

УДК 330.3+336.761

МІКРОСТРУКТУРНІ ЧИННИКИ ФОРМУВАННЯ ІНДЕКСІВ НА МІЖНАРОДНИХ ФОНДОВИХ БІРЖАХ

І. Грабинська, Р. Гнатюк

*Львівський національний університет імені Івана Франка
м. Львів. просп. Свободи, 18*

Простежено еволюцію ролі та функцій фондових бірж в умовах посилення глобалізаційних процесів. На основі проведеного кореляційно-регресійного аналізу виявлено вплив мікроструктурних чинників, а саме - кількості емітентів, обсягів торгів, ліквідності, капіталізації, якості та ефективності організованого ринку торгівлі цінними паперами, - на динаміку індексів на головному та альтернативному майданчику міжнародної фондової біржі. Виявлено сучасні тенденції щодо регулювання лістингових вимог у світовій індустрії фондових бірж. Доведено, що за умов лояльних лістингових вимог зростає волатильність фондового ринку та підвищуються інвестиційні ризики. Сформульовано низку пропозицій щодо усунення надмірної волатильності фондового індексу на ринку альтернативного інвестування. Ключові слова: міжнародна фондова біржа, фондовий індекс, кількісні показники діяльності біржі, лістинг, мікроструктурні чинники фондових індексів, ринок альтернативного інвестування.

Актуальність. Важливим елементом сучасних економічних систем є механізм заощадження і кредитування та інвестування, який реалізується через фінансові ринки.

Фінансовий ринок, що являє собою фундамент монетарної економіки, можна розглядати як сукупність інститутів, що скеровують попит грошових коштів у власність інвесторів [1]. Важливим інститутом фінансового ринку є фондова біржа, яка забезпечує функціонування організованого ринку купівлі – продажу цінних паперів.

Сучасні фондові біржі виконують низку функцій: вони, з одного боку, надають можливість інвесторам вкладати свої кошти у ринкові цінні папери, а з іншого – допомагають компаніям відносно дешевше залучати фінансові ресурси (банківський сектор). Здатність курсів фінансових активів нести у собі інформацію про ефективність діяльності їхніх емітентів сприяють виконанню фондовою біржею важливої функції перерозподілу: фінансові ресурси перерозподіляються на користь високоефективних галузей виробництва.

Часто ефективність функціонування вторинного ринку цінних паперів є індикатором економічного розвитку країни [2]. Вона, в свою чергу, визначається рівнем транспарентності ринку, – відкритості та доступності інформації для усіх інвесторів, оскільки це є передумовою формування ціни на ринку в результаті взаємодії попиту та пропозиції. Очевидно, що аналіз цієї інформації може надати інвесторам додаткові можливості при прийнятті ефективних інвестиційних рішень.

© І. Грабинська, Р. Гнатюк, 2012

Суть та особливості функціонування фондових бірж досліджені у працях вітчизняних та іноземних економістів, серед яких І. Школьник, О. Рогача, В. Козюка, Р. Левіча, Є. Фами, К. Грейнджера та інші. Слід відзначити, що у сучасній економічній літературі фондовий ринок досліджують з точки зору особливостей випуску й обігу конкретних видів цінних паперів чи механізму встановлення цін на них. Проте, недостатньо уваги приділено дослідженню динаміки фондових індексів та чинників, що можуть її визначати у сучасних умовах посилення фінансової нестабільності. Їх врахування суб'єктами фондового ринку при прийнятті інвестиційних рішень сприятиме ефективному перерозподілу фінансових ресурсів.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є виявлення та оцінка впливу мікроструктурних чинників на динаміку індексів на головному майданчику та ринку альтернативного інвестування міжнародних фондових бірж.

Виклад основного матеріалу дослідження. Сучасна фондова біржа є організованим, постійно діючим ринком на якому відбувається торгівля цінними паперами. На сьогодні найвагомішими є мережі міжнародних бірж, які розташовуються в Європі, Північній Америці та в Азії. Не існує загально визначеного критерію "міжнародності" фондової біржі. Проте в загальному такими вважаються біржі на яких розміщують свої цінні папери компанії з різних країн і щоденний обсяг торгів на яких за один день оцінюють мільярдами доларів. Ці біржі є центрами фінансового життя і відіграють вирішальну роль у функціонуванні світового фінансового середовища. У таблиці 1 наведено десять найбільших фондових бірж за рівнем капіталізації.

