



УДК 336.76.018(045)

Любкіна О.В.,

канд. екон. наук, доцент, докторант кафедри фінансів  
Київського національного університету імені Тараса Шевченка МОН України

### *Формування сучасної теорії фінансових ринків: основні проблеми та напрями розвитку*

Стаття присвячена критичному аналізу методологічних основ сучасної теорії фінансових ринків. Здійснено періодизацію процесу формування теоретичних концепцій, що лежать в основі сучасної теорії фінансових ринків. Наводяться аргументи, що свідчать про невідповідність її фундаментальних положень практиці функціонування фінансових ринків та обмеженість наявних методів, що знижують пізнавальну спроможність та можливості практичного застосування. Визначені тренди розвитку сучасної теорії фінансових ринків та окреслено коло теоретико-методологічних проблем, пов'язаних з протистоянням комплексного і системного підходів.

**Ключові слова:** фінансові ринки, економічний мейнстрим, ортодоксальні теорії, гіпотеза ефективного ринку, гіпотеза когерентного ринку, економіфіка, фінансова економіка.

Фінансові ринки представляють собою ідеальний об'єкт для досліджень: правила і процедури, що регламентують їх функціонування відносно усталені, крім цього вони мають одну з найбільш тривалих історій моніторингу, а зростання значущості фінансових ринків виступало постійним стимулом зростання наукового інтересу до даної сфери.

Теоретичні та методологічні основи сучасних теорій фінансово ринку формувались починаючи з досліджень класичної школи (Г. Торнтон, Д. Рікардо, С. Дж. Лойд, Р. Торренс, Дж. У. Норман, Т. Тук та ін.), неокласики та маржиналізму (В. Парето, Е. фон Бем-Баверк, І. Фішер, К. Віксель та ін.), кейнсіанців (Дж. М. Кейнс, А. Мітчел-Інес, А. Лернер та ін.). Продовжились в межах економічного мейнстріму (Дж. Р. Хікс, Ф. Модільяні, Дж. Тобін, У. Баумоль, Г. Марковіц, Р. Лукас, Дж. Стігліц, С. Фішер, Д. Ромер, П. Вудфорд, Д. Канеман, Г. Саймон, М. Рабін, Ю. Фама, Б. Мандельброт, Т. Вагс та ін.) та ортодоксальної економічної теорії (Г. Ф. Кнапп, А. А. Берлі, У. К. Мітчел, Ф. А. фон Хайек, О. Моргенштерн, Л. Р. Рей, Х. Ф. Мінські, С. Фулвілер, С. Келтон та ін.) і продовжуються наразі як в межах економіки, так і викликаючи інтерес математиків, фізиків, біологів, психологів.

Проте наявні теоретичні концепції фінансових ринків наразі представляють еkleктичну сукупність, і часто взаємовиключають одна одну. Вираженою є неоднорідність стилів досліджень: від робіт які представляють сукупність теорем, до робіт які представляють накопичення та узагальнення фактів з фінансової практики, і до узагальнених цілісних теорій, що спираються на оригінальні світоглядні і філософські концепції. База даних та доступність емпіричних спостережень у галузі фінансових ринків не втілились у обґрунтування закономірностей універсального характеру, навпаки – окремі закономірності виявлені раніше були заперечені в процесі розвитку фінансових ринків. Виражене практичне спрямування досліджень у галузі фінансових ринків приводить до певного ігнорування теоретичних досліджень природи і функціональних особливостей фінансових ринків. Як наслідок перспективна галузь наукових досліджень на стику фінансів і макроекономіки залишається маловивченою.

Отже, теорія фінансових ринків, не дивлячись на прогрес, знаходиться у кризі, вихід з якої можливий через перегляд її цілей, методології дослідження. Обмеженість сучасної теорії фінансових ринків проявляється в двох аспектах: нездатність запропонувати рішення основних проблем в галузі фінансових ринків, і у накопиченні фактів, що не можуть бути пояснені в межах терії. Тобто теорія фінансових ринків у сучасному її стані не задовольняє ні теоретичних ні практичних потреб. Актуальність узагальнення, систематизації та критичного аналізу сучасних трендів теорії фінансового ринку визначена необхідністю поєднання у один науковий напрям розрізнених фінансових теорій, методологічних підходів, які з різних позицій та з використанням специфічної наукової термінології і методичного інструментарію, у сукупності здатні сформулювати адекватну і повну теоретичну модель фінансових ринків.

