

ВИСНОВОК

про наукову новизну, теоретичне та практичне значення результатів дисертації Гавриліної Агнії Володимирівни на тему «Дослідження цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій», поданої на здобуття ступеня доктора філософії з галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки» за спеціальністю 051 «Економіка»

Характеристика особистості здобувача

Гавриліна Агнія Володимирівна у 2018 році закінчила Сумський державний університет за спеціальністю «Міжнародна економіка», освітній рівень «бакалавр»; з 2018 по 2019 р. навчалася в магістратурі Сумського державного університету на денній формі навчання за спеціальністю 292 «Міжнародні економічні відносини» та паралельно на заочній формі за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування».

З 2020 по 2024 рр. була здобувачкою наукового ступеню доктора філософії в Сумському державному університеті за спеціальністю 051 «Економіка» на кафедрі МЕН.

Тему дисертації затверджено на засіданні Вченої ради СумДУ (протокол №11 від «11» листопада 2021 р.).

За час навчання в аспірантурі Гавриліна А.В., зарекомендувала себе сумлінним, відповідальним та високопрофесійним науковцем. Опанувала та оволоділа сучасними методами наукових досліджень.

Взяла участь у міжнародних науково-практичних конференціях, серед яких: VI International Scientific and Practical Conference (м. Житомир, 2019), The International Scientific and Practical Conference «Socio-Economic Challenges» (м. Суми, 2020), The International Scientific and Practical Conference, (м. Суми, 2021 р.), VIII Міжнародна науково-практична конференція «Глобалізація: співвідношення міжнародних та національних економічних інтересів під впливом нових викликів» (м. Одеса, 2021 р.), International Scientific and Practical Online Conference «Imperatives of Economic Growth in Ukraine and in the EU in the Context of Sustainable Development» (м. Суми, 2021), Multidisciplinary Conference for young Researchers Sustainable Development in Wartime Ukraine and the World (м. Прага, 2022 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Міжнародне економічне співробітництво: аналіз стану, реалії і проблеми» (м. Ужгород, 2024 р.).

Основні результати дисертаційної роботи опубліковано в 13 наукових працях, загальним обсягом 13,69 друк. арк., із яких особисто автору належить 5,19 друк арк., зокрема 3 статті – що включені до міжнародних наукометричних баз, з яких: 1 стаття (**WoS + Scopus, Q1**), 1 стаття (**Scopus, Q1**) та 1 стаття (**Scopus, Q3**), 2 статті у наукових фахових виданнях України, 7 публікацій у збірниках тез доповідей конференцій, 1 – навчальний посібник.

Дисертаційна робота Гавриліної А.В. є комплексним дослідженням, вона дає змогу розширити знання щодо функціонування ринку альтернативних інвестицій та виникнення цінових аномалій на ньому. Дисертаційну роботу

присвячено удосконаленню теоретичних засад та науково-методичних підходів, формуванню практичних рекомендацій щодо аналізу та оцінки цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій.

Актуальність теми

Протягом тривалого часу традиційні інвестиційні активи були основними об'єктами інвестування для більшості інвесторів у світі. Однак в сучасних економічних умовах ці варіанти виявляються недостатніми для забезпечення очікуваної прибутковості інвестицій порівняно з виникаючими інвестиційними ризиками на світових фінансових ринках. Тому все більшим стають популярними альтернативні інвестиції.

Альтернативні інвестиції набули поширення на Заході в період криз кінця 90-х ХХ ст. – початку 2000 рр. через високу мінливість фінансових ринків та явною тенденцією до зниження вартості традиційних інвестицій. Проте капітал залишався у досить великих обсягах у інституційних інвесторів, індивідуальних інвесторів та довгострокових пенсійних фондів, який потребував освоєння. Спостерігаючи за ринковою ситуацією, ці категорії інвесторів звернули увагу на альтернативні активи, які мають привабливі характеристики щодо ризику та винагороди від вкладання, а також низьку кореляцію із традиційними класами активів, що і спричинило широкий інтерес до альтернативного інвестування.

