

7. Leonov, D. Perspective directions of share market informative infrastructure development in Ukraine [Text] / D. Leonov, E. Smagluk // *Finansy Ukrainy*. - 2009. - № 5. - p. 41 - 47. (Ukr.)
8. Shares listing [Electronic resource] - Access mode: <http://www.ux.ua/a88> (Rus.)
9. Lukashov, And. Process of capital procurement: primary public placing of company shares [Text] / A. Lukashov // *Upravlenie korporativnymi finansami*. - 2008. - № 4. - p. 21- 41. (Rus.)
10. Tereschenko, G. Problems of becoming and direction of functioning equities market perfection in Ukraine [Text] / G. Tereschenko // *Finansy Ukrainy*. - 2010. - № 7. - p. 94 - 107. (Ukr.)

Рецензент: Т.Г. Логутова
д-р екон. наук, проф., ГВУЗ «ПГТУ»

Статья поступила 16.05.2012

УДК 336.76 (477)

©Харченко Н.В.*

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДИКИ РАСЧЕТА ИНДЕКСА УКРАИНСКИХ АКЦИЙ КАК МЕХАНИЗМ ПОВЫШЕНИЯ ЛИКВИДНОСТИ ФОНДОВОГО РЫНКА

В статье рассмотрены современные тенденции обращения акций отечественных эмитентов на фондовой бирже, методика расчета Индекса украинских акций на "Украинской фондовой бирже" и процедура исключения ценных бумаг из индексной корзины индекса UX. Предложены мероприятия по внесению изменений в методику расчета Индекса украинских акций, регулиующую обращение ценных бумаг на "Украинской фондовой бирже".

Ключевые слова: акция, эмитент, инвестор, ликвидность, капитализация, фондовая биржа, фондовый индекс, индекс украинских акций (UX), индексная корзина.

Харченко Н.В. Вдосконалення методики розрахунку Індексу українських акцій як механізм підвищення ліквідності фондового ринку. У статті розглянуті сучасні тенденції обертання акцій вітчизняних емітентів на фондовій біржі, методика розрахунку Індексу українських акцій на "Українській фондовій біржі" і процедура виключення цінних паперів з індексного кошику індексу UX. Запропоновані заходи з внесення змін до методики розрахунку Індексу українських акцій, що регулює обертання цінних паперів на "Українській фондовій біржі".

Ключові слова: акція, емітент, інвестор, ліквідність, капіталізація, фондова біржа, фондовий індекс, індекс українських акцій (UX), індексний кошик.

N.V. Kharchenko. Perfection of Ukrainian Equities Index calculation methodology as a mechanism of fund market increase liquidity. In the article considered the modern tendencies of home issuers shares rotation on an exchange stock, Ukrainian Equities Index calculation methodology on the "Ukrainian exchange stock" and procedure of securities exception from the UX Index index basket. The measures are offered for making alteration to Ukrainian Equities Index calculation methodology that regulates the rotation of securities on the "Ukrainian exchange stock".

Keywords: share, issuer, investor, liquidity, capitalization, exchange stock, fund index, Ukrainian Equities Index (UX Index), index basket.

Постановка проблеми. На сегодняшний день в Украине огромное значение приобретает оценка стоимости и привлекательности ценных бумаг отечественных эмитентов. Именно на

* аспирант, ГВУЗ «Приазовский государственный технический университет, г. Мариуполь

бирже проводится котировка ценных бумаг, которая дает информацию инвесторам о стоимостной и качественной оценке ценных бумаг и динамике их развития, обеспечивая достоверность котировок ценных бумаг и надежность биржевой торговли.

Фондовые биржи могут исключать из котировок отдельных эмитентов, которые или не выполняют требований биржевой торговли, или имеют неудовлетворительные финансовые показатели. Это создает предпосылки для создания надежного механизма торговли, хотя не исключает возможностей целенаправленных незаконных финансовых операций с целью спекуляции ценными бумагами, в связи с чем инвестиционные компании и индивидуальные инвесторы получают большие убытки.

Любые просчеты в деятельности предприятий сразу ведут к снижению стоимости выпущенных ими ценных бумаг, а, следовательно, и к снижению спроса на них, что приводит к уменьшению притока финансовых ресурсов, а дальнейшее ухудшение финансовых показателей эмитента может поставить его ценные бумаги под угрозу исключения из котировок на фондовой бирже.

На современном этапе развития фондового рынка Украины существует целый ряд законодательных проектов, которые вызывают разногласия у различных участников фондового рынка. Одной из проблем, является несовершенство методики расчета Индекса украинских акций на "Украинской фондовой бирже", что приводит к возникновению конфликтов между представителями фондовой биржи и участниками рынка, а также стало причиной недовольства инвесторов после исключения акций ряда украинских эмитентов из индексной корзины, так как они не были проинформированы о изменении в составе индексной корзины индекса UX.

