

Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics, 2018; 2(197): 31-36

УДК 336.7

JEL classification: O10

DOI: <https://doi.org/10.17721/1728-2667.2018/196-2/5>

I. Мазур, д-р екон. наук, проф.

ORCID ID: 0000-0002-2441-8001

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ,

Р. Сазонов, голова ради

ORCID ID 0000-0002-6099-9309

ТОВ "Град інвестмент", Київ

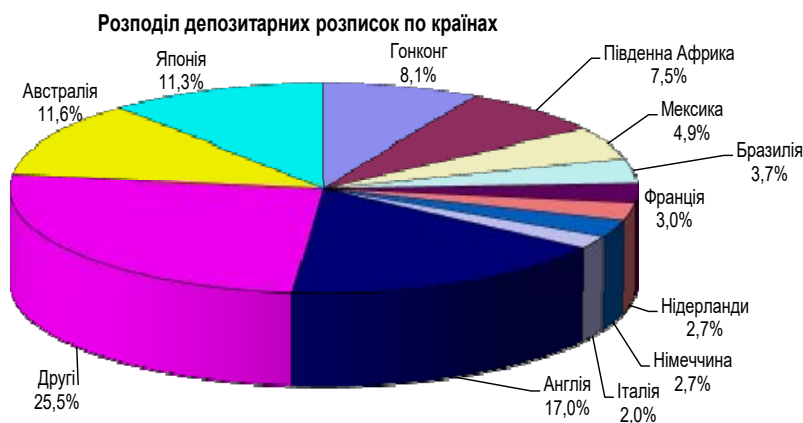
## ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНЕ ЗНАЧЕННЯ МІЖНАРОДНОГО ЛІСТИНГУ АКЦІЙ ДЛЯ ІНВЕТОРІВ ТА ЕМІТЕНТІВ

*Досліджено подвійний лістинг акцій компаній; розкрито умови, за яких міжнародний лістинг акцій компаній стає одним із найдоречніших способів фінансування бізнесу; виявлено вплив міжнародного лістингу акцій компаній на ліквідність акцій на внутрішньому ринку, збільшення обсягу торгів акціями компаній; запропоновано українським акціонерним компаніям використовувати міжнародний лістинг для збільшення своєї капіталізації.*

*Ключові слова:* акція; міжнародний лістинг; фондова біржа; ліквідність; спред.

**Постановка проблеми.** В умовах глобалізації економічного середовища активізуються інтеграційні процеси міжнародних ринків капіталів, що передбачає можливість розміщення цінних паперів на закордонних ринках. Це дає певні переваги національним інвесторам і емітентам. До таких переваг слід віднести: масштабування залучення фінансових ресурсів інвесторів; посилення ділової репутації та кредитного рейтингу емітента; успішне розміщення акцій на міжнародному

ринку сприяє підвищенню прибутків тощо. Тобто головним мотивом котирування акцій за кордоном є підвищення вартості свого капіталу та ліквідності акцій, що в підсумку дасть можливість залучити додатковий капітал. Усе зазначене сприяє зростанню кількості національних компаній, що котують свої акції на іноземних фондових біржах. Основні країни, на фондових біржах яких компанії розміщують свої акції за даними The Bank of New York, зображено на діаграмі 1.



Джерело: інтернет ресурс: <http://www.bnymellon.com>

Для емітентів та інвесторів розміщення акцій на міжнародних ринках капіталів крім переваг створює ще й ризики. Тому підґрунтям для прийняття рішення про подвійний лістинг акцій компанії має бути всебічний аналіз його діяльності та альтернативних шляхів фінансування.

Міжнародний лістинг акцій підвищує престиж та імідж емітента. Головною мотивацією більшості компаній, що виходять на іноземні ринки капіталів, є лише фінансова – вони планують збільшити свій капітал на ринках високорозвинених країн та підвищити ліквідність своїх акцій. Міжнародний лістинг забезпечує нові ринки більш активними цінними паперами, які не потребують детальної звітності та мають значну ліквідність. У деяких випадках упровадження міжнародного лістингу підвищує вартість акцій компанії. Як правило, це трапляється частіше у США, коли ринкова вартість акцій вище за ту, що існує на ринку емітента. Більше того, уже факт збільшення кількості інвесторів, що купує акції компанії, підвищує ліквідність акцій, звужує спред.

За останні роки небагато українських компаній використовували такий метод залучення інвестицій, ще менше робили це вдало. Саме тому важливо відслідкувати основні помилки та труднощі міжнародного лістингу акцій, сформулювати рекомендації щодо підготовки й контролю процесу міжнародного лістингу акцій компанії. Тому обрана нами тема є актуальною для українських компаній і фондового ринку України.