Метою дослідження виступає визначення на основі логіко-історичного аналізу основ-



них трендів розвитку сучасної теорії фінансових ринків, та надання оцінки сучасної теорії фінансових ринків у теоретичній і практичній площині.

До кінця XIX ст. праці присвячені виключно функціонуванню грошових ринків чи ринків капіталу зустрічались нечасто. Першу цілісну наукову концепцію ринку капіталу було сформовано в межах класичної економічної теорії (класичної політичної економії)<sup>5</sup>. Їх вихідними методологічними гіпотезами виступали: раціональність економічних суб'єктів; статична рівновага ринкової економіки; гроші і капітальні активи розглядалися як диспаратні феномени, а монетарні теорії та теорії капіталу і відсотка розвивались як відносно автономні; розгляд капіталу у контексті його участі у виробництві благ.

Подальший розвиток класичних теорій грошей і ринку капіталу відбувався в межах маржиналістського та неокласичного напрямку. Важливими положеннями для розвитку теорії капіталу, що були привнесені стали:

- аналіз мікроекономічних процесів як основа для побудови макроекономічної моделі, використання «робінзонад»;
- удосконалено інструментарій аналізу рівноважних станів в економіці, закладено основи дослідження рішень раціональних суб'єктів на основі оптимізаційних моделей та використання методів диференціального і інтегрального числення;
- покладено початок дослідженню мотивації економічних суб'єктів, розгляду психологічних основ економічних рішень. Термін «раціональний» набуває в економічній теорії особливого змісту: «раціональна людина – це максимізатор, що погоджується лише на кращий варіант. Навіть його очікування ... раціональні» [1].

Розгляд ринку грошей і ринку доходних фінансових активів як взаємопов'язаних сфер запропонував Дж. М. Кейнс у своїй теорії відсотку. У 40-ві роки набули деталізації такі аспекти його теорії, як формування макроекономічної рівноваги (модель IS – LM); дослідження асимптоматичних участків функцій попиту на гроші і інвестицій в області їх наближення до певних рівней відсоткових ставок і за певного характеру очікувань (так звані ефекти «пасток») тощо.

У період з кінця XVIII до середини XX ст. відбувалось формування субстанціональних основ теорії фінансових ринків – прототеорій фінансових ринків, і лише з 50 - 60 рр. XX сторіччя у межах окремих економічних напрямів та шкіл акумулюється певна система знань та гіпотез, що дозволяє виокремлюватися цілісним суб-теоріям фінансових ринків. Водночас саме після другої світової війни більшість економістів перестали ідентифікувати себе в межах окремих шкіл, а система первинних гіпотез їх теорій часто суміщувала методологію різних напрямів, або була не очевидна (як це часто було характерно для досліджень фінансових ринків прикладного характеру). Теорії фінансових ринків починають формуватись в умовах нового «економічного поділу» – поділу на теорії економічного мейнстріму і неортодоксальні теорії.

Економічний мейнстрім (mainstream economics) це група теорій, що відповідають переважаючому консенсусу в галузі економічних досліджень. Їх перелік не закріплений офіційно, і представляє досить еkleктичну групу шкіл, напрямів, концепцій<sup>6</sup>. Критерієм приналежності до мейнстріму вважається одночасна наявність наступних ознак: акцент на розподілі ресурсів у заданому часовому інтервалі; утилітаризм; базування на маржинальних величинах; припущення про перспективну раціональність суб'єктів; методологічний індивідуалізм; гіпотеза загальної рівноваги як цільового стану ринкової системи у цілому та її складових [2]. Виразняє теорії мейнстріму формалізація та використання математичної логіки для опису економічних процесів. Базові школи, що лягли в основу мейнстріму теорії фінансових ринків:

- кейнсіансько-неокласичний синтез, у межах якого здійснено дослідження процесу оптимізації структури майна економічних суб'єктів у координатах ризик-доход-

