

**Ростислав Андрійович ГНАТЮК**

аспірант,  
кафедра економічної теорії,  
Львівський національний університет імені Івана Франка  
E-mail: ross.hnatyuk@gmail.com

**ТЕОРІЇ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Гнатюк, Р. А. Теорії ціноутворення на ринку цінних паперів [Текст] / Ростислав Андрійович Гнатюк // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2015. – Том 20. – С. 128-135. – ISSN 1993-0259.

**Анотація**

Обґрунтовано необхідність комплексного вивчення механізму ціноутворення на ринку цінних паперів. Визначено основні теорії, що пояснюють зміст цього механізму, а також проаналізовано їхні сильні сторони і вади. З'ясовано сутність та проведено порівняльний аналіз найбільш впливових теорій ціноутворення на фондовому ринку.

**Вступ.** Дослідження особливостей функціонування ринку цінних паперів цікавить економістів з часу його виникнення. Аналіз механізму формування цін на цьому ринку дає змогу краще зрозуміти його сутність та запропонувати ефективніші методи в його регулюванні. Все це актуалізує важливість упорядкування наших знань про головні теорії ціноутворення на ринку цінних паперів та спільні їхні риси і відмінності між ними.

**Мета.** Визначити особливості сучасних теорій ціноутворення на ринку цінних паперів та порівняти їхні слабкі і сильні сторони у контексті практичного їх застосування.

**Методологія.** У процесі дослідження застосовано низку методів: історичний та логічний – для аналізу наявних напрацювань та публікацій, присвячених вивченню ціноутворення на ринку цінних паперів; порівняльний – для визначення подібностей та відмінностей між теоріями, що пояснюють функціонування цього ринку.

**Результати.** Зроблено висновок про недовершеність теоретичних досліджень цього виду ринкового механізму. На думку автора, теорії ринку цінних паперів усе ще залишаються гіпотезами, бо жодну з них не було переконливо обґрунтовано. Водночас, чітко простежується те, що їхні автори у дослідженні ринку цінних паперів критично використовують напрацювання своїх попередників. Отже, теоретичні аспекти функціонування ринків цінних паперів потребують подальшого їх дослідження, що передбачає перевірку відповідних гіпотез на практиці.

**Ключові слова:** ринок цінних паперів; фондовий ринок; теорії ціноутворення на фондовому ринку; цінний папір; теорія ефективного ринку; теорія поведінкових фінансів.

**Rostyslav Andriyovych HNATYUK**

PhD Student,  
Department of Economic Theory,  
Ivan Franko National University of L'viv  
E-mail: ross.hnatyuk@gmail.com

**THE SECURITIES MARKET PRICE MOVEMENT THEORIES**

**Abstract**

The necessity of extensive research on the mechanism of the securities market price movement is indicated. The main theories that explain the essence of this mechanism are defined. Their main weak and strong sides are highlighted. The core ideas and comparative analysis of the most prominent securities market price movement theories are performed.

**Introduction.** Economists are always interested in the peculiarities of securities market functioning from. The study

---

on the mechanism of the price formation on this market gives a possibility to understand better its essence and to suggest more efficient ways of its regulation. This actualizes the importance of putting our knowledge about the securities market price movement theories in the right order and defining their main common and distinct features.

**Purpose** of the article is to define peculiarities of modern securities market price movement theories and compare their weak and strong points in the context of their practical application.

**Methodology.** We have used the following methods in the research: historical and logical (in order to analyze existing works and articles devoted to the study of securities market price formation); comparative (to determine similarities and differences of the theories that explain the way securities market functions).

**Results.** We have come to the conclusion that there is not enough theoretical works on the securities market price formation mechanism. We believe that these theories could be only considered as hypothesis that still need to be further developed as none of those was persuasively proven. On the other hand, we have found out that the authors, in their study of securities market, critically use the theoretical achievements of their predecessors. Therefore we conclude that the theoretical aspects of securities market functioning require further research, which includes practical verification of existing hypothesis.

**Keywords:** securities market; stock market; securities market price movement theories; securities; efficient market hypothesis; behavioral finance theory.

**JEL classification: G120**

---

### Вступ

Питання прогнозованості динаміки цінних паперів цікавить як представників економічної, так і фінансової науки. Вперше його порушив Дж. М. Кейнс, звернувши увагу на те, що учасники ринку цінних паперів намагаються передбачити рух його цін з метою здійснення відповідних спекулятивних операцій. З того часу з'явилося чимало ґрунтовних публікацій про те, як можна передбачати рух цін фінансових активів на цьому ринку.

