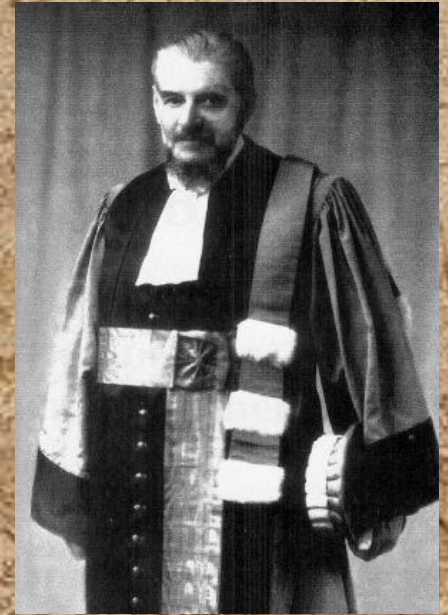


Тема 10. *Ефективність ринків у теорії поведінкової економіки*

1. Гіпотеза ефективного ринку
2. Теорія економіки добробуту

Історія виникнення гіпотези ефективного ринку

- Перші теоретичні положення, які лягли в основу гіпотези ефективного ринку (EMN - *efficient market hypothesis*), були зроблені на початку ХХ століття. Французький економіст Луї де Башельє в своїй дисертації «Теорія спекуляції» (1900) виклав ряд міркувань, що стосуються випадкового коливання курсів цінних паперів на біржі.
- «Теорія спекуляції» Луї Башельє була несправедливо забута на довгі роки. Лише через майже півстоліття її помітили та гідно оцінили. Вона лягла в основу фінансової теорії, а її принципи актуальні й донині. Ця праця Луї Башельє, заснована на випадковому блуканні цін, вийшла на п'ять років раніше теорії Альберта Ейнштейна про броунівський рух.



Остаточне формулювання EMN була дана американцем Ю. Фамой. В 1965 р. «Journal of Business» він опублікував статтю в якій аналізувалися ціни на акції: на думку Е. Фама, ринок має ефективність, якщо він «швидко адаптується до нової інформації». У цьому випадку інвестор може сподіватися лише на середню прибутковість ринку, що оцінюється за допомогою індексів, таких як Dow Jones Industrial Average або S&P 500, а будь-який спекулятивний дохід носить чисто випадковий характер.



Юджин Фама -
американський економіст.
Лауреат Нобелівської
премії
з економіки 2013 року

Гіпотеза абсолютної ефективності ринку

- Гіпотеза абсолютної ефективності ринку передбачає, що будь-яка нова інформація не просто надходить на ринок, а робить це дуже швидко - практично миттєво вона знаходить відображення в рівні цін. В таких умовах ринок, на якому ціна будь-якого фінансового активу завжди дорівнює його внутрішньої (справедливої) вартості, називається абсолютно ефективним.
- Другою ознакою абсолютно ефективного ринку є те, що покупка-продаж цінних паперів не дозволяє отримати надприбуток.

Основні положення теорії

Гіпотеза ефективного ринку базується на наступних вихідних положеннях:

- Всі учасники ринку мають рівний доступ до історичних даних про ринкові ціни, публічно доступної інформації і приватної інформації. Таким чином, жоден з учасників ринку не має переваги перед іншими в прийнятті інвестиційних рішень.
- Спочатку передбачається, що всі учасники ринку діють раціонально, тобто не приймають ризик, якщо він не компенсується адекватним рівнем прибутковості.
- Жоден з учасників ринку не зможе отримати в довгостроковій перспективі прибутковість, яка буде істотно перевищувати ринкову для заданого рівня ризику.
- Ринкові ціни змінюються випадковим чином, тому минулі тенденції або патерни не дозволяють судити про їх рух в майбутньому. Іншими словами, в умовах ефективного ринку застосування інструментів технічного і фундаментального аналізу є абсолютно марним.

Критика гіпотези ефективного ринку

Хоча запропонована теорія не була спростована, її основні положення зазнали серйозної критики.

- На реальних ринках доступ до всієї інформації мають не всі учасники. Частина інформації завжди залишається приватною, тобто доступною, як правило, вузькому колу осіб, які називаються інсайдерами. До них, наприклад, можуть ставитися топ-менеджери корпорацій, високопоставлені співробітники уряду і центрального банку, які в силу свого службового становища мають доступ до інформації, яка недоступна широкому загалу. І хоча законодавство зазвичай містить норми, покликані перешкоджати інсайдерській торгівлі, такі особи мають перевагу перед іншими учасниками ринку, що підриває основні положення гіпотези ефективного ринку.
- Практична психологія також обґрунтовано ставить під сумнів твердження про те, що всі люди діють раціонально. Більш того, в учасників ринку може також бути різна схильність до ризику. Це призводить до того, що в одній і тій же ситуації інвестори можуть взяти різні, а часто і взаємовиключні рішення, що також суперечить основним положенням гіпотези ефективного ринку.
- На реальних ринках періодично виникають патерни, звані також фігури аналізу, які добре відомі інвесторам і дозволяють з високою ймовірністю зробити припущення про подальший рух цін. Наприклад, до таких постатей належать «голова і плечі», «подвійна вершина», «пласке дно», «трикутник» і т.д.

