

## ОТ ГИПОТЕЗЫ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФОНДОВОГО РЫНКА К ТЕОРИИ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ

Е.Б. Дорина\*

Статья посвящена анализу результатов исследований лауреатов Нобелевской премии 2013 г. в области экономики Юджина Фама, Ларса Питера Хансена и Роберта Шиллера, направленных на выявление посредством эмпирического анализа факторов неопределенности движения цен активов (акций и облигаций) в средне- и долгосрочной перспективе. Автор отмечает, что совокупный результат достижений лауреатов представляет большой научный и практический интерес в отношении понимания природы фондовых рынков и предсказуемости цен на активы.

Отмечается, что развитие фондовых рынков, весьма привлекательных в качестве объекта инвестирования, обусловило разработку ряда финансовых теорий и моделей, направленных на обеспечение потенциального инвестора необходимым инструментарием для разработки эффективных инвестиционных стратегий и минимизации инвестиционных рисков («гипотеза эффективного финансового рынка» и поведенческие финансы).

Сделан вывод о том, в последние годы в Беларуси проводится определенная работа по формированию нормативно-правовых и институциональных основ финансового рынка. Однако в стране в силу незавершенности переходного периода и незрелости рыночной среды отдельные механизмы и инструменты регулирования фондового рынка и рынка недвижимости не функционируют или функционируют недостаточно эффективно. По мере становления рыночных отношений, развития институтов финансового рынка, а также сближения институциональных условий для функционирования частной собственности, конкуренции, предпринимательского сектора рекомендации по эмпирическому анализу цен активов лауреатов Нобелевской премии в области экономики 2013 г. будут востребованы и применены при разработке государственной экономической политики в Республике Беларусь.

**Ключевые слова:** глобализация, финансовый рынок, фондовый рынок, эффективность, поведенческие финансы.

**JEL-классификация:** G02, G15, F23, F55.

Начало современного экономического кризиса было обусловлено рецессией на фондовых рынках, объединяющих капиталы различных институтов. Одной из главных особенностей развития фондовых рынков является глобализация.

Процесс глобализации существенно меняет характер финансовых рынков и их участников. Глобализация неизбежно влечет за собой рост ценовой и финансовой нестабильности, усиливая риски возникновения и распространения кризисов. Когда рынок становится глобальным, недостаточная прозрачность любого финансового рынка только расширяется (Иванюк, Богданов, 2013).

Глобализация с институциональной точки зрения, с одной стороны, это исторический процесс, эволюционно развивающийся, который обусловил приверженность стран, народов единым ценностям, обычаям и нормам поведения на основе единых культур, с другой – процесс, сопровождающийся растущей взаимозависимостью, разрушением национальных особенностей государств, научно-техническим, инновационным и инвестиционным превосходством транснациональных институтов в управлении мировой экономикой.

Наиболее глобальным является рынок ссудных капиталов, который сформировался на основе внедрения современных инфор-

\* Дорина Елена Борисовна (dogran@mail.ru), доктор экономических наук, зав. кафедрой национальной экономики и государственного управления Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).

мационных технологий, средств коммуникации и информации, либерализации национальных рынков. И как результат глобализации – гигантский рост объема финансовых потоков в мире (Станик, 2012).

Огромное значение приобретает информация, являясь одной из главных предпосылок глобализации финансовых рынков. Новейшие разработки в области сетевой экономики позволяют крупным инвесторам оказывать существенное влияние на экономические процессы как внутри отдельной страны, так и на мировую финансовую систему в целом, что делает стратегические прогнозы менее точными. Это наиболее актуально в отношении фондового рынка и рынка недвижимости. Особенное значение приобретают теоретические и прикладные исследования в сфере финансовых активов и оценки эффективности фондового рынка.

В этом отношении представляются весьма актуальными работы известных ученых, лауреатов Нобелевской премии 2013 г. в области экономики Юджина Фама, Ларса Питера Хансена и Роберта Шиллера, направленные на выявление посредством эмпирического анализа факторов неопределенности движения цен активов (акций и облигаций) в средне- и долгосрочной перспективе.

Несмотря на взаимную конструктивную критику, совокупный результат достижений лауреатов представляет большой научный и практический интерес в отношении понимания природы фондовых рынков и предсказуемости цен на активы. Это особенно важно для Беларуси – страны с малой открытой экономикой, подверженной активному влиянию как внутренних, так и внешних факторов.

