

УДК 336.76.066
JEL G14

М. А. Ліпич

Аномалії ціноутворення на фондовому ринку України

Здійснено аналіз аномалій ціноутворення на фондовому ринку України. Виокремлено дві групи аномалій – фундаментальні та технічні, залежно від методів, на основі яких можна сформуувати інвестиційну стратегію з надринковою дохідністю. Охарактеризовано кожну з груп аномалій, виділено їх особливості. Розвинуто методологію виявлення кожного з ефектів. Підтверджено вплив на українському фондовому ринку таких аномалій як «ефект сезонності», «ефект вартості та «ефект інертності». «Ефект розміру» виявлено лише у короткостроковому періоді. Спростовано дію «ефекту дрейфу цін» та «ефекту лідера-аутсайдера». Зроблено висновок про доцільність подальшого дослідження чинників, які викликають аномалії ціноутворення фондового ринку.

Ключові слова: ціноутворення, аномалії фондового ринку, ефект сезонності, ефект дрейфу цін, ефект інертності, ефект лідера-аутсайдера, ефект вартості, ефект розміру.

Традиційно ціноутворення на фондовому ринку пояснюють за допомогою принципів неокласичних моделей ризику-дохідності Г. Марковіца, У. Шарпа [12]. Концепції вчених базуються на науковій гіпотезі інформаційної ефективності фондового ринку, яка полягає в тому, що ціни завжди і повністю відображають усю доступну інформацію на ринку, тому немає можливості отримати безризиковий дохід [6]. Проте емпіричні дослідження фондових ринків виявили присутність таких активних інвестиційних стратегій, які приносять дохід вище ринкового та не можуть бути пояснені жодною з моделей. Ці стійкі концепції у науковій літературі називають аномаліями.

Питаннями виявлення аномалії на американському фондовому ринку займалися такі вчені: В. Бернард, В. Де Бонд, Н. Джегедіш, М. Райнгенум, Р. Тейлер, Ш. Тітман, Дж. Томас, П. Хайнен та ін. [1-6], на російському – М. І. Кантолинський, В. М. Архіпов [8; 10], на українському – А. Баторшина, В. Петрущак, які досліджували один з видів аномалій – «календарний ефект» [7; 9].

Попри значний внесок у вивчення природи та причин аномалій на фондових ринках інших країн подальшого комплексного дослідження потребують аномалії українського ринку.

Метою статті є виявлення та аналіз аномалій ціноутворення на фондовому ринку України.

Розглянувши дослідження аномалій різними вченими, пропонуємо виокремити їх у дві групи, залежно від методів, на основі яких формуються інвестиційні стратегії з доходом, вище ринкового:

- аномалії технічного аналізу;
- аномалії фундаментального характеру.

Аномалії технічного аналізу передбачають можливість застосування циклічних і трендових моделей для оцінки майбутньої зміни ціни. Аномалії технічного характеру базуються на короткостроковому продовженні тенденцій. Присутність ефектів на ринку суперечить ефективним моделям ціноутворення, оскільки, згідно з останніми, дохідність цінних паперів змінюється випадково. Зміст аномалій і відповідні технічні чинники, які їх зумовлюють представлено в табл. 1.

Аномалії фундаментального характеру полягають у тому, що при використанні певних показників діяльності компанії можна отримати надринковий дохід.

© М. А. Ліпич 2015.

Таблиця 1

Аномалії технічного характеру

Технічний чинник	Назва аномалії	Суть аномалії
Короткострокова тенденція цін	Ефект інертності (momentum effect) [4]	Передбачає можливість отримання доходу від застосування стратегії купівлі цінних паперів з високою дохідністю та продажу цінних паперів, які у минулій короткостроковій перспективі мали низьку дохідність
Оголошення інформації про: дохідність компанії; виплату дивідендів	Ефект «дрейфу» цін (Event-drift) [1]	Нова інформація відображається на ціні не відразу, а протягом певного періоду
Період здійснення операцій	Сезонні аномалії: «Ефект місяця» «Ефект дня тижня» [3]	Дохідності фінансових активів показують циклічну поведінку у певні періоди часу. Висока дохідність цінних паперів у певний місяць порівняно з іншими місяцями. Дохідність цінних паперів в один з днів тижня показує аномальні прибутковості порівняно з іншими днями тижня

Складено автором на основі [1; 3-4].