Проведений у статті аналіз доводить, що компанії застосовують міжнародні лістинги для того, щоб: підвищити ліквідність своїх акцій, працювати на іноземних ринках капіталів, сприяти підвищенню репутації своєї компанії серед інвесторів та збільшувати кількість акціонерів.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретичним аспектам міжнародного лістингу акцій компанії присвячено дослідження таких зарубіжних учених, як Я. Міркін, С. Саудараган [2], Дж. Бут, Д. Бредлі, Дж. Бред, П. Конвей, Д. Крейг, У. Мітто [6], Е. Міллер, Дж. Ріттер, М. Роні, Л. Філд, Р. Фіш, А. Шерман, П. Шпіндт, П. Шульц, Х. Демзетц [11] та інші.

Серед вітчизняних учених-економістів застосування, переваги і вимоги міжнародного лістингу акцій на шляху до залучення інвестицій досліджуються у працях М. Благонравіна, П. Гулькіна, С. Гвардіна, Т. Кутового [24], К. Шелехова [25]. Разом із невеликою кількістю публікацій, обрана проблема слабо досліджена в Україні. Теоретичні дослідження міжнародного лістингу акцій українських компаній перебувають у стадії розробки.

**Методологія дослідження.** Теоретичною базою статті стали фундаментальні положення сучасної економічної теорії у сфері міжнародної інтеграції та ринку цінних паперів. Дослідження виконане із використанням загальнонаукових та спеціальних методів: історико-логічного (для якісного аналізу властивостей, функцій і принципів ринкової інфраструктури під час їхньої еволюції; виявлення передумов інтеграції ринків капіталів); групування (під час систематизації та ієрархічної ідентифікації суб'єктів фондового ринку та цінних паперів); узагальнення (при формуванні розуміння сучасної ролі інфраструктури в економіці, аналітичних оцінках європейського досвіду розвитку інфраструктури ринку цінних паперів з метою його адаптації в Україні в контексті національних пріоритетів); порівняльного аналізу (у компаративних оцінках інфраструктури фондових бірж різних країн); дедуктивного (у процесі висунення та доведення гіпотези щодо взаємозв'язку параметрів організованих фондових бірж різних країн та глибини їхньої конвергенції); економіко-математичного моделювання (під час економетричного аналізу розвитку міжнародного ринку капіталів для демонстрації ефективності міжнародного лістингу акцій національних компаній як способу підвищення ліквідності акцій, збільшення обсягу торгів акціями компанії).

Інформаційною базою дослідження є вітчизняні та зарубіжні літературні джерела, фактологічна інформація державних органів влади, матеріали офіційних органів ЄС і США (Європейської Комісії, Євростату, Європейського центрального банку, комісії з цінних паперів США) та України (Національної комісії із цінних паперів та фондового ринку, Державної служби статистики України, Національного банку України), матеріали та звіти міжнародних організацій (Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Міжнародної організації комісій із цінних паперів), дані світових і європейських федерацій та асоціацій професійних учасників фондового ринку, рейтингових агентств, результати наукових досліджень, ресурси Інтернет.

**Метою статті** є визначення умов, за яких міжнародний лістинг акцій компанії стає одним із найдоречніших способів фінансування бізнесу; виявлення ефективності міжнародного лістингу акцій національних компаній як способу підвищення ліквідності акцій, збільшення обсягу торгів акціями компанії; формулювання основних проблем при організації міжнародного лістингу акцій компанії для інвесторів та емітентів і рекомендації їх вирішення.

**Результати дослідження.** Міжнародний лістинг – це ефективна стратегія із залучення додаткового капіталу через додатковий випуск акцій для компанії, що розміщені на дрібних, неліквідних, інертних та непрозорих ринках, які сегментовані від інших.

Компанія може підвищити вартість свого капіталу та ліквідність своїх акцій через іноземні фондові ринки. Згідно із Чої (1991), котирування за кордоном зменшує витрати на отримання інформації нерезидентами та знижує операційні витрати, що пов'язані з котируванням акцій у валюті емітента [1]. До того ж інвестори зі світовим ім'ям, такі, як Templeton Funds, Berkshire Hathaway, Fidelity

Magellan Fund, визнають, що розміщення акцій за кордон на фондових ринках високорозвинених країн є прибутковим і збільшує дохід із емісії цінних паперів цієї компанії. Наслідком є збільшення капіталу для компанії. Лістинг цінних паперів компанії на іноземних фондових біржах підвищує саме її репутацію, забезпечує суспільне визнання та гарантує зростання її капіталу за кордоном у майбутньому. Саудагаран (1988) припускає наявність залежності міжнародного лістингу від розміру компанії на внутрішньому ринку та співвідношення іноземного й загального обсягів продажу цінних паперів компанії. Він вважає, що компанії, в яких пропорція зовнішніх торгів акціями перевищує внутрішні, намагаються виставляти свої акції за кордон для залучення додаткового капіталу [2].

