UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VZPOREDNE KOTACIJE
(POVODI IN UČINKOVITOST ODLOČITEV ZA VZPOREDNE KOTACIJE)

Ljubljana, november 2006 ALEŠ DUŽIČ

IZJAVA

Študent Aleš Dužič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

1.UVOD.....1

2.CILJI PODJETJA IN NJIHOVA POVEZANOST Z VZPOREDNIMI KOTACIJAMI.....2

2.1.TRŽNA VREDNOST PODJETJA..... 3

2.1.1.Vrednost posameznega vrednostnega papirja.....3
2.1.2.Vrednost podjetja.....4
2.1.3.Tržna vrednost podjetja na globalnem finančnem trgu.....5
2.1.4.Optimalna struktura kapitala.....6
2.1.5.Vpliv na vrednost podjetja.....7
2.1.6.Liberalizacija finančnih trgov.....7

3.VZPOREDNE KOTACIJE – POGOSTOST ODLOČITEV ZANJE TER SPREMEMBE SMERNIC V ČASU.....8

3.1.GEOGRAFSKI VZOREC VZPOREDNIH KOTACIJ TER SPREMEMBE V VZORCU SKOZI ČAS..... 8

3.2.SPREMEMBA VZORCA IZBIRE TRGA VZPOREDNE KOTACIJE V POVEZAVI Z LASTNOSTMI TRGOV..... 10

4.PREGLED HIPOTEZ O MOTIVIH IN UČINKIH VZPOREDNE KOTACIJE TER POVEZAVA S TEORETIČNO PODLAGO.....12

4.1.FINANČNE KORISTI VZPOREDNIH KOTACIJ..... 14

4.1.1.Približevanje investitorjem 15
4.1.2.Razvitost 16
4.1.3.Pravna urejenost, obveze poročanja in računovodski standardi ter druge regulative za družbe 17
4.1.4.Likvidnost 17
4.1.5.Napačno vrednotenje 18
4.1.6.Davki.....18
4.1.7.Prisotnost na blagovnih trgih 19

4.2.VZPOREDNA KOTACIJA KOT POT NA BLAGOVNE TRGE 19

4.3.STROŠKI KOTACIJE V TUJINI 20

4.4. UGOTAVLJANJE MOTIVOV IN UČINKOV VZPOREDNIH KOTACIJ.....21

4.4.1. Izbira lokacije-vpliv lastnosti finančnih trgov in držav na odločitev o vzporedni kotaciji ter izbor trga 22
4.4.1.1. Stroški.....22
4.4.1.2. Velikost finančnega trga.....23
4.4.1.3. Pokritost z analitiki, strokovnost.....23
4.4.1.4. Prisotnost drugih podjetij ter prisotnost konkurence 23
4.4.1.5. Računovodski standardi.....24
4.4.1.6. Pravne razlike, zaščita investitorja.....25
4.4.1.7. Kulturna podobnost.....26
4.4.2. Preverjanje vpliva vzporedne kotacije na podjetje.....26

4.5. UGOTOVITVE O VPLIVU LASTNOSTI FINANČNIH TRGOV IN VPLIVU VZPOREDNE KOTACIJE NA VREDNOT IN POSLOVANJE PODJETJA.....30

5. NAPOVED VZPOREDNE KOTACIJE IZ PODATKOV PODJETJA 32

6. UGOTOVITVE O MOTIVIH IN UČINKIH VZPOREDNIH KOTACIJ 34

6.1. VPLIVI IN PREDNOSTI VZPOREDNE KOTACIJE..... 35

6.2. PREGLED VELJAVNOSTI HIPOTEZ..... 38

7. SKLEP.....40

LITERATURA 42

VIRI 43

PRILOGE.....I

1. UVOD

Poslovna okolja se hitro spreminjajo. Veča se tekmovalnost, višajo se standardi in zahteve kupcev, spreminjajo se lastniki ter njihove zahteve. Da bi podjetja lahko sledila dogajanjem v okolju, ki jih obdaja in njegovim zahtevam, se poslužujejo vse več načinov. Eden izmed načinov za uresničevanje raznih ciljev, ki jih podjetju nalaga okolje, je tudi vzporedna kotacija na tujem finančnem trgu.

V diplomskem delu so predstavljene vzporedne kotacije, odločitve zanje ter posledice in učinki te odločitve. Z udeležbo na kapitalskem trgu podjetja sledijo določenim ciljem lastnega poslovanja in ustvarjajo boljše možnosti za morebitne prihodnje poslovne odločitve ali pa zastopajo druge cilje, kot so na primer cilji lastnikov ali upnikov. Z namenom uresničevanja zgoraj naštetih ciljev pa gredo podjetja še dlje. S ciljem povečanja koristi, ki jih uživajo na urejenih finančnih trgih ter tudi izkoriščanja tistih, ki jih na trgu prve kotacije niso mogli ali so jih izkoriščali le deloma, podjetja prestopajo državne meje ter v določenih, izbranih državah vzpostavijo dodatno kotacijo – vzporedno kotacijo.

Namen diplomskega dela je ugotoviti obsežnost pojava vzporednega kotiranja, motive in cilje, ki podjetja vodijo pri teh odločitvah ter lastnosti domačih in ciljnih trgov ali držav, ki vzporedno kotacijo spodbujajo, privlačijo oziroma, z drugega stališča gledano, v to silijo. Cilj je ugotoviti, v katerih primerih je vzporedna kotacija smiselna, kam oziroma na kateri trg naj se podjetja usmerjajo ter kakšne so lahko pričakovane koristi oziroma učinki vzporedne kotacije.

Pojav vzporednih kotacij, motivi in učinki odločitev zanje so v diplomskem delu proučevani na podlagi pregleda odločitev evropskih podjetij, podjetij iz ZDA in nekaterih drugih držav ter pregleda lastnosti in razlik med evropskimi finančnimi trgi in finančnimi trgi ZDA. Tematika je predstavljena v sledečem zaporedju: uvodu sledi pregled povezanosti teoretičnih ciljev podjetja in vzporednih kotacij, pregled pojavljanja vzporednih kotacij – znotraj tega geografski pregled in spremembe v izbiri trga vzporedne kotacije skozi čas. Sledi pregled motivov pri odločitvi za vzporedne kotacije ter pri izbiri ciljnega finančnega trga.

Naslednja poglavja prikažejo pregled veljavnosti oziroma verjetnosti hipotetičnih motivov. Ta se vrši s pregledom lastnosti podjetij, ki se za vzporedne kotacije odločajo, s pregledom lastnosti ciljnih finančnih trgov in razlik z domačim finančnim trgom. Ugotavlja se tudi koristi in vplive vzporednih kotacij na kasnejše poslovanje podjetij. Ugotovitve pregledov ter njihova povezanost s hipotetičnimi motivi so povzete v predzadnjem poglavju. Nazadnje sledi še sklep, ki podaja končne ugotovitve diplomskega dela.

2. CILJI PODJETJA IN NJIHOVA POVEZANOST Z VZPOREDNIMI KOTACIJAMI

Za lažje razumevanje obravnavanega problema potrebujemo najprej določeno teoretsko podlago. Izhajamo iz dejstva, da se podjetja racionalno obnašajo in težijo k enemu ali več ciljem poslovanja – maksimiranju dobička, maksimiranju prodaje in tržnega deleža, preživetju (dolgoročno stabilno poslovanje), doseganju zadovoljive višine dobičkov, maksimiranju tržne vrednosti podjetja (Mramor, 1991, str. 15–34). Ti cilji narekujejo določene odločitve, ki so potrebne oziroma omogočajo dosego omenjenih ciljev ali vsaj njihovo delno izpolnitev. Mramor (1991, str. 31–34) ugotavlja, da se lahko kot cilj podjetja z vidika lastnikov ter upnikov tako v razmerah gotovosti kot tudi, kar nas bolj zanima, razmerah negotovosti, smatra maksimiranje tržne vrednosti podjetja. Ugotovitev je sicer podana ob eni izmed predpostavk, ki pravi, da so dolgoročni dolžniški papirji netvegani. Slednje sicer bistveno ne spremeni ugotovitve, vpliva pa na oblikovanje optimalne kapitalske strukture podjetja. Optimalna struktura kapitala na popolnem trgu kapitala[1] nima učinka na tržno vrednost podjetja, ima pa ga na nepopolnem trgu kapitala, kjer ob prisotnosti vseh tržnih nepravilnosti in anomalij struktura kapitala vpliva na tržno vrednost podjetja.

V skladu z ugotovitvijo iz zgornjega odstavka bo v nadaljevanju diplomskega dela maksimiziranje tržne vrednosti podjetja upoštevano kot cilj njegovega poslovanja. Izbranemu cilju lahko podjetje sledi preko neposrednih ali posrednih načinov in delovanj, ki lahko vplivajo na tržno vrednost podjetja. Za potrebe analize v nadaljevanju ni pomembno, na kakšen način je dejanje podjetja vplivalo na vrednost podjetja in ali je bil vpliv posreden ali neposreden, zanima nas zgolj, ali določena spremenljivka dejansko vpliva na vrednost podjetja ter ali lahko preko sekundarne, vzporedne kotacije izkoriščamo te vplive. Vprašanje je, ali z vzporedno kotacijo podjetje uresničuje cilj maksimizacije tržne vrednosti podjetja.

Torej, pregleduje se mogoče spremenljivke, ki bi lahko doprinašale spremembe, ciljno predvsem koristi za neko podjetje, ki se odloči za vzporedno kotacijo. Osredotoča se na poteze, odločitve podjetij ter lastnosti ciljnih trgov, ki lahko neposredno vplivajo na vrednost podjetja oziroma preko vplivanja na poslovanje, lastnosti idr. posredno vplivajo na tržno vrednost podjetja. Proučuje se odločitve o kotaciji, v tem primeru predvsem odločitev o vzporedni kotaciji, pa čeprav je slednja povezana z odločitvijo o

[1] Analitična moč naslednjih ugotovitev je do določene mere omejena, saj so uporabljene številne predpostavke in posplošitve. Uporabljene so bile predpostavke o popolnem trgu kapitala (ki naj bi deloval brez trenja, saj ni transakcijskih stroškov, davkov, stroškov finančne stiske ...), popolni konkurenci na trgu blaga in kapitala, informacijski učinkovitosti trga, racionalnem obnašanju udeležencev trga, kateri so tveganju nenaklonjeni ter imajo enako oceno verjetnostne porazdelitve prihodnjih denarnih zneskov. Te predpostavke so bile nujne zato, da bi lahko uporabljali maksimizacijo tržne vrednosti podjetje kot cilj poslovanja podjetja (Mramor, 1991, str. 15–34).

prvi[2]. Skladno z omenjenimi pregledi razlogov se obravnava tudi razloge za izbiro kraja vzporedne kotacije, kateri so gotovo neposredno povezani s stroški kotacije, učinki maksimizacije profita, maksimizacije cene vrednostnega papirja ali drugimi cilji.

Za razumevanje obravnavanega problema je najprej potrebno vedeti, kako lahko podjetje doseže kateregakoli od zgoraj naštetih ciljev. Za potrebe razumevanja tega dela zadošča znanje, ki omogoča razumevanje stroškov kapitala ali stroškov financiranja za neko podjetje ter vpliv na vrednost in povečanje vrednosti nekega podjetja. Večinoma se lahko predpostavlja, da so odločitve o posameznih dejanjih na finančnih trgih povezane predvsem s tem področjem, torej z možnostjo ali zmožnostjo preskrbe kapitala oziroma njegovo ceno. Med ciljem zniževanja stroškov kapitala ter maksimizacijo tržne vrednosti pa obstaja nasprotno-sorazmerna povezava.

2.1. TRŽNA VREDNOST PODJETJA

Zaradi čim večje podobnosti z dejanskim, realnim stanjem v praksi, se delo v tej točki osredotoča zgolj na vrednost podjetja v razmerah negotovosti, saj bi bilo drugačno stanje predaleč od realnosti in bi se njegove ugotovitve in stališča ne mogla v celoti uporabljati za analizo v nadaljevanju.

2.1.1. Vrednost posameznega vrednostnega papirja

Vrednost posameznega tveganega vrednostnega papirja v razmerah negotovosti je odvisna od več dejavnikov. Zanima nas cena vrednostnega papirja. Ta je izražena kot njegova sedanja vrednost [PV_i], ki zavisi od finančnega toka tega papirja njegovemu imetniku ob (oziroma do) koncu določenega obdobja, ko ga bo le ta prodal [$E(\widetilde{P}_{1,i})$], v razmerju z njegovo pričakovano donosnostjo [$E(\widetilde{r}_i)$]:

$$PV_i = \frac{E(\widetilde{P}_{1,i})}{1 + E(\widetilde{r}_i)}, \qquad [2.1.]$$

pri čemer je pričakovana donosnost i-tega vrednostnega papirja v odvisnosti od donosnosti netveganih vrednostnih papirjev [r_f], cene tveganja [$E(\widetilde{r}_m) - r_f$] ter obsega sistematičnega tveganja – beta koeficient [$\frac{COV(\widetilde{r}_i, \widetilde{r}_m)}{VAR(\widetilde{r}_m)}$]:

$$E(\widetilde{r}_i) = r_f + \left[E(\widetilde{r}_m) - r_f\right] \cdot \frac{COV(\widetilde{r}_i, \widetilde{r}_m)}{VAR(\widetilde{r}_m)}, \qquad [2.2.]$$

[2] Odločitve podjetja za kotacijo (prisotnost na organiziranih finančnih trgih) so lahko tako v primeru prve kot vzporedne kotacije do določene mere posledica enakih motivov, ciljev in pričakovanj.

pri čemer $E(\tilde{r}_m)$ pomeni pričakovano donosnost racionalne kombinacije deležev tveganih vrednostnih papirjev. Kot je razvidno iz enačbe je donosnost tveganega vrednostnega papirja višja od donosnosti netveganih vrednostnih papirjev za razliko med donosnostjo racionalne kombinacije deležev tveganih vrednostnih papirjev in donosnostjo netveganih pomnoženo z obsegom sistematičnega tveganja tega vrednostnega papirja. Sistematično tveganje pomeni doprinos nekega vrednostnega papirja k tveganju celotnega premoženja in se ga z razpršitvijo (diverzifikacijo) ne da odpraviti (Mramor, 1991, str. 42).

Tako lahko iz zgornjih enačb ugotovimo, da na vrednost nekega vrednostnega papirja lahko vpliva višina donosa netveganih vrednostnih papirjev, višina donosa racionalne kombinacije tveganih vrednostnih papirjev oziroma njegova razlika z donosom netveganega vrednostnega papirja, obseg sistematičnega tveganja ter končno tudi višina pričakovanih donosov tega vrednostnega papirja.

2.1.2. Vrednost podjetja

Na podlagi ugotovitev o vrednosti posameznega vrednostnega papirja lahko določimo tudi tržno vrednost določenega podjetja. Po Mramorju (1991, str. 29) so za podjetje oziroma za lastnike istovetni cilji maksimizacije tržne vrednosti podjetja, maksimizacije tržne cene lastniškega vrednostnega papirja ter maksimizacije tržne vrednosti kapitala lastnikov podjetja.

Podjetje vrednotimo na podlagi denarnih donosov na kapital, ki jih različni investitorji prejemajo na koncu nekega obdobja. Dejansko pa dohodki investitorjev podjetju predstavljajo stroške, natančneje stroške kapitala. Da bi ugotovili stroške kapitala nekega podjetja, je treba ugotoviti najprej stroške posameznih vrst kapitala (predpostavlja se, da podjetje izdaja samo eno vrsto dolžniških in eno vrsto lastniških papirjev):

$$E(\tilde{r}_s) = r_f + \left[E(\tilde{r}_m - r_f)\right] \cdot \beta_s \ , \qquad [2.3.]$$

$$E(\tilde{r}_D) = r_f + \left[E(\tilde{r}_m - r_f)\right] \cdot \beta_D \ , \qquad [2.4.]$$

pri čemer so $E(\tilde{r}_S)$ in $E(\tilde{r}_D)$ pričakovani stroški lastniškega oziroma dolžniškega kapitala, β_s in β_D pa normirana obsega sistematičnega tveganja lastnikov lastniških oziroma dolžniških papirjev (ostale oznake imajo enak pomen kot v prejšnji točki). Celotne stroške kapitala podjetja nato izračunamo kot tehtano aritmetično sredino vseh stroškov kapitala tega podjetja:

$$E(\tilde{r}_A) = w_1 \cdot E(\tilde{r}_S) + w_2 \cdot E(\tilde{r}_D); w_1 + w_2 = 1, \qquad [2.5.]$$

pri čemer sta w_1 in w_2 deleža lastniškega oziroma dolžniškega kapitala.

Na podlagi poznavanja stroškov kapitala podjetja [$E(\tilde{r}_A)$] se lahko z upoštevanjem, da so stroški kapitala podjetja dejansko donos lastnikom vrednostnih papirjev tega podjetja, izračuna vrednost podjetja. Izračuna se kot sedanja vrednost pričakovanih donosov imetnikom dolžniških oziroma lastniških vrednostnih papirjev, pri čemer se $E(\tilde{r}_A)$ upošteva kot stopnja kapitalizacije pričakovanih donosov (Mramor, 1991, str. 62–65):

$$V = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E(\tilde{R}_n)}{(1+E(\tilde{r}_A))^n}\ ^{3}. \qquad [2.6.]$$

Iz zgornje enačbe je moč razbrati dva načina, preko katerih lahko podjetje vpliva na svojo tržno vrednost: preko višine donosa lastnikom posameznih vrednostnih papirjev ter preko znižanja stroškov posameznih oblik kapitala. Ta ugotovitev je konsistentna z ugotovitvijo iz zgornje točke, kjer so bili enaki načini ugotovljeni za povišanje vrednosti posameznega vrednostnega papirja. Drugi načini, izpostavljeni v zgornji točki, so navedeni za namene analiz v nadaljevanju dela.

2.1.3. *Tržna vrednost podjetja na globalnem finančnem trgu*

Z vidika vplivov tako na tržno vrednost posameznega vrednostnega papirja (lastniškega) kot na tržno vrednost podjetja je za lažje razumevanje potrebno posebej pogledali še vpliv povečane razpršenosti na obseg sistematičnega tveganja, tj. beta koeficient. Po definiciji je beta koeficient oziroma sistematično tveganje doprinos, ki ga nek vrednostni papir doda k tveganju racionalne kombinacije deležev vrednostnih papirjev. Ta del tveganja se v nekem zaprtem gospodarstvu z nadaljnjo razpršitvijo ne da več odpraviti in predstavlja specifično tveganje tega vrednostnega papirja ter se kasneje odraža v zahtevanem donosu, ki ga zahtevajo investitorji oziroma v ceni tega papirja.

Zanimivo pa je primer, ko se trg oziroma država odpre, ko se število investicijskih možnosti poveča in se premoženja spremenijo. Ali takšna drugačna razpršenost lahko vpliva na znižanje beta koeficienta ali pa je ta koeficient fiksen, določenemu vrednostnemu papirju lasten?