Таблиця 1

Десять найпотужніших у світі фондових бірж за рівнем капіталізації

№	Назва фондової біржі	Сукупна ринкова капіталізація (млрд. дол. США)		Приріст у 2012 році в порівнянні з 2011 роком (%)
		2011 р.	2012 р.	
1	NYSE Euronext (US)	11 796	14 086	19,4%
2	NASDAQ OMX (US)	3 845	4 582	19,2%
3	Tokyo Stock Exchange Group	3 325	3 479	4,6%
4	London Stock Exchange Group	3 266	3 397	4,0%
5	NYSE Euronext (Europe)	2 447	2 832	15,8%
6	Hong Kong Exchanges	2 258	2 832	25,4%
7	Shanghai SE	2 357	2 547	8,1%
8	TMX Group	1 912	2 059	7,7%
9	Deutsche Borse	1 185	1 486	25,5%
10	Australian SE	1 198	1 387	15,7%

Джерело: 2012 WFE Market Highlights // World Federation of Exchange – 2013. – Р. 6. – [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/2012%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>

Як видно з таблиці, їх загальна ринкова капіталізація становить трильйони доларів США і постійно зростає. Загалом їх питома вага становить близько 70% ринкової капіталізації усієї світової індустрії фондових бірж.

Фондові біржі є чутливими до будь-яких економічних коливань, що робить їх найкращими індикаторами ділової активності певної країни чи регіону загалом. Еволюція фондового ринку у XX столітті зумовлена процесами глобалізації,

фінансовою лібералізацією, що своєю чергою зумовила усунення обмежень щодо міжнародного руху капіталу, а також гармонізацію процесуальних норм, правил, політики та корпоративного управління [4].

Зокрема, в умовах фінансової глобалізації бізнес середовище, в якому функціонують фондові біржі, постійно змінюється, що вимагає від них певних зусиль для пристосування до таких умов. Зокрема, фондові біржі за останні 20 років трансформувались у певні комплекси фінансових послуг. Класичні біржі, що перебували у власності її членів чи держави змінились на прибуткові організації з офіційним лістингом. Такі «трансформовані» біржі виходять на міжнародний рівень – вони пропонують низку міжнародних фінансових послуг і все менше зорієнтовані на задоволення потреб внутрішнього попиту. Це означає, що біржі починають конкурувати між собою за першість, і ті з них, що не здатні витримати конкуренції, повинні шукати нові шляхи утримування своїх конкурентних позицій. Саме тому фондові біржі намагаються певним чином консолідуватись – утворити певні альянси, членство в яких надасть їм певні переваги у світовій індустрії фондових бірж. Найвищою формою консолідації міжнародних фондових бірж є процес злиття та поглинання, що є одною з основних тенденцій на світовому фінансовому ринку та найяскравішим проявом фінансової глобалізації [5]. В результаті цього з'явилися великі групи бірж на зразок NYSE Euronext, NASDAQ OMX та інші.

Тиск конкуренції серед міжнародних фондових бірж також породжує високі стандарти якості біржової торгівлі. В перспективі така тенденція до стандартизації сприятиме збільшенню обсягів біржової торгівлі і формуванню єдиної світової ціни. Варто також згадати про інтенсивне впровадження фінансових інновацій на міжнародних фондових біржах: великого значення в останні десятиліття набувають системи клірингових розрахунків, які дематеріалізують цінні папери. Вони існують тепер переважно у вигляді записів на рахунках у комп'ютерних системах. В перспективі розвиток інформаційних технологій в цьому напрямку може означати розвиток біржової торгівлі минаючи інститути біржових посередників. Лібералізація також спричинила реструктуризацію ринку фінансових послуг та появу абсолютно нових, інноваційних фінансових пропозицій, новітніх фінансових інструментів, що додають можливості в обслуговуванні міжнародних емітентів.