Анализ последних исследований и публикаций. Проблемами размещения акций украинских предприятий на фондовой бирже занимались много ученых - экономистов. Весомый вклад в решение этой проблемы внесли Е. Бобров, З. Ватаманюк, Н. Внукова, О. Давыдов, Л. Долинский, С. Еш., В. Загорский, В. Иванов, А. Калина, Г. Карпенко, Л. Костырко, Ю. Кравченко, Д. Леонов, И. Лютый, С. Маслова, В. Мельник, О. Мендрул, О. Мозговой, В. Павлов, И. Пилипенко, О. Смолянская, Г. Терещенко, В. Ходаковская, Н. Чередниченко, В. Шелудько и др.

Проблемы обращения ценных бумаг отечественных эмитентов на фондовой бирже нашли отражение в многочисленных публикациях. Но, среди большого количества материалов и научных трудов, посвященных ценным бумагам украинских эмитентов и обращению акций украинских предприятий на "Украинской бирже" из-за постоянных изменений на фондовом рынке Украины, анализ современного обращения акций украинских предприятий представлен не достаточно полно. Также в исследованиях ученых не уделялось внимание вопросу несовершенства методики расчета Индекса украинских акций на "Украинской фондовой бирже" и процедуре исключения ценных бумаг из индексной корзины индекса UX, что свидетельствует об актуальности данной темы.

Цель статьи - анализ современных тенденций обращения акций отечественных эмитентов на фондовой бирже, методики расчета Индекса украинских акций на "Украинской фондовой бирже", процедуры исключения ценных бумаг из индексной корзины индекса UX и их влияния на ликвидность фондового рынка.

Изложение основного материала. При продаже и покупке акций на фондовых биржах индексы являются основными показателями, которые определяют активность фондового рынка. Биржевой индекс (фондовый индекс) - это составной показатель изменения цены на определенную группу активов (товаров, производных финансовых инструментов, ценных бумаг), которая называется "индексная корзина". Составляя биржевой индекс по выбранной группе ценных бумаг и активов можно увидеть поведение того или иного рыночного сектора. С его помощью инвесторы могут проследить направление движения рынка или отдельного сектора. Это возможно даже, если цены активов внутри индексной выборки меняются в разных направлениях.

Таким образом, участникам фондового рынка интересен не сам биржевой индекс, а его динамика, складывающаяся из ежедневных вычислений индекса. Инвестору намного проще отслеживать нужные биржевые индексы, чем изучать и анализировать большие объемы информации по всем торгующимся ценным бумагам, с целью узнать состояние отдельной отрасли экономики или ее общую картину в целом. [5]

Торговля ценными бумагами в Украине, как и в других странах мира, осуществляется на биржевом ("Донецкая фондовая биржа", "Киевская международная фондовая биржа", "Крымская

фондовая биржа“, “Украинская фондовая биржа“) и внебиржевом (ПФТС, “телефонный рынок“, межбанковские операции с ценными бумагами) фондовых рынках, где в соответствии с действующим законодательством обращаются паевые, долговые и производные ценные бумаги.

Индекс украинских акций является индикатором, рассчитываемым ОАО “Украинская биржа“. Индекс рассчитывается в течение торговой сессии каждые 15 секунд. Первое значение индекса является значением открытия, последнее значение индекса - значением закрытия.

Индекс (I_n) рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации ценных бумаг (MC_n), включенных в список для расчета индекса (Список ценных бумаг) [13], к суммарной рыночной капитализации ценных бумаг на начальную дату (MC_1), умноженное на значение индекса на начальную дату (I_1) и на поправочный коэффициент (Z_n) по формуле:

$$I_n = Z_n * I_1 * \frac{MC_n}{MC_1} \quad (1)$$

MC_n - сумма рыночных капитализаций акций на текущее время в украинских гривнах:

$$MC_n = \sum_{i=1}^N W_i * P_i * Q_i * C_i \quad (2)$$

где W_i – поправочный коэффициент, учитывающий количество i -ых акций в свободном обращении (коэффициент free-float),

C_i – коэффициент, ограничивающий долю капитализации i -ой акции (весовой коэффициент);

Q_i - общее количество i -ых акций,

P_i - цена i -той акции в гривнах на момент расчета n ,

N - число акций в Списке ценных бумаг.

Начальные значения:

$I_1 = 500$ по итогам торгов 26 марта 2009 года,

$MC_1 = 1243418850$

$Z_1 = 1$

Доля стоимости ценных бумаг (удельный вес) по каждой ценной бумаге из Списка ценных бумаг в суммарной стоимости указанных ценных бумаг рассчитывается по формуле:

$$Wght_i = \frac{W_i * P_i * Q_i * C_i}{\sum_{i=1}^N W_i * P_i * Q_i * C_i} \quad (3)$$

Удельный вес ценных бумаг одного эмитента рассчитывается как сумма удельных весов акций всех категорий данного эмитента из Списка ценных бумаг.

