

**Гончар Т.Г.,**  
аспірант кафедри фінансів,  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

## ЕВОЛЮЦІЯ ПОРТФЕЛЬНОЇ ТЕОРІЇ ТА СУЧАСНІ РЕАЛІЇ ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН

**Анотація.** У статті досліджено теоретичні підвалини зародження та розвитку портфельної теорії, її еволюцію відповідно до сучасних ринкових умов. Проаналізовано традиційні та альтернативні підходи до принципів формування та управління портфелем, зазначено основні тенденції та напрями розвитку сучасної портфельної теорії.

**Ключові слова:** біхевіористична теорія портфеля, гранична корисність, диверсифікація, доходність активів, ефективний портфель, інвестиційні очікування, портфельна теорія, систематичний ризик, фінансові активи.

**Постановка проблеми.** Довгий час портфельна теорія не відносилась до економічної, зокрема фінансової, науки. Це пов'язано з тим, що більшість ідей базувались на математичних та статистичних розрахунках і впливали з теорій чисел, ймовірностей, ігор і т. д. Утім, на сьогодні портфельна теорія згідно з тлумаченням Нобелівського комітету, є частиною мікроекономіки, яка вивчає «мікротеорію портфельного менеджменту» [10]. Із моменту свого виокремлення як самостійної теорії погляди на принципи формування портфеля змінювались, спростовувались та оновлювались. Узагальнення теоретичних підходів та розкриття змісту сучасного наповнення та напрямів портфельної теорії становить актуальність наукових досліджень.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** На сучасному етапі розвиток портфельної теорії становить науковий інтерес для зарубіжних авторів, таких як Е. Фама та К. Френч, Дж. Кокрейн, Х. Шефрін, А. Гупта, Т. Варга, Т. Бондар, М. Манграм, Д. Левінсон та ін. В Україні вагомий внесок у розвиток теоретичних та практичних знань щодо розвитку теорії портфеля зробили М. Діба, Д. Леус, О. Любкіна, Т. Майорова, О. Малютін, С. Онишко, А. Пересада, Ю. Петленко, В. Плас-тун, Л. Саталкіна, О. Солодка, О. Шевченко та ін.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Із прискореним розвитком фінансових ринків і посиленням глобалізаційних процесів портфельне інвестування набуває нових характеристик, модернізуються підходи до вибору ефективних портфелів та сама сутність ефективності, на що спрямоване наше дослідження.

**Мета статті** полягає у визначенні місця і ролі портфельної теорії у системі фінансової науки, дослідженні теоретичних підходів до формування портфеля крізь призму еволюції поглядів на інвестиційну діяльність та фондовий ринок.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Теорія портфеля має визначальні особливості, що відрізняють її від інших теорій корпоративних фінансів:

– відсутність зв'язку з виробництвом та споживанням, що класично присутнє в економічній теорії – орієнтація на інвестора;

– відображення та аналіз поведінки економічних агентів в умовах невизначеності;

– можливість безпосереднього впровадження в практику, принаймні крупних інституційних інвесторів, із доступом до баз даних та потужним програмним забезпеченням [1].

Зародження портфельної теорії розпочалося у 30-х роках ХХ ст. і пов'язано з працями Дж. Вільямса [4], Б. Грехема [3], Д. Додда [3], У. Картера [2] та ін., дослідження яких стосувались передусім визначення місця та статусу портфельних інвестицій у порівнянні з прямим інвестуванням, окреслення керівних принципів при оцінці доходності цінних паперів, аналізу інвестиційної вартості тощо. Еволюція відносин на фондовому ринку обумовлює поділ ринкового механізму та поведінки інвесторів, характерного до 1929 р., та особливостей інвестування після 1930 р. При цьому аналізуються підходи до обчислення мінімальної норми доходності за активами та трансформація очікувань інвесторів із приводу розвитку ринкових відносин. Відповідно до такого поділу, У. Картер досліджує функціонування пайових фондів у часи до, під час та після Великої депресії в США – із цього випливає об'єктивність існування пайових фондів як суб'єктів ринку портфельного інвестування. Їх інвестиційна політика до 1929 р. зводилась до пошуку максимально рентабельних компаній із високою нормою дивідендів та очікуваних грошових потоків за ними [2]. Переломний момент при кризі змусив переглянути відношення до ризику та механізм його оцінки у майбутньому. Виходячи з вищезазначених досліджень можемо зробити висновок, що портфельне інвестування у дещо спрощеному і, скоріше за все, інтуїтивному рівні існувало ще до появи фундаментальних праць із теорії портфеля, що відбулась у 1952 р. із виходом статті Г. Марковіца «Вибір інвестиційного портфеля» (Portfolio selection), основоположника портфельної теорії. Автор будує теоретичну концепцію аналізу та оцінки інвестиційної привабливості та формування ефективного портфеля з N-активів. Г. Марковіц вводить поняття «ефективна межа портфеля», що являє собою множину комбінацій цінних паперів у портфелі при заданих параметрах інвестиційних ресурсів в умовах:

