

Rozdział I. Pojęcie oraz zjawisko *cross listingu*

§ 1. *Cross listing* – pojęcie oraz uwagi terminologiczne

Zgodnie z powszechnie przyjętym rozumieniem *cross listing* oznacza jednoczesne (równoległe) notowanie danego papieru wartościowego na co najmniej dwóch rynkach regulowanych lub ASO¹. Choć zjawisko *cross listingu* dotyczy zazwyczaj akcji, to możliwy jest również *cross listing* innych papierów wartościowych, w szczególności obligacji². Decydując się na wejście na rynek regulowany, spółka może od razu wejść na więcej niż jeden rynek w ramach tzw. podwójnej pierwszej oferty publicznej (*dual listing IPO*)³. Taka oferta odbywa się zgodnie z prawem i wymogami krajów, w których jest przeprowadzana⁴. Alternatywnie emitent może stopniowo rozszerzać rynki, na których notowane są jego papiery wartościowe, o kolejne rynki regulowane.

Przez pojęcie notowania na rynku regulowanym należy rozumieć dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym, a następnie rozpoczęcie ich notowania. Pomiędzy konkretnymi rynkami regulowanymi, w szczególności znajdującymi się w różnych jurysdykcjach, mogą oczywiście zachodzić pewne

¹ E. Feder-Sempach, Ryzyko systematyczne akcji spółek zagranicznych notowanych na GPW w Warszawie, Stud.Ekonom. 2014, Nr 186, s. 177. Por. A. Chłopecki, (Niektóre) paradoksy prawa papierów wartościowych, PPH 2016, Nr 9, s. 11. Autor ten uznaje za *dual listing* sytuację, w której „papier wartościowy emitowany w jednym kraju według prawa tego kraju jest notowany i rejestrowany jednocześnie w innym kraju” – przy czym, jak zostało wyjaśnione, *cross listing* obejmuje sytuację, gdy dany papier wartościowy jest notowany równoległe na kilku rynkach giełdowych, lecz żaden z nich nie znajduje się w kraju emisji danego papieru wartościowego.

² Równoległe na rynku polskim i niemieckim były notowane np. obligacje Kerdos Group. Por. D. Paćkowski, Kerdos Group: Emisja obligacji to szansa na udział w naszym sukcesie, 18.5.2015, stockwatch.pl/wiadomosci/kerdos-group-emisja-obligacji-to-szansa-na-udzial-w-naszym-sukcesie, wywiady-z-przedstawicielami-spolek-gieldowych,135970 (dostęp: 13.4.2024).

³ M. Zolnierz, Dual-listed IPOs, s. 65.

⁴ D.T. Ackerly, E.J. Pan, Dual Listing Securities, s. 7.

różnice terminologiczne czy też prawne, związane z dopuszczeniem do obrotu lub rozpoczęciem notowań.

W literaturze naukowej i branżowej termin *cross listing* nie jest stosowany jednolicie. Do najczęściej używanych określeń należą: *cross listing*, *dual listing*, *multi listing*, *cross-border listing*⁵, notowanie równoległe⁶, notowanie krzyżowe⁷ czy też notowanie podwójne⁸. W polskim piśmiennictwie *cross listing* określany jest zazwyczaj jako *dual listing*⁹. Stosowanie tego terminu jest jednak niefortunne, ponieważ mogłoby sugerować, że dany papier wartościowy jest notowany równoległe tylko na dwóch rynkach giełdowych¹⁰. W związku z możliwym równoległym notowaniem papieru wartościowego na więcej niż dwóch rynkach najbardziej precyzyjnym określeniem jest według mnie termin wywodzący się z literatury amerykańskiej, tj. *cross listing*, który w wolnym tłumaczeniu oznacza notowanie krzyżowe. Dodatkowo używanie terminu *dual listing* w celu opisanego zjawiska *cross listingu* ma tę wadę, że w piśmiennictwie zagranicznym (głównie amerykańskim) jest on stosowany do opisanego zjawiska tzw. spółek syjamskich (*siamese twim*, *dual-listed company*)¹¹. W tym rozumieniu *dual listing* polega na umownym prowadzeniu dwóch różnych spółek, notowanych na dwóch różnych rynkach, tak jakby stanowiły one jedno przedsiębiorstwo¹².

⁵ H. Edison, F. Warnock, Cross-Border Listings, Capital Controls, and Equity Flows to Emerging Markets, *Journal of International Money and Finance* 2008, vol. 27, Nr 6.

⁶ E. Feder-Sempach, *Ryzyko systematyczne*, s. 177.

⁷ B. Gabriel, Wybrane teorie informacji w opisie zjawiska notowań krzyżowych – przegląd badań, *ZiF* 2016, Nr 4.

⁸ M. Rucińska, *Dual listing* jako czynnik europejskiej integracji rynków kapitałowych – zagadnienia wprowadzające, *Studenckie Prace Prawnicze, Administratywistyczne i Ekonomiczne* 2021, Nr 35, s. 103.

⁹ Por. np. A. Chłopecki, *Dual listing*, w: A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, s. 85; A. Chłopecki, (Niektóre) paradoksy, s. 11; A. Romanowska, *Insider trading – obowiązki emitentów oraz insiderów*, PPH 2007, Nr 4, s. 9; A. Opalski, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010, s. 494; A. Stokłosa, S. Syp, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2017, s. 21.

¹⁰ Jest to oczywiście sytuacja typowa, ale niejedyna możliwa. Przykładem jest spółka *Prairie Mining Ltd* notowana równoległe na giełdach w Australii, Londynie oraz w Warszawie.

¹¹ J. Bedi, T. Richards, P. Tennant, *The Characteristics and Trading Behaviour of Dual-Listed Companies*, Sydney 2003, [researchgate.net/publication/228254406_The_Characteristics_and_Trading_Behavior_of_Dual-listed_Companies/link/5ff91f592851c13fe0d732e/download](https://www.researchgate.net/publication/228254406_The_Characteristics_and_Trading_Behavior_of_Dual-listed_Companies/link/5ff91f592851c13fe0d732e/download) (dostęp: 13.4.2024).

