

*Ewelina Zarzycka**

FINANSOWANIE SPÓŁEK NA MIĘDZYNARODOWYM RYNKU FINANSOWYM

WSTĘP

Podstawą funkcjonowania każdej gospodarki narodowej jest rozwinięty rynek finansowy, który umożliwia sprawny przepływ kapitałów od podmiotów dysponujących nadwyżkami do podmiotów poszukujących środków do 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. K. Zabielski definiuje globalizację rynków finansowych jako funkcjonalne powiązanie i silne zespolenie narodowych rynków walutowych, pieniężnych i kredytowych w jeden, globalny rynek finansowy².

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

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

¹ L. Oręziak, *Globalizacja rynków finansowych*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 2, dodatek Globalizacja od A do Z.

² K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 1998, s. 250.

SPOSOBY DOKONYWANIA EMISJI NA ZAGRANICZNYCH RYNKACH

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 podstawie oceny kosztów i korzyści związanych z każdym z nich.

W przypadku bezpośredniej emisji akcji na zagranicznej giełdzie spółka zazwyczaj musi sprostać takim samym wymogom i warunkom, jakie obowiązują lokalne przedsiębiorstwa, 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 emitenta³. 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 jako instrument pozyskiwania kapitału tańszego niż lokalny. Choć definicje kwitów depozytowych mogą odbiegać od siebie, to można powiedzieć, że kwit depozytowy to papier wartościowy, stanowiący przedmiot obrotu na zagranicznym rynku kapitałowym, reprezentujący określoną liczbę (ułamek, jedną, kilka, kilkanaście) akcji spółki publicznej mającej siedzibę poza państwem, w którym umiejscowiony jest ten rynek⁴.

Ciekawym przypadkiem działalności na globalnym rynku finansowym są również multinarodowe koncerny, tzw. bliźnięta syjamskie (*siamese twins*). Ich przykładem jest firma Unilever mająca 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. Jako *siamese twins* funkcjonują też 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, że handel nimi może odbywać się na wielu rynkach bez

³ Eurowaluta to waluta krajowa będąca przedmiotem obrotu poza krajem pochodzenia.

⁴ I. Pyka, *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wyd. AE, Katowice 2000, s. 164.

ograniczeń, m. in. na rynku amerykańskim i eurorynku jednocześnie, przy czym cena waloru jest taka sama na obu rynkach. Euroobligacje są zaś nominowane w walucie innej niż waluta narodowa kraju emitenta i zazwyczaj emisja jest przeprowadzana przez międzynarodowe konsorcjum banków inwestycyjnych lub inną instytucję finansową, a obrót dokonywany jest na tzw. rynku eurowalutowym⁵.

Jednym z najważniejszych elementów emisji jest dokonanie przez spółkę wyboru, jakie papiery wartościowe wybrać w procesie emisji, w jakiej walucie będą one nominowane, na jaki rynek będą przeznaczone oraz, w przypadku dłużnych papierów wartościowych, jaki będzie ich termin wykupu. Niezbędne jest również przygotowanie przez spółkę prospektu emisyjnego oraz wszystkich dokumentów wymaganych przez przepisy prawa kraju emisji, a także wypełnienie innych wymogów emisyjnych.

W procesie emisji pomoc doradczą i organizacyjną zapewniają specjalistyczne podmioty, takie jak menedżerowie emisji lub konsorcjum emisyjne, które są wybierane przez emitentów i zajmują się zagranicznymi programami papierów wartościowych. Programy kwitów depozytowych dodatkowo wymagają uczestnictwa banku powiernika i banku depozytowego. Za powodzenie emisji odpowiedzialny jest zaś gwarant lub konsorcjum gwarancyjne.

Do wspólnych elementów zagranicznych emisji należy również promocja papierów wartościowych wśród potencjalnych inwestorów, a także utrzymywanie kontaktu i dostarczanie informacji aktualnym inwestorom.

CZYNNIKI DECYDUJĄCE O WYBORZE ZAGRANICZNEGO RYNKU EMISJI

Zagraniczna emisja jest w stanie przynieść spółce korzyści jedynie wtedy, gdy zostaną rozpatrzone czynniki pozwalające na wybranie odpowiedniego rynku emisji. Wśród czynników, które powinna przeanalizować spółka przed podjęciem ostatecznej decyzji są koszty emisji, czynniki formalno-prawne związane z emisją, a także geograficzne i kulturowe uwarunkowania związane z danym rynkiem.