- максимальної доходності за визначеного рівня ризику;
- мінімального ризику за визначеного рівня доходності.

Процес вибору портфеля складається з двох етапів. По-перше, варто зорієнтуватись на минулому досвіді торгів за конкретними активами з приводу формування очікуваних доходностей визначених активів. Другий етап має на меті аналіз цінних паперів у сукупності та формування з доступного розмаїття активів ефективного портфеля [5]. Проаналізувавши публікації дослідників, можемо дійти висновку, що саме другий етап, визначений Г. Марковіцем, є портфельною теорією у вузькому значенні, бо саме групування та відбір активів до портфеля є його визначальною характеристикою.

В основі механізму формування портфеля фінансових активів лежить пошук оптимального співвідношення доходно-

сті та ризику. Варіація цих співвідношень досягається завдяки диверсифікації портфеля – жоден з інвесторів не прагне диверсифікувати портфель, але вимушений це робити з метою зменшення ризику невизначеності [5]. Оцінка доходності ( $R_i$ ) здійснюється виходячи з припущень про ставку очікуваного доходу ( $r_i$ ), норму дисконтування ( $d$ ) та частку інвестиційних ресурсів ( $X_i$ ) для кожного  $i$ -го активу з усього обсягу активів  $N$  у період  $t$ :

$$R = \sum_{t=1}^{\infty} \sum_{i=1}^N d_{it} r_{it} X = \sum_{i=1}^N X_i (\sum_{t=1}^{\infty} d_{it} r_{it}) \quad (1)$$

$$R_i = \sum_{t=1}^{\infty} d_{it} r_{it} \quad (2)$$

$$R = \sum X_i R_i \quad (3)$$

Якщо  $Y$  – очікуваний дохід – випадкова змінна, що приймає визначені значення  $y_1, y_2, \dots, y_N$  з ймовірністю  $p_1, p_2, \dots, p_N$  відповідно, то очікуване значення  $Y$  та дисперсія цього значення визначаються:

$$E = p_1 y_1 + p_2 y_2 + \dots + p_N y_N \quad (4)$$

$$V = p_1 (y_1 - E)^2 + p_2 (y_2 - E)^2 + \dots + p_N (y_N - E)^2 \quad (5)$$

Напряму пов'язано з  $V$  середньоквадратичне відхилення заданої доходності від середньої величини  $\sigma$  та коефіцієнт варіації  $Var$ :

$$\sigma = \sqrt{V} \quad (6)$$

$$Var = \frac{\sigma}{E} \quad (7)$$

Між параметрами активів у портфелі існує зв'язок, що описується показниками коваціації та кореляції:

$$\sigma_{ij} = E\{[R_i - E(R_i)][R_j - E(R_j)]\} = \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j \quad (8)$$

$$\rho_{ij} = \frac{\sigma_{ij}}{\sigma_i \sigma_j} \quad (9)$$

Г. Марковіч приходиться до висновку, що множина оптимальних (залежно від інвестиційної політики) портфелів є параболічною кривою, що проектується і на портфель із  $N$ -активів – ефективна межа портфеля.

Починаючи з 1960-х років відбилися значні уточнення в оцінці коваріації. Так, У. Шарп показав, що немає необхідності у розгляді усієї множини ефективних портфелів, оскільки будь-який із них може бути представлений у вигляді певної комбінації двох портфелів, що лежать на ефективній межі. Таким чином, аналіз інвестора зводиться лише до розрахунку самої ефективної межі та пошуку оптимального портфеля з точок, що їм належать, урахувавши те, що кожна точка містить усю ту сукупність активів, що і нижче (вище) лежача, за виключенням одного з активів, що і детермінує зміну співвідношення доходності та ризику.