Однією з ознак розвитку міжнародних фондових бірж є поява нових торговельних майданчиків, що зумовлено наростаючою конкуренцією між ними. Зокрема, поява ринку альтернативного інвестування на Лондонській фондовій біржі та аналогічних чи подібних утворень на Токійській та Нью-Йоркській фондових біржах. Із 52 фондових бірж, що входять до WFE 31 має альтернативні майданчики – це біржові сегменти, що регулюються не національним законодавством чи директивами ЄС, а безпосередньо біржами [6]. Такі майданчики стали популярними серед невеликих іноземних компаній впродовж останніх 15 років через можливість отримання лістингу та залучення капіталу. Для них є характерними значно знижені вимоги до лістингу та мінімальне розкриття інформації. Це робить їх привабливими для менших компаній та тих, які щойно почали свій бізнес, а також компаній з країн з ринками, що розвиваються. Хоча деякі експерти вважають, що цей ринок є надто спекулятивним і нестабільним, але все ж багато компаній, переважно з країн з ринками, що розвиваються, бажають отримати лістинг на таких підсистемах найпотужніших бірж у світі.

Одним з основних та найважливіших показників діяльності фондової біржі є фондовий індекс, який відображає динаміку зростання цілого ринку та визначає

рівень ділової активності. Він є основним орієнтиром для будь – якого інвестора чи трейдера при прийнятті інвестиційних рішень.

Динаміку фондових індексів визначає низка чинників, які, на нашу думку, можна поділити на дві великі групи: зовнішні та внутрішні. До зовнішніх відносять ті, які впливають на вартість акцій безпосередньо через ринок – економічні та політичні кризи, макро- та мікроекономічні показники, загальні тенденції біржових ринків дорогоцінних металів, нафти та інших сировинних ресурсів, різноманітні новини та навіть плітки. До внутрішніх – так званих мікроструктурних чинників – належать ті, які безпосередньо пов'язані із результатами діяльності та кількісними показниками фондової біржі – її кон'юнктура, кількість емітентів, обсяги торгів, ліквідність, капіталізація, якість та ефективність організованого ринку торгівлі цінними паперами тощо.

Існують численні публікації, що присвячені дослідженню впливу зовнішніх чинників на динаміку фондового індексу [7 – 12]. Однак недостатньо досліджено вплив основних мікроструктурних показників діяльності фондової біржі на фондовий індекс. Виявлення такого взаємозв'язку надасть можливість інвесторам краще обґрунтовувати свої інвестиційні рішення.

Теоретичний та емпіричний аналіз такої залежності вперше здійснив М. Озборн у 1959 році, а потім дослідження продовжили і інші учені, серед яких П. Кларк, Дж. Таухен, М. Пітс та інші [13]. Вони виявили прямий взаємозв'язок між досліджуваними показниками і відкинули так звану теорію «випадкового руху». Теорія «випадкового руху» обґрунтовує незалежність майбутніх цін та фондових індексів від інформації, наявної сьогодні: неповний та випадковий характер отриманої інвесторами інформації зумовлює їх випадкові дії та рішення на ринку [13]. К. Грейнджер, О. Моргенстер та М. Годфрі у своїх дослідженнях підтвердили цю теорію і зробили висновок про те, що фондові індекси “ідуть випадковим шляхом”, а їхня динаміка – оманлива [13]. П. Аббондант у своїй статті, досліджуючи подібний взаємозв'язок між обсягом торгів на фондовому ринку та найважливішими фондовими індексами США, як то DJIA, NASDAQ, S&P500, Wilshire 5000, відзначає, що напрям взаємозв'язку може бути різним, хоча найчастіше він все ж є прямим [14]. Він також підкреслює, що в результаті збільшення або зменшення оборотності цінних паперів на фондовій біржі, фондовий індекс, як правило, зростає або знижується пропорційно, тобто абсолютне значення оборотності “розхитує” ринок і є визначальним для динаміки фондового ринку [14]. Н. Сабрі, досліджуючи у цьому контексті ринки країн, що належать до Арабського Валютного Фонду, теж підтверджує тісний зв'язок між досліджуваними показниками [14]. К. Равіндра та І. Ванг, аналізуючи Азійський фінансовий ринок, зробили висновок про те, що для Азії зв'язок є двостороннім: інколи фондовий індекс впливає на кількісні показники [14]. Все ж у нашому аналізі розглядатимемо тільки односторонній зв'язок вважатимемо, що лише кількісні показники впливають на індекс, а не навпаки.