Повышенное внимание к теоретическому исследованию проблем эффективности рынка и инвестиционной активности, предсказуемости поведения экономических агентов обусловлено тем, что осуществляется напряженная работа по интеграции белорусской экономики в мировую хозяйственную систему на основе усиления инновационного характера производственной деятельности, модернизации и структурной перестройки, привлечению эффективных

инвесторов, реструктуризации государственной собственности. Сегодняшняя экономическая ситуация требует серьезного внимания к стоимости производственных активов.

По сути, речь идет о новом качественном состоянии национальной экономики. Такой переход экономики Беларуси предопределяет значимость активизации инвестиционной деятельности, что, в свою очередь, требует институциональных изменений в структуре общественного производства, системе управления, образовании на основе знаний и информации. С учетом этого необходимо существенно преобразовать институциональные условия ведения бизнеса, сформировать благоприятный инвестиционный климат, осуществить прорыв в сфере использования современных информационно-коммуникационных и социальных коммуникаций на основе изучения воздействия социально-психологических и поведенческих факторов на формирование фондового рынка, который оказывает влияние на развитие практически всех сфер жизни общества. Данные процессы требуют адекватной научной интерпретации.

Развитие фондовых рынков, весьма привлекательных в качестве объекта инвестирования, обусловило разработку ряда финансовых теорий и моделей, направленных на обеспечение потенциального инвестора необходимым инструментарием для разработки эффективных инвестиционных стратегий и минимизации инвестиционных рисков. Здесь можно выделить «гипотезу эффективного финансового рынка» и теорию поведенческих финансов. Это обусловлено тем, что в условиях неопределенности и риска люди подвергаются влиянию ряда эмоций, ошибочного восприятия информации и коллективных действий.

В качестве примера иррационального поведения можно привести так называемый «эффект толпы». Специфическое воздействие, которое оказывает толпа на людей, было описано французским социологом Гюставом Ле Боном в 1895 г. в книге «Психология толпы». В 1841 г. Чарльз Маккей в книге «Воспоминания о чрезвычайных массовых заблуждениях и безумии толп» объяснил образование спекулятивных пу-

зырей на рынке эпизодическими вспышками массовой истерии. Наиболее известным примером такой истерии была калифорнийская «золотая лихорадка» 1849 г. Можно полагать, что резкие изменения цен происходят в моменты, когда рынок достигает максимальных и минимальных значений, связанных с поведением толпы (Maskay, 1996).

В применении к финансовым рынкам данный эффект получил название «информационный каскад». Инвестор принимает решение, наблюдая за действием большого количества других участников рынка и имитируя их. Финансовые рынки – это плод сознательной деятельности индивидуума, который по своей природе весьма непредсказуем, способен совершать индивидуальные ошибки, подвержен влиянию коллективных действий. Не меньший вклад в иррациональность поведения на рынке вносят и эмоциональные факторы, заложенные в самой природе человека. Именно они заставляют людей вести себя определенным образом в ситуациях, где неизбежно проявляется действие характерного фактора. Однако феномен рынка состоит в том, что вопреки всем возможным случайным колебаниям и отклонениям в действиях отдельных инвесторов он движется в направлении своей эффективности, подстегивая их к еще более интенсивной аналитической деятельности.

Ученые–специалисты в области финансовой науки, сталкиваясь с невозможностью объяснения многих явлений на финансовых рынках в рамках классических теорий, обратили внимание на взаимосвязь психологии и проблем рыночного поведения инвесторов. Выявлением данных факторов и изучением их воздействия на процесс принятия инвестиционно-финансовых решений занимаются представители теории поведенческих финансов. Данная теория находится на той стадии развития, которая свойственна всем вновь появившимся наукам, – формируется ее собственная парадигма. Поэтому в научной среде новую доктрину часто критикуют.

Так, одним из ее явных оппонентов является известный американский экономист Ю. Фама. Вместе с Кеннетом Френ-

чем он улучшил эмпирическую результативность модели оценки капитальных активов; ввел в нее две новые переменные: величину рыночной капитализации и отношение цены к балансовой стоимости.