При оцінці ризику, притаманному конкретному активу в портфелі, важливо врахувати дві його складові:

- систематичний (не диверсифікований) ризик;
- несистематичний (диверсифікований) ризик.

Зміст даних видів ризику полягає у джерелах його формування та масштабах розповсюдження. Несистематичний ризик являє собою частину ризику активу, пов'язаного з випадковими причинами, які можуть бути усунені шляхом диверсифікації. Він визначається факторами, властивими конкретному активу, і залежить від специфіки компанії або галузі [6]. Систематичний ризик не піддається диверсифікації і пов'язаний із загальноринковими тенденціями. Саме тому його оцінка є предметом наукових досліджень до сьогодні.

У. Шарп уперше спробував оцінити систематичний ризик на основі досліджень Г. Марковіча. Було запропоновано визначити систематичний ризик на основі кореляції очікуваної

ної доходності конкретного активу з портфелем активів. Так, при побудові регресійної моделі емпіричні значення доходності відхиляються від середнього значення, що дає можливість визначити кут нахилу функції, що й є уособленням систематичного ризику.

Дж. Лінтнер на основі припущень У. Шарпа обґрунтував механізм вибору активів до портфеля через мотиви інвестора, інтерпретувавши їх кривими байдужості (рис. 1). У такому випадку будь-яка комбінація з  $N$ -активів не може гарантувати дохід, вищий за той, що обмежений кривою можливостей ефективного ринку. Тоді формування ефективного портфеля зводиться до пошуку такої точки А, яка б містила в собі перетин кривої байдужості (мотивів інвестора)  $U_i, U_j$  із кривою можливостей ефективного ринку  $r^*V$  та ефективною межею портфеля.

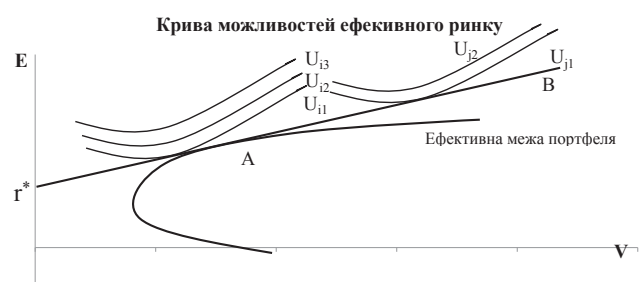


Рис. 1. Крива можливостей ефективного ринку

Джерело: [7]

В основі ідей інвесторів щодо мінімізації ризику лежить теорія Дж. Тобіна з приводу переваг ліквідності портфеля фінансових активів та бажання уникнути ризику. За таких умов зміна відсоткової ставки за розрахунками інвестора не відображає еластичність попиту на активи і розглядає лише приріст поточної ставки до визначеної фіксованої очікуваної величини. Дж. Тобін також ілюструє вплив оподаткування на доходність активів, що доводить об'єктивність уникнення ризику з метою мінімізації оподаткування [8].

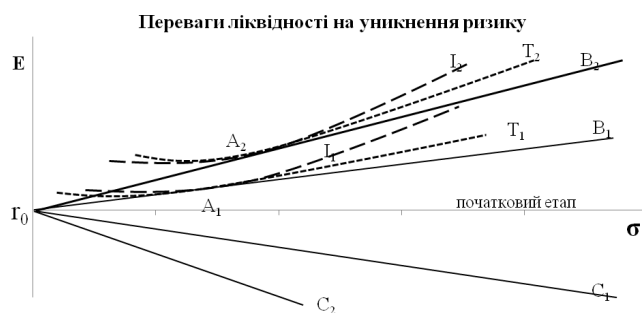


Рис. 2. Переваги ліквідності та уникнення ризику

Джерело: [8]

На рис. 2 криві  $r_0V_1$  та  $r_0V_2$  відображають криві можливостей ефективного ринку (сприятлива умова – оптимальний портфель), а  $r_0C_1$  та  $r_0C_2$  – негативні наслідки неефективного співвідношення ризику активів у портфелі і частково уникнення ризику; криві  $I_1I_2$  ефективної межі портфелів з оптимальними варіантами у т.  $A_1$  і  $A_2$ , а криві  $T_1$  та  $T_2$  ілюструють вплив податкового навантаження.