У подальшому аналізі ми розглядатимемо та порівняємо як впливають мікроструктурні чинники на динаміку індексів на головному та альтернативному майданчиках сучасних міжнародних фондових бірж. Для аналізу ми обрали Лондонську фондову біржу (LSE) – найстарішу та одну із найбільших у світі, на якій вперше запровадили функціонування ринку альтернативного інвестування (AIM – Alternative Investment Markets, далі AIM). Проведений кореляційно-регресійний аналіз дав можливість оцінити ступінь взаємозв'язку таких показників як оборот з продажу цінних паперів, кількість укладених біржових угод, кількість проданих

цінних паперів та ринкова капіталізація з фондовими індексами Лондонської фондової біржі: FTSE all-share та FTSE AIM all (FTSE - Financial Times Stock Exchange Index). Фондовий індекс FTSE all-share є капіталізованим та являє собою 98% капіталізації Лондонської фондової біржі, а FTSE AIM all – майже 100% капіталізації ринку альтернативного інвестування на цій біржі.

Для оцінки ступеня взаємозв'язку ми застосуємо кореляційно – регресійні моделі: парні – для оцінки впливу кожного з показників з одного боку як незалежних змінних на відповідний фондовий індекс з іншого боку як залежну змінну, та множинну – яка характеризує залежність відповідного фондового індексу від усієї сукупності показників – незалежних змінних. Перш за все слід підкреслити, що кореляційно–регресійний аналіз базується на усереднених показниках офіційної статистики Лондонської фондової біржі за період з 2002 по 2012 рік [15]. Вважатимемо також, що між незалежними змінними відсутня автокореляція (вони не впливають одне на одного), а залежність між незалежними та залежними змінними – лінійна. Враховуючи, що усі наступні рівняння регресії є лише оцінками реальних коефіцієнтів регресії та інших елементів рівняння регресії, ми упускатимемо помилки та відхилення у своїх розрахунках, вважаючи, що вони відсутні.

У таблиці 2 відображено основні результати парного кореляційно – регресійного аналізу залежності фондових індексів FTSE від показників обсягу на різних торговельних майданчиках LSE.

Таблиця 2

Парна кореляційно – регресійна залежність фондових індексів FTSE від кількісних показників на різних торговельних майданчиках LSE

Показник	LSE AIM	LSE MM
Оборот з продажу цінних паперів	прямий	обернений
Кількість укладених угод	прямий	прямий
Кількість проданих цінних паперів	обернений	обернений
Ринкова капіталізація	прямий	прямий

Як свідчать дані таблиці 2, результати емпіричного аналізу у моделях не завжди підтверджують теоретичні уявлення про напрям такого взаємозв'язку, оскільки прийнято вважати, що фондовий індекс прямо залежить від кількісних показників діяльності біржі. Для детальнішого дослідження слід розглянути основні економетричні параметри цих взаємозв'язків, що наведені у таблиці 3.

Як свідчать дані таблиці 3, взаємозв'язок між обраними показниками обсягу Лондонської фондової біржі та фондовими індексами FTSE відображає різний рівень тісноти. Зокрема, помітний кореляційний взаємозв'язок спостерігається лише у двох моделях, які пояснюють залежність фондового індексу FTSE all-share від кількості укладених угод та фондового індексу FTSE AIM all від рівня ринкової капіталізації. Варто звернути увагу на те, що нульова гіпотеза відхиляється лише у двох моделях для головного ринку та одній для ринку альтернативного інвестування. Тим не менш, у нашому аналізі незмінним залишається одне: усі моделі, що побудовані для ринку альтернативного інвестування AIM не є репрезентативними, тоді як аналогічні моделі для головного ринку є, як правило, значно адекватнішими і такими, що краще пояснюють динаміку індексу FTSE all share.