¹² A. de Jong, L. Rosenthal, M.A. van Dijk, *The Risk and Return of Arbitrage in Dual-Listed Companies*, *Review of Finance* 2009, vol. 13, s. 496. Znanym przykładem spółki syjamskiej był *dual listing* spółek *Royal Dutch* i *Shell* do czasu unifikacji w 2005 r.

Przedstawione powszechne rozumienie terminu *cross listing* ma charakter przede wszystkim biznesowy i ekonomiczny. Na mocy obowiązujących przepisów szczególnie reżim prawny, w którym funkcjonują spółki cross listowane, powstaje już w momencie, gdy akcje zostają dopuszczone na więcej niż jeden rynek regulowany¹³. Notowanie (*listing*) akcji jest kolejnym etapem, który następuje po dopuszczeniu¹⁴ i który nie wywołuje tak istotnych skutków prawnych, jak dopuszczenie¹⁵.

O *cross listingu* można mówić zarówno w znaczeniu podmiotowym, jak i przedmiotowym. W ujęciu podmiotowym spółka cross listowana to spółka, której akcje są notowane równolegle na co najmniej dwóch rynkach regulowanych¹⁶. W znaczeniu przedmiotowym *cross listing* należy rozumieć jako jednoczesne notowanie akcji na co najmniej dwóch rynkach regulowanych. Rozróżnienie to ma charakter teoretyczny, pozwalający na odpowiednie uchwycenie i opisanie skutków prawnych *cross listingu*.

W prawie polskim i unijnym nie ma definicji legalnej *cross listingu*. Polski ustawodawca, regulując pojedyncze kwestie związane z tym zjawiskiem, użył określenia opisowego o charakterze podmiotowym, mówiąc o spółce publicznej, której akcje dopuszczone są na rynku regulowanym na naszym terytorium oraz w innym niż RP państwie członkowskim¹⁷. Z kolei ustawodawca unijny posłużył się w tym zakresie określeniem o charakterze przedmiotowym, tj. notowania na kilku rynkach równolegle¹⁸ lub dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynkach regulowanych w więcej niż jednym państwie członkowskim równocześnie¹⁹.

Brak definicji legalnej *cross listingu* należy ocenić pozytywnie. Co do zasady, głównym celem wprowadzania definicji legalnych jest ułatwienie inter-

¹³ W pewnym zakresie nawet wcześniej, tj. już w momencie złożenia wniosku o dopuszczenie. Por. art. 2 ust. 1 lit. a) MAR.

¹⁴ Co do zasady, w odstępie nie dłuższym niż kilka dni.

¹⁵ Do jednego z najistotniejszych skutków rozpoczęcia notowań należy zaliczyć objęcie akcji spółki reżimem przepisów dotyczących wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji.

¹⁶ W świetle aktualnej definicji spółki publicznej, zgodnie z którą przez spółkę publiczną rozumie się spółkę, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium RP, można mówić również o cross listowanych spółkach prywatnych, np. w sytuacji, w której jedynie obligacje takiej spółki są dopuszczone na co najmniej dwa rynki regulowane równolegle.

¹⁷ W kontekście spółek publicznych zagranicznych, np. art. 90a ust. 1 OfertaPublU.

¹⁸ Por. np. pkt 5 oraz 67 preambuły Rozporządzenia Prospektowego.

¹⁹ Art. 4 ust. 2 lit. b) i c) dyrektywy 2004/25/WE.

pretacji tekstu prawnego, dzięki czemu jest on bardziej zrozumiały²⁰. Jednocześnie zbyt duża liczba definicji legalnych może powodować, że tekst straci na przejrzystości²¹. Ponieważ użyte przez ustawodawcę określenie opisowe spełnia swoją funkcję i nie wywołuje wątpliwości interpretacyjnych, wydaje się, że tworzenie kolejnej definicji legalnej mogłoby wpłynąć negatywnie na czytelność aktów prawnych regulujących prawo rynku kapitałowego. Niemniej za wskazane należałoby uznać ujednolicenie opisów zjawiska *cross listingu* w aktach prawnych.

§ 2. Powody i cele *cross listingu*

1. Wprowadzenie

Aby w pełni wyjaśnić zjawisko *cross listingu*, należy zarysować ekonomiczne i biznesowe czynniki, które wpływają na decyzje emitentów o dopuszczeniu akcji równolegle na kilku rynkach regulowanych. Tematyka ta doczekała się wielu opracowań naukowych, szczególnie z zakresu nauk ekonomicznych. Poniżej przedstawiony zostanie jedynie jej szkic, niezbędny z punktu widzenia celów niniejszej monografii.

Oczywiście nie istnieje nic takiego jak zamknięty katalog powodów, dla których emitenci decydują się na notowanie równoległe akcji. Powody te mogą się różnić w zależności od przedmiotu działalności, sytuacji finansowej czy pochodzenia geograficznego emitenta. W teorii nauk ekonomicznych wyróżnia się, co do zasady, dwie klasyczne teorie, które wyjaśniają powody *cross listingu*: teorię segmentacji rynku (*market segmentation theory*) oraz teorię płynności (*liquidity theory*). Obok nich wyodrębnia się ponadto grupę teorii opartych na informacji²², teorię więzi prawnych²³ (*legal bonding theory*²⁴), a także teorię preferencji bliskości oraz teorię strategii biznesowej²⁵.

²⁰ P. Saługa, Sposoby wyodrębniania definicji legalnych, PiP 2008, Nr 5, s. 85.

²¹ *Ibidem*.

²² B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 73.

²³ Tłum. własne.

