

В.С. Домбровський (Українська академія банківської справи
Національного банку України, м. Суми, Україна)

О.Л. Пластун (Українська академія банківської справи
Національного банку України, м. Суми, Україна)

В.Л. Пластун (Українська академія банківської справи
Національного банку України, м. Суми, Україна)

ГІПОТЕЗА ЕФЕКТИВНОГО РИНКУ ЯК СУЧАСНА КОНЦЕПЦІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

У статті розглянуто основні положення гіпотези ефективного ринку, її сильні та слабкі сторони. Наведено приклади практичних обмежень і невідповідностей даної теорії. Сформовано перелік типових аномалій гіпотези ефективного ринку.

Ключові слова: біржова торгівля, гіпотеза ефективного ринку, ефективний ринок, закон випадкового блукання, ринкові аномалії.

Табл. 1. Літ. 16.

В.С. Домбровский (Украинская академия банковского дела
Национального банка Украины, г. Сумы, Украина)

А.Л. Пластун (Украинская академия банковского дела
Национального банка Украины, г. Сумы, Украина)

В.Л. Пластун (Украинская академия банковского дела
Национального банка Украины, г. Сумы, Украина)

ГИПОТЕЗА ЭФФЕКТИВНОГО РЫНКА КАК СОВРЕМЕННАЯ КОНЦЕПЦИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА

В статье рассматриваются основные положения гипотезы эффективного рынка, ее сильные и слабые стороны. Приводятся примеры практических ограничений и несоответствий данной теории. Сформирован перечень типичных аномалий гипотезы эффективного рынка.

Ключевые слова: биржевая торговля, гипотеза эффективного рынка, эффективный рынок, закон случайных блужданий, рыночные аномалии.

V.S. Dombrovskiy (Ukrainian Academy of Banking of the
National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraine)

O.L. Plastun (Ukrainian Academy of Banking of the
National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraine)

V.L. Plastun (Ukrainian Academy of Banking of the
National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraine)

EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS AS A MODERN CONCEPT OF STOCK MARKET

The article considers the fundamentals of the efficient market hypothesis, its strengths and weaknesses. The examples of the practical limitations and inconsistencies of the given theory are provided. A list of typical anomalies within the efficient market hypothesis is formed.

Keywords: exchange trade; efficient market hypothesis; efficient market; random walk hypothesis; market anomalies.

Постановка проблеми. На сьогодні не існує єдиного підходу до пояснення й прогнозування руху цін на біржові активи. Існуючі концепції суперечать одна одній і базуються на різних передумовах. Панівною економічною тео-

рією, що пояснює поведінку біржових ринків, на сьогодні є гіпотеза ефективного ринку, основи якої були закладені Л. Башельє в дисертаційній роботі «Теорія спекуляцій» у 1900 р. [8]. Остаточна дана гіпотеза була сформульована П. Самуельсоном [16] та Є. Фаме [12] в 60-их роках ХХ ст., але дана гіпотеза не є досконалою та містить низку суперечливих припущень, які не підтверджуються практикою.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання аналізу діяльності фондових ринків і цін на біржові активи завжди викликали жвавий інтерес серед науковців. Базові положення гіпотези ефективного ринку були закладені в працях Л. Башельє [8], П. Самуельсона [16] та Є. Фаме [12]. Серед сучасних дослідників можна виділити Р. Барона [10], М. Бичи [11], Р. Бол [9], Дж. Векери [11], Д. Груена [11], Д. Денисова [3], М. Дженсена [13], А. Ло [15] та С. Моїсеєва [6].

Невирішені частини проблеми. Гіпотеза ефективного ринку (ГЕР) має важливе значення для розуміння механізму формування цін на біржові активи. Але час довів, що ГЕР не в повній мірі відповідає реальному стану речей (наприклад, її основне положення про миттєве врахування всієї інформації у ринковій вартості цінних паперів), і тому актуальним є питання її подальшого вдосконалення.

Метою дослідження є оцінка дієвості ГЕР у сучасних умовах, а також виявлення типових аномалій ринків, які не можуть бути пояснені за допомогою даної теорії.

Основні результати дослідження. Теорія, що призвела до появи ГЕР, – закон випадкового блукання (random walk hypothesis – RWH), згідно з яким ціна активу, що виникає на ринку в наступний момент часу, не залежить від його ціни в попередній момент. Відповідно, вивчення характеру змін ціни активу не дає можливості визначити подальший напрямок її руху. Це означає, що існує однакова ймовірність того, що в наступний момент ціна піде вгору або вниз.