Таблиця 3

Основні економетричні параметри парних кореляційно – регресійних моделей залежності фондових індексів FTSE від кількісних показників на різних торговельних майданчиках LSE

Показники	Коефіцієнт кореляції		Коефіцієнт детермінації (%)		P-value	
	LSE AIM	LSE MM	LSE AIM	LSE MM	LSE AIM	LSE MM
Оборот з продажу цінних паперів	0,66	0,27	43	7,4	0,028	0,4125
Кількість укладених угод	0,074	0,27	0,55	7	0,83	0,42
Кількість проданих цінних паперів	0,062	0,4	0,38	15,4	0,86	0,2319
Ринкова капіталізація	0,28	0,85	8	72	0,4	0,001

Для того, щоб дослідити сукупний вплив усієї сукупності мікроструктурних показників відповідного майданчику на фондовий індекс побудуємо множинну кореляційну модель.

Результатом множинного кореляційного аналізу для ринку альтернативного інвестування стало наступне рівняння:

$$\check{Y}a1 = 749,528 + 2,0748 Xa1 + 0,0015 Xa2 - 0,7327 Xa3 + 3,36505 Xa4, \quad (1)$$

де $\check{Y}a1$ – теоретичні значення фондового індексу FTSE AIM all;

$Xa1$ – фактичні значення середньоденного обороту з продажу цінних паперів;

$Xa2$ – фактичні значення середньоденної кількості укладених угод;

$Xa3$ – фактичні значення середньоденної кількості проданих цінних паперів;

$Xa4$ – фактичні значення середньої ринкової капіталізації.

Результатом множинного кореляційного аналізу для головного ринку є наступне рівняння:

$$\check{Y}m1 = -1137,855 - 1,0051 Xm1 + 0,0002 Xm2 + 0,3639 Xm3 + 0,0011 Xm4, \quad (2)$$

де $\check{Y}m1$ – теоретичні значення фондового індексу FTSE all share;

$Xm1$ – фактичні значення середньоденного обороту з продажу цінних паперів;

$Xm2$ – фактичні значення середньоденної кількості укладених угод;

$Xm3$ – фактичні значення середньоденної кількості проданих цінних паперів;

$Xm4$ – фактичні значення середньої ринкової капіталізації.

На основі аналізу коефіцієнтів множинної кореляції та детермінації можна зробити наступні висновки:

для ринку AIM коефіцієнт кореляції становить 0,8, що підтверджує міцний зв'язок між обраними факторами та FTSE AIM all. Водночас, коефіцієнт детермінації становить лише 64%, тому навряд можна сказати, що ця модель достатньо адекватно пояснює динаміку фондового індексу. Очевидно є інші чинники, що впливають на нього, проте не враховані в даній моделі;

коефіцієнт множинної кореляції для головного ринку становить 0,95, що підтверджує тісний лінійний зв'язок між згаданими вище показниками та динамікою FTSE all share при коефіцієнті детермінації 90%, що підтверджує високу адекватність даної моделі.

Результати свідчать про те, що фондовий індекс ринку альтернативного інвестування є менш передбачуваним і кількісні показники не пояснюють динаміку фондового індексу на ринку AIM. За таких умов доцільно з'ясувати причини таких сильних відмінностей у тисноті та репрезентативності зв'язку між показниками на різних торговельних майданчиках Лондонської фондової біржі. На нашу думку, такі відмінності між основним і альтернативним майданчиками Лондонської фондової біржі зумовлені значними розбіжностями у лістингових вимогах компаній, які залучають фінансові ресурси на цих майданчиках.

Проте, перш за все слід з'ясувати, для чого компанії взагалі лістинг. Лістингова діяльність – є однією з мікроструктурних функцій фондової біржі, схожа до визначення кредитного рейтингу і полягає у визначенні найбільш надійних та інвестиційно привабливих цінних паперів. Така діяльність бірж сприяє суттєвій економії для інвесторів, а також забезпечує максимальну ліквідність та найбільш справедливе ціноутворення, що підтримує баланс інтересів учасників ринку.