М. Фрідмен і Л. Саведж розглядають формування портфеля фінансових активів через призму очікувань інвесторів та їх граничної корисності. Інвестор повинен діяти кожен період таким чином, щоб максимізувати очікувану величину функції

корисності за окремий період. За таких обставин існує певна переломна межа, до якої функція корисності має ввігнутий вигляд (дохідність зростає більшим чином, ніж корисність), а після неї – опуклий (навпаки) [9]. Така залежність обумовлена психологічними інвестиційними мотивами, однак у пізніших дослідженнях можливість абсолютно точно визначити максимальну корисність піддається критиці. На практиці в окремих випадках комбінація доходності та ризику визначально характеризує доцільність інвестування, а в інших – не працює: гранична корисність не наближається до ефективної межі портфеля. Для таких випадків Г. Марковіц [1] пропонує «напівдисперію» (semi-variance) із параметрами, незалежними від вибору портфеля:

$$S = E [ \text{Min}(0, R - c)^2 ] \quad (10)$$

Для вибору активів для портфеля необхідно оцінити індивідуальний ризик кожного окремого активу та визначити частку систематичного ризику. Із цією метою використовують Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$r_i = i_{rf} + \beta_i (i_m - i_{rf}) \quad (11)$$

$$\beta_i = \frac{\sigma_i \rho(R_i; R_m)}{\sigma_m} \quad (12)$$

На сьогодні саме визначення рівня систематичного ризику – тобто розрахунок  $\beta_i$  – залишається найбільш актуальним питанням.  $\beta_i$  включає в себе всі ринкові та загальні для країни, галузі, територіальної приналежності ризику, яких не можна уникнути, включаючи актив у портфель. Так як даний вид ризику не піддається диверсифікації, інвестор обирає прийнятний варіант [6].

Протягом останнього часу серед науковців у галузі фінансів ведуться дискусії з приводу адекватності використання CAPM на практиці. За дослідженнями Р. Ролла, основні її недоліки випливають із припущень, деякі з яких легко зняти шляхом введення в розрахунки додаткових параметрів, а от наявність повної достовірної інформації забезпечити неможливо. З іншого боку, спрощення моделі та її результати демонструють лінійний зв'язок між ризиком  $\beta_i$  та очікуваною доходністю  $E(R_i)$ , що можливо лише в умовах ефективності ринку. Інша колізія моделі – наявність у ринковому портфелі всіх активів, присутніх на ринку, тобто якщо принаймні один вид активів не включений до ринкового індексу, оцінка спотворюється. Складність використання у цьому руслі полягає у розрахунку середньоринкового значення доходності  $i$ , як наслідок,  $\beta$ . Ф. Блек, М. Дженсен та М. Скоулз у своїй роботі висвітлюють помилки специфікації CAPM та наявну нестационарність [11]. Сам показник  $\beta$  буде прямо пропорційним і значно залежати від кількості та якості спостережень – доходностей активів, якщо крива загальноринкової доходності буде мати позитивний нахил відносно ефективної межі портфеля.

Ф. Фама та Дж. Макбет під час тестування CAPM, взявши в якості ринкового показника індекс NYSE з рівноважними частками кожного з наявних на біржі активів, констатують, що на практиці параметр  $i_{rf}$  у математичному виразі моделі по факту значно перевищує безризикову ставку [12].

Тому на противагу даній моделі виникають альтернативні, зокрема факторні, моделі, що оцінюють вплив на очікуваний дохід множини визначених критеріїв. Найбільш відомою є Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing (ATP), автором якої є С. Росс:

$$E_t = i_{rf} + \lambda \beta_i \quad (13)$$

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}^2}{\sigma_m^2} \quad (14)$$

У ході статистичних досліджень формула (13) зазнавала різних модифікацій із позиції розкладу  $\lambda \beta_i$  на множники, однак її сенс не змінився. Так, Е. Фама та К. Френч запропонували трьохфакторну модель, за якою очікувана доходність залежить від:

- різниці між доходностями значно переоцінених відносно балансової вартості активів та несуттєво переоцінених активів;
- різниці між доходностями крупних та дрібних компаній;
- ринкової премії за ризик на «широкому» фінансовому ринку.