<sup>5</sup> Одним з перших фактів звернення в межах класичної економіки до проблеми ринку капіталу можна вважати дискусію на тему «Чи існує сталий зв'язок між нормою прибутку і нормою відсотку?» в Політекономічному клубі 4.02.1822 р. (Political Economy Club, Minutes of Proceedings, etc. Vol. VI. 1921, p. 11.), про яку згадує Ф.А. фон Хайек (Hayek, F. A. von. Profits, interest, and investment, and other essays on the theory of industrial fluctuations, by Friedrich A. von Hayek. – New York, A. M. Kelley. – 1969. – P.4

<sup>6</sup> Схоже, що вперше цей термін був вжитий «публічно» у виданні серії підручників П.Е. Самуельсона і В.Д. Нордхауза 2001 року, на внутрішній стороні обкладинки яких містився напис «Сучасна економічна теорія мейнстріму...»



ність (Г.Марковіц), що стало початком сучасної портфельної теорії; поглиблено макроекономічний аналіз фінансових ринків та їх вплив на політику прийняття рішень в галузі витрат, рівень безробіття, виробництво і ціни (Дж.Тобін); обґрунтовано вплив структури фінансування, дивідендної політики на ринкову вартість фірми (Ф.Модильяні),

- нова неокласика (М.Фрідмен, К.Бруннер, А.Мельтцер, А.Шварц) розглядає попит на гроші з тих же позицій, що й попит на будь-який актив: «Таким чином, теорія попиту на гроші представляє собою один з розділів теорії капіталу...»[3],
- нове кейнсіанство (Дж.Стігліц, А.Ліндбек, С.Фішер, О.Бланшар, П.Бернанке, Д.Ромер, Б.К.Н.Грінвальд) – обґрунтована концепція асиметричності інформації, та супроводжуючі її моральний ризики та ризик несприятливого вибору,
- нова класична школа (Дж.Ф.Мут, Р.Лукас, Т.Сарджент, К.Симс, Р.Барро, П.Мінфорд, Н.Уоллес), основною «новацією» якої стала концепція раціональних очікувань та формалізація впливу раціональних суб'єктів на економічні процеси,
- нова інституційна економіка (NIE) привнесить в неокласичну концепцію економіки «атрибути» інституціонального підходу: вплив формальних і неформальних правил на поведінку економічних суб'єктів, роль інститутів у ефективності ринкових транзакцій,
- ключовими концепціями біхевіористичних фінансів (behavioral finance) є теорія перспектив (prospect theory) і концепція міжчасового вибору. Теорія перспектив стала результатом застосування когнітивної психології до пояснення процесу прийняття рішень суб'єктами в умовах невизначеності (Д.Канеман, А.Тверські). Теорія міжчасового вибору (Дж.Ейнслі, Д.Лейбсон, М.Рабін) доводить, що оцінка очікуваної корисності не однакою на різних інтервалах, і обґрунтовують застосування гіперболічного та квазігіперболічного дисконтування [4].

Результатом «уніфікації» методологічних основ теорії фінансових ринків в межах економічного мейнстріму, стало ігнорування на певний період окремих елементів традиційного кейнсіанства, неокласики, і цілих течій в процесі еволюції фінансової теорії. Лише з кінця ХХ сторіччя теорія фінансових ринків починає активно «вбирати» концепції і наукові школи неортодоксальної теорії, які формувались в період з середини ХІХ по початок ХХ сторіччя.

