

*Ewelina Zarzycka**

CZYNNIKI MAJĄCE WPLYW NA DECYZJE O ZAGRANICZNYCH EMISJACH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH DOKONYWANYCH PRZEZ SPÓŁKI ZA GRANICĄ

1. Wstęp

Podstawą funkcjonowania każdej gospodarki narodowej jest rozwinięty rynek finansowy, który umożliwia sprawny przepływ kapitałów od podmiotów dysponujących nadwyżkami do podmiotów poszukujących środków dla finansowania swojej działalności i pragnących te nadwyżki zagospodarować. W ostatnich latach jesteśmy świadkami postępującego procesu globalizacji rynków finansowych, czyli szerokiego uczestnictwa w transakcjach finansowych podmiotów działających na skalę międzynarodową¹.

Zmiany te powinny przynieść korzyści wszystkim uczestnikom rynku globalnego, gdyż zapewniają one lepszą alokację postawionego do zagospodarowania kapitału, ale z drugiej strony rodzą one niebezpieczeństwo masowej ucieczki kapitału z danego kraju. Dzięki międzynarodowemu rynkowi finansowemu inwestorzy mogą lepiej zdywersyfikować swój portfel inwestycyjny, zaś spółki lub inne podmioty gospodarcze poszukujące kapitału do finansowania swojej działalności mają do dyspozycji krajowe, ale i zagraniczne oszczędności często dostępne na lepszych warunkach. Ryzykowny dla inwestorów jest brak dostatecznej przejrzystości rynków oraz pełnej informacji rynkowej, co może doprowadzić do podjęcia niewłaściwej decyzji inwestycyjnej.

Przedmiotem artykułu są emisje dokonywane przez spółki na zagranicznych rynkach kapitałowych. Obecność spółki na zagranicznych rynkach kapitałowych może przybrać różnorodną formę: emisji bezpośredniej akcji, euroakcji, obligacji zagranicznych, euroobligacji, obligacji globalnych, kwitów depozytowych. Decyzja o wyborze sposobu emisji powinna być podjęta przez spółkę na bazie oceny kosztów i korzyści związanych z każdym z nich.

W przypadku bezpośredniej emisji akcji na zagranicznej giełdzie spółka zazwyczaj musi wypełnić takie same wymogi i warunki, jakie obowiązują lokalne przedsiębior-

* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ L. Ořeziak, *Globalizacja rynków finansowych*, [w:] *Globalizacja od A do Z*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 2.

stwa, gdyż program taki podlega przepisom prawa kraju emisji. Taka opcja jest więc niezwykle kosztowna i czasochłonna, toteż jest stosunkowo najrzadziej wybierana przez spółki. Ciekawą odmianą akcji są euroakcje, czyli akcje nominowane w eurowalutach oferowane poza granicami kraju emitenta². Pochodną akcji są także akcje globalne (*global shares*) notowane na wielu giełdach, ale rejestrowane w kraju emisji spółki lub w innym wybranym kraju.

Ponadto przedsiębiorstwa pragnące rozszerzyć swoją działalność na zagraniczny rynek mogą wykorzystać kwity depozytowe jako instrument poprawiający i wzmacniający wizerunek przedsiębiorstwa, a także pozyskiwania kapitału tańszego niż lokalny. Choć definicje kwitów depozytowych mogą odbiegać od siebie, to można powiedzieć, iż kwit depozytowy to papier wartościowy, stanowiący przedmiot obrotu na zagranicznym rynku kapitałowym, reprezentujący określoną ilość (ułamek, jedną, kilka, kilkanaście) akcji spółki publicznej mającej siedzibę poza państwem, w którym umiejscowiony jest ten rynek³. Kwity depozytowe stały się niezwykle popularnym i elastycznym instrumentem finansowym, który umożliwia emitentom na całym świecie pozyskanie inwestorów poza rodzimym rynkiem. Dla emitenta dodatkowym atutem emisji kwitów depozytowych jest poprawienie i wzmocnienie wizerunku przedsiębiorstwa. Amerykańskie Kwity Depozytowe (ADR) oraz Globalne Kwity Depozytowe (GDR) mogą zwiększyć płynność akcji poprzez rozszerzenie rynku, na którym odbywa się obrót akcjami danego przedsiębiorstwa, a także doprowadzić do wzrostu cen akcji na rodzimym rynku dzięki globalnemu popytowi. Notowane na rynku amerykańskim nazywane są ADR (*American Depositary Receipts*), zaś na pozostałych rynkach to GDR (*Global Depositary Receipts*).

Ciekawym przypadkiem działalności na globalnym rynku finansowym są również multinarodowe koncerny, tzw. bliźnięta syjamskie (*siamese twins*). Takim przykładem jest firma Unilever posiadająca osobowość prawną w Holandii i Wielkiej Brytanii, ale działająca jako jedna spółka i posiadająca wspólny *management*. Akcje Unilever notowane są w ośmiu krajach europejskich i w USA. Innymi przypadkami *siamese twins* są Royal Dutch/Stell.

Również papiery dłużne mogą zostać wykorzystane w procesie pozyskiwania kapitału na zagranicznych rynkach finansowych, gdyż spółka może wyemitować obligacje międzynarodowe. Wśród obligacji międzynarodowych możemy wyróżnić trzy podstawowe grupy: euroobligacje, obligacje zagraniczne oraz obligacje globalne. Obligacje zagraniczne są emitowane przez zagranicznych pożyczkobiorców na rynkach kapitałowych krajów, w walucie których jest denominowana emisja. Obligacje globalne są konstruowane w ten sposób, iż handel nimi może odbywać się na wielu rynkach bez ograniczeń, m. in. na rynku amerykańskim oraz eurorynku jednocześnie, przy czym cena waloru jest taka sama na obu rynkach. Zaś euroobligacje są nominowane w walucie innej niż waluta narodowa kraju emitenta i zazwyczaj emisja jest przeprowadzana

² Eurowaluta to waluta krajowa będąca przedmiotem obrotu poza krajem pochodzenia.