Для ограничения величины влияния на индекс акций отдельных эмитентов установлено требование – удельный вес ценных бумаг каждого эмитента не должен превышать 15% по состоянию на день составления Списка ценных бумаг. [13]

Все биржи производят расчет своих биржевых индексов на основании торгуемых на них ценных бумаг. Кроме этого, рынки и биржи могут одновременно рассчитывать несколько биржевых индексов, содержащие различные “индексные корзины”. Индексная корзина представляет собой набор акций, которые являются наиболее ликвидными и служат основой для расчетов биржевых индексов.

Индексная корзина формируется таким образом, что каждая входящая в нее компания имеет свой удельный вес, а, следовательно, и влияние на динамику индекса. Общепринято, что вес эмитента при расчете индекса определяется двумя факторами - его капитализацией и free-float. Но, к сожалению, почти все эмитенты, акции которых формируют индексы отечественных бирж, имеют проблему, как минимум, с точки зрения одного из указанных показателей. [4]

Рассмотрим индексную корзину “Украинской биржи”, представленную в таблице 1, так как именно на этой площадке пока сконцентрирован наибольший объем торгов акциями украинских предприятий. Самый большой удельный вес в индексной корзине данной фондовой биржи имеют ценные бумаги “Центрэнерго” (16%), “Мотор Січ” (16%), “Укртелеком” (11%) и “Азовсталь” (11%).

Таблица 1

Индексная корзина индекса UX

Эмитент	Собственники	Удельный вес бумаги в индексе на 17.02.12 г., %	Капитализация на 17.02.12 г., млрд. грн.	Объем торгов в 2011 г., млрд. грн.	Доля бумаг в свободном обращении (free-float), %	Чистая прибыль (убыток) за 2010 г., млн. грн.
1	2	3	4	5	6	7
Центр-енерго	Государство	16,03	3,30	3,70	22,00	9,60
Мотор Січ	Вячеслав Богуслаев (депутат ВР от ПР)	15,73	5,00	6,40	24,00	12480
Укртеле-ком	Австрийский фонд ЕРИС	10,90	8,10	1,20	3,00	-258,80
Азовсталь	Компания «СКМ» (Ринат Ахметов, депутат ВР от ПР)	10,88	6,00	1,90	4,00	-178,60
Райффайзен Банк Аваль	Raiffeisen International Bank	6,26	4,00	0,70	3,50	0,75
Крюковский вагоностроительный завод	Группа «ТАС» (Сергей Тигипко, вице-премьер-министр)	6,10	2,70	0,20	5,00	298,60
Алчевский металлургический комбинат	Корпорация «ИСД» (Сергей Тарута и Олег Мкртчак)	4,85	2,70	4,60	4,00	-1013,90
Укрсоц-банк	UniCredit Bank Austria	4,73	2,30	2,30	4,50	28,90
Донбасс-енерго	Государство	4,62	0,70	0,80	14,00	-47,90
Укрнафта	Государство, группа «Приват» (Игорь Коломойский)	4,36	19,40	2,80	0,50	2646,30
Авдеевский коксохимический завод	Компания «СКМ» (Ринат Ахметов, депутат ВР от ПР)	4,11	1,10	3,60	8,00	-1,50
Концерн «Стирол»	Groor DF (Дмитрий Фирташ)	3,57	0,90	0,80	9,00	-657,60
Стахановский вагоностроительный завод	Константин Жеваго	3,38	0,90	0,40	8,00	260,70
Енакиевский металлургический завод	Компания «СКМ» (Ринат Ахметов, депутат ВР от ПР)	2,84	0,70	1,80	9,00	-778,60

Продолжение таблицы 1

1	2	3	4	4	6	7
Ясиновский коксохимический завод	Группа компаний «Донецксталь» (Виктор Нусенкис)	1,66	0,40	0,80	9,00	69,00

Анализируя табл. 1, отметим, что удельный вес этих четырех ценных бумаг в индексной корзине составлял почти 54%. Помимо указанных компаний в индексную корзину входят ценные бумаги еще одиннадцати эмитентов, однако именно перечисленные выше эмитенты и являются настоящими “голубыми фишками” фондового рынка.

Компания “Центрэнерго”, имеющая самый большой удельный вес в индексной корзине “Украинской биржи”, по капитализации занимала седьмое место среди пятнадцати индексных компаний. На сегодняшний день ее капитализация составляет всего 3,3 млрд. грн.