Причому цей дохід пов'язаний не з ризиком, а з врахуванням типових помилок недооцінки та (або) переоцінки інвесторами певних компаній. Зміст аномалій і відповідні їм фундаментальні чинники представлено в табл. 2. Виявлення цих ефектів ставить під сумнів гіпотезу ефективного ринку, оскільки на основі загальнодоступної інформації можна побудувати стратегії, які дозволяють отримувати дохідність вищу, ніж середньоринкова.

Для перевірки присутності «ефекту інертності» на українському фондовому ринку розглянемо ціноутворення 20-ти найбільш ліквідних акцій, торгівля яким здійснювалася щоденно впродовж 2009-2013 рр. Цінні папери було згруповано у портфелі залежно від середньгеометричної дохідності впродовж періоду

Таблиця 2

Аномалії фундаментального характеру

Фундаментальний чинник	Назва аномалії	Зміст аномалії
Довгострокова дохідність цінних паперів у попередніх періодах	«Ефект лідера-аутсайдера» (winner-loser effect)[2]	Сформовано портфелі з акцій компаній, які протягом трьох років були найбільш і найменш успішними. Дохідність вкладень у фінансові активи компаній-«аутсайдерів» протягом трьох наступних років була значно вища, ніж дохідність компаній-лідерів
Капіталізація компанії на ринку	«Ефект розміру» (sizeeffect) [5]	Виявлено негативну кореляцію між дохідністю фінансового активу і капіталізацією фірми на фондовому ринку. Тобто малі компанії отримують вищу дохідність порівняно з великими
Показники зваженої ціни: – ціна / балансова вартість – ціна) прибуток	«Ефект вартості» (valueeffect) [2]	Знайдено зворотну залежність між фундаментальними показниками та очікуваною дохідністю цінних паперів. Зокрема, дохідність фінансових активів росту (з високим значенням відношення «ціна/прибуток на акцію») є меншою, ніж «вартісних» активів (з низьким значенням)

Складено автором на основі [2; 5].

формування, тобто минулих трьох, шести і 12-ти місяців. Датою порівняння дохідностей був січень 2013 р. Цінні папери, дохідність яких була вища ринкової (дохідності індексу PFTS) впродовж періоду формування, створюють «виграшний» портфель, цінні папери, дохідність яких була нижче ринкової, – «програшний». Стратегія інертності інвестора полягала в «короткому» продажі цінних паперів «програшних компаній» і володінні «виграшними» впродовж відповідного періоду.

Щоденні дохідності індексів обчислено на основі припущення, що вони слідуєть геометричному випадковому процесу. Позначимо як I_t, I_{t-1} , – ціну закриття індексу PFTS у час t і $t-1$ відповідно. Дохідність активу R_t між датами $t-1$ і t визначимо як різницю натуральних логарифмів індексу останнього періоду відносно попереднього за формулою:

$$R_t = \ln\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right) \times 100. \quad (1)$$

Як свідчать результати обчислень (табл. 3), на українському фондовому ринку присутній «ефект інертності», оскільки стратегія продажу «програшного» портфеля та купівля «виграшного» дозволяє отримувати дохідність вищу, ніж середньоринкова. Найбільш дохідними були стратегії 12-ти місяців періоду формування. Зокрема, дохідність у випадку володіння акціями впродовж трьох місяців склала 107,18%, 6 місяців – 102,01% та стратегії 3 місяці–6 місяців (105,4%) і 6 місяців–6 місяців (107,4%). Проте варто зазначити, що ці стратегії

