



МУРАТ КУРАШИНОВ

## «ЭФФЕКТ СРЕДЫ», ИЛИ НАЦИОНАЛЬНАЯ ЧЕРТА РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

В статье выявляется ранее не известная российскому рынку ценных бумаг закономерность, которая по аналогии с «ЭФФЕКТОМ ПОНЕДЕЛЬНИКА» НА ЗАПАДНЫХ РЫНКАХ ПОЛУЧИЛА НАЗВАНИЕ «ЭФФЕКТ СРЕДЫ»; ДЕЛАЕТСЯ ПОПЫТКА ОБЪЯСНИТЬ ЕЕ ПРОЯВЛЕНИЕ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ.

### ЭМПИРИЧЕСКИЕ ЗАКОНОМЕРНОСТИ НА РЫНКАХ МИРА

Согласно теории эффективности рынка рыночная цена точно и своевременно отражает всю известную информацию и ожидания участников рынка. Так как рынок дает точную оценку ценным бумагам, они достаточно длительное время не могут переоцениваться, для того чтобы можно было извлечь прибыль. Из этой теории также следует, что прошлые данные никак не могут повлиять на будущие цены, следовательно, их изучение с помощью фундаментального или технического анализа совершенно бесполезно.

Однако в результате исследований были выявлены некоторые эмпирические закономерности (*empirical regularities*) поведения обыкновенных акций. Другими словами, было установлено существова-

ние сезонных циклов, или аномалий (*anomalies*), в доходности акций.

По мнению Уильяма Шарпа, «такие циклы должны быть малозаметны (если вообще существуют), поскольку они никак не учитываются традиционными моделями формирования цен»<sup>1</sup>.

Первоначально под «эффектом дня недели» понимали «эффект выходного дня», или, как его еще часто называют, «эффект понедельника». Впервые он был обнаружен Кеннетом Френчем (*Keneth French*) в 1980 г. при изучении внутридневной доходности акций на Нью-Йоркской фондовой бирже<sup>2</sup>. Исследование проводилось в 1953–1977 гг. К. Френч назвал «эффектом выходного дня» явление, при котором доходность акций в понедельник была значительно ниже нуля, а в остальные дни недели заметно выше.

В 1988 г. Джозеф Лаконишок (*Josef Lakonishok*) и Сеймур Смитд (*Seymor*

*Smidt*) протестировали на наличие «эффекта выходного дня» промежуток в 90 лет — с 1897 по 1987 г.<sup>3</sup> Как и К. Френч, они выявили наличие «эффекта выходного дня»: значение доходности в понедельник было значительно меньше нуля. «Эффект выходного дня» также присутствует в доходностях фьючерсов, корпоративных облигаций и ценных бумаг правительства США.

В настоящее время термины «эффект выходного дня» и «эффект понедельника» используются одними исследователями как синонимы, а другими как разные понятия.

В работах Френча, Лаконишока и Смитда доходность акций вычислялась по формуле:

$$R_t = ((P_t - P_{t-1}) + D_t) / P_{t-1},$$

где  $P_t$  и  $P_{t-1}$  — цены закрытия дней  $t$  и  $t - 1$ , а  $D_t$  — сумма дивидендов, выплаченных в день  $t$ .

<sup>1</sup> Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 2003. С. 531.

<sup>2</sup> French K. R. Stock Returns and the Weekend Effect // Journal of Financial Economics. 1980. March.

<sup>3</sup> Lakonishok J., Smidt S. Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety Year Perspective // The Review of Financial Studies. 1988. № 1. P. 403–425.

Таким образом, изменение цены акций в понедельник включало в себя изменение цены акций как в первый день недели, так и в выходные дни. Поэтому при использовании понятия «эффект выходного дня» было неясно, изменение цены акций происходит в период с момента закрытия в пятницу до открытия в понедельник или с момента открытия в понедельник до закрытия в понедельник. Это привело к тому, что термин «эффект понедельника» употреблялся как синоним понятия «эффект выходного дня».

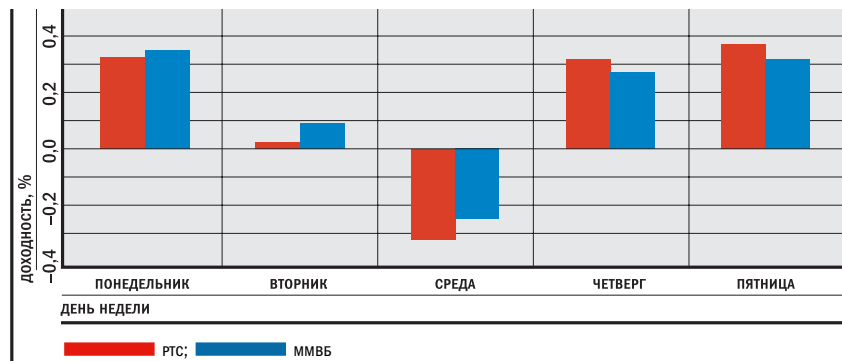
Календарные аномалии были выявлены не только на фондовом рынке США. Исследования на Токийской фондовой бирже, крупнейшей бирже за пределами США, подтвердили наличие большинства перечисленных аномалий и в Японии. В частности, присутствие «эффекта дня недели» нашло отражение в работах Джеффри Джеффа (*Jeffrey Jaffe*) и Рендольфа Вестерфилда (*Randolph Westerfield*)<sup>5</sup>, Кйюши Като (*Kiyoshi Kato*), Сандры Шварц (*Sandra Schwartz*) и Вильяма Зиэмба (*William Ziemba*)<sup>6</sup>. На Токийской