Как основоположник теории эффективных рынков, он отрицательно относится к новым течениям, в которых опровергается предложенная им концепция эффективности. В 1998 г. Фама опубликовал ряд исследований, где раскритиковал позиции специалистов по поведенческим финансам и показал, что теория эффективных рынков все же «выдержала атаку аномалий» (Fama, 1998a, b), «выискиванием» которых, с его точки зрения, занимаются специалисты по поведенческим финансам.

Смысл «гипотезы эффективных рынков» состоит в том, что рыночная оценка активов отражает независимые оценки и ожидания всей массы инвесторов. Любая новая информация тут же отражается в цене актива. Если некоторые инвесторы ведут себя иррационально, рациональные игроки в этом случае имеют возможность для арбитража, а иррациональность проигрывает в конкурентной борьбе. Даже для наилучших инвесторов, в среднем, сложно установить факт их большей успешности на длительном интервале времени по сравнению с той доходностью, которую демонстрируют рыночные индексы,

Неэффективность рынка означает, что инвесторы не могут должным образом предугадать дальнейшее движение цен акций. Эффективный рынок – это рынок, на котором вся существенная информация немедленно и в полной мере отражается на рыночной курсовой стоимости ценных бумаг. Эффективный рынок существует гипотетически. Гипотеза эффективного рынка состоит в том, что он является эффективным в отношении какой-либо информации, если она сразу и полностью отражается в цене актива (Станик и др., 2012).

Считается, что рынок имеет слабую степень эффективности, если цены обращающихся на нем инструментов отражают только информацию, содержащуюся в динамике прошлых котировок. На таком рынке невозможно получить сверхприбыль, используя только данные об изменении

курсов ценных бумаг в предыдущих периодах. Глубокий статистический анализ данных об изменении цен не позволяет достаточно точно спрогнозировать их будущее поведение.

Если в текущих рыночных ценах находит отражение общедоступная информация, рынок обладает средней степенью эффективности. В этом случае становится невозможным получить сверхприбыль от обладания и такой информацией. Например, к средне эффективным относится Лондонская фондовая биржа. Исследования показывают, что на таких рынках любая новая общедоступная информация находит отражение в цене в день своего обнародования (опубликования), то есть она сразу становится известной всем участникам рынка, поэтому возможность монопольного владения и выгодного использования такой информации отдельными игроками практически исключена.

Сильная степень эффективности означает, что текущие рыночные цены отражают не только общедоступную, но и частную информацию. Выигрывает тот инвестор, который может на основе своей интуиции быстро принимать спонтанно правильные решения.

Таким образом, Фама доказал, что предыдущие цены активов не помогают предсказать на коротких отрезках времени будущие движения цен, а вся новая информация быстро учитывается рынком в цене активов. Поэтому на фондовом рынке нельзя заработать, если не рискуешь.

Эти концептуальные положения получили дальнейшее развитие в исследованиях Роберта Шиллера, автора трудов в области экономической теории поведенческих финансов, вице-президента Американской экономической ассоциации. Им опубликовано более 200 работ по экономике. Главным фактором в работах Шиллера, посвященным управлению рисками во многих областях экономики и финансов, является волатильность — понятие, используемое для обозначения всего, что происходит неожиданно. Он также предложил новые финансовые инструменты для хеджирования рисков, связанных с жильем, трудовым доходом, колебаниями ВВП и занятости в

экономике (Шиллер, 2013; Акерлоф, Шиллер, 2010).

В отличие от Юджина Фама, Шиллер исследовал возможность прогнозирования движения цен на активы в долгосрочном периоде и является соавтором индекса Кейс–Шиллера, который считается главным индикатором уровня цен на недвижимость в США.

Роберт Шиллер поставил под сомнение предположение о рациональном поведении инвесторов. Как показал ученый, психологические мотивы могут усиливаться благодаря эффектам группового поведения. Иррациональные инвесторы склонны учитывать мнение других участников и смену настроений игроков. Такой подход позволил объяснить феномены избыточной волатильности цен и другие аномалии финансовых рынков.

Благодаря своим исследованиям, Шиллер стал одним из создателей нового научного направления — поведенческих финансов, находящегося на стыке экономики и социальной психологии. Его эмпирической основой являются, помимо статистики рынков, опросы участников и социологические обследования. Поведенческая экономика — это область экономики, которая изучает влияние социальных, когнитивных и эмоциональных факторов на принятие экономических решений отдельными лицами и учреждениями и последствия этого влияния на рыночные переменные (цены, прибыль, размещение ресурсов). Основным объектом изучения поведенческой экономики являются границы рациональности экономических агентов. Поведенческие модели, исследуемые в поведенческой экономике, чаще всего совмещают достижения психологии с неоклассической экономической теорией, охватывая ряд концепций, методов и сфер исследования. Специалисты по поведенческой экономике интересуются не только происходящими на рынке явлениями, но и процессами коллективного выбора, которые также содержат элементы когнитивных ошибок и эгоизма при принятии решений экономическими агентами.