З огляду на зазначену вище критику, стає очевидним, що в чистому вигляді ефективний ринок не може існувати в реальному світі, тому в результаті подальшого доопрацювання теорії були виділені три основних форми ефективності ринку, що розрізняються за ступенем доступу до інформації.

Фінансовий ринок як інформаційна система

Загальнодоступна інформація:

- Ринкові котирування за попередні періоди
- Дані фінансової звітності підприємств
- Газетні, теле- та радіоповідомлення, повідомлення в мережі Інтернет щодо діяльності компаній
- Інформація щодо здійснених угодах та угодах, що плануються
- Повідомлення про зміни основних макроекономічних показників
- Рекламні та PR-кампанії
- Політична, кримінальна хроніка, скандали, викриття
- Інша загальнодоступна інформація

Приватна інформація:

- Внутрішньофірмова (інсайдерська) інформація про стан справ та плани компанії
- Конфіденційні дані щодо здоров'я, намірах, вчинках і т.ін. великих інвесторів та ТОП-менеджерів
- Інша приватна інформація

Вся доступна інформація може бути умовно розділена на три групи

Інформація щодо ретроспективної динаміки курсів

- Історичні дані щодо зміни цін на різні цінні папери

Загальнодоступна інформація

- Поточна інформація, яка стає загальнодоступною в теперішній момент часу за рахунок розповсюдження в пресі, звітах компанії, аналітичних прогнозах тощо

Приватна інформація

- Дані, які розповсюджуються в приватному порядку, як правило це інформація інсайдерів про стан справ в конкретній компанії, її найближчих намірах та планах. Тобто це інформація, яка відома вузькому колу осіб

Форми ринкової ефективності



СЛАБКА ФОРМА РИНКОВОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ

Основним постулатом технічного аналізу можна вважати наступне твердження: «Ціни враховують всю інформацію». Іншими словами, аналітик, який володіє історичними даними про ринкові ціни може шляхом проведення аналізу виявити тенденції і спрогнозувати їхню поведінку в майбутньому. Однак при слабкій формі ефективності ринку це твердження не є вірним, оскільки в цьому випадку рух ринкових цін носить випадковий характер, та інвестор не зможе стабільно отримувати прибуток в довгостроковій перспективі, засновуючи свої дії виключно на результатах технічного аналізу.

Отже, слабка форма ефективності ринку передбачає, що всі учасники ринку мають рівний доступ до всієї минулої публічно доступної інформації, а вона повністю врахована в поточних ринкових цінах. Таким чином, рух цін в минулому не дає інвестору уявлення про їхній рух в майбутньому, і в значній мірі залежать від факторів, які не були враховані в минулих рухах цін.

СЕРЕДНЯ ФОРМА РИНКОВОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ

Середня форма ефективності ринку передбачає, що поточні ринкові ціни відображають всю публічно доступну інформацію, при цьому частина інформації залишається приватною, тобто доступна обмеженому, як правило, вузькому колу осіб. Оскільки всі учасники ринку одночасно отримують публічно доступну інформацію, то жоден з них не зможе отримати на цьому додатковий дохід. Іншими словами, учасники ринку, які мають доступ виключно до публічно доступної інформації, не можуть розраховувати на прибутковість, що перевищує ту, яку показує лінія ринку цінних паперів (англ. Security Market Line, SML).

Однак на такому ринку існують інсайдери - особи, які мають доступ до приватної інформації, до яких, наприклад, відносяться головний виконавчий директор і члени ради директорів. Завдяки своїй перевазі в доступі до інформації перед іншими учасниками ринку вони можуть отримати прибутковість, що істотно перевищує ту, яку показує лінія ринку цінних паперів.

Таким чином, використання технічного та фундаментального аналізу стосовно публічно доступної інформації не дозволяє отримувати на постійній основі прибутковість, яка буде істотно вищою за ринкову.

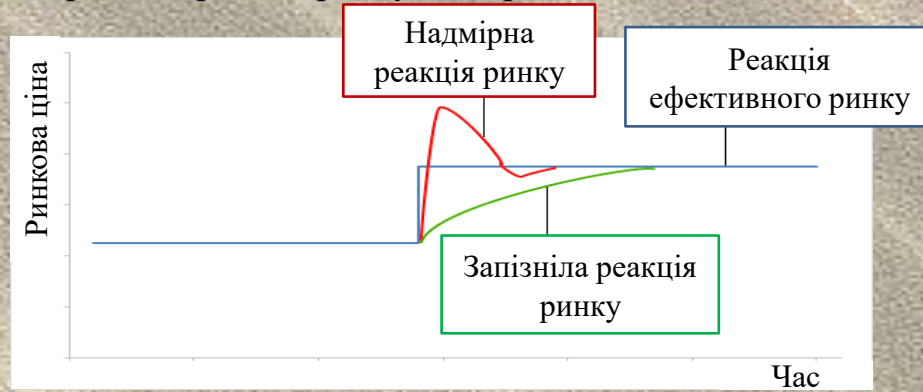
СИЛЬНА ФОРМА РИНКОВОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ

При сильній формі ефективності ринку всім його учасники мають рівний доступ не тільки до минулої і публічно доступної інформації, а й до приватної (інсайдерської) інформації. В таких умовах жоден з учасників ринку не може в довгостроковій перспективі розраховувати на отримання прибутковості, яка буде істотно перевищувати ринкову.