Таблиця 3

Оцінка ефекту інертності» на українському фондовому ринку

Період формування	Портфель	Дохідність за період володіння			
		3	6	9	12
3	«Виграшний» портфель	104,46%	92,96%	81,99%	79,86%
	«Програшний» портфель	99,05%	82,64%	79,24%	85,39%
	Дохідність стратегії	105,40%	110,33%	102,75%	94,47%
6	«Виграшний» портфель	103,14%	92,25%	75,75%	79,46%
	«Програшний» портфель	101,64%	84,84%	89,62%	85,31%
	Дохідність стратегії	101,50%	107,40%	86,13%	94,15%
9	«Виграшний» портфель	104,56%	91,43%	75,52%	79,29%
	«Програшний» портфель	100,90%	87,44%	85,81%	83,82%
	Дохідність стратегії	103,66%	103,99%	89,70%	95,47%
12	«Виграшний» портфель	106,18%	90,22%	77,26%	81,05%
	«Програшний» портфель	99,01%	88,21%	84,96%	82,46%
	Дохідність стратегії	107,18%	102,01%	92,29%	98,60%
	Середньоринкова дохідність (PFTS)	106%	88%	84%	93%

Розраховано автором за допомогою пакету програм MS Excel.

є неефективними на українському фондовому ринку для періоду володіння 9-12 місяців. Результати дослідження збігаються з дослідженнями розвинених ринків та ринків, що розвиваються [6].

Для виявлення присутності «ефекту дрейфу цін» на українському ринку проводилося дослідження реакції цін акцій 20 компаній на оголошення річного результату у 2013 р. за попередній рік.

Надмірну дохідність R_n порівняно з ринковою дохідністю розраховуємо як різницю між фактичною R_t та теоретичною дохідністю R_t . Теоретичну дохідність обчислимо на основі ринкової моделі У. Шарпа за період 60 днів після оголошення результатів за формулою:

$$R'_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon, \quad (2)$$

де: R'_i – теоретична дохідність i -того цінного паперу в період t ;

R_m – ринкова дохідність індексу $PFTS$;

α_i та β_i – параметри ринкової моделі.

На українському ринку оголошення фінансових результатів компаній не приводить до значних коливань ціни на їх цінні папери, про що свідчать значення кумулятивної надринкової дохідності 20 акцій CAR'_i до та після оголошення інформації (рис. 1).



Рис. 1. Кумулятивна надлишкова дохідність цінних паперів українського фондового ринку при оголошенні новин

Розраховано автором за допомогою пакету програм MS Excel.

Максимальний стрибок надлишкової дохідності спостерігається до оприлюднення звітності. Це пов'язано з низьким рівнем free-float акцій. Як правило, один акціонер володіє до 90% акцій та ознайомлений з фінансовими звітами до дати оголошення. Тому можемо зробити висновок, що оприлюднення фінансової звітності не викликає «ефекту дрейфу цін», що пов'язано з асиметричністю розподілу інформації між інвесторами.

Присутність сезонних аномалій технічного характеру на українському фондовому ринку виявимо за допомогою тестів «ефекту місяця» та «ефекту дня тижня». Для перевірки щоденної сезонності дохідностей фондового ринку побудуємо регресію за формулою:

$$R_t = \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \beta_4 D_4 + \beta_5 D_5 + \varepsilon, \quad (3)$$

де: $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_5$ – параметри;

D_1, D_2, \dots, D_5 – фіктивні змінні для понеділка, вівторка, середи, четверга та п'ятниці (тобто, $D_1=1$, якщо t – понеділок, в іншому випадку – 0);

ε – залишки [6].

Аналіз здійснювався за 2002-2013 рр. окремо у докризовий (2002-2008 рр.) і посткризовий (2009-2013 рр.) період на базі даних щоденних індексів ПФТС [11]. На фондовій біржі ПФТС торгівля здійснюється від понеділка до п'ятниці.

Таблиця 4

Ефект дня тижня щоденної дохідності ПФТС

Дохідність	Докризивий період	Ймовірність	Посткризовий період	Ймовірність
Понеділок	0,16%	0,177	0,06%	0,5466
Вівторок	-0,09%	0,404	0,06%	0,5754
Середа	0,18%	0,093	0,06%	0,5239
Четвер	0,15%	0,188	0,02%	0,8106
П'ятниця	0,16%	0,161	-0,12%	0,0446

Розраховано автором за допомогою програми Eviews.

Якщо попередній день був неторговельним, дохідність обчислювалася порівняно з останнім днем проведення торгів.