Очевидно, что если ценные бумаги компании продавались так дешево, для этого должны быть весомые причины. Факторы, негативно влияющие на стоимость акций данного эмитента следующие. Во-первых, компания “Центрэнерго” интересна как объект приватизации в основном российским инвесторам. Во-вторых, в нее нужно вложить большие деньги для реконструкции и модернизации мощностей. В-третьих, утвержденные тарифы на произведенную компанией электроэнергию - самые низкие по сравнению с тарифами других генерирующих компаний. А тарифы для населения все еще не достигают экономически обусловленного уровня и являются одними из самых низких в Европе.

При этом акции “Центрэнерго” оставались самыми привлекательными, с точки зрения инвестирования, ведь ситуация с другими эмитентами была еще хуже. Что касается индексной ценной бумаги - “Донбассэнерго”. Рентабельность этой компании была ниже, по сравнению с “Центрэнерго”. При этом самым капитализированным эмитентом на украинском рынке акций оставалась компания “Укрнафта” - ее капитализация более 19 млрд. грн. Тем не менее, удельный вес акций “Укрнафты” в индексе - всего 4%. Это обусловлено принятым 31 августа 2011 года решением индексного комитета “Украинской биржи” уменьшить удельный вес акций компании в индексной корзине.

Раньше их удельный вес составлял около 17%. Более того, индексный комитет фондовой биржи поставил ценные бумаги “Укрнафты” в лист ожидания на исключение из индексной корзины. Причина - в том, что мажоритарный собственник скупил большую часть бумаг, следовательно, не рекомендуется покупать акции “Укрнафты”. Основная причина - возможные попытки смены контроля над предприятием. В результате скупки акций доля ценных бумаг компании в свободном обращении уменьшилась с 8% до 0,5%. Это самый низкий показатель среди всех индексных бумаг. [8]

Предприятия “Укртелеком” и “Азовсталь” уже несколько лет подряд показывают существенные убытки. В 2010 году убытки “Азовстали” составили 179 млн. грн., в 2009 году - 212 млн. грн. Компания “Укртелеком” по результатам 2010 года потеряла 259 млн. грн., в 2009 году - 462 млн. грн.

Государство за счет “Укртелекома” решало свои проблемы. В результате аукциона компания была продана ООО “ЕСУ”, дочерней компании австрийского фонда EPIC, а free-float ее акций так и остался на уровне в 3%. Из входящих в индексную корзину “Украинской биржи” эмитентов регулярно выплачивает дивиденды лишь “Мотор Січ”. В то же время компания традиционно платила очень низкие дивиденды. Дивиденды “Нафтогаз України” оказались довольно внушительными, особенно если учесть размер нераспределенной прибыли прошлых лет. Остальные эмитенты ценных бумаг индексной корзины дивидендов не платили вовсе.

В феврале 2012 года прошло очередное заседание индексного комитета “Украинской биржи”, на котором было решено исключить сразу пять крупных эмитентов из индексной корзины: “Укртелеком”, Крюковский и Стахановский вагоностроительные заводы, Ясиновский коксохимический завод и концерн “Стирол”. Общий удельный вес этих компаний в индексе составлял около 25%. 16 марта 2012 года это решение индексного комитета “Украинской бир-

жи“ об исключении из индексной корзины пяти эмитентов вступило в силу, что должно помочь более четко отражать динамику фондового рынка. Теперь индекс UX, отражающий динамику цен на украинском рынке акций (представленный на рис. 1) [9], будет рассчитываться на основании цен на ценные бумаги всего десяти украинских эмитентов. [7]



Рис. 1 - Динамика индекса “Украинской биржи” за 2009 - 2012 годы

Как видим из рисунка 1, максимальное значение индекса “Украинской биржи“ за трехлетний период 2962,58 наблюдалось 1 марта 2011 года, а минимальное - 500,00 - 26 марта 2009 года (начальное значение по итогам торгов). Накануне заседания, на котором приняли решение об исключении акций, совокупный вес пяти эмитентов составлял 25% и всего 5% оборота по акциям индексной корзины. Таким образом, вывод из индексной корзины менее ликвидных ценных бумаг снизит вероятность нерыночной динамики индекса, а также позволит индексу более адекватно отражать динамику фондового рынка.

По мнению индексного комитета, сокращение числа ценных бумаг в индексной корзине позволит повысить репрезентативность индекса UX. Объем торгов по акциям исключенных предприятий (ПАО “Укртелеком“, ПАО “Крюковский вагоностроительный завод“, ПАО “Ясиновский коксохимический завод“, ПАО “Концерн Стирол“ и ОАО “Стахановский вагоностроительный завод“) не превышал 1 млн. грн в день.