Інтерес до альтернативних інвестицій значно зростає завдяки їхньому потенціалу для диверсифікації портфеля та здатності генерувати доходи, що перевищують доходи традиційних акцій та облігацій. Як показали останні кілька років, альтернативні інвестиції можуть забезпечити певну ізоляцію від нестабільності, яка сколихнула публічні ринки. Також альтернативні активи формують таку структуру портфеля, яка якісно відрізняється від традиційних активів. Такі якості створюють великі переваги альтернативним активам перед традиційними. Водночас ефективність ринку альтернативних інвестицій залежить від особливостей конкретних інвестиційних активів, які обирає інвестор. Ці особливості включають високі бар'єри входу та значні інвестиційні ризики, проблеми з оцінкою активів, вищі транзакційні витрати, включаючи витрати на перевірку, та нижчі обсяги торгівлі (ліквідність), брак даних та інформації. Окрім, інших факторів для альтернативних інвестицій характерна значна суб'єктивна складова в прийнятті рішень щодо покупки/продажу, що сильно впливає на специфіку ціноутворення на цьому ринку. Проблема прогнозованості цін на фінансових ринках була і залишається однією з ключових в науці на сьогоднішній день. Дані про персистентність в розрізі різних ринків дають можливість інвесторам провести кращу алокацію активів за ринками, а також диверсифікувати свій портфель більш адекватно. Тому дослідження персистентності в контексті фінансових ринків в цілому та альтернативних інвестицій зокрема виглядає як важлива і перспективна задача, результати вирішення якої цікаві як

науковцям, так і практикам. Неузгодженість, непередбачуваність дії різних факторів на ринку альтернативних інвестицій спричинює формування цінових аномалій: стійкі паттерни в поведінці цін інвестиційних активів, що за певних умов дозволяють передбачувати майбутню поведінку цін. В цьому контексті ідентифікація цінових паттернів стає потужним підґрунтям для оптимізації процесу прийняття інвестиційних рішень інвестором. Отже, дослідження цінових аномалій є важливим, оскільки їх наявність є серйозним аргументом та ознакою неефективності ринку, а також дає можливість створювати прибуткові торгові стратегії, що дозволяє підвищити ефективність процесу інвестування. З огляду на це, дослідження цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій є актуальним і своєчасним.

Зв'язок роботи з науковими програмами та темами

Основні положення дисертаційного дослідження Гавриліної Агнії Володимирівни узгоджуються з пріоритетними напрямками науково-дослідної роботи Сумського державного університету. В рамках держбюджетної науково-дослідної роботи «Моделювання та прогнозування поведінки фінансових ринків як інформаційний базис забезпечення фінансової стійкості та безпеки держави», (номер д/р 0117U003936) було досліджено цінові аномалії на різних фінансових ринках. В межах науково-дослідної роботи «Фрактальна модель трансформації фондового ринку України: соціально-відповідальне інвестування для досягнення цілей сталого розвитку» (номер д/р 0121U100473) було досліджено персистентність та причини її існування на фінансових ринках.

Особистий внесок здобувача у виконання дисертаційної роботи

Дисертаційна робота Гавриліної Агнії Володимирівни є завершеним науковим дослідженням, в якій авторкою розроблено низку нових, а також поглиблено існуючі науково-методичні підходи щодо аналізу та оцінки цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій. Результати наукового дослідження, висновки та рекомендації, що виносяться на захист, одержані авторкою самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, наведено у списку публікацій.