Слід зазначити, що ця форма ефективності ринку не зустрічається на практиці, оскільки на реальних ринках законодавство містить певні бар'єри, що перешкоджають тому, щоб приватна інформація потрапляла в публічний доступ. Також законодавство, як правило, містить ряд норм, які перешкоджають інсайдерській торгівлі.

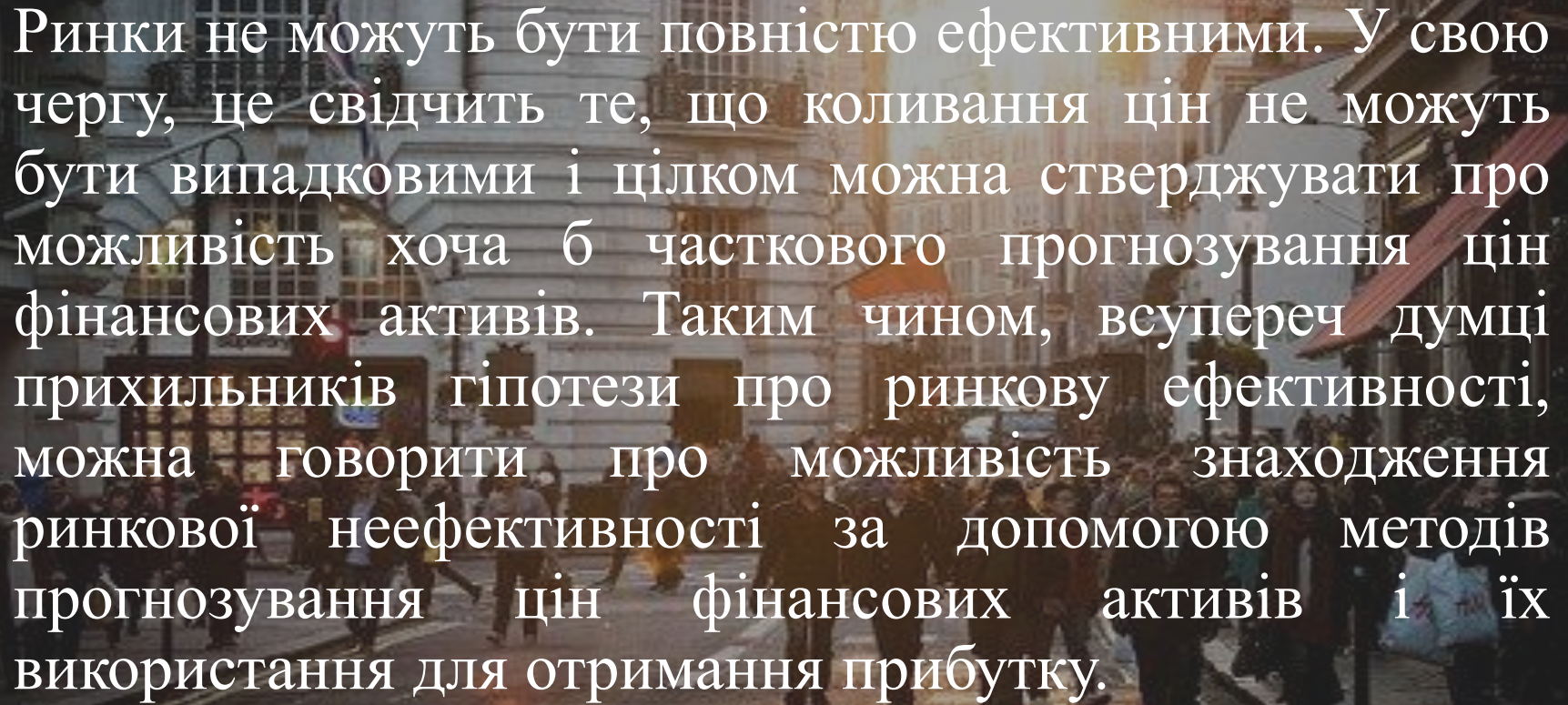
Чи є реальні ринки ефективними?

Незважаючи на те, що вченими економістами було проведено досить багато досліджень, метою яких ставилося спростувати або підтвердити гіпотезу ефективного ринку, ця теорія досі викликає гострі дискусії. Цілком очевидно, що для реальних ринків не характерна сильна форма ефективності ринку, що можна проілюструвати на прикладі реакції ринку на хороші новини.