²⁴ J.C. Coffee, Jr., The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, Northwestern University Law Review 1999, vol. 93, Nr 3, s. 674; R.M. Stulz, Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital, Journal of Applied Corporate Finance 1999, vol. 12, Nr 3, s. 14; N. Burns, B.B. Francis, I. Hasan, Cross-Listing and Legal

2. Teoria segmentacji rynku (*market segmentation theory*)

Teoria segmentacji rynku została zaprezentowana w latach 70. XX w., w pierwszych pracach naukowych poświęconych zjawisku *cross listingu*²⁶. Segmentacja rynków polega na tym, że duża część inwestorów ma w portfelu tylko krajowe aktywa, w dodatku często należące do jednej grupy. Z tego powodu aktywa finansowe o tym samym ryzyku mogą być wyceniane inaczej ze względu na różną ocenę ryzyka w poszczególnych krajach²⁷. Zgodnie z teorią segmentacji rynku spółki mogą pokonać przeszkody związane z segmentacją przez *cross listing*²⁸, który umożliwia dotarcie do inwestorów, którzy w innej sytuacji nie zainteresowaliby się akcjami danej spółki ze względu na geograficzne bariery inwestycyjne. W związku z tym *cross listing* może powiększyć bazę inwestorów oraz rozkład ryzyka²⁹, co powinno prowadzić do zmniejszenia kosztów pozyskania kapitału³⁰ oraz wyższej wyceny akcji³¹.

Badania przeprowadzone przez zwolenników tej teorii pokazują, że spółki, które są notowane równolegle, osiągają niższą wariację stóp zwrotów niż spółki notowane tylko na jednym rynku regulowanym³². Z drugiej strony pojawiają się także głosy, w szczególności w nowszych publikacjach, które wskazują,

Bonding: Evidence from Mergers and Acquisitions, *Journal of Banking and Finance* 2007, vol. 31, Nr 4, s. 1007–1008.

²⁵ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 79.

²⁶ R.C. Stapleton, M.G. Subrahmanyam, Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporate Finance, *The Journal of Finance* 1977, vol. 32, Nr 2, s. 307–319.

²⁷ E. Feder-Sempach, Ryzyko inwestycyjne. Analiza polskiego rynku akcji, Warszawa 2011, s. 36.

²⁸ O. Dodd, Why Do Firms Cross-List, s. 4.

²⁹ A. Abdallah, Ch. Ioannidis, Why do firms cross-list? International evidence from the US market, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 2010, vol. 50, Nr 2, s. 208.

³⁰ V.R. Errunza, D.P. Miller, Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2000, vol. 35, Nr 4, s. 577–600. Odmienne wnioski wyprowadzili K.G. Koedijk i M.A. van Dijk, którzy zaobserwowali redukcje kosztów pozyskania kapitału jedynie w małej części spółek notowanych krzyżowo. Por. K.G. Koedijk, M.A. van Dijk, The Cost of Capital of Cross-listed Firms, *European Financial Management* 2004, vol. 10, Nr 3, s. 465–486.

³¹ O. Dodd, Why Do Firms Cross-List, s. 5.

³² E. Feder-Sempach, Ryzyko systematyczne, s. 178; J. Yagil, Z. Forshner, Gains from International Dual Listing, *Management Science* 1991, vol. 37, Nr 1, s. 114–120.

że współczesne badania empiryczne nad zjawiskiem *cross listingu* nie dają wystarczających dowodów na prawdziwość tej teorii³³.

Należy zaznaczyć, że korzyści polegające na zmniejszeniu barier wynikających z segmentacji rynku stopniowo maleją wraz z postępującą integracją rynków kapitałowych³⁴, która skutkuje ułatwieniem nabywania przez inwestorów akcji notowanych na zagranicznych rynkach.

3. Teoria płynności (*liquidity theory*)

Zgodnie z drugą z klasycznych teorii, tj. teorią płynności, *cross listing* poprawia płynność akcji notowanych równolegle. Jak twierdzą jej zwolennicy, akcje notowane równolegle mają większą płynność niż akcje notowane tylko na jednym rynku. Poprawienie płynności akcji ma być zatem jednym z głównych powodów decyzji o *cross listingu*³⁵. Notowanie równoległe pozwala wydłużyć godziny, podczas których dokonywany jest obrót akcjami oraz powiększa ogólną pulę inwestorów, co w efekcie przekłada się na wyższy poziom konkurencji pomiędzy inwestorami³⁶. Wysoka płynność akcji stanowi według niektórych ekonomistów istotny czynnik wyceny, redukujący koszt kapitału i skutkujący wyższą ceną akcji³⁷.

Kwestia wpływu *cross listingu* na płynność akcji stała się przedmiotem wielu badań empirycznych, lecz te nie przyniosły jednoznacznych rezultatów. Część badaczy zaobserwowała wyraźną poprawę wolumenu transakcji na akcjach notowanych krzyżowo, np. akcji spółek kanadyjskich po dopuszczeniu ich do obrotu w USA³⁸. Tymczasem wyniki innych badań pokazywały brak

³³ O. Dodd, Why Do Firms Cross-List, s. 8; P. Roosenboom, M.A. van Dijk, The Market Reaction to Cross-Listings: Does the Destination Market Matter?, Journal of Banking and Finance 2009, vol. 33, Nr 10, s. 1898–1908; O. Dodd, Ch. Louca, International Cross-Listing and Shareholders' Wealth, Multinational Finance Journal 2012, vol. 16, Nr 1–2, s. 49–86.

³⁴ O. Dodd, Why Do Firms Cross-List, s. 7.

³⁵ Ibidem, s. 8; F. Bancel, U.R. Mittoo, Why Do European Firms Go Public?, European Financial Management 2009, vol. 15, Nr 4, s. 844–884.

³⁶ O. Dodd, Why Do Firms Cross-List, s. 8.

³⁷ Y. Amihud, H. Mendelson, Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, Journal of Financial Economics 1986, vol. 17, Nr 2, s. 223–249.