Сьогодні в економічній та фінансовій літературі існує кілька підходів до пояснення механізму ціноутворення на ринку цінних паперів. У цьому зв'язку варто наголосити на тому, що теорії фінансового ринку, зокрема, теорії ринку цінних паперів є набором відповідних ідей про принципи та закони ціноутворення на цих ринках. На наш погляд, ці ідеї скоріше є гіпотезами, ніж довершеними теоріями і, насправді, їх навряд чи можна вважати абсолютними істинами, оскільки жодну з них досі не було переконливо доведено. Водночас більшість з них мають певне теоретичне та прикладне значення, позаяк вони дають змогу глибше зрозуміти, як саме діє цей вид ринкового механізму. Аналіз останніх публікацій свідчить про те, що низка науковців створили та виклали свої погляди на те, яким чином формується динаміка цін на цьому ринку. Зокрема до найбільш впливових створених ними теорій ціноутворення на ринку цінних паперів належать: теорія ефективного ринку Фама, теорія катастроф Зімана, теорія шуму Блека, теорія когерентного ринку Веґи, теорія рефлексивного ринку Сороса, теорія хаосу Пітерса, теорія міцного фундаменту Вільямсона, теорія повітряних замків Кейнса, гіпотеза адаптивного ринку Ло, хвильова теорія Еліота та теорія поведінкових фінансів. Усі ці теорії, на нашу думку, можна об'єднати у дві великі групи: ті, які передбачають можливість прогнозування змін у цінах фінансових інструментів, та ті, які заперечують можливість прогнозування таких змін. Отже, ми спробуємо стисло дослідити зміст кожної з цих теорій.

### Мета та завдання статті

Дослідити особливості сучасних теорій ціноутворення на ринку цінних паперів та порівняти їхні слабкі та сильні сторони у контексті практичного їх застосування. Це дасть змогу виявити причини існування великої кількості цих теорій та можливі межі застосування кожної з них.

### Виклад основного матеріалу

Однією з найбільш досконалих та часто застосовуваних у сфері фінансів є теорія ефективних ринків. Її витоки знаходимо у докторській дисертації з математики Л. Башельє "Теорія спекуляцій" 1900 р. [1]. Остаточно цю теорію сформулював Юджин Фама у 1965 р. Вона стала однією з найвизначніших теорій і здійснила потужний вплив на розвиток фінансової теорії [2]. Такий висновок можна зробити на підставі того, що переважна більшість наступних теорій у цій царині намагались її або підтвердити, або заперечити. Головним положенням є твердження про те, що усі фінансові ринки є абсолютно ефективними. Тут під ефективністю мається на увазі здатність цін фінансових активів своєчасно та повною мірою відображати усю наявну про них інформацію. Іншими словами, прихильники цієї теорії вважають, що усі інвестори володіють повною однаковою інформацією, а тому вона вже врахована в динаміці цін [3, с. 18]. Зміни у цінах на ринку цінних паперів відбуваються миттєво та лінійно в

---

результаті отримання інвесторами нової інформації про активи; інвестори є раціональними у прийнятті інвестиційних рішень. Отже, теорія ефективного ринку підтверджує так звану гіпотезу випадкового руху, яка стверджує, що зміни у цінах фінансових активів є випадковими і вони жодним чином не залежать від попередньої їх динаміки. Отож, немає сенсу в існуванні професійних учасників ринку цінних паперів, адже він не дає їм змогу передбачати ринкову кон'юнктуру і отримувати певні вигоди від цього [4, с. 11]. І справді, для чого потрібні ці професійні учасники ринку, якщо він є досконало ефективним і на зміну цін фінансових активів впливає лише нова інформація, яка, до того ж, спричиняє миттєвий вплив, оскільки нею володіють усі потенційні інвестори.

У своїй наступній праці (1970 р.) Ю. Фама більш детально описав концепцію ефективного ринку і визначив три форми ефективності [5, с. 404-410]. Він провів емпіричні тести, на основі яких визначив, що ринок цінних паперів перебуває у стані:

- слабкої ефективності, якщо його поточні ціни містять у собі хоча б якусь інформацію про попередню динаміку цін;
- напівсильної ефективності у разі, коли поточні ринкові ціни враховують усю наявну публічну інформацію (як і ту, що стосується попередньої динаміки цін, так і ту, яка є новою – економічні новини, фінансова звітність тощо);
- сильної ефективності, якщо ціни відбивають усю публічну, а також привілейовану інформацію (якою володіють лише менеджери компаній та професійні учасники ринку, робота яких полягає у зборі цієї специфічної інформації).