Склад неортодоксальної економіки (heterodox economics) ще менш конкретизований, ніж економічного мейнстріму. З одного боку, це є результатом більш загальної проблеми таксономії сучасної економічної науки (див. напр. Mearman.A.[5]), а з іншого – результат того, що не існує консенсусу в межах самого напрямку. «Наповнення» неортодоксального напрямку економічної теорії варіювалось у часі. В кінці ХІХ сторіччя сюди відносили «ліві» теорії з вираженим соціальним підтекстом (марксизм), окремі форми меркантилізму, історичну школу<sup>7</sup>. старий інституціоналізм<sup>8</sup>. На початку ХХ сторіччя до неортодоксальних теорій приєдналась нова австрійська школа, представники якої залишили значну бібліографію з проблем теорії капіталу і фінансових ринків (Ф.А. фон Хайек<sup>9</sup>, П.Дж.Боеттке, Р.Гаррісон, С.Хорвиц, П.Лісон, Дж.Райзман, Д.Л. Причітько, О.Моргенштерном<sup>10</sup>) та посткейнсіанська економіка (Post Keynesian Economics – РКЕ). (П.Девідсон, Ф.Ерестіс, Л.Р.Рей, Х.Ф.Мінські, Дж.Л.Шеклі). Ключовими концепціями РКЕ виступають теорія грошової економіки, теорія активів тривалого користування, теорія «ендогенності грошей», теорія «фінансової крихкості», які обґрунтовують взаємодію реальних і фінансових ринків з позицій макроекономічного аналізу. У межах сучасної РКЕ розвиваються фінансове кейнсіанство (С.Доу, Я.Крейгел, П.Девідсон, Є. Ле Герон) та сучасна монетарна теорія (Modern Monetary Theory – ММТ) (П.Чернева, С. Фулвілер, Б.Мітчел, Р.Рей).

<sup>7</sup> Г.Ф.Кнапп опублікував роботу, присвячену природі фідуціарних грошей, та ввів термін «chartalism», що підкреслював договірний, а не товарний характер незабезпечених грошей. Такий підхід до природи сучасних грошей був підтриманий пізніше А.Мітчелом-Інесом, Дж.М.Кейнсом, став основою для концепції «функціональних фінансів» А.Лернера. сучасної монетарної теорії (Modern Monetary Theory) або «neochartalism».

<sup>8</sup> А.А.Берлі вважається одним з основоположників теорії корпоративного управління, Дж.М.Кларку належить першість у дослідженні впливу інформаційних витрат та витрат прийняття рішень на поведінку економічних суб'єктів. У.К.Мітчел і його статистична школа внесли значний вклад у розвиток методів аналізу фінансових ринків та прогнозування ринкової кон'юнктури.

<sup>9</sup> Отримав премію пам'яті А.Нобеля з економіки, у тому числі і за розробку теорії грошей і капіталу.

<sup>10</sup> У 1944 р. ним була здійснена формалізація порядкової функції крисності (the Von Neumann–Morgenstern utility theorem), яка використовується в теорії гри и теорії економічної поведінки.