Koszty związane z emisją mogą mieć charakter finansowy lub niefinansowy. Pierwsza grupa zawiera opłaty księgowe, prawne, rejestracyjne, które musi uiścić emitent w chwili pierwszej rejestracji papierów wartościowych w instytucjach zajmujących się rynkiem papierów wartościowych, a także opłaty docelowej giełdy papierów wartościowych. W przypadku Security Exchange Commission (SEC) kwoty te wahają się od 400 000 do 1 000 000

⁵ M. Grzybczyk, P. Ziemia, *Emisja kwitów depozytowych i euroobligacji*, Wyd. C. H. Beck, Warszawa 2000, s. 98 oraz W. Nawrot, *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, CEDEWU, Warszawa 2005.

USD, NYSE zaś wymaga opłaty wstępnej w wysokości ok. 40 000 USD i rocznej opłaty uzależnionej od liczby wyemitowanych papierów wartościowych. Niezwykle kosztowne jest również organizowanie prezentacji spółki wśród jej potencjalnych inwestorów i prowadzenie polityki *Investor Relation*. Koszty niefinansowe związane są z informacjami, jakie musi dostarczać emitent środowisku finansowemu, ale i swoim konkurentom.

Najczęściej analizowanym przez spółki czynnikiem przy podejmowaniu decyzji o zagranicznej emisji jest poziom wymaganej sprawozdawczości finansowej. Ponad 60% zapytanych przez Mittoo menedżerów wymienia ten czynnik jako najważniejszy element emisji i jej kosztów⁶. Ujawnianie sprawozdań finansowych jest często sprawą sporną między giełdami a instytucjami nadzorującymi rynek kapitałowy. Z jednej strony bowiem władze nadzorujące pragną zapewnić jak największe bezpieczeństwo inwestorom i rozszerzają stopień ujawnienia informacji, z drugiej zaś pojawiają się opinie giełd pragnących złagodzić raportowanie dla zagranicznych emitentów i zachęcić ich do wyboru swojego parkietu.

Pierwszym kosztownym etapem związanym ze sprawozdawczością finansową jest transformacja raportów finansowych spółki pragnącej emitować papiery wartościowe za granicą według standardów wymaganych przez zagraniczne władze nadzorujące rynek kapitałowy. Poziom adaptacji jest uzależniony od rynku – w USA wymagane jest całkowite dostosowanie sprawozdawczości finansowej do standardów GAAP, giełda w Amsterdamie akceptuje zaś lokalne wymogi kraju pochodzenia spółki z niewielkimi modyfikacjami. Dodatkowe koszty wiążą się również z badaniem sprawozdań finansowych, gdyż spółka może być zmuszona do przeprowadzenia dodatkowego audytu wymaganego np. przez prawo amerykańskie. Także częstotliwość raportowania żądana przez władze regulujące rynek kapitałowy lub giełdę może tworzyć dodatkowe koszty dla spółki.

Saudagaran i Biddle zbadali wpływ poziomu sprawozdawczości na zagraniczne emisje papierów wartościowych analizując takie giełdy, jak NYSE, AMEX, giełdy z Toronto, Londynu, Amsterdamu, Paryża, Tokio, Frankfurtu i Zurychu. Wyniki badań potwierdziły tezę, że decyzja o emisji papierów wartościowych jest niezależna od wymaganego poziomu sprawozdawczości, jeżeli obecny poziom sprawozdawczości jakiemu podlega spółka jest wyższy od wymaganego przez zagraniczną giełdę⁷.

Próba uniknięcia tych problemów są plany stworzenia międzynarodowego systemu standardów rachunkowości przez IASC (International Accounting Standards Committee). Jednakże proces ten jest niezwykle trudny ze względu

⁶ U. Mittoo, *Managerial Perceptions of Net Benefits of Foreign Listing*; Canadian Evidence, „Journal of International Financial Management and Accounting” 1992, No 4, s. 40–62.