Ступінь обґрунтованості та достовірності наукових положень, висновків та рекомендацій, що сформульовані в дисертації

Дисертаційне дослідження Гавриліної Агнії Володимирівни виконано на високому методичному рівні з використанням комплексу сучасних методів дослідження. Основні наукові положення та висновки, сформульовані в дисертації, логічно випливають з одержаних результатів та є достатньо обґрунтованими. Вони відповідають поставленій меті та завданням дослідження. Дисертаційну роботу виконано на достатньо обґрунтованому рівні. Чітко структуровано основні напрямки дослідження, зокрема

теоретико-методологічні засади дослідження трансформації вітчизняної системи протидії легалізації доходів, одержаних незаконним шляхом в умовах цифровізації суспільства. Запропонована дорожня карта реформ національної системи протидії легалізації доходів одержаних незаконним шляхом.

Наукова новизна результатів

Наукова новизна одержаних результатів дисертаційної роботи Гавриліної Агнії Володимирівни. полягає в розробці теоретико-методологічних засад та науково-методичного інструментарію аналізу цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій. Основні наукові результати, які характеризують новизну виконаного дослідження, полягають у такому:

вперше:

– комплексно досліджено персистентність на ринку альтернативних інвестицій для чого були проаналізовані 29 різних активів, що представляють чотири основні груп альтернативних інвестицій (вина, діаманти, предмети мистецтва та поштові марки), з використанням двох різних методів до оцінки персистентності (R/S аналіз та фракційна інтеграція) для уникнення методологічного викривлення. Отримані результати дають інформацію щодо принципової передбачуваності цін на той чи інший актив з можливістю вибору найбільш адекватних моделей для прогнозування на її основі;

– досліджено статистичні цінові аномалії на ринку альтернативних інвестицій. Використовуючи дані ринку діамантів та поштових марок на основі ряду статистичних перевірок (t-тест, ANOVA аналіз, тест Манна-Уїтні), регресійного аналізу з фіктивними змінними, методу кумулятивних аномальних коливань, а також імітаційного моделювання, було виявлено присутність цінових паттернів на наступний день після дня аномального цінового коливання: після позитивних аномальних коливань ціни на марки та діаманти мають тенденцію до зростання (ефект імпульсу). Ідентифіковані паттерни здатні генерувати додаткові прибутку інвесторам у випадку прийняття рішень на їх основі.

удосконалено:

– запропоновано комплексний підхід до оцінки персистентності даних на основі використання різних методів (статичного та динамічного R/S аналізу та фракційного інтегрування), що дозволить знизити шанси виникнення методологічного викривлення і невірної оцінки та висновків. Для додаткової перевірки адекватності отриманих результатів запропоновано використовувати довірчі інтервали, рівні статистичної значущості та t-статистику;

– дослідження еволюційної природи фінансових ринків, що полягає в проведенні динамічного R/S аналізу на базі даних ринку альтернативних інвестицій, з метою доведення факту мінливості природи ринкових коливань, що обґрунтовує необхідність постійного моніторингу базових властивостей

даних та відповідної корекції моделей (чи їх параметрів) з метою уникнення різкого падіння їх ефективності;

– науково-методичний підхід до виявлення цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій, що включає в себе набір статистичних тестів (як параметричних, так і непараметричних), регресійного аналізу з фіктивними змінними, модифікований метод кумулятивних аномальних доходностей, імітаційне моделювання у формі тестування торгових стратегій на базі виявлених в рамках аномалій цінових ефектів, а також аналіз середніх і метод динамічних тригерів для виявлення статистичних аномалій. На відміну від існуючих даних підхід дозволяє максимально комплексно дослідити дані і уникнути методологічних викривлень.