Это решение индексного комитета было воспринято экспертами весьма скептически. Украинская ассоциация инвестиционного бизнеса (УАИБ) назвала сокращение индексной корзины “Украинской биржи“ поспешным, неправомерным и таким, что дискредитирует сам индекс. В УАИБ считают, что если подходить к вопросу только с позиций ликвидности (как это сделал индексный комитет), то можно удалять из индекса UX все ценные бумаги пятнадцати эмитентов.

6 марта 2012 года Биржевой совет “Украинской биржи“ рассмотрел “Открытое письмо участников фондового рынка к Биржевому совету“, однако поддержал сокращение количества компаний в индексной корзине “Украинской биржи“. Биржевой совет решение Индексного комитета по исключению ряда бумаг из индексного списка считает правильным и соответствующим утвержденной методике.

С одной стороны, решение индексного комитета было прогнозируемым, поскольку на фондовой бирже разделяют мнение, что в индексе мало настоящих “голубых фишек” - ликвидных и качественных ценных бумаг. С другой стороны, решение об исключении пяти эмитентов без каких-либо официальных предупреждений или обсуждений стало неожиданным для рынка. Информация о приостановлении оборота ценных бумаг группы «Донецксталь» была размещена в соответствии с нормативными документами Комиссии в бюллетене «Ведомости Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку», но этого оказалось недостаточно. Участники рынка не были проинформированы об исключении эмитентов из-за недостатков нормативных документов, но после внесения в них изменений, все решения должны быть в день их принятия размещены на сайте Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР). А также в этот же день они должны быть направлены в депозитарий и на биржи. [15]

Обнародование решения индексного комитета “Украинской биржи” в тот же день спровоцировало падение цен на акции исключенных из индексной корзины эмитентов на 1-7%, что, в свою очередь, принесло убытки ряду фондовых компаний. Ценные бумаги эмитентов оставшихся в индексной корзине и их показатели представлены в таблице 2.

Таблица 2

Индексная корзина индекса UX после исключения из нее пяти эмитентов

Наименование	Вес акции по состоянию на 01.03.12 г., %	Коэффициент, учитывающий free-float (Wi), %	Объем торгов в 2011 г., млрд. грн.	Капитализация на 13.03.12 г.
Азовсталь	15,0	4,0	1,9	5,8
Центрэнерго	15,0	22,0	3,7	3,0
Мотор Січ	15,0	24,0	6,4	4,9
Райффайзен Банк Аваль	10,6	3,5	0,7	3,6
Алчевский металлургический комбинат	8,4	4,0	4,6	2,5
Укрсоцбанк	8,1	4,5	2,3	2,2
Донбасэнерго	8,0	14,0	0,8	0,7
Укрнафта	7,4	0,5	2,8	18,0
Авдеевский коксохимический завод	7,3	8,0	3,6	1,0
Енакиевский металлургический завод	5,2	9,0	1,8	0,7

Кроме того, пострадали инвесторы, купившие бумаги индексных фондов. В феврале 2012 года акции Ясиновского коксохимического завода подешевели на 6,6%, концерна “Стирол” - на 6%, Крюковского вагоностроительного завода - на 4%, Стахановского вагоностроительного завода - на 2,3% и “Укртелекома” - на 1,3%. Неликвидные акции сложно продать, а в данном случае это стало трудной задачей для индексных фондов, которые стремятся воссоздать в своих инвестиционных портфелях структуру индексной корзины той или иной фондовой биржи. В результате потеряли деньги и торговцы, считавшие инвестиции в индексные ценные бумаги вполне надежными.

В последнее время фондовые биржи начали активно предлагать своим клиентам инвестировать в индексные ценные бумаги, аргументируя это тем, что после кризиса первой восстанавливается цена именно на акции, входящие в индексную корзину фондовой биржи.

После резкого обвала цен на акции в 2009 году индекс UX, который рассчитывает “Украинская биржа” в 2010 году повысился на 70%. В то же время цены на бумаги, не входящие в индекс, так до сих пор и не выросли после падения в 2009 году. Так как в 2011 году индекс UX снова снизился, на этот раз более чем на 40%, - значит, и входящие в корзину акции подешевели. Как результат: на фондовом рынке активизировались инвестиционные фонды, предлагающие вкладывать деньги в индексные ценные бумаги.

Именно индексные фонды являются наиболее прозрачными (структура их активов должна соответствовать структуре индексной корзины) и надежными, поскольку деньги вкладывают в наиболее ликвидные и качественные инструменты на фондовом рынке. Однако на сегодня общий объем чистых активов таких фондов составляет не более 20 млн. грн. [11]

Небольшая доля ценных бумаг в свободном обращении - основной недостаток украинских “голубых фишек”. У двенадцати из пятнадцати ценных бумаг в индексной корзине “Украинской биржи” доля ценных бумаг в свободном обращении (free-float) была ниже 10%. Однако, чтобы ценная бумага могла котироваться, например, на основной площадке Лондонской фондовой биржи, ее free-float должен составлять, как минимум, 25%.