Da bi lahko odgovorili na to vprašanje, se osredotočimo na ekstremen primer: na popolno globalizacijo finančnega trga. Ugotovitev se ne more v celoti implicirati na vplive vzporedne kotacije, gotovo pa so določne posledice skupne, istosmerne in lahko vplivajo na vrednost določenega vrednostnega papirja.

Z odprtjem gospodarstva oziroma finančnih trgov domačih investitorjev ne bremeni več domače tveganje, le-to postane namreč globalno. Nasprotno pa se globalno tveganje

[3] Tudi v tem primeru veljajo pri izpeljavi iste predpostavke – predpostavke popolnega trga kapitala.

oplemeniti še s tveganjem te države in se porazdeli tudi med »bivše domače« investitorje. Intuitivno bi bilo mogoče sklepati, da je novo, svetovno tveganje nižje od bivšega domačega. Morebitna recesija domačega gospodarstva se npr. ne pozna tako intenzivno oziroma v celoti v svetovnem merilu kot zgolj v domačem merilu. Tako manj vpliva na novo-razpršena premoženja domačih investitorjev. V tem primeru se tudi beta koeficient nekega vrednostnega papirja spremeni iz lokalnega nivoja na globalni, kar po novem predstavlja doprinos tveganja k svetovni racionalni kombinaciji deležev vrednostnih papirjev. Če se nadalje sklepa, da je specifično tveganje tega vrednostnega papirja v novem, globalnem premoženju manjše kot prej, saj se tveganje širše porazdeljuje, to za podjetje pomeni manjše stroške lastniškega kapitala oziroma višjo ceno vrednostnega papirja ali višjo tržno vrednost podjetja. Globalizacija finančnih trgov potemtakem pozitivno vpliva na znižanje specifičnega tveganja določenega vrednostnega papirja v primerjavi z njegovim tveganjem na zaprtem finančnem trgu. Kot je že zgoraj navedeno vpliv globalizacije in vpliv vzporedne kotacije ne moremo enačiti, lahko pa sklepamo o podobnih učinkih zniževanja beta koeficienta nekega podjetja ter o težnji za tujo kotacijo na večjih finančnih trgih, kjer se lahko omenjeni vplivi močneje izrazijo (Brigham, Daves; 1999, str. 2; Stulz, 1999, str. 3).

2.1.4. *Optimalna struktura kapitala*

Mramor (1991, str. 85) tudi na nepopolnem trgu kapitala, ki pa je še vedno učinkovit, kot cilj poslovanja podjetja navaja maksimiranje tržne vrednosti podjetja. Res pa je, da se na nepopolnem trgu kapitala spreminja možnost vpliva strukture kapitala na tržno vrednost podjetja. Struktura kapitala tako na popolnem trgu kot tudi na nepopolnem trgu ob določenih predpostavkah nima vpliva na tržno vrednost podjetja. Ob upoštevanju dejanskih pogojev na trgu kapitala ter »nepravilnosti« in odmikov dejanskega stanja od postavk popolnega trga kapitala pa postane dejavnik, ki na tržno vrednost lahko vpliva.

Tako se na trgu ob spremembi raznih pogojev spreminja tudi razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom nekega podjetja, katerega cilj je vplivanje na njegovo tržno vrednost. Naštejmo nekaj takšnih vplivov ter njihove pričakovane posledice. Poznavanje le-teh je pomembno za razumevanje nadaljevanja dela.

Tabela 1: Vpliv različnih okoliščin in pogojev poslovanja podjetja na obseg dolžniških vrednostnih papirjev

Vpliv na obseg dolžniških vrednostnih papirjev	Sprememba obsega

podjetja (ceteris paribus) pri povečanju	dolžniških vrednostnih papirjev podjetja
1. davčne stopnje delniških družb	več
2. davčne stopnje osebnih davkov	manj
3. inflacije	več
4. ponudbe neobdavčenih obveznic delniških družb	več
5. ponudbe neobdavčenih obveznic nedelniških sektorjev	manj
6. stroškov finančne stiske	manj

Vir: Mramor, 1991, str. 121.

2.1.5. Vpliv na vrednost podjetja

Če se izhaja iz zgoraj navedenih ugotovitev lahko podjetje na vrednost vpliva preko treh osnovnih spremenljivk enačbe vrednosti podjetja in s spreminjanjem strukture kapitala. Podjetje bi posledično bilo motivirano za vzporedno kotacijo, ko lahko na gostujočem trgu preko vplivov na spremenljivke enačbe vrednosti podjetja ali preko spreminjanja strukture kapitala vpliva na vrednost podjetja. Vplivanje je mogoče preko bodočih donosov, povečanja le-teh oziroma popravka ocene le-teh s strani investitorjev. Gre za vpliv na oceno višine ter tveganosti teh donosov. Drugi vpliv na vrednost podjetja enačba narekuje preko cene tveganja oziroma cene netvegane naložbe. Podjetje išče vlagatelje, kateri vrednotijo oportunitetne stroške sedanje potrošnje nižje kot tisti na domačem trgu. Tretja možnost vpliva na vrednost podjetja pa je preko vplivanja na oceno podjetju lastne stopnje tveganosti. Slednje lahko podjetje izvede z boljšim informiranjem in z vstopom na trg, kjer podjetju lastno tveganje manj prispeva k tveganju optimalnega premoženja oziroma na trg, ki je sposoben podjetju lastno tveganje bolje oceniti. Ostaja še možnost vplivanja na vrednost podjetja preko spreminjanja strukture kapitala, kar lahko podjetje uresničuje na več načinov, predvsem preko cenejšega lastniškega ali dolžniškega kapitala v ciljni državi. To bi lahko bila posledica drugačnih, nižjih davčnih stopenj, nižjih oportunitetnih stroškov sedanje potrošnje, večji likvidnosti ipd. Vplivi ter povezave z morebitnimi poslovnimi odločitvami podjetij so podrobneje obravnavane v četrtem poglavju.

2.1.6. *Liberalizacija finančnih trgov*

V tej točki se izpostavlja in posebej obravnava trditev, pojav moderne ekonomije in sicer pojem popolne liberalizacije in mobilnosti kapitala. Po slednji naj bi popolna mobilnost kapitala, neobstoj raznih ovir ter končno celo obstoj enotne denarne valute

vodili do tega, da se stroški kapitala med državami izenačujejo, ter končno tudi znižujejo in v nekem ekstremnem primeru celo izničijo. Slednje naj bi bilo mogoče predvsem na osnovi razpršitve premoženja in s tem tudi tveganja, katero naj bi se na večjem številu vrednostnih papirjev zmanjševalo, kar za podjetje pomeni cenejši kapital. V tej točki je za podjetja nebistveno, od kod prihaja investitor, prav tako pa investitorja ne zanima, iz katere države je neko podjetje. Zanima jih zgolj vpliv novega, dodatnega vrednostnega papirja na njihovo premoženje oziroma tveganje le-tega v primerjavi s pričakovanim donosom (Brigham, Daves, 2004, str. 2–74). Na osnovi te trditve so prednosti in koristi vzporedne kotacije nemogoče oziroma nemogoče na dolgi rok. Kasneje bo mogoče spoznati, da temu ni tako, saj v praksi ta trditev ne velja oziroma ne velja v celoti. Pri pregledu podatkov skozi čas pa se celo opazi, da je z večanjem liberalizacije kapitala število tujih kotacij celo raslo, kar pa je neskladno z zgornjo trditvijo.

3. VZPOREDNE KOTACIJE – POGOSTOST ODLOČITEV ZANJE TER SPREMEMBE SMERNIC V ČASU

Kljub vse večji liberalizacij finančnih tokov ter zniževanju ovir za mobilnost kapitala se podjetja za tuj kapital vseeno morajo potruditi. Torej, kapital ni dobesedno z zniževanjem ovir ter večanjem kapitala prihajal sam, kot naj bi se po zakonih večanja liberalizacije finančnih trgov dogajalo vse do izenačitve donosov med državami (Senjur, 2001, str. 246). Podjetja se za kapital morajo potruditi, se mu približati.

3.1. GEOGRAFSKI VZOREC VZPOREDNIH KOTACIJ TER SPREMEMBE V VZORCU SKOZI ČAS

Teoretični pregled v predhodnem poglavju namiguje, da ima podjetje moč, da preko določenih spremenljivk vpliva na tržno vrednost podjetja. Nekatere vplive lahko očitno uveljavi na domačem trgu oziroma na trgu prve kotacije, drugih pa očitno ne more. Podjetja se za tuje kotacije odločajo vse bolj množično, opazen pa je tudi premik oziroma sprememba pri izboru ciljnega trga druge kotacije. Pri pregledu gibanja števila vzporednih kotacij in vzorcev izbora ciljne države za tujo kotacijo si pomagamo s Tabelo 2. V Tabeli 2 je prikazan pregled razporeditve kotacij iz posameznih evropskih držav in ZDA na posameznih finančnih trgih evropskih držav ter ZDA.

Tabela 2: Razporeditev vzporednih kotacij (tujih kotacij) podjetij iz Evrope in ZDA na finančnih trgih Evrope in ZDA*Okrajšave držav pomenijo naslednje države v enakem vrstnem redu: Nizozemska, Belgija, Nemčija, Italija, Velika Britanija, Španija, Francija, Švedska, Avstrija, skupina vseh 9 naštetih držav skupaj, Združene države Amerike.

Vir: Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2662.

Podatki so za vsak trg glede na državo izvora podani v treh vrsticah, pri čemer so v vrsticah podani podatki za leta 1986, 1991 in 1997. V drugem delu tabele pa je omogočen tudi agregatni pregled med skupkom evropskih držav v primerjavi z ZDA. V Tabeli 2 so poleg stanja na začetku obdobja razvidna tudi prehajanja (naraščanja in upadanja) po posameznih trgih med leti ter tudi spremembe v številu kotacij po državah (lokaciji) izvora[4]. Tabela 2 prikazuje tudi tendence znotraj neke države oziroma skupine držav. Istočasno je mogoče tudi razbrati, kaj se dogaja na posameznih finančnih trgih oziroma znotraj neke skupine trgov.

Na splošno se opazi, da se je, agregatno gledano, povečalo tako število kotacij kot tudi število podjetij, ki vzporedno kotirajo (razlika med vsoto kotacij ter vsoto podjetij je nastala zaradi možnosti, da neko podjetje kotira na več trgih v tujini). Pregled po posameznih državah in finančnih trgih pa pokaže, da trend povečevanja tako števila tujih kotacij kot podjetij z vzporedno kotacijo ni skupen vsem državam.

Pri pregledu gibanja po posameznih trgih ali izvorni lokaciji so opazne določene razlike. Tako se lahko izrazito opazi povečanje interesa evropskih podjetij za iskanje virov v tujini, saj se je število podjetij, ki kotirajo na tujem, v opazovanem obdobju podvojilo. Skoraj podvojilo se je tudi število vzporednih kotacij. Drugače pa je pri podjetjih iz ZDA, pri katerih izgleda, da se število vzporednih kotacij zmanjšuje.

Raznolikost gibanja števila vzporednih kotacij v primeru dveh svetovno gospodarsko najrazvitejših regij postavlja dvome o smiselnosti vzporednih kotacij. Več informacij ponuja pregled izbora lokacije povečanega števila evropskih vzporednih kotacij ter tudi pregled zmanjšanega števila »starih« vzporednih kotacij na evropskih finančnih trgih. Pregled, kam se je to povečanje števila tujih kotacij zvrstilo, pokaže na bistveno manjšo zanimivost oziroma primernost evropskih finančnih trgov za vzporedne kotacije. To velja tako za obstoječe tuje kotacije, katere se umikajo iz evropskih finančnih trgov kot tudi za nove vzporedne kotacije, katere se načeloma usmerjajo na finančne trge ZDA. Zelo izrazit pa je tudi umik vzporednih kotacij podjetij iz ZDA z evropskih finančnih trgov.

Evropski trg postaja bistveno manj zanimiv tako za evropska podjetja kot tudi za podjetja iz ZDA. Tako je upad števila tujih kotacij (tako evropskih kot drugih podjetij) opazen na vseh evropskih trgih. Večji del ali celo skoraj celotno povečanje tujih kotacij je bilo usmerjeno na finančne trge ZDA. Ugotovitev se potrdi tudi pri pregledu podatkov v Tabeli 3, kjer je opazno povečanje števila tujih kotaciji tako na finančnih trgih ZDA kot tudi Evrope, pri čemer pa je opazna očitna usmerjenost novih kotacij na finančne trge ZDA ter očiten umik podjetij iz ZDA z evropskih finančnih trgov.

[4] Za evropske finančne trge iz zgornje tabele se v nadaljevanju dela uporablja enoten izraz »evropski finančni trgi«. Podjetja, katera imajo sedež v državah, kjer se nahajajo omenjani finančni trgi pa so v nadaljevanju združena pod izrazom »evropska podjetja«

Pri pregledu podatkov o kotacijah podjetij drugih svetovnih držav na obravnavanih trgih (Pagano et al., 2001, str. 782; Pagano, Roell, Zechener, 2002, str. 2663) se zgornje ugotovitve sicer malce razlikujejo v korist evropskim finančnim trgom, saj se število tujih kotacij na evropskih trgih rahlo povečuje. Skladno z zgoraj opisanim večanjem števila evropskih tujih kotacij na finančnih trgih ZDA pa tudi podatki o vzporednih kotacijah iz drugih držav močno kažejo v korist ZDA.

Tabela 3: Agregatni pregled gibanja števila vzporednih kotacij iz trga ter na trg Vir: Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2663.

Gibanje oziroma naraščanje števila vzporednih kotacij lahko, kljub zmanjšanju števila tujih kotacij iz ZDA, napoveduje določene povezanosti oziroma pravila pri odločitvah o vzporednih kotacijah. Upad vzporednih kotacij iz ZDA pa skladno s povečano usmerjenostjo vzporednih kotacij za finančne trge ZDA slednjo ugotovitev še potrjuje. Pri svojem delovanju v smeri povečanja tržne vrednosti podjetja očitno uživajo določene prednosti na trgu vzporedne kotacije oziroma na trgu prve kotacije ne morejo izkoristiti vsega potenciala, ki naj bi ga sicer lahko.

3.2. SPREMEMBA VZORCA IZBIRE TRGA VZPOREDNE KOTACIJE V POVEZAVI Z LASTNOSTMI TRGOV

Spremembe v izboru finančnih trgov za vzporedne kotacije napeljujejo na sklep o obstoju pomembnejših razlik med ciljnimi trgi, kar pa bi lahko posledično vplivalo na uspešnost oziroma smotrnost vzporedne kotacije. Kot je že v zgornji točki omenjeno je iz pregleda podatkov razviden večji vpliv in pomembnost evropskih finančnih trgov v začetku obdobja ter kasnejše spremembe v korist finančnih trgov ZDA. Slednje se potrdi tako z vidika povečanja števila kotacij evropskih podjetij v ZDA kot tudi v umiku vzporednih kotacij podjetij iz ZDA z evropskih finančnih trgov. Pojav bi lahko bil posledica več dejavnikov, posebej bi bilo smiselno omeniti privatizacijo, ki je močno povečala število kotirajočih podjetij ter spremembe v stroških na finančnih trgih ZDA (znižanje stroškov). Glede na to, da je trendu evropskih in ameriških podjetij za selitev na ameriške finančne trge sledilo tudi veliko podjetij iz drugih delov sveta, pa je smiselno posebej pogledati, kakšen je vpliv razlik med omejenima skupinama trgov na izbor trga (Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2663-2664; Ngassam, 2001). Geografske spremembe v lokaciji kotacije bi lahko bile povezane z določenimi lastnostimi finančnih trgov ter držav gostiteljic. Značilnosti, ki naj bi v večji meri vplivale na odločitev o kotaciji oziroma na izbiro trga, lahko veliko povedo o razlogih in ciljih vzporednih kotacij, predvsem pa o tem, ali je uspešnost vzporedne kotacije povezana ter odvisna od lastnosti trga.

Spodnjo preglednico se lahko uporabi kot pokazatelj, katere izmed izbranih lastnosti izkazujejo večji vpliv na izbiro trga vzporedne kotacije in katere so igrale poglavitno vlogo pri premiku ciljnega trga vzporedne kotacije v ZDA.

Tabela 4: Tržne lastnosti finančnih trgov posameznih držav ter njihov vpliv na gibanje števila vzporednih kotacij na oziroma iz trga Vir: Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2671.

Tabela 4 prikazuje dogajanje na posameznih trgih v obdobju od 1986 do 1997 ter njihove lastnosti, ki bi lahko vplivale na odločitve o kotaciji. Prvi stolpec prikazuje spremembe v številu podjetij oziroma vzporednih kotacij, ki gostujejo na določenem finančnem trgu. Naslednji stolpec prikazuje spremembe v številu podjetij iz določene države, ki se odločajo za vzporedno kotacijo. V tretjem in četrtem stolpcu sta prikazani neto razlika prvih dveh stolpcev ter normalizirana neto razlika – neto upad ali povečanje v razmerju s celotnim številom kotacij na nekem trgu. Hiter pregled pokaže, da se je število tujih kotacij povečevalo v vseh obravnavanih evropskih državah, z izjemo ZDA. Število tujih kotacij na domačih trgih se je v Evropi gibalo različno, nekje je upadalo, drugje naraščalo. Gledano na evropske trge kot celoto, pa je število tujih kotaciji upadlo. Nasprotno pa je na finančnih trgih ZDA opazen velik porast kotacij iz drugih držav. Pri pregledu neto sprememb so vzporedne kotacije izgubljale vse države z izjemo Švedske in ZDA, pri čemer je bila normalizirana neto sprememba največja na Nizozemskem, Veliki Britaniji, Avstriji in Belgiji. Zgornja Tabela ponuja in potrjuje ugotovitve o veliki tendenci za kotiranje na tujih trgih, o nezanimivosti evropskih trgov kot trgov vzporedne kotacije ter tako o absolutnem prirastu tujih kotacij na trgih ZDA kot tudi upadu števila vzporednih kotacij podjetij iz ZDA. Iz tega je mogoče izluščiti naslednje. Poleg nezanimivosti evropskih finančnih trgov za vzporedne kotacije tako evropskih kot ameriških podjetij je skoraj očitno tudi dejstvo, da evropski trgi ne izpolnjujejo niti potreb domačih podjetij. To nakazuje splošno naraščanje števila vzporednih kotacij podjetij iz evropskih držav.