Безпосередні доходи компанії від лістингу на іноземних фондових біржах очевидні лише тоді, коли міжнародні ринки сегментовані. Сегментація ринків капіталів виникла завдяки існуванню різноманітних перешкод інвестуванню нерезидентів. Зокрема, це недосконалість законодавчої бази, валютного регулювання, бюрократичні перепони, які заважають надходженню капіталів, їхнього розподілу; ускладнений збір та аналіз інформації про операції на зовнішніх ринках капіталів і т. п. Ліквідність ринку (обсяг торгів і здатність емітентів продавати цінні папери за ринковими цінами і т. ін.) і ступінь сегментації внутрішнього ринку капіталів значно могло би вплинути на вартість капіталу. Відповідно до Саудагарана, у роботі "An empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges" (1988) ринок вважається сегментованим, якщо на прибутковість і ліквідність цінних паперів локального ринку впливають певні ризики (податкові, валютні) та обмеження. Компанії, що здобувають капітал лише на сегментованих і неприбуткових ринках, витрачають на це більше коштів, ніж якщо б вони мали доступ до міжнародних ринків капіталу [2].

Степелтон і Субраманьям у своїй роботі "Market Imperfections, capital market equilibrium, and corporation finance" (1977) зауважили, що сегментовані ринки капіталів знецінюють цінні папери, тому що місцеві ринки дрібні можуть швидко насититись завдяки новим емісіям, які послабляють їхні акції [3]. Виявляється, якщо ринки капіталів ще не повністю інтегровані в міжнародні, можна очікувати, що ціни на акції відреагують на міжнародні торги. Інвестори очікують від компанії застосування корпоративних стратегій для подолання перешкод, що виникли завдяки сегментуванню ринків капіталів, серед яких є подвійний лістинг акцій компанії на фондових біржах. До цієї стратегії належить випуск депозитарних розписок (ДР) як похідні фінансові інструменти, що гарантують право власності на акції іноземної компанії. Основна ідея депозитарної розписки – дати її власнику можливість мати іноземні активи, не виходячи за рамки національного правового поля.

Саме в наукових дослідженнях звертається особлива увага на лістинги акцій на міжнародних ринках високорозвинених країн. Найпривабливішим, на нашу думку, є те, що слабо досліджено котирування депозитарних розписок. Степелтон та Субраманьям (1977) [3], Олександр, Єун та Джанакіраманан (1987) [4], Фрунза і Лоск (1985) [5] у своїх дослідженнях "Asset pricing and dual listing on foreign capital markets: A note" та "International Asset Pricing under Mild Segmentation: Theory and Test" пропонують теоретичні моделі, в яких лістинг цінних паперів нерезидентів призводить до зниження у витратах капіталів. Саудагаран (1988) [2] у своїй праці "An empirical study of selected factors influencing

the decision to list on foreign stock exchanges" та Мітто (1992) [6] у своєму дослідженні "Managerial perceptions of the net benefits of foreign listing: Canadian evidence" акцентували увагу на тому, що результатом розміщення депозитарних розписок є збільшення кількості акціонерів і можливість зростання капіталів на великих та більш ліквідних ринках, що також впливає на зростання капіталу, залученого до обігу.

Джаяраман, Шастрі та Тандон (1993) у своїй роботі "The impact of international cross listing on risk and return: The evidence from American Depository Receipts" (1993) досліджують найбільші за обсягами торгів акції групи нерезидентів, емітентів АДР на ринку США, та вважають цілком позитивним явищем високу волатильність із добового лістингу цінних паперів [7]. Лау, Дільц та Апяльдо (1994) у своїй роботі "Stock returns and the transfer of information between the New York and Tokyo stock exchanges" спостережали за лістингом 346 акцій на 10-ти різноманітних фондових біржах протягом 1962–1990 рр. [8]. Результати дослідження виявили, що компанії мали позитивні відхилення у прибутковості ближче до завершення торгів. Однак Хове і Кельм (1987) [9] у своїй роботі "The stock price impacts of overseas listings" указали на негативну дохідність завдяки міжнародному лістингу акцій на фондових біржах у Базелі, Франкфурті, Парижі та Токіо протягом 1962–1985 рр. У протилежність численним прикладам позитивної дохідності інвесторів-резидентів, ці результати виявили також і їхні збитки під час виходу на міжнародні ринки капіталів. Інше академічне дослідження не виявило ніякого значного впливу дохідності на нерезидентів, що пропонували акції до лістингу на Лондонській і Торонтській біржах протягом 1962–1986 рр. Згідно із Мітто (1992) така ситуація пояснюється тим, що приклад, який був використаний у їхніх дослідженнях, стосується лише американських резидентів за кордоном [6]. Тому зрозуміло, що чисті прибутки значно вищі у нерезидентів, що надійшли із дрібніших та неліквідних ринків. Фрай, Лі, Чой (1994) вважають, що результат від продажу цінних паперів нерезидентів теоретично може бути позитивний або від'ємний. Від'ємними вони можуть бути при витратах значних коштів на отримання допуску на біржу, інформаційне забезпечення фінансової спільноти про себе і т. п. Ліквідність акцій, визнання компанії на внутрішньому та зовнішньому ринках, міжнародна інтеграція компанії впливає на вартість капіталу компанії. Компанії можуть збільшити вартість свого капіталу шляхом підвищення ліквідності своїх акцій. Але виникає питання: чи може ліквідність ринку акцій зрости разом зі збільшенням кількості акціонерів компанії?; чи з міжнародним лістингом акцій компанії? На це питання ми спробуємо відповісти у наступних наукових зарубіжних дослідженнях.