Ці ідеї викликали дискусію між прихильниками та противниками теорії ефективних ринків, яка триває й нині. Критики цієї теорії вважають, що хибним є саме припущення про ефективність фінансових ринків, оскільки ті, хто її дотримуються, так і не змогли її верифікувати. Річ у тім, що нерідко буває так, що одні інвестори мають доступ до внутрішньої, інсайдерської, інформації, а інші – ні. Тому учасники фінансових ринків апіорі перебувають у нерівних умовах, а відтак ціни не можуть відображати повну інформацію, про яку говорять апологети гіпотези ефективних ринків. Крім того, як наголошують противники цієї гіпотези, ціни фінансових активів змінюються нелінійно, не випадково і, більше того, не миттєво. Підтвердження цього наводяться у дослідженнях різних фахівців, а саме – твердження про раціональну поведінку інвесторів не може бути абсолютною істиною, адже практика показує, що інвестори часом приймають ірраціональні рішення на підставі доступної їм (неповної) інформації та особистих їх очікувань щодо можливого рівня ризику [6, с. 60-78]. Проте зазначені аргументи, що заперечують гіпотезу ефективного ринку, на думку її захисників, є непереконливими. Відтак багато фінансистів, незважаючи на деяку відірваність цієї теорії від економічної реальності, активно використовують її як базу для своїх власних досліджень. Гіпотеза ефективного ринку, на нашу думку, є однією з тих моделей, які ілюструють, яким чином мала б працювати економіка, а не яким чином все відбувається у ній насправді. Очевидно, що ця гіпотеза не відображає достатньо адекватно ті процеси, що відбуваються на ринку цінних паперів. Проте вона була однією з перших фундаментальних теорій, що описують механізм ціноутворення на фондовому ринку, і знаходить широке застосування в сучасних його дослідженнях.

Авторство теорії катастроф належить К. Зіману (1974 р.), який вирішив адаптувати теорію катастроф, що застосовують в теоретичній математиці та фізиці, для аналізу певних економічних взаємозв'язків. Він застосував математичні моделі для пояснення ринкових коливань на фондовому ринку та поділив усіх його учасників на дві групи: фундаменталістів та чартистів [7, с. 39]. Фундаменталісти намагаються передбачити рух цін на ринку та приймати інвестиційні рішення за допомогою так званого фундаментального аналізу, тобто з урахуванням сукупності всіх економічних складових, які теоретично можуть впливати на його цінову динаміку (фінансова звітність, макро- та мікроекономічні показники тощо). Чартисти ж, навпаки, намагаються передбачити зміни у цінах цінних паперів на основі технічного аналізу, тобто на основі математично-статистичного аналізу графіків, що відображають попередній їх рух. К. Зіман уважав, що чартисти є не хто інші як спекулянти. На його думку, саме вони є причиною нераціональних коливань цін на ринку та обвалів котирувань цінних паперів. Це пов'язано з тим, що чартисти можуть раптово входити в ринок, що зростає, дестабілізуючи його, та створювати на ньому негативні тенденції. Власне, це він і називає катастрофою: необґрунтовану неперервну зміну поведінки учасників ринку, що спричиняє перервний негативний вплив на котирування курсів цінних паперів [8, с. 362]. З іншого боку, фундаменталісти є справжніми учасниками ринку, оскільки вони, ґрунтуючись на аналізі низки економічних всеохопних показників, вчасно виходять з ринку та повертаються лише у випадку, якщо цінні папери, на їхню думку, знову недооцінені. Насправді ж, як нам видається, на практиці доволі складно чітко визначити на ринку ці дві категорії гравців, оскільки професійні учасники ринку зазвичай застосовують обидва методи передбачення зміни у цінах для ухвалення інвестиційних рішень. Буває так, що чартисти використовують фундаментальні методи для того, щоб визначити, у якому напрямі їм доцільно рухатись, тоді як фундаменталісти часом приймають циклічні рішення, і тоді

---

---

їхня поведінка нагадує спекулятивну. Отже, обмеженість цієї теорії очевидна, і вона не може достеменно пояснити зміну цін на фондовому ринку.

Теорію шуму було запропоновано Ф. Блеком у 1985 р. в його статті "Шум". Він також поділяє ринок на дві категорії учасників: арбітражерів та торговців шумом. Арбітражери, за Блеком, є професійними учасниками ринку, які застосовують фундаментальний аналіз для ухвалення інвестиційних рішень, тому їхні дії є раціональними. На відміну від них, торговці шумом, з точки зору автора цієї теорії, є нераціональними учасниками ринку, бо приймають рішення не лише на основі чинників, які реально впливають на формування цін, а й на основі сторонніх чинників – емоцій, чуток, здогадів та інтуїції [9, с. 528 – 534]. Існує декілька причин існування шумів: елементарна нездатність деяких учасників ринку приймати раціональні рішення через застарілу інформацію, якою вони володіють про ринок; прийняття рішень на основі здогадів, чуток, припущень, домислів тощо; соціальна імітація або ефект маси, тобто орієнтація на поведінку більшості тих, хто приймає рішення, а не на власний аналіз ринкової ситуації. У результаті дій торговців шумом раціональні учасники ринку піддаються ризику, пов'язаному з тим, що ціна бажаного для них активу може бути сформована не на основі достовірної інформації, а на основі домислів та чуток. Ф. Блек вважає, що ринок цінних паперів не зміг би існувати без торговців шумом, оскільки вони надають йому додаткової ліквідності [9, с. 530]. Проте, з іншого боку, наявність шуму знижує можливості для проведення арбітражу, що дещо уповільнює повернення цін фінансових активів до їхніх реальних цін [10]. Отже, Блек виокремлює як негативні, так і позитивні наслідки існування шумів на ринку. Варто зазначити, що ця теорія є до деякої міри відмінною від теорії ефективних ринків, адже її автор стверджує, що не вся інформація, наявна на ринку, є цінною для ухвалення інвестиційних рішень.