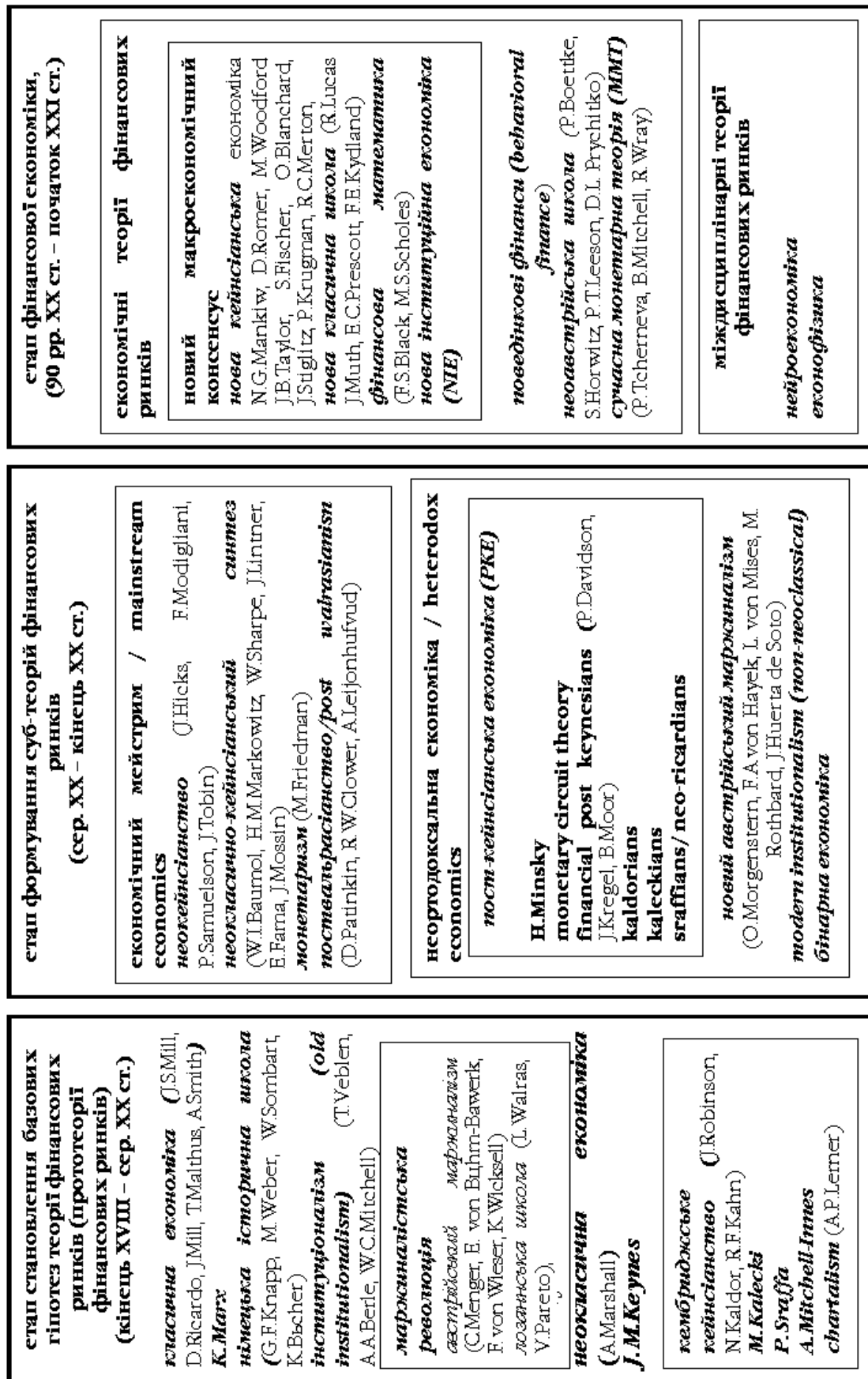


Рис.1. Етапи формування та взаємозв'язок фінансових суб-шкіл в економічній теорії



Підсумовуючи короткий огляд етапів становлення теорії фінансових ринків у розрізі окремих напрямів і шкіль економічної теорії, необхідно зазначити, що тривалість досліджень у галузі фінансових ринків не базувалась на спадковості. Нові концепції, як правило, повністю відкидають попередні, а не виступають більш загальними теоріями, що включають попередні як часткові випадки (рис. 1).

Теорія фінансових ринків у сучасному її розумінні склалась у останні п'ять десятиріч, хоча внесок дослідників до цього періоду важко переоцінити. Сучасний стиль теорії фінансових ринків характеризується інтернаціоналізацією фінансової науки; активним використанням математичного інструментарію; розширенням базових гіпотез за рахунок включення нових факторів; зростанням обсягу доступної фінансової інформації; відходом від дескриптивного аналізу; теорії фінансових ринків спираються не на апріорні залежності між макропоказниками, а на моделі поведінки економічних суб'єктів.

Зростання взаємопов'язаності фінансових ринків і інших сфер економіки (державні фінанси, особисті фінанси, фінанси підприємств, соціальний захист і пенсійне забезпечення тощо) створило попит на інструменти та методи, що дозволяють приймати фінансові рішення на практиці, і сприяло появі нових галузей прикладного характеру – експериментальні фінанси, фінансова математика. Останні самі по собі не є економічною наукою, а представляють галузі застосування прикладної математики направлені на тестування фінансових гіпотез та аналітичне моделювання фінансових процесів, що дозволяє їх оцінити виключно за кількісними характеристиками не вдаючись до вербальних обґрунтувань. У 1900-х рр. XX ст. почали виділяти «фінансову економіку» (financial economics) – систему теоретико-прикладних знань в галузі фінансового інвестування, що поєднує різні за методологічними установками економічні напрями, які формують знання і практичні навички для прийняття фінансових рішень. Тобто можна констатувати, що сучасні концепції певних фінансових феноменів формуються за принципом співіснування різних термів і напрямів.