ровой капитализации акций. Исследование подтвердило наличие «эффекта дня недели» на большинстве развитых рынков, однако проявляется он в разные дни: «эффект выходного дня» (средняя отрицательная доходность с момента закрытия рынков в пятницу до открытия в понедельник) наблюдается в США, Великобритании, Канаде, Германии, Италии, Бразилии; «эффект вторника» (средняя отрицательная доходность с момента закрытия рынков в понедельник до закрытия во вторник) — в Японии, Франции, Австралии, Гонконге, Бельгии, Сингапуре; «эффект пятницы» (самая высокая из 5 торговых дней доходность, приходящаяся на период с закрытия в четверг до закрытия в пятницу) наблюдается почти на всех рынках.

ДОХОДНОСТЬ ИНДЕКСОВ ПО ДНЯМ НЕДЕЛИ (ОТ ЗАКРЫТИЯ ДО ЗАКРЫТИЯ), %

Индекс	Понедельник	Вторник	Среда	Четверг	Пятница
РТС	0,31	0,02	-0,30	0,30	0,35
ММВБ	0,33	0,09	-0,24	0,26	0,30

СРЕДНЯЯ ДОХОДНОСТЬ ИНДЕКСОВ ПО ДНЯМ НЕДЕЛИ



Ясность в употребление данных определений внес Ричард Рогальский (*Richard Rogalski*), который в 1984 г. провел исследование фондового рынка США за период с 1974 по 1984 г.<sup>4</sup> Он разделил доходность понедельника на доходность неторгового периода (*returns into a non-trading period*) (с открытия в пятницу до открытия в понедельник) и в торговый период (*returns into a trading period*) (с открытия в понедельник до закрытия в понедельник). Выяснилось, что доходность неторгового периода в понедельник отрицательная, в то время как доходность торгового периода в понедельник положительная и не отличается существенно от доходности в остальные дни недели.

Таким образом, наблюдаемый эффект отрицательной доходности приходится на период с закрытия торгов в пятницу до открытия в понедельник, следовательно, правильнее использовать термин «эффект выходного дня», а не «эффект понедельника».

фондовой бирже «эффект дня недели» проявил себя в том, что во вторник средняя доходность акций была отрицательной, как и в понедельник, и ниже, чем в первый день недели («эффект вторника»).

В 1989 г. Джефф, Вестерфилд и Ма выявили «эффект выходного дня» в Канаде и Великобритании, а также зафиксировали тот факт, что в Австралии доходность акций во вторник отрицательная и ниже, чем в понедельник<sup>7</sup>. Исследование показало, что во всех анализируемых странах средняя доходность в пятницу выше, чем в любой другой день недели («эффект пятницы»).

В одном из последних исследований, посвященных выявлению календарных аномалий, Ануп Агравал (*Anup Agrawal*) и Кишоре Тендон (*Kishore Tandon*) провели широкомасштабный анализ на рынках акций 19 стран мира<sup>8</sup>, которые в совокупности представляли 95% всей ми-

### «ЭФФЕКТ СРЕДЫ» НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Автором статьи было проведено исследование российского рынка акций на наличие такого рода аномалий. Для этого были использованы два самых широко распространенных индекса — РТС и ММВБ. По индексу РТС анализ проводился с 1 августа 1998 г. по 31 августа 2004 г., по индексу ММВБ — с 1 июля 1999 г. по 31 августа 2004 г. Доходность за торговый период вычислялась по формуле:

$$R_t = (P_{\text{закр.}t} - P_{\text{закр.}t-1}) / P_{\text{закр.}t-1},$$

где  $P_{\text{закр.}t}$  — уровень закрытия индекса в день  $t$ ;  $P_{\text{закр.}t-1}$  — уровень закрытия индекса в день, предшествующий дню  $t$ .

Результаты расчетов представлены в таблице и на рисунке.

На рисунке видно, что пятница — самый доходный день недели. В этом российский рынок похож на большинство западных рынков. Но на российском рынке ценных бумаг проявляется своеобразная национальная особенность: средняя доходность среды существенно ниже, чем исторические доходности прочих рабочих дней недели. Более того, она заметно ниже нуля, при том что доходность во все остальные дни недели положительная. Это дает основание говорить о наличии ярко выраженного «эффекта среды» на российском фондовом рынке. Интересно то, что ни на одном из западных рынков

<sup>4</sup> Rogalski R. New Findings Regarding Day-of-the-Week Returns over Trading and Non-Trading Periods // Journal of Finance. 1984. December. № 39. P. 1609–1614.

