

FINANCE AND CREDIT

Прибутковість ринкових аномалій та ефективність фінансових ринків

Іванов Ілля Олегович¹

¹ аспірант кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку;
Одеський національний економічний університет; Україна

Концепція ринкових аномалій і гіпотеза ефективного ринку є фундаментальними аспектами фінансової теорії та інвестиційних досліджень. Ринкові аномалії являють собою ситуації, коли ціни на фінансові активи відхиляються від очікуваних на ефективному ринку. Ці аномалії ставлять під сумнів припущення гіпотези ефективного ринку, яка стверджує, що фінансові ринки є ефективними і що ціни на активи повністю відображають всю доступну інформацію.

Гіпотеза ефективного ринку (ГЕР) передбачає, що ринкові ціни завжди точні та відображають внутрішню вартість базових активів. Згідно з цією гіпотезою, неможливо постійно випереджати ринок (тобто, отримувати надлишковий прибуток порівняно з середньоринковим), торгуючи цінними паперами, ціна яких відхиляється від очікуваної. ГЕР виділяє три форми ефективності ринку: слабку, напівсильну та сильну. У слабкій формі ринкові ціни відображають усі минулі ринкові дані та цінові моделі, що робить технічний аналіз неефективним. У напівсильній формі ринкові ціни містять усю загальнодоступну інформацію, що робить фундаментальний аналіз неефективним. У сильній формі ринкові ціни відображають всю інформацію, включаючи як публічну, так і приватну, що робить навіть інсайдерську торгівлю неефективною.

Проте емпіричні дослідження виявили існування різноманітних ринкових аномалій, які суперечать припущенням гіпотези ефективного ринку. Ці аномалії включають такі закономірності, як імпульсні ефекти, розбіжності у зростанні вартості та аномалії, пов'язані з сезонними або календарними торговельними моделями. Ці порушення вказують на те, що певна неефективність ринку може зберігатися, завдяки чому виникає питання: чи можна отримати прибуток від ринкових аномалій?

FINANCE AND CREDIT

Дослідження прибутковості аномалій мають не лише теоретичну значимість з точки зору тестування припущень гіпотези ефективного ринку, але й практичну цінність з огляду на потенційні можливості щодо експлуатації таких аномалій з метою отримання прибутку. Ці два фактори зумовлюють постійні дослідження з ідентифікації та тестування аномалій на різноманітних ринках. Крім цього, результати цих досліджень значно залежать від використаного методу аналізу та якості доступних даних. Врахування різних методологічних підходів може призвести до різних результатів, що ускладнює установлення однозначних висновків щодо прибутковості ринкових аномалій. З цієї причини, одні й ті ж аномалії досліджуються чисельну кількість разів, щоб в кінцевому рахунку дійти до узагальнюючих результатів. Це не тільки надає можливість відстежити зміни аномалій з часом, а й зібрати та проаналізувати значний обсяг інформації щодо аномалій.

Декілька десятків років пізніше після появи гіпотези ефективного ринку була запропонована альтернатива гіпотезі, яка прагне пояснити наявність аномалій на ефективних ринках, що називається гіпотезою адаптивного ринку, вперше запропонована вченим Е. Ло в 2004 році [1] (хоча, на нашу думку, дана гіпотеза являється не альтернативою, а скоріш наступним етапом розвитку гіпотези ефективного ринку). Найголовніший внесок гіпотези адаптивного ринку в поясненні аномалій, на нашу думку, полягає в тому, що дана теорія пропонує динамічну концепцію ефективності ринку натомість бінарної ефективності (або ефективні, або неефективні), як спочатку передбачалось теорією ефективного ринку. В такому випадку, враховуючи, що дана теорія також постулює, що інвестори приймають не завжди раціональні рішення, аномалії можуть з'являтися на ринках, проте, оскільки, вони в цілому ефективні, то ці аномалії змінюються або зникають з часом. Тобто, якщо висновок дослідження прибутковості аномалій демонструє неоднозначні результати щодо прибутковості аномалії протягом досліджуваного періоду, то це цілком узгоджується з теорією адаптивного ринку, що означає, що можливість заробітку на аномаліях ситуативна, нестабільна з часом, та супроводжується високим ризиком збитків при її експлуатації.

До прикладу, звернемо увагу на так званий «ефект дня тижня», календарна аномалія, суть якої полягає в тому, що дохідність в п'ятницю вища за дохідність в понеділок [2], або певний патерн різниці в дохідності в інші дні, що дозволяє

FINANCE AND CREDIT

інвесторам отримувати прибуток від купівлі (продажу) акцій у дні, коли доходи зазвичай низькі (високі). Ранні пояснення причини такої аномалії мали суттєві розбіжності [3], однак останні дослідження знаходять докази того, що календарні аномалії викликані оголошеннями компаній або макроекономічними оголошеннями [4], а пізніше й доводять, що ці аномалії є нестабільні з часом і неможливо отримувати прибуток від експлуатації такої аномалії в довгостроковій перспективі [3]. Хоча переважна більшість досліджень фокусується на певній аномалії, або певній категорії чи типу, існують також і достатньо всеохоплюючі дослідження широкого набору аномалій. Так, у всебічному аналізі, проведеному авторами [5], яке охоплювало 53 аномалії, 64 країни та 793 галузевих індексів з 1973 по 2018 року, було надано переконливі докази не лише структурних зламів у прибутковості аномалій останніми роками, а й в цілому нестабільність таких аномалій з часом, що лише підтверджує висновки досліджень окремих аномалій щодо неможливості отримання постійних прибутків від їх експлуатації.

Загалом, останні дослідження ефективності ринків зводяться до спільних висновків, що ефективність ринків підвищилась за останні десятиліття і лише зростатиме з часом. Виявити конкретні причини – завдання нетривіальне, однак можна припустити, що цьому сприяє низка факторів, включаючи покращений доступ до інвестицій і розвиток інформаційних технологій. Всезростаюча ефективність ринків створює виклик для існуючих стратегій управління інвестиційним портфелем, особливо активних, які передбачають активний відбір цінних паперів з метою отримання прибутку вище середьоринкового. Фонди, що використовують такі стратегії мають вже зараз переглянути свої підходи до управління інвестиційним портфелем, аби вчасно адаптуватись до швидких змін і мати змогу забезпечити сталий в часі приріст інвестицій.

References:

- [1] R. Asif and M. Frömmel, "Testing Long memory in exchange rates and its implications for the adaptive market hypothesis," *Phys. A Stat. Mech. its Appl.*, vol. 593, 2022, doi: 10.1016/j.physa.2022.126871.
- [2] S. Gayaker, Y. Yalcin, and M. H. Berument, "The day of the week effect and interest rates," *Borsa Istanbul Rev.*, vol. 20, no. 1, pp. 55–63, 2020, doi: 10.1016/j.bir.2019.07.010.
- [3] A. Bassiouny, M. Kiryakos, and E. Tooma, "Examining the adaptive market hypothesis with calendar effects: International evidence and the impact of COVID-19," *Glob. Financ. J.*, vol. 56, p. 100777, 2022,

FINANCE AND CREDIT

doi: 10.1016/j.gfj.2022.100777.

- [4] K. Luo and S. Tian, "The 'Black Thursday' effect in Chinese stock market," *J. Behav. Exp. Financ.*, vol. 27, 2020, doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100367>.
- [5] A. Zaremba, M. Umutlu, and A. Maydybura, "Where have the profits gone? Market efficiency and the disappearing equity anomalies in country and industry returns☆," *J. Bank. Financ.*, vol. 121, 2020, doi: 10.1016/j.jbankfin.2020.105966.