Теорію когерентного ринку у 1991 р. запропонував Т. Вега. Вона є статистичною моделлю, що визначає розподіл ставок доходності цінних паперів залежно від двох чинників: фундаментальних (тобто загальноекономічних) та групових настроїв учасників ринку [11, с. 36]. Автор цієї теорії вважає, що різноманітні комбінації двох цих чинників і визначають стан ринку, який може перебувати у чотирьох фазах. Перша фаза – випадкового блукання – відповідає нейтральним настроям на ринку; інвестори приймають рішення незалежно один від одного, а тому ціни змінюються випадково. Друга фаза – перехідного ринку – передбачає формування групової свідомості учасників торгів, що спричиняє тривалий вплив деяких подій на ринок. Третя фаза – хаотичний ринок – настрої інвесторів істотно змінюють групову свідомість і, як наслідок, це зумовлює значні зміни цін на фондовому ринку, а економічні чинники у цьому випадку є переважно нейтральними або невизначеними. Вже на цьому етапі існує можливість потужних хаотичних рухів ринку у відповідь на паніку, спричинену неправильною інформацією або ірраціональною поведінкою інвесторів. Четверта фаза – когерентний ринок – передбачає сильний вплив на ринок як економічних чинників, так і групових настроїв інвесторів, що формує потужний позитивний або негативний тренд на ринку цінних паперів, який зберігається впродовж тривалого періоду часу [11, с. 38-46]. Теорія когерентного ринку є однією з перших теорій, які покликані пояснювати процеси на фондовому ринку на основі поведінки учасників та економічних чинників. Головною особливістю цієї теорії є розподіл ринку на кілька фаз залежно від подій на ньому, проте її автор, на нашу думку, надмірно заглиблюється в математику і при цьому не звертає достатню увагу на логіку взаємозв'язку між економічними процесами.

Теорію рефлексивного ринку запропонував наприкінці 80-х років ХХ ст. відомий американський фінансист Джордж Сорос. Ця теорія, як і теорія когерентного ринку, базується на двох групах чинників. На нашу думку, вона є спробою переосмислення та доповнення теорії Веги, оскільки він стверджує, що ці чинники впливають не лише на ринок, а й один на одного. Саме це, на його думку, і пояснює те, що іноді учасники ринку передбачають майбутні економічні чинники: колективні очікування учасників ринку можуть змінити фундаментальні умови ринку так само, як і фундаментальні чинники можуть змінювати очікування його учасників [12, с. 321-322]. Ця модель не передбачає констант, а тому, на думку автора, ринок ніколи не досягає рівноваги і курси цінних паперів неперервно змінюються. У цьому і полягає рефлексивний закон ринку за Соросом.

Дж. Сорос також визначає таку категорію як само зміцнюваний процес – зміна очікувань учасників ринку впливає на фундаментальні економічні чинники таким чином, що протягом тривалого часу підтримує власну ж зміну у певному напрямку. Фінансист наводить приклад країн з фондовими ринками, що розвиваються: очікування потенційних інвесторів отримати вищу віддачу на свої інвестиції, у зв'язку з реформами у напрямку лібералізації фондового ринку, спричиняє потужний приплив інвестицій у ці країни. Збільшення інвестицій надає змогу покращувати економічні показники ринку шляхом оздоровлення важливих секторів національної економіки. Вказані тенденції спричиняють ще більші інвестиції, що пов'язано з позитивними очікуваннями зростання економіки. Отже, відбувається формування само зміцнюваного процесу, що спричиняє довгострокове зростання національних економік з ринками, що розвиваються [12, с. 310]. Насправді ж ця теорія, на нашу думку,

---

поверхнево розкриває зміст механізму ціноутворення на фондовому ринку, адже автор лише пропонує гіпотезу взаємовпливу відповідних чинників і не пояснює глибинні економічні взаємозв'язки між ними. Отож, хоча ця теорія і пояснює окремі епізодичні події на фондовому ринку, вона не є достатньо переконливою.