Аналіз результатів дає можливість стверджувати про присутність «ефекту дня» на фондовому ринку України (табл. 4). Зокрема, варто відзначити статистичну значимість з ймовірністю 90% «ефекту середи», коли дохідність у цей день тижня є вищою, ніж у інші дні. Проте цей ефект зникає у посткризовому періоді і з'являється статистично значимий з ймовірністю 95% «ефект п'ятниці», коли дохідність п'ятниці є меншою, ніж у інші дні. Варто зазначити, що емпіричні дослідження науковців розвинених ринків і ринків, що розвиваються, виявляли протилежну ситуацію – аномально позитивну дохідність у п'ятницю [6]. Тобто календарні ефекти залежать від особливостей перебігу процесів торгівлі на конкретному фондовому ринку та свідчать про відмінності в структурі надання інформації протягом робочих днів.

Присутність «ефекту місяця» у загальній, докризовий та посткризовий періоди досліджувалася за допомогою регресії:

$$R_t = \beta_1 M_1 + \beta_2 M_2 + \beta_3 V_3 + \dots + \beta_{12} D_{12} + \varepsilon, \quad (4)$$

де: $\beta_1, \beta_2 \dots \beta_{12}$ – параметри;
 M_1, M_2, \dots, M_{12} – фіктивні змінні для місяців;
 ε – залишки.

Отримані коефіцієнти регресії свідчать про присутність аномалії січня, з високою дохідністю в перший місяць у докризовий період та низькою в останній місяць загального періоду (табл. 5). Аналогічні ефекти були виявлені

Таблиця 5

Ефект місяця щомісячної дохідності ПФТС

Дохідність	Докризивий період	Ймовірність	Посткризовий період	Ймовірність
Січень	14,77%	0,004	1,02%	0,84
Лютий	4,52%	0,331	2,74%	0,588
Березень	9,43%	0,045	2,84%	0,575
Квітень	1,15%	0,805	4,22%	0,405
Травень	5,02%	0,281	5,39%	0,288
Червень	1,78%	0,702	-3,96%	0,434
Липень	-1,28%	0,783	-3,73%	0,461
Серпень	-3,16%	0,496	4,43%	0,382
Вересень	-2,81%	0,545	-4,93%	0,331
Жовтень	-2,72%	0,558	-2,53%	0,617
Листопад	0,84%	0,856	-1,70%	0,737
Грудень	1,83%	0,693	0,78%	0,877

Розраховано автором за допомогою програми Eviews.

різними вченими на розвинених ринках і ринках, що розвиваються. Цей факт пояснюється тим, що інвестори купують малодохідні цінні папери в грудні для зменшення податкових зобов'язань, а в січні продають такі цінні папери [6]. У посткризовому періоді «ефект місяця» зникає, про що свідчить статистична не значимість результатів. Найвища дохідність спостерігається у квітні-травні, низька дохідність – у літні місяці.

Розглянемо дію аномалій фундаментального характеру на українському ринку, зокрема «ефект лідера-аутсайдера». З акцій 20 компаній нами було сформовано чотири портфелі залежно від надринкової щомісячної дохідності у 2009-2011 рр. та оцінено їх надринкову дохідність у 2012-2014 рр. Компанії, дохідність яких була найвищою у 2009-2011 роках залишалася такою ж у наступному періоді (табл. 6).

Таблиця 6

«Ефект лідера-аутсайдера» на українському фондовому ринку

Портфелі	Компанія	Надринкова дохідність акції		Середня дохідність портфеля	
		2009-2011 рр.	2012-2014 рр.	2009-2011 рр.	2012-2014 рр.
1	CEEN	24,86%	1,19%	6,75%	-1,04%
	MSICH	3,81%	0,90%		
	UNAF	2,62%	-0,61%		
	SVGZ	1,31%	-5,05%		
	KVBZ	1,17%	-1,61%		
2	UTLM	0,56%	-3,13%	-0,58%	-0,53%
	AZST	0,18%	-0,57%		
	ZAEN	-1,07%	-0,46%		
	USCB	-1,26%	0,19%		
	DOEN	-1,30%	1,33%		
3	BAVL	-1,33%	0,34%	-1,58%	-2,24%
	STIR	-1,43%	-3,42%		
	ALMK	-1,52%	-3,75%		
	AVDK	-1,70%	-2,19%		
	ENMZ	-1,91%	-2,20%		
4	YASK	-2,05%	-3,07%	-5,26%	-2,47%
	PGOK	-2,19%	0,85%		
	FORM	-5,50%	-5,32%		
	SHCHZ	-8,27%	-2,61%		
	SHKD	-8,27%	-2,23%		

Розраховано автором за допомогою пакету програм MSExcel.