Р. Шиллер пытался понять предсказуемость рынка на длинных промежутках

времени. Он выяснил, что цены акций более волатильны, чем фундаментальные факторы, лежащие в основе колебаний, например дивиденды. Цены акций меняются быстрее, чем должны были бы исходя из учета имеющейся рыночной информации. Это означает, что в какой-то момент бумаги относительно дешевы, а в какой-то – относительно дороги.

Соответственно, если акции недооценены, их можно покупать, будучи в значительной степени уверенными в том, что они подорожают до разумного уровня. Волатильность на рынках объясняется иррациональностью поведения инвесторов. В силу разных причин инвесторы в массе могут быть слишком оптимистичны или слишком пессимистичны по поводу отдельных акций или рынка в целом. Получается, что разумный инвестор, не идущий на поводу у эмоций и собственной иррациональности, может более или менее предсказуемо зарабатывать на рынке.

На основе идей Шиллера построена деятельность индексных или инвестиционных фондов, вкладывающих деньги инвесторов сразу в десятки или даже сотни акций, чтобы отслеживать движения и настроения рынка в целом. Инвесторы могут покупать паи таких фондов и не задумываться о судьбе каждой конкретной акции, входящей в индекс.

Одно из направлений исследования Роберта Шиллера посвящено идентификации пузырей на фондовом рынке. Слово пузырь, по-английски «bubble», это научный термин, который означает, что цены на какой-то актив, например на акции или на недвижимость, отклоняются от его фундаментального значения.

Феномен пузырей на финансовых рынках широко обсуждается в экономической литературе в течение последних десятилетий. Интерес к этому феномену стал еще значительнее, когда финансовые пузыри, лопнув летом 2008 г., запустили механизм мирового финансового кризиса (Денежкина и др., 2012. С. 16–17).

Своевременное выявление таких явлений в сфере финансов и недвижимости актуально для Беларуси, что позволяет не только принять правильные инвестицион-

ные решения участникам рынка, но и помочь государственным финансовым регуляторам внести изменения в экономическую политику и принять меры, которые могут смягчить негативные последствия кризисов.

Ларс Питер Хансен известен как разработчик динамических экономических моделей, в которых субъекты принятия решений действуют в условиях неопределенности во внешней среде. Главной темой его работ является применение эконометрических методов в рамках вероятностного подхода.

Ларс Питер Хансен – член Американской академии искусств и наук (1993), член Национальной академии наук (1999). В 1998 г. он получил премию факультета экономики Чикагского университета за выдающиеся достижения в области преподавания. В 2006 г. удостоился премии Неммерса по экономике, а в 2008 г. получил награду CME Group-MSRI за инновационное применение количественных исследований. С 1997 г. Хансен – почетный профессор экономики Чикагского университета, с 2011 г. – директор по исследованиям Института Беккера–Фридмана (Чикаго).

Разработанный Ларсом Питером Хансеном обобщенный метод моментов, ОММ, (generalized method of moments – GMM) был введен им в эконометрику и математическую статистику в 1982 г. Суть метода состоит в оценке неизвестных параметров распределений и эконометрических моделей на основе обобщения классического метода моментов, что обеспечило прорыв в развитии техники количественного анализа динамических моделей и способствовало развитию эмпирических исследований в области финансового рынка. Данный метод может применяться в различных областях, включая экономику труда, международные финансы, макроэкономику.

Основная проблема состоит в связке финансовых и макроэкономических теорий – недостаточное понимание взаимосвязи цен финансовых активов с показателями делового цикла. Стандартная динамическая модель САРМ не может, например, объяснить высокую волатильность цен активов при наблюдаемой низкой корреляции их

доходностей и совокупного потребления. Поиски теоретических ответов идут по пути уточнения предпосылок этой модели, например на основе более детальной спецификации отношения инвесторов к риску или же за счет отказа от традиционного предположения о представительном инвесторе.