Теорію хаосу фінансисти запозичили у фізиків та математиків, які використовують її для дослідження певних нелінійних та динамічних природних процесів, наприклад клімату. Головна її ідея полягає в тому, що будь-яка хаотична система, природна чи штучна, складається з певних елементів, що постійно взаємодіють між собою. Ці численні взаємозв'язки між елементами мають тенденцію спонтанно виникати та певним чином адаптуватись до системних змін [13, с. 11]. На думку деяких економістів, цю теорію можна застосовувати і для пояснення функціонування ринку цінних паперів, оскільки він є подібним до хаотичної системи: зміни цін виглядають випадковими, проте існують певні стійкі тренди. У межах цієї теорії застосовується гіпотеза частини цілого (fractal hypothesis), яка стверджує, що частина і ціле мають між собою нерозривний зв'язок і, таким чином, мають певну схожість між собою. У фізиці іноді наводять приклад дерева та його гілок: усі знають, як виглядає дерево, проте ніхто не може з упевненістю сказати, дивлячись на дерево, яка довжина гілок на ньому, їхня вага, товщина тощо. Те саме і з фондовим ринком – його частини завжди мають щось спільне з цілим, проте здогадатись, якою буде ціна на ринку чи скільки буде продано активів, чи інші подібні явища – неможливо. Крім того, ця теорія також передбачає сильну залежність хаотичної системи від своїх первинних умов. І якщо у системі відбуваються зміни, то їх наслідок є несподіваним, адже поведінку таких складних систем неможливо передбачити – це стосується і ринку цінних паперів. Теорія хаосу є доволі непростою для розуміння через її високий рівень математизації та наявність у ній складних математико-статистичних моделей. Вперше для пояснення процесів на фінансовому ринку цю теорію спробував застосувати Едгар Пітерс у 1991 р. у своїй книзі “Порядок та хаос на фінансовому ринку”. Підсумовуючи, можна стверджувати, що вона є протилежністю гіпотези ефективних ринків, оскільки заперечує раціональність та ефективність економічних процесів на ринку цінних паперів.

Розробником теорії міцного фундаменту є Джон Вільямсон, який у праці “Теорія інвестиційних цінностей” стверджує, що існує певна внутрішня (за автором – справжня) цінність будь-якого фінансового активу і вона відрізняється від його балансової та ринкової вартості [14]. Внутрішню вартість він називає “якорем” активу, бо якщо його ринкова ціна є нижча (або вища) від неї (цього міцного фундаменту внутрішньої цінності), то тоді виникає можливість купівлі (або продажу) цього об'єкта, тобто проведення арбітражної операції. Така можливість зберігається недовго, адже ринкові сили доволі швидко приводять ринкові ціни до їхньої внутрішньої вартості і ринок повертається до стану рівноваги. За Вільямсоном, ця внутрішня вартість визначається низкою чинників, один з яких – теперішня вартість усієї вигоди, яку може отримати власник активу у майбутньому від володіння ним [15, с. 356]. Це не що інше, як дисконтування. Вперше у фінансову теорію ця категорія була введена саме Дж. Вільямсоном, а потім набула поширення через дослідження Ірвінга Фішера. Єдиним слабким місцем цієї теорії є те, що її автор передбачав, що слід наперед визначати період, протягом якого відбуватиметься зростання внутрішньої вартості. Проте на практиці визначити його тривалість неможливо: ми не можемо передбачити напевне, коли саме фондовий ринок почне падати і коли знову він увійде у стадію зростання. А тому і не можемо визначити період, протягом якого слід дисконтувати майбутні вигоди. Отже, фундамент (внутрішня вартість активу) виявляється не таким вже й міцним, як може здаватися з першого погляду.

Протилежною до теорії міцного фундаменту є теорія повітряних замків, постулати якої були викладені Джоном Мейнардом Кейнсом у 1936 році. Він уважав, що брокери Лондонської фондової біржі “тратять години свого життя у переповнених офісах”, тоді як йому “достатньо усього півгодини зранку” для того, аби досягнути бажаного фінансового результату [16]. Кейнс уважав, що недоцільно витратити час на визначення якихось ефемерних та сумнівних майбутніх вигод від фінансового активу, бо усі гравці все одно просто “будують повітряні замки”. Він стверджував, що потрібно передбачити не динаміку курсу цінного паперу, а те, що про цю динаміку думає більшість гравців на ринку, оскільки саме від цього вона і залежить, позаяк більшість гравців – спекулянти. Розумний спекулянт стежить за ринковими тенденціями з тим, щоб вловити момент, коли більшість починає будувати повітряний замок, а відтак намагається придбати певний фінансовий актив дещо раніше, ніж настає цей момент. У результаті, керуючись таким підходом, Кейнс досить непогано заробив, граючи на фондовому ринку, і став заможною людиною. Фактично він підкреслював важливість передусім психологічних мотивів у інвестуванні, а не фундаментальних економічних показників. Отже, Кейнс відстоював думку про випадковість динаміки цін на фінансові активи на фондовому ринку.