⁷ 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.

na ogromne różnice w prawie poszczególnych krajów. Dlatego też większe szanse na standaryzację istnieją w państwach Unii Europejskiej. Rozwiązaniem tej sytuacji jest także wzajemne uznawanie przez państwa swoich standardów, tak jak dzieje się to w przypadku Kanady i USA. Podkreśla się, że dotychczasowe obserwacje wskazują, iż niedostosowanie się przez zagraniczne spółki do wymogów prawa kraju emisji nie przynosi negatywnych skutków inwestorom. Braki w porównywalności wyników firmy mogą być wyrównane poprzez dodatkowe informacje publikowane przez spółki⁸.

Szczególnie SEC (Security Exchange Commission) jest często krytykowana za brak elastyczności we wzajemnym akceptowaniu zasad przygotowywania sprawozdań finansowych. W odpowiedzi na te zarzuty, SEC w 1982 r. wprowadziła Zintegrowany System Informacyjny i Sprawozdawczy IDS (Integrated Disclosure System), który ma ułatwić i uprościć proces emisji papierów wartościowych na giełdach amerykańskich. Dzięki temu systemowi spółka wypełniając wymagany przez SEC formularz 20-F może wykorzystać lokalne standardy księgowe, jeżeli stanowią one część spójnego systemu standardów. Jeżeli powstają znaczące różnice między danymi opartymi na lokalnych standardach a standardem amerykańskim, powinny być one przełiczone z wykorzystaniem GAAP amerykańskiego. Uelastyczniono również czas dostarczenia sprawozdań finansowych przez zagraniczne spółki. W przypadku firm amerykańskich sprawozdania finansowe nie mogą być starsze niż 135 dni od dnia rejestracji, dla spółek zagranicznych okres ten wynosi zaś 6 miesięcy. Ponadto SEC w znacznym stopniu zmniejszyła wymagania w stosunku do emitentów wprowadzając Regulę 144A, zarezerwowaną dla obrotu dokonywanego przez Kwalifikowanych Inwestorów Instytucjonalnych (QIB – Qualified Institutional Buyers).

Również władze nadzorujące japoński rynek kapitałowy zniosły niektóre wymagania, tak aby uczynić giełdę w Tokio bardziej konkurencyjną. Między innymi dotyczyło to obowiązku wykonywania podwójnego audytu sprawozdań finansowych dokonywanego przez japońskich publicznych księgowych, a okres przygotowania sprawozdań finansowych wydłużono z 3 do 6 miesięcy po zakończeniu roku obrotowego. Zmniejszono także częstotliwość przygotowywania niektórych raportów, z kwartalnej prezentacji danych do corocznej.

Z drugiej jednak strony badanie przeprowadzone przez Huddart, Hughes, Brunnermeier pokazuje, że jeżeli giełda charakteryzuje się wysoką płynnością, spółki wybiorą emisję na niej, nawet jeżeli wymagania i standardy obowiązujące na danym rynku są wysokie. Przewidują oni, że emisje będą się

⁸ J. C. Coffee, A. A. Berle, *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, Working Paper, No 144, „The Center for Law and Economic Studies” 1999, www.law.columbia.edu/lawec.

koncentrowały na giełdach stawiających emitentom wysokie wymagania, toteż giełdy same będą dążyły do podnoszenia wymogów i obniżania kosztów obrotu⁹. Wysokie wymogi świadczą o reputacji giełdy i mogą być wykorzystane jako element zwiększający jej konkurencyjność. Zmniejszenie wymagań może zredukować koszty, ale z drugiej strony może usunąć jedną z zalet zagranicznej emisji, jaką są ostre warunki.

Wysokie wymogi związane są także ze stosowaniem zasad ładu korporacyjnego (*corporate governance*) przez spółkę, które mają m. in. zminimalizować ryzyko czerpania prywatnych korzyści (*private benefits*) przez menedżerów spółki. Prywatne korzyści w dużej mierze będą miały wpływ na możliwości zewnętrznego pozyskania kapitału przez spółki. Badania pokazują, że poziom czerpania prywatnych korzyści różni się w poszczególnych krajach i jest związany z prawami przysługującymi w danym kraju udziałowcom¹⁰. Doidge, Karolyi, Stulz badają powiązanie między kosztami agencji większościowych udziałowców spółki. Zauważają oni, iż im większe są te koszty, tym mniej chętnie kontrolujący udziałowcy decydują się na emisję zagraniczną, gdyż wysokie wymagania stawiane przez zagraniczny rynek zagrażają możliwościom czerpania prywatnych korzyści ze spółki. Szczególnym uznaniem i wzrostem wartości cieszą się akcje spółek dokonujących emisji w USA i wzrost ten jest tym silniejszy, im słabsza jest ochrona inwestorów w kraju rodzinnym spółki¹¹.