Якби реальний ринок дійсно був би ефективним, то зміна ціни відбулося б стрибкоподібно. Однак така ситуація не зустрічається на практиці, оскільки для реальних ринків характерна надмірна або запізнювана реакція на новини, що продемонстровано на графіці.


Підбивши підсумок вищесказаного, можна зробити висновок про те, що більшу частину часу реальні ринки можна вважати в деякій мірі ефективними, але в періоди надзвичайних подій гіпотеза ефективного ринку не діє.

A photograph of a busy city street at dusk or dawn. The scene is filled with people walking, and the buildings in the background are illuminated by warm, golden light from the setting or rising sun. A semi-transparent dark grey box is overlaid on the center of the image, containing white text.

Ринки не можуть бути повністю ефективними. У свою чергу, це свідчить те, що коливання цін не можуть бути випадковими і цілком можна стверджувати про можливість хоча б часткового прогнозування цін фінансових активів. Таким чином, всупереч думці прихильників гіпотези про ринкову ефективності, можна говорити про можливість знаходження ринкової неефективності за допомогою методів прогнозування цін фінансових активів і їх використання для отримання прибутку.

- **Провали (фіаско) ринку (*marketfailures*)** - це ситуації, коли ринок не в змозі забезпечити ефективне використання ресурсів.



- 
- Джерелами провалів ринку є економічні цикли, інфляція і циклічна безробіття, так як вони створюють несприятливе економічне середовище для координації дій продавців і покупців окремих товарів і факторів виробництва.

Зазвичай виділяють чотири типи неефективних ситуацій, що свідчать про провали ринку



- недостатня конкуренція;
- недосконала (асиметрична) інформація;
- зовнішні ефекти;
- суспільні блага.

Недостатня конкуренція

- Провал ринку, який зобов'язаний своїм походженням недостатньої конкуренції, породжується пануванням монополій в ринковій економіці

Монополії стримують розвиток конкуренції, системи ринків і цін. Їх особливістю є наявність високих входних бар'єрів у галузь. Вони функціонують поза конкуренцією.



Звідси виникають такі мінуси монополії:

- високий рівень продажної ціни;
- блокування технічного прогресу;
- "економія" за рахунок зниження якості виробленої продукції та наданих послуг;
- підміна економічного механізму адміністративним диктатом.





Асиметрична інформація

- **Асиметрія інформації** (*information asymmetry*) - положення, при якому одна частина учасників ринкової угоди має важливу інформацію, а інша - ні.

Асиметрична інформація

- Успіх ринку залежить від того, наскільки точно ціни передають необхідну інформацію.
- Розглядаючи модель досконалої конкуренції, ми виходили із симетричного розподілу інформації, повної інформованості учасників ринкового процесу (покупців і продавців) про альтернативні витрати того чи іншого продаваного економічного блага.
- Наявність точної інформації не гарантує успіху, але значно полегшує його досягнення, сприяючи підвищенню ефективності координації, оптимальному розподілу наявних ресурсів.
- ації.

Асиметрична інформація

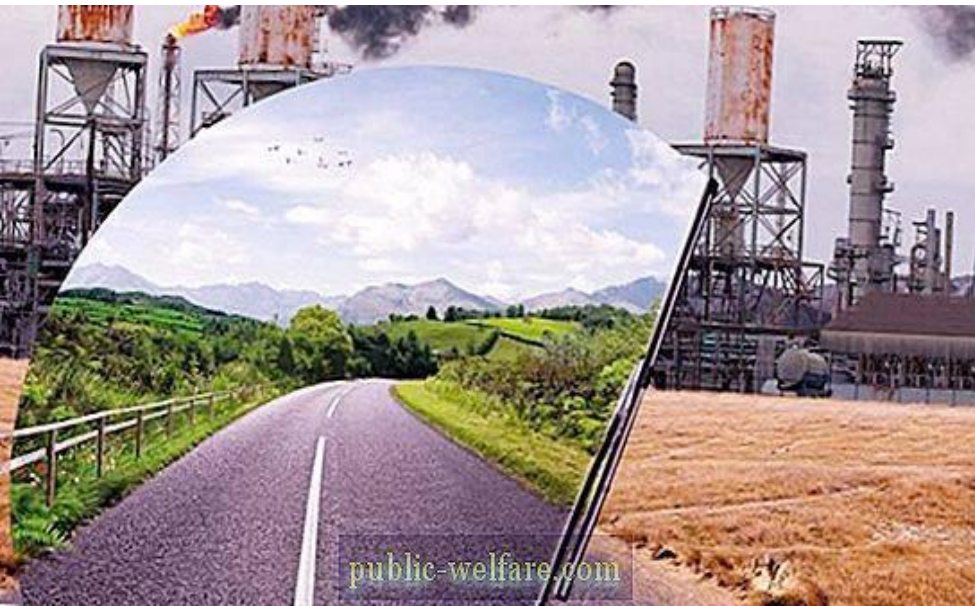
- Ми постійно зіштовхуємося з асиметрією інформації.
- Ринкові ціни, виявляється, містять щось більше, ніж відображення факту перетинання кривих попиту та пропозиції.
- Потенційні продавці нерідко приховують справжні цілі своєї поведінки і використовують різні способи для одержання переваг.
- Ринковий механізм виявляється неспроможним у силу неповноти (асиметрії) інформ