Такого показателя нет ни у одной “индексной” компании на отечественном фондовом рынке. Один из самых высоких показателей free-float - у двух государственных энергетических

компаний: “Центрэнерго” (22%) и “Донбассэнерго” (14%). На первом месте - компания “Мотор Січ”, чья доля ценных бумаг в свободном обращении составляет 24%. Такой относительно высокий для украинского фондового рынка показатель объясняется тем, что “Мотор Січ” ни разу не проводила дополнительной эмиссии. Большинство же других акционерных обществ неоднократно проводили дополнительные эмиссии, что размывало доли миноритарных акционеров. В результате мажоритарные собственники сконцентрировали в своих руках пакеты, содержащие более 90% акций. Неудивительно, что в 2011 году ценные бумаги компании “Мотор Січ” стали лидерами по объему торгов среди акций индексной корзины с показателем в 6,4 млрд. грн.

На втором месте по объему торгов оказался Алчевский металлургический комбинат с показателем в 4,6 млрд. грн. Акции этого комбината заняли последнее место среди индексных бумаг в ежегодном рейтинге корпоративного управления инвестиционной компании “Конкорд Капитал” и Агентства США по международному развитию (USAID). [6]

По данным Агентства по развитию инфраструктуры фондового рынка Украины, более 96% акций комбината принадлежат корпорации “Индустриальный Союз Донбасса” (“ИСД”). Но вызывает опасения тот факт, что скоро Алчевский меткомбинат может исчезнуть из индексной корзины. Это весьма вероятно, так как мажоритарные собственники активно скупают бумаги предприятия на фондовой бирже.

По мнению участников рынка, при принятии решения об исключении бумаг из корзины индексный комитет “Украинской биржи” допустил нарушения. Исключение эмитентов компаний из индексной корзины предполагает наличие листа ожидания на исключение из индекса корзины. Ценные бумаги, прежде чем быть исключенными из индекса индексным комитетом, должны какое-то время находиться в листе ожидания. Процедура происходит так: индексный комитет вносит ценные бумаги в лист на исключение, а потом исключает их или не исключает.

В соответствии с методикой расчета индекса UX, утвержденной самой же биржей, из индекса выводятся акции, ранее включенные в состав кандидатов на исключение из Списка ценных бумаг (лист ожидания на исключение). Индексный комитет в нарушение методики расчета индекса UX не включил акции “Укртелекома”, “Стирол”, “Ясиновский коксохимический завод”, “Крюковский вагоностроительный завод” и “Стахановский вагоностроительный завод” в лист ожидания на исключение, прежде чем принять решение об исключении данных бумаг из состава индексной корзины. Соответственно, инвесторы не были проинформированы должным образом о возможных изменениях в составе индексной корзины индекса UX.

Мотивацией для такого решения стало мнение о том, что низколиквидные акции искажают значение фьючерса на индекс UX, так как создают возможность для манипуляций. При этом, согласно этой же методике, исключить из биржевого индекса ценные бумаги, не входящие в лист ожидания, можно только в том случае, если у эмитентов имелись факты, способные резко повлиять на стоимость акций. Однако, для ценных бумаг эмитентов, с которыми произошли или будут происходить корпоративные события, может быть принято решение об исключении из списка ценных бумаг без предварительного включения в лист ожидания на исключение.

Таким образом, ввиду отсутствия каких-либо корпоративных событий, которые могли бы повлиять на решение, прежде чем быть исключенной из индекса, акция должна попасть в лист ожидания на исключение. Далее, согласно этой же методике, биржа размещает на своем веб-сайте следующую информацию о решениях индексного комитета: состав нового списка ценных бумаг, состав листа ожидания на включение в список ценных бумаг, состав листа ожидания на исключение из списка ценных бумаг. [10]

С нашей точки зрения, у индексного комитета не было оснований исключать акции из индексной корзины, не поставив их предварительно в список кандидатов на исключение и тем самым оповестив рынок о своих намерениях. Отметим, что на сайте “Украинской биржи” на момент принятия решения об исключении из индексной корзины этих эмитентов в листе ожидания на исключение были акции лишь одной компании - “Укрнафти”. Но руководство компании было крайне не заинтересовано, чтобы эта ценная бумага выходила из индекса, так как у них были планы по выходу на IPO.

Биржевой совет, рассмотрев открытое письмо участников рынка, оставил решение индексного комитета в силе. Однако, представители биржи настаивают на том, что в процедуре принятия решения об исключении бумаг из индекса нарушений не было. Информация о конфликтной ситуации дошла и до Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку

(НКЦБФР). Тем не менее, регулятор поспешил занять удаленную позицию от конфликтующих сторон, а Комиссия может только следить за тем, чтобы не было нарушений законодательства.