Аміхуд і Мендельсон (1986) проаналізували вплив неліквідності акцій на вартість компанії [10]. Вони характеризували неліквідність акцій як вартість негайного виконання купівлі-продажу акцій компанії, мотивуючи тим, що ціни попиту (офера), запропоновані при котируванні, включають премію за негайне придбання акцій компанії, а ціна купівлі акцій також відображає й пільги за таке негайне придбання інвестором акцій, адже показником неліквідності акцій є спред між ціною продажу (бідом) та ціною купівлі, що включає премію придбання та пільги при купівлі, як це вважає Демзець (1968) [11]. Згідно зі Столом (1989) [12], відносний спред на акції негативно корелюється із характеристиками ліквідності акцій компанії як обсяг торгів, кількість акціонерів, брокерських фірм, що торгують акціями компанії на біржо-

вому ринку, незмінність ціни акцій компанії на біржі. Аміхуд і Мендельсон (1989) зазначили, що спред пов'язаний із кількістю інвесторів-акціонерів компанії на біржі. Практичні результати, отримані Демзецем (1968) [11] у його дослідженнях свідчать, що наявність у компанії великої кількості акціонерів веде до зменшення спреда. Дослідник також стверджує, що обсяг операцій з акціями компанії на біржі тісно пов'язана зі спредом. Коупленд, Галай (1983) [13] та Глостен (1987) [14] вважають, що спред між ціною купівлі та продажу акцій компанії зменшується, коли можна отримувати більше інформації про компанію із доступних для інвестора-акціонера джерел: звіт про компанію, ЗМІ й т. п. Вони пояснюють це тим, що оператори ринку встановили такий спред, щоб компенсувати свої витрати за більш важливу інформацію про компанію, ніж ринок у цілому. Аміхуд і Мендельсон (1989) [15] дійшли висновку, що відсутність інформаційних джерел про цінні папери компанії, які згідно із Мертоном (1987) необхідно застосовувати при оцінюванні активів компанії, відображається на спреді. Нарешті вони припускають, що компанії вважають за необхідне підвищувати ліквідність своїх активів. При зростанні ліквідності компанії можуть значно збільшити свій капітал і підвищити ринкову вартість акцій. Серед стратегій на підвищення ліквідності компаній Аміхуд і Мендельсон (1989) зазначають: лістинг на біржах, підготовка інформації для громадськості, розміщення додаткових акцій серед акціонерів. Вони також вважають, що витрати на впровадження таких стратегій можуть бути збалансовані через додаткову вартість капіталу компанії, що виникла з підвищенням ліквідності акцій компанії. Мітто (1992) [6] провів дослідження (аналіз витрат, прибутків та чистих прибутків від котирування акцій нерезидентів) серед канадських компаній, які виставляли свої цінні папери на фондових біржах США і Великої Британії. На його думку компанії, акції яких розміщені на невеликих і відносно неліквідних ринках капіталів, яким до речі є канадський, вважають зростання ліквідності своїх акцій значною вигодою. Мітто висуває таку гіпотезу: компанії нерезиденти, які мають значний відсоток акцій на біржових торгах в інших державах, повинні отримувати більше доходів від продажу акцій, ніж ті, що торгують тільки на внутрішньому ринку. Він дійшов висновку, що існує позитивний зв'язок між отриманими доходами від продажу акцій і відсотком акцій, який нерезидент виставляє на біржові торги на міжнародних ринках.

При визначенні складових спреда Столл (1978) робить висновок: чим вище конкуренція серед операторів ринку, тим нижче спред [16]. Дослідження Нейла (1987) мультілістингових опціонів на біржах США вказують, що спреди мультілістингових опціонів значно нижче, ніж на опціонах із однобічним котируванням, навіть коли є висока концентрація торгів на одній біржі [17]. Однак Норонья, Сарин і Саударган (1996) відстоюють таку позицію, що, не зважаючи на збільшення конкуренції серед операторів ринку через подвійний лістинг цінних паперів, міжнародні котирування цінних паперів компанії не здатні сприяти зменшенню спреда [18].