В останні роки у світовій індустрії фондових бірж сформувалися дві протилежні тенденції щодо визначення лістингових вимог. З одного боку, спостерігається поступове збільшення та посилення вимог фондових бірж до лістингових компаній щодо відповідності нормам корпоративного управління і стандартів розкриття інформації. Такий підхід зумовлений, насамперед, необхідністю захисту прав інвесторів, забезпечення торгів на організованому ринку цінних паперів, а також з метою мінімізації ризиків. З іншого боку, біржі створюють альтернативні майданчики, лістингові вимоги яких створюють умови допуску до фондових бірж інноваційних, іноземних та молодих компаній. Як свідчить практика, навіть відомі компанії, які виходили на головні майданчики фондових бірж та витримували їхні лістингові вимоги, переходять на альтернативні майданчики з метою уникнення жорсткого регуляторного навантаження головних майданчиків. За умови лояльних лістингових вимог, кількість компаній у лістингу постійно зростає, однак велика кількість акцій доступних до торгівлі сприяє зростанню волатильності фондового ринку та підвищення ризику інвестування.

Експерти фінансового ринку визначають поняття оптимальної жорсткості умов допуску до торгів, яка передбачає доступ до торгів такої кількості акцій на фондовій біржі, яка забезпечує максимізацію співвідношення капіталізації до ВВП та мінімізацію волатильності ринку. Оптимальної жорсткості досягають тоді, коли лістингові вимоги не перешкоджають появі на біржі максимальної кількості акцій надійних емітентів, що своєю чергою забезпечує високу стабільність ринку.

Отже, процес обігу фондових цінностей на всіх офіційно зареєстрованих фондових біржах може здійснюватися тільки з цінними паперами, які успішно пройшли процедуру лістингу. Фондова біржа може мати різні вимоги до лістингу залежно від мети емітента. В нашому випадку ми розглянемо загальні вимоги до усіх цінних паперів, що проходять процедуру лістингу на відповідних торговельних майданчиках.

Ми розглядатимемо лише ті вимоги до компаній, які різняться на головному ринку та ринку альтернативного інвестування.

Цілком логічно є зробити висновок про те, що ринок альтернативного інвестування Лондонської фондової біржі помітно відрізняється від головного майданчика за метою діяльності їхніх суб'єктів. У першому випадку ринок є регульований і чітко впорядкований. У другому – він скоріше подібний на офшорний ринок, де переважають спекулятивні операції. На нашу думку, це є однією із

основних причин відмінностей у динаміці та чинниках фондових індексів на головному та альтернативному майданчиках Лондонської фондової біржі.

Таблиця 4

Порівняльна характеристика вимог до лістингу на головному ринку та ринку альтернативного інвестування Лондонської фондової біржі

№	Критерій лістингу	LSE MM	LSE AIM
1	Вільне переміщення цінних паперів. Цінні папери емітента повинні бути вільно переміщуваними, повністю оплаченими, не бути заставою та бути вільними від будь-яких обмежень щодо прав їх переміщення.	Так	Ні
2	Ринкова капіталізація. Сукупна ринкова капіталізація цінних паперів, що подані до лістингу, повинна становити не менш як 700 000 £ для цінних паперів власності та не менш як 200 000 £ для боргових цінних паперів.	Так	Ні (окрім інвестиційних компаній)
3	Публічність розміщення. Принаймні 25% цінних паперів, що подані на лістинг, повинні на дату проведення процедури перебувати у руках “публічних” інвесторів.	Так	Ні
4	Незалежність бізнесу. Компанія повинна за 3 останні роки повністю самостійно контролювати свої активи та рахунки, тобто бути незалежною.	Так	Ні
5	Звітність про діяльність. Компанія-емітент повинна надати інформація про свій фінансовий стан як мінімум за 3 останні роки своєї діяльності.	Так	Ні
6	Обмеження для менеджерів. Обмеження для топ-менеджерів та інших учасників, які володіють внутрішньою інформацією про діяльність компанії та одночасно є власниками цінних паперів цієї компанії.	Так	Ні
7	Кодекс корпоративного управління. Емітент повинен мати власний кодекс корпоративного управління, що відповідає законодавству країни його розміщення.	Так	Ні
8	Щорічне оновлення інформації. Емітент зобов’язаний кожних 12 місяців оновлювати та розкривати всю інформацію, яку вимагає біржа.	Так	Ні