В методике прописано, что прежде чем исключать акции эмитента из индексной корзины, необходимо сначала внести их в лист ожидания на исключение. Но в ней не указано, сколько времени бумага должна там находиться. В этом и есть основная проблема. На индексном комитете сначала проголосовали за внесение пяти бумаг в лист ожидания на исключение, затем - за исключение этих бумаг из индексной корзины. Формально правило, прописанное в методике, соблюдалось. Но участники рынка считают, что в списке на исключение бумаги должны находиться какое-то время, перед тем как их исключат. Важно прийти к единому для всех сроку. Для биржи не принципиально, будет это неделя, месяц или три месяца.

Конфликт представителей биржи и торговцев доказал необходимость пересмотра методики расчета индекса UX. Биржевому совету необходимо усовершенствовать методику расчета индекса украинских акций, где будут четко прописаны порядок и сроки нахождения акций в листах ожидания на включение и исключение из индексной корзины.

Не следует забывать о том, что также существуют инвестиционные индексные фонды, которые инвестируют в акции индексной корзины. Поэтому если каждые пять минут происходят изменения индексной корзины, у этих фондов нет возможности реструктуризировать свои активы. Таких фондов не много, но они есть. Также есть ряд инвесторов, которые инвестируют в ценные бумаги индексной корзины. [14]

Принятие поспешных решений дискредитирует сам индекс UX, подрывает и без того пошатнувшееся доверие инвесторов к рынку. Подобные подходы к управлению составом индексной корзины индекса UX недопустимы и наносят непоправимый вред репутации «Украинской биржи», торговцев ценными бумагами, компаний по управлению активами и фондового рынка в целом. Это приобретает особую важность ввиду готовящихся изменений в закон об институтах совместного инвестирования (ИСИ), разрешающих запуск индексных фондов.

Таким образом, на наш взгляд, бирже совместно с торговцами необходимо выработать единый стандарт относительно того, сколько времени ценная бумага должна находиться в списке ожидания на исключение. С одной стороны, хорошо, если акции находятся в этом списке достаточное время, чтобы торговцы и инвесторы успели перестроить работу. С другой стороны, негативным является учет неликвидных бумаг при расчете биржевого индекса. Когда неликвидная бумага долго находится в индексе, у нее большие спреды (разница между ценой покупки и предложения) и даже рыночные сделки могут очень сильно влиять на индекс. Ведь индекс должен отображать реальную картину, а не вводить рынок в заблуждение. При этом публичность курсов облегчает эмитентам ценных бумаг, решение вопросов связанных с условиями и целесообразностью новых выпусков, дает возможность владельцам ценных бумаг быстрее ориентироваться в конъюнктуре фондового рынка.

Выводы

Решение индексного комитета продиктовано необходимостью повышения репрезентативности индекса UX: чем лучше индекс представляет рынок акций, тем больше к нему доверия у инвесторов, а также тем больше пользы для наиболее активного сегмента «Украинской биржи» - срочного рынка. Так как индекс «Украинской биржи» выступает базовым активом для двух фьючерсных контрактов и косвенным базовым активом для большого числа опционных контрактов.

В последнее время на фоне общего тренда снижения ликвидности украинского фондового рынка, объемы торгов по ряду эмитентов, акции которых входят в индекс «Украинской биржи», достигли того предела, за которым нахождение акции в составе индексной корзины перестает быть оправданным. В связи с этим динамика индекса стала менее логичной, а возможности для манипулирования индексом выросли.

Именно решая проблему ликвидности акций индексной корзины, индексный комитет пошел на такое резкое сокращение числа составляющих индекс акций. Речь идет о проблеме ликвидности, и решение никак не связано с состоянием исключаемых эмитентов. По этому показателю ценные бумаги, исключённые из индексной корзины, являются по факту менее ликвидными, чем те, что в ней остались. Но это не отрицает наличия в них фундаментальной стоимости и возможности инвестиций с целью реализовать недооценённость или переоценённость ценных бумаг того или иного эмитента.

Список использованных источников:

1. Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18 червня 1991 року № 1201 - XII // Комп'ютерно - правова система: «Ліга Закон».7: www.liga.kiev.ua.
2. Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок» від 23.02.06 р. № 3480 - IV -BP // Комп'ютерно-правова система: «Ліга Закон».7: www.liga.kiev.ua.
3. Положення «Про Державну комісію з цінних паперів і фондового ринку» Затверджене Указом Президента України від 14.02.1997 №142/97 // Експерт-юрист: інформаційно-правова бібліотека: нормативна база.
4. Ватаманюк З. Г., Баула О. В. «Перспективи розвитку ринку цінних паперів в Україні» // Фінанси України. - 2008. - № 3. - С. 87 - 94.
5. Долинський Л.Б. «Теоретичні основи інвестиційної оцінки цінних паперів в Україні» // Фінанси України. - 2010. - № 2 - С. 37- 45.
6. Изменение состава индексной корзины не повлияло на финансовые показатели - Олег Ткаченко [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://delo.ua/finance/izmenenie-sostava-indeksnoj-korziny-ne-povlijalo-na-finansovye-po-174980/>
7. Индексная корзина "Украинской биржи" сегодня официально сократилась до 10 компаний [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rbc.ua/rus/top/show/indeksnaya-korzina-ukrainskoy-birzhi-segodnya-ofitsialno-16032012110300>
8. Информация о торгах акциями из индексной корзины [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ux.ua/ru/marketdata/>
9. История значений Индекса украинских акций по дням [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ux.ua/ru/index/stat/dailyhistory.aspx?code=UX>
10. Леонов Д.А., Смаглюк Е. М. «Перспективні напрями розвитку інформаційної інфраструктури ринку акцій в Україні» // Фінанси України. - 2009. - № 5. - С. 41- 47.
11. Нас не устраивает сама процедура исключения из индексной корзины «Украинской биржи» сразу 5 из 15 акций, - Яковенко [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://minfin.com.ua/2012/03/05/554317/>
12. Описание индекса [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ux.ua/ru/index/ux/description.aspx>
13. Список акций для расчета Индекса [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://fs.ux.ua/files/59>
14. Терещенко Г. М. «Проблеми становлення і напряму вдосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні» // «Фінанси України». - 2010. - № 7 - С. 94 - 107.
15. Фондовый рынок выступил против исключения акций 5 компаний из индекса «Украинской биржи» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://minfin.com.ua/2012/03/05/554108/>

Bibliography:

1. Law of Ukraine «About securities and exchange stock» from June, 18, 1991 № 1201 - XII // computer-legal system: «League Law».7: www.liga.kiev.ua. (Ukr.)
2. Law of Ukraine «About securities and fund market» from 23.02.06 № 3480 - IV -BP // computer-legal system: «League Law».7: www.liga.kiev.ua. (Ukr.)
3. Provision «About the State commission from securities and fund market» is Ratified by decree of Ukraine President from 14.02.1997 №142/97 // Expert-lawyer: informatively-legal library: normative base. (Ukr.)
4. Vatamanuk Z., Baula O. «Prospects of securities market development in Ukraine» // Finansy Ukrainy. - 2008. - № 3. - p. 87 - 94. (Ukr.)
5. Dolinskiy, L. «Theoretical bases of investment securities estimation in Ukraine» // Finansy Ukrainy. - 2010. - № 2. - p. 37 - 45. (Ukr.)
6. The change of index basket composition did not influence on financial indexes - O. Tkachenko [Electronic resource]. - Access mode: <http://delo.ua/finance/izmenenie-sostava-indeksnoj-korziny-ne-povlijalo-na-finansovye-po-174980/> (Rus.)
7. The index basket of the "Ukrainian exchange" officially became short to 10 companies today [Electronic resource]. - Access mode: <http://www.rbc.ua/rus/top/show/indeksnaya-korzina-ukrainskoy-birzhi-segodnya-ofitsialno-16032012110300> (Rus.)
8. Information about trading session by shares from index [Electronic resource]. - Access mode:

<http://www.ux.ua/ru/marketdata/> (Rus.)

9. History of values of Ukrainian Equities Index on days [Electronic resource]. - Access mode:

<http://www.ux.ua/ru/index/stat/dailyhistory.aspx?code=UX> (Rus.)

10. Leonov, D. Smagluk E. «Perspective directions of share market informative infrastructure development in Ukraine» // Finansy Ukrainy. - 2009. - № 5. - p. 41 - 47. (Ukr.)

11. We are not arranged by procedure of exception from the index basket of the «Ukrainian exchange» at once 5 from 15 shares, - Yakovenko [Electronic resource]. - Access mode: <http://minfin.com.ua/2012/03/05/554317/> (Rus.)

12. Description of index [Electronic resource]. - Access mode: <http://www.ux.ua/ru/index/ux/description.aspx> (Rus.)

13. List of shares for the Index calculation [Electronic resource]. - Access mode: <http://fs.ux.ua/files/59> (Rus.)

14. Tereschenko, G. Problems of becoming and direction of functioning equities market perfection in Ukraine // Finansy Ukrainy. - 2010. - № 7. - p. 94 - 107. (Ukr.)

15. Fund market contested against the exception of 5 companies shares from the «Ukrainian exchange» index [Electronic resource]. - Access mode: <http://minfin.com.ua/2012/03/05/554108/> (Rus.)

Рецензент: Т.Г. Логутова
д-р екон. наук, проф., ГВУЗ «ПГТУ»

Статья поступила 16.05.2012