набуло подальшого розвитку:

– понятійно-термінологічний апарат дослідження, зокрема дефініції «інвестиції», «альтернативні інвестиції», що відрізняється від існуючих застосуванням комплексного підходу бібліометричного аналізу до визначення суті цих понять через вивчення аспектів змістової характеристики інвестицій відповідно до розроблених теорій наукових шкіл і течій, що надало можливість структурувати поняття інвестиції у ретроспективній та поточній площині, а також розмежувати окремі поняття інвестиційної теорії, виявити та описати: причини, об'єкти інвестицій; домінуючі напрямки та змістовно-концептуальні взаємозв'язки досліджень за періодами; запропоноване визначення сутності «інвестиції», як вкладення фінансових, майнових, інтелектуальних та віртуальних цінностей в різні види економічної діяльності або фінансові, матеріальні та нематеріальні об'єкти, що в залежності від поставленої мети передбачають отримання ефекту примноження капіталу та/або прибутку тощо у майбутньому в умовах невизначеності та можливих ризиків. Відрізняється від інших підходів включенням до цієї категорії віртуальних цінностей; запропоноване визначення сутності альтернативних інвестицій, як окремого класу активів, які виходять за рамки традиційних інструментів інвестування (акцій, облігацій, ощадних (депозитних) рахунків, фондів та грошових вкладень), забезпечуючи ефективну диверсифікацію портфеля інвестора в умовах збалансованого профілю ризику та прибутку, завдяки своїм відмінним характеристикам і меншій кореляції з традиційними ринками. Категорія доповнена включенням характеристик, які досліджувались у роботі.

– класифікація інвестицій за об'єктами вкладень. На відміну від існуючої доповнено такими видами, як: альтернативні та віртуальні інвестиції. Такий вибір ознак класифікації обумовлюється, в першу чергу, змінами в структурі інвестиційних інструментів, їх розширенням та появою нових. Швидке зростання використання альтернативних та віртуальних активів в якості інвестиційного активу та їх різноманітності, відмінності від традиційних видів активів дозволяє нам стверджувати про окремі групи в класифікаційному ряду за об'єктами вкладень;

– в класифікації альтернативних інвестицій, що поділяє їх на фінансові та реальні інвестиції, запропоновано доповнити інтелектуальними та віртуальними. Вкладення в матеріальну (фізичну) форму активів (нерухомість, дорогоцінні метали та каміння тощо) є реальними інвестиціями. Фінансовими є хедж-фонди, венчурний капітал, приватний капітал тощо. Водночас до інтелектуальних інвестицій можна зарахувати як фінансові (венчурний капітал, крауфандінг) так і реальні (твори мистецтва, предмети колекціонування, літературні твори тощо). До віртуальних можна віднести невзаємозамінні токени (NFT), які є предметом мистецтва і водночас віртуальним активом, також в цю групу можна включити децентралізовані фінансові сервіси (DeFi), які є з одного боку фінансовими, а з іншого віртуальними. Також запропоновано виділити додаткову групу, як «інші» альтернативні інвестиції, які відрізняються екстраординарними особливостями, наприклад, інвестиції у відновлення ландшафту до свого первісного стану – дикої природи, вирощування комах для споживання, колекцію скам'янілостей динозаврів тощо;

– науково-методичний підхід до проведення R/S аналізу, на відміну від традиційного підходу пропонується розраховувати довірчі інтервали, а також рівні статистичної значущості для експоненти Херста, що забезпечить впевненість дослідника в адекватності отриманих результатів;

– дослідження типології цінових аномалій на фінансових ринках, зокрема було запропоновано додати окремий клас статистичних аномалій, що представляють собою виникнення специфічної цінової поведінки, внаслідок певних дуже малоймовірних зі статистичної точки зору подій. Поява нового класу аномалій може активізувати його дослідження в академічному середовищі в контекст різних фінансових ринків та активів, включаючи альтернативні інвестиції;

– дослідження календарних аномалій на ринку альтернативних інвестицій. На відміну від існуючих свідчень, отримані в роботі результати є більш комплексними, оскільки розглядають різні типи альтернативних інвестицій (діаманти, вишукані вина, предмети мистецтва, поштові марки) на прикладі широко набору календарних аномалій Ефект місяця року, Ефект початку місяця, Ефект початку року, Ефект Гелловіну, Ефект дня тижня та Квартальний ефект на основі використання єдиного комплексного науково-методичного підходу, що унеможливило появу таких типових викривлень у проведенні дослідження як методологічне та підгонку даних. Ідентифіковані за результатами дослідження цінові паттерни можуть бути використані інвесторами для оптимізації процесу прийняття інвестиційних рішень.