У результаті досліджень виявилось, що ефективний портфель доцільно формувати переважно з несуттєво переоцінених на ринку активів, інвестиції у активи дрібних компаній є більш доходними по відношенню до крупних, а також установлено, що між рівнем систематичного ризику та доходністю активів у портфелі майже зворотній зв'язок [13]. З одного боку, це пояснюється виключенням з портфелів при дослідженні активів із низьким співвідношенням ринкової ціни до балансової, що у майбутньому були збитковими. Тому вплив несуттєво переоцінених на ринку активів був гіпертрофованим.

На противагу раціональним мотивам в основі моделювання ефективних портфелів виникають біхевіористична теорія портфеля (BPT), автором якої є Х. Шефрін. Згідно з BPT, пошук оптимального портфеля відбувається в рамках  $(E_i(W), Pr\{W < A\})$  – простору, де аналогом середньоквадратичного відхилення є ймовірність ( $Pr$ ) отримання кінцевого багатства ( $W$ ) менше, ніж те, до якого інвестор прагне ( $A$ ). Аналогічно теорії Г. Марковіца існує потреба в максимізації  $E_i(W)$  та мінімізації  $Pr\{W < A\}$ . Якщо припустити, що умовна винагорода за одиницю ймовірності  $Pr\{W < A\}$  дорівнює  $v_n$ , то задача інвестора зводиться до мінімізації:  $v_n/r_n = \min_i \{v_i/r_i\}$  [14]. Порівнюючи отримані значення BPT Х. Шефріна з ефективною межею портфеля за Г. Марковіцем, виявляється, що ефективні межі не збігаються. Існують такі ефективні портфелі, які обирають інвестори, що лежать поза ефективною межею. Однак існують точки, що належать обом кривим – як за Г. Марковіцем, так і за Х. Шефріном. Це можливо за умови збігу обставин: тобто якщо інвестор схильний до ризику і, відповідно, очікує високу винагороду за взятий на себе ризик, виконуються обидві умови – інвестор обирає портфель із високим значенням стандартного відхилення та очікуваної доходності (за Г. Марковіцем), та має високий рівень бажаного багатства в результаті інвестування (за BPT).

Д. Хіршлайфер наводить інші приклади нераціональної поведінки інвесторів, представляючи відносини на фінансовому ринку через трьохвимірний простір (рис. 3). Зокрема, консерватизм як небажання переглядати портфель при отриманні інформації щодо можливих вигід, причому чим об'єктивно корисніша інформація, тим менше інвесторів до неї прислухаються. Одним із пояснень такої поведінки є складність та вартість способу обробки інформації: чим простішою та дешевшою для інвестора є її обробка та очевидним є інвестиційне рішення, тим частіше такі рішення ігноруються. У той же час складність оцінки інформації з приводу її впливу на вартість портфеля призводить до ефекту консерватизму, однак якщо ця оцінка все ж таки відбулась, інвестори занадто переоцінюють її роль, очікуючи «винагороди» від ринку за витрачені зусилля. З цим пов'язаний наступний ефект – інвестори вважають свої знання більш точними, ніж вони є насправді.

За Д. Хіршлайфером, інвестори схильні приписувати на свій рахунок влучні інвестиційні рішення, а невдалі – на зов-



нішні обставини. Таким чином, у подальших стратегіях реалізується ефект самообману. Виходячи з психологічних мотивів прогнозування на фінансовому ринку стає все більш проблематичним, оскільки попередня інформація є нерациональною [15].