Додатковим фактором урізноманітнення методичного інструментарію без прив'язки до конкретної теоретичної бази стала зростаюча потреба у розробці нелінійної методології дослідження фінансових ринків. Це було пов'язано з розбіжністю між припущенням про нормальний розподіл цін на фінансові активи в межах базової «гіпотези ефективного ринку» (EMH), і даними про фактичний розподіл цін, який мав більш «товсті хвости», що доводило нелінійний стохастичний характер процесу зміни цін. В результаті сформувалась група «комплексних» теорій, що базуються на міждисциплінарному підході. Переважно мова йде про «імпорт» з природничих наук – екофізика, еволюційна економіка, нейроеконіміка.

У методології природничих наук за останні десятиріччя був досягнутий значний прогрес, зокрема у галузях фазових переходів, статистичної механіки, нелінійної динаміки та турбулентних процесів, невпорядкованих систем. В результаті «імпорту теорії» найбільш суттєвими внесками фізики в теорію фінансових ринків стало: опис стохастичних процесів змін цін на фінансові активи (форма розподілу цінових змін, часової пам'яті, статистичних якостей високих порядків); побудова теоретичної моделі, яка відображає основні якості стохастичної динаміки цін фінансових активів (позитивний ексцес, товсті хвости негаусовсколго розподілу цінових різниць); методика оцінки похідних фінансових інструментів, коли окремі припущення моделі Блека-Шоулза послаблені; дослідження характеру таких процесів на фінансовому ринку як турбулентність.

Паралельно відбувається трафік у фінансову науку методології соціальної психології. Гіпотеза когерентного ринку (CMH), сформульована T. Vague.[6], базується на нелінійній статистичній моделі з теорії соціальної імітації E.Каллена і Д.Шапіро[7]. В основі цієї теорії лежить аналогія між поведінкою людей в соціальних групах і характером руху молекул металу під впливом електромагнітного поля, що була запозичена з фізики. Параметрами, що визначають характер динаміки фінансового ринку виступають:  $k$  (degree of crowd behavior)<sup>11</sup>,  $h$  (fundamental bias)<sup>12</sup>,  $n$  (number of degrees of freedom)<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> Характеризує ступінь узгодженості дій ринкових суб'єктів, значення якого змінюється в межах [1,8; 2,2]. Коли  $k = 1,8$ , – це відповідає критеріям гіпотези ефективного ринку. Значення параметру  $k$  вищі за 1,8 означають «поляризацію» дій суб'єктів ринку.  $k = 2,2$  означає максимальну узгодженість дій суб'єктів – «режим натовпу»

<sup>12</sup> Визначає характер впливу зовнішніх параметрів на фінансовий ринок. Значення  $h$  в інтервалі [-0,02; 0] означає наявність факторів, вплив яких негативно діє на ціни фінансових активів



Т.Ваге оцінив умовний очікуваний дохід і його стандартне відхилення за різних комбінацій значень  $k$  і  $h$ : (а) в умовах, коли суб'єкти діють на ринку незалежно ( $k = 1,8$ ), за будь якого (сприятливого чи не сприятливого) характеру зовнішніх обставин ( $h \in [-0,02; +0,02]$ ) зміни доходності на фондовому ринку мають випадковий характер, що відповідає умовам гіпотези ефективного ринку (ЕМН); (б) при значеннях  $k \geq 2,0$  «раціональний індивід» поступається на фондовому ринку «колективній свідомості». Якщо при цьому фундаментальні фактори нейтральні, фондовий ринок перебуває в стані постійного хаотичного руху під впливом будь-яких незначних подій, а якщо  $k = 2$  – тренди на ринку зберігаються до тих пір, поки не з'явиться нова інформація; коли  $k = 2,2$  проявлення фундаментальних умов породжує ситуацію когерентного ринку.

СМН не підтверджена достатньо емпіричними даними та існують методичні проблеми при оцінці управляючих параметрів моделі, проте з методологічної точки зору, вона може вважатися однією з найбільш адекватних природі фінансового ринку: модель не настільки чутлива до базових передумов як математично-ймовірнісні моделі, і передбачає можливість існування різних типів функцій розподілу ймовірності цін фінансового ринку залежно від фундаментальних, психологічних факторів (рис. 2).