Таким образом, научные изыскания Юджина Фама, Роберта Шиллера и Ларса Питера Хансена представляют огромный теоретический и практический вклад в современную экономическую науку. Несмотря на определенные внутренние нестыковки, объединенные усилия данных ученых, отражающие весь спектр современных финансовых теорий, оказали большое влияние на развитие рыночной сферы. Они доказали, что на коротких временных промежутках действуют классические рыночные законы, в средне- и долгосрочных периодах на рыночные цены активов большое влияние оказывают социально-психологические особенности мышления, иррациональное поведение, индивидуальные и коллективные действия людей.

Следовательно, предугадать курсы акций на ближайшую перспективу практически невозможно. Но возможно спрогнозировать изменение цен в среднесрочном периоде. Такие прогнозы актуальны для домашних хозяйств и органов государственного управления, координирующих разработку прогнозов и программ социально-экономического развития, обеспечивающих реализацию экономической политики, ответственных за обеспечение государственного бюджета. Во время экономического кризиса или в тот момент, когда еще не прошли его последствия, исследования в области анализа изменения цен на активы весьма востребованы.

В последние годы в Беларуси проводится определенная работа по формированию нормативно-правовых и институциональных основ финансового рынка. Однако в стране в силу незавершенности переходного периода и незрелости рыночной среды отдельные механизмы и инструменты регулирования фондового рынка и рынка недвижимости не функционируют или функционируют недостаточно эффективно.

В силу этого финансовые институты не способны в полной мере координировать сложные взаимодействия инвесторов и предпринимателей. По мере становления рыночных отношений, развития институтов финансового рынка, прежде всего инвестиционных, а также сближения институциональных условий для функционирования частной собственности, конкуренции, предпринимательского сектора рекомендации по эмпирическому анализу цен активов ученых – лауреатов Нобелевской премии в области экономики 2013 г. Юджина Фама, Роберта Шиллера и Ларса Питера Хансена будут востребованы и применены при разработке государственной экономической политики в Республике Беларусь. Это позволит более точно спрогнозировать, каким образом рыночные явления влияют на стоимость ценных бумаг, капитала и недвижимости.

\* \* \*

В заключение отметим следующее.

Во-первых, необходимо учитывать, что становится актуальным развитие тех направлений научных исследований, в которых главной доминантой определены институты и институциональные изменения. Прежде всего, это относится к финансовым институтам и оценке их эффективности с учетом иррациональных факторов. Исследование разнообразных рыночных ситуаций и получение достаточно большого количества примеров, подтверждающих иррациональную природу человеческой деятельности, в том числе и в финансово-инвестиционной сфере, привели к возникновению нового направления финансовой науки – поведенческих финансов, основанных на иррациональной природе поведения инвесторов на рынке в условиях неопределенности и риска при принятии решений финансово-инвестиционного характера.

Во-вторых, предвидеть краткосрочное и даже среднесрочное движение какой-либо акции невозможно, когда вся информация уже включена в цену. Коллективное суждение рынка является более точным, чем индивидуальные оценки. Финан-

совый рынок мгновенно транслирует в цены активов общедоступные новости. Инвесторы иррациональны и склонны к коллективному поведению. Цены акций меняются сильнее, чем должны были бы исходя из учета имеющейся рыночной информации. Это означает, что в какой-то момент бумаги относительно дешевы, а в какой-то – относительно дороги. Соответственно, если акции недооценены, их можно покупать, будучи в значительной степени уверенными в том, что они подорожают до разумного уровня. Поэтому на длинных промежутках времени можно предсказать движения цен акций. Волатильность на рынках объясняется иррациональностью поведения инвесторов. В силу разных причин инвесторы в массе могут быть слишком оптимистичны или слишком пессимистичны по поводу отдельных акций или рынка в целом.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