Зовнішні ефекти

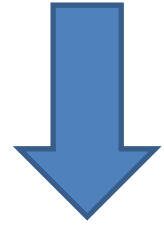
- Для того щоб ринки ефективно функціонували, ціни повинні відображати альтернативну вартість виробництва тих або інших товарів і послуг.
- Виробники повинні отримати ціну, принаймні, рівну альтернативної вартості продукту; в іншому випадку вони просто не захочуть здійснювати пропозиція цього товару на ринку.
- Однак виникають ситуації, при яких дія виробників і споживачів) впливають на третіх осіб, тобто на людей, які є в даній угоді ані продавцями, ні покупцями. Ці ефекти, спрямовані на третіх осіб і ніяк не відбиваються в цінах, відомі під назвою зовнішні ефекти або екстерналії (*externalities*).
- Зовнішні ефекти можуть бути сприятливими, в цьому випадку їх називають позитивними екстерналіями, або зовнішніми вигодами, і несприятливими, тоді їх називають негативними екстерналіями, або зовнішніми витратами.

- Позитивний зовнішній ефект виникає, якщо, наприклад, у річковому басейні встановлений маяк, світло якого забезпечує безперешкодний рух суден.



- Прикладом негативного зовнішнього ефекту можуть бути витрати, які несуть економічні агенти внаслідок забруднення навколишнього середовища деякими виробниками.

За особливостями виникнення зовнішні:



- **Споживча екстерналія** - це зовнішній ефект, що виникає на основі економічної діяльності споживача, що впливає на рівень корисності іншого споживача.
- **Технологічний зовнішній ефект** - екстерналія, що утворюється внаслідок існування технологічної залежності випуску одного економічного агента від обсягу вироблених товарів або послуг іншого економічного агента.
- **Грошовий зовнішній ефект** виникає внаслідок впливу на величину доходу або витрат одного економічного агента обсягів виробництва, цінової політики, реклами й інших прийомів конкуренції іншого економічного агента.