Гіпотеза адаптивного ринку була запропонована Ендрю Ло у відповідь на гіпотезу ефективного ринку [17, с. 1-2]. Базуючись на низці чинників (психологічних, соціологічних та біологічних) автор концентрується на винятковій важливості аналізу прийняття інвестиційних рішень інвесторами як

---

---

чиннику формування ціни на фінансові активи. Він вважає, що інвестори не є раціональними оптимізаторами ринку, як каже класична економічна теорія, а скоріше просто приймають рішення на основі емпіричного досвіду, набутого в межах певного ринкового контексту. І хоча таким чином ціни відбивають інформацію, що була продиктована певними навколишніми умовами, а тому несуть у собі певну частку “поведінкових рішень”, їх не можна відкидати як такі, що є ірраціональними [18, с. 21]. Зміна в навколишніх умовах обов’язково змінює ціну. Згідно з цією теорією, твердження про випадкове блукання цін та відсутність раціональності є недоречним: можливості для арбітражу та передбачення зміни ціни існують, проте не завжди і вони залежать від здатності гравців пристосувати певну торговельну стратегію до конкретного ринкового середовища у конкретний момент часу [17, с. 21-22].

Ще одну теорію запропонував Р. Еліот у 1930 р. Він розвинув емпіричний інструмент для передбачення ринкових цін. Свою гіпотезу він назвав хвильовою теорією і був переконаний, що ринкові ціни проходять певний цикл. Він уважав, що поведінку ринкових цін можна визначити за допомогою хвиль: п’ять основних хвиль, що визначають загальний тренд, так звані домінуючі хвилі, за якими ідуть три корегуючі хвилі, які спрямовані проти загального тренду [19, с. 2-3]. Принцип 5-3 на думку Еліота є константою, а час між хвилями може бути різним. Ринок може перебувати у двох станах – бичачому та ведмежому. Насправді, теорія Еліота не описує загальних тенденцій на ринку цінних паперів, а є лише одним з теоретичних методів передбачення цін на фондовому ринку. Крім того, практичне використання теорії ускладнюється тим, що з її допомогою легко побачити хвилі на основі історичних курсів цінних паперів, проте доволі складно передбачити майбутнє [20, с. 19].

Наймолодшою серед тих, які аналізуємо, є теорія поведінкових фінансів. Вона стала доволі популярною останніми десятиліттями, і все більше її прибічників вступають у безкінечні баталії з прихильниками теорії ефективних ринків, адже ця теорія – її повна протилежність. Базу для створення заклали психологи А. Тверські та Д. Канеман у своєму дослідженні про теорію прийняття рішень у невизначених умовах (1974 р.). Саму ж теорію поведінкових фінансів розпочали формувати де Бонд та Тайлер у 1985 р. [21, с. 3]. Поведінкові фінанси – це практично окрема галузь економічного і водночас психологічного знання зі своїми відгалуженнями. Основний постулат теорії: на прийняття інвестиційних рішень потужний вплив чинять емоції та психологія, що змушує потенційних інвесторів часом приймати непередбачувані та нераціональні рішення. Таким чином, ця теорія намагається будувати моделі, в яких передбачається певна нераціональність гравців у прийнятті рішень, зокрема й інвестиційних [22, с. 1063-1073]. Вони базуються на основних постулатах когнітивної психології про прийняття рішення людьми і, зокрема, про нераціональне прийняття рішень. Поведінкові фінанси визначають кілька основних причин того, чому інвестори приймають інвестиційні рішення нераціонально: метод спроб і помилок, надмірна самовпевненість, помилкове розмежування економічних процесів, рамкове мислення, помилка репрезентативності, консерватизм, ефект диспозиції та інші [23, с. 430-432]. Згідно з теорією, усі ці моменти зумовлені тим, що інвестори роблять одну з двох великих помилок при прийнятті інвестиційних рішень, результатом чого і є прийняття нераціональних інвестиційних рішень та формування нераціональної динаміки цін. Це так звані надмірні та недостатні реакції. У першому випадку інвестори надто сильно покладаються на надто слабкі сигнали ринку, що спричиняє нераціональне рішення, тоді як у другому випадку навпаки – гравці випадково недооцінюють силу певних ринкових сигналів [24, с. 1840-1867].