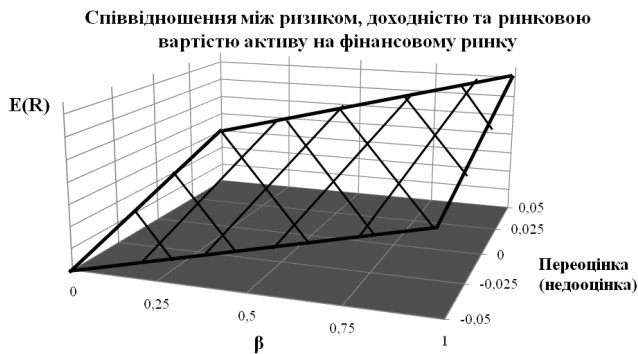


Рис. 3. Співвідношення між ризиком, доходністю та ринковою вартістю активу на фінансовому ринку

Джерело: [15]

На сьогодні критика традиційної портфельної теорії є неоднозначною. Зокрема, Дж. Кокрейн пропонує модифікувати її у міжчасовий горизонт, використовуючи за основу дві теорії оцінки активів: CAPM та багатфакторну модель залежності ціни від ринкових премій, позадивідендних доходів та доходів від хеджування [16].

Е. Фама та К. Френч [17] пропонують п'ятифакторну модель ціноутворення, за якою очікувана доходність за портфелем  $R_{it}$  залежить від ринкової премії за ризик  $(R_{mt} - R_{rft})$ , різниці між доходністю диверсифікованих портфельів акцій дрібних та крупних компаній  $SMB_t$ , різниці між доходністю диверсифікованих портфельів із надто переоцінених та несуттєво переоцінених активів  $HML_t$ , різниці між доходністю диверсифікованих портфельів із високоїмовірною (надійною) та низькоїмовірною (слабкою) доходністю  $RMW_t$  та різниці між доходністю диверсифікованих портфельів із консервативною та агресивною інвестиційними стратегіями  $CMA_t$ :

$$R_{it} - R_{rft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{rft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + c_iCMA_t \quad (15)$$

Таким чином, сучасна портфельна теорія містить у собі комплексне бачення суто фінансових аспектів інвестування на межі з психологічними мотивами інвесторів та статистичними характеристиками ціноутворення. Характерними проявами принципів портфельного інвестування є розширення меж його використання, зокрема на рівні персональних фінансів. Доступ індивідуальних інвесторів до фондового ринку з метою формування портфеля є все більш заохочуваним та спрощеним. Окрім того, портфельна теорія проектується на інші сфери економічних, статистичних та математичних досліджень. Програмне забезпечення дозволяє автоматизувати та максимально спростити технологію прийняття інвестиційних рішень, що дає поштовх для пошуку все нових та нових сфер застосування теорії портфеля.

**Висновки.** Отже, портфельна теорія з моменту її виділення у самостійний напрям фінансових досліджень пройшла значний шлях розвитку, модифікацій та оновлення, на сьогодні представляючи собою системне утворення на базі фінансової науки, статистики, а також психології. З появою нових аспектів її застосування розширюються напрями дослідження портфельної теорії, однак для України вони поки що знаходяться на стадії розвитку. Необхідність реанімації фондового ринку

України обумовлює підсилити інтерес як інституційних, так й індивідуальних інвесторів до здійснення портфельного інвестування, як одного з елементів фінансового кругообігу.