Reese i Weisbach przyjęli również hipotezę, iż firmy zagraniczne emitują papiery wartościowe w USA w celu zwiększenia ochrony mniejszościowych inwestorów. Odnoszą się oni w swoim badaniu do empirycznych studiów, które dokumentują, że spółki z krajów ze słabą ochroną prawną mniejszościowych inwestorów mają większe problemy z zebraniem kapitału z zewnętrznych źródeł. Emitenci wybierają więc giełdy amerykańskie, gdyż ochrona mniejszościowych inwestorów jest tutaj najlepsza na świecie. Wymagana jest tu bowiem rejestracja w SEC, dostosowanie sprawozdań do wymogów U.S. GAAP, wypełnienie wymogów giełdy papierów wartościowych oraz podporządkowanie się wymogom prawa amerykańskiego odnośnie do papierów wartościowych. Spółki, które nie są zainteresowane związaniem się rygorystycznymi przepisami prawa dotyczącymi ochrony inwestorów, mogą wybierać emisje na rynku pozagiełdowym OTC (Over-The-Counter) lub w systemie

⁹ S. Huddart, J. S. Hughes, M. Brunnermeier, *Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, No 26.

¹⁰ E. Benos, M. J. Weisbach, *Private Benefits and Cross-Listings in the United States: A survey of Recent Research Estimating Private Benefits and the Role of Cross-Listings as a Bonding Mechanism*, „NBER Working Papers” 2003, No 10 224.

¹¹ C. Doidge, G. A. Karolyi, R. M. Stulz, *Why are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth more?*, „Journal of Financial Economics” 2003, No 71, s. 205–238.

Portal, czyli na podstawie Reguły 144A bądź innych rynków kapitałowych kładących mniejszy nacisk na ochronę inwestorów¹².

Również Fuerst nawiązuje w swoich badaniach do regulacji dotyczących ochrony inwestorów. W swoim modelu pokazuje on, że ostre regulacje chroniące inwestorów pozwalają menedżerom firm o wysokich zyskach na bardziej efektywne i wiarygodne przekazywanie prywatnych informacji dotyczących przyszłych perspektyw spółki niż dzieje się to w przypadku rynków o łagodniejszym prawie. Dzięki temu spółki o wysokiej dochodowości mogą wyodrębnić się od spółek o niskiej przyszłej dochodowości. Według Fuersta dowodem prawdziwości tego modelu jest fakt, iż zagraniczne spółki emitujące papiery wartościowe w USA osiągają nadzwyczajnie wysoki wynik operacyjny w okresie emisji, podczas gdy amerykańskie firmy notowane na zagranicznych giełdach nie osiągają takich rezultatów. Ponadto reakcja rynkowa na ogłoszenie zagranicznej emisji jest skorelowana z oczekiwanym polepszeniem działalności operacyjnej. Im mniej restrykcyjne są regulacje dotyczące inwestorów w kraju spółki, tym bardziej widoczny jest wzrost działalności operacyjnej związany z zagraniczną emisją firmy¹³.

Dla danej spółki istotnym czynnikiem decydującym o zagranicznej emisji na wybranej giełdzie może być również bliskość geograficzna między krajem pochodzenia firmy a rynkiem wybranej giełdy. Z bliskością geograficzną wiąże się również bliskość kulturowa. Wielka Brytania leżąca w Europie i będąca członkiem UE ma wiele związków ze Stanami Zjednoczonymi i Kanadą – język, kulturę, praktyki biznesowe i tradycje prawne. Można powiedzieć, że jest bliżej związana z tymi państwami niż inne kraje europejskie, co wpływa na większe zainteresowanie spółek brytyjskich emisjami w Kanadzie i w USA. Niektórzy autorzy bliskość geograficzną postrzegają jako podobieństwa językowe, kulturowe, rynkowe, prawne i biznesowe. Sarkissian oraz Schill przeprowadzili badanie, które wykazało, że w przypadku zagranicznych emisji spółki preferują te giełdy, które są bliżej ich rynku rodzinnego. Jest to szczególnie widoczne w przypadku firm z małych krajów, ale także często występuje w przypadku krajów z grupy G-5¹⁴. Podobne wnioski wyciągają Foerster i Karolyi na podstawie obserwacji emisji spółek kanadyjskich w USA. Według nich spółki, planując emisję, intuicyjnie