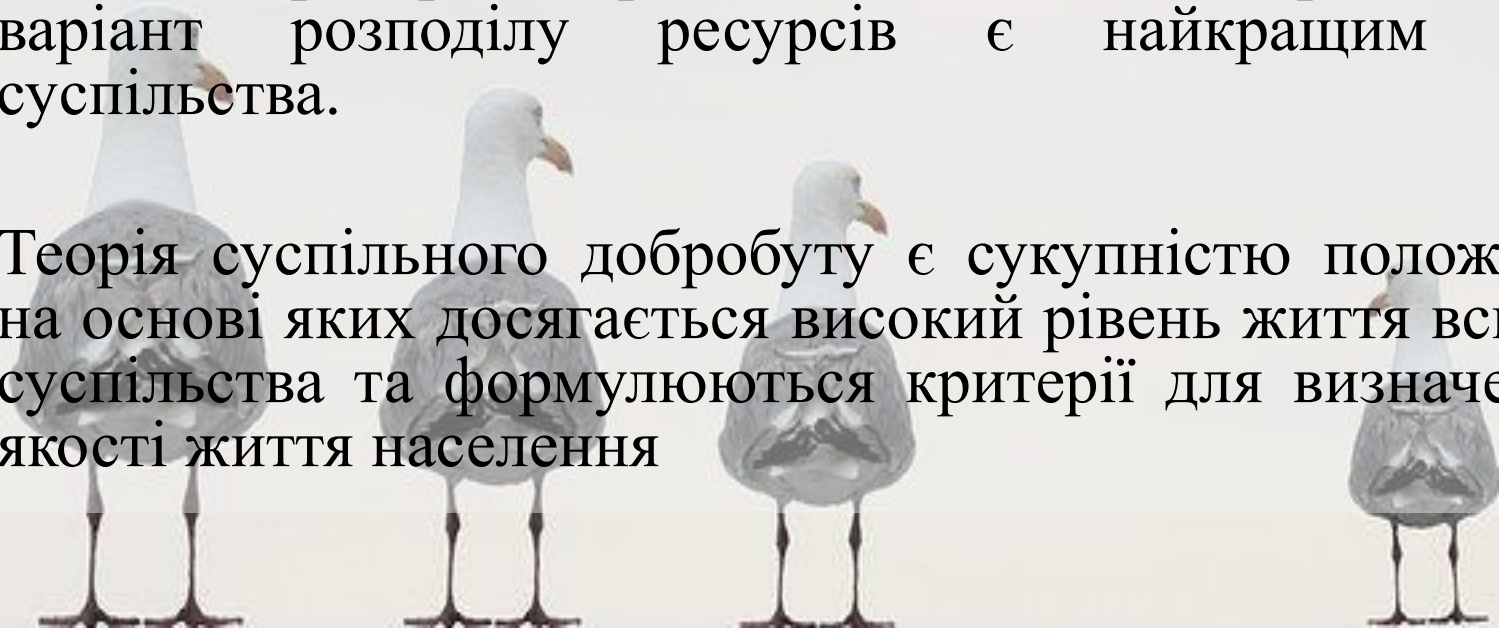
Громадські блага

- Четверта ситуація порушення функціонування ринкового механізму обумовлена тим, що конкурентні ринки не в змозі виділити ресурси для виробництва суспільних благ, таких, як національна оборона, охорона навколишнього середовища, національні парки.



2. Теорія економіки добробуту

- Теорія економіки добробуту є складовою частиною сучасної економічної науки. Ця теорія використовує оціночні критерії, зокрема ставить питання про те, який варіант розподілу ресурсів є найкращим для суспільства.
- Теорія суспільного добробуту є сукупністю положень, на основі яких досягається високий рівень життя всього суспільства та формулюються критерії для визначення якості життя населення



- Одна з найбільш відомих теорій економічного добробуту є концепція італійського економіста В. Парето.
- Дослідження В. Парето базуються на таких основних критеріях: кожна людина найкраще може оцінити свій добробут; добробут окремих особистостей є незіставним; суспільний добробут визначається лише в одиницях добробуту окремих людей.
- Відомість Парето приніс розроблений ним принцип оптимальності, що отримав назву «оптимум Парето». Цей принцип був взятий за основу нової теорії добробуту.



Оптимум Парето говорить, що добробут суспільства досягає максимуму, а розподіл ресурсів стає оптимальним, якщо будь-яка зміна цього розподілу погіршує добробут хоча б одного суб'єкта економічної системи.

Відповідно до поглядів Парето, досконала конкуренція забезпечить максимізацію функції корисності в масштабах усього суспільства.

Однак на початку двадцятого століття виникли певні сумніви в істинності даного положення – яким чином зіставляти різні стани економіки, якщо при їх порівнянні констатується поліпшення одного учасника ринку при погіршенні становища іншого.



Визначаючи цілі економічної науки, неокласики (А. Маршал та А. Пігу) досліджували вплив різних факторів на економічний добробут. На перший план вони виносили корисність благ і попит на ці блага з боку споживачів.

При цьому неокласики виходили з того, що економічні закони однакові для будь-якого суспільства – як для індивідуального господарства, так і для сучасних досить складних економічних систем.

Вихідною (центральною) у неокласицизмі є ідея економічної рівноваги, яка досягається завдяки механізму ціноутворення у ринковому господарстві.



Свій підхід до визначення теорії добробуту запропонували представники інституціонального напряму економічної теорії К. Віксель, Дж. Б'юкенен, Дж. Стіглер та інші у 80 – 90 роках ХХ ст. Вони вважали, що проблему суспільного добробуту можна вирішити на основі етичних категорій. При цьому кожен індивід має власну цінність і несе відповідальність за існування в певних умовах



- Проблему віднесення категорії добробуту до етики та економіки водночас економісти спробують розв'язувати у двох підходах – *індивідуалістського та інституційного*.
- В економічній науці в даний час домінує *індивідуалістичний підхід*, який полягає в тому, що людина сама оцінює свій індивідуальний добробут. Тільки сама людина здатна визначити, що є необхідним та корисним для неї. Постулат індивідуалістичної концепції добробуту – "Благом для людини є те, що вона сама вважає для себе благом". При цьому передбачається, що людина здатна провести кількісну оцінку добробуту в будь-який період свого життя.
- *Інституційний підхід* до визначення добробуту полягає в виведенні сутності людини з аналізу розвитку інститутів упродовж тривалого історичного періоду. На основі виявленої суті формулюється базовий етичний критерій, на основі якого саме і будується теорія добробуту. Інституційний підхід, на відміну від індивідуалістичного, який розуміє людину як ізольований елемент суспільства, фіксує свою увагу на традиціях, що склалися в суспільстві, уявленнях, етичних нормах та ін. Кожна з існуючих у суспільстві етичних систем може служити основою для деякої інституційної концепції добробуту.