- Акерлоф Дж., Шиллер Р.** 2010. *Spiritus Animalis: или Как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма*. Москва: ООО «ЮнайтедПресс».
- Akerlof Dzh., Shiller R.** 2010. *Spiritus Animalis: ili Kak chelovecheskaia psikhologiia upravliaet ekonomikoi i pochemu eto vazhno dlia mirovogo kapitalizma*. [Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism]. Moscow: ООО «Unaited Press».
- Денежкина И.Е., Попов В.Ю., Рубцов Б.Б., Станик Н.А., Шаповал А.Б.** 2012. *«Пузыри» как предвестники крахов на финансовых рынках*: монография. Москва: Издательский дом «Экономическая газета».
- Denezhkina I.E., Popov V.Iu., Rubtsov B.B., Stanik N.A., Shapoval A.B.** 2012. *«Puzyri» kak predvestniki krakhov na finansovykh rynkakh: monografiia*. [«Bubbles» as harbingers of crashes in the financial markets]. Moscow: Izdatel'skii dom «Ekonomicheskaiia gazeta».
- Иваниук В.А., Богданов Д.Д.** 2013. Общемировые тенденции финансовых рынков и их подверженность кризисным явлениям. *Фундаментальные исследования*. № 6 (часть 4). С. 949–952.
- Ivaniuk V.A., Bogdanov D.D.** 2013. Obshchemirovye tendentsii finansovykh rynkov i ikh podverzhennost' krizisnym iavleniiam. [Universal tendencies of the financial markets and their susceptibility to the crisis phenomena]. *Fundamental'nye issledovaniia*. No 6 (issue 4). P. 949–952.
- Станик Н.А., Иваниук В.А., Маевский Е.В., Попов В.Ю., Шаповал А.Б.** 2012. *Идентификация периодов спекулятивного роста на фондовых рынках*: монография. Москва.
- Stanik N.A., Ivaniuk V.A., Maevskii E.V., Popov V.Iu., Shapoval A.B.** 2012. *Identifikatsiia periodov spekuliativnogo rosta na fondovykh rynkakh: monografiia*. [Identification of the periods of speculative growth in stock markets]. Moscow.
- Станик Н.А.** 2012. Цикличность экономики и финансовые кризисы. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. № 31 (121).
- Stanik N.A.** 2012. Tsiklichnost' ekonomiki i finansovye krizisy. [Recurrence of economy and financial crises]. *Finansovaiia analitika: problemy i resheniia*. No 31 (121).
- Шиллер Р.** 2013. *Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками*. Москва: Альпина Паблишер.
- Shiller R.** 2013. *Irratsional'nyi optimizm. Kak bezrassudnoe povedenie upravliaet rynkami*. [Irrational Exuberance. Second Edition Revised & Updated]. Moscow: Al'pina Pablsher.
- Fama E.** 1998a. Efficiency Survives the Attack of Anomalies. *GSB Chicago*. Winter. P. 14–16.
- Fama E.** 1998b. Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 49. No 3. P. 283–306.
- Маккай С.** 1996. *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. New York: John Wiley & Sons.

## FROM HYPOTHESIS OF STOCK MARKET EFFICIENCY TO THEORY OF BEHAVIORAL FINANCE

Elena Dorina<sup>1</sup>

*Authors affiliation:* <sup>1</sup>Belarusian State Economic University (Minsk, Belarus).

*Corresponding author:* Elena Dorina (dogran@mail.ru).

**ABSTRACT.** The article discusses the analysis of researches of the 2013 Nobel prize winners in the field of economics Eugene Fama, Lars Peter Hansen and Robert Schiller on identifying, by means of the empirical analysis, the factors of uncertainty of the assets' prices (shares and bonds) movement from the medium-term and long-term perspectives. The author points out that the cumulative result of the prize winners' accomplishments has a great scientific and practical value concerning understanding the nature of stock markets and predictability of assets' prices.

The paper further on notes that the development of the stock markets which are very attractive in terms of quality of the investment object has conditioned the development of a number of financial theories and the models aimed at providing a potential investor with the necessary tools for the development of an effective investment strategy and minimization of investment risks (a hypothesis of the efficient financial market and behavioral finance).

The conclusion drawn is that over the recent years in Belarus there has been done a certain amount of work on forming regulations and institutional bases of the financial market. However, due to the incompleteness of a transition period and immaturity of the market environment in the country, certain mechanisms and instruments of regulating the stock market and the market of real estate are not functioning at all or are not highly efficient. In the process of forming market relations, developing the financial market institutions, as well as the improvement of institutional conditions for private property, competition and business sector functioning, the recommendations of the 2013 Nobel prize winners in economics will be demanded and applied when developing the state economic policy in the Republic of Belarus.

**KEYWORDS:** globalization, financial market, stock market, efficiency, behavioral finance

**JEL-code:** G02, G15, F23, F55.



*Материал поступил 21.11. 2013 г.*