Poleg določenih ugodnosti, ki bi jih lahko ponujal nek ciljni trg, lahko smatramo tudi, da sili k vzporedni kotaciji tudi nezadostnost ali neurejenost domačega trga. V nadaljevanju Tabele 4 lahko primerjamo razlike v lastnostih trgov med državami. Glede na normalizirano neto izgubo kotacij se lahko določi vpliv posameznih lastnosti trga. Veliko težo se lahko pripiše visokim stroškom trgovanja (v vseh evropskih državah so ti višji kot v ZDA), le-ti so še posebej visoki v Veliki Britaniji in Avstriji, kjer je tudi neto izguba med najvišjimi. Verodostojna se izkazuje tudi povezava med neto izgubo kotacij ter zaščito investitorja, ki je z izjemo Velike Britanije povsod nižja kot v ZDA, med najnižjimi pa je v državah, ki so utrpele najvišji neto upad. Med drugimi karakteristikami ter upadom ali porastom kotacij ni opaziti večje povezave. Na podlagi Tabele 4 lahko tako med vplivajoče dejavnike štejemo vse omenjene dejavnike, pri čemer izgleda, da

pomembnejšo vlogo igrajo stroški trgovanja in zaščita investitorja, manjšo pa drugi dejavniki. Slednjim lahko pripišemo večjo vlogo pri odločitvi za kotacijo oziroma pri izbiri primarnega trga, saj je iz Tabele 4 očitno, da trgi v ZDA podjetjem ponujajo veliko več oziroma celovito ustreznost in urejenost. Pri odločitvi o umiku iz nekega trga, pa primarno vlogo igrajo stroški, tako tisti stroški, ki so neposredno povezani s prisotnostjo na trgu kot posredni stroški povezani z informiranjem, slabšo zaščito investitorja idr.

4. PREGLED HIPOTEZ O MOTIVIH IN UČINKIH VZPOREDNE KOTACIJE TER POVEZAVA S TEORETIČNO PODLAGO

Zaključki iz predhodnih poglavij podajajo osnovo za pregled obstoja določenega vzorca oziroma povezanosti med motivi za vzporedno kotacijo. Očitna je vsaj povezava med odločitvijo za vzporedno kotacijo in vplivom izbire trga ter posledično razlike med trgom prve ter druge kotacije. Smiselne pa bi lahko bile tudi druge povezave, npr. povezave med odločitvijo za vzporedno kotacijo ter lastnostmi podjetja, pričakovanimi prihodnjimi potezami podjetja, pričakovanji lastnikov ter drugimi. V naslednjih odstavkih je združen pregled posameznih razlogov za odločitev o vzporedni kotaciji.

Smiselnost odločitve o vzporedni kotaciji ter motivi in pričakovane koristi so gotovo specifični vsaj za vsako državo oziroma trg posebej, če ne celo za posamezno dejavnost ali podjetje. Poleg določenih, popolnoma edinstvenih razlogov, ki jih neko podjetje lahko navede pri odgovoru na zgornje vprašanje, pa je del razlag skupen več podjetjem in jih zato lažje označimo kot splošne motive za omenjeno odločitev. Slednje je tudi lažje empirično oceniti ali preveriti in temu so namenjene naslednje točke. Odgovore na zgoraj zastavljeno vprašanje ponuja kar nekaj teorij in hipotez. Vsaka pojasni nek delček ali pojasni neko povezavo. V nekaterih primerih lahko velja zgolj ena izmed trditev, velikokrat pa tudi več hkrati. To je odvisno od države izvora, ciljne države, dejavnosti ter še mnogih drugih dejavnikov. S pomočjo empiričnih podatkov se bo kasneje tudi preverilo trditve, ugotovitve teh teorij, njihovo moč in pomembnost ter tudi koliko splošne so in v koliko primerih lahko veljajo. Kot izhodišče služi obstoječa teorija, torej maksimizacija tržne vrednosti podjetja kot njegovega cilja, ugotavlja pa se, kako so posamezne odločitve podjetja povezane s to teorijo in kako spremenjene okoliščine poslovanja podjetja lahko vplivajo na dosego navedenega cilja.

V Tabeli 5 so našteti posamezni motivi, cilji podjetij ter tudi pomanjkljivosti na domačem trgu, ki bi lahko vodili do vzporedne kotacije. Razlage v spodnji tabeli ponujajo vsaka svoj motiv ter tudi razlog, kaj, kdaj in zakaj se odločiti za vzporedno kotacijo ter kakšne so prednosti oziroma posledice tega. Vsa dejanja podjetja oziroma

motivi in posledice kotacije se lahko razloži preko obravnavanih teoretičnih razlag vpliva na tržno vrednost podjetja. Preko vzporedne kotacije se poskuša vplivati na spremenljivke v enačbi vrednosti podjetja ter z ustreznim vplivom ustvariti korist, povečati vrednost podjetja. Določeni učinki kotacije so tudi subjektivne narave in njihov vpliv ne moremo neposredno povezati s teoretično razlago, lahko pa ocenimo ali predvidevamo njihov posredni vpliv na osnovne spremenljivke, ki vplivajo na tržno vrednost podjetja. Vsi motivi navedeni v spodnji tabeli niso enako močni ali realni. V naslednjih razdelkih so motivi predstavljeni v skupinah s podobnimi lastnostmi, želenimi učinki z namenom, da bi se lažje pregledalo njihove morebitne povezave, učinke ter verodostojnost. Motivi so v skupine združeni na podlagi vpliva neposredno na vrednost vrednostnega papirja, na podlagi poskusa vpliva na prodajo ali izvoz podjetja ali na znižanje neposrednih stroškov prisotnosti na finančnem trgu. Tako se obravnava skupino finančnih vplivov, vplive na blagovnih trgih ter vplive na stroške.

Tabela 5: Motivi za tujo kotacijo ter empirični razlogi in posledice: preglednica hipotez, predvidevanj, posledic ter lastnosti trga, ki privabi vzporedno kotacijo

Hipoteza o motivu za tujo kotacijo	**Predvidevanja o tuji kotaciji (lastnosti, ki spodbujajo kotacijo)**	**Posledice, izid tuje kotacije**	**Lastnosti finančnega trga, ki je privabil kotacijo**
Pridobivanje investicijskega kapitala	Visok finančni vzvod, visoka rast, P/E razmerje ter realne investicije	Visoka rast, P/E razmerje ter realne investicije	Velik, globok in likviden fin. trg
Odprodaja kapitala s strani obstoječih lastnikov	Nedavno privatizirana podjetja	Visoka donosnost kapitala	Velik, globok in likviden fin. trg
Razširitev baze investitorjev	Podjetja z visokim tveganjem	Več tujih investitorjev ter višji tuji delniški donos	Velik fin. trg
Višja strokovnost na tujem trgu	Sektor visoke tehnologije, podjetje z visokimi vložki v R&R	Sprememba lastniške strukture	Visoka strokovnost in znanje investitorjev in analitikov
Računovodski standardi ter obveze poročanja	Nizki domači standardi	Višja profitabilnost v primerjavi z drugimi	Višji standardi ter obveze
Likvidnost	Premalo likviden domači trg	Višja donosnost kapitala	Visoka kapitalizacija, nizki transakcijski stroški, marže
Subjektivna precenjenost (relative mispricing)	Nizek domač P/E koeficient v primerjavi s P/E podjetja v tujini	Sprememba lastniške strukture	Fin. trg v prosperiteti, v rasti (v biku)
Kapitalizacije na osnovi ugleda na trgu blaga	Visok delež prodaje v tujini (predvsem potrošniških izdelkov)	Sprememba lastniške strukture	Fin. trg v državi, kjer je podjetje močneje prisotno
Povečanje blagovne pristnosti	Blagovni trg, kjer konkurenčna	Višja prodaja na tujem ter višji donosi	Trg v državi, kjer ime prodaja podjetje

na določenem trgu	podjetja že kotirajo	(ni nujno da podjetje tudi pridobi nov kapital)	visok potencial rasti
Nizki stroški kotacije v primerjavi s koristmi	Velika podjetja	Večja prepoznavnost podjetja	Nizki stroški ter obvezanost k poročanju
Razlike v davčnih stopnjah	Visoki davki na domačem trgu	Višja cena vrednostnih papirjev, nižji stroški kapitala	Nižje davčne stopnje

Vir: Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2654; Sarkissaian, Schill, 2003, str. 11.

4.1.FINANČNE KORISTI VZPOREDNIH KOTACIJ

Vzporedne kotacije so za podjetja zanimive z vidika povečanja možnosti pridobitve novega kapitala (z novo emisijo lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev ali drugače) ter tudi za imetnike delnic (lastnike) kot možnost za prodajo vrednostnih papirjev. Ta vidik ima še toliko večjo težo v primerih, ko podjetje ali lastniki ugotovijo potrebo po novih sredstvih ali ko so na domačem trgu prisotne omejitve (zakonske ali drugačne). Od tod pa izvirajo tudi dve vprašanji: zakaj je kapital potreben in zakaj je v tujini cenejši.

Sredstva podjetje potrebuje za financiranje novih investicijskih programov. Slednji motiv navajajo predvsem hitro rastoča podjetja ali dejavnosti. Lahko pa bi slednji motiv navajala tudi podjetja, ki so že izkoristila ves dolžniški potencial. Podjetja, ki vzporedno kotirajo z namenom pridobitve sredstev morajo imeti (ali naj bi imela) visoko rast investicij ter visok finančni vzvod pred pričetkom tuje kotacije. Ob predpostavki, da se pri drugih stvareh bistveno ne razlikujejo od drugih podjetij, se za ta podjetja predvideva, da se kmalu po vzpostavitvi tuje kotacije angažirajo v emisiji novega kapitala. Na tujem trgu bi lahko celo pričakovali, da bi potencialni investitorji in kupci vrednostnih papirjev na podlagi visoke pričakovane rasti, ki naj bi bila ocenjena na podlagi rasti investicij, ocenili višji P/E ratio kot pri primerljivih domačih podjetjih (Pagano, Paneta, Zingales, 1995, str. 20).

Zakaj tako? Prednosti na tujem trgu se podjetju lahko izkazujejo na več načinov. Podjetje, ki potrebuje nov kapital, lahko na novem, večjem trgu pridobi kapital ceneje, predvsem v primeru, ko je domači trg že izčrpan. Prav tako lahko izkorišča prednosti znižanja beta koeficienta zaradi drugačnega premoženja na gostujočem trgu, kar podjetju lahko prav tako znižuje stroške. Posredno lahko signal o povečanju investicij poda med investitorji pričakovanja o povečanem finančnem toku lastnikom lastniških vrednostnih papirjev (predvsem preko pričakovanj o povečanem dobičku), kar se posledično lahko izrazi v znižanju cene kapitala oziroma večji tržni vrednosti podjetja. Tudi dolžniški kapital se lahko ob takšnih napovedih poceni, saj lahko investitorji na podlagi pričakovanih večjih dobičkov smatrajo to podjetje za manj tvegano naložbo.

Dodatno bi v tej točki lahko izpostavili tudi morebitno nižjo zahtevano stopnjo donosa netveganih naložb na gostujočem trgu (r_f), kar pomeni pocenitev tako dolžniškega kot lastniškega kapitala v primerjavi z domačim trgom (Mramor, 1991, str. 120–125; Brigham, Daves, 1999, str 143). Poleg zgoraj naštetega pa lahko vplivajo tudi drugi dejavniki – o njih več v naslednjih točkah.

Možnost je tudi, da raje kot z rastjo in razvojem po normalni poti, podjetje ta postopek pospeši s prevzemom ali združitvijo. Kotacija v tujini je s tega vidika zanimiva, saj se s kotiranjem v isti državi lahko kot plačilo za delnice podjetja pri odkupu ali prevzemu koristi kar delnice ponudnika. Dodatno pa je začetek kotacije v tujini tudi dobro izhodišče za nova poznanstva ter vzpostavitev prepoznavnosti za morebiten prevzem ali združitev v prihodnje. Slednji vidik ni povezan neposredno na vrednost podjetja, a se lahko ustvari vpliv na daljši rok oziroma skozi kasnejše poslovanje.

V primeru, ko podjetje ne potrebuje novih sredstev, pa lahko tuja kotacije poveča vrednost delnic podjetja, ki jih imajo v rokah zdajšnji lastniki (če jih ti želijo prodati). To je še posebej zanimivo v primerih privatizacije na podlagi česar novo privatizirana podjetja imajo močan argument za kotacijo v tujini (Bortolotti, Fantini, Scarpa, 1999, str. 3).

Zakaj oziroma kako lahko kotacija na tujem trgu omogoča zgoraj naštete prednosti?

4.1.1. *Približevanje investitorjem*

Razširitev kroga morebitnih kupcev vrednostnih papirjev nekega podjetja izboljša razpršitev tveganja in posledično znižuje strošek kapitala tega podjetja. Primer preučevanj podjetij, ki niso iz ZDA a kotirajo na finančnih trgih ZDA, prikazuje pozitivno kumulativo donosov na tujem trgu ter zmanjšanje beta koeficienta na domačem trgu, kar znižuje strošek kapitala (Pagano et al., 2001, str. 776). Potemtakem je korist največja oziroma večja za podjetja z večjim tveganjem, saj v njihovem primeru lahko razširjena razpršitev (predvsem v večji državi oziroma finančnem trgu) bistveno bolj vpliva na znižanje beta koeficienta in tako lahko posledično sklepamo, da bodo ta bolj nagnjena k kotaciji v tujini. Hipoteza o takšnem obnašanju sovpada tudi z ugotovitvami o odločitvah podjetij za prvo kotacijo, ko se kljub visokemu tveganju na osnovi kotacije izboljšajo in povečajo pričakovanja o teh podjetjih (Boehmer, Ljungqvist, 2004, str. 23).

Kotacija na tujem trgu pomeni tudi večjo bazo investitorjev. Povečanje poteka med drugim tudi na podlagi tistih, ki prej niso imeli možnosti ali so bili ovirani pri kupovanju vrednostnih papirjev v tujini. To so lahko razni pokojninski skladi ipd ter drugi kupci, ki so se izogibali visokim transakcijskim stroškom, pomanjkanju informacij ipd. Večje

število morebitnih investitorjev vpliva, podobno kot povečana likvidnost nekega trga, na znižanje stroškov kapitala, saj več kapitala oziroma celo presežek kapitala nad povpraševanjem znižuje stroške pridobitve le-tega tako, da ali znižuje osnovno ceno oziroma donos netveganih naložb ali pa znižuje ceno povečanega tveganja. V točki povečanja baze investitorjev bi poleg zgoraj naštetega lahko še posebej izpostavili povečano težnjo po tujih kotacijah iz tistih trgov, ki imajo večje omejitve za tuje investitorje (ali omejena možnost nakupa, omejeno možnost kontrole oziroma vpliva v podjetju, ipd). Tako bi lahko bila tuja kotacija zaželena z vidika večine podjetij, predvsem pa tistih, ki domujejo na manjših finančnih trgih oziroma na trgih z večjimi omejitvami. Tako so ciljni trgi v tem primeru večji in bolj liberalni finančni trgi.

Manj dovzetna za vzporedno kotacijo naj bi bila tista podjetja oziroma tisti lastniki, ki tako ali drugače že uživajo visoke koristi od posesti vrednostnih papirjev (Boehmer, Ljungqvist, 2004, str. 23).

4.1.2.Razvitost

Motiv za kotacijo je lahko tudi večja strokovnost. Analitska znanja ter poznavanja dogajanja v dejavnosti ali nasploh oziroma višji razvoj v določeni dejavnosti (gledano tudi izven finančnih trgov) na določenem trgu oziroma državi kot celoti imajo pozitiven vpliv na vrednost podjetja. Tako lahko višja razvitost, poznavanje dejavnosti s strani investitorjev in analitikov tem podjetjem zvišuje vrednost oziroma znižuje stroške financiranja na podlagi manjše asimetrije informacij ipd. Pomemben kriterij so tudi izkušnje tistih podjetij ali dejavnosti, ki so na določenem področju ali trgu že prebila led. Večja strokovnost na nekem trgu vpliva predvsem preko boljše ocene prihodnjih donosov vrednostnih papirjev, kar za podjetje praktično pomeni višjo ceno vrednostnih papirjev ali cenejši kapital, v kolikor so ocene bolj optimistične ali realne kot na domačem trgu, kar pa bi, zaradi boljšega poznavanja lahko bile. Slednje ima smisel predvsem na tistih področjih ali dejavnostih, kjer nepoznavanje področja onemogoča postavitev realne ocene prihodnjih donosov. Te dejavnosti so predvsem dejavnost visoke tehnologije, ki je zaradi zelo hitrega napredka v tej stroki precej zahtevna za realno oceno donosov in tveganja. Razlog je tudi nepoznavanje nekega področja na domačem trgu, kar lahko razloži smiselnost po sledenju konkurentov, saj se na tem ciljnem trgu določeno dejavnost pozna ali se jo je spoznalo mnogo bolje. Težnjo po vzporedni kotaciji bi v tem primeru lahko imela podjetja, katerih konkurenčna podjetja že kotirajo v tujini oziroma na nekem točno določenem finančnem trgu ter podjetja, ki ocenjujejo, da bi lahko na osnovi boljšega poznavanja njihove dejavnosti pridobila cenejši kapital na drugih finančnih trgih. O vplivu razvitosti trga pričajo ugotovitve o povezavi med povečanem tveganjem podjetja in odločitvijo za prvo kotacijo ter kotacijo in povečanimi pričakovanji o podjetju (Boehmer, Ljungqvist, 2004, str. 23). Slednje potrjujejo tudi ugotovitve o povečanem deležu lastniškega kapitala v kapitalu podjetja,

ugodnejših kreditih in povečanim trgovanjem z vrednostnimi papirji podjetja po prvi kotaciji (Pagano, Panetta, Zingales, 1995, str. 40).

4.1.3. *Pravna urejenost, obveze poročanja in računovodski standardi ter druge regulative za družbe*

Vpliv omenjenih dejavnikov lahko deluje v dve smeri. V prvem primeru bi lahko visoki standardi in obveze poročanja lahko delovali zaviralno, saj povečujejo stroške podjetja oziroma prisotnosti na nekem finančnem trgu. Z druge strani pa lahko trdimo, da podjetju prinašajo koristi, ki bi lahko bile motiv za vzporedno kotacijo. To se lahko argumentira z več razlagami. Višji standardi znižujejo stroške kapitala, saj se znižujejo stroški agentov, posredovanja informacij in informiranja, posledice slabih informacij ali dezinformacij, kar primarno znižuje tveganje in posledično tudi ceno kapitala. Podobno se lahko trdi tudi, da kotiranje na trgu z visokimi standardi znižuje strošek kapitala v primerjavi s kotacijo na slabo reguliranih trgih z nizko stopnjo zaščite investitorja, katera znižuje tveganje investitorja ter s tem tudi ceno kapitala za podjetja. Poleg tega višji standardi vplivajo tudi na tržno vrednost podjetja preko vpliva na oceno bodočih donosov. Visoki standardi, kjer so podatki javni in dostopni (določen delež podatkov), vplivajo na oceno bodočih donosov predvsem preko poznavanja preteklih donosov, ki so relativno lahko razberljivi iz računovodskih poročil in drugih listin. Dodatno se lahko izpostavi tudi nekaj subjektivnih razlogov in sicer, da je kotiranje na trgu z visokimi standardi in zahtevami tudi ugledno, kar lahko posledično dodatno doprinese k koristim podjetja. Tako se ocenjuje, da bodo vzporedne kotacije bolj privlačili trgi z višjimi standardi. Potrebno pa je opozoriti na veliko povezanost med visokimi standardi in stroški upoštevanja teh standardov. Višja stopnja zaščite investitorjev ter izvršljivosti pogodb lahko na odločitev o vzporedni kotaciji vpliva kvečjemu pozitivno. V navezi z visokimi standardi, obvezami poročanja ter zaščito investitorja so predvsem veliki, globoki trgi z visokim povpraševanjem, na katerih se lahko omenjene koristi najbolj razvijejo (Pagano et al., 2001, str. 776; Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2653).