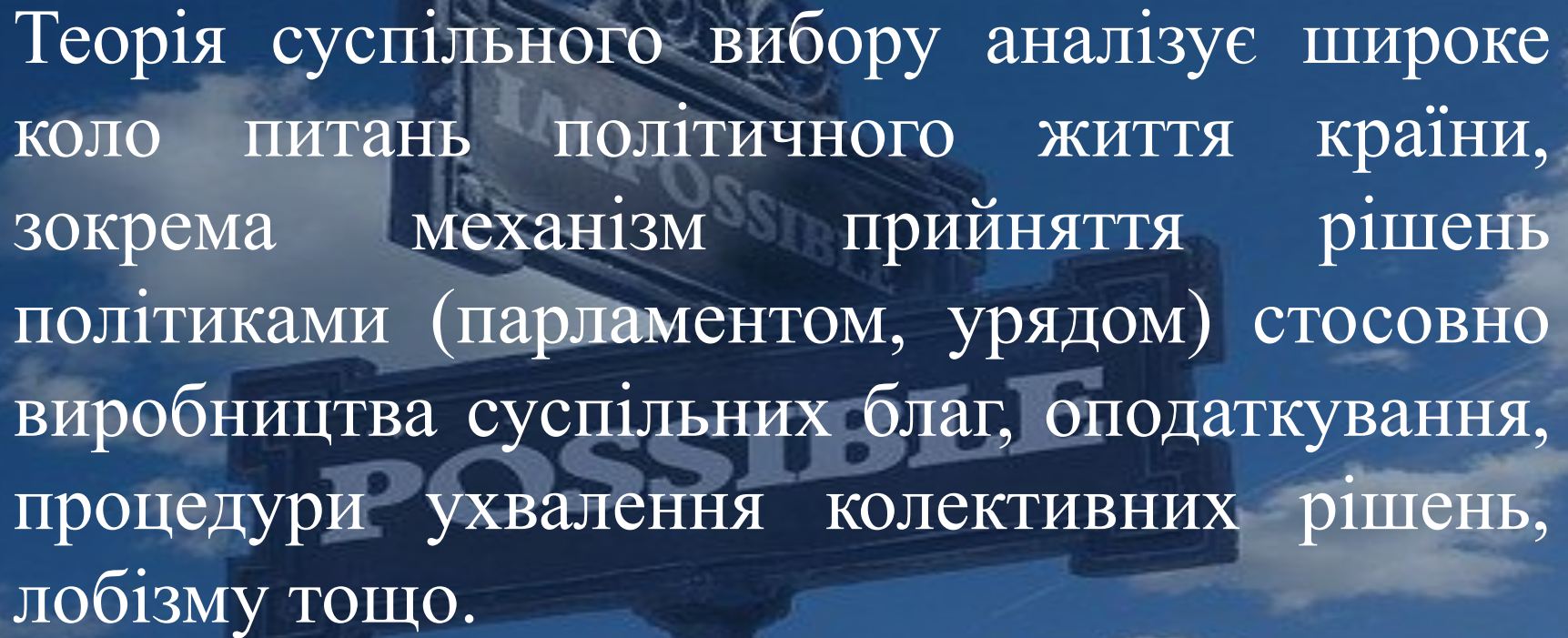


- Існують дві теорії добробуту, які мають найбільше значення в рамках *індивідуалістичного підходу*. Це – *утилітаристська і монетарна (економічна) теорії добробуту*.
- Виходячи з *утилітаристської концепції*, суспільний добробут є сумою індивідуальних корисностей всіх членів суспільства. Таке припущення спирається на передумову про можливість складання індивідуальних корисностей. Утилітаристи вважають за необхідне максимізацію сукупних корисностей всіх членів суспільства. Але така максимізація не забезпечується ринком автоматично. Уряд, піклуючись про добробут суспільства, повинен у відомих межах здійснювати перерозподіл з метою максимізації корисності.
- *Монетарна модель добробуту* досліджує ринкову ціну та її вплив на економічний добробут. Ця теорія ототожнює ціну, яка формується під впливом взаємодії попиту та пропозиції на ринку, з економічним добробутом.