³ I. Pyka, *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2000, s. 164.

przez międzynarodowe konsorcjum banków inwestycyjnych lub inną instytucję finansową, a obrót dokonywany jest na tzw. rynku eurowalutowym⁴.

Ponieważ do tej pory najczęściej emisji przybrało formę kwitów depozytowych i są one instrumentem, który od wielu lat jest wykorzystywany na rynkach kapitałowych, toteż badanie prezentowane w artykule skoncentrowało się przede wszystkim na tych instrumentach finansowych.

Celem artykułu jest wyodrębnienie czynników mających wpływ na decyzje o zagranicznych emisjach kwitów depozytowych i na internacjonalizację danego rynku, czyli poziomu zagranicznych emisji (kwitów depozytowych) dokonywanych przez lokalne spółki za granicą i ich empiryczna analiza. Badanie koncentruje się na spółkach z krajów rozwiniętych, gdyż niewiele dotychczasowych badań poświęconych było tym właśnie krajom. Większość autorów koncentrowała swoje badania na motywach emisji dokonywanych przez spółki z krajów rozwijających się.

2. Przegląd światowych badań empirycznych dotyczących motywów emisji zagranicznych

Wśród motywów wykorzystania międzynarodowego rynku finansowego badacze tej tematyki wyodrębniają dwie grupy przesłanek: finansowe i niefinansowe. Motywy finansowe związane są z pozyskaniem kapitału przez spółki o niższym koszcie. Oprócz tego, spółka podejmuje decyzje o emisji papierów wartościowych na zagranicznych rynkach kapitałowych ze względów marketingowych, politycznych, a także dla utrzymania odpowiednich relacji pracowniczych czy też wprowadzania strategii globalnych w zarządzaniu.

3. Finansowe motywy emisji papierów wartościowych na zagranicznych rynkach

Liberalizacja rynków finansowych i jej wpływ na koszt kapitału są trudne do zbadania, gdyż wprowadzanie zmian dokonywane jest stopniowo i zazwyczaj jest to długi okres. W analizach tego wpływu okres obserwacji jest zazwyczaj bardzo długi, tak jak zastosowali to Bakaert i Harley, a także Henry⁵. Badania przeprowadzone przez Henry'ego, jak i Errunza i Millera potwierdzają, że liberalizacja znacznie obniża koszt kapitału, nawet o 42,2% w przypadku wykorzystania takich instrumentów jak kwity

⁴ M. Grzybczyk, P. Ziemia, *Emisja kwitów depozytowych i euroobligacji*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2000, s. 98 oraz W. Nawrot, *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, CEDEWU, Warszawa 2005.

⁵ G. Bekaert, R. C. Harley, *Time - Varying World Market Integration*, „Journal of Finance” 1995, vol. 50 oraz P. B. Henry, *Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Markets Prices*, Stanford University, Paolo Alto, CA, 1998.

depozytowe. Z kolei Smith i Sofianos upatrują obniżenia kosztu kapitału w wyniku globalizacji i zwiększeniu płynności na rynkach kapitałowych⁶.

Przedsiębiorstwa decydują się na pozyskanie kapitału na zagranicznym rynku finansowym zazwyczaj w momencie, gdy z rachunku ekonomicznego wynika, iż taki sposób finansowania jest tańszy niż alternatywne źródła. Jednym z powodów, dla których firmy dokonują wyboru rynku międzynarodowego, jest fakt, iż ryzyko związane z inwestycją na małej giełdzie jest wyższe niż na dużym rynku kapitałowym, a więc stopy zwrotu z inwestycji powinny być wyższe niż na rozwiniętych rynkach. Koszt kapitału dla spółki jest zaś równy stopie zwrotu z kapitału oczekiwanej przez inwestorów.

Modele IAPMs (*International Asset Pricing Models*) sugerują obniżenie kosztów kapitału dla spółek z odseparowanych rynków finansowych (*segmented financial markets*), które wykorzystują rynki zagraniczne dla finansowania swojej działalności⁷. Jest to wynikiem niższych oczekiwanych stóp zwrotu na zagranicznych rynkach w porównaniu z lokalnymi rynkami, charakteryzującymi się często większym ryzykiem makroekonomicznym, kursowym, różnicami księgowymi i prawnym, gorszymi usługami, które zachęcają potencjalnych inwestorów do wymagania wyższych zysków w przypadku wyboru takiej inwestycji, czyli premii za ryzyko⁸.

Jorion i Schwarz upatrują przyczyn powstania segmentacji w dwóch rodzajach barier występujących na rynku: pośrednich (*indirect barriers*) oraz legalnych (*legal barriers*). Bariery pośrednie to m. in. trudności w uzyskaniu informacji o zagranicznych papierach wartościowych, różnice w jakości sprawozdań finansowych, w wyniku odmiennych standardów rachunkowości, oraz innego rodzaju ograniczenia wynikające z niechęci do zawierania transakcji, których stroną są partnerzy zagraniczni lub też inne bariery kulturowe i językowe. Bariery legalne wynikają z różnic prawnych funkcjonujących na rynku lokalnym i zagranicznym: przepisów prawnych, ograniczeń w prawach własności⁹. Trudności te mogą być pokonywane przez spółki poprzez bezpośrednie inwestycje zagraniczne i portfelowe inwestycje zagraniczne, fuzje z zagranicznymi spółkami lub poprzez emisję papierów wartościowych na zagranicznych rynkach kapitałowych. Stopień segmentacji między dwoma rynkami w znacznym stopniu wpływa na siłę zmian cen i płynność papierów wartościowych wyemitowanych za granicą.