Prevzem oziroma zamenjava domačega trga s tujim trgom je najenostavnejši način za odpravo nepravilnosti na domačem trgu. Tako se podjetja iz držav z neurejenimi trgi odločajo tudi za prvo kotacijo na tujem finančnem trgu (Pagano, Panetta, Zingales, 1995, str. 40), prav tako vlade teh držav podjetja privatizirajo na tujih trgih (Bortolotti, Fantini, Scarpa, 1999, str. 3–6).

4.1.4. Likvidnost

Kot že v točki o povečanju baze investitorjev omenjeno tudi likvidnost vpliva na odločitev o vzporedni kotaciji. Likvidnost se povečuje preko povečane baze

investitorjev, večjega, bolj likvidnega tujega trga oziroma bolj razvitega trga ali trgovanja na tem trgu. Večja likvidnost naj bi pozitivno vplivala na znižanje stroškov kapitala oziroma tržno vrednost podjetja.

Likvidnost ima večjo vlogo tudi pri vzporednih kotacijah privatizirajočih se podjetij. Vlade, v primeru, ko premoženja ne prodajo domačim osebam (z nekaterimi izjemami; npr. vpliv možnosti ponovne izvolitve …) izbirajo ciljni trg predvsem na podlagi likvidnosti. Slednje velja tako za razvitejše kot manj razvite države, pri čemer so slednje še bolj dovzetne za kotacijo na likvidnem trgu. Likviden tuj trg je zanimiv tudi v primerih, ko ima določena država velik zunanji dolg (Bortolotti, Fantini, Scarpa, 1999, str. 27–33).

4.1.5.Napačno vrednotenje

Tuja kotacija bi se lahko zgodila tudi kot rezultat trenutnih nepravilnosti na določenem trgu. Precenjenost delnic na tujem ali podcenjenost doma je predvsem posledica napačne ocene bodočih donosov, podjetju lastnega tveganja ali obojega. V tem primeru naj bi kot motiv služila višja cena vrednostnega papirja ter posledično nižji strošek pridobitve kapitala, ki ga lahko podjetje doseže na tujem trgu. Razlika med domačim in tujim trgom nastaja predvsem zaradi subjektivnih faktorjev, ocen ipd. Ta motiv bi lahko bil delno vprašljiv, saj ob današnji razvitosti finančnih trgov ter informacijske tehnologije ne moremo pričakovati nekega izrazitega odmika tuje cene od domače oziroma vsaj ne dovolj dolgoročnega, da bi lahko bil kot motiv za vzporedno kotacijo. Vsekakor pa je ta motiv vprašljiv v primeru velikih stroškov kotacije na nekem tujem trgu (Mrak, 2002, str. 169).

4.1.6.Davki

Davki na vrednost podjetja vplivajo na dva načina. Prvi je vpliv podjetniških davkov oziroma davkov, ki vplivajo neposredno na poslovni izid podjetja in tako vplivajo tudi na njegovo vrednost. Obstoj davkov oziroma njihovo povečevanje negativno vpliva na vrednost podjetja. Drugi vpliv je vpliv osebnih davkov, ki znižujejo donos imetnikov vrednostnih papirjev, tako dolžniških kot lastniških. V primeru obstoja osebnih davkov se vsaj del teh prenese na podjetje, vpliva na njegovo vrednost, kar pomeni, da je kapital zanj posledično dražji. Davki vplivajo tako na vrednost podjetja oziroma vrednostnih papirjev kot tudi na strukturo kapitala podjetja, preko katere želi podjetje vplivati na njegovo vrednost ali zmanjšati vpliv davkov na vrednost. V razlagah motivov za vzporedne kotacije bi razlike v davčnih stopnjah morale odražati pozitivno

povezanost. Podjetja naj bi se usmerjala na trge z nižjimi davčnimi stopnjami, s čemer bi lahko vplivala na vrednost posameznih vrednostnih papirjev, tako dolžniških kot lastniških, ter s tem na ceno kapitala in vredost podjetja. V tej točki primarno vlogo igrajo osebni davki, z vzporedno kotacijo se podjetniški davki ne spremenijo, saj s tem podjetje ne prenaša sedeža poslovanja (Mramor, 1991, str. 87–101).

4.1.7.Prisotnost na blagovnih trgih

Poleg bolj ali manj neposrednih vplivov na vrednost podjetja obstajajo tudi bolj posredni načini. En izmed njih je izkoriščanje prisotnosti prodaje na tujih trgih kot lažje poti za vzporedno kotacijo. S tem se zmanjšujejo stroški prisotnosti na tujih finančnih trgih oziroma predvsem stroški preboja na te trge. Ob prihodu na tuj trg se uveljavlja vse zgoraj naštete potencialne prednosti vzporedne kotacije, seveda v kolikor so podjetju dostopne. Vpliv prisotnosti na blagovnih trgih države gostiteljice pa poleg olajšanega preboja na njene finančne trge omogoča oziroma povečuje pozitivne učinke vzporedne kotacije. Tako lahko npr. poznavanje oziroma prepoznavnost podjetja preko blagovnih trgov vpliva na oceno tveganja tega podjetja ali pa na oceno njegovih bodočih donosov, kar vsekakor vpliva na ceno kapitala tega podjetja (Sutton, Wong, Zechner, 2001, str. 400).

4.2.VZPOREDNA KOTACIJA KOT POT NA BLAGOVNE TRGE

Obratno pa lahko tuja kotacija nastopa tudi v vlogi pospeševalca prodaje. Uveljavljene blagovne znamke oziroma uveljavljena podjetja lahko tujo kotacijo izvedejo z namenom pospešitve prodaje na tujih trgih. V zgornjih točkah je ugotovljeno, da lahko prisotnost na tujih trgih zniža strošek kapitala za podjetje oziroma vsaj poveča možnost dostopa do tujega kapitala. Mogoč pa je tudi obraten postopek. Tuja kotacija kot pospeševalec prodaje na tujem trgu je prav tako dobro izhodišče za odločitev o kotaciji v tujini. Povečanje prodaje lahko pripišemo več dejavnikom, npr. povečanju ugleda, povpraševanja, prepoznavnosti, uveljavitvi imena ali blagovne znamke, izboljšanju stikov oziroma vzpostavitvi stikov z dobavitelji in večjimi kupci… V teh primerih tuja kotacija ni pogojena ali povzročena s potrebo po novih sredstvih s strani podjetij ali s potrebo po prodaji in novih sredstvih s strani lastnikov. Tako se podjetju ta strategija izplača (če odmislimo ali izničimo kakršnekoli vplive na znižanje tveganja, zmanjšanje stroškov kapitala ali podobno) le v kolikor so stroški reklame in prodora (če lahko s tem terminom zaobjamemo vse zgoraj naštete potencialne učinke) preko finančnih trgov nižji kot so stroški reklame in prodora neposredno na blagovnih trgih (seveda ob predpostavki, da je učinek enak oziroma da je strošek na enoto učinka nižji). Z druge strani pa lahko podjetje izkorišča tudi vse druge prednosti vzporedne kotacije in lahko celo na ta način financira preboj na blagovne trge te države. Slednji cilj bi lahko

navajala predvsem podjetja, katerih konkurenti so že prisotni na blagovnih ali finančnih trgih neke države ali pa podjetja, ki bi tako želela vplivati na izvoz ali pridobiti (začasno) konkurenčno prednost pred drugimi.

Hipoteza trdi, da podjetja odločajo o vzporedni kotaciji z namenom povečanja izvoza. To bi sicer v večji meri lahko veljalo za dejavnosti, kjer ugled in prepoznavnost igrajo veliko vlogo. Izbira trga ter odločitev o kotaciji je povezana tudi z možnostjo pridobitve kompetitivnih prednosti v primerjavi s tekmeci oziroma s prisotnostjo tekmecev na danem oziroma nekem trgu. To razlago bi moralo torej potrditi dejstvo, da je več podjetij neke dejavnosti prisotnih na določenem trgu, če seveda obstaja ocena, da bi to lahko prineslo določene konkurenčne prednosti. Donosnost podjetja po kotaciji naj bi bila pozitivno povezana s prisotnostjo podjetij iz te dejavnosti na nekem trgu (Bancel, Mittoo, 2001, str. 9; Sutton, Wong, Zechner, 2001, str. 400).

O prisotnosti te strategije kot razloga za tujo kotacijo priča kar 16% evropskih tujih kotacij, ki so tujo kotacijo navedla kot sredstvo za lažji prodor na trge ter uveljavitev na izbranih trgih, predvsem trgih ZDA (Pagano, 2001, str. 8).

4.3. STROŠKI KOTACIJE V TUJINI

Pri ugotavljanju razlag in motivov za kotacijo, tako domačo kot tudi tujo, je smiselno izpostaviti tudi najpomembnejši zavirajoči dejavnik pri tej odločitvi – stroške.

Pri pregledu koristi in potencialnih prednosti vzporedne kotacije se je potrebno zavedati stroškov, ki so s tem povezani. Kotacija, tako tuja kot domača s seboj prinaša stroške. Te stroške lahko podjetje upravičuje le v primeru, v kolikor so koristi od kotacije večje od teh stroškov. Kotiranje je, vsaj na podlagi empiričnih podatkov povezano z relativno velikimi stroški. Stroški kotacije poleg zgolj stroškov prisotnosti na trgu (provizije, vstopnine, članarine idr.) vsebujejo tudi stroške informiranja, poročanja, možnosti tožb, stroške zaščite, oblikovanja lastnega imagea ter mnogo drugih stroškov, pri čemer moramo dodatno izpostaviti še stroške preboja na nek trg. Glede na relativno velik fiksni del teh stroškov oziroma na celotno velikost teh stroškov lahko smatramo, da lahko le-ti delujejo precej zaviralno na odločitve o (vzporedni) kotaciji. Na podlagi slednjega se ocenjuje, da si lahko tujo kotacijo »privoščijo« le podjetja, ki so dovolj velika, da koristi kotacije presežejo stroške, podjetja, ki izvorno kotirajo na zelo nerazvitih finančnih trgih ter podjetja, ki zaradi svoje narave ali dejavnosti pričakujejo drastično pocenitev kapitala (Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2659). Motiv znižanja stroškov kotacije z odločitvijo za vzporedno kotacijo pa prav zaradi omenjenih visokih stroškov kotacije ne ponuja dobre razlage za to odločitev. Vzporedna kotacija bi kot cilj kvečjemu lahko imela povečanje koristi v razmerju s stroški.

Velik vpliv stroškov na kotacije je ugotovljen tudi v primeru odločitev za prvo kotacijo na tujih finančnih trgih, kjer stroški, kljub pričakovanim prednostim kotacije, igrajo izredno pomembno vlogo pri slednji odločitvi (Staliński, Tuluca, 2006, str. 225).

4.4. UGOTAVLJANJE MOTIVOV IN UČINKOV VZPOREDNIH KOTACIJ

Ugotovitve iz zgornjih točk navajajo obstoj določenih motivov za vzporedne kotacije. Motive je mogoče strniti v dve skupini, kljub temu da je delitev na svoj način nesmiselna, saj so motivi v obeh skupinah lahko celo enaki. Vseeno pa bo, vsaj za lažje razumevanje dela ter empirični pregled v nadaljevanju, razdelitev vseeno prikazana v nadaljevanju.

V prvo skupino sodijo motivi, kjer se podjetje odloča za vzporedno kotacijo s ciljem povečanja koristi od kotacij, torej povečanja neke koristi, ki jo podjetje že dosega z udeležbo na nekem finančnem trgu. V drugi skupini pa so motivi, kjer je odločitev za vzporedno kotacijo povezana z nezmožnostjo uresničitve določenih koristi kotacije na trgu prve kotacije. Nezmožnost uresničitve koristi kotacije je lahko posledica nerazvitosti in neurejenosti finančnih trgov ali pa drugih razlogov. V prvem primeru tako vzporedne kotacije privlačijo določene prednosti na trgu vzporedne kotacije, v drugem pa v vzporedno kotacijo silijo neurejene razmere na trgu prve kotacije oziroma nezmožnosti trga prve kotacije, da bi zadostil in izpolnil vsa pričakovanja ter zahteve podjetja. Razdelitev sovpada z ugotovitvami iz tretjega poglavja o spreminjanju izbire ciljnega trga vzporedne kotacije in z ugotovitvami o večanju števila vzporednih kotacij.

V nadaljevanju sledi pregled motivov za vzporedne kotacije s praktičnega vidika. Prvi je pregled vpliva lastnosti trgov, ki so imele pri izbiri trga največjo vlogo. Pomen lastnosti trgov se ugotavlja na primeru evropskih podjetij, ki se odločajo za vzporedne kotacije na evropskih ali finančnih trgih ZDA. Pomen lastnosti trgov se ugotavlja na podlagi razlik med izvornim in ciljnim trgom ter številom kotacij, ki jih razlika privabi. Pregled omogoča ugotovitev, v katerih okoljih lahko vzporedna kotacija izkazuje uspešnost ter katere lastnosti že v osnovi ponujajo koristi za podjetja.

Drugi pregled se osredotoči na lastnosti podjetij. Primerja se podjetja, ki se odločajo za vzporedno kotacijo, s podjetji, ki se za to ne odločajo. Primerjava se vrši v času, tj. v obdobju pred kotacijo do leta kotacije ter po pričeti kotaciji. S pregledom se ugotavljajo glavne razlike med podjetji z vzporedno kotacijo in brez nje ter spremembo lastnosti v prvem letu vzporedne kotacije in v obdobju po kotaciji. Slednje izkazuje tudi vpliv vzporedne kotacije na lastnosti in poslovanje podjetja. Primerjava se izvede tudi v odvisnosti od izbranega cilja vzporedne kotacije, kjer so izbrani trgi združeni v dve skupini: na evropske finančne trge in finančne trge ZDA.

Vse zgoraj naštete lastnosti tako podjetij kot trgov ter druge ugotovitve v diplomskem delu se nanašajo oziroma so ugotovljene na podlagi lastnosti in delovanj večinoma evropskih podjetij (podjetja iz proučevanih držav evropskega gospodarskega območja) ter podjetij iz ZDA ter njihovih odločitev o vzporednih kotacijah. Vplivi, ki jih trg pripomore k odločitvi o tuji kotaciji, so prav tako nastale na podlagi podatkov o evropskih finančnih trgih ter finančnih trgih v ZDA. Ugotovitve o odločitvah podjetij iz drugih držav so v nadaljevanju uporabljene kot dopolnilo predhodnim ugotovitvam in jih večinoma potrjujejo ali dopolnjujejo. Izhodišče na osnovi obnašanja evropskih podjetij in podjetij iz ZDA ter finančnih trgov je podano na podlagi mnenja, da so ugotovitve in zaključki na podlagi teh podatkov dovolj reprezentativni ter ponujajo dovolj dobro razlago o vplivih in odločitvah za vzporedne kotacije, hkrati pa pregled obnašanja drugih podjetij iz bodisi razvitih ali razvijajočih se držav preveri veljavnost in reprezentančnost ugotovitev še na povečanem vzorcu podjetij.

4.4.1. Izbira lokacije-vpliv lastnosti finančnih trgov in držav na odločitev o vzporedni kotaciji ter izbor trga

V tem razdelku so prikazane ugotovitve vpliva specifičnih lastnosti trga na odločitev o vzporedni kotaciji. Gre za pregled vpliva sledečih lastnosti: stroškov trgovanja, kapitalizacije, strokovnosti – prisotnosti analitikov, prisotnosti drugih podjetij z vzporedno kotacijo, zaščite investitorjev, izvršljivosti pogodb, birokratske zamude, računovodskih standardov ter kulturne, jezikovne in pravne podobnosti .

Pregled vključuje dve primerjavi – primerjavo med izvornim trgom in trgom vzporedne kotacije in primerjavo med povprečjem proučevanih evropskih držav ter ciljnim trgom vzporedne kotacije. Vpliv lastnosti trga je povzet še s pregledom ugotovitev vplivov stroškov trgovanja na odločitev o vzporednih kotacijah in vpliva na odločitev o vzporedni kotaciji na podjetje iste dejavnosti, ki pa te odločitve niso sprejela.

4.4.1.1. Stroški

Stroški prisotnosti na nekem finančnem trgu so pri odločitvi za kotacijo zelo velikega pomena, sploh upoštevaje cilj vplivanja na vrednost podjetja oziroma zniževanja stroškov kapitala kot cilj kotacije. V Tabeli 6 v Prilogi lahko primerjamo razliko v stroških trgovanja in prisotnosti na trgu med domačim ter tujim gostujočim trgom ter tudi med gostujočim trgom in povprečjem vseh obravnavanih trgov. Ti stroški so 11,67 odstotne točke nižji na gostujočem trgu kot pa na domačem. Če odmislimo še vpliv trga (vpliv stroškov, ki niso neposredno povezani s prisotnostjo na trgu) pa celo 15,89

odstotne točke. Omenjeni stroški so na gostujočem tujem trgu nižji tudi v primerjavi s povprečjem obravnavanih trgov .

4.4.1.2. Velikost finančnega trga

Večji trg naj bi privabil podjetja, saj z večanjem trga rase tudi število potencialnih investitorjev, strokovnjakov idr. Dodatno se tudi poveča pojavnost ter ugled podjetja, kar naj bi se odražalo v vrednosti podjetja. Tudi ta motiv podatki potrjujejo, saj je razvidno, da podjetja kotirajo na bistveno večjih trgih, kot je njihov domači trg. Trg vzporedne kotacije je po tržni kapitalizaciji tudi večji od povprečja trgov obravnavanih držav. V absolutnih merilih je gostujoči trg v povprečju 4,47-krat večji od domačega.

4.4.1.3. Pokritost z analitiki, strokovnost

Večja strokovnost naj bi posledično pomenila manjše tveganje za investitorje, saj naj bi strokovne ocene in analize pozitivno vplivale oziroma olajšale odločitve investitorjem. To se odraža v višji ocenjeni tržni vrednosti podjetja ali nižjih stroških kapitala, saj lahko investitor bolje oceni tveganje. Pričakovali bi pozitivno povezavo med številom kotacij in številom analitikov. Podatki pa izkazujejo nasprotno, saj ni nujno, da je ta trditev splošno veljavna. Velja lahko namreč za določene dejavnosti ali podjetja, kjer je na izbranem trgu res več sposobnejših analitikov, kar lahko tej manjši skupini prinese določene koristi. Podatki iz tabele prikazujejo manjšo prisotnost analitikov in manjšo strokovnost na ciljnih trgih. Razlika od povprečja proučevanih držav pa ni statistično značilna.