³⁸ S.R. Foerster, G.A. Karolyi, International Listings of Stocks: The Case of Canada and the US, Journal of International Business Studies 1993, vol. 24, Nr 4, s. 763–784; S.R. Foerster, G.A. Karolyi, Multimarket Trading and Liquidity: A Transaction Data Analysis of Canada-US Inter-Listings, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 1998, vol. 8, Nr 3–4, s. 393–412.

wpływu *cross listingu* na płynność akcji albo nawet jej spadek³⁹. Interesujące wyniki badań zaprezentowali w 2011 r. A. Abdallah, W. Abdallah i M. Saad, którzy porównali wpływ *cross listingu* na płynność akcji dopuszczonych odpowiednio w Stanach Zjednoczonych (zarówno na NYSE, jak i na NASDAQ) oraz w Wielkiej Brytanii (na LSE)⁴⁰. Przeprowadzone badania wskazują, że notowanie na giełdach amerykańskich poprawiło płynność akcji, lecz notowanie na LSE nie przyniosło takiego efektu⁴¹. Analiza całokształtu badań empirycznych (przeprowadzanych głównie z perspektywy rynku amerykańskiego) nad wpływem *cross listingu* na płynność akcji generalnie pokazuje, że płynność akcji notowanych na rynkach rozwiniętych poprawia się po dopuszczeniu do obrotu na rynkach w USA (w szczególności na NYSE), a nie zmienia się lub pogarsza w przypadku akcji notowanych na rynkach wschodzących⁴².

Spółki cross listowane na polskiej giełdzie nie należą do spółek najbardziej płynnych. Wolumen obrotu akcjami większości z nich jest na niskim poziomie, co przekłada się na mniejsze zainteresowanie inwestorów, potęgując tym samym problem ich niskiej płynności⁴³. Z przeprowadzonych analiz wynika, że wolumen obrotu akcjami tylko nielicznych spółek cross listowanych na GPW przekraczał średnio dziennie 100 tysięcy złotych (na polskim parkiecie)⁴⁴. Skutkiem tak niskich obrotów w porównaniu do polskich spółek notowanych tylko na GPW jest wysoki *spread*⁴⁵ spółek cross listowanych na GPW. W 2016 r. najbardziej płynne spółki cross listowane zanotowały *spread* w wysokości ok. 90 pkt bazowych, z kolei w przypadku spółek najmniej płynnych *spread* wynosił 350 pkt bazowych. Dla porównania, w tym samym okresie, w spółkach z WIG20 wskaźnik ten wyniósł 18 pkt bazowych, zaś w mWIG40 ok. 58 pkt bazowych⁴⁶.

³⁹ A.C. Silva, G.A. Chávez, Cross-Listing and Liquidity in Emerging Market Stocks, *Journal of Banking and Finance* 2008, vol. 32, Nr 3, s. 420–433; H. Berkman, N.H. Nguyen, Domestic Liquidity and Cross-Listing in the United States, *Journal of Banking and Finance* 2010, vol. 34, Nr 6, s. 1139–1151.

⁴⁰ A. Abdallah, W. Abdallah, M. Saad, The Effect of Cross-listing on Trading Volume: Reducing Segmentation versus Signaling Investor Protection, *Journal of Financial Research* 2011, vol. 34, Nr 4, s. 589–616.

⁴¹ *Ibidem*.

⁴² O. Dodd, Why Do Firms Cross-List, s. 10.

⁴³ M. Rudke, Dual listing jak wirtualny byt, *Parkiet*, 25.4.2017, parkiet.com/Analizy/304259903-Dual-listing-jak-wirtualny-byt.html (dostęp: 13.4.2024).

⁴⁴ *Ibidem*.

⁴⁵ Wyrażona w punktach bazowych różnica pomiędzy najlepszą ofertą kupna i sprzedaży akcji.

⁴⁶ M. Rudke, Dual listing.

Podsumowując rozważania dotyczące teorii płynności, należy zauważyć, że *cross listing* nie skutkuje automatycznym zwiększeniem płynności akcji. Jak się wydaje, najważniejszymi czynnikami, które mają wpływ na to, czy poprawi on płynność akcji, są, po pierwsze, wybór zagranicznego rynku, na który mają zostać dopuszczane akcje, a po drugie, kraj pochodzenia emitenta.

4. Teorie informacyjne

Kolejnymi teoriami wyjaśniającymi powody i cele *cross listingu* są teorie informacyjne, które dzielą się na: teorię rozpoznawalności przez inwestora, teorię ujawniania informacji, teorię (hipotezę) więzi prawnej, teorię preferencji bliskości i teorię strategii biznesowej⁴⁷. Ich punktem wspólnym jest przepływ i przetwarzanie informacji. *Cross listing* w rozumieniu wymienionych wyżej teorii skutkuje: 1) zwiększeniem rozpoznawalności spółki wśród inwestorów zagranicznych, 2) redukcją kosztów informacji, 3) poprawą ochrony inwestorów⁴⁸ poprzez zmniejszenie asymetrii informacyjnej oraz 4) poprawą środowiska informacyjnego dotyczącego danych akcji⁴⁹.

4.1. Teoria rozpoznawalności przez inwestora (*investor recognition theory*)

Zgodnie z teorią rozpoznawalności przez inwestora, powiększenie bazy inwestorów – a tym samym stopnia rozpoznawalności danej spółki – powinno skutkować lepszą wyceną jej akcji. Powiększenie bazy inwestorów przynosi tym większe korzyści, im mniej rozpoznawalna była wcześniej spółka⁵⁰. *Cross listing* może być jednym ze sposobów na zdobycie nowych inwestorów poprzez zwiększenie jej rozpoznawalności na rynkach zagranicznych⁵¹. Dzięki akcjom marketingowym związanym z *cross listingiem* danej spółki zwiększa się poziom świadomości inwestorów o jej istnieniu, a sam debiut może stanowić wydarzenie przyciągające inwestorów zagranicznych⁵². Potwierdzają to

⁴⁷ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 74–79.