⁶ K. Smith, G. Safinos, *The Impact of a NYSE Listing on the Global Trading of Non-US Stocks*, Working Paper 97-02, New York Stock Exchange, New York, NY, 1997.

⁷ Separacja lub też segmentacja oznacza oddzielenie lokalnego rynku finansowego od zagranicznego. Oznacza to, że stopy zwrotu z inwestycji na lokalnym rynku różnią się od stóp zwrotu takich samych papierów, jakich oczekiwaliby inwestorzy, gdyby te papiery były notowane na innych giełdach. Na rynkach zintegrowanych dany papier wartościowy przynosi podobne stopy zwrotu, niezależnie od giełdy na której jest notowany. Źródło: S. Foerster, G. Karolyi, *The effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States*, „The Journal of Finance” 1999, vol. LIV, no 3, s. 988.

⁸ V. R. Errunza, D. P. Miller, *Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets*, Texas A&M University, College Station TX, 2000.

⁹ P. Jorion, E. Schwartz, *Integration vs. Segmentation in the Canadian Stock Market*, „The Journal of Finance” 1986, vol. XLI, no 3.

Otwarcie rynku sprawia, że lokalni inwestorzy inwestując także za granicą, nie muszą ponosić wspomnianego ryzyka, zaś inwestorzy zagraniczni poprzez partycypowanie w inwestycjach lokalnych przenoszą część ryzyka na siebie. Następuje dywersyfikacja ryzyka w wyniku przystąpienia do globalnego rynku finansowego. Potwierdzają to liczne badania, które są dowodem na słuszność hipotezy dotyczącej segmentacji rynku jako motywacji dla dokonywania emisji papierów wartościowych na zagranicznych giełdach, m. in.: Millera, Domowitz, Jayaramana czy wspomniane już analizy Foerster i Karolyi¹⁰.

Spółki deklarują również, że przyczyną emisji papierów wartościowych na zagranicznych rynkach jest także chęć wzmocnienia dostępu do zewnętrznych źródeł kapitału, w szczególności do zewnętrznych rynków kapitałowych. Lins, Strickland i Zenner, badając spółki emitujące kwity depozytowe w USA, wyciągają wnioski, iż największe korzyści z rozszerzonego dostępu do zewnętrznych rynków kapitałowych mają firmy pochodzące z krajów o rozwijających się rynkach dotkniętych asymetrią informacyjną i wysokimi kosztami pozyskiwania kapitału¹¹.

Ponadto globalizacja oznacza, że nowi zagraniczni inwestorzy staną się udziałowcami spółki, a ich umiejętności, informacje i dotychczasowe doświadczenia sprawiają, że zarządzanie spółką będzie monitorowane w inny sposób niż przez dotychczasowych, lokalnych akcjonariuszy. Dzięki liberalizacji rynków finansowych mamy również do czynienia z konkurencją między pożyczkodawcami, dzięki czemu obniżone zostają koszty transakcyjne, spółka może wybierać z szerokiego spektrum dostępnych instrumentów finansowych, a także efektywniej kontrolować ryzyko emisji¹².

Inne motywy dokonywania zagranicznych emisji wyjaśnia hipoteza rozpoznania przez inwestorów (*Investor Recognition Hypothesis*). Pojęcie to pochodzi z modelu równowagi rynku kapitałowego z niekompletną informacją (*model of capital market equilibrium with incomplete information*) R. Mertona. Ponieważ wszyscy inwestorzy nie dysponują takimi samymi informacjami, wybierają takie papiery wartościowe, które znają. Merton wykazał, iż oczekiwane stopy zwrotu zależą również od czynników innych niż ryzyko rynkowe. Według niego relatywny wzrost bazy inwestorów, który nazywa rozpoznaniem przez inwestorów (*investor recognition*), obniży oczekiwane stopy zwrotu, koszt kapitału i zwiększy wartość rynkową firmy, przy innych warunkach nie zmienionych. Zmiana ta jest efektem zmniejszenia się wymaganych stóp zwrotu oraz wyższych cen papierów wartościowych. Dlatego też menedżerowie firm o małej bazie inwestorów powinni dążyć do jej rozszerzenia poprzez np. emisje papierów wartościowych¹³.

¹⁰ N. Jayaraman, K. Shastri, K. Tandon, *The market Impact of International Cross-Listings on Risk and Return – The Evidence from American Depositary Receipts*, „Journal of Banking and Finance” 1993, no 17; I. Domowitz, J. Glen, A. Madhavan, *International Cross-Listing and Order Flow Migration: Evidence from an Emerging Market*, „Journal of Finance” 1998, no 53; D. Miller, *The Market Reaction to International Cross-Listings: Evidence from Depositary Receipts*, „Journal of Financial Economics” 1999, no 51.

¹¹ K. Lins, D. Strickland, M. Zenner, *Do Non-U.S. Firms Issue Equity on U.S. Stock Exchanges to Relax Capital Constraints?*, Working Paper, University of North Carolina at Chapel Hill, 2000.

¹² R. M. Stulz, *Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital*, Working Paper 7021, March 1999, www.nber.org/papers/w7021.

¹³ R. Merton, *Presidential Address: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*, „Journal of Finance” 1987, no 4.