Для виявлення «ефекту розміру» на українському фондовому ринку сформовано чотири види портфелів залежно від капіталізації компанії у реєстрі біржі ПФТС на початок 2012 р. Далі обчислено середню щомісячну дохідність портфеля впродовж одного року та трьох наступних років.

Як свідчать результати дослідження, для однорічного періоду середня дохідність портфеля з найвищою ринковою капіталізацією – найнижча та становить $-2,46\%$, тоді як портфель найменших компаній отримував середню щомісячну дохідність $1,13\%$ (табл. 7). Упродовж трирічного періоду ефект є протилежним – великі компанії отримували вищу надринкову дохідність ($-0,61\%$) порівняно з малими ($-2,24\%$). Тобто аномалія розміру на українському ринку проявляється лише в короткостроковій перспективі.

Дослідження «ефекту вартості» на українському фондовому ринку здійснювалося шляхом формування портфелів залежно від співвідношення «ціна акції / прибуток на акцію» (табл. 8). Дохідність фінансових активів перших трьох груп знижувалася від максимального для компаній росту (з високим значенням відношення «ціна акції/прибуток на акцію») $0,30\%$ до мінімального значення

Таблиця 7

«Ефект розміру» на українському фондовому ринку

Портфелі	Компанія	Ринкова капіталізація	Надрикнова дохідність акції		Середня дохідність портфеля	
			2012 р.	2012-2014 рр.	2012 р.	2012-2014 рр.
1	CEEN	23,74%	-5,88%	-0,61%	-2,46%	-0,61%
	MSICH	10,05%	-5,24%	-3,13%		
	UNAF	6,91%	-0,60%	-0,57%		
	SVGZ	5,58%	2,74%	0,90%		
	KVBZ	4,87%	-3,31%	0,34%		
2	UTLM	3,73%	3,25%	1,19%	-0,04%	-0,76%
	AZST	3,69%	0,09%	0,85%		
	ZAEN	3,57%	-4,93%	-0,46%		
	USCB	3,26%	-0,69%	-3,75%		
	DOEN	3,16%	2,11%	-1,61%		
3	BAVL	2,56%	0,79%	0,19%	-1,79%	-2,67%
	STIR	1,44%	1,77%	-2,19%		
	ALMK	1,19%	-4,03%	-3,42%		
	AVDK	1,07%	-6,11%	-5,32%		
	ENMZ	1,02%	-1,39%	-2,61%		
4	YASK	0,89%	-0,43%	-2,20%	1,13%	-2,24%
	PGOK	0,78%	-1,12%	-5,05%		
	FORM	0,77%	1,56%	1,33%		
	SHCHZ	0,45%	0,72%	-3,07%		
	SHKD	0,43%	4,91%	-2,23%		

Розраховано автором за допомогою пакету програм MSExcel.

Таблиця 8

Ефект розміру на українському фондовому ринку

Портфелі	Компанія	Ціна/Прибуток	Надрикнова дохідність акції		Середня дохідність портфелю	
			2012 р.	2012-2014 рр.	2012 р.	2012-2014 рр.
1	CEEN	89,40	3,25%	1,19%	0,30%	-0,78%
	ALMK	9,00	-0,69%	-3,75%		
	UNAF	4,10	-5,88%	-0,61%		
	MSICH	3,60	2,74%	0,90%		
	KVBZ	3,10	2,11%	-1,61%		
2	ENMZ	2,90	-0,43%	-2,20%	-0,81%	-1,82%
	SVGZ	2,30	-1,12%	-5,05%		
	YASK	1,80	0,72%	-3,07%		
	BAVL	1,56	-3,31%	0,34%		
	PGOK	1,20	0,09%	0,85%		
3	STIR	-0,60	-4,03%	-3,42%	-2,78%	-2,39%
	FORM	-1,09	-6,11%	-5,32%		
	AVDK	-4,70	1,77%	-2,19%		
	ZAEN	-6,50	-4,93%	-0,46%		
	AZST	-11,40	-0,60%	-0,57%		
4	SHCHZ	-13,30	-1,39%	-2,61%	0,13%	-1,29%
	SHKD	-14,20	4,91%	-2,23%		
	UTLM	-18,10	-5,24%	-3,13%		
	DOEN	-24,60	1,56%	1,33%		
	USCB	-54,66	0,79%	0,19%		

Розраховано автором за допомогою пакету програм MSExcel.