Теорію поведінкових фінансів також часто критикують. Така оцінка пов’язана з тим, що пояснити ринкові аномалії, що вже відбулися, цілком можливо, застосовуючи інструментарій економічного та психологічного моделювання. Проте всеосяжна фінансова теорія повинна не просто пояснювати причини, вона повинна бути спроможною ще й передбачати, яким чином ситуація буде змінюватись у майбутньому. Але поки що теорія поведінкових фінансів не може цього зробити: вона ще не досягла відповідного рівня розвитку. З іншого боку, ми вважаємо, що саме ця теорія набуде потужного розвитку у наступні десятиліття і дасть змогу поглибити наші знання про механізм функціонування ринку цінних паперів. Отож, сподіваємося, що у майбутньому економісти та психологи сформулюють концепційний підхід до розв’язання такого складного завдання, як передбачення динаміки цін на фондовому ринку.

### **Висновки та перспективи подальших розробок**

Результати проведеного дослідження засвідчують про необхідність подальших теоретичних досліджень ринку цінних паперів. На нашу думку, теорії, що пояснюють цей вид ринкового механізму, значною мірою характеризуються як гіпотези, бо жодну з них не було переконливо обґрунтовано. Водночас чітко простежується те, що їхні автори у дослідженні ринку цінних паперів критично використовують напрацювання своїх попередників. Це надає можливість здійснювати поступальний рух у напрямку визначення справжньої суті та правильної формалізації механізму функціонування ринку цінних паперів. Загалом теоретичні аспекти функціонування останніх потребують подальшого їх дослідження, що передбачає перевірку відповідних гіпотез на практиці.

---

## Список літератури

1. Bachelier, L. *Theorie de la speculation: Paris doctoral dissertation in mathematics* / Bachelier L. // *Annales Scientifiques de l'Ecole Normale Supererieuse*, – Ser. 3, XVII – 1900, – p. 21 – 86.
2. Fama, E. F. *The behavior of stock – market prices*/ E. F. Fama // *The Journal of Business*. – Vol. 38 (1). – 1965. – p. 34 – 105.
3. Домбровський, В. С. Гіпотеза ефективного ринку як сучасна концепція фондового ринку/ В. С. Домбровський, А. Л. Пластун, В. Л. Пластун // *Актуальні проблеми економіки*. – № 1 (139). – 2013. – С. 14 –19.
4. Pao, L. Cheng. *Portfolio Returns And The Random Walk Theory*/ Pao L. Cheng and M. King Deets// *The Journal of Finance*. – Vol. 26 (1). – 1971. – p. 11–30.
5. Fama, E. F. *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. / Fama E. F. // *Journal of Finance*. – Vol. 25 (2). – 1970. – p. 383 – 417.
6. Burton, G. Malkiel. *The Efficient Market Hypothesis And Its Critics*. / Burton G. Malkiel // *Journal of Economic Perspectives*. – Vol. 17 (1). – 2003. – p. 59 – 82.
7. Zeeman, E. C. *On the unstable behavior of stock exchanges*/ Zeeman E. C. // *Journal of Mathematical Economics*. – Vol. 1. – 1974. – p. 39 – 49.
8. Ramona, Birau. *The Implications of Catastrophe Theory for Stock Market Forecasting* / Ramona Birau // *ARPN Journal of Science and Technology*. – Vol. 2 (5). – 2013. – p. 360 – 363.
9. Fischer Black. *Noise* / Fischer Black // *The Journal of Finance*. – Vol. 41(3). – 1986. – p. 529 – 543.
10. Бураков, Д. В. Ограниченная рациональность и теория шума Блэка / Бураков Д. В. // *Экономика и социум*. – № 4(13). – 2014.
11. Vaga, T. *The Coherent Market Hypothesis*/ Vaga T. // *Financial Analysts Journal*. – Vol. 46(6). – 1991. – p. 36 – 49.
12. Soros, George. *Fallibility, Reflexivity, and the Human Uncertainty Principle* / George Soros // *Journal of Economic Methodology*. – Vol. 20(4). – 2013. – p. 309 – 329.
13. Carrie, M. Thomas (2002). *Chaos Theory versus the Efficient Market Hypothesis in Financial Markets*, University of Tennessee Honors Thesis Projects, 30 p.
14. Williams, J. B. (1938). *The Theory Of Investment Value*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 613 p.
15. Sornette, D. *Stock Market Speculation: Spontaneous Symmetry Breaking of Economic Valuation*/ Sornette Didier // *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*. – Vol. 284 (1-4). – 2000. – p. 355 – 375.
16. Кейнс, Дж. М. *Общая теория занятости, процента и денег* // *Антология экономической классики*. – М.: ЭКОНОМ, Ключ, 1993. – 486 с.
17. Andrew, W. Lo. *The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective* / Andrew W. Lo // *Journal of Portfolio Management*. – Vol. 30 (5). – 2004. – p. 1 – 30.
18. Andrew, W. Lo. *Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis* / Andrew W. Lo // *The Journal of Investment Consulting*. – Vol. 7 (2). – 2005. – p. 21 – 44.
19. Prechter, Robert R. *Elliot waves, Fibonachy and Statistics* / Robert R. Prechter // *Socionomics*. – 2006. – p. 5.
20. Малишенко, К. *Основи "мутаційної теорії фондового ринку"* / К. Малишенко // *Ринок цінних паперів України*. – № 9 – 10. – 2013. – С. 17-22.
21. Sewell, Martin. *Behavioral Finance* / Martin Sewell // *University of Cambridge*. – 2010. – p. 1 – 13.
22. Barberis, Nicholas. *A Survey of Behavioral Finance* / Nicholas Barberis, Richard Thaler // *Handbook of the Economics of Finance*. – Vol. 1 (1). – Chapter 18. – 2002. – p. 1053-1128.
23. Ritter, Jay. *Behavioral finance* / Jay Ritter // *Pacific-Basin Finance Journal*. – Vol. 11 (4). – 2003. – p. 429– 437.
24. Kent, Daniel (1998). *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*/ Kent Daniel, David Hirshleifer, Avanidhar Subrahmanyam // *The Journal of Finance*. – Vol. 53 (6). – 1998. – p. 1839-1885.