Potwierdzeniem tej teorii jest szereg przeprowadzonych badań. Warto przytoczyć badanie Baker, Nofsinger oraz Weaver, którzy analizują mechanizmy, które zwiększają rozpoznanie spółki przez inwestorów. W tym procesie ogromną rolę odgrywa informacja i jej źródła, którymi są raporty o spółce w mediach i opinie analityków, czyli postrzeganie zewnętrzne spółki (*visibility*). Jako miarę postrzegalności spółki autorzy przyjmują liczbę analiz dotyczącą firmy w prasie finansowej (Financial Times, Wall Street Journal etc.) w okresie przed i po emisji papierów wartościowych na giełdzie NYSE oraz LSE (London Stock Exchange). Rezultaty badania pokazują, iż emisje na tych giełdach przynoszą spółce znaczny wzrost postrzegalności: w przypadku NYSE ilość analiz dotyczących spółki dokonywanych przez specjalistów rośnie o 128%, zaś dla LSE o 48% w stosunku do okresu przed emisją. Zwiększa się także częstotliwość ukazywania się informacji o spółce w prasie finansowej o ok. 50%. Oczywiście koszty emisji na NYSE są wyższe niż na LSE, toteż spółki notowane na pierwszej giełdzie charakteryzują się większą postrzegalnością przez inwestorów niż te z LSE. Autorzy popierają więc tezę, iż zagraniczne emisje papierów wartościowych zwiększają postrzegalność firmy, poprawiają przepływ informacji na rynku, a w konsekwencji rozpoznanie spółki przez inwestorów¹⁴.

Innym motywem o charakterze finansowym jest zwiększenie płynności papierów wartościowych, o którym mówi hipoteza zwiększonej płynności (*superior liquidity hypothesis*). Według tej tezy zwiększona płynność przyczynia się do korzystnych zmian w cenach papierów wartościowych notowanych na zagranicznych giełdach. W ankiecie przeprowadzonej przez Mittoo 27,5% badanych menedżerów odpowiedziało, iż wzrost płynności papierów wartościowych był ważnym elementem dokonanych przez nich zagranicznych emisji¹⁵. Również Amihud oraz Mendelson upatrują we wzroście płynności związanym z zagranicznym plasowaniem akcji obniżenia kosztu kapitału. Zwiększenie płynności przyczynia się do zmniejszenia spreadów między ceną zakupu a sprzedaży akcji i obniżenia oczekiwanych stóp zwrotu¹⁶. Wzrost płynności jest ściśle związany z czynnikami, o których była mowa wcześniej: postrzeganie inwestorów czy dywersyfikacja bazy inwestorów. Rozwinięte i dojrzałe rynki kapitałowe są w stanie zapewnić lepszą płynność notowanych papierów wartościowych niż rynki rozwijające się. Charakteryzują się one bowiem lepszą strukturą rynku, niższymi kosztami transakcji, doświadczonymi *market makers* (animatoryzy rynku).

Spółki decydują się również na wejście na zagraniczne giełdy w celu połączenia lub przejścia firmy zagranicznej. Taka operacja jest niezwykle kosztowna, toteż spółki dzięki zagranicznym rynkom mogą zebrać kapitał w niezbędnej wielkości po korzystnym koszcie. Połączenie może się również odbyć poprzez wymianę papierów wartościowych notowanych na giełdzie zagranicznej na bazie ustalonego współczynnika wymiany obliczanego na podstawie ceny rynkowej papierów wartościowych¹⁷.

¹⁴ H. K. Baker, J. R. Nofsinger, D. G. Weaver, *International Cross-listing and Visibility*, NYSE, Working Paper, no 99-01.

¹⁵ U. R. Mittoo, *Managerial Perception of the Net Benefits of Foreign Listing: Canadian Evidence*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 1992, no 4.

¹⁶ Y. Amihud, H. Mendelson, *Basset Pricing and the Bid-Ask Spread*, „Journal of Financial Economics” 1986, no 17.

¹⁷ M. Melvin, *Global Equity Markets: Globalization and Cost of Capital*, Working Papers, Arizona State University, 2003.

4. Niefinansowe motywy emisji papierów wartościowych na zagranicznych rynkach

Wśród niefinansowych motywów emisji papierów wartościowych znajdują się czynniki marketingowe, wiążące się ze wzrostem rozpoznawalności spółki, jej nazwy i produktów wśród inwestorów i potencjalnych klientów. Zagraniczna emisja jest darmową reklamą dla spółek i jej produktów oraz usług na zagranicznym rynku. Szereg znanych spółek, takich jak Sony czy Hewlett Packard, podaje jako jedną z przyczyn emisji efekty marketingowe¹⁸. Wejście na zagraniczną giełdę wymaga także nawiązania kontaktów ze specjalistami i podmiotami związanymi z rynkiem kapitałowym: analitykami, prawnikami, dziennikarzami finansowymi, władzami danego rynku. Wymaga to od spółki prowadzenia polityki *public relations* na wysokim poziomie i pozwala na nawiązanie stosunków z międzynarodową społecznością finansową. Spółka notowana na zagranicznej giełdzie jest postrzegana jako poważny gracz w międzynarodowym biznesie, gdyż taka emisja znacząco wzmacnia prestiż spółki i jej międzynarodowy *image* wśród zagranicznych i krajowych klientów, kontrahentów oraz inwestorów¹⁹.

Ze względów politycznych spółki, w szczególności koncerny międzynarodowe, mogą często decydować się na emisje papierów wartościowych na zagranicznych giełdach. Taka obecność może przełamać niechęć władz poszczególnych krajów do działalności spółki na danym rynku. Takim przykładem zredukowania negatywnego stosunku do określonych spółek może być przykład koncernów japońskich, które emitują akcje na NYSE oraz w Londynie przełamują polityczną niechęć w krajach Europy i USA. Licht wysuwa przypuszczenie, że emisja akcji Daimler-Benz w 1993 r. była również dokonana z takich przyczyn²⁰.