Незважаючи на певну суперечливість даної гіпотези, адже ціни на активи мають під собою певну фундаментальну основу і фактично є грошовими оцінками цих чинників, закон випадкового блукання знаходить підтвердження як на практичному, так і на теоретичному рівнях.

Наприклад, підтвердженням теорії випадкового блукання є періодичні дослідження з випадкового формування інвестиційних портфелів (аналітиками виступали мавпи, випадкові набори даних, опитування випадкових перехожих тощо), які свідчать, що досить часто такі портфелі показують більшу дохідність, ніж провідні інвестиційні фонди [4].

Втім дана теорія стосується лише інформації, яку несуть в собі колишні значення цін на біржові активи, і очевидним є існування інших інформаційних потоків, які можуть впливати на ціни активів (макроекономічна статистика, новини, інформація щодо фінансового стану компаній тощо). Саме необхідність їх врахування обумовила появу гіпотези ефективного ринку.

Згідно з цією гіпотезою, всі учасники біржових ринків є раціональними економічними суб'єктами, що діють в умовах повної доступності інформації, які дає їм можливість точно спрогнозувати майбутнє значення ціни. Виходячи

з цього, вони приймають відповідні інвестиційні рішення. Ціна ж біржового активу в таких умовах повністю відповідає його ринковій вартості, що, у свою чергу, не дає можливості отримання надприбутків на біржових ринках. Таким чином, ринки, на яких ціна фінансового активу дорівнює його внутрішній вартості, є абсолютно ефективними. В цьому коротко полягає сутність гіпотези ефективного ринку.

Гіпотеза ефективного ринку базується на декількох *базових припущеннях*:

1. Вся нова інформація надходить на ринок дуже швидко і майже миттєво відображається у ціні.

2. На ринку діють раціональні економічні суб'єкти – інвестори намагаються максимізувати не багатство (оскільки його максимізація супроводжується значними ризиками), а корисність, тобто приймають рішення з урахуванням ризиків.

3. Біржові ринки є ринками досконалої конкуренції – жоден окремих його учасник (або група учасників) не здатен своїми діями вплинути на ринкову ціну.

4. Очікування учасників ринку гомогенні (однорідні) – інвестори однаково оцінюють імовірності майбутніх доходностей активів.

5. Ціна на активи змінюються відповідно до «закону випадкового блукання» [10].

На основі цих припущень формуються *основні положення ГЕР*:

1. Ринкова ціна завжди дорівнює внутрішній вартості активу.

2. Неможливо прийняти економічне рішення, яке б дало можливість отримати надприбутки.

Незважаючи на популярність, логічність і простоту даної гіпотези, практичний досвід існування біржових ринків свідчить, що припущення, на яких базується теорія ефективного ринку, не завжди відповідають дійсності. Це ж стосується і основних положень ГЕР. Невідповідності між реальним станом речей і теорією спостерігаються як на практиці, так і в теорії.

Найбільшим обмеженням ГЕР, на думку Р. Бол, є інформаційна складова гіпотези. ГЕР звела інформацію до абсолюту – інформація є абсолютно доступною, абсолютно вільною, сприймається всіма абсолютно однаково. Втім очевидно, що це не так. Доступ до інформації у різних учасників різний, наприклад, існують платні інформаційні послуги. До того ж, одна і та ж інформація сприймається різними учасниками по-різному. Окрім цього, існують інформаційні потоки, масштаби впливу та значення яких не можна швидко оцінити, а, відповідно, і врахувати в ціні. Мова йде насамперед про форс-мажорні події – терористичні акти, природні чи техногенні катастрофи, певні несподівані політичні чи економічні події [9].

Ще одна претензія до ГЕР на теоретичному рівні стосується *припущення щодо однорідності всіх інвесторів* з точки зору їхніх цільових установок і раціональності рішень. Зокрема, в концепції ефективного ринку не враховано, що інвестори на фінансовому ринку мають *різні інвестиційні горизонти* та реагують тільки на ту інформацію, яка стосується обраного горизонту. Крім того, все більшої популярності сьогодні набуває *теорія «біхевіористських фінансів»*, відповідно до якої поняття «раціональності» для різних економічних суб'єктів

може бути різним, а отже, і їхня реакція на ту чи іншу ринкову інформацію буде відрізнятися. Крім того, досить часто ринкова реакція не є адекватною новині. Мова йде про існування так званих «надреакцій» (overreaction) або «недореакцій» (underreaction) [13; 15].

Не до кінця з'ясовано є роль і місце транзакційних витрат в ГЕР. Очевидно, що для різних учасників вони різні, а отже, і дохідність, що буде їх влаштувати (за однакового підсумкового прибутку), теж різна. Тобто учасники з меншими транзакційними витратами можуть отримувати більші прибутки від операцій (фактично, надприбутки, що суперечить ГЕР) [9].