Теорія суспільного вибору

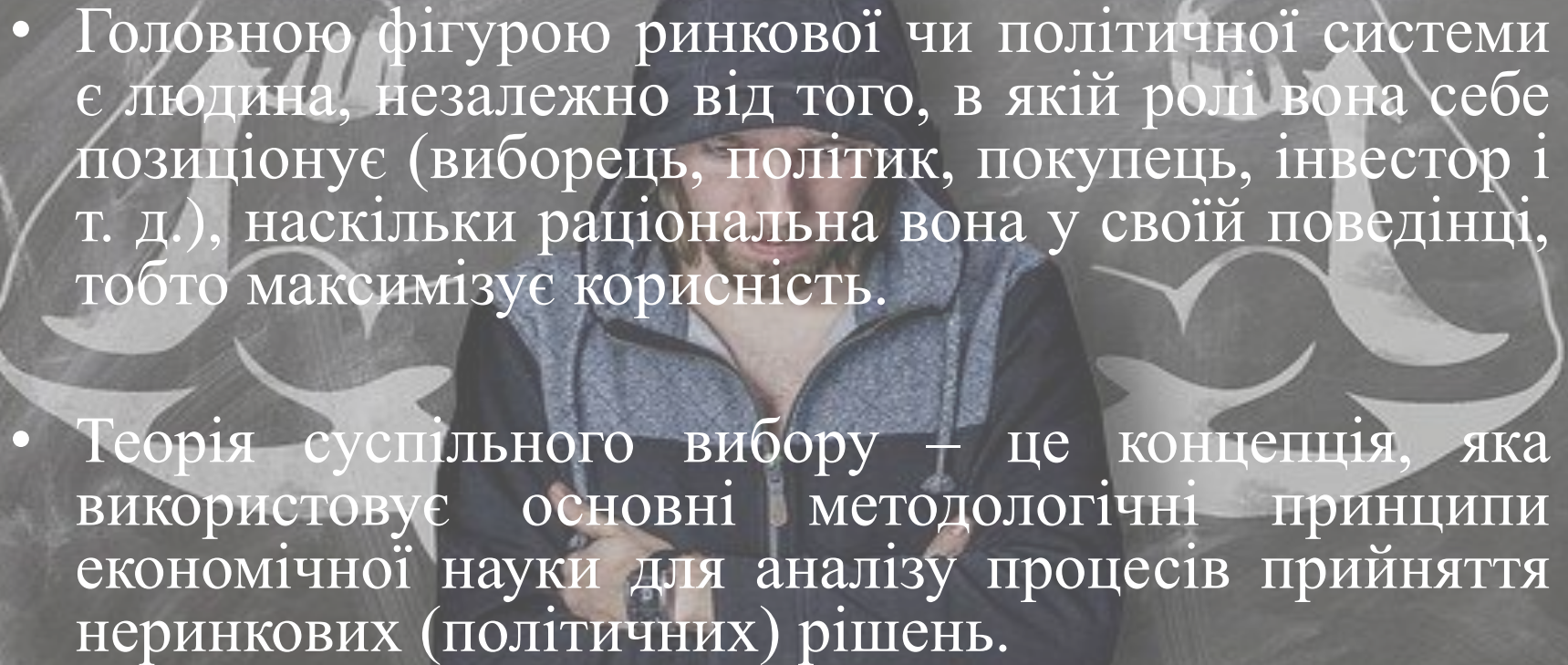
- Теорія суспільного вибору зародилася у 60-ті роки ХХ ст. як напрям інституціоналізму, що вивчав оподаткування та державні витрати у частині проблем, пов'язаних з наданням суспільних благ
- Представник - Джеймс Макгілл б'юкенен (народився у 1919 р.). Американський економіст.
- Основні твори – «Попит і пропозиція суспільних благ» (1968); «Теорія суспільного вибору» (1972).

A decorative signpost with the word "POSSIBLE" on it, set against a blue sky with clouds. The signpost is ornate, with a crest on top and the word "POSSIBLE" written in large, stylized letters on a horizontal beam. The background is a bright blue sky with scattered white clouds.

Теорія суспільного вибору аналізує широке коло питань політичного життя країни, зокрема механізм прийняття рішень політиками (парламентом, урядом) стосовно виробництва суспільних благ, оподаткування, процедури ухвалення колективних рішень, лобізму тощо.

- Дж. Б'юкенен стверджував, що в дослідженні явища політичного ринку, що лежить в основі теорії суспільного вибору, виборці й політики виступають суб'єктами, які обмінюють свої голоси на пакети різних програм дій політиків. Купівля-продаж передвиборних програм становить основу сучасної представницької демократії.
- Головним стимулом при визначені поведінки політиків є боротьба за голоси виборців. Найкращий варіант передвиборної програми політика – це пообіцяти те, про що вони мріють. У політиці діють суб'єкти, які керуються особистою вигодою, власними інтересами, а тому ймовірність політичного вибору буде перебувати в оберненій залежності від особистих витрат політика, виборця, державного чиновника, та в прямій від очікуваних особистих вигід.

- На думку Дж. Б'юкенена, використовуючи принципи функціонування ринкової економіки до аналізу політичного ринку, необхідно враховувати різницю в мотивах поведінки його суб'єктів, між ринковим і політичним обміном, а також те, що ринкова й політичні системи мають неоднакову структуру. На ринку відбувається взаємовигідний, еквівалентний обмін, а політичні рішення – це обмін встановлених державою податків на певні суспільні блага. Але такий обмін не є раціональним. У політиці не існує взаємовигідного обміну, оскільки одні групи людей сплачують податки, а інші за рахунок сплачених податків отримують суспільні блага.
- Для того, щоб зняти ці протиріччя, прихильники теорії суспільного вибору пропонують реформувати політичний ринок таким чином, щоб у рамках політичного обміну домінували ті самі принципи, що і в ринковій економіці для досягнення загальної згоди сторін.

- 
- A person wearing a dark blue hoodie and a grey and blue vest stands in front of a chalkboard. The chalkboard has a large, white, abstract scribble that resembles a stylized 'B' or a similar character. The person's arms are crossed.
- Головною фігурою ринкової чи політичної системи є людина, незалежно від того, в якій ролі вона себе позиціонує (виборець, політик, покупець, інвестор і т. д.), наскільки раціональна вона у своїй поведінці, тобто максимізує корисність.
 - Теорія суспільного вибору — це концепція, яка використовує основні методологічні принципи економічної науки для аналізу процесів прийняття неринкових (політичних) рішень.