## References

1. Bachelier, L. (1900). *Theorie de la speculation: Paris doctoral dissertation in mathematics*. *Annales Scientifiques de l'Ecole Normale Supererieuse*, Ser. 3, XVII: 21 – 86.
  2. Fama, E. F. (1965). *The behavior of stock – market prices*. *The Journal of Business*, Volume 38 (1): 90.
  3. Dombrovskiy, V. S. (2013) *Efficient market hypothesis as a modern concept of stock market*. *Actual problems of economics*, 1 (139), 14 –19.
  4. Pao L. Cheng (1971). *Portfolio Returns And The Random Walk Theory*. *The Journal of Finance*, Volume 26 (1), 11–30.
  5. Fama, E. F. (1970). *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. *Journal of Finance*, Volume 25 (2), 383 – 417.
  6. Burton, G. Malkiel (2003). *The Efficient Market Hypothesis And Its Critics*. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17 (1), 59-82.
-

- 
7. Zeeman, E. C. (1974). *On the unstable behaviour of stock exchanges*. *Journal of Mathematical Economics*, Volume 1, 39 – 49.
  8. Birau, R. (2013). *The Implications of Catastrophe Theory for Stock Market Forecasting*. *ARNP Journal of Science and Technology*, Volume 2 (5), 360 – 363.
  9. Black, F. (1986). *Noise*. *The Journal of Finance*, Volume 41(3), 529 – 543.
  10. Burakov, D. V. (2014) *Ogranichennaya racyonalnost y teoria shuma Bleka*. "Economika y Socium", № 4(13).
  11. Vaga, T. (1991). *The Coherent Market Hypothesis*. *Financial Analysts Journal*, Volume 46(6), 36 – 49.
  12. Soros, G. (2013). *Fallibility, Reflexivity, and the Human Uncertainty Principle*, *Journal of Economic Methodology*, Volume 20 (4), 309 – 329.
  13. Carrie, M. Thomas (2002). *Chaos Theory versus the Efficient Market Hypothesis in Financial Markets*. *University of Tennessee Honors Thesis Projects*, 30 p.
  14. Williams, J. B. (1938). *The Theory Of Investment Value*. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 613 p.
  15. Sornette, D. (2000). *Stock Market Speculation: Spontaneous Symmetry Breaking of Economic Valuation*. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, Volume 284 (1-4), 355 – 375.
  16. Keynes, J. M. (1993) *The General Theory Of Employment, Interest, And Money*. *Antologiya ekonomicheskoy klassiki, Moscva*, 486 p.
  17. Andrew, W. Lo (2004). *The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective*. *Journal of Portfolio Management*, Volume 30 (5), 1 – 30.
  18. Andrew, W. Lo (2005). *Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis*. *The Journal of Investment Consulting*, Volume 7 (2), 21 – 44.
  19. Prechter, Robert R. (2006). *Elliot waves, Fibonacci and Statistics*. *Socionomics*, 5 p.
  20. Malysenko, K. A. (2013) *Basis of "Mutation theory stock market"*. *Rynok cinnyh paperiv Ukrainy*, 9-10, 17-22.
  21. Sewell, M. (2010). *Behavioral Finance*. *University of Cambridge*.
  22. Barberis, N. (2002). *A Survey of Behavioral Finance*. *Handbook of the Economics of Finance*, 1 (1), 18, 1053 – 1128.
  23. Ritter, J. (2003). *Behavioral finance*. *Pacific-Basin Finance Journal*, , 11 (4), 429–437.
  24. Kent, D. (1998). *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*. *The Journal of Finance*, , LIII (6), 1839 – 1885.

**Стаття надійшла до редакції 17.05.2015 р.**