Udział pracowników we współwłasności spółki jest częstym sposobem motywowania ich do zaangażowania w sprawy firmy. Dlatego też programy pracownicze, polegające na przekazywaniu akcji lub opcji na akcje spółki, są często organizowane także dla pracowników zagranicznych oddziałów. Toteż firmy podejmują decyzje o emisji akcji na zagranicznych rynkach w celu ułatwienia procesu przekazania akcji pracownikom²¹. Ponadto dla pracowników wprowadzenie spółki na zagraniczną giełdę może być impulsem dla większej integracji z firmą i większego zaangażowania w pracę.

W literaturze jako bodziec emisji wskazywany jest również motyw strategii globalnej. Jako przykład podawany jest przypadek General Motors oraz Daimler-Benz. Poprzez wprowadzanie akcji na znane giełdy spółki te pragnęły zmniejszać rozbieżności między działalnością na skalę międzynarodową a lokalną strukturą inwestorów. W przypadku DB 40% sprzedaży było przeznaczone na rynki poza UE, podczas gdy

¹⁸ S. M. Saudagaran, G. C. Biddle, *Financial Disclosure Levels and Foreign Stock Exchange Listing Decisions*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 1992, no 4.

¹⁹ U. R. Mittoo, *Managerial Perception of the Net Benefits of Foreign Listing: Canadian Evidence*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 1992, no 4.

²⁰ A. N. Licht, *Gennie In a Bottle? Assessing Managerial Opportunism in International Securities Transactions*, Working Paper, „Columbia Business Law Review” 2000.

²¹ S. M. Saudagaran, *An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchanges*, „Journal of International and Business Studies” 1988, no 4, s. 101-127.

tylko 7,2% akcji było przedmiotem obrotu poza Niemcami²². Jako część strategii globalizacji spółki decydują się na dokonywanie zagranicznych emisji w celu wzbogacenia struktury inwestorów o inwestorów zagranicznych z Europy, Ameryki Północnej i Japonii²³.

Wprowadzenie spółki do obrotu zagranicznego może być również podyktowane dążeniem do zmian w sposobie zarządzania. Spółka taka musi być efektywna, a więc dobrze zarządzana.

5. Wyniki badań empirycznych

Zaprezentowane w artykule badanie ma na celu zidentyfikować czynniki, mające wpływ na decyzje o dokonywaniu zagranicznej emisji papierów wartościowych. Przedstawione we wcześniejszej części pracy badania innych autorów skupiały się na czynnikach mikroekonomicznych, podczas gdy prezentowane badanie koncentruje się na makroekonomicznych aspektach motywów emisji kwitów depozytowych. Warto również podkreślić, iż dotyczy ono motywów emisji spółek z krajów o rozwiniętych rynkach kapitałowych.

Ponieważ najbardziej szczegółowe dane statystyczne dostępne są w odniesieniu do kwitów depozytowych, badanie to również ogranicza się do tego rodzaju zagranicznych papierów wartościowych. Dane roczne dla sześciu państw z Unii Europejskiej, które dokonały największej liczby emisji wykorzystane w budowanych modelach dotyczą okresu 1992–2004 i zostały zebrane z kilku źródeł: m.in. strony internetowej Citibanku, OECD, FIBV, Eurostat oraz Worldbank. Do estymacji równań regresji wykorzystano program DEMS dołączony do książki J. B. Gajdy *Ekonometria*²⁴. Umożliwia on również przeprowadzenie pogłębionej analizy wyników dzięki zestawowi statystyk odnoszących do najważniejszych testów statystycznych. Dla zbadania procesu emisji kwitów depozytowych i jego analizy zostały zdefiniowane następujące cztery zmienne objaśniane, które zostały wykorzystane dla zmierzenia poziomu zagranicznych emisji papierów wartościowych dokonywanych przez lokalne spółki za granicą:

- procentowy udział wartości obrotu kwitami depozytowymi spółek z danego kraju w wielkości GDP danego kraju,
- procentowy udział wartości obrotu kwitami depozytowymi spółek z danego kraju w całkowitej wartości obrotu akcjami spółek na danym rynku lokalnym,
- kapitał zebrany za granicą poprzez wykorzystanie kwitów depozytowych (wartość wyrażona w milionach USD),
- procentowy udział kapitału zebranego za granicą poprzez wykorzystanie kwitów depozytowych w całkowitej wartości kapitału zebranego lokalnie na giełdzie.

²² A. N. Licht, *Gennie In a Bottle? Assessing Managerial Opportunism In International Securities Transactions*, op. cit.

²³ L. H. Radebaugh, G. Gebhardt, S. Gray, *Foreign Stock Exchange Listings: A Case Study of Daimler-Benz*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 1995, no 6.

²⁴ J. B. Gajda, *Ekonometria*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2004.

Postawione hipotezy cząstkowe mają pomóc zdefiniować czynniki mające wpływ na decyzje odnośnie do emisji kwitów depozytowych przez spółki. Dla każdej z hipotez zostały określone zmienne objaśniające, które definiują dany czynnik. Ważnym elementem równania regresji jest współczynnik regresji, który mówi, o ile zmieni się dana zmienna objaśniana pod wpływem zmiany określonej zmiennej niezależnej. Równie istotny jest kierunek zależności między tymi zmiennymi wyrażony znakiem stojącym przy określonym współczynnikiem regresji. W tym badaniu oczekiwany jest znak dodatni, gdyż wzrost każdej ze zmiennych objaśniających zachęca spółki do emisji kwitów depozytowych, czyli zwiększa ilość ich programów. Badane hipotezy miały następującą postać:

Hipoteza 1: Hipoteza wstępna: rozwinięte rynki kapitałowe charakteryzuje proces wzmożonej emisji papierów udziałowych. Hipoteza główna: dobrze rozwinięte rynki kapitałowe charakteryzuje pozytywny wpływ zagranicznych emisji papierów wartościowych, w tym kwitów depozytowych. Wykorzystano tu następujące zmienne objaśniające:

- procentowy udział całkowitej wartości kapitalizacji rynkowej lokalnych spółek w wielkości GDP danego kraju (oczekiwany dodatni znak współczynnika regresji),
- procentowy udział całkowitej wartości obrotu akcjami spółek na danym rynku lokalnym w wielkości GDP danego kraju (oczekiwany dodatni znak współczynnika regresji),
- procentowy udział całkowitej wartości obrotu akcjami spółek na danym rynku lokalnym w całkowitej wartości kapitalizacji rynkowej lokalnych spółek (oczekiwany dodatni znak współczynnika regresji).