Лі (1992) зазначив, що спред між ціною купівлі (бідом) та ціною продажу (аском) акцій компанії є єдиним чинником ліквідності. Якщо повна ціна котирування акцій компанії включає також акції за будь-якою ціною (глибина), то оператори ринку цінних паперів вимушені збільшувати свою конкурентоспроможність через збільшення цієї глибини [19]. У своїх дослідженнях Норонья (1996) виявив вплив спреда та глибини котирувань 126 акцій, які котирувались на Нью-Йоркській фондовій

біржі, а потім були виставлені на Лондонській і Токійській фондових біржах [18]. Не зважаючи на очікування, що зростання конкуренції серед операторів ринку цінних паперів від подвійного лістингу призведе до зменшення спреда між ціною біда і аска, вони не знайшли значних змін у спредах після проведення подвійного лістингу, що стало загальним прикладом для бірж США, а, зокрема, для Лондонської фондової біржі – поодиноким випадком. Спред між ціною купівлі та продажу акцій зростає завдяки проведенню подвійного лістингу, зокрема, на Токійській фондовій біржі. Отже подвійний лістинг акцій не підвищив ліквідність акцій, він лише збільшив обсяг продажу акцій компанії та інформацію про компанію на основних фондових ринках, що своєю чергою збільшує ефективність роботи ринків щодо залучення додаткових капіталів компаніями. Лі (1992) та Норонья (1996) пояснюють таку ситуацію тим, що хоча й конкурентність операторів ринку цінних паперів знижує прибуткову маржу акцій компанії, їхні витрати на підтримку ліквідності акцій зростають, що викликано більшою можливістю компанії працювати з акціонерами-інвесторами, що мають вагомішу інформацію про компанію після проведення подвійного лістингу на більш розвиненому ринку.

Фьорстер і Каройї (1993) [20] намагаються дослідити ліквідність міжнародного лістингу 34 канадських компаній у системі НАСДАК та Нью-Йоркській фондовій біржі. Вони характеризують "нульовий місяць" як такий, в якому відбувся міжнародний лістинг і виключають його зі своїх досліджень. За кожен досліджуваний місяць вони підраховують середню кількість угод із акціями кожної компанії. Підготовчий лістинг відображається на Торонтській фондовій біржі кожні три місяця, що йдуть перед нульовим місяцем. Потім компанії розподіляються на дві групи: лише Торонтська фондова біржа й Торонтська фондова біржа разом із Нью-Йоркською фондовою біржею. Практичні результати вказують, що у середньому кількість торгів за місяць становить на Торонтській фондовій біржі 881.000 акцій кожні три місяці перед нульовим, та понад 2 млн акцій на місяць кожні три місяці після нульового із приростом 127 %. Одержані результати свідчать, що Торонтська фондова біржа виграє у термінах торгів, майже відразу ж після початку лістингу. Ці результати підкріплюються працею Фрідмана (1989) [21] та Чоудрі й Нанда (1991) [22], що встановили тотожність міжнародного лістингу зі зростанням ліквідності акцій. Домовіц, Глен і Медхаван (1985) [23] вивчали ефект лістингу АДР мексиканських компаній у США та дійшли висновку, що міжнародний перехресний лістинг акцій веде до зростання їхньої ліквідності разом зі зростанням загальної кількості акцій компанії в обігу на біржах.

Таким чином, компанії прагнуть використовувати міжнародний лістинг для підвищення ліквідності своїх акцій, обсягів торгів і доступності інформації щодо цін на акції та компанії в цілому. Ліквідність акцій компанії та залучення додаткового капіталу – головні мотивації компаній щодо лістингу своїх акцій за кордоном.

**Висновки та дискусія.** Українські компанії мають активно використовувати світову практику міжнародного лістингу акцій компаній для збільшення своєї капіталізації, залучення нових інвестицій в Україну. Для великих українських компаній міжнародний лістинг є доволі

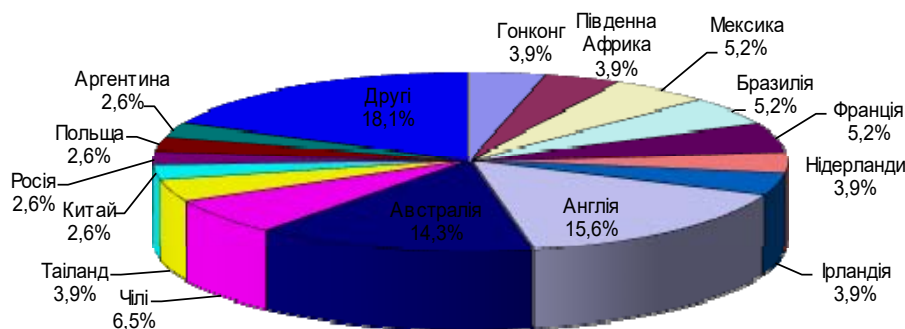
перспективним методом залучення значних коштів на розвиток і розширення своєї діяльності. Зважаючи на дуже слабкий внутрішній фондовий ринок, це на сьогодні ледве не єдиний шлях отримання інвестицій для розвитку українських компаній, що у свою чергу матиме і зворотний ефект – підвищення ліквідності вітчизняного фондового ринку. Але виходу на інші міжнародні ринки передуватиме певна робота: компанія має бути відкритою та публічною, її облік відповідати вимогам міжнародних інвесторів, компанія повинна мати позитивний діловий і соціальний імідж, налагодити систему комунікації з інвесторами, бажано забезпечити рентабельність компанії на рівні вище середньої по галузі, підвищувати інвестиційну привабливість, зацікавити потенційних інвесторів стабільною прибутковістю, амбітними й переконливими інвестиційними планами у зростаючому і перспективному ринковому сегменті.