Джерело: Listing on the Main Market of the London Stock Exchange – an overview. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.withersworldwide.com/news-publications/listing-on-the-main-market-of-the-london-stock-exchange-an-overview--2.pdf>

Поділяємо думку експертів про те, що окрім позитивів, які надає ринок альтернативного інвестування для менших компаній та тих, які тільки починають бізнес, є і багато негативів. Наприклад, надмірна волатильність ринку альтернативного інвестування створює додатковий негативний тиск на вартість акцій компанії, оскільки на неї сильно впливають слухи чи інші події економічного життя країни [17]. Крім того, витрати, пов’язані із виходом компанії на такий ринок можуть бути для неї відносно великими і не варті усієї справи [17]. Коли компанія отримує лістинг, вона починає набагато більше часу витратити на управління, бо тепер ще й треба постійно звірятися з правилами біржі щодо своєї діяльності [17]. У своєму дослідженні Дж. Геракос, М. Ленг та М. Маффет, аналізуючи переваги та недоліки лістингу на ринку альтернативного інвестування у порівнянні з традиційними

ринками США та Великобританії, зокрема, відзначають, що рівень віддачі інвестицій на ринку альтернативного інвестування є нижчим у порівнянні з традиційними ринками. Їхні цінні папери загалом менш ліквідні та мають більшу ймовірність дефолту [18]. Більше того, компанії, які отримали доступ до цих ринків нечасто досягають вищого рівня розвитку і ще рідше переходять на більш розвинені торговельні майданчики або фондові біржі [18].

Висновки. Усі ці чинники, разом узяті, в певній мірі пояснюють результати економетричного дослідження. Адже надто полегшені умови входження на ринок дозволяють менш стабільним компаніям виходити на нього. Водночас, це негативно впливає на потенційних інвесторів, які можуть стати заручниками нестабільності та неусталеності економічних процесів на ринку альтернативного інвестування Лондонської фондової біржі.

Саме тому на нашу думку єдиним можливим вирішенням проблеми розбалансованості ринку альтернативного інвестування буде поступове підвищення вимог щодо компаній на цьому ринку. Поетапне підвищення лістингових вимог сприятиме підвищенню ліквідності ринку, зниженню волатильності його фондових індексів, більшій захищеності інвесторів та зростанню інвестиційної привабливості компаній-емітентів.

Виявлення та оцінка впливу мікроструктурних чинників на динаміку фондових індексів на міжнародних фондових біржах дасть можливість потенційним інвесторам більш точно аналізувати і прогнозувати світову фондову кон'юнктуру, визначати ринки – лідери, адекватно порівнювати ефективність інвестування на різних ринках.

1. Аналітична економія: макроекономіка і мікроекономіка: підручник./ у 2 кн. /за ред. С. М. Панчишина і П.І. Острроверха – Кн.1: Вступ до аналітичної економії. Макроекономіка. - К. : Знання, 2009. – с. 148.
2. Ross Levine. Stock market development and long – run growth/ Ross Levine, Sara Zervos// The World Bank Policy Research Department: Finance and Private Sector Development Division. Working paper № 1582 – 1996.
3. 2012 WFE Market Highlights // World Federation of Exchange – 2013. – с. 6. – [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/2012%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>
4. Pui Sun Tam. Rethinking stock market integration: globalization, valuation and convergence/ Pui Sun Tam at all// SFB-649 Economic Risk, Berlin. – 2012. – 052.
5. Ulf Nielsson. Stock Exchange Merger and Liquidity/ Ulf Nielsson// Journal of Financial markets. – 2009. – Vol. 12, Issue 2.
6. WFE 2011 Annual report. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.world-exchanges.org/files/statistics/pdf/WFE2011_final_rev.pdf
7. Valeriano F.Garcia. Macroeconomic determinants of stock market development / Valeriano F.Garcia, Lin Lui // Journal of Applied Economics. – 2009. – Vol.2, № 1.
8. Naliniprava Tripathy . Causal Relationship between Macro - Economic indicators and stock market in India/ Dr. Naliniprava Tripathy//Asian Journal of Finance and Accounting. - 2011. – Vol. 3, №1.
9. Holger Sandte. Stock market vs GDP growth: a complicated mixture/ Holger Sandte// BNY Mellon Asset Management. - 2012.
10. Yessengali Oskembayev . The impact of macroeconomic indicators on stock exchange performance in Kazakhstan/ Yessengali Oskembayev, Mesut Yilmaz, Dauren Chagirov// African Journal of Business and Management. – 2001. – Vol. 5, №7.
11. Mohamed Khaled Al-Jafari. Investigating the relationship between stock market returns and economic variables: evidence from developed and emerging markets/