### Література:

- Black F. The Capital Asset Pricing Model: some empirical tests / F. Black, M.Scholes // Studies in the Theory of Capital Markets. – 1972. – P. 79–124.
- Carter W. D. The quality of mutual fund portfolio supervision / W. D. Carter // Financial Analysts Journal. – 1950. – Vol. 6. – № 4. – P. 32–39.
- Cochrane J. H. A mean-variance benchmark for Intertemporal Portfolio Theory / J. H. Cochrane // The Journal of Finance. – 2014. – Vol. 69. – № 1. – P. 1–49.
- Fama E.F. Multifactor explanations of Asset Pricing Anomalies / E.F. Fama, K.R. French // The Journal of Finance. – 1996. – Vol. 51. – № 1. – P. 55–84.
- Fama E.F. A five-factor asset pricing model / E.F. Fama, K.R. French // Journal of Financial Economics. – 2015. – Vol. 116. – № 1. – P. 1–22.
- Fama E.F. Tests of the multiperiod two-parameter model / E.F. Fama, J.D. MacBeth // Journal of Financial Economics. – 1974. – Vol. 1. – № 1. – P. 43–66.
- Friedman M. The utility analysis of choices involving risk / M. Friedman, L.J. Savage // Journal of Political Economy. – 1948. – Vol. 56. – № 4. – P. 279–304.
- Graham B. Security Analysis / B. Graham, D. Dodd. – New York City: McGraw-Hill Education, 1934. – 725 p.
- Gupta A. K. Elliptically contoured models in statistics and portfolio theory / A. K. Gupta, T. Varga, T. Bodnar. – New York: Springer, 2013. – 317 p.
- Hirshleifer D. Investor Psychology and Asset Pricing / D. Hirshleifer // The Journal of Finance. – 2001. – Vol. 56. – № 4. – P. 1533–1597.
- Lintner J. Security prices, risk, and maximal gains from diversification / J. Lintner // The Journal of Finance. – 1965. – Vol. 20. – № 4. – P. 587–615.
- Markowitz H. M. Portfolio selection H. M. Markowitz. // The Journal of Finance. – 1952. – Vol. 7. – № 1. – P. 77–91.
- Markowitz H. M. Foundations of Portfolio Theory / H. M. Markowitz. // The Journal of Finance. – 1991. – Vol. 46. – № 2. – P. 469–477.
- Sharpe W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk / W. F. Sharpe // The Journal of Finance. – 1964. – Vol. 19. – № 3. – P. 425–442.
- Shefrin H. Behavioral Portfolio Theory / H. Shefrin, M. Statman // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2000. – Vol. 35. – № 2. – P. 127–151.
- The Sveriges Riksbank Prize in economic sciences in memory of Alfred Nobel 1969–2007 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economicsciences/lindbeck/index.html](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economicsciences/lindbeck/index.html).
- Tobin J. Liquidity preference as behavior towards risk / J. Tobin // The Review of Economic Studies. – 1958. – Vol. 25. – № 2. – P. 65–86.
- Williams J. B. The theory of investment value / J. B. Williams. – Cambridge: Harvard University Press, 1938. – 613 p.
- Леус Д.В. Аналіз науково-методичних підходів до портфельного інвестування як інструменту фінансового забезпечення сталого розвитку економіки / Д.В. Леус // Бізнес Інформ. – 2013. – № 12. – С. 318–322.
- Любкіна О.В. Формування сучасної теорії фінансових ринків: основні проблеми та напрями розвитку / О.В. Любкіна // Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України. – 2014. – № 3–4. – С. 70–76.
- Майорова Т. Активізація інвестиційного процесу в Україні / Т.В. Майорова, М.І. Діба, С.В. Онишко. – К.: КНЕУ, 2012. – 472 с.
- Петленко Ю.В. Концептуальні основи формування та функціонування фінансового механізму вертикально-інтегрованих компаній / Ю.В. Петленко // Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Серія «Економічні науки». – 2012. – № 4. – С. 229–234.

23. Саталкіна Л.О. Джерела фінансування інвестиційного портфелю підприємства / Л.О. Саталкіна // Економіка: реалії часу. – 2013. – № 2 (7). – С. 181–186.
24. Солодка О. О. Бінарні опціони в системі Інтернет-трейдингу / О.О. Солодка // Наукові праці НДФІ. – 2014. – Вип. 3. – С. 130–137.

**Гончар Т.Г. Еволюція портфельної теорії і сучасні реалії фінансових відносин**

**Анотація.** В статті досліджуються теоретичні аспекти становлення і розвитку портфельної теорії, її еволюція стосовно сучасних умов ринку. Проаналізовані традиційні і альтернативні підходи до принципів формування і управління портфелем, визначені основні тенденції і вектори розвитку сучасної портфельної теорії.

**Ключевые слова:** бихевиористическая теория портфеля, предельная полезность, диверсификация, доходность активов, эффективный портфель, ожидания инвесторов, портфельная теория, систематический риск, финансовые активы.

**Honchar T.H. Evolution of portfolio theory to modern financial system**

**Summary.** The paper explores the theoretical aspects of portfolio theory's formation and development, describes its evolution according to modern financial relations. It analyzes traditional and alternative approaches to portfolio management, notes the key trends and directions of modern portfolio theory.

**Keywords:** behavioural portfolio theory, marginal utility, diversification, assets' return, efficient frontier, investors' expectations, portfolio theory, systematic risk, financial assets.