4.4.1.4. Prisotnost drugih podjetij ter prisotnost konkurence

Prisotnost drugih podjetij ter prisotnost podjetij iz podobne ali iste dejavnosti naj bi pozitivna vplivalo na število tujih kotacij. Tako veliko število vzporednih kotacij daje pozitiven vtis o nekem trgu in koristih, ki bi jih podjetja tam lahko izkoriščala. Prisotnost konkurentov pa spodbuja vzporedne kotacije zaradi konkurenčnosti ter končno tudi ugleda. V povprečju se izkaže, da je na gostujočem trgu 8 podjetij z vzporedno kotacijo več kot na domačem trgu. V primerjavi s povprečjem obravnavanih držav pa je na gostujočem trgu kar 15 podjetij z vzporedno kotacijo več. Pregled vpliva prisotnosti podjetij iz iste dejavnosti kaže, da je na gostujočem trgu 2,4 podjetij z vzporedno kotacijo iz določene dejavnosti več kot na domačem. To pomeni za 7,7 odstotne točke višji delež vzporednih kotacij določene dejavnosti v vseh vzporednih kotacijah v primerjavi z izvornim trgom (Pagano et al., 2001, str. 779).

Pri razlagah o odločitvah za vzporedne kotacije je kot bil potencialen motiv predvidena tudi želja podjetja, da poleg pridobitve potencialne konkurenčne prednosti predvsem sledi konkurenčnim podjetjem oziroma dobrim izkušnjam podjetij iz sorodne dejavnosti. Zgoraj navedene ugotovitve potrjujejo povezavo med odločitvijo za vzporedno kotacijo ter odločitvami konkurentov. Poleg odločitve za vzpordne kotacije na osnovi pričakovanj o določenih koristih, ki naj jih podjetje s tem pridobilo, obstaja še en motiv. Ta podjetja skorajda sili k vzporedni kotaciji, ko to že stori primerljivo domače podjetje. Melvin in Valero (2003, str. 15–30) ugotovita negativno povezanost oziroma negativen vpliv odločitve nekega podjetja z vzporedno kotacijo v ZDA na vrednost njegovega najbližjega tekmeca na domačem trgu (ki se za vzporedno kotacijo ni odločil). Negativen vpliv na vrednost podjetja oziroma prevladujoči vpliv negativnih učinkov nad pozitivnimi učinki vzporedne kotacije na konkurenčna podjetja avtorja pripisujeta predvsem dejstvu, da se podjetje, ki se za to potezo ni odločilo, ocenjuje kot manj sposobno za prihodnje investicije, poslovanje idr. Drugo pozitivno razliko vzporedne kotacije, torej razliko, ki ni posledica negativnih vplivanj vzporedne kotacije na konkurenčna podjetja, avtorja pripisujeta, podobno kot v primerljivih raziskavah, predvsem večji stopnji zaščite vlagatelja, višjim standardom, obvezam poročanja in pravni ureditvi. Iz ugotovitev omenjenega dela lahko sklepamo na pozitivno povezavo odločitve za vzporedno kotacijo in odločitvami konkurenčnih podjetji oziroma na nujo podjetij, da se za to odločijo v kolikor ne želijo izgubljati na vrednosti.

Pri pregledu posebnosti oziroma vplivajočih značilnosti obravnavanih držav se prav tako lahko opazi določene statistične značilnosti. Na podlagi Tabele 7 v Prilogi se ugotavlja pomembnost posameznih lastnosti določene države gostiteljice na odločitev o vzporedni kotaciji.

4.4.1.5. Računovodski standardi

Kotacija v državi z višjimi standardi lahko na osnovi manjše potrebe po nadzoru s strani delničarjev zniža donos, ki ga le-ti zahtevajo, s čemer se podjetju veča tržna vrednost oziroma poceni kapital. Stroški tega so relativno visoki, tako da lahko to korist uveljavljajo predvsem podjetja, ki (zaradi velikosti ali podobno) lahko ustvarijo večji presežek na osnovi nižjih stroškov kapitala kot pa znašajo stroški višjih ali drugačnih računovodskih standardov. Podatki iz Tabele 7 sicer prikazujejo drugačno stanje kot je opisano v zgornjih vrsticah, tj. da so v državi, izbrani za vzporedno kotacijo, računovodski standardi v povprečju nižji kot v državi izvora, a vseeno višji kot je povprečje vseh obravnavanih držav. Rezultat lahko sicer izgleda zavajajoč, a je preprosto razložljiv. Rezultat je primarno posledica relativno velikega deleža britanskih podjetij v vseh evropskih tujih kotacijah (primerjavo med številom kotacij najdemo v Tabeli 2, str. 8). Računovodski standardi so v Veliki Britaniji na zelo visokem nivoju,

najvišji v Evropi ali celo širše, kar je razlog, da je veliko število britanskih podjetij, ki kotirajo v tujini, vsaj z vidika računovodskih standardov, večinoma naletelo na slabše ali enake pogoje, kot na domačem trgu. Podatek oziroma primerjava med gostujočim trgom in povprečjem domačih pa pokaže, da so na izvornih trgih ti standardi na bistveno nižji ravni ali da podjetja v osnovi težijo k vzporedni kotaciji na trgih z bolje razvitimi računovodskimi standardi.

4.4.1.6. Pravne razlike, zaščita investitorja

Pravna varnost investitorja prav tako vpliva na tržno vrednost podjetja, saj se investitorji v primeru nižjega tveganja zadovoljijo z nižjim donosom, kar je za podjetje ugodno. Potemtakem lahko pričakujemo, da bodo podjetja preferirala tuje trge z višjo stopnjo zaščite. To tezo podatki iz Tabele 7 potrjujejo, saj je na izbranem tujem trgu stopnja zaščite investitorja višja tako od tiste v izvorni državi kot od povprečja držav. Tudi v tem primeru na rezultate v precejšnji meri vpliva dejstvo o velikem deležu britanskih podjetij, a je razlika vseeno prisotna in značilna. Podobni rezultati so tudi pri pregledu vpliva izvršljivosti pogodb in pogodbenih določil ter učinkovitosti birokracije (Pagano et al., 2001, str. 779).

Vplivi in pomembnost zaščite vlagatelja, računovodskih standardov in pravne urejenosti so potrjeni tudi v številnih drugih analizah. Te lastnosti se omenja kot ključne oziroma zelo pomembne v povezavi z učinki vzporednih kotacij na prepoznavnost podjetja (Baker, Nofsinger, Weaver, 1998, str. 9–21), pri ugotovitvah o vplivu vzporedne kotacije na vrednost podjetja (O'Connor, 2005, str. 10–24) ter pri ugotovitvah o preferencah vlagateljev (Ammer et al., 2005, str. 20–29).

Pozitiven vpliv vzporedne kotacije oziroma predvsem potrditev koristi za podjetja, ki se za vzporedno kotacijo odločijo, je bil ugotovljen tudi v razlagi preference ameriških vlagateljev pri vlaganju v vrednostne papirje tujih podjetij. Vlagatelji preferirajo papirje tistih podjetij, ki vzporedno kotirajo (Ammer et al., 2005, str. 20-29). Ameriški vlagatelji imajo v svojem premoženju 3% vrednostnih papirjev tujih podjetij, ki ne kotirajo na ameriških trgih ter kar 17% tistih, ki na ameriških trgih (vzporedno) kotirajo. Prednost oziroma preferenco do vzporedno-kotirajočih podjetij pripisujejo delno učinkom vzporedne kotacije, v večji meri pa večji transparentnosti poslovanja, večji možnosti pridobivanja informacij, boljši zaščiti vlagatelja, kar je predvsem posledica prevzema ameriških standardov ter drugih regulativ. Na tej točki bi morda bilo smiselno v zakup vzeti tudi dejstvo, da bi določen del preference lahko nastal zato, ker so podjetja z vzporedno kotacijo že v osnovi bolj kvalitetna ali pa so bila pred pričeto kotacijo podcenjena. To, predvsem slednje, sovpada z ugotovitvami glede vpliva vzporednih kotacij na vrednost podjetja, ki naj bi bil največji v obdobju kotacije ali kmalu po tem.

Poudarjena vloga pregledanih lastnosti držav oziroma trgov izkazuje velik pomen leteh za uspešnost vzporedne kotacije. Ugotovitve o preferencah tako podjetij kot vlagateljev kažejo na to, da so koristi vzporedne kotacije mogoče le v takem, urejenem okolju ali pa da so koristi v takšnem okolju bistveno večje.

4.4.1.7. Kulturna podobnost

Kulturna podobnost naj bi imela pozitiven vpliv pri izbiri trga, saj lahko podobnosti v jeziku, kulturi, navadah ipd. vplivajo na vrednost podjetja na osnovi manjših stroškov komunikacije, poznavanja navad, podobnosti v pravnih normah, podobnosti v računovodskih sistemih idr. Za preverbo slednje trditve se primerja težnjo podjetij iz kulturno homogenih skupin po tem, da kotirajo znotraj te skupine. Obravnavane države so razdeljene v homogene skupine po naslednjem ključu: Avstrija, Nemčija, Nizozemska in Švica; Belgija, Francija, Španija in Italija ter tretja skupina Velika Britanija in ZDA. Preizkusu pomena kulturne podobnosti (kjer je bil oblikovan poseben indikator, ki doseže vrednost 1, v kolikor je kotacija znotraj iste kulturne skupine, sicer pa 0) je pokazal, da 57% podjetij teži k temu, da tujo kotacijo izvede na trgih znotraj svoje kulturne skupine. Pri preverbi vpliva kulturne podobnosti se vpliv znova potrdi, da podjetja pogosteje kotirajo znotraj svoje kulturne skupine (Pagano et al., 2001, str. 779; Sarkissaian, Schill, 2003, str. 19).

4.4.2. Preverjanje vpliva vzporedne kotacije na podjetje

Prejšnja točka ugotavlja lastnosti trgov ali držav, ki jih podjetja izberejo kot trge vzporedne kotacije in njihovo pomembnost pri odločitvi ter uspešnosti vzporedne kotacije. V naslednji točki so primerjane lastnosti in rezultati poslovanja podjetij, ki vzporedno kotirajo, s podjetji z zgolj prvo kotacijo, v obdobju od treh let pred odločitvijo za vzporedno kotacijo do treh let po pričeti vzporedni kotaciji (Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2674). S tem je omogočen pregled katera ali kakšna podjetja se odločajo za vzporedne kotacije in vpliv vzporedne kotacije na lastnosti in poslovanje podjetja. Primerjavi lastnosti podjetij in vplivu vzporedne kotacije na lastnosti ter poslovanje podjetja sledi še pregled vpliva vzporedne kotacije neposredno na vrednost podjetja (O'Connor, 2005, str. 10–24).

Primerjava vpliva vzporedne kotacije na lastnosti podjetij je v prvem delu prikazana neodvisno od vpliva izbranega trga vzporedne kotacije (Tabela 8, v Prilogi) v drugem delu je primerjava razdelana tudi upoštevaje izbor lokacije vzporedne kotacije (Tabela 9, v Prilogi). Trgi vzporedne kotacije so združeni v skupini evropskih finančnih trgov in finančnih trgov ZDA. Ločitev omogoča pregled vplivov lastnosti podjetij na izbor trga

tuje kotacije in pregled vpliva trga vzporedne kotacije na poslovanje po začeti kotaciji. Primerjava je opravljena na vzorcu evropskih podjetij.

Za primerjavo podatkov med podjetji, ki vzporedno kotirajo in podjetji z zgolj prvo kotacijo, je potrebno opredeliti kontrolno skupino. Kontrolno skupino predstavljajo vsa podjetja, ki so v obravnavanem obdobju, od 1986 do 1997, kadarkoli kotirala (prva kotacija) na kateremkoli evropskem finančnem trgu. Skupino se prepozna po naslednjih lastnostih: višina celotnih sredstev, stopnja rasti sredstev, razmerju med izdanimi delnicami ter delnicami s katerimi se je trgovalo; rasti števila zaposlenih, številu zaposlenih, deležu izvoza v celotni prodaji, finančnem vzvodu, razmerju med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja ob izdaji (PBV – Issue market to book ratio), tržni vrednosti ob izdaji (Issue market value), rasti sredstev, vrednosti vlaganj v raziskave na zaposlenega, vrednosti vlaganj v raziskave v razmerju s celotnimi prihodki, vrednosti vlaganj v raziskave v razmerju s stroški dela, višino skupnih prihodkov, rasti skupnih prihodkov, stroških dela v razmerju s številom zaposlenih ter donosom na sredstva.

Povprečno kontrolno podjetje – vzorec sestavlja 2322 evropskih podjetij – predstavlja podjetje s 350 mio $ sredstev, 380 mio $ letne prodaje (prometa) in 2760 zaposlenimi. Srednja stopnja rasti sredstev je 7,46% ter 7,40% rast prodaje. Povprečni finančni vzvod je 9,30%, razmerje tržne vrednosti proti knjigovodski vrednosti podjetja pa 2,11. V povprečju je tretjina prihodkov ustvarjena na tujih trgih. Zaradi relativno majhnega števila podjetij v vzorcu, za katere so bili na voljo podatki o vlaganjih v raziskave in razvoj (R&R)) je bila oblikovana posebna spremenljivka – HItec dummy spremenljivka, s katero se je ocenjevala usmerjenost podjetij. Ocena spremenljivke izkazuje, da je približno 11% podjetij v vzorcu definiranih kot podjetja visoke tehnologije. Zamiki od srednjih vrednosti so pri nekaterih spremenljivkah veliki, kar je sicer pričakovano in do neke mere znižuje pomen ugotovljenih srednjih vrednosti (Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2672–2673).

Ugotovljene srednje vrednosti podjetij, ki kotirajo na domačih finančnih trgih se primerja s podatki evropskih podjetij, ki so se v omenjenem obdobju odločila za vzporedno kotacijo, bodisi na evropskih ali ameriških finančnih trgih. Primerjava je v prvem delu neodvisna od izbranega trga vzporedne kotacije, v drugem delu pa se dodatno ločuje glede na izbran trg. Primerjava vključuje dinamično komponento, torej primerja proučevane lastnosti podjetij tudi skozi čas in sicer v obdobju od treh let pred do treh let po začeti vzporedni kotaciji. Podatki se primerjajo za vsako leto v proučevanem obdobju posebej, na podlagi česar lahko spremljamo oziroma ugotavljamo posebnosti in razlike med podjetji, ki se odločajo za vzporedno kotacijo (podatki v letih pred kotacijo) ter učinke vzporedne kotacije na podjetja, ki so se zanjo odločila (leto kotacije ter obdobje po kotaciji).

Tabela 8 (v Prilogi) kaže, da so podjetja z vzporedno kotacijo značilno večja od tistih, ki kotirajo zgolj na domačem trgu. Ta ugotovitev je značilna za vsa proučevana leta ter za več enot ali določljivk velikosti: velikosti sredstev, tržni vrednosti izdanih delnic, prihodkih ter številu zaposlenih. Večje število podjetij tudi priznava koristi ekonomij obsega, ki nastajajo z vzporedno kotacijo – fiksni stroški kotacije v povezavi s koristmi, ki naraščajo z velikostjo podjetja.

Tabela 8 prikazuje povezave med vzporedno kotacijo in rastjo podjetja skozi spremenljivke rasti celotnih sredstev, rasti prodaje ter osnovnih sredstev. Za vse te spremenljivke je značilno bistveno povečanje (v primerjavi s podjetji brez vzporedne kotacije) v treh letih okoli leta odločitve za vzporedno kotacijo. V tem obdobju je rast podjetij z drugo kotacijo prekašala rast drugih podjetij za 4 do 6% glede na obravnavane spremenljivke rasti. Obdobje rasti se je v dveh letih po kotaciji uneslo, podjetja z vzporedno kotacijo so se v tem pogledu izenačila z drugimi. Tako sklepamo, da razlika v rasti ni prisotna na dolgi rok. Višja rast teh podjetij v primerjavi z drugimi se odraža tudi v višjem razmerju tržne vrednosti proti knjigovodski. To je predvsem posledica visokih rasti v določenem obdobju in posledica potrebe po kapitalu.

Vrednost prodaje, ki jo podjetja dosegajo na trgih v tujini je v primeru podjetij z vzporedno kotacijo znatno višja v celotnem proučevanem obdobju. Slednje izkazuje večjo izvozno usmerjenost podjetij z vzporedno kotacijo.

Finančni vzvod podjetij, ki so odločajo za vzporedno kotacijo iz relativno visokega pred pričetkom kotacije upada s pričetkom vzporedne kotacije. Na dolgi rok se ustali, vendar še vedno ostaja večji kot pri drugih podjetjih vendar manjši kot pred pričetkom kotacije.

Podjetja z vzporedno kotacijo so tudi bolj usmerjena v raziskave in razvoj. Razlika z drugimi je sicer statistično šibkejša. Podjetja z drugo kotacijo plačujejo tudi znatno višje plače – stroški dela so znatno višji, po čemer bi lahko sklepali, da so ta podjetja bolj intenzivna po znanju oziroma vlagajo ter zaposlujejo višje izobražen kader.

Trgovalna aktivnost z delnicami podjetij, ki se odločajo za vzporedno kotacijo, merjeno z razmerjem med številom delnic, s katerimi se trguje, ter številom izdanih delnic, je v celotnem obravnavanem obdobju večja kot pri drugih podjetjih. To je konsistentno z ugotovitvijo, da so podjetja, ki se odločijo za drugo kotacijo, med večjimi podjetji na domačem trgu.

Glede donosa na sredstva (ROA) se podjetja z vzporedno kotacijo ne razlikujejo bistveno od ostalih – z izjemo občutnejšega povečanja v obdobju okoli odločitve za

kotacijo. Na dolgi rok povečanju sledi upad oziroma umiritev (Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2674).

Po splošnem pregledu učinkov odločitve za vzporedno kotacijo si lahko na osnovi Tabele 9 (v Prilogi) pogledamo še razlike, ki jih prinese s seboj različna izbira finančnega trga vzporedne kotacije.

Pri primerjavi podjetij, ki so za vzporedno kotacijo izbrale evropske finančne trge, s podjetji, ki so drugo kotacijo usmerile na finančne trge ZDA, je opaziti, da so prva večja od drugih – na podlagi spremenljivk celotnih sredstev in števila zaposlenih, tako pred kot po pričeti vzporedni kotaciji. Največja razlika med obravnavanima skupinama pa je v točkah vlaganj v raziskave in razvoj ter v razmerju med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja. Slednji podatki so bistveno bolj v korist podjetjem, ki kotirajo v ZDA. V primeru podjetij, ki so za drugo kotacijo izbrala evropske finančne trge, ni opaziti večje razlike s podjetji, ki se za drugo kotacijo niso odločila. V primeru podjetij, ki so se usmerila na finančne trge ZDA, pa je razlika očitna. Podjetja, ki vzporedno kotirajo v ZDA, imajo tudi višje stroške dela na zaposlenega, so bolj tehnološko usmerjena, tako v primerjavi s podjetji, ki se niso odločila za vzporedno kotacijo kot tudi s podjetji, ki so vzporedno kotacijo plasirala na evropske finančne trge. Pri prvi skupini podjetij se izkazuje tudi višja rast na dolgi rok (Pagano, Röell, Zechner , 2002, str. 2675).