Соціальний імідж компанії формується за допомогою інформування громадськості про соціальні аспекти діяльності компанії таких, як спонсорство, меценатство, підтримка громадських рухів, участь у вирішенні проблем екології, зайнятості, охорони здоров'я тощо.

Величезний відсоток відмов з боку інвестора отримують ті українські компанії, які не мають кваліфікованих членів команди для роботи з інвесторами і не хочуть звертатися за підтримкою до професійних інвестиційних банкірів. Професійний інвестиційний менеджер не тільки допоможе вчасно підготувати весь пакет документів, а й проведе переговори з різними інвесторами, захищаючи інтереси компанії. При цьому робота не закінчується отриманням фінансування, а триває протягом усього часу інвестиційного партнерства. Тому на етапі первинних переговорів і залучення інвесторів, а також отримуючи фінансування за допомогою зовнішніх консультантів та інвестиційних посередників, компанія вже повинна мати у штаті англомовного фінансиста або інвестиційного менеджера, який буде супроводжувати інвестора практично цілодобово.

Найважливішими чинниками, що впливають на успішність міжнародного лістингу акцій компанії, є: якість підготовки до лістингу, вибір організаторів і біржі, сприятливі ринкові умови тощо. Утім популяризації цього методу фінансування бізнесу перешкоджає низка обмежень чинного національного законодавства та висока вартість послуг, пов'язаних з організацією процесу подвійного лістингу. Тільки дві українських компанії мають подвійний лістинг своїх акцій із 2005 р., але далеко не всі виходили на міжнародний фінансовий ринок можна оцінити як успішні. Щорічно у світі інвестори вкладають у депозитарні розписки за даними інвестиційного банку J. P. Morgan більше 1 трл дол США. За шість місяців 2017 р., за даними The Bank of New York, компанії здійснювали міжнародний лістинг на фондових ринках країн, зображених на діаграмі 2. Тому подальша розробка теоретичних та практичних аспектів процесу успішного міжнародного лістингу акцій компаній в українських реаліях є актуальним завданням для української економічної науки.

### Випуск депозитарних розписок в період з 1 січня до 30 червня 2017 року країнами світу



Джерело: інтернет ресурс: <http://www.bnymellon.com>

#### Список використаних джерел:

1. Чой Ф. Іноземні активи на ринку цінних паперів США: теорія, міф та реальність регуляторних бар'єрів / Ф. Чой, А. Стонгілл // Інвестиційний аналітик. – 1982. – С. 17–26.
2. Саудараган С. Емпіричне дослідження вибраних факторів, що впливають на рішення про лістинг на іноземних фондових біржах / С. Саудараган // Journal of International Business Studies. – 1988. – Т. 19. – С. 101–127.
3. Стейплтон Р. Недосконалість ринку, рівновага ринку капіталу та фінансування корпорації / Р. Стейплтон, М. Субраманаан // Journal of Finance. – 1977. – Т. 32. – С. 493–502.
4. Олександр Г. Ціноутворення на активи та подвійний лістинг на іноземних ринках капіталу / Г. Олександр, К. Еун, С. Янакіраман // Журнал фінансів. – 1987. – Т. 42. – С. 151–158.
5. Еррунза В. Міжнародні ціни на активи при легкій сегментації: теорія та практика / В. Еррунза, Е. Лоск // Journal of Finance. – 1985. – Т. 40. – С. 105–124.
6. Мітто У. Управлінське сприйняття чистих переваг іноземного лістингу: канадські докази, // International Financial Management & Accounting. – 1992. – С. 40–62. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.1992.tb00021.x>.
7. Джаяраман Н. Вплив міжнародного перехресного лістингу на ризик і повернення: докази на американських депозитарних розписках / Н. Джаяраман, К. Шастрі, К. Тандон // Journal of Banking and Finance. – 1993. – Т. 15. – С. 91–103.
8. Лау С. Повернення акцій та передача інформації між Нью-Йоркським і Токійським фондовими біржами / С. Лау, Д. Дільц // Journal of Banking and Finance. – 1994. – Т. 18. – С. 743–755.
9. Хове Д. Вплив цін на акції за кордоном / Д. Хове, К. Кельм // Financial Management. – 1987. – Т. 16. С. 51–56.
10. Амігуд Ю. Дилерські ринки: формування ринків з інвентаризацією / Ю. Амігуд, Х. Мендельсон // Журнал фінансової економіки. – 1986. – Т. 8. – С. 31–53.
11. Демзетц Х. Вартість транзакцій / Х. Демзетц // Квартальний журнал з економіки. – 1968. – Т. 82. – С. 33–53.
12. Столл Х. Визначення компонентів розповсюдження спреда попиту та пропозиції: теорія та емпіричні тести / Х. Столл // Journal of Finance. – 1989. – С. 44, 115–134.
13. Коупленд Т. Інформаційний ефект на спред попиту та пропозиції / Т. Коупленд, Д. Галай // Journal of Finances. – 1983. – Т. 25. – С. 1457–1469.
14. Глостен Л. Компоненти спреда попиту і пропозиції та статистичних властивостей транзакційних цін / Л. Глостен // Journal of Finance. – 1987. – Т. 42. – С. 1293–1308.