¹² W. A. Reese, M. S. Weisbach, *Protection of Minority Shareholder Interest, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings*, Working Paper, University of Illinois, 2000, vol. 66, Issue 1, s. 65–104.

¹³ O. Fuerst, *A Theoretical Analysis of the Investor Protection Regulations. Argument for Global Listing of Stocks*, International Center for Finance at Yale, „Working Paper, Yale School of Management” 1998, No 42, s. 12–43.

¹⁴ S. Sarkissian, M. J. Schill, *The Overseas Listing Decisions: New Evidence of Proximity Preference*, Working Paper Series nr 03–07, Daren Graduate School of Business Administration, University of Virginia, 2003.

wybierają kraj o podobnym rynku lub należący do wspólnego bloku handlowego (*trading block*). Identyfikują oni blok handlowy opierając się na bliskości geograficznej, kulturowej, handlowej, więzach ekonomiczno-handlowych lub podobieństwach w systemie prawnym¹⁵.

Decyzji o wyborze rynku emisji upatruje się również w chęci poszerzenia rynku dla swoich produktów. Teorię tę propagują Pagano, Roell oraz Zechner, nazywając ją hipotezą rozszerzenia rynku produktu (*produkt market spillover hypothesis*). Innym ważnym aspektem w wyborze rynku jest obecność ekspertów i analityków papierów wartościowych na danej giełdzie, wyspecjalizowanych w przemyśle reprezentowanym przez spółkę, szczególnie w przypadku firm z sektora IT oraz *high-tech*¹⁶.

Nie bez znaczenia dla spółki jest również polityka podatkowa w wybranym kraju w stosunku do inwestorów i emitentów oraz ogólna atmosfera biznesowa. Szczególnym zainteresowaniem cieszą się emisje w tzw. rajach podatkowych (*tax heavens*), gdzie oprócz ulg podatkowych utrzymywane są również ograniczone restrykcje nakładane na własność aktywów kapitałowych, inwestycje kapitałowe, repatriację zysków czy wymagania emisyjne.

Emisja zagraniczna oznacza dla spółki podporządkowanie się przepisom kraju emisji, także tym dotyczącym ochrony inwestorów. Zwłaszcza w USA prawa inwestorów są szczególnie chronione i nawet inwestorzy mniejszościowi mogą pozwać emitenta do sądu za szkody poniesione w wyniku inwestycji. Taki proces wymaga od spółki wyspecjalizowanej obrony i zwiększa koszty emisji. Jednakże koszty poniesione przez spółkę w wyniku przegrania procesu i zasądzenia odszkodowania inwestorom mogą w znacznym stopniu przeważać korzyści z emisji i odbić się negatywnie na reputacji spółki na zagranicznym rynku.

Wraz z zagraniczną emisją rośnie ryzyko wrogiego przejęcia przez zagranicznego konkurenta. Firma lokalnie duża może okazać się stosunkowo mała na międzynarodowym rynku kapitałowym i może zostać z łatwością przejęta przez inną firmę działającą na międzynarodowym rynku. Zjawiska takie nasiliły się w połowie lat 90. ubiegłego stulecia, dlatego spółki powinny rozważyć możliwość wystąpienia takiego ryzyka przy wyborze rynku emisji.

Wśród kryteriów wyboru docelowego rynku emisji znajduje się również wielkość zagranicznego rynku, mierzona zazwyczaj poziomem kapitalizacji, liczbą notowanych na nim spółek, czy wolumenem obrotów. Istotny jest również wysoki poziom rozwoju rynku charakteryzujący się obecnością wyspecjalizowanych animatorów, a także doskonale rozwiniętą infrastrukturą. Zazwyczaj na takim rynku działa duża liczba inwestorów instytucjonalnych,

¹⁵ S. R. Foerster, G. A. Karolyi, *International Listings of Stocks: The case of Canada and the U.S.*, „Journal of International Business Studies”, Fourth Quarter 1993.