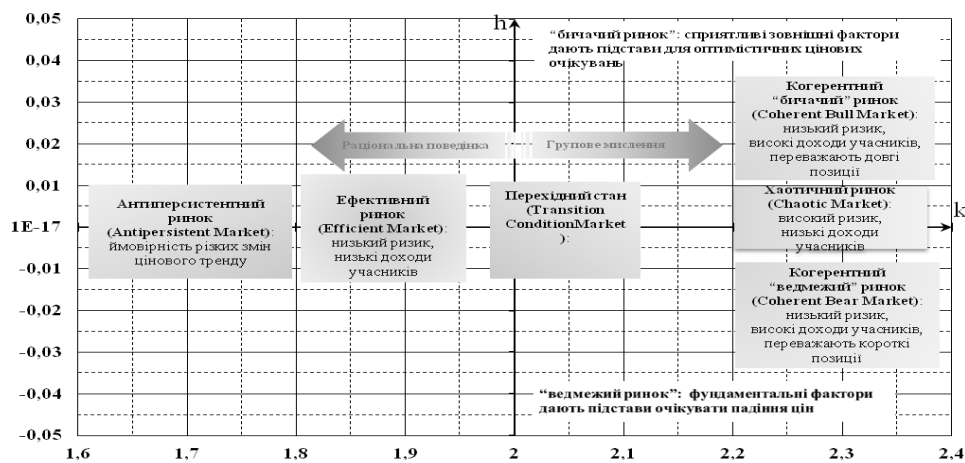


Рис. 2. Основні стани фінансового ринку відповідно СМН (складено на основі [6, 40])

Проведений огляд сучасних тенденцій розвитку теорії фінансових ринків дозволяє виокремити основні тренди розвитку сучасної теорії фінансових ринків:

1. Тяжіння до вирішення конкретних проблем з фінансової практики переважно не за рахунок системності, а за рахунок комплексності. Розвиток системного підходу здійснюється через поглиблення в межах однієї науки теоретичного і методологічного рівнів пізнання. Комплексність передбачає різносторонність, широту охопту пізнання феномену, характеризується прагненням до синтезу на базі різних дисциплін.

Сучасні дослідники, що спеціалізуються на фінансових ринках, нечасто виходять на рівень макроекономічних узагальнень. Як правило, вони представляють ґрунтовні теоретичні дослідження проблем, пов'язаних з конкретними фактами фінансової практики у яких слабкість теоретичного обґрунтування компенсується різноманітністю інструментарію дослідження. Слабкість теоретичного фундаменту виявляється у декількох аспектах: базові аксіоми теорії фінансових ринків скоріше дозволяють зрозуміти "недосконалість" фінансового ринку, що свідчить про неповноту вихідних моделей.; результати застосування гіпотез залежать від зовнішніх умов, і вимагають постійного "апгрейду" первинних моделей, та генерування їх численних версій.

2. Після років математизації теорії фінансових ринків, склався складний математичний апарат, значна увага приділяється і тестуванню моделей, що створює ілюзію наближення точності результатів фінансової теорії до точних наук – математики, фізики. Вагомі застереження щодо використання математичних методів при аналізі економічних процесів робили Дж.М.Кейнс (широко відомий його «суперечка про метод» з Я.Тінбергеном), статис-

<sup>13</sup> Кількість учасників ринку (ступенів свободи), що приймається рівною 186 (кількість промислових груп).



тична школа У.К.Мітчела, австрійська школа. Водночас, наразі не існує форми організації наукового знання, що принципово відрізнялось би від тієї, яка використовується в природничих науках. Тому важливо, визнаючи необхідність дотримання загально визначених критеріїв науковості, сформувані збалансоване відношення та адекватні очікування від результатів наукових досліджень фінансових ринків на рівні окремих суб'єктів і суспільства в цілому.