15. Аміхуд Я. Ефекти бета-версії, спред попиту та пропозиції, залишковий ризик і розмір на повернення акцій / Я. Аміхуд, Х. Мендельсон // Journal of Finance. – 1989. – Т. 44. – С. 479–486.

16. Столл Х. Ціни дилерських послуг: емпіричне дослідження акцій НАСДАК / Х. Столл // Journal of Finance. – 1978. – Т. 33. – С. 1152–1173.

17. Нейл Р. Потенційна конкуренція та фактична конкуренція у варіантах капіталу / Р. Нейл // Journal of Finance. – 1987. – Т. 42. – С. 511–531.

18. Норонья Г. Тестування ліквідності міжнародного подвійного лістингу з використанням внутрішньоденних даних / Г. Норонья, А. Сарин, С. Саудараган // Журнал банківської справи та фінансів. – 1996. – Т. 20. – С. 965–983.

19. Лі І. Подвійний лістинг та багатство акціонерів: докази фірм із Великобританії та Японії / І. Лі // Journal of Business Accounting and Finance. – 1992. – Т. 19. – С. 243–252. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1992.tb00622.x>.

20. Фостер С. Міжнародний лістинг акцій: справа Канади та США / С. Фостер, Г. Каролі // Журнал міжнародних бізнес-досліджень. – 1993. – С. 763–783.

21. Фрідман Р. Теорія впливу міжнародного перехресного лістингу / Р. Фрідман. – Університет Британської Колумбії, 1991.

22. Чоудрі Б. Торгівля на закордонних ринках та ліквідність ринку / Б. Чоудрі, В. Нанда // Огляд фінансових досліджень. – 1991. – Т. 4. – С. 483–512.

23. Домовіц І. Міжнародний перехресний лістинг, право власності та міграція потоків замовлень: докази з Мексики. Неопублікований рукопис / І. Домовіц, Дж. Глен, А. Мадхаван. – Північно-західний університет, 1995.

24. Кутовий Т. Первинне розміщення акцій у практиці українських компаній / Т. Кутовий [Електронний ресурс] / Т. Кутовий. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=663>.

25. Шелехов К. Переваги первинного публічного розміщення акцій (IPO) як інвестиційного інструменту залучення капіталу виробничим підприємством [Електронний ресурс] / К. Шелехов // Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка". – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1019>.

Received: 17/02/2018

1st Revision: 26/02/2018

Accepted: 20/03/2018

*Author's declaration on the sources of funding of research presented in the scientific article or of the preparation of the scientific article: budget of university's scientific project*

И. Мазур, д-р экон. наук, проф.

Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко, Киев, Украина,

Р. Сазонов, председатель совета

ООО "Град инвестмент", Киев, Украина

### ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКОЕ ЗНАЧЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНОГО ЛИСТИНГА АКЦИЙ ДЛЯ ИНВЕСТИТОРОВ И ЭМИТЕНТОВ

*Исследован двойной листинг акций компаний; раскрыты условия, при которых международный листинг акций компаний становится одним из самых уместных способов финансирования бизнеса; выявлено влияние международного листинга акций компаний на ликвидность акций на внутреннем рынке, увеличение объема торгов акциями компании; предложено украинским акционерным компаниям использовать международный листинг для увеличения своей капитализации.*

*Ключевые слова: акция; международный листинг; фондовая биржа; ликвидность; спред.*

I. Mazur, Doctor of Sciences (Economics), Professor  
 Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine,  
 R. Sazonov, Chairman of the Board  
 "GradInvestment", Kyiv, Ukraine

## THEORETICAL-METHODOLOGICAL IMPORTANCE OF INTERNATIONAL LISTING OF STOCKS FOR INVESTORS AND EMITENTS

*In the conditions of globalization of the economic environment, the integration processes of the international capital markets are intensifying, which envisages the possibility of placing securities in foreign markets. This gives some benefits to national investors and issuers. These benefits include: scaling up the attraction of investors' financial resources; strengthening of the business reputation and issuer's credit rating; Successful placement of shares in the international market contributes to the increase of profits.*