-2,78% «вартісних» активів третьої. Аномально високою була надринкова дохідність компаній з найнижчим співвідношенням «ціна / прибуток», що свідчить про недооцінку таких компаній і дію «ефекту вартості».

Отже, на українському фондовому ринку присутні фундаментальні та технічні аномалії. Інвестиційні стратегії з використанням цих ефектів дозволяють отримувати дохідність, вищу за ринкову. Зокрема, серед фундаментальних аномалій присутній «ефект вартості», який свідчить про недооцінку «вартісних» компаній та, як наслідок, їх високу дохідність. «Ефект розміру» проявляється лише протягом року. «Ефект лідера-аутсайдера» на українському ринку не підтвердився та показав продовження довгострокових тенденцій компаній.

Серед технічних аномалій можна виділити сезонні аномалії – «ефект середи», «ефект січня». «Ефект інертності» виявлено для таких періодів формування/володіння, як 12/3, 12/6, 3/6, 6/6 місяців. «Ефект дрейфу цін» після оголошення річної фінансової звітності не підтверджено.

Таким чином, подальшого дослідження потребують вивчення причин існування цих ефектів на українському фондовому ринку.

Список використаних джерел

1. Bernard V. L., Thomas J. K. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings // *Journal of Accounting and Economics*. – 1990. – №13(4). – С. 305-340.
2. De Bondt W. F. M., Thaler R. Does the Stock Market Overreact? // *The Journal of Finance*. – 1985. – Vol. 40. – No. 3. – P. 793-805.
3. Heininen, P., Puttonen, V. Stock market efficiency in the transition economies through the lens of calendar anomalies. EACES 10th Conference “Patterns of Transition and New Agenda for Comparative Economics”, Higher School of Economics, Moscow, 2008. Russia. Retrieved from http://www.hse.ru/data/090/182/1235/Heininen_Puttonen_paper.pdf
4. Jegadeesh N., Titman S. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency // *Journal of Finance*. – 1993. – №48.
5. Reinganum M. R. Misspecification of capital asset pricing: Empirical anomalies based on earnings' yields and market values / M. R. Reinganum // *Journal of Financial Economics*. – 1981. – №9. – P. 19-46.
6. Islam S. M. N., Watanapalachaikul S. *Empirical Finance. Modelling and Analysis of Emerging Financial and Stock Markets*. Berlin: Springer-Verlag Heidelberg GmbH, 2005.
7. Баторшина А. Ф. Дослідження ефективності фондового ринку України / А. Ф. Баторшина // *Міжнародна економічна політика*. – 2006. – № 1(4). – С. 101-121.
8. Кантолинский М. И. Аномалии на фондовых рынках: определение и классификация / М. И. Кантолинский // *Вестник Финансовой академии*. – 2010. – №2. – С. 25-28.
9. Петрушак Б. М. Календарні ефекти та аномалії на українському фондовому ринку: теорія і практика / Б. М. Петрушак // *Світ фінансів*. – 2011. – №2(27). – С. 30-40.
10. Предпосылки введения количественных мер эффективности для ГЭР / В. М. Архипов, И. Ю. Захаров, В. В. Науменко, С. Н. Смирнов. – М.: Высшая школа экономики, 2007. – 40 с.
11. Інформація з Офіційного сайту «Фондова біржа ПФТС» [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.pfts.ua/>
12. Шарп У. *Инвестиции* / У. Шарп [Пер. с англ.]. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 1028 с.