⁴⁸ *Ibidem*, s. 73.

⁴⁹ O. Dodd, Why Do Firms Cross-List, s. 10.

⁵⁰ R.C. Merton, A Simple Model of Capital Market Equilibrium With Incomplete Information, The Journal of Finance 1987, vol. 42, Nr 3, s. 483–510.

⁵¹ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 74.

⁵² *Ibidem*, s. 75.

niektóre badania empiryczne przeprowadzone na rynkach brytyjskim⁵³ i amerykańskim⁵⁴. Ponadto badania pokazują, że decyzja o *cross listingu* często skutkuje wzrostem zainteresowania analityków finansowych spółką, co przekłada się na wzrost liczby raportów analitycznych dotyczących takiej spółki⁵⁵. Skala tego wzrostu zależy przede wszystkim od rynku, na który spółka chce dopuścić swoje akcje w ramach *cross listingu*. W zasadzie im rynek jest większy, lepiej rozpoznawalny i bardziej prestiżowy, tym większe zainteresowanie jej debiutem ze strony analityków i mediów⁵⁶. Z drugiej strony powstały również badania, zgodnie z którymi debiuty na LSE wzbudziły większe zainteresowanie analityków i mediów niż debiuty na NYSE czy NASDAQ, choć są to giełdy większe i bardziej renomowane niż LSE⁵⁷.

Zgodnie z teorią rozpoznawalności konsekwencją poszerzonej bazy inwestorów i większej wiedzy o spółce jest wyższa wycena jej akcji⁵⁸. Ponadto badania pokazują, że lepsza rozpoznawalność stała się jednym z głównych determinantów sukcesu spółek europejskich notowanych równolegle na rynku amerykańskim, w porównaniu ze spółkami, które nie zdecydowały się na *cross listing*⁵⁹.

4.2. Teoria ujawniania informacji (information disclosure theory)

Kolejną teorią związaną z przepływem informacji jest teoria ujawniania informacji. Zakłada ona, że *cross listing* przyczynia się do zmniejszenia zjawiska asymetrii informacyjnej ze względu na dodatkowe wymogi dotyczące obowiązków informacyjnych, obok tych nakładanych przez regulacje prawne państwa

⁵³ A. Abdallah, Do Regulations Matter? The Effects of Cross-Listing on Analysts' Coverage and Forecast Errors: A Comparative Analysis, *Review of Accounting and Finance* 2008, vol. 7, Nr 3, s. 301–303.

⁵⁴ M.H. Lang, K.V. Lins, D.P. Miller, ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross-Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?, *Journal of Accounting Research* 2003, vol. 41, Nr 2, s. 341–342; H.W. Lee, M. Valero, Cross-Listing Effect on Information Environment of Foreign Firms: ADR Type and Country Characteristics, *Journal of Multinational Financial Management* 2010, vol. 20, Nr 4–5, s. 195.

⁵⁵ H.K. Baker, J.R. Nofsinger, D.G. Weaver, International Cross-Listing and Visibility, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2002, vol. 37, Nr 3, s. 495.

⁵⁶ *Ibidem*, s. 498.

⁵⁷ A. Abdallah, Do Regulations Matter?, s. 285–307.

⁵⁸ R.C. Merton, A Simple Model, s. 485, 501–504.

⁵⁹ F. Bancel, M. Kalimipalli, U.R. Mittoo, Cross-listing and the long-term performance of ADRs: revisiting European evidence, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 2009, vol. 19, Nr 5, s. 920.

siedziby⁶⁰. Redukcja asymetrii informacyjnej występuje zarówno pomiędzy samymi inwestorami, jak i pomiędzy inwestorami a menadżerami spółki⁶¹. Dobrowolna decyzja spółki o poddaniu się surowszemu reżimowi obowiązków informacyjnych wynika z chęci zademonstrowania wysokiej jakości samej spółki, a także jej pomyślnych perspektyw⁶².

Z wyżej wymienioną teorią wiąże się wspomniane we wstępie do niniejszej monografii zjawisko konkurencji pomiędzy giełdami papierów wartościowych (*race to the top*). Elementem tej konkurencji jest nakładanie dodatkowych obowiązków informacyjnych, które mają zapewnić większą przejrzystość informacji i tym samym przyczynić się do wzrostu wolumenu obrotu⁶³. Dlatego giełdy papierów wartościowych, które cechują się najwyższymi standardami informacyjnymi, przyciągają, co do zasady, spółki notowane na giełdach w krajach o niższym standardzie informacyjnym⁶⁴. Badania empiryczne wskazują, że po ogłoszeniu decyzji emitenta o debiucie na rynku z surowszymi obowiązkami informacyjnymi wzrasta wartość akcji danej spółki⁶⁵.

Podobnie jak w przypadku teorii segmentacji rynku oraz teorii płynności, przeprowadzono wiele badań empirycznych, których wyniki przeczą teorii ujawniania informacji. Część badaczy uważa, że koszty poddania się wyższemu reżimowi informacyjnemu mogą przewyższać korzyści wynikające z decyzji o *cross listingu*⁶⁶. Niektórzy z nich twierdzą, że decydując się na *cross listing*, spółki wybierają większe i bardziej płynne rynki regulowane, o wysokim po-

⁶⁰ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 75; O. Dodd, Why Do Firms Cross-List, s. 12.

⁶¹ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 75.

⁶² O. Fürst, A Theoretical Analysis of the Investor Protection Regulations: Argument for Global Listing of Stocks, Yale School of Management, Working Paper 1998, s. 19–20, ukessay.org/UploadFile/org201101301048129607/20110130104812102.pdf (dostęp: 13.4.2024).

⁶³ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 75; S. Huddart, J.S. Hughes, M.K. Brunnermeier, Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context, *Journal of Accounting and Economics* 1999, vol. 26, Nr 1–3.

⁶⁴ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 75.