Hipoteza 2: Większe zaangażowanie gospodarcze firm za granicą przyczynia się do zwiększenia emisji na zagranicznych rynkach. Wykorzystano tu następujące zmienne objaśniające:

- procentowy udział eksportu na rynki, na których są prowadzone emisje w eksporcie ogółem, w badaniu wybrano procentowy udział eksportu danego kraju do Ameryki Północnej w eksporcie ogółem (oczekiwany dodatni znak współczynnika regresji).

Hipoteza 3: Większy wzrost gospodarczy danego kraju przyczynia się do intensyfikacji zagranicznych emisji. Wykorzystano tu następujące zmienne objaśniające:

- przyrost GDP – wartość w milionach USD podzielona przez indeks cen dóbr produkcyjnych (oczekiwany dodatni znak współczynnika regresji).

Hipoteza 4: Zagraniczne emisje wykorzystywane są dla finansowania dużych inwestycji i innych przedsięwzięć finansowych. Wykorzystano tu następujące zmienne objaśniające:

- wielkość fuzji i przejęć w danym kraju – wartość wyrażona w milionach USD (oczekiwany dodatni znak współczynnika regresji),
- wielkość prywatyzacji – wartość wyrażona w milionach USD (oczekiwany dodatni znak współczynnika regresji),
- procentowy udział inwestycji w GDP (oczekiwany dodatni znak współczynnika regresji).

Spółki z Europy Zachodniej aktywnie uczestniczą w procesie emisji zagranicznych papierów wartościowych, w szczególności zaś zagranicznych akcji i kwitów depozytowych. Do badania wybrano więc kraje UE, które dokonują największej liczny emisji: Wielką Brytanię, Niemcy, Francję, Belgię, Holandię, a także Portugalie²⁵.

Rozwinięte rynki kapitałowe charakteryzuje wzmożony proces emisji papierów udziałowych. Powstaje więc pytanie, czy również ta teza odnosi się do zagranicznych emisji papierów udziałowych. Kraje Europy Zachodniej przeprowadziły znaczącą ilość programów kwitów depozytowych oraz zagranicznych akcji, toteż mogą stanowić dobrą bazę dla takiego badania.

Dla weryfikacji pierwszej postawionej hipotezy, mówiącej o powiązaniu rozwoju rynku kapitałowego z decyzjami o zagranicznych emisjach, posłużyły zmienne objaśniające zdefiniowane jako stosunek kapitalizacji krajowych spółek do GDP danego kraju, stosunek wartości obrotu wszystkich spółek notowanych na lokalnym rynku do GDP tego kraju, a także jako stosunek wartości obrotu wszystkich spółek notowanych na lokalnym rynku do kapitalizacji krajowych spółek notowanych na giełdzie. Wskaźniki te są dobrą charakterystyką poziomu rozwoju rynku kapitałowego. Jeżeli spółki z rozwiniętych rynków kapitałowych, a za takie uważane są rynki Niemiec, Wielkiej Brytanii oraz połączone rynki Belgii, Holandii, Francji i Portugalii tworzące giełdę Euronext, chętnie emitują udziałowe papiery wartościowe, to również w przypadku emisji kwitów depozytowych oczekiwana jest pozytywna relacja między poziomem rozwoju rynku kapitałowego a wielkością emisji kwitów depozytowych na danym rynku. Z przeprowadzonych estymacji udało się uzyskać równania, które dowodzą, iż postawiona hipoteza jest prawdziwa.

Już pierwsze przeprowadzone badania empiryczne dotyczące rynku kwitów depozytowych dowiodły, iż ważnym motywem emisji jest chęć ekspansji na zagraniczny rynek i wykorzystanie elementów marketingowych, jakie daje taka emisja w działalności gospodarczej. Wielkość eksportu na zagraniczny rynek może być miarą, która pozwoli ocenić, czy w przypadku badanej próby również powodem emisji było powiązanie gospodarcze z zagranicznym rynkiem. Wskaźnik, będący stosunkiem eksportu na rynek Ameryki Północnej do całkowitego eksportu danego kraju, przedstawia zaangażowanie w wymianę zagraniczną z rynkiem, na którym emitowana jest największa ilość kwitów depozytowych.

Wzmożone wydatki związane z takimi przedsięwzięciami finansowymi, jak: fuzje i przejęcia, prywatyzacja czy inwestycje, są elementem skłaniającym spółki do wzmożonej emisji kwitów depozytowych. W wyniku tych emisji pozyskiwany jest kapitał służący dla finansowania tych procesów.