Практичне значення отриманих результатів

Дисертаційна робота Гавриліної Агнії Володимирівни полягає у тому, що обґрунтовані в роботі основні наукові положення доведені до методичних розробок та практичних рекомендацій можуть бути використані: науковцями – для дослідження цінових аномалій на різних типах фінансових ринків;

інвесторами – для формування інвестиційних портфелів; трейдерами – для побудови торгових стратегій; органами державного регулювання – для підвищення ефективності ринку альтернативних інвестицій та його регулювання.

Результати дисертаційної роботи використовують в освітньому процесі Сумського державного університету під час викладання дисципліни «Міжнародна інвестиційна діяльність», «Аналіз фінансових ринків», «Біржові спекуляції та основи інтернет-трейдингу», «Сучасні тренди біржової діяльності» (акт про впровадження від 07.05.2024 р.).

Повнота викладу матеріалів дисертації в опублікованих працях, персональний внесок здобувача

Основні результати дисертаційної роботи Гавриліної Агнії Володимирівни опубліковано в 13 наукових працях, загальним обсягом 13,69 друк. арк., із яких особисто автору належить 5,19 друк арк., зокрема 3 статті – що включені до міжнародних наукометричних баз, з яких: 1 стаття (**Scopus+WoS, Q1**), 1 стаття (**Scopus, Q1**) та 1 стаття (**Scopus, Q3**), 2 статті у наукових фахових виданнях України, 7 публікацій у збірниках тез доповідей конференцій, 1 – навчальний посібник.

Дисертаційна робота є завершеним науковим дослідженням, в якій авторкою розроблено низку нових, а також поглиблено існуючі науково-методичні підходи щодо аналізу та оцінки цінкових аномалій на ринку альтернативних інвестицій. Результати наукового дослідження, висновки та рекомендації, що виносяться на захист, одержані авторкою самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, наведено у списку публікацій.

Сукупність усіх публікацій відображає викладені в дисертації результати дослідження, що відповідає вимогам п. 8, 9 вимог до присудження ступеня доктора філософії «Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії», затвердженого Постановою Кабінету міністрів України №44 «Про затвердження Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії» від 22 січня 2022 року.

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Plastun, A., Bouri, E., Havrylina, A., & Ji, Q. (2022). Calendar anomalies in passion investments: Price patterns and profit opportunities. *Research in International Business and Finance*, 61, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101678> (Scopus+WoS, Q1)