Зазначене вище не слід розуміти як ігнорування існуючих проблем у методології та обмеженості методів дослідження фінансових ринків. Базові концепції фінансових ринків, що базується на припущеннях статичності ринку і суб'єктів, лінійності процесів, що протікають в фінансовому середовищі не відповідають практиці функціонування сучасних фінансових ринків, а математичний апарат, що базується на нормальному розподілі, стандартному відхиленні, дисперсії, лінійних детермінованих і факторних моделях не адекватний в умовах зовнішнього середовища, що швидко змінюється. Це вимагає запровадження у дослідження фінансових ринків методології, що базується на знань нових між-дисциплінарних наук і теорій і пропонує більш ефективний інструментарій дослідження нерівноважних станів ринків, незбалансованості попиту і пропозиції, дає можливість прогнозування та виявлення трендів у само організованих фінансових системах.

Але подібні «колаборації» вимагають формування системного теоретичного розуміння внутрішнього змісту процесів, які формалізуються. Найбільш очевидно це буде відбуватися на основі консенсусу між теоріями мейнстріму і ортодоксальними напрямками. Неортодоксальні теорії дозволяють створювати більш соціально- та психологічно обгрунтовану реконструкцію поведінки на фінансових ринках, дозволяють аналізувати фінансові ринки за різних рівней складності. Наразі рух відбувається в обох напрямках: традиційна економіка «пом'якшує» вихідні припущення щодо раціональності індивідів, загальної рівноваги, а ортодоксальні теорії прагнуть не стільки опонувати, скільки доповнювати та розширювати методологію мейнстріму.

### Література:

1. Simon H.A. Rationality as process and as Product of Thought // American Economic Review. – May 1978. – v. 68, no. 2. – P. 1-16
2. Colander D. The Death of Neoclassical Economies // Journal of the History of Economic Thought. – 22(2). – 2000. – P. 127-144
3. Фридмен, М. Количественная теория денег / М. Фридмен. - М.: Эльф пресс, 1996. - 131 с.
4. Laibson D., Friedman B. Economic Implications of Extraordinary Movements in Stock Prices (1989); Rabin M. A Perspective on Psychology and Economics (2002)
5. Mearman A. What is this thing called 'heterodox economics'? Bristol Business School Draft of March 2010 // <http://www.hetecon.net/documents/ConferencePapers/2010Non-Refereed/Mearman.pdf>
6. T.Vaga The Coherent Market Hypothesis // Financial Analysts Journal. – Vol.46, No. 6 (Nov.-Dec.). – 1990. – P. 36-49
7. E.Callen, D.Shapero. A Theory of Social Imitation // Physics Today. – No.7 – 1974

**Любка Е.В.**, канд. экон. наук, доцент, докторант кафедры финансов Киевского национального университета имени Тараса Шевченко МОН Украины

**Формирование современной теории финансовых рынков: основные проблемы и направления развития.** Статья посвящена критическому анализу методологических основ современной теории финансовых рынков. Осуществлена периодизация процесса формирования теоретических концепций, лежащих в основе современной теории финансовых рынков. Приводятся аргументы, свидетельствующие о несоответствии ее фундаментальных положений практике функционирования финансовых рынков и ограниченности методов, снижающих познавательную способность и возможности практического применения. Определены тренды развития современной теории финансовых рынков и очерчен круг теоретико-методологических проблем, связанных с противостоянием комплексного и системного подходов.

**Ключевые слова:** финансовые рынки, экономический мейнстрим, ортодоксальные теории, гипотеза эффективного рынка, гипотеза когерентного рынка, экономофизики, финансовая экономика.

**Lyubkina E.V.**, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, doctoral candidate, Department of Finance, Taras Shevchenko National University of Kyiv, MES

**The formation of the contemporary theory of financial markets: main issues and directions of the development.** The article is devoted to the critical analysis of the methodological basis of the contemporary theory of financial markets. The periodization of the formation of the theoretical concepts that underlie in the modern theory of financial markets is carried out by the author. The author gives arguments indicating the inconsistency of fundamental provisions of this theory to the practice of financial markets functioning as well as the limitations of methods of reducing cognitive ability and practical application. The trends of the development of the contemporary theory of financial markets are defined and the scope of the theoretical and methodological problems associated with the confrontation between comprehensive and systematic approach is determined.

**Key words:** financial markets, mainstream economics, heterodox economics, efficient market hypothesis, coherent market hypothesis, econophysics, financial economics.