6. Wnioski

Przeprowadzone badanie dowiodło słuszności postawionych hipotez. Wybrane zmienne objaśniające, takie jak eksport do kraju emisji, rozwój rynku kapitałowego,

²⁵ Giełdy z Francji, Holandii, Belgii oraz Portugalii połączyły się we wspólnym przedsięwzięciu, tworząc giełdę Euronext. Dane statystyczne odnośnie do tej giełdy dostępne są jedynie w formie zagregowanej, toteż w badaniu tym uwzględniono również Portugalie.

procesy inwestycyjne i prywatyzacyjne, fuzje i przejęcia, a także wzrost gospodarczy, przyczyniają się pozytywnie do decyzji o emisji kwitów depozytowych. Hipotezy te można również odnieść dla zagranicznych akcji oraz innych pochodnych akcji notowanych na zagranicznym rynku, gdyż te instrumenty posiadają podobne cechy charakterystyczne co kwity depozytowe. W niniejszym artykule badanie zostało przeprowadzone dla trzech regionów geograficznych i uzyskane wyniki empiryczne są zgodne we wszystkich badanych regionach.

Przedstawione badania miały przede wszystkim na celu analizę motywów emisji oraz ich wpływu na rynek kapitałowy w krajach rozwiniętych. Potwierdziły się wszystkie postawione hipotezy. Szczególnie interesujący okazał się fakt, iż cechą charakterystyczną dobrze rozwiniętych rynków kapitałowych, w tym giełd, jest duże zainteresowanie spółek tymi formami emisji. Zazwyczaj podkreślane jest, iż spółki z rozwijających się rynków kapitałowych poszukują alternatywnych i tańszych form pozyskiwania kapitału, jakimi są emisje kwitów depozytowych, przełamując tym samym segmentację rynku. Jak już wspomniano, niewielu autorów badań koncentrowało się na motywach emisji spółek z rozwiniętych rynków kapitałowych, chociaż to właśnie spółki z tych krajów dokonują największej ilości programów kwitów depozytowych i zagranicznych akcji. W przypadku tych spółek i rynków nie można mówić o segmentacji, gdyż zazwyczaj są one mocno zliberalizowane i zintegrowane ze światowym rynkiem finansowym, często to właśnie one nadają ton procesom globalizacji. Także motyw, jakim jest niski koszt kapitału, jest mało wiarygodny dla spółek z tych krajów, gdyż koszt pozyskania kapitału na ich lokalnych, dobrze rozwiniętych, innowacyjnych i przejrzystych rynkach finansowych jest jednym z najniższych na świecie. Ta właśnie innowacyjność i konkurencyjność jest motorem poszukiwań alternatywnych metod pozyskiwania kapitału i zaistnienia na globalnym rynku finansowym. Działa tu spirala innowacyjności finansowej. Na rozwiniętych rynkach finansowych pozyskiwanie środków finansowych przy pomocy szerokiego spektrum papierów wartościowych, w szczególności papierów udziałowych, a więc w tym kwitów depozytowych stanowi stały element obecności na rynku finansowym, która jest wymuszona przez konkurencję, innowacyjność i chęć inwestowania w działalność spółki.

Ponieważ dobrze rozwinięty rynek kapitałowy jest motorem rozwoju gospodarczego każdego państwa, toteż można powiązać wzrost gospodarczy ze wzmożonymi emisjami kwitów depozytowych i innych zagranicznych papierów wartościowych. Wzrost gospodarczy wiąże się ze wzmożonymi inwestycjami, konsumpcją, a co za tym idzie poszukiwaniami kapitału niezbędnego dla finansowania tych wydatków. To właśnie kwity depozytowe mogą być jedną z metod finansowania boomu inwestycyjnego. Również powszechne jest w krajach rozwiniętych zjawisko, iż duże inwestycje finansowe, takie jak prywatyzacja czy fuzje i przejęcia, w dużej mierze dokonywane są dzięki kapitałom pozyskanym w wyniku zagranicznych emisji.

Kolejny ważny powód, dla którego spółki decydują się na tego rodzaju programy, ma charakter marketingowy. Zagraniczne emisje zapewniają wizerunek przedsiębiorstwa globalnego, obecnego na wielu rynkach, szczególnie tych najbardziej prestiżowych, a więc pewnego i bezpiecznego. Nawet jeżeli lokalna giełda emitenta jest rynkiem dużym, to zagraniczna emisja popularyzuje nazwę spółki i jej produkty w innych

regionach, a także przyczynia się do rozszerzenia bazy inwestorów i jej znacznej dywersyfikacji. W przeprowadzonym badaniu jako wskaźnika rozpoznawalności poprzez zagraniczną emisję użyto wielkości eksportu, gdyż spółki oczekują, iż zagraniczna emisja przyczyni się do zwiększenia aktywności gospodarczej, w tym sprzedaży swoich produktów i usług za granicą.

Oprócz tych wymienionych motywów emisji istnieje cały szereg innych, specyficznych dla danych firm i branż lub regionów geograficznych. Bez wątpienia jednak jest to niezwykle interesujące, iż spółki z krajów rozwiniętych chętnie decydują się na alternatywę, jaką dają kwity depozytowe i inne zagraniczne instrumenty, szczególnie iż spektrum instrumentów finansowych na tych rynkach jest bardzo szerokie.