- Mohamed Khaled Al-Jafari, Rashed Mohammed Salameh, Mohammad Rida Habbash// International Research Journal of Finance and Economics. – 2011. – Issue 79.
12. Dr. Aurangzeb. Factors affecting performance of stock market: evidence from South Asian countries/ Dr. Aurangzeb// International journal of academic research in business and social sciences, - 2012. Vol. 2, №9.
 13. Faid Gul. Relationship between trading volume and stock exchange performance: a case from Karachi Stock Exchange/Faid Gul, Tariq Javed//International Business and Economic Research Journal. – 2009. – Vol.8, №8.
 14. Paul Abbondante. Trading volume and stock indices: test of technical analysis/ Paul Abbondante// American Journal of Economics and Business Administration. – 2010. – Vol. 2, №3.
 15. The London Stock Exchange official statistics. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/home/statistics.htm>
 16. Listing on the Main Market of the London Stock Exchange – an overview. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.withersworldwide.com/news-publications/listing-on-the-main-market-of-the-london-stock-exchange-an-overview--2.pdf>
 17. Giles Elliott. Main market and AIM/ Giles Elliott, Vica Irani, Sebastian Orton// Merrill Corporation. – 2009. Third edition.
 18. Joseph Gerakos. Listing choices and self – regulation: the experience of the AIM/ Joseph Gerakos, Mark Lang, Mark Maffett// Chicago Booth Research Paper. – 2011. – № 11 – 04.

THE MICROSTRUCTURE FACTORS OF STOCK INDICES DYNAMICS ON INTERNATIONAL STOCK EXCHANGES

I. Hrabynska, R. Hnatyuk

*Ivan Franko National University of L'viv
L'viv, Svobody avenue, 18*

In this paper we track the evolution of role and main functions of stock exchanges in the context of intensifying globalization process. Basing on correlation analysis, we discover the way which microstructure factors – number of issuer companies, turnover value, market capitalization and liquidity, quality and effectiveness of the organized stock market – influence on the stock indices dynamics on main and alternative markets of the international stock exchange. We also define the modern tendencies of the listing requirements regulation in the world stock exchange industry and prove the fact that loyal listing requirements increase volatility of stock market and raise investment risks. We settle a number of suggestions, which could help to eliminate excessive volatility of the alternative market stock index.

**МИКРОСТРУКТУРНЫЕ ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ИНДЕКСОВ НА
МЕЖДУНАРОДНЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖАХ****И. Грабинская, Р. Гнатюк***Львовский национальный университет имени Ивана Франко
г. Львов, просп. Свободы, 18*

Рассмотрена эволюция роли и функций фондовых бирж в условиях усиления глобализационных процессов. На основе проведенного корреляционно-регрессионного анализа выявлено влияние микроструктурных факторов, а именно - количества эмитентов, объемов торгов, ликвидности, капитализации, качества и эффективности организованного рынка торговли ценными бумагами - на динамику индексов на главной и альтернативной площадке международной фондовой биржи. Выявлено современные тенденции в регулировании листинговых требований в мировой индустрии фондовых бирж. Доказано, что в условиях лояльных листинговых требований наблюдается рост волатильности фондового рынка и повышаются инвестиционные риски. Сформулировано ряд предложений по устранению чрезмерной волатильности фондового индекса на рынке альтернативного инвестирования.