¹⁶ M. Pagano, A. Roell, J. Zechner, *The Geography of Equity Listing: Why Do European Companies List Abroad?*, Working Paper, University of Vienna, Vienna 1999.

ale i indywidualnych, koszty transakcyjne są zaś stosunkowo niskie. Emisja tego typu może zapewnić papierom wartościowym płynność, a spółce wysoki prestiż i renomę.

Wybór rynku wiąże się z motywem emisji, jakim kieruje się spółka. Pagano, Roell i Zechner dokonali klasyfikacji rynków i ich cech wybieranych przez firmy na podstawie przyczyn i celów stawianych przed emisją. Tabela 1 przedstawia taki podział.

Tabela 1

Wybór rynku w zależności od motywu emisji zagranicznej papierów wartościowych

Motywy emisji	Cechy rynku
Zebranie kapitału	Rynek głęboki i płynny
Sprzedaż akcji przez dotychczasowych posiadaczy	Rynek głęboki i płynny
Poszerzenie bazy inwestorów	Rynek duży
Wykorzystanie renomy produktu na rynku	Rynek ulokowany tam, gdzie spółka ma wysoką sprzedaż za granicą
Wycena spółki przez specjalistów	Rynek, na którym działają wyspecjalizowani analitycy i inwestorzy
Chęć dostosowania do wymogów informacyjnych i sprawozdawczych	Rynek o wysokim poziomie regulacji
Płynność	Rynek o niskich spreadach, kosztach transakcyjnych i wysokim wolumenie obrotu
Rozszerzenie rynków zbytu za granicę	Rynek ulokowany tam, gdzie sprzedaż spółki za granicą ma duży potencjał wzrostu
Relatywnie niskie koszty emisji	Rynek o niskich opłatach

Źródło: M. Pagano, A. Roell, J. Zechner, *The Geography of Equity Listing: Why Do European Companies List Abroad?*, Working Paper, University of Vienna, Vienna 1999.

CHARAKTERYSTYKA SPÓŁEK EMITUJĄCYCH PAPIERY WARTOŚCIOWE NA ZAGRANICZNYCH RYNKACH

Sukces zagranicznej emisji wiąże się także ze zrozumieniem potrzeb spółki i jej celami związanymi z emisją. Te jednak w dużej mierze zależą od charakteru firmy i jej cech. Można więc poszukiwać relacji pomiędzy charakterystyką spółki, decyzjami o zagranicznej emisji i wyborem docelowego rynku. Takie badania zostały przeprowadzone przez Pagano, Roell i Zechner

w 1999 r. Ich obserwacje dowodzą, że firmy dokonujące zagranicznej emisji w Europie są znacznie większe pod względem całkowitych aktywów, jak i liczby pracowników, niż spółki emitujące w USA. Inną różnicą jest silniejszy nacisk na R&D (Badania i Rozwój) i większa zyskowość spółek emitujących w USA. Można więc wysnuć tezę, że emisje w USA mają na celu zebranie kapitału dla dalszego wzrostu spółki i zagraniczną ekspansję eksportową, szczególnie w sektorze *high-tech*¹⁷.

Nelson i Szyliowicz identyfikują spółkę amerykańską emitującą za granicą papiery wartościowe jako dużą, przemysłową firmę. Na NYSE notowane jest 90% z przebadanych przedsiębiorstw, 73% zajmuje się produkcją przemysłową, z czego większa część związana jest z eksploracją bogactw naturalnych, transportem lub marketingiem, 67% z nich znajduje się na liście Fortune 500. Najczęściej wybierają one giełdy europejskie jako miejsce emisji, co jest nieco zaskakujące, gdyż rynki takie jak japoński, tajwański, Hongkongu, australijski zajmują ważną pozycję na globalnym rynku finansowym¹⁸.