Czynnikiem przyczyniającym się do podejmowania decyzji o zagranicznej emisji może być również fakt, iż mają one nie tylko pozytywny wpływ na rynek, na którym są dokonywane, ale również na rynek lokalny emitenta. O ile w przypadku krajów rozwijających się oddziaływanie na rynek lokalny może mieć charakter negatywny, gdyż powoduje odpływ akcji z lokalnego rynku pogarszając jego *free-float*, to w przypadku krajów rozwiniętych tego rodzaju zaburzenia nie występują. Dobrze rozwinięte rynki nie są tak podatne na wahania koniunktury i chwilowe odpływy kapitału nie powodują poważnych zaburzeń. Co więcej, zagraniczne emisje lokalnych spółek mogą przyciągać nowych zagranicznych i rodzimych inwestorów na lokalny rynek zainteresowanych stosowaniem arbitrażu lub bezpośrednim nabyciem akcji na rodzimej giełdzie. W takiej sytuacji również konkurujące, lokalne spółki mogą odnieść korzyści z zagranicznych emisji. Zagraniczna emisja jest pozytywnym sygnałem dla rodzimych inwestorów, świadczącym o dobrej kondycji spółki, co powoduje zwiększenie zainteresowania jej aktywami. Lepsza wycena na zagranicznym rynku, zwiększenie transparentności oraz dobra wymiana informacji między rynkami pozytywnie wpływają na kształtowanie kursów akcji na giełdzie krajowej i zagranicznej. Rozwinięte rynki kapitałowe charakteryzuje wysoka aktywność inwestorów i animatorów rynku działających na lokalnej giełdzie, co skutecznie zapobiega występowaniu negatywnych aspektów wejścia spółek giełdowych na rynki zagraniczne związanych z wycofywaniem walorów z giełdy krajowej, a więc zmniejszeniem płynności tych walorów i spadkiem kursów akcji na lokalnej giełdzie. Aktywność lokalnych inwestorów rekompensuje więc ewentualne zaburzenie mogące wystąpić po ogłoszeniu zagranicznej emisji. Zazwyczaj emisje zagraniczne dokonywane przez spółki giełdowe z rozwiniętych rynków nie są powiązane z wycofaniem akcji z lokalnego rynku, a dotyczą nowych emisji przygotowanych specjalnie na te rynki.

Na bazie doświadczeń rozwiniętych rynków kapitałowych, które zostały poddane badaniu w empirycznej części tego artykułu, można wyciągnąć wnioski dla krajów rozwijających się, w szczególności zaś dla giełd papierów wartościowych z tych krajów. Kraje te powinny przygotować się na fakt, iż wraz z rozwojem rynku kapitałowego zwiększy się poziom lokalnych emisji, ale także coraz więcej lokalnych firm przeniesie swoje papiery wartościowe za granicę. Trend ten ma jednak korzystny wymiar, gdyż dzięki zagranicznym emisjom spółki krajowe pozyskują kapitał na lepszych warunkach i po niższym koszcie, a także poszerzają bazę inwestorów. Również inwestorzy mogą zdywersyfikować bardziej swoje portfele papierów wartościowych i inwe-

stować w bardziej płynne aktywa. W przypadku lokalnych giełd może rodzić się jednak niepokój o przyszłość danego rynku. Jednakże pozytywnym efektem migracji spółek może być doskonalenie struktur lokalnych giełd i organów nadzoru, obniżanie kosztów emisji pod wpływem konkurencji i walki o spółki. Elementem tej walki są fuzje giełd, które wzmogły się na przełomie XX i XXI w.

Kraje nie powinny skupiać się na ochronie lokalnych giełd przed odpływem akcji za granicę, lecz raczej koncentrować się na stwarzaniu odpowiednich warunków dotyczących praw inwestorów, jakości systemów prawnych dotyczących papierów wartościowych, które umożliwią spółkom dostęp do zagranicznych rynków. Elementem tej integracji w ramach procesu globalizacji giełd może być również wprowadzanie zasad ładu korporacyjnego, dostosowywania zasad emisji oraz sprawozdawczości do standardów stosowanych w największych centrach finansowych.

Fundamentalne, w szczególności dla małych giełd, może okazać się również integrowanie ich systemów giełdowych z globalnymi rynkami. Szansą na rozwój dla nich może się również okazać współpraca lokalnych instytucji rozrachunkowych i rozliczeniowych z ich globalnymi odpowiednikami, a także otwarcie lokalnego rynku na zagraniczne systemy obrotu giełdowego.

Badanie empiryczne skupiło się na czynnikach i danych o charakterze makroekonomicznym, co jest stosunkowo rzadkim zjawiskiem przy badaniu rynku kapitałowego i wpływu czynników określających wielkości emisji. Tego typu badanie uniemożliwia niestety poznanie charakterystyki oraz cech spółek dokonujących zagranicznych emisji. Zdecydowana większość badań odnoszących się do kwitów depozytowych koncentruje się na czynnikach mikroekonomicznych oraz analizach porównawczych danych odnoszących się do spółek emitujących kwity depozytowe oraz tych nie emitujących.

Wśród wad przeprowadzonego badania empirycznego można wyróżnić również fakt, iż nie został zbadany wpływ wielu zmiennych, które według teorii ekonomicznej są ważnymi motywami zagranicznych emisji. Warto podkreślić, iż takimi czynnikami mogą być struktura bazy inwestorów w kraju emitenta, jakość systemu bankowego i finansowego, struktura własnościowa firm w danym kraju, czynniki instytucjonalne czy wreszcie poziom liberalizacji lokalnego rynku finansowego i kapitałowego. Są to jednakże w większości czynniki jakościowe, których uwzględnienie w przeprowadzonym badaniu empirycznym (próba czasowa o danych rocznych) nie było możliwe. Wśród innych interesujących czynników motywacyjnych, jednakże trudnych pod względem badania wpływu ich oddziaływania na emisje kwitów depozytowych, jest zwiększenie prestiżu spółki i jej postrzegalności za granicą.

Ewelina Zarzycka

FACTORS ENCOURAGING THE COMPANIES TO REQUIRE CAPITAL ON THE INTERNATIONAL FINANCIAL MARKET

The article tackles the problem of requiring capital on the international financial market. In the first, theoretical part there are pointed out the methods of issuing the international securities as well as the world literature concerning the motives of international listings.

The second part of the article presents the research of the author considering the factors encouraging the companies to international listings. Such aspects as influence of the value of export, development of capital market, investments, privatization, merger and acquisition, as well as gross domestic product on international issuing are analyzed. The subject of consideration is also the impact of international securities on the capital markets of developing countries.