<sup>5</sup> Jeffrey J., Westerfield R. Patterns in Japanese Common Stock Returns: Day of the Week and Turn of Year Effects // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1985. June. № 2. P. 263.

<sup>6</sup> Kiyoshi K., Schwartz S., Ziemba W. Day of the Week Effects in Japanese Stocks // Japanese Capital Markets. P. 249–281.

<sup>7</sup> Jeffrey J., Westerfield R., Ma C. A Twist on the Monday Effect in Stock Prices: Evidence from the U. S. and Foreign Stock Markets // Journal of Banking and Finance. 1989. September. № 4–5. P. 641–650.

<sup>8</sup> Agrawal A., Tandon K. Anomalies or Illusions? Evidence from Stock Markets in Eighteen Countries // Journal of International Money and Finance. № 13. P. 83–106.

такого эффекта не наблюдается.

Логически объяснить «эффект среды» очень трудно. По сути, и на Западе не существует вразумительного толкования проявления «эффекта выходного дня».

Хочется выдвинуть гипотезу, основанную на трейдерском опыте автора. Известно, что большинство дей-трейдеров — непрофессионалы. Правоммерно предположить, что торгуют они примерно одинаково, тем самым влияя на психологию рынка. Исходя из этого, можно построить психологический 5-дневный цикл:

**Понедельник.** Новая неделя, новые силы (психологический фактор), позитивный настрой на рынок (следует отметить, что за анализируемый период общий на-

строй на рынок был «бычьим»), начало покупок акций — движение рынка вверх. После периода преимущественного движения в определенном направлении рынок становится более уязвимым для коррекции.

**Вторник.** По мере развития тренда возрастают убытки трейдеров, держащих позиции против тренда. Большинство из них признают себя побежденными и, закрывая позиции, «двигают» рынок еще дальше.

**Среда.** Более успешные трейдеры, играющие в направлении тренда, начинают фиксировать прибыль. Другие участники рынка, обеспокоенные возможной потерей текущей прибыли, ликвидируют свои позиции при первом признаке разворота тренда. Рынок дает коррекцию.

**Четверг.** Коррекция тренда позволяет войти в рынок уверенным в тренде трейдерам.

**Пятница.** К уверенным трейдерам присоединяются те, кто сомневался в тренде в среду, и «двигают» рынок еще выше.

**Понедельник.** Новая неделя, новые мысли и силы...

В заключение хотелось бы вспомнить слова Д. Швагера: «...Циклы могут быть очень полезны как один из элементов информации, используемой при принятии торговых решений, но на них никогда не следует полагаться как на единственный источник подобных решений»<sup>9</sup>. ■

<sup>9</sup> Швагер Д. Д. Технический анализ. М.: Альпина, 2001. С. 609.

## КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

**Николай Баранов**

аналитик «РН-Финанс»

Исследования российского фондового рынка проводила и инвестиционная компания «Еврофинансы». В результате использованной методики больше всего аномалий было выявлено в четверг. Вряд ли следует искать на российском рынке закономерности, которые значительно расходились бы с мировой практикой. Каждая методика дает свои результаты. Но даже если результаты различных методик похожи, их главным фактором может стать случайность. Недаром исследования поведения наиболее ликвидных бумаг на рынке (акций РАО «ЕЭС России» и ЛУКОЙЛа) за тот же период не подтвердили статус четверга как напряженного дня.

Что касается интерпретации автором статьи «эффекта среды», то здесь имеются некоторые вопросы. Безусловно, большинство трейдеров не являются профессионалами, но и их портфели слишком малы по сравнению

с портфелями профессиональных трейдеров, для того чтобы оказывать серьезное влияние на рынок. Говорить о понедельнике как о дне «новых сил», на мой взгляд, неверно, поскольку даже не влияющие на рынок непрофессионалы принимают решения относительно своего портфеля на основе определенного анализа, а не вслепую. Даже если такой основой станут новости, в любом случае привязки к конкретному дню недели не существует. Нет закономерного уровня корреляции между днем недели и потоком выхода важных новостей, так же как и нет логики в составлении расписания дня трейдера исходя из статистики по дням недели.

Безусловно, определенные закономерности рынку присущи. В конце недели торговля протекает более активно, собственно, как и во всем мире. Летний период чаще всего менее волатильный, хотя лето 2004 г. стало исключением. Это в очередной раз свидетельствует о том, что не следует рассматривать статистику как надежный инструмент планирования или прогнозирования рынка. ■

**ПОДПИСКА 2005**

**ЖУК** ЖУРНАЛ  
УПРАВЛЕНИЕ  
КОМПАНИЕЙ

Индексы для подписки на почте: 79969, 38620

Подписка в редакции: тел. (095) 785-81-05, 785-81-00,

e-mail: sub\_zhuk@rcb.ru

ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ ЖУРНАЛ ДЛЯ СОБСТВЕННИКОВ И РУКОВОДИТЕЛЕЙ КОМПАНИЙ

**www.ZHUK.net**