Im spółka jest większa i charakteryzuje się większą sprzedażą zagraniczną, tym chętniej wkracza na zagraniczne rynki kapitałowe. Chcą one tym samym wykorzystać rozpoznanie własnych produktów i marki w celu znalezienia rynku dla swoich akcji wśród klientów lub znaleźć klientów dla tych produktów pośród inwestorów. Relatywna wielkość spółki w stosunku do lokalnych przedsiębiorstw odgrywa również ważną rolę, gdyż stosunkowo duże spółki chętniej wkraczają na zagraniczne rynki. Częściej też spółki z krajów o małych rynkach kapitałowych decydują się na emisje w krajach, gdzie rynki kapitałowe są dojrzałe i duże.

W porównaniu ze spółkami, które dokonują jedynie lokalnych emisji, te notowane za granicą są ukierunkowane bardziej eksportowo i zwiększają znacznie swoje wydatki na R&D wkrótce po emisji. Równie chętnie spółki z branży nowoczesnych technologii emitują zagraniczne papiery wartościowe licząc na to, iż na zagranicznych rynkach wyspecjalizowani analitycy dokonają lepszej wyceny tych papierów. Wszystkie spółki z Izraela, które w latach 90., dokonały emisji w USA, były młodymi przedsiębiorstwami z branży elektronicznej i komputerowej, o niskich zyskach, zatrudniających stosunkowo dużą liczbę osób w działach R&D i o wysokich nakładach na sferę badań i rozwoju¹⁹. Tabela 2 przedstawia motywy emisji i cechy charakterystyczne spółek emitujących zagraniczne papiery wartościowe.

¹⁷ Tamże.

¹⁸ T. Neslon, D. Szyliowicz, *Accessing Equity Internationally: How Entrepreneurial U.S. Firms Reach World Markets*, USASBE/SBIDA Annual National Conference Sailing the Entrepreneurial Wave into the 21st Century, San Diego California, 1999.

¹⁹ A. Blass, Y. Yafeh, *Vagabond Shoes Longing to Stray: Why Foreign Firms List In the United States*, Working Paper Economics Department, The Hebrew University, 1999, vol. 1-2.

Tabela 2

Motywy emisji, charakterystyka spółek i konsekwencje dla firm związane z zagranicznymi emisjami papierów wartościowych

Motywy emisji	Cechy spółki (<i>ex-post</i>)	Konsekwencje emisji (<i>ex-ante</i>)
Zebranie kapitału	Wysokie zadłużenie, wysoki rozwój, wysoki wskaźnik P/E i poziom realnych inwestycji	Wysoki rozwój, wysoki wskaźnik P/E i poziom realnych inwestycji
Sprzedaż akcji przez dotychczasowych posiadaczy	Firmy prywatyzowane	Wysoki obrót akcjami
Poszerzenie bazy inwestorów	Firmy zagrożone ryzykiem wrogiego przejęcia	Zdywersyfikowana baza zagranicznych inwestorów i wysoki obrót akcjami
Wykorzystanie renomy produktu na rynku	Spółki o wysokim poziomie eksportu	
Wycena spółki przez specjalistów	Spółki z branży high-tech o dużych wydatkach R&D	
Chęć dostosowania do wymogów informacyjnych i sprawozdawczych	Spółki z rynku o niskim poziomie regulacji	Spadek koncentracji własności, wzrost zyskowności
Płynność		Wysoki obrót akcjami
Rozszerzenie rynków zbytu za granicę		Wysoki poziom eksportu i zysków, bez konieczności zebrania kapitału
Relatywnie niskie koszty emisji	Duże spółki	

Źródło: jak w tab. 1.

PODSUMOWANIE

Spółka może odnieść wiele korzyści z zagranicznych emisji papierów wartościowych, nawet jeszcze w okresie planowania emisji. Zostało udowodnione, że emisja akcji lub ich pochodnych wpływa dobrze na cenę akcji w pierwszym miesiącu od emisji, w okresie powyżej jednego roku zmiany w cenach zależą zaś od sytuacji rynkowej, kapitalizacji spółki i specyficznych cech firmy²⁰. Zmiany te są znacznie bardziej widoczne w stosunku do spółek

²⁰ Badania McConnell i Sanger pokazały, że od 1926 r. zagraniczne akcje notowane na głównych giełdach amerykańskich wykazywały negatywne stopy zwrotu w czasie od czterech do sześciu tygodni po okresie emisji. J. J. McConnell, G. C. Sanger, *The Puzzle in Post-Listing Common Stock Returns*, „The Journal of Finance” 1987, vol. 42, No 1.