Ugotovitve iz prvega dela sovpadajo tudi z ugotovitvami O'Connorja (2005, str. 10-24). O'Connor v svoji analizi preverja vpliv vzporednih kotacij na vrednost podjetja. Preverjanje opravi na vzorcu 583 podjetij, ki so se odločila za vzporedno kotacijo v ZDA v primerjavi s skupino 4563 podjetij, ki se za ta korak niso odločila. Proučevana podjetja izvirajo iz držav v razvoju.

Primarni cilj analize je ugotoviti obstoj vpliva vzporedne kotacije na vrednost podjetja. Na osnovi kriterijev oziroma primerjanj znotraj dejavnosti po kriterijih velikosti ter knjižne proti tržni vrednosti podjetja ugotovi pozitivno povezavo med vzporednimi kotacijami ter vrednostjo podjetja. Primerjave vplivov vzporedne kotacije loči glede na instrument, način vzporedne kotacije. Tako so ugotovitve dodatno pregledane glede na vpliv načina kotacije – ADR level 1, level 2 in 3 ter Portal[5].

Tudi v tej analizi se ponovijo nekatere ugotovitve predhodnih. Podjetja, ki se odločajo za vzporedne kotacije, so, v primerjavi z drugimi, že pred vzporedno kotacijo več

[5] Vzporedne kotacije se izvedejo kot posredne kotacije preko izvedenih finančnih instrumentov (v tem primeru ADR). V primeru kotacije v ZDA so podjetjem na voljo štirje načini: ADR level 1, ADR level 2 in 3 ter Portal. Kot pomembnejše, za delo relevantne razlike, bi izpostavil predvsem obveznost poročanja ter usklajenost s sprejetimi računovodskimi standardi v primeru izbire ADR level 2 in 3 ter v načinu trgovanja, ki se v primeru level 2 in 3 dogaja na organiziranem trgu, v primeru level 1 preko okenca ter v primeru Portal preko lastnega Portal sistema (O'Connor, 2005, str. 10–24).

vredna oziroma imajo višjo ocenjeno tržno vrednost. Ugotovitev ne zavisi od izbranega načina vzporedne kotacije. Pregled vpliva po pričeti kotaciji prav tako izkazuje večjo vrednost podjetij z vzporedno kotacijo v primerjavi z ostalimi. Premija oziroma razlika v vrednosti s časom načeloma upada in je najbolj značilna v primeru izbire ADR level 2 in 3 oziroma prisotnosti na organiziranem trgu.

Povezanost premije z vzporednimi kotacijami O'Connor pregleda ponovno z izključitvijo vpliva razlik pred pričeto kotacijo in ugotovi povezavo med vzporednimi kotacijami ter povečano vrednostjo podjetja. Ugotovitev najbolj velja v primeru level 2 in 3, manj v primeru level 1, v primeru Portal pa sploh ne. Je pa v primeru podjetij, ki izberejo način Portal opazna močna razlika v obdobju pred kotacijo v primerjavi s podjetji, ki izberejo druge načine. Poslovna aktivnost se v njihovem primeru izkaže kot najmočnejša ravno v obdobju pred kotacijo, medtem ko je v drugih primerih najmočnejša aktivnost v času kotacije ter kmalu po njej. Analiza O'Connorja tako potrjuje pozitiven vpliv vzporedne kotacije na vrednost podjetij. Potrjuje prispevek vzporedne kotacije pri vrednosti podjetja (del povečane vrednosti podjetja lahko pripišemo neposredno vzporedni kotaciji).

Oba pregleda prikazujeta vpliv vzporednih kotacij na poslovanje in vrednost podjetja. Vpliv se večinoma izkazuje kot pozitiven in je najmočnejši prav v obdobju kmalu po pričeti vzporedni kotaciji. S časom se vplivi zmanjšajo a so, na dolgi rok, podjetja z vzporedno kotacijo večinoma večja, bolj izvozno usmerjena, bolj tehnološko razvita ipd. Korist vzporedne kotacije torej obstaja, predvsem v začetku obdobja, podjetje, lastniki in drugi pa morajo svoje delovanje naravnati tako, da lahko koristi maksimalno izrabijo.

4.5. UGOTOVITVE O VPLIVU LASTNOSTI FINANČNIH TRGOV IN VPLIVU VZPOREDNE KOTACIJE NA VREDNOT IN POSLOVANJE PODJETJA

Vse večje gibanje vzporednih kotacij iz evropskih na trge v ZDA potrjuje pomembnost določenih lastnosti trgov. Pri pregledu lastnosti, ki naj bi vplivale na odločitev za vzporedno kotacijo ter pri katerih so se trgi vzporedne kotacije bistveno razlikovali od domačih, se ugotavlja, da na odločitev za tujo kotacijo močno vplivajo velikost trga in njegova globina ter nizki oziroma nižji stroški trgovanja, kar je predvidela že teoretična razlaga. Predviden pa je bil tudi vpliv prisotnosti konkurence, ki se je izkazal kot značilen ter vpliv prisotnosti drugih podjetij z vzporedno kotacijo. Kot zelo pomembni (po ugotovitvah vseh pregledov) so se izkazali vidiki pravne urejenosti ter učinkovitosti birokracije, dejavniki za katere je bilo ugotovljeno, da na osnovi obstoja le-teh ter njihove urejenosti in učinkovitosti predstavljajo velik vpliv na tržno vrednost podjetja oziroma zniževanje stroškov kapitala podjetja. Manj vpliva je pokazala prisotnost

strokovnjakov oziroma večja strokovna usposobljenost, vpliv pa je gotovo prisoten pri določenih specifičnih dejavnostih.

Pregled vplivov vzporedne kotacije oziroma razlike med podjetji, ki vzporedno kotirajo, v primerjavi s tistimi, ki ne, prav tako prikazuje določene razlike. Tako se poglavitne razlike kažejo v velikosti tistih podjetij, ki se za vzporedno kotacijo odločijo. Ta so večja, imajo več zaposlenih ter višjo tržno vrednost. Razlika pa postaja po začeti vzporedni kotaciji še bolj očitna. Razlike so tudi z vidika rasti podjetja. V tem pogledu se največja razlika opazi ravno v letih neposredno okoli pričetka oziroma po kotaciji. Takrat rast podjetja, rast zaposlenih ter rast prihodkov bistveno narasejo ter se v kasnejših obdobjih umirijo oziroma vrnejo na vrednosti pred kotacijo. Delno bi povečano uspešnost podjetij z vzporedno kotacijo lahko pripisali že predhodni višji kakovosti podjetij, ki so se za to odločila, a se je pozitiven vpliv vzporedne kotacije izkazal kot značilen neodvisno od omenjenega dejstva.
Očitna razlika med podjetji z vzporedno kotacijo in tistimi brez je bistveno večja izvozna usmerjenost, tako pred kot tudi (bistveno bolj) po kotaciji. Tudi slednje je predvidela že razlaga vzporednih kotacij in sicer na dva načina: tako preko prisotnosti podjetja na blagovnem trgu neke države kot v vlogi pospeševalca prodaje.

Finančni vzvod se, kot posledica vzporedne kotacije spremeni – zmanjša, pa čeprav je, tako kot tudi pred kotacijo, še vedno večji kot pri podjetjih brez vzporedne kotacije. Opazna je tudi večja trgovalna aktivnost z delnicami podjetja, kar se ujema z zniževanjem finančnega vzvoda. Donosnost na sredstva podjetja se med obema skupinama podjetij ne razlikuje bistveno, z izjemo obdobja neposredno po začeti kotaciji, ko se le-ta občutneje poveča. Slednje lepo razloži interes privatizirajočih podjetij za vzporedno kotacijo in končno tudi znižanje finančnega vzvoda ter večji obseg prometa z delnicami.

Usmerjenost v raziskave in razvoj ter izobraženost kadra je višja pri podjetjih z vzporedno kotacijo ter se s časom še veča. To sovpada z večjim obsegom rasti, večjo potrebo po investicijah in se celo povezuje z zahtevo po večji prisotnosti strokovnjakov, kar je bilo ugotovljeno za določene dejavnosti[6].

Primerjava vpliva kotacije v odvisnosti od lokacije pokaže, da so na evropskih trgih podjetja z vzporedno kotacijo bistveno večja kot tista, ki se usmerijo v ZDA. To lahko pomeni dvoje: da lahko v primeru večjih stroškov prednosti vzporedne kotacije izkoriščajo zgolj velika podjetja ali pa da bi v primerih manjših stroškov vzporedna kotacija pomenila korist tudi manjšim podjetjem (upoštevaje predvsem fiksne stroške). Zanimiva je tudi ugotovitev, da vzporedna kotacija na evropskih finančnih trgih ne

[6] Spremembo finančnega vzvoda ter pocenitev kapitala ugotovijo tudi Pagano, Paneta, Zingales (1995, str. 31). Zavrnejo pa trditev o povečanju investicij na podlagi vzporedne kotacije, saj ugotovijo, da se cenejši kapital večino porablja za spremembo strukture kapitala podjetja.

prinaša tolikšne razlike, z izjemo velikosti, med skupino podjetij z in brez vzporedne kotacije, kot jo prinaša kotacija v ZDA. Podjetja v ZDA izkazujejo večjo težnjo k raziskavam in razvoju, imajo bolj izobražen kader, so bolj tehnološko usmerjena ter izkazujejo tudi višjo rast. Te ugotovitve so skladne z razlago motivov za vzporedno kotacijo ter z premiki podjetij v smeri proti ameriškim finančnim trgom, kar še poudari pomen velikosti trga ter pravne urejenosti le-tega za uspešnost vzporedne kotacije. Ugotovljen je tudi neposreden pozitiven vpliv vzporedne kotacije na vrednost podjetja.

Nekatere razlike med podjetji z vzporedno kotacijo v primerjavi s tistimi brez vzporedne kotacije dejansko obstajajo že pred kotacijo, druge pa lahko nastanejo kasneje. Določene razlike pred kotacijo so predvidene že v teoretskem delu z razlago, da se prednosti kotacije ne morejo izkazati vsem podjetjem v tolikšnem obsegu, da bi upravičile vzporedno kotacijo, predvsem na podlagi obstoja stroškov. Kar nekaj razlik se je že izpostavilo v prejšnjih primerjavah, pregled odvisnosti kotacije od določenih lastnosti podjetja prikaže velik pomen velikosti in izvozne usmerjenosti. Večji pomen ima tudi vpliv privatizacije, rasti, razmerja tržne in knjigovodske vrednosti ter večje tehnološke usmerjenosti. Ti dejavniki zopet izkazujejo možnost pridobitve cenejšega kapitala oziroma povečanja tržne vrednosti podjetja na podlagi razlik med trgi. Vpliv geografske komponente, kjer je opazna preferenca do trgov, kjer so določene kulturne, pravne, jezikovne podobnosti pa poda še en dokaz o pomembnosti stroškov pri kotaciji ter poskusu podjetij, da bi te ustrezno znižali. Primerjava vpliva lastnosti podjetja na izbiro trga vzporedne kotacije ponovno izkazuje prevlado velikih in pred kratkim privatizirajočih podjetij. Ponovno se izkaže tudi preferenca do finančnih trgov ZDA, kar zopet izpostavi pomen velikosti trga ter njegove urejenosti za koristi vzporedne kotacije.

5. NAPOVED VZPOREDNE KOTACIJE IZ PODATKOV PODJETJA

V prejšnjem poglavju so se že izkazale določene lastnosti, ki ločujejo podjetja, ki se odločajo za vzporedne kotacije, od tistih, ki se za to ne odločajo. Izkazali so se tudi določeni vplivi vzporednih kotacij na vrednost in poslovanje podjetja. Da bi se ugotovilo, ali katere od lastnosti tudi pogojujejo oziroma silijo k vzporedni kotaciji, sledi pregled, koliko in katere lastnosti so najizrazitejše pri pogojevanju vzporedne kotacije. Pregleda se, katere lastnosti, značilnosti podjetij napovedujejo ali pa so tesno povezane s kotacijo v tujini in kako te lastnosti vplivajo na kraj kotacije. Pretekle ugotovitve o povezavi med vzporedno kotacijo in lastnostmi podjetja so pregledane še v nasprotni smeri, torej katere lastnosti podjetij lahko napovejo ali se bo (bi) podjetje odločilo za vzporedno kotacijo ter kje bo (bi) kotiralo. Poleg tega se lahko na podlagi teh ugotovitev preveri, ali vzporedna kotacija dejansko pripomore in ustvari prednosti

za podjetja ali pa so boljši rezultati in izkazane prednosti predvsem posledica večje uspešnosti ter kakovosti proučevanih podjetij že pred pričetkom vzporedne kotacije.

Napoved kotacije je narejena na podlagi Coxove regresije (Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2678). Rezultati so prikazani v Tabeli 10 (v Prilogi). Regresija ugotovi določene lastnosti, kjer se je vpliv na odločitev za vzporedno kotacijo izkaže kot značilen. Spremenljivke, ki po tej regresiji pomembneje vplivajo na odločitev o kotaciji v tujini, so: delež prodaje na tujih trgih (izvoz) in velikost podjetja (merjena kot logaritem vseh sredstev). Na podlagi značilne izvozne usmerjenosti bi lahko intuirali povezavo vzporedne kotacije s kapitalizacijo na osnovi ugleda oziroma prisotnosti na blagovnih trgih neke države in tudi pozitivno povezavo publicitete na osnovi kotacije v tujini na tamkajšnjo prodajo. Velikost podjetja prav tako pozitivno vpliva na verjetnost odločitve o vzporedni kotaciji. Ugotovitev, da verjetnost za tujo kotacijo narašča z velikostjo podjetja, je lahko dober dokaz tudi o povezavi vzporedne kotacije z visokimi stroški. Tako se lahko koristi dovolj kumulirajo ali močneje izražajo le v primeru velikosti podjetja, povečane baze investitorjev ipd.

Tudi druge spremenljivke so se v testu izkazale kot značilne (1% st. tveganja): spremenljivka privatizacije, stopnja rasti sredstev in razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja. Privatizacija ima znatno pozitiven vpliv. Privatizirajoče se podjetje bolj teži h kotiranju v tujini. To predvsem na podlagi povečanja globine trga, ki ga z vzporedno kotacijo lahko pridobimo, kar lahko privede do večje, boljše cene oziroma večje možnosti prodaje. Nagla rast ter investicije prav tako znatno pozitivno vplivajo na odločitev o tuji kotaciji, saj se lahko na osnovi pričakovanj rasti, investicij ipd. dosega nižje stroške kapitala, višje cene delnic itd. Podoben učinek ima tudi razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja, katero signalizira rast podjetja in tako vpliva na oceno vrednosti podjetja.

Izkazuje se tudi večja možnost oziroma nagnjenost visoko tehnoloških podjetij k vzporednim kotacijam, to zopet potrjuje hipotezo o višji strokovnosti na tujih trgih, kar naj bi vplivalo na tržno vrednost podjetja oziroma omogočalo dostop do cenejšega kapitala.

Razlika med domačim in tujim razmerjem tržne in knjižne vrednosti ima negativen in zelo majhen vpliv. To pomeni, da ni potrditve, da se podjetja odločajo za tujo kotacijo zaradi izkoriščanja možnosti večjih donosov na podlagi razlike v ceni vrednostnega papirja v tujini. Nasprotno pa rastoča tržna vrednost na domačen trgu tuje kotacije vzpodbuja.

Druge potencialne določljivke so statistično neznačilne oziroma odločitve o kotaciji ne pojasnjujejo.

Podrobneje je bil pregledan še vpliv lastnosti podjetja na izbiro finančnega trga prve vzporedne kotacije (Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2681). Ugotovil se je obstoj preferenc podjetij pri izbiri trga vzporedne kotacije. Na podlagi podatkov o podjetijh se pregleda možnost napovedi kotacije na evropskih finančnih trgih ali finančnih trgih ZDA oziroma da podjetje sploh ne namerava izvesti vzporedne kotacije.

Iz Tabele 11 (v Prilogi) se lahko razbere, da so velika in nedavno privatizirana podjetja bolj dovzetna za vzporedno kotacijo, bodisi v ZDA bodisi na evropskih finančnih trgih. Tu pa se tudi končajo podobnosti teh dveh skupin. Visoko rastoča podjetja, podjetja z visokim razmerjem med tržno in knjižno vrednostjo, podjetja z visokim deležem prodaje v tujini ter podjetja s področja visoke tehnologije imajo visoko preferenco za kotacijo v ZDA, medtem ko pa se na evropske finančne trge načeloma ne usmerjajo. Evropski finančni trgi pa so bolj zanimivi za podjetja z visoko preteklo profitabilnostjo. Od tod je moč sklepati, da je tuja kotacija v ZDA bolj naravna izbira za podjetja s hitro rastjo ter podjetja s področja visoke tehnologije, evropski finančni trgi pa za podjetja z visoko preteklo profitabilnostjo.

Poleg tega je izbira lokacije vzporedne kotacije po večini odvisna tudi od izvorne lokacije oziroma države. Tako na primer podjetja iz Velike Britanije raje izbirajo trge v ZDA ter manj evropske finančne trge medtem ko pa evropske kontinentalne države preferirajo evropske trge.

Poleg izbire prve lokacije vzporedne kotacije, je zanimiv tudi vpliv izbire prve lokacije na izbiro naslednje vzporedne kotacije. Izbira evropskega finančnega trga kot lokacije za prvo vzporedno kotacijo značilno vzpodbudi podjetje za odločitev o kotaciji na trgih v ZDA, medtem ko pa obratno ni moč trditi. Slednja ugotovitev sovpada z ugotovitvami na podlagi prejšnjih tabel, kjer je, poleg umika podjetij iz ZDA z evropskih finančnih trgov, opazen znaten prehod evropskih podjetij iz evropskih finančnih trgov na trge v ZDA.

6. UGOTOVITVE O MOTIVIH IN UČINKIH VZPOREDNIH KOTACIJ

V sledečem poglavju so vse ugotovitve predhodnih poglavij združene in primerjane s teoretičnimi možnostmi vplivanja na tržno vrednost podjetja ter hipotezami o vzporednih kotacijah. Pregleda se tudi neposreden vpliv in učinke vzporedne kotacije na vrednost podjetje in poslovanje. Cilj je združiti ugotovitve o odločitvah in učinkih vzporednih kotacij, torej ali vzporedne kotacije izkazujejo pozitiven učinek na izpolnjevanje ciljev poslovanja in kako ter kje se kotacija izplača in kasneje pozna pri delovanju podjetja.

V teoretičnem pregledu možnosti vpliva podjetja na njegovo tržno vrednost so bili ugotovljeni načini, s katerimi lahko podjetje preko različnih dejanj vpliva na svojo tržno vrednost, torej deluje v smeri maksimizacije le-te, kar je bilo opredeljeno kot osnovni cilj njegovega poslovanja. Možnosti vplivanja so bile omejene na štiri osnovne možnosti: preko vplivanja na višino pričakovanih donosov lastnikom vrednostnih papirjev, preko vplivanja na oceno tveganja podjetja, preko vplivanja na ceno tveganja ter preko spreminjanja strukture kapitala podjetja. Ostali načini vplivajo na tržno vrednost podjetja posredno preko vplivanja na izpostavljene osnovne dejavnike.