Наведемо приклади деяких практичних невідповідностей теоретичним положенням ГЕР.

Класичним прикладом відсутності на ринку повної ефективності є ефекти «січня», «дня тижня», «малих фірм». «Ефект січня» – протягом не менше 70 років спостерігається перевищення середньої прибутковості акцій в січні над їх прибутковістю в інші місяці року. «Ефект дня тижня»: дохідність акцій щопонеділка зазвичай має негативну величину. Підтвердженням цьому є дані спостережень за період понад 25 років. На Токійській фондовій біржі понад 35 років спостерігається «ефект малих фірм», який полягає в тому, що прибутковість акцій дрібних компаній вища за дохідність паперів великих корпорацій на величину близько п'яти відсоткових пунктів [4].

Одним із базових положень ГЕР є неможливість прийняття економічного рішення, яке б дало змогу отримати надприбутки. В той же час біржова історія має сотні і тисячі прикладів отримання надприбутків. Наведемо один з найбільш відомих – спекуляція Дж. Сороса з британським фунтом. Влітку 1992 р. Дж. Сорос почав поступово скуповувати англійський фунт стерлінгів і в середині вересня мав уже близько 5,5 млрд. фунтів. 16 вересня, коли курс фунта досяг максимуму, Дж. Сорос почав активно його розпродавати і купувати німецькі марки. Таке різке зростання пропозиції фунту було сприйнято гравцями ринку як сигнал для продажу і торгівці почали активно його продавати. За декілька днів фунт втратив 12%, а саме падіння зупинилось лише після зниження курсу на 20%. Дж. Сорос у результаті цієї операції заробив 1,1 млрд. дол. США [1; 7].

Ще одним характерним прикладом невідповідності теорії практиці (мова йде про одне з базових припущень ГЕР – жоден окремих його учасник не здатен своїми діями вплинути на ринкову ціну) є події 6 вересня 2001 р., коли Центральний банк Швейцарії здійснив успішну валютну інтервенцію для підтримки зниження курсу швейцарського франку.

Р. Бол відмічає, що перелік невідповідностей реального стану речей положенням ГЕР є досить довгим і включає в себе як занадто сильну реакцію ринків на певну інформацію, так і навпаки, надслабку; вибухи волатильності та сезонні сплески доходності; залежність доходності від різних змінних (ринкової капіталізації, норми дивідендів, ринкових коефіцієнтів тощо) [9].

Виходячи з наведених вище прикладів та з урахуванням результатів власних досліджень, нами було сформовано перелік типових аномалій ГЕР (табл. 1).

Таблиця 1. Аномалії ГЕР*

Положення (притушення) ГЕР	Невизначеність на практиці (аномалія)
<p>Як нова інформація надходить на ринок дуже швидко і майже миттєвого відображається у ціні.</p> <p>На ринку діють раціональні економічні суб'єкти.</p>	<p>Лише частина нової інформація може бути оцінена швидко і в повній мірі врахована в ціні. Як правило, потрібен час для відносно повного врахування тієї чи іншої новини в ціні.</p> <p>Психологи і біхевіористські економісти відмічають невірність постулату про те, що людська поведінка завжди і для всіх є раціональною. Людям характерне як сховання індивідуальних помилок, так і підпадання під різні «колективні ефекти» – паніка, масовий психоз, ажіотаж тощо. Сюди ж можна віднести і виникнення біржових бульбашок, що було б неможливе за умови присутності на ринку лише раціональних суб'єктів.</p>
<p>Біржові ринки є ринками досконалої конкуренції – жодний окремий його учасник (або група учасників) не здатен своїми діями вплинути на ринкову ціну.</p>	<p>Інтервенції центральних банків, зміни ними структури золотовалютних резервів, переорієнтація активів інвестиційних і хеджових фондів, операції великих гравців (наприклад, операція Дж. Сороса з продажу фунта проти нагельської марки) значно впливають на ціни на ринку.</p>
<p>Очікування учасників ринку допомогені (однорідні) – інвестори однаково оцінюють ймовірності майбутніх дохідностей активів.</p> <p>Ціни на фінансові активи змінюються в часі відповідно до закону випадкового блукання.</p>	<p>Часова орієнтація в інвесторів різна. Частина з них робить операції, виходячи з короткострокових цілей, інші – довгострокових. Відповідно, їхні оцінки будуть різними. Попитки управління ризиками у різних учасників ринку теж різні, отже, очікувана дохідність буде різною.</p> <p>Існування протягом довгого періоду часу трендів руху цін на ринкові активи ставить під сумнів дану тезу.</p> <p>Аналіз свідчить, що на фінансових ринках спостерігається невелика позитивна автокореляція на короткостроковому відрізку часу (шоденному, щотижневому і щомісячному). В довгостроковій перспективі (3-5 років) існує тенденція повернення ринкових цін до рівноважного значення.</p>
<p>Технічний аналіз не дає трейдеру ніякої корисної інформації.</p>	<p>Технічний аналіз знаходить поширення серед трейдерів, що теоретично підтверджує його ефективність; емпіричні докази ефективності технічного аналізу щодо високих доходів мають змішаний характер. Крім того, використання однакових технічних індикаторів багатьма трейдерами може провокувати прийняття схожих рішень.</p>
<p>Неможливо прийняти економічне рішення, яке б дало можливість отримати надприбутки.</p>	<p>Дане положення спростовується не тільки легендами інвестиційного світу (У. Баффет, Дж. Сорос), але і самим фактом існування та розмірами оплати численного штату біржових аналітиків і трейдерів.</p> <p>Висули волатильності (різке зростання коливань цін активу) лише підтверджують принципову можливість отримання надприбутків від біржових операцій.</p> <p>Крім того, якщо б отримання прибутків було неможливим, то ринки б зникли.</p>
<p>Ринкова ціна завжди дорівнює внутрішній вартості активу</p>	<p>Ціни на фінансові активи значно відхиляються від рівноважних протягом тривалих періодів часу. Найбільш характерним прикладом практичної обмеженості даного положення ГЕР є виникнення і логання цінових бульбашок.</p>