⁶⁵ T.J. Chemmanur, P. Fulghieri, Competition and cooperation among exchanges: a theory of cross-listing and endogenous listing standards, *Journal of Financial Economics* 2006, vol. 82, Nr 2, s. 480–483; K. Amira, M.L. Muzere, Competition Among Stock Exchanges for Equity, *Journal of Banking and Finance* 2011, vol. 35, Nr 9, s. 2369.

⁶⁶ S.M. Saudagaran, G.C. Biddle, Financial Disclosure Levels and Foreign Stock Exchange Listing Decisions, *Journal of International Financial Management and Accounting* 1992, vol. 4, Nr 2, s. 140–141.

ziomie ochrony inwestorów, ze sprawnymi sądami i administracją, ale niekoniecznie o wyższych wymogach informacyjnych⁶⁷.

Interesujące są wyniki badań dotyczących skutków *cross listingu* w zakresie otoczenia informacyjnego akcji po wejściu na rynek amerykański. Zgodnie z nimi spółki cross listowane w USA cechują się wyższym poziomem przejrzystości⁶⁸. To z kolei skutkuje m.in. silniejszą reakcją rynku na ogłoszenie wyników finansowych, zwiększeniem zmienności zwrotów z akcji takich spółek⁶⁹, wzrostem informatywności w przypadku spółek z rynków rozwiniętych i spadkiem w przypadku wschodzących⁷⁰, wzrostem płynności akcji w porównaniu z rynkami nieregulowanymi⁷¹, zredukowaniem *spreadu* notowanych krzyżowo akcji⁷², a także poprawą wyceny akcji przez rynek o surowszych wymogach informacyjnych⁷³. Pozytywny wpływ surowszych wymogów regulacyjnych na wycenę spółki pokazuje również badanie porównujące skutki debiutu na LSE ze skutkami debiutu na brytyjskim ASO – SEAQ, mniej płynnym rynku o łagodniejszych wymogach informacyjnych⁷⁴. W przypadku debiutów na LSE odnotowano dodatnie nadzwyczajne stopy zwrotu (*positive abnormal returns*), co nie zostało zaobserwowane w przypadku spółek, które debiutowały na SEAQ⁷⁵.

4.3. Teoria (hipoteza) więzi prawnych (*legal bonding hypothesis*)

Szczególnie interesująca w kontekście przedmiotowej pracy jest teoria więzi prawnej wypracowana pod koniec XX w. przez doktrynę amerykańską.

⁶⁷ M. Pagano, O. Randl, A.A. Röell, J. Zechner, What Makes Stock Exchanges Succeed? Evidence from Cross-Listing Decisions, *European Economic Review* 2001, vol. 45, Nr 4, s. 781.

⁶⁸ T. Khanna, K.G. Palepu, S. Srinivasan, Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting with US Markets, *Journal of Accounting Research* 2004, vol. 42, Nr 2, s. 503.

⁶⁹ W.B. Bailey, G.A. Karolyi, C. Salva, The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Cross-Listings, *Journal of Financial Economics* 2006, vol. 81, Nr 1, s. 208–209.

⁷⁰ N. Fernandes, M.A. Ferreira, Does International Cross-Listing Improve the Information Environment, *Journal of Financial Economics* 2008, vol. 88, Nr 2, s. 242.

⁷¹ A. Abdallah, W. Abdallah, M. Saad, The Effect of Cross-listing, s. 614–615.

⁷² M.H. Lang, K.V. Lins, M. Maffett, Transparency, Liquidity, and Valuation: International Evidence on When Transparency Matters Most, *Journal of Accounting Research* 2012, vol. 50, Nr 3, s. 735–747.

⁷³ T.J. Chemmanur, P. Fulghieri, Competition and cooperation, s. 483; K. Amira, M.L. Muzere, Competition among Stock Exchanges, s. 2369.

⁷⁴ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 77.

⁷⁵ A. Bris, S. Cantale, E. Hrnjić, G. Nishiotis, The Value of Information in Cross-Listing, *Journal of Corporate Finance* 2012, vol. 18, Nr 2, s. 219.

Zgodnie z tą teorią spółki, które dopuszczają akcje w krajach o wyższym standardzie ładu korporacyjnego w porównaniu do państwa siedziby, przestrzegają też wyższych standardów ładu korporacyjnego w porównaniu z innymi spółkami z państwa siedziby⁷⁶. Tym samym zapewniają wzrost poziomu ochrony inwestorów (w szczególności akcjonariuszy mniejszościowych)⁷⁷. Wynika to z konieczności dostosowania prowadzonej działalności do bardziej restrykcyjnych wymogów prawa obcego normującego obrót papierami wartościowymi, zwłaszcza obowiązków informacyjnych czy przepisów o rachunkowości i sprawozdawczości⁷⁸. Teoria ta ma wiele punktów wspólnych z omawianą wyżej teorią ujawniania informacji⁷⁹.

Podobnie jak w przypadku pozostałych omawianych teorii, również teoria więzi prawnych była poddana licznym badaniom. Wśród naukowców, którzy potwierdzili ją empirycznie, znaleźli się *U. Le*⁸⁰, *S.P. Ferris*⁸¹ czy *C. Doidge*⁸². W kontekście spółek ukraińskich notowanych na GPW szerzej zjawisko teorii więzi prawnych zbadali *A. Golec* i *B. Gabriel*, którzy wykazali, że spółki te przyjęły wyższe standardy ładu korporacyjnego w porównaniu z innymi spółkami ukraińskimi⁸³. Warto jednak zaznaczyć, że w przypadku spółek ukraińskich notowanych na GPW przyjęcie wyższych standardów ładu korporacyjnego oraz ujawniania informacji wynikało, co do zasady, z obowiązków nałożonych przez prawo polskie, a nie z dobrowolnych decyzji. Przeważająca część badanych spółek nie zdecydowała się na wprowadzenie standardów wyższych niż obowiązkowe minimum⁸⁴. Badanie to wykazało, że standardy ładu korporacyjnego oraz ujawniania informacji wyższe niż w przypadku spółek no-

⁷⁶ *J.C. Coffee, Jr.*, *The Future as History*, s. 644–645.