z krajów rozwijających się niż z krajów o dobrze rozwiniętym rynku. Rośnie wolumen obrotu papierami wartościowymi, także na lokalnym rynku przedsiębiorstwa, a w konsekwencji również ich płynność. Inwestorzy mają większe możliwości stosowania technik inwestycyjnych, takich jak arbitraż, toteż wykazują zwiększone zainteresowanie akcjami zagranicznymi, jak i krajowymi przedsiębiorstwa, dzięki czemu poszerzona zostaje baza inwestorów. Spółka zaczyna być rozpoznawalna w sensie globalnym. Zainteresowanie inwestorów wynika również z teorii asymetrii informacyjnej. Różnice w standardach księgowych, wymaganiach informacyjnych i sprawozdawczych między krajami zniechęcają ich do nabywania zagranicznych papierów wartościowych. Jeżeli są one jednak notowane na lokalnych dla nich giełdach, darzą je takim samym zaufaniem jak krajowe papiery wartościowe.

Barierą mogą okazać się koszty związane z emisją, na które mogą składać się koszty dostosowania sprawozdań finansowych do wymogów przepisów prawa kraju emisji, koszty specjalistycznej obsługi prawnej, doradczej czy wreszcie opłaty giełdowe i zagranicznych komisji papierów wartościowych. Zarządy firm niechętnie przystają również na wymagania dotyczące ujawniania informacji o wynagrodzeniach kadry menedżerskiej, a także innych poufnych informacji, które mogą być wykorzystane przez konkurencję.

Wybór giełdy zależy w dużej mierze od motywów emisji, ale również od cech charakterystycznych spółki. Spółki z krajów rozwijających się, wybierając mniejsze giełdy, takie jak London Stock Exchange, nie zaś np. NYSE, mogą choć częściowo zneutralizować efekty segmentacji rynkowej i znacząco obniżyć koszt kapitału. Jednakże dla przedsiębiorstw z krajów o rozwiniętych rynkach dobór giełdy wymaga znalezienia rynku charakteryzującego się wysoką płynnością i przejrzystością, a także zapewniającego odpowiednio szeroką bazę inwestorów.

Jednakże prawidłowo zaplanowana emisja powinna przynieść spółce korzyści zarówno w sensie finansowym, jak i marketingowo-promocyjnym, które zrekompensują koszty poniesione w trakcie przygotowania emisji. Źle zaplanowana emisja jest niekorzystna pod względem finansowym, ale także w przypadku instrumentów dłużnych problemy ze spłatą zaciągniętych zobowiązań mogą negatywnie odbić się na globalnej reputacji spółki, nie tylko wśród zagranicznych inwestorów, ale i klientów. Konsekwencjami niespłaconych pożyczek mogą być nie tylko konfiskaty majątku emitenta, ale i sankcje handlowe oraz kary finansowe.

BIBLIOGRAFIA

- Foerster S. R., Karolyi G. A., *International Listings of Stocks: The case of Canada and the U.S.*, „Journal of International Business Studies”, Fourth Quarter 1993.
- Grzybczyk M., Ziemia P., *Emisja kwitów depozytowych i euroobligacji*, Wyd. C. H. Beck, Warszawa 2000.
- Mittoo U., *Managerial Perceptions of Net Benefits of Foreign Listing; Canadian Evidence*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 1992, No 4.
- Nawrot W., *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, CEDEWU, Warszawa 2005.
- Oręziak L., *Globalizacja rynków finansowych*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 2.
- Pyka I., *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wyd. AE, Katowice 2000.
- Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998.

Ewelina Zarzycka

ACQUIRING OF THE CAPITAL ON THE INTERNATIONAL FINANCIAL MARKET

The purpose of this article is to present the methods of acquiring of the capital on the international financial market by companies and briefly describe such financial instruments as: depositary receipts, eurobonds and foreign shares.

The first part of the article referees to the factors influencing the choice of issuing market by the companies. The impact of issuing costs, formal and legal factors and geographical and cultural proximity on the companies' decisions is emphasized.

The subject of consideration are also characteristics of the companies issuing international securities. In the summarizing the author briefly points out the advantages and disadvantages of international securities.