References

1. Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1990). Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 13(4), 305-340.
2. De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, Vol. 40, Iss. 3, 793-805.
3. Heininen, P., & Puttonen, V. (2008). Stock market efficiency in the transition economies through the lens of calendar anomalies. Paper presented at EACES 10th Conference on Patterns of Transition and New Agenda for Comparative Economics, Higher School of Economics, Moscow, Russia, August 2008. Retrieved from http://www.hse.ru/data/090/182/1235/Heininen_Puttonen_paper.pdf
4. Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48.
5. Reinganum, M. R. (1981). Misspecification of capital asset pricing: Empirical anomalies based on earnings' yields and market values. *Journal of Financial Economics*, 9, 19-46.
6. Islam, S. M. N., & Watanapalachaikul, S. (2005). *Empirical Finance. Modelling and Analysis of Emerging Financial and Stock Markets*. Berlin: Springer-Verlag Heidelberg GmbH.

7. Batorshyna, A. F. (2006). Doslidzhennya efektyvnosti fondovoho rynku Ukrayiny [Research of the effectiveness of the stock market of Ukraine]. *Mizhnarodna ekonomichna polityka – International Economic Policy*, 1(4), 101-121. [in Ukrainian].
8. Kantolinskiy, M. I. (2010). Anomalii na fondovykh ryinkakh: opredeleniye i klassifikatsiya [Anomalies in the stock markets: definition and classification]. *Vestnik Finansovoy akademii – Bulletin of Financial Academy*, 2, 25-28. [in Russian].
9. Petrushchak B. M. (2011). Kalendarni efekty ta anomalii na ukrayins'komu fondovomu rynku: teoriya i praktyka [Calendar effects and anomalies in the Ukrainian stock market: Theory and practice]. *Svit finansiv – The World of Finance*, 27(2), 30-40. [in Ukrainian].
10. Arkhipov, V. M., Zakharov, I. Y., Naumenko, V. V., & Smirnov, S. N. (2007) *Predposylki vvedeniya kolichestvennykh mer effektivnosti dlya GER [Prerequisites of introduction of quantitative efficiency measures for EMH]*. Moscow: Higher School of Economics. [In Russian].
11. Stock Exchange PFTS (2014). Information from website. Retrieved from <http://www.pfts.ua/>
12. Sharpe, W. F. (1998). *Investitsii [The Investments]*. Moscow: Infra-M. [In Russian].

Lipych M. A. The Ukrainian stock market anomalies.

This article presents analysis of the stock market anomalies. It is considered the stock market anomalies as the market situation, when there are active investment strategies that brings extra profitability and cannot be explained by any asset pricing models. The author singles out two groups of the stock market anomalies: the fundamental anomalies and the technical anomalies, depending on the investment strategy, that brings extra profitability. The first group includes such effects as the momentum effect, the event-drift effect, the calendar effect. The second group includes such effects as the winner-loser effect, the size effect, the value effect. This article describes each of the groups of anomalies and their peculiarities are emphasized. This paper also analyzes the ways in which anomalies affect prices in the Ukrainian stock market. It is considered the methodologies of the anomalies survey. The “event study” of the market index PFTS has been used to identify the calendar effects. The revenue of the stock portfolios that depends on their P/E ratio has been estimated in order to identify the value effect. The author has evaluated the revenue of the stock portfolios according to their market capitalization to detect the size effect. The author has classified the stock portfolios rely on their short-term revenue to find the momentum effect and long-term revenue to find the winner-loser effect. It has been analyzed the abnormal returns before and after the earnings announcement to discover the event-drift effect. It is confirmed the impact on the Ukrainian stock market such anomalies as the calendar effect, the value effect and the momentum effect. It is revealed the size effect only in the short-term period. It is refuted the influence of the event-drift effect and the winner-loser effect in the Ukrainian stock market. It is drawn a conclusion that the anomalies have an impact on the asset pricing in the stock market. There is a need for the further research to identify the factors that caused the pricing anomalies in the Ukrainian stock market.

Key words: the stock market anomalies, the momentum effect, the event-drift effect, calendar effect, winner-loser effect, size effect, value effect.

Липуч Мирослава Анатоліївна – аспірант ДУ «Інститут регіональних досліджень ім. М.І. Долишнього НАН України» (e-mail: mlipuch@ukr.net).

Липуч Мирослава Анатоліївна – аспірант ДУ «Інститут регіональних досліджень ім. М.І. Долишнього НАН України» (e-mail: mlipuch@ukr.net).

Надійшло 10.02.2015 р.