* складено на основі [2; 3; 5; 6; 9; 11; 15] та результатів власних досліджень.

Висновки. Жодна теорія не може пояснити все, і ГЕР не є винятком. Але від теорії і не вимагається, щоб вона повністю відтворювала світ у всій його складності. З цього приводу можна навести слова відомого американського історика та філософа Т. Куна: «теорії кишать аномаліями, але ми підготовлені до того, щоб жити з ними, якщо знаходимо якусь теорію більш корисною, ніж її альтернативи» [14]. Інакше кажучи, для того, щоб відкинути якусь теорію, нам потрібна інша, краща теорія. Таким чином, не зважаючи на те, що ГЕР фактично є ідеалізацією, яка не в повній мірі відображає реальний стан речей, вона слугує корисним мірилом відносної ефективності ринків.

1. Валютные «качели» имени старины Сороса // Экономика: Интернет-газета // www.economica.com.ua.
2. Гипотеза эффективного рынка // Финансовые инвестиции: Информационный портал // www.allfi.biz.
3. Денисов Д.А. Моделирование формирования и коллапса ценовых пузырей в процессах финансового трейдинга: Дис... канд. экон. наук: 08.00.13 / Кисловод. ин-т экономики и права. – Кисловодск, 2010. – 126 с.
4. Лытнев О. Гипотеза эффективности рынка: Курс лекций по предмету «основы финансового менеджмента» // Корпоративный менеджмент // www.cfin.ru.
5. Лытнев О. Финансовые рынки // Экономический факультет // books.efaculty.kiev.ua.
6. Мусеев С. Гипотеза эффективного рынка // Все о финансовых рынках: Журнал // www.spekulant.ru.
7. Сорос и фунт // finapex.ru.
8. Bachelier, L. (1900). Theorie de la speculation: Paris doctoral dissertation in mathematics. Annales Scientifiques de l'Ecole Normale Supérieure, Ser. 3, XVII: 21–86.
9. Ball, R. The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned? Journal of Applied Corporate Finance, Forthcoming // ssrn.com.
10. Barone, R. (2003). From Efficient Markets to Behavioral Finance. University of Lecce Economics Working Paper No. 46/24 // ssrn.com.
11. Beechey, M., Gruen, D., Vickery, J. (2000). The Efficient Market Hypothesis: a Survey. Research Discussion Papers rdp2000-01, Reserve Bank of Australia.
12. Fama, E.F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. The Journal of Business, 38(1): 90.
13. Jensen, M.C. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. Journal of Financial Economics, 6(2/3): 95–101.
14. Kuhn, T.S. (1970). The Structure of Scientific Revolutions. 2nd Ed. Chicago: University of Chicago Press.
15. Lo, A.W. (2007). Efficient Markets Hypothesis. The New Palgrave: A Dictionary Of Economics. Eds. L. Blume, S. Durlauf. 2nd Edition. Palgrave Macmillan Ltd.
16. Samuelson, P.A. (1965). Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. Industrial Management Review, 6(2): 41.

Стаття надійшла до редакції 30.07.2012.