*International listing of shares increases the prestige and image of the issuer. The main motivation of most companies entering the foreign capital markets is only financial - they plan to increase their capital in the markets of highly developed countries and increase the liquidity of their shares. International listing provides new markets for more active securities that do not require detailed reporting and have significant liquidity. In some cases, the introduction of international listing increases the value of the company's shares. As a rule, this happens more often in the US, when the market value of shares is higher than that existing on the issuer's market. Moreover, the fact of an increase in the number of investors who buys company shares increases the liquidity of shares, narrowing the spread. That is, the main motive for stock quotes abroad is to increase the value of its capital and liquidity of shares, which will eventually give an opportunity to attract additional capital. All this contributes to the growth of the number of national companies that market their shares on foreign stock exchanges.*

*Investigated double listing of shares of companies; discloses the conditions under which the international listing of shares of companies becomes one of the most appropriate ways of financing business; the influence of international listing of companies' shares on the liquidity of shares in the domestic market, increase of trading volume of shares of the company was revealed; invited Ukrainian joint-stock companies to use the international listing to increase their capitalization.*

**Keywords:** stock; international listing; Stock Exchange; liquidity; spread

### References (in Latin): Translation / Transliteration/ Transcription

1. Choi, F. and A. Stonehill, 1982. Foreign assets to the U.S. securities markets: The theory, myth, and reality of regulatory barriers, *Investment Analyst*, 17-26.
2. Saudaragan S., 1988. An empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges, *Journal of International Business Studies* 19, 101-127.
3. Stapleton, R. and Subramanayan M., 1977. Market Imperfections, capital market equilibrium, and corporation finance, *Journal of Finance* 32, 493-502.
4. Alexander, G., C. Eun, and Janakiraman S., 1987. Asset pricing and dual listing on foreign capital markets: A note, *Journal of Finance* 42, 151-158.
5. Errunza, V., and Losq E., 1985. International Asset Pricing under Mild Segmentation: Theory and Test, *Journal of Finance* 40, 105-124.
6. Mittoo, U., 1992. Managerial perceptions of the net benefits of foreign listing: Canadian evidence, *Journal of International Financial Management & Accounting*, Spring, 40-62. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.1992.tb00021.x>
7. Jayaraman, N., K. Shastri and Tandon K., 1993. The impact of international cross listing on risk and return: The evidence from American Depository Receipts, *Journal of Banking and Finance* 15, 91-103.
8. Lau S., Diltz D., 1994. Stock returns and the transfer of information between the New York and Tokyo stock exchanges, *Journal of Banking and Finance* 18, 743-755.
9. Howe, J., and Kelm K., 1987. The stock price impacts of overseas listings, *Financial Management* 16, 51-56.
10. Amihud, Y. and Mendelson H., 1986. Dealership markets: market-making with inventory, *Journal of Financial Economics* 8, 31-53.
11. Demsetz, H., 1968. The cost of transacting, *Quarterly Journal of Economics* 82, 33-53.
12. Stoll, H., 1989. Inferring the components of the bid-ask spread: Theory and empirical tests, *Journal of Finance* 44, 115-134.
13. Copeland, T. and Galai D., 1983. Information effects on the bid-ask spread, *Journal of Finance* 25, 1457-1469.
14. Glosten, L., 1987. Components of the bid-ask spread and statistical properties of transaction prices, *Journal of Finance* 42, 1293-1308.
15. Amihud, Y. and Mendelson H., 1989. The effects of beta, bid-ask spread, residual risk, and size on stock returns, *Journal of Finance* 44, 479-486.
16. Stoll, H., 1978. The pricing of dealer services: An empirical study of NASDAQ stocks, *Journal of Finance* 33, 1152-1173.
17. Neal, R., 1987. Potential competition and actual competition in equity options, *Journal of Finance* 42, 511-531.
18. Noronha, G., Sarin A. and Saudaragan S., 1996. Testing for liquidity effects of international dual listing using intraday data, *Journal of Banking and Finance*.
19. Lee, I., 1992. Dual listings and shareholders' wealth: evidence from UK and Japanese firms, *Journal of Business Accounting and Finance*, 19 243-252. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1992.tb00622.x>.
20. Foerster, S. and Karolyi G., 1993. International listings of stocks: The case of Canada and the U.S., *Journal of International Business Studies*, Fourth Quarter, 763-783.
21. Freedman, R., 1991. A theory of the impact of international cross-listing, Working paper, University of British Columbia.
22. Chowdry, B. and Nanda V., 1991. Multimarket trading and market liquidity, *Review of Financial Studies* 4, 483-512.
23. Domowitz, I., Glen J., and Madhavan A., 1995. International cross-listing, ownership rights and order flow migration: Evidence from Mexico, Unpublished manuscript (Northwestern University).