

## **ФАКТОР ФОНДОВОГО РЫНКА**

**В.Д. Миловидов, руководитель Федеральной службы  
по финансовым рынкам**

С недавних пор не только нефтяные, но и товарные рынки в целом фактически стали частью финансового рынка. То, что произошло в 2008 г., было в значительной степени вызвано тем, что на определенном этапе регулирование финансовых рынков настолько ослабло, что эти рынки стали довольны сами над собой.

В течение длительного времени, как минимум последние 20 лет, доминирующей теорией, определявшей развитие финансовых рынков, служила теория эффективных рынков. Она предполагала, что вся финансовая информация и вообще любая информация, которая существует в природе, отражается в биржевых индикаторах. Кризис, который начался в середине 2007 г. в Соединенных Штатах Америки и осенью 2008 г. докатился до России, показал, что фактически эта теория не работает. Наиболее яркий пример ее краха – движение котировок фьючерсов на нефть, которые неожиданно поднялись до 147 долл./барр. и так же неожиданно упали.

По существу, на определенном этапе произошел отрыв информационно составляющей рынка от его фундаментальной базы. Это случилось по нескольким причинам.

Во-первых, речь идет о причинах, связанных с развитием самого финансового рынка, прежде всего с появлением сложно структурированных финансовых продуктов, когда на один финансовый инструмент, страхующий от риска, выпускается другой, который призван страховать первый от предыдущего риска. Так произошло наложение финансовых инструментов. По существу дела возник пузырь, который в конечном итоге не мог не разорваться.

Во-вторых, оказалась совершенно неэффективной сложившаяся ранее система регулирования финансовых рынков в мире. Рынок производных финансовых инструментов вообще практически никак не регулируется. Неудивительно, что этот рынок стал самым манипулятивным. То, что случилось на нем, произошло в результате фактического отсутствия его регулирования. Сейчас в рамках “группы двадцати” ведутся переговоры о том, чтобы наладить совместное регулирование рынков производных финансовых инструментов. Тем не менее проблема отражения фундаментальных, долгосрочных факторов в ценах финансовых инструментов с тем, чтобы они более реально отражали ситуацию с реальными активами, все равно остается.

О том, что рынок производных финансовых инструментов является самым манипулируемым и оторванным от реальной ситуации, свидетельствует состояние капитализации российских компаний. В сентябре-октябре 2008 г. она катастрофически упала, хотя никакого серьезного ухудшения в операционной деятельности не было. К маю 2009 г. индекс РТС вновь превысил 1000 пунктов. Однако это не тот рост на российском финансовом рынке, который нам нужен. Это, по сути, лишь некое восстановление более или менее справедливой стоимости российских компаний, которые потеряли ее в условиях того внеэкономического процесса, которые имел место в сентябре-октябре 2008 г. О настоящем росте отечественного фондового говорить пока не приходится.

Об отсутствии объективных оценок капитализации отечественных компаний свидетельствует и сравнение фундаментальных факторов. Например, соотношение капитализации и наличных денежных средств у Exxon упало до всего 10%, а у «Сургутнефтегаза» и «Роснефти» оно было гораздо лучше. Тем не менее, произошло обвальное падение их капитализации.

Надо признать, что на российском финансовом рынке еще нет собственного института регулирования производных финансовых инструментов. Его следует развивать и совершенствовать, чтобы максимально привязать финансовые инструменты к контрактам на поставку реальных товаров. ФСФР старается это делать и в этой связи выдвигает ряд инициатив. Ставится вопрос о создании специализированного агентства или информационной базы, каких-то иных инструментов, с помощью которых можно было восстановить эффективность финансового рынка. Раньше положение о том, что вся информация отражается в цене, понималось как аксиома. Сегодня стало ясно, что это не аксиома, а теорема, для доказательства которой требуются дополнительные институты, призванных полностью обеспечивать всех участников рынка необходимой информацией.

Безусловно, как правильно говорилось в докладе академика Н. Симонии, прежде всего надо исходить из долгосрочных, фундаментальных факторов формирования цен на любые финансовые инструменты. Действительно, цена на нефть, как и любого другого инструмента товара, не может определяться только сиюминутной оценкой рыночного спроса и предложения. Она формируется прежде всего с учетом множества затрат, которые несет данная конкретная страна в связи с производством данного конкретного товара, включая обеспечение функционирования социальной сферы.

Как представляется, к настоящему времени осталось очень мало стран и территорий, где можно добывать что-то, включая нефть, вахтовым методом (приехал, добыл и улетел). В большинстве случаев стоит задача развития соответствующей территории, создания транспортной и прочей инфраструктуры, обеспечения людей достойным жизненным пространством. Все это требует инвестиций. Все они должны окупаться, причем не с корпоративной точки зрения, а с точки зрения страны, то есть в широком, социальном смысле этого слова. Поэтому признавая необходимость производных финансовых инструментов, в ближайшие годы мы должны создать механизмы очень жесткого, серьезного регулирования финансовых рынков в этой части.