значительную роль в условиях интеграции, которая влечет расширение числа участников и, соответственно, стратегий ими реализуемых. Диссертантом предложена модель прогнозирования ценовой динамики активов на основе оценки эффекта кластеризации волатильности. Раскрыта экономическая сущность рыночных рисков. Обоснована необходимость расширения перечня рисков торговой книги, необходимость использования упрощенного подхода к оценке рыночных рисков банковской книги, введение практики пропорционального учета рыночных рисков в капитале банка.

Автором проведен анализ направлений и инструментов инвестиционной политики на ИФР, предложены пути расширения практики управления активами с учетом современных экосистемных финансовых инноваций, рассмотрены в работе в контексте основных трендов финансовой интеграции.

Рассмотрены проблемы развития институциональной структуры интегрированного финансового рынка, как основоположной базы интеграции. Определены виды финансовых посредников, которые работают на финансовом рынке, предложено рассматривать их как финансовые институты, со своими правилами, обычаями работы. Дано определение «финансового конгломерата», его функционального состава и операционных полномочий. Предложено включать в состав финансовых конгломератов пенсионные фонды, которые работают на финансовом рынке в рамках накопительной системы пенсионного обеспечения. Автором показано, что основную роль на интегрированном финансовом рынке играют банки, которые являются центральным звеном интеграционных процессов. Предложены направления дальнейшей интеграции банков со страховыми компаниями в рамках базовых операций, и небанковскими институтами в рамках не базовых операций. Определены типы инвестиционных стратегий как банков так и институциональных инвесторов среди которых рассмотрены паевые инвестиционные фонды, взаимные фонды, суверенные фонды.

Разработана модель кластеризации банков по типу бизнес-модели с использованием карт Кохоненна для целей риск-ориентированного банковского регулирования и надзора.

Автором предложены направления развития макропруденциальной политики регулирования финансового рынка. Определены точки соприкосновения монетарной, микро- и макропруденциальной политик по регулированию шоков на финансовом рынке, в зависимости от вида шока. Значительное внимание уделено рынку производных финансовых инструментов. Диссертантом рассмотрена гипотеза об интегрирующей роли данного рынка в структуре финансовых рынков, сделан вывод о формировании его как самостоятельного сегмента на котором происходит торговля рисками. Диссертантом предложены направления развития инструментов и регулятивных подходов по рынку деривативов.

Ключевые слова: финансовая интеграция, финансовый актив, риски финансовой интеграции, финансовая конвергенция, концентрация, финансовые инновации, конгломерат, кластеризация банков, система управления рисками.

ABSTRACT

Krasnova I.V. Asset management on integrated financial markets. – Manuscript.

A doctorate thesis on economic sciences by specialty 08.00.08 – money, finance and credit SHEE «Kyiv national economic university named after Vadym Hetman», Kyiv, 2018.

Theoretical approaches to the definition of the concept of «integrated financial market» are revealed, from the synergetic approach point of view its features are defined. Determinants, forms and methods of financial integration are revealed. The economic essence of «derivative financial instruments», which distinguishes them from securities, and the market around which, the processes of financial integration are taking place, are announced. Methods of evaluation are determined. Author's classification of risks of financial integration process and channels of their distribution is formulated.

The economic substance of the «financial asset» concept, its features which are supplemented by the concept of volatility, is revealed. A technique has been developed for assessing asset price dynamics under conditions of instability using GARCH modelling. A methodological framework for assessing the level of integration between individual segments of the financial market.

The methodical approaches on assessing the depth of financial risks integration, which have been tested on practical material, have been developed. An author's methodical approach on assessing the level of Ukraine's financial market segments integration is developed. The directions and forms of financial convergence and concentration are determined.

Formation of investment strategies directions and tendencies are analysed, ecosystem financial innovations are considered in the context of financial integration tendencies. The ways of improving the identification system and market risk management are substantiated. In order to minimize the impact of market risk on the price of a financial asset, ways of modifying CAPM model are proposed. The clustering of business models is carried out using Kohonen maps. Proposals for improving approaches and management parameters based on institutional and network approaches are presented.

Keywords: financial integration, financial asset, risks of financial integration, financial convergence, concentration, financial innovations, conglomerate, banks clustering, institutional investor.