⁷⁷ *W.A. Reese, M.S. Weisbach*, *Protection of Minority Shareholder Interests, Cross listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings*, *Journal of Financial Economics* 2002, vol. 66, Nr 1.

⁷⁸ *B. Gabriel*, *Wybrane teorie*, s. 77.

⁷⁹ *Ibidem*.

⁸⁰ *U. Le, D.P. Miller*, *International Cross-Listing, Firm Performance, and Top Management Turnover: A Test of the Bonding Hypothesis*, *Journal of Finance* 2008, vol. 63, Nr 4.

⁸¹ *S.P. Ferris, K.A. Kim, G. Noronha*, *The Effect of Crosslisting on Corporate Governance: A Review of the International Evidence*, *Corporate Governance: An International Review* 2009, vol. 17, Nr 3.

⁸² *C. Doidge, G.A. Karolyi, R.M. Stulz*, *Why are Foreign Firms Listed in the US Worth More?*, *Journal of Financial Economics* 2004, vol. 71, Nr 2.

⁸³ *A. Golec, B. Gabriel*, *Foreign Listing and the Changes in Corporate Governance – Is There a Bonding Effect? Evidence from Ukrainian Companies Listed at the WSE, Contemporary Problems in Corporate Governance* 2016, Nr 3, s. 88.

⁸⁴ *Ibidem*.

towanych wyłącznie na Ukrainie przyciągnęły inwestorów instytucjonalnych, a przy tym pozytywnie odbiły się na cenie i płynności akcji⁸⁵.

Tak samo jednak jak w przypadku pozostałych teorii, pojawiły się również badania nad teorią więzi prawnych, które ją zakwestionowały⁸⁶ lub uznały, że działa ona tylko na niektórych rynkach⁸⁷. Badania te pozwalają stwierdzić, że dopuszczenie akcji na rynek o wyższym standardzie ładu korporacyjnego czy obowiązków informacyjnych nie zawsze będzie skutkowało poprawą wyceny spółki⁸⁸.

Istotnym dowodem praktycznym na poparcie wspomnianych badań był efekt masowego odpływu zagranicznych spółek z rynku USA po wejściu w życie *Sarbanes–Oxley Act of 2002* (SOX)⁸⁹, amerykańskiej ustawy skierowanej do spółek publicznych, która zaostrzyła szeroko pojęte zasady ładu korporacyjnego w odpowiedzi na aferę związaną z fałszowaniem dokumentacji finansowej przez Enron, jedną z największych w tamtym czasie spółek na świecie⁹⁰. Badania wykazały, że znacznie wyższy koszt związany z koniecznością dostosowania ładu korporacyjnego oraz standardów ujawniania informacji, w tym w szczególności standardów sprawozdawczości i rachunkowości, powodował, że dla wielu spółek koszty te przerastały korzyści płynące z *cross listingu*⁹¹. Tak samo zwiększyła wymogi regulacyjne związane z obrotem pa-

⁸⁵ *Ibidem*.

⁸⁶ W tym m.in.: A.N. Licht, Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding?, *Chicago Journal of International Law* 2003, vol. 4, Nr 1; F. Bancel, C. Mittoo, European Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Stock Listings, *European Financial Management* 2001, vol. 7, Nr 2; M.R. King, D. Segal, International Cross-Listing and the Bonding Hypothesis, *Bank of Canada Working Paper* 2004, Nr 17; C. Jordan, The Chameleon Effect: Beyond the Bonding Hypothesis for Cross-Listed Securities, *NYU Journal of Law and Business* 2006, Nr 3; C.B. Moore, R.G. Bell, I. Filatotchev, A.A. Rasheed, Foreign IPO Capital Market Choice: Understanding the Institutional Fit Of Corporate Governance, *Strategic Management Journal* 2012, vol. 33, Nr 8.

⁸⁷ P. Roosenboom, M.A. van Dijk, The Market Reaction to Cross-Listings, s. 1907.

⁸⁸ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 78.

⁸⁹ Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107–204, 116 Stat. 745.

⁹⁰ K. Litvak, Sarbanes-Oxley and the Cross-Listing Premium, *Michigan Law Review* 2007, vol. 105, Nr 8, s. 1857; B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 78; N. Fernandes, U. Lel, D.P. Miller, Escape from New York: The Market Impact of Loosening Disclosure Requirements, *Journal of Financial Economics* 2010, vol. 95, Nr 2, s. 144–145; J.D. Piotroski, S. Srinivasan, Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings, *Journal of Accounting Research* 2008, vol. 46, Nr 2, s. 384; R. Romano, The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, *Yale Law & Policy Review* 2005, vol. 114, Nr 7, s. 1523.

⁹¹ J.D. Piotroski, S. Srinivasan, Regulation and Bonding, s. 384; L.E. Ribstein, Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, *Journal of Corporation Law* 2002, vol. 28, s. 50–52; R. Romano, The Sarbanes-Oxley Act, s. 1602–1603.

pierami wartościowymi w USA wprowadzona w odpowiedzi na kryzys finansowy z lat 2007–2009 ustawa *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Dodd–Frank)⁹², co – jak wskazują niektórzy badacze – skutkowało mniejszym zainteresowaniem zagranicznych inwestorów amerykańskim rynkiem kapitałowym⁹³. Powyższe przykłady demonstrowają słabość teorii więzi prawnych. W praktyce okazuje się, że kolejne zmiany prawne zaostrzające reżim obrotu instrumentami finansowymi i obowiązki spółek publicznych zmniejszały zainteresowanie *cross listingiem*.