2. Plastun, A., Havrylina, A., Sliusareva, L., Strochenko, N. & Zhmaylova, O. (2021). Daily abnormal returns and price effects in the “passion investments” market. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(4), 141-149. <http://dx.doi.org/10.21511/imfi>. (Scopus Q3)
3. Caporale, G.M., Gil-Alana, L.A., Plastun, A. & Havrylina, A. (2022). Persistence in the Passion Investment Market. *Heliyon*, Vol.8, Issue 12, (Scopus Q1)
4. Семенов А.Ю., Хомутенко А.В., Барвінок В.Ю. Сутність та значення фінансової безпеки держави// *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*, (Index Copernicus та ін.) Випуск 29, Частина 2, 2018.- С.117-121.
5. Гаврилiна А.В. Еволюцiя наукової думки у дослідженні змісту та сутності iнвестицій, як економічної категорiї. *Сталий розвиток економіки*. (Index Copernicus та ін.) № 2 (49), 2024 С.337-345 DOI: <https://doi.org/10.32782/2308-1988/2024-49-54>
6. Havrylina A. Features of non-traditional types of investment. *Socio-Economic Challenges : Proceedings of the International Scientific and Practical Conference*, Sumy: Sumy State University, November 3–4. 2020. С. 246-248.
7. Khomutenko A. The Impact of Global Processes on the World Financial System. *Current Trends in Young Scientists' Research : Proceedings of the VI International Scientific and Practical Conference (April 11, 2019) – Zhytomyr: ZSTU*, 2019. – P. 181-183.
8. Гаврилiна А.В. Специфічні напрями альтернативного iнвестування у сучасному світі. «Глобалiзацiя: співвiдношення міжнародних та національних економічних iнтересiв під впливом нових викликiв» : матеріали VIII Міжнародної науково-практичної конференцiї, м. Одеса, 9 квітня 2021 р. Одеса : МГУ, 2021. С.9-12.
9. Havrylina A. Alternative investments on contemporary financial market: features and opportunities. *Socio-Economic Challenges : Proceedings of the International Scientific and Practical Conference*, Sumy, March 22–23, 2021. Sumy : Sumy State University, 2021. P. 59-62.
10. Plastun A., Havrylina A., Price effects after abnormal returns in the diamonds and stamps markets. *Imperatives of Economic Growth in Ukraine and in the EU in the Context of Sustainable Development t*: Proceedings of the International scientific-practical conference. Ukraine, Sumy, October 26 - 29, 2021, Sumy : Sumy State University, 2021. P. 62-63. (0,11 друк. арк.).
11. Plastun, A., Bouri, E., Havrylina, A., & Ji, Q. (2022). Calendar anomalies in passion investments: Price patterns and profit opportunities. *Sustainable Development in Wartime Ukraine and the World : Proceedings Multidisciplinary Conference for young Researchers (November 25, 2022)*. Prague, Czech Republic, 2022. P. 64-65. DOI 10.251140/978-80-213-3242-3-2022.
12. Гаврилiна А.В. Iнвестицiї як фактор економічного зростання країни. *Мiжнародне економічне співрiбiтництво: аналіз стану, реалiї i проблеми*

: матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Ужгород, 23-24 лютого 2024 року) / Львів-Торунь : Liha-Pres, 2024. С.18-20 –DOI: <https://doi.org/10.36059/978-966-397-363-0-3>

13. Khomutenko L. I., Domashenko M. D., Havrylina A. V. International Economic Relations: study guide. Sumy : Sumy State University, 2020. 213 p.

Оцінка мови та стилю дисертації

Матеріали дисертації викладено українською мовою, послідовно за формально-логічною структурою з дотриманням наукового стилю написання.

Відповідність фаху

Дисертаційна робота відповідає спеціальності 051 Економіка.

Відсутність (наявність) порушення академічної доброчесності.

За результатами перевірки дисертаційної роботи Гавриліної Агнії Володимирівни на тему «Дослідження цінових аномалій на ринку альтернативних інвестицій», на наявність ознак академічного плагіату встановлено коректність посилань на першоджерела для текстових та ілюстративних запозичень; навмисних спотворень не виявлено. Звідси можна зробити висновок про відсутність порушень академічної доброчесності.

Загальний висновок

Дисертаційна робота Гавриліної Агнії Володимирівни за актуальністю проблеми, методичними підходами, обсягом, ґрунтовністю аналізу та інтерпретацією отриманих даних, повнотою викладу принципів наукових положень, науково-теоретичним та практичним значенням повністю відповідає вимогам п. 6 «Порядку присудження ступеня доктор філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії», затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 12 січня 2022 р. № 44, а дисертант, з урахуванням виконання у повному обсязі освітньої складової освітньо-наукової програми та індивідуального плану наукової роботи, заслуговує присудження ступеня доктора філософії з галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки» за спеціальністю 051 «Економіка».

Голова апробаційної ради
зі спеціальності 051 «Економіка»,
доцент кафедри
економічної кібернетики
доктор економічних наук, професор



Антон БОЙКО