Intuitivno je mogoče sklepati, da bi določeni dejavniki nekega trga ali razlike med dejavniki domačega finančnega trga ter trga vzporedne kotacije, lahko vplivali na vrednost podjetja, kar napeljuje na sklep, da določene koristi in prednosti vzporedne kotacije obstajajo. Nekateri pozitivni učinki vzporedne kotacije so vezani na razlike med izvornim in ciljnim trgom oziroma nezmožnostjo, da se na trgu prve kotacije izrabi vse prednosti in učinke kotacije. Drugi del učinkov pa se lahko pripiše vplivom dodatne kotacije. Ugotavljanje smotrnosti in učinkov vzporednih kotacij je, po pregledu gibanja števila vzporednih kotacij evropskih podjetij in podjetij iz ZDA ter pregledu vzorca izbire trga vzporedne kotacije skozi čas, temeljilo na pregledu vplivov razlik med izvornimi in ciljnimi trgi oziroma državami, pregledu vplivov posameznih lastnosti podjetij na odločitev za vzporedno kotacijo ter vplivih kotacije na lastnosti in poslovanje podjetij. Slednje je bilo pregledano tudi v odvisnosti od vplivov izbranega trga vzporedne kotacije.

Najsplošnejši sta ugotovitvi o naraščajočem številu vzporednih kotacij v obravnavanem obdobju ter da se te kotacije v največji meri, predvsem proti koncu obravnavanega obdobja, usmerjajo ali celo selijo iz evropskih na finančne trge ZDA. S slednjo ugotovitvijo sovpada dejstvo, da se število vzporednih kotacij sicer veča, kar pa bistveno bolj velja za evropska podjetja (ter podjetja iz drugih držav), ne pa za podjetja iz ZDA, kjer se število vzporednih kotacij zmanjšuje (vzporednih kotacij na evropskih finančnih trgih). Ugotovitev o večanju števila kotacij potrjuje dve dejstvi: prvič lahko potrdi pričakovanja o pozitivnih učinkih vzporedne kotacije, drugič pa izpostavlja vlogo trga (države) pri tem. Gibanje oziroma spremembe pri izboru ciljnega trga ter upad, umik kotacij iz ZDA z evropskih finančnih trgov slednje le še potrjuje. Poleg vpliva lastnosti in razlik med finančnimi trgi je ugotovljen tudi vpliv vzporedne kotacije na vrednost, poslovanje in učinkovitost podjetja. Ugotovljeni učinki vzporedne kotacije so v spodnji točki pregledani skozi ugotavljanje neposrednega vpliva vzporedne kotacije.

6.1. VPLIVI IN PREDNOSTI VZPOREDNE KOTACIJE

V predhodnih poglavjih je potrjena povezava med lastnostmi podjetja in odločitvijo za vzporedno kotacijo ter tudi obstoj nekega značilnega obnašanja podjetij. Potemtakem

gotovo obstajajo pozitivni učinki vzporedne kotacije, tako da je odločitev zanjo (vsaj tistim, ki se zanjo odločajo oziroma tistim, ki lahko njene prednosti izkoriščajo) smiselna. Smiseln je tudi pregled vplivov vzporedne kotacije na poslovanje podjetja po začeti kotaciji.

Vplivi so, ugotovljen pomen izbire trga ter ugotovljene preference različnih podjetij do izbire določenih finančnih trgov, ločeni glede na izbrani trg vzporedne kotacije (Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2683). Nadrobneje so prikazani v Tabeli 12 (v Prilogi). Nekatere spremembe se zgodijo neodvisno od izbrane lokacije. Podjetja, ki so se odločila za vzporedno kotacijo, so postala bolj izvozno usmerjena (učinek je sicer nekaj močnejši pri podjetjih, ki kotirajo v ZDA). Opazen učinek je tudi povečan poudarek na raziskavah in razvoju v obdobju po začeti kotaciji. Pri pregledu vplivov na sredstva za razvoj na zaposlenega je opazen močnejši vpliv pri podjetjih, ki vzporedno kotirajo na evropskih finančnih trgih, medtem ko je povečanje izdatkov na zaposlenega (plač in drugih vlaganj v zaposlene) večje pri podjetjih, ki vzporedno kotirajo v ZDA.

Pri drugih spremenljivkah se lokacija izkaže s pomembnejšo vlogo. Podjetja, ki kotirajo v ZDA izkazujejo 5% permanentno povečanje sredstev. Podjetja, ki kotirajo v Evropi, pa izkazujejo 3% permanentno znižanje sredstev ter 5% dolgoročno zmanjšanje rasti prodaje. Ugotovitve so podane na osnovi primerjave opazovanih podjetij in kontrolne skupine – primerljivih podjetij brez vzporedne kotacije. Rast sredstev pri podjetjih, ki vzporedno kotirajo na trgih v ZDA, je povezana z rastjo sredstev in ne finančnega vzvoda. Obratno situacijo se opazi pri podjetjih, ki vzporedno kotirajo na evropskih finančnih trgih, kjer se vzvod veča. Na splošno izgleda, da je motiv za vzporedno kotacijo v ZDA potreba po hitrem financiranju ekspanzije z emisijo novih papirjev, medtem ko pa je kotacija na evropskih trgih začeta z željo po povečanju zmožnosti zadolževanja oziroma povečanju deleža dolžniškega kapitala, kateremu poredko sledi hitra rast.

Potrditev pozitivnega vpliva vzporednih kotacij na vrednost podjetja ugotovijo tudi Doidge, Karolyi in Stulz (2005, str 2-6). Tudi v primeru te analize je ugotovljen obstoj pozitivnih učinkov vzporedne kotacije – premije vzporedne kotacije oziroma povečanje vrednosti podjetja na osnovi odločitve za vzporedno kotacijo. V analizi je ugotovljen obstoj povprečne premije v višini 13,9% ter dodatno povečanje premije v primeru kotacije na največjih finančnih trgih oziroma trgih ZDA. V primeru Newyorške borze se premija celo podvoji. Povprečna razlika v vrednosti oziroma vrednostna premija podjetij z vzporedno kotacijo v ZDA v primerjavi s podjetji brez vzporedne kotacije je kar 16,5%. Gibanje premije vzporedne kotacije je podrobneje orisano v Prikazu 1 (v Prilogi).

Premija je ugotovljena predvsem v letu kotacije ter v prvem letu po kotaciji, kar sovpada z ugotovitvami prejšnje analize. Obstoj premije je ugotovljen tudi v primeru izločitve vplivov posebnega potenciala rasti podjetij ter večjega potenciala rasti določene dejavnosti. Premija se sicer precej razlikuje glede na državo izvora ter glede na dejavnost v kateri deluje določeno podjetje. Najvišje premije so npr. prisotne v primeru vzporednih kotacij podjetij iz Kanade, Francije, Nemčije, Velike Britanije, Švice, Singapurja oziroma iz dejavnosti rudarstva, telekomunikacij, prevozništva ter storitvenih dejavnosti.

Poleg večje rasti je značilna tudi večja rast dobička, prodaje, izvoza, sredstev podjetij z vzporedno kotacijo v primerjavi s podjetji brez vzporedne kotacije.

Zanimiva je tudi ugotovitev o vplivu računovodskih standardov, obvez poročanja ter zaščite vlagateljev. Tu je ugotovljen vpliv domače urejenosti ali neurejenosti na vrednost podjetja tako v primeru ocene s strani domačega kot tujega vlagatelja ter dvig vrednosti podjetja oziroma cene vrednostnega papirja v primeru kotacije na trgih z višjo stopnjo zaščite vlagatelja, višjimi standardi ipd. Dvig stopnje zaščite vlagatelja za eno točko (stopnje zaščite so ocenjene od 1 do 5) povzroči vpliv na vrednost podjetja v višini 11,4%.

Koristi vzporedne kotacije, predvsem v obliki vpliva na vrednost podjetja, ugotovijo tudi Eaton, Nofsinger in Weaver (2003, str. 19). Ocenjuje se vpliv vzporedne kotacije na stroške kapitala podjetja, s čimer so razni vplivi vzporedne kotacije združeni znotraj ene same spremenljivke. Ugotovi se negativna povezava med vzporednimi kotacijami in stroški kapitala oziroma tržno vrednostjo podjetja. Podjetju, ki se odloči za vzporedno kotacijo, se poveča tržna vrednost ali znižajo stroški kapitala in tudi v tem primeru imajo višji standardi, zaščita vlagatelja ter pravna urejenost velik vpliv pri omenjenem znižanju.

Prednosti vzporedne kotacije pa se, z ozirom na hipotezo o odločitvi za vzporedne kotacije kot način promocije podjetja pred vstopom na blagovne trge, izkaže tudi skozi večjo prepoznavnost vzporedno kotirajočega podjetja v primerjavi s tistimi, ki se za to ne odločijo.

Z omenjeno hipotezo sovpadajo ugotovitve Bakerja, Nofsingerja in Weaverja (1998, str. 17–21). Povezave med prepoznavnostjo podjetja ter vzporedno kotacijo ugotovijo na podlagi analize vzporedno kotirajočih podjetij tako iz razvitih kot razvijajočih se držav, ki so si za cilj vzporedne kotacije izbrala bodisi londonsko ali newyorško borzo. Neodvisno od izbrane lokacije so ugotovili, da se z vzporedno kotacijo prepoznavnost podjetja poveča. Prepoznavnost je merjena na podlagi povečanega zanimanja strokovnjakov, števila napovedi gibanja vrednosti podjetja, števila objav v časopisih

Finanacial Times in Wall Street Journal ter na podlagi števila objav v domačih glasilih na izvornih trgih proučevanih podjetij. Prepoznavnost podjetij se v primerjavi s podjetji, ki ne kotirajo vzporedno, poveča v vseh štirih primerih, pri čemer se prepoznavnost bolj poveča podjetjem, ki so za trg vzporedne kotacije izbrala newyorško borzo. Povečanje interesa ter prepoznavnosti podjetij je neodvisna od tega, ali podjetje v proučevanem trenutku objavi emisijo novega kapitala. Povečanje prepoznavnosti je v relativnem merilu razmeroma veliko, in sicer je vzporedna kotacija na newjorški borzi pripomogla k 128% povečanju števila napovedi s strani finančnih analitikov, 32% večji prisotnosti v Wall Street Journalu ter kar 78% večji prisotnosti v Financial Timesu. Prisotnost v domačih medijih istega podjetja pa se poveča za 37%. V primeru kotacije na londonski borzi pa se število napovedi gibanja vrednosti podjetja poveča za 48%, prisotnost v Financial Timesu pa za 49% (druga dva kriterija sta se izkazala kot statistično neznačilna).

Koristi oziroma povečanje prepoznavnosti so prisotne na obeh, tako domačem kot tujem trgu. Podjetje je z željo po povečani prepoznavnosti doseglo svoj cilj, povečanje prepoznavnosti v medijih pa poleg informiranja obstoječih ali potencialnih investitorjev veliko vpliva tudi k splošni prepoznavnosti podjetja, njegovih izdelkov ali storitev, blagovnih znamk ipd. Potemtakem lahko vzporedna kotacija služi kot dodatna promocija podjetju pri prodoru na tuj trg v primeru, ko so stroški tovrstne promocije (upoštevaje želene učinke) na enoto učinka nižji kot stroški druge oblike promocije.

6.2. PREGLED VELJAVNOSTI HIPOTEZ

Ugotavljanje veljavnosti raznih razlag za vzporedne kotacije je zelo zahtevno, saj so motivi in razlogi zelo povezani med seboj, še bolj pa so povezani vplivi vzporedne kotacije. Nemogoče je izluščiti zgolj en vpliv ali korist. Enaka težava se pojavi tudi pri ugotavljanju najpomembnejše lastnosti trgov. Tudi tu so lastnosti povezane do te meje, da ene brez druge ne moremo obravnavati.

Glede na teoretične predpostavke in ugotovitve bi lahko prednosti vzporedne kotacije izkoriščala (skoraj) vsa podjetja, nekatera bolj, druga manj. Pogoj za to pa bi bilo optimalno delovanje izbranega finančnega trga. Glede na ugotovljeno je resnica relativno daleč od predvidevanj in trgi niso optimalni. Tako se za vzporedno kotacijo odločajo predvsem večja, izvozno usmerjena podjetja ter podjetja, kjer je, zaradi določenih »nepravilnosti« na trgu, mogoče pridobiti dodatno korist. To so lahko podjetja v fazi privatizacije, podjetja visoke tehnologije itd. Trg prispeva svoje predvsem skozi vpliv na stroške vzporedne kotacije in zmanjšanje potencialnih koristi kotacije. Tako je opazna preferenca do čimbolj urejenih trgov, trgov, ki so čimbolj blizu optimalnemu, učinkovitemu trgu. Poleg teh dejavnikov, ki svoj vpliv izkazujejo s posrednim vplivom na stroške ali koristi so pomembni tudi neposredni stroški kotacije.

Motiv pridobivanja investicijskega kapitala je očitno veljaven motiv. Po predvidevanjih je ta motiv skupen podjetjem iz manjših držav ali manjših in/ali manj razvitih finančnih trgov ter podjetjem, ki načrtujejo investicije ali rast. Glede na ugotovljeno rast po kotaciji, izrazitejšo usmerjenost v raziskave in razvoj, spremembe finančnega vzvoda ter povečano trgovalno aktivnost z delnicami podjetja izgleda, da podjetjem uspeva vplivati na tržno vrednost in pridobivati nov ter tudi cenejši kapital. Potrjen je pozitiven vpliv vzporedne kotacije na vrednost podjetja oziroma negativen vpliv na stroške kapitala podjetja.

Težnja privatizirajočih podjetij k vzporedni kotaciji več kot potrjuje hipotezo odprodaje kapitala s strani lastnikov. Dodatna potrditev je tudi povečanje vrednosti vrednostnih papirjev hitro po začetku kotacije (kateremu je sicer sledil upad oziroma manjša rast).

Razširitev baze investitorjev je povezana s potrditvijo prve hipoteze. Dodatno jo potrdijo tudi preference do velikih, globokih finančnih trgov. Enak vpliv ima tudi povečana likvidnost. Razlike v davčnih stopnjah bi lahko bile dobre pojasnjevalke odločitev podjetij, a je žal povezava delno zamegljena zaradi množičnega prehoda podjetij na ameriške finančne trge.

Višja strokovnost na tujem trgu ni bila neposredno potrjena. Gotovo pa povezava obstaja, saj očitna nagnjenost visoko-tehnoloških podjetij k tuji kotaciji nakazuje na določene prednosti, ki jih le-ta lahko izkoriščajo na tujem trgu.

Računovodski standardi in pravna urejenost trga igrajo pomembno vlogo. Varnost investitorja in dostopnost ter razumljivost podatkov imajo zelo pomemben vpliv na tveganje podjetja ali trga, kar se izraža v vrednosti podjetja oziroma v stroških kapitala. Boljša kot je urejenost s tega vidika, višja je korist podjetja. Pomen slednjih dejavnikov se je v vseh obravnavanih pregledih izkazal kot izjemno pomemben ali celo ključen.

Subjektivna precenjenost ne pojasnjuje pojava vzporednih kotacij. Precenjenosti očitno niso dovolj velike ali vsaj ne dovolj dolgoročne, da bi upravičile stroške kotacije. Večji vpliv bi lahko imela dejanska podcenjenost, a zaradi razvitosti finančnih trgov tega ne moremo pričakovati na dolgi rok oziroma bi lahko pričakovali zgolj pri določenih dejavnostih. Daljša pozitivna pričakovanja pa večinoma sovpadajo z globalnim optimizmom ali ekspanzijo (svetovnega) gospodarstva.

Kapitalizacija na osnovi prisotnosti na blagovnih trgih kot tudi povečanje prodaje na blagovnih trgih na osnovi kotacije predstavljata verodostojni hipotezi. Tako ti dve hipotezi potrjujejo izrazita izvozna usmerjenost ter tudi značilno povečanje izvozne aktivnosti po kotaciji. Še večji pomen pa se je izkazal v primeru hipoteze o koriščenju

kotacije za namen prodora na tuj blagovni trg, kjer se je povezava, predvsem v obliki koristi, pojavnosti in prepoznavnosti, izkazala več kot očitna.

Razlaga o nižjih stroških kotacije se ne izkaže kot dovolj verodostojna, da bi lahko razlagala vzporedne kotacije. Pri pregledih je ugotovljen velik pomen stroškov ob odločitvi za tuje kotacije, kjer pa izgleda, da večji delež prispevajo predvsem neposredni stroški, stroški poleg samih pristojbin na finančnem trgu, ki so očitno dokaj fiksni. Tako zgolj razlika v čistih stroških prisotnosti na finančnem trgu ne more dovolj dobro pojasniti odločitev podjetij. Povezava med vzporedno kotacijo (oziroma kotacijo nasploh) pa je več kot očitna.

7. SKLEP

Namen diplomskega dela je preučitev pojava vzporednih kotacij ter ugotovitev motivov in učinkovitosti vzporednih kotacij. Ugotoviti je mogoče, da vzporedne kotacije ustvarijo določen pozitiven učinek na podjetje, njegovo vrednost in poslovanje. Pozitivni učinki pa niso ugotovljeni v vseh primerih. Na podlagi ugotovitve o lastnostih podjetij, ki se za vzporedne kotacije odločajo, je ugotovljeno, da lahko omenjene koristi dosežejo le določena podjetja. Hipoteze o motivih in učinkih vzporednih kotacijah se večinoma izkažejo kot veljavne, podjetje lahko preko vzporedne kotacije pridobiva določene koristi in izpolnjuje cilj svojega poslovanja – vpliva, maksimizira svojo vrednost. Odločitev za vzporedno kotacijo se tako izkaže kot smiselna in racionalna odločitev. Razlogi in motivi so zelo povezani, tako da pri odločitvi za vzporedno kotacijo igrajo vlogo vse razlage, z izjemo nekaterih primerov. Vplivi in učinki se izkazujejo na več področjih tako, da dopolnjujejo poslovne odločitve podjetij, odločitve lastnikov ali upnikov ali pa odpravljajo določene pomanjkljivosti na trgu prve kotacije.

Ugotovitve o razlikah med trgi, tako razlike med domačimi in ciljnimi trgi vzporedne kotacije kot razlike med ciljnimi trgi vzporedne kotacije, potrjujejo ugotovitve o pozitivnih učinkih vzporednih kotacij. Ugotovljene so določene lastnosti trgov, ki so s strani podjetij ocenjene kot pomembnejše, kar potrjuje tako motiv odločitve za vzporedno kotacijo s ciljem iskanja boljših pogojev za kotacijo kot umik s trga, kjer so slabi pogoji in neurejene razmere. Del vzporednih kotacij se lahko pripiše iskanju boljših pogojev, drugi pa odpravljanju nepravilnosti na domačih trgih, kar končno lahko vodi do koristi za podjetja z vzporedno kotacijo.

Veliko število vzporednih kotacije se lahko razloži z neurejenostjo ali nezmožnostjo trga prve kotacije, da bi zadostil vsem potrebam podjetja oziroma, da bi se uveljavili vsi

potenciali prisotnosti na urejenih finančnih trgih. Kljub slednjemu pa je smiselno upoštevati tudi druge razloge, saj nista samo neurejenost ali neučinkovitost nekega trga krivca za težnje podjetij po vzporednih kotacijah. Del krivde je tudi v dejavnikih, kjer določen finančni trg oziroma država nima vpliva. Ti dejavniki so na primer velikost (majhnost) trga ali države, obstoj ovir za mobilnost kapitala, transakcijski stroški, razne zakonske ovire, kulturne razlike ipd., kar narekuje gibanje podjetij v smeri h kapitalu, h kotaciji v tujini, vzporedni kotaciji ipd. Podjetja tako z vzporednimi kotacijami premoščajo ovire in druge »nepravilnosti« trgov in s tem znižujejo škodo zaradi nepopolnosti in neučinkovitosti. Preostanek vzporedniih kotacij, ki ni posledica zgolj iskanja boljših pogojev na finančnih trgih, pa je posledica določenih koristi, ki se jih lahko neposredno pripiše vzporedni kotaciji. Tako se del vzporednih kotacij lahko razloži z motivom povečanja prodaje na ciljnem trgu, povečanju ugleda, prepoznavnosti, kar se prav tako izraža v vrednosti podjetja. Za kotacije se tako odločajo podjetja, ki predvidijo koristi na nekem ali več področjih svojega delovanja ter se usmerjajo na trge, ki so čimbolj podobni nekemu idealnemu, učinkovitemu trgu.

V diplomskem delu je ugotovljen obstoj koristi vzporednih kotacij in vpliv vzporednih kotacij na poslovanje ter lastnosti podjetij. Koristi pa se izkazujejo le v primeru podjetij, ki si vzporedno kotacijo lahko privoščijo, kjer se zaradi določenih lastnosti podjetja ali velikih razlik med domačim in tujim trgom koristi pojavijo v tolikšni meri, da prerasejo stroške povezane s kotacijo. Tako koristi vzporedne kotacije uživajo predvsem velika, izvozno usmerjena podjetja, podjetja visokotehnoloških dejavnosti oziroma lastniki podjetij, ki so pred privatizacijo. Koristi se izkazujejo predvsem v primerih ko podjetja izvirajo iz izrazito neurejenih trgov z nizko stopnjo zaščite vlagatelja, nizkimi računovodskimi standardi ter slabimi regulativami.

V delu je ugotovljeno, da je odločitev o vzporedni kotaciji, v kolikor je podjetje sposobno pridobiti večje koristi kot so stroški kotacije, smiselna odločitev s pozitivnimi učinki na tržno vrednost podjetja. Z odločitvijo za vzporedno kotacijo podjetje sledi cilju maksimiranja tržne vrednosti. Vzporedna kotacija na neposreden ali posreden način vpliva na določljivke tržne vrednosti podjetja. Kljub temu pa je, zaradi višine stroškov, povezanih z kotacijo, odločitev o vzporedni kotaciji zelo premišljena odločitev, specifična za vsako podjetje, dejavnost, finančni trg ali državo posebej.

LITERATURA

1. Ammer et al, Why Do U.S. Shareholders Prefer Cross-Listed Foreign Stocks? Exploring the Underlying Reasons for Home Bias. Darden Graduate School of Business Administration, University of Virginia, 2005. 63 str.

2. Baker H. Kent, Nofsinger John R., Weaver Daniel G.: International cross listing and visibility, Journal of Financial and Quantitative Analysis - CFA Digest, 33(2003), 22002, 39 str.

3. Bancel Franck, Mittoo Usha R.: European Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Stock Listings. European Financial Management B.k., 7(2001), 2. 43 str.

4. Bortolotti Bernardo, Fantini Marcella, Scarpa Carlo: Why do Governments list privatised companies abroad? International Review of Finance. B.k.; 3(2002), 2; 36 str.

5. Brigham F Eugene, Phillip R. Daves: Intermediate financial management – 6. izdaja; Forth Worth: Dryden press, 1999; 1083 str.

6. Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, René M. Stulz:The Valuation Premium for Non-U.S. Stocks Listed in U.S. Markets, NYSE, Paper no. 2005-01, 2005. 65 str.

7. Eaton, T., J. R. Nofsinger, and D. Weaver: Disclosure and the Cost of Equity in International Cross Listing. Working paper, 2003.

8. Ekkehart Boehmer, Alexander Ljungqvist: On the decision to go public: Evidence from privately-held firms. B.k.: 2004. 46 str.

9. Halling Michael et al.: Where is the Market? Evidence from Cross-Listings. B.k.: 2004. 29 str.

10. Melvin M, Valero-Tonone M: The Effects of International Cross-Listing on Rival Firms. Unpublished working paper, Arizona State University, 2003. 42 str.

11. Mramor Dušan: Finančna politika podjetja; teoretični prikaz - 1. izdaja. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 154 str.

12. Mrak Mojmir: Mednarodne finance – 1. natis. Ljubljana : GV založba, 2002. 682 str.

13. Ngassam Christopher: Determinants of International Stock Listings: New Evidence. Journal of comparative international management, B.k., 4(2001), 1.

14. O' Connor Thomas G.: Does Cross-Listing in the U.S. cause value?. SSNR working paper series, 2005. 51 str.

15. Pagano Marco, Röell Ailsa A., Zechner Josef: The geography of equity listing: Why do companies list abroad? The journal of finance, B.k.: 57(2002), 6, str. 2651 – 2694.

16. Pagano Marco et al.: What makes stock exchanges succed? Evidence from cross-listing desicions. European economic review, B.k.: 45(2001), str. 770-782.

17. Pagano Marco, Panetta Fabio, Zingales Luigi: Why do companies go public? An empirical analysis. NBER working paper 5367. B.k.: NBER, 1995. 62 str., 22 pril.

18. Sarkissaian Sergei, Schill Michael J.: The overseas listing decision: New evidence of proximity preference. Working paper series, paper no. 03-07 - 2. izdaja. B.k.: Darden graduate school of business Administration, University of Virginia, 2003. 55 str., 15. tbl.

19. Senjur Marjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva- 3. izdaja. Maribor : Založba MER, 2001. 424 str.

20. Staliński Piotr, Tuluca Sorin A.: The Determinants of Foreign Listing Decision: Neural Networks Versus Traditional Approaches. International Research Journal of Finance and Economics, B.k., 4(2006), str 220 – 231.

21. Stulz Rene M.: Globalisation of equity markets and the cost of capital. Working paper 7021. B.k.: NBER, 1999. 68 str., 10 pril.

22. Sutton Neal M, Wong Kit Pong, Zechner Josef: IPOs and product quality. The Journal of business, 3(2001), 74, str. 375-408.

VIRI

1. Portal strokovnih člankov, raziskav idr. [http://scholar.google.com/schhp?hl=en&lr=], 10/2006

2. Slovar finančnih izrazov. [URL: http://www.investorwords.com/], 8/2006

3. Spletna stran Newyorške borze; informacije o vstopu, stroških, kotacijah. [URL:http://www.nyse.com/], 9/2006

4. Investor protection effects [URL:http://www.londonstockexchange.com/en-gb/], 9/2006

5. Exploring the Underlying Reasons for Home Bias. [http://www.commerce.virginia.edu/faculty_research/Research/Papers/smith-shareholders_prefer.pdf], 9/2006

6. Razlage finančnih pojmov. [URL: http://www.duke.edu/~charvey/Classes/wpg/glossary.htmg], 8/2006

7. Zbir člankov Newyorške borze. [http://www.nyse.com/marketinfo/researchpaper/1127817523812.html], 9/2006

PRILOGE

Tabela 6: Vpliv lastnosti trga na odločitev Evropskih podjetij o vzporedni kotaciji

Lastnosti trga	Srednja vrednost razlik med domačim in izbranim tujim trgom	Srednja vrednost razlik med povprečjem vseh trgov in izbranim tujim trgom	Št. opazovanj
1. Stroški trgovanja:			
-upoštevaje vpliv trga	-11,67***	-4,29***	157
-izključen vpliv trga	-15,89***	-7,44***	157
2. Kapitalizacija	684,17***	744,06***	159
3. Pokritost z analitiki	-0,57**	-0,20	159
4. Tuje kotacije	8,38***	15,28***	159
5. Prisotnost konkurence (podjetij iste panoge):			
-št. tujih kotacij iz iste panoge	2,35***	2,97***	159
-% tujih kotacij določene panoge v vseh kotacijah	7,76***	8,10***	159

Označba ***, ** ali * pomeni, da je ugotovljen podatek v tabeli značilen pri 1%, 5% ali 10% stopnji tveganja. Pomen označb je enak tudi v drugih tabelah.

Vir: Pagano et al., 2001, str. 778.

Tabela 7: Vpliv lastnosti trga oz. določenih držav na odločitev Evropskih podjetij o vzporedni kotaciji

Lastnosti države	Srednja vrednost razlik med domačo in izbrano državo tuje kotacije	Srednja vrednost razlik med povprečjem vseh držav in izbrano državo tuje kotacije	Št. opazovanj
1. Računovodski standardi	-2,46***	1,47***	159
2. Zaščita investitorja	0,26*	0,74***	159
3. Izvršljivost pogodb	0,13***	0,23***	159
4. Hitrost birokracije	0,16***	0,20***	159

Vir: Pagano et al., 2001, str. 779.

Tabela 8: Primerjava med podjetji z vzporedno kotacijo ter podjetji, ki kotirajo zgolj na domačem trgu – primerjava median vrednosti v času pred ter kmalu po kotaciji (0 je leto začetka kotacije) Vir: Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2674.

Tabela 9: Primerjava med podjetji z vzporedno kotacijo ter podjetji, ki kotirajo zgolj na domačem trgu v odvisnosti od ciljnega trga – primerjava median vrednosti v času pred ter kmalu po kotaciji (0 je leto začetka kotacije)

Trg vzporedne kotacije - ZDA	**-3**	**-2**	**-1**	**0**	**1**	**2**	**3**	**>3**
Celotna sredstva	1,77 ***	1,46 ***	0,88 ***	1,09 ***	1,42 ***	1,50 ***	1,47 ***	3,31 ***
Rast sredstev	5,19	3,34	0,54	15,03 ***	5,19**	1,53	-1,38	2,35 *
Razmerje med izdanimi delnicami in trgovanimi	53,83 ***	36,19 ***	30,33 ***	18,48 ***	16,18 ***	35,34 ***	38,95 ***	35,80 ***
Rast št. zaposlenih	0,44	3,89 *	0,36	5,09 ***	3,80 **	-0,29	-2,76	0,10
Št. zaposlenih	5,51 ***	3,47 ***	2,30 ***	2,53 ***	3,38 ***	4,35 ***	6,83 ***	17,09 ***
Delež izvoza	25,00 ***	24,12 ***	21,51 ***	24,98 ***	35,56 ***	38,24 ***	44,20 ***	34,38 ***
Finančni vzvod	7,06**	6,52 **	4,57 *	2,70	1,09	1,46	-2,07	1,13
Razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo	1,31 ***	0,83 ***	1,20 ***	1,34 ***	1,18 ***	0,96 ***	1,27 ***	1,09 ***
Tržna vrednost ob izdaji	1,20 ***	0,89 ***	0,960 ***	1,56 ***	2,03 ***	2,19 ***	1,82 ***	4,45 ***
Rast sredstev	0,64	1,95	2,58	6,72**	4,40	3,79	-3,62	1,00
Vrednost vlaganj v raziskave / zaposleni	1,83 ***	2,87 ***	1,92 ***	3,01 ***	1,59 ***	1,62 ***	4,17 ***	2,00 ***
Vrednost vlaganj v raziskave / prihodki	1,56 **	2,52 ***	0,40	0,51	0,32	0,08	0,57	0,43**
Vrednost vlaganj v raziskave / strošek dela	0,20 ***	0,11**	0,20 ***	0,11 ***	0,09 ***	0,26 ***	0,11 **	0,11 ***
Skupni prihodki	1,74 ***	0,66 ***	0,77 ***	0,78 ***	1,16 ***	1,31 ***	1,80 ***	3,84 ***
Rast skupnih prihodkov	1,76	-0,85	3,86	2,73	6,37 ***	0,51	1,78	-0,74
Stroški dela / zaposleni	8,46 ***	6,80 ***	5,74 ***	3,39 ***	3,73 ***	5,16 ***	16,20 ***	7,65 ***
Donos na sredstva	0,77	-0,31	-0,06	-0,12	1,14*	-0,57	-0,40	-0,05

Vir: Pagano, Röell, Zechner , 2002, str. 2675.

Tabela 9, drugi del: Primerjava med podjetji z vzporedno kotacijo ter podjetji, ki kotirajo zgolj na domačem trgu v odvisnosti od ciljnega trga – primerjava median vrednosti v času pred ter kmalu po kotaciji (0 je leto začetka kotacije)

Trg vzporedne kotacije - Evropski fin. trg	**-3**	**-2**	**-1**	**0**	**1**	**2**	**3**	**>3**
Celotna sredstva	2,70 ***	1,54 ***	1,58 ***	1,94 ***	2,01 ***	2,76 ***	3,23 ***	4,52 ***
Rast sredstev	5,62	0,76	8,01 **	5,30	4,44	3,36	1,07	-1,43 **
Razmerje med izdanimi delnicami in trgovanimi	40,78 ***	34,72 ***	32,40 ***	54,98 ***	19,80 ***	26,71 ***	30,71 ***	26,47 ***
Rast št. zaposlenih	-5,34	1,40	-0,55	1,08	0,10	1,83	-1,12	-1,68 ***
Št. zaposlenih	14,13 ***	10,04 ***	10,23 ***	14,69 ***	11,23 ***	10,35 ***	10,84 ***	21,95 ***
Delež izvoza	21,41 **	21,09 **	31,72 ***	24,06 ***	22,09 ***	29,09 ***	30,02 ***	27,62 ***
Finančni vzvod	5,41	7,38 **	5,47 *	5,58 **	8,62 ***	11,16 ***	14,95 ***	2,86 ***
Razmerje met tržno in knjigovodsko vrednostjo	-0,17	0,20	-0,06	0,10	0,38	0,38	0,28	0,14*
Tržna vrednost ob izdaji	2,35 ***	1,46 **	1,69 ***	1,66 ***	1,00 ***	1,35 ***	1,30 ***	2,47 ***
Rast sredstev	1,34	0,75	3,92	4,12	3,05	4,74	0,94	-0,99
Vrednost vlaganj v raziskave / zaposleni	-0,11	-0,54	0,05	-0,30	-0,37	0,57	0,31	0,16
Vrednost vlaganj v raziskave / prihodki	-0,65	-1,16	-0,67	-0,75	-0,77	0,07	-0,11	-0,23*
Vrednost vlaganj v raziskave / strošek dela	-0,03***	-0,04	-0,03	-0,04	-0,04	-0,05	ni pod.	0,02
Skupni prihodki	1,32 ***	1,19 ***	1,30 ***	1,72 ***	1,78 ***	2,34 ***	2,66 ***	4,06 ***
Rast skupnih prihodkov	-7,81*	5,08	4,18	5,68**	1,74	0,17	2,50	-1,92 ***
Stroški dela / zaposleni	2,07	4,70**	2,48	5,91 ***	3,17**	0,00	-0,68	0,58
Donos na sredstva	0,44	-0,12	1,13	0,91	0,05	-0,55	-1,20	-0,25

Vir: Pagano, Röell, Zechner , 2002, str. 2675.

Tabela 10: Napoved tuje kotacije na podlagi lastnosti podjetja – Coxova regresija

No. of subjects: 1276 No. of failures: 42 Time at risk: 7727	Log likelihood χ^2(12) Prob > χ^2		-222.39 264.87 0.00
	Hazard Ratio	Z	P>|z|
Finančni vzvod	1,009	0,57	0,57
Delež izvoza	1 ,023	3,53	0,00
Razmerje med tržni in knjigovodsko vrednostjo - PBV	1 ,013	5,59	0,00
Rast vseh sredstev	1,002	9,21	0,00
Spremenljivka privatizacije	19,919	4,03	0,00
Donos na sredstva	0,959	-1,66	0,10
Log. vseh sredstev	1 ,855	4,34	0,00
HI-tec spremenljivka	2,290	2,01	0,05
Popv. 3 najvišjih domačih PBV	0,199	-2,12	0,03
Geografska spremenljivka (Sever)	I ,374	0,66	0,51
Geografska spremenljivka(Jug)	0,626	-0,75	0,45
Geografska spremenljivka (vzhod)	0,5 10	-1,33	0,19

Vir: Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2678.

Tabela 11: Napoved izbire trga na podlagi lastnosti podjetja

Log Likelihood: -221.09	Number of obs. 7732		
	Wald χ^2 (28) 352.87		
	Prob> χ^2 0.00		
	Pseudo R2 0.25		
Lokacije vzporedne kotacije	relative risk ratio	z	P>Izl
Fin. trgi ZDA			
Finančni vzvod	1,032	1,49	0,14
Delež izvoza	1,025	2,56	0,01
Razmerje med tržni in knjigododsko vrednostjo - PBV	1,014	4,01	0,00
Rast vseh sredstev	1,003	3,39	0,00
spremenljivka privatizacije	15,708	2,17	0,03
Donos na sredstva	0,954	-2,15	0,03
Log. vseh sredstev	1,599	2,64	0,01
HI-tec spremenljivka	4,560	2,54	0,01
Domači PBV v ZDA	0785	-0,25	0,80
Popv. 3 najvišjih PBV evropskih fin. trgov	1,035	0,03	0,98
Domači PVB	1,128	0,17	0,87
Geografska spremenljivka (Sever)	0,326	-1,08	0,28
Geografska spremenljivka(Jug)	0,200	-1,50	0,14
Geografska spremenljivka (vzhod)	0,129	-1 ,91	0,06
Evropski fin trgi			
Finančni vzvod	0,990	-0,55	0,58
Delež izvoza	1,015	1,48	0,14
Razmerje med tržni in knjigovodsko vrednostjo - PBV	1,009	1,59	0,11
Rase vseh sredstev	0,994	-0,81	0,42
spremenljivka privatizacije	16,513	3,05	0,00
Donos na sredstva	1,090	3,63	0,00
Log. vseh sredstev	3,004	4,60	0,00
HI-tec spremenljivka	0,507	-1,08	0,28
Domači PBV v ZDA	0,107	-2,92	0,00
Popv. 3 najvišjih PBV evropskih fin. trgov	0,956	-0,04	0,97
Domači PVB	0,756	-0,42	0,68
Geografska spremenljivka (Sever)	5,969	2,76	0,01
Geografska spremenljivka(Jug)	2,466	0,84	0,40
Geografska spremenljivka (Vzhod)	2,031	1,16	0,25