W opozycji do teorii więzi prawnych znajduje się zjawisko tzw. odwróconego *cross listingu*⁹⁴ (*reverse cross listing*), polegające na *cross listingu* w krajach o niższych standardach ładu korporacyjnego i obowiązków informacyjnych⁹⁵. Przykładem takiej praktyki są notowania krzyżowe amerykańskich i brytyjskich spółek na chińskim i indyjskim rynku regulowanym⁹⁶. Głównym powodem takiej tendencji jest wysoki popyt wśród chińskich oraz indyjskich inwestorów na zagraniczne oferty publiczne ze względu na niezadowalającą podaż ofert lokalnych⁹⁷. Stwarza to z kolei możliwość pozyskania kapitału w obcej walucie na lokalne inwestycje, działalność operacyjną⁹⁸ czy transakcje fuzji i przejęć na nowym rynku geograficznym⁹⁹.

W ramach badań nad teorią więzi prawnych nieoczywisty skutek *cross listingu* w USA opisali M.Y. Liao i S.P. Ferris. Zaobserwowali oni, że spółki notowane tylko w państwie siedziby, które próbowały „dogonić” spółki cross listowane, same poprawiały standardy ładu korporacyjnego, idąc za wzorem konkurentów notowanych równolegle na rynku amerykańskim¹⁰⁰. Zjawisko to,

⁹² Pub.L. 111–203, 124 Stat. 1376–2223.

⁹³ Y. Guseva, Cross-Listings and the New World of International Capital: Another Look at the Efficiency and Extraterritoriality of Securities Law, *Georgetown Journal of International Law* 2013, vol. 44, Nr 2, s. 496.

⁹⁴ Tłum. własne.

⁹⁵ N.C. Howson, V.S. Khanna, Reverse Cross-Listings – The Coming Race to List in Emerging Markets and an Enhanced Understanding of Classical Bonding, *Cornell International Law Journal* 2014, vol. 47, Nr 3, s. 608.

⁹⁶ *Ibidem*, s. 620.

⁹⁷ *Ibidem*, s. 621.

⁹⁸ *Ibidem*, s. 621–622.

⁹⁹ P. Tolmunen, S. Torstila, Cross-Listings and M&A Activity: Transatlantic Evidence, *Financial Management* 2005, vol. 34, Nr 1, s. 139; G. Tagliavini, The Alchemy of Acquisition Currency: Exclusive Advantages of Listed Companies, *Managerial Finance* 2008, vol. 34, Nr 4, s. 279.

¹⁰⁰ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 78; M.Y. Liao, S.P. Ferris, Keeping up with the Joneses: Cross-Listing Spillover Effects, *Managerial Finance* 2015, vol. 41, Nr 12, s. 1276.

nazwane przez tych autorów „efektem rozlewania”¹⁰¹ (*spillover effect*), zostało również zaobserwowane przy badaniu spółek z Ameryki Południowej, które zdecydowały się na *cross listing* w USA¹⁰². Jednocześnie część badaczy zidentyfikowała również negatywne skutki *cross listingu*, który w pewnych sytuacjach może osłabiać konkurencyjne spółki z państwa siedziby, obsadzając je w roli „przegranych”, słabszych i mniej prestiżowych¹⁰³.

4.4. Teoria preferencji bliskości (*proximity preference theory*) oraz teoria strategii biznesowej (*business strategy theory*)

Ostatnimi z najważniejszych teorii *cross listingu* są teoria preferencji bliskości i teoria strategii biznesowej. Cechą, która odróżnia je od pozostałych teorii, jest wyjaśnienie tendencji notowań równoległych według pewnego klucza określonego geograficznie¹⁰⁴. Zgodnie z powyższymi teoriami, im dany rynek jest bliższy określonej spółce pod względem geograficznym, kulturowym czy ekonomicznym, tym większe jest prawdopodobieństwo, że zdecyduje się ona na *cross listing* na tym rynku¹⁰⁵. Wynika to ze świadomości spółek, że zagraniczni inwestorzy chętniej inwestują kapitał w podmioty, które znają lub które pochodzą ze znajomego regionu czy kręgu kulturowego¹⁰⁶. Inwestorzy oczekują wtedy lepszej współpracy pomiędzy spółką i jej kadrą kierowniczą a akcjonariuszami¹⁰⁷. Takie zjawisko zostało zaobserwowane zarówno w przypadku spółek z Meksyku, Kanady i państw Ameryki Południowej notowanych w USA, jak i pomiędzy Nową Zelandią i Australią czy Irlandią i Wielką Brytanią¹⁰⁸. Teoria ta wyjaśnia również, że globalnie rozpoznawalne marki, które oferują dobra i usługi na różnych zagranicznych rynkach, ze względu na wy-

¹⁰¹ Tłum. własne.

¹⁰² A.C. Silva, G.A. Chávez, R.A. Wiggins, Earnings Management, Country Governance, and Cross-Listing: Evidence from Latin America, *Global Journal of Emerging Market Economies* 2015, vol. 7, Nr 1, s. 16–17.

¹⁰³ Szerzej na ten temat M. Melvin, M. Valero, The Dark Side of International Cross-Listing: Effects on Rival Firms at Home, *European Financial Management* 2009, vol. 15, Nr 1.

¹⁰⁴ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 79.

¹⁰⁵ *Ibidem*.

¹⁰⁶ *Ibidem*, s. 79–80.

¹⁰⁷ O. Dodd, B. Frijns, A. Gilbert, On the Role of Cultural Distance in the Decision to Cross# List, *European Financial Management* 2015, vol. 21, Nr 4, s. 706.

¹⁰⁸ B. Gabriel, Wybrane teorie, s. 79; S. Sarkissian, M.J. Schill, The Overseas Listing Decision: New Evidence of Proximity Preference, *The Review of Financial Studies* 2004, vol. 17, Nr 3; S. Sarkissian, M.J. Schill, The Nature of the Foreign Listing Premium: A Cross-Country Examination, *Journal of Banking and Finance* 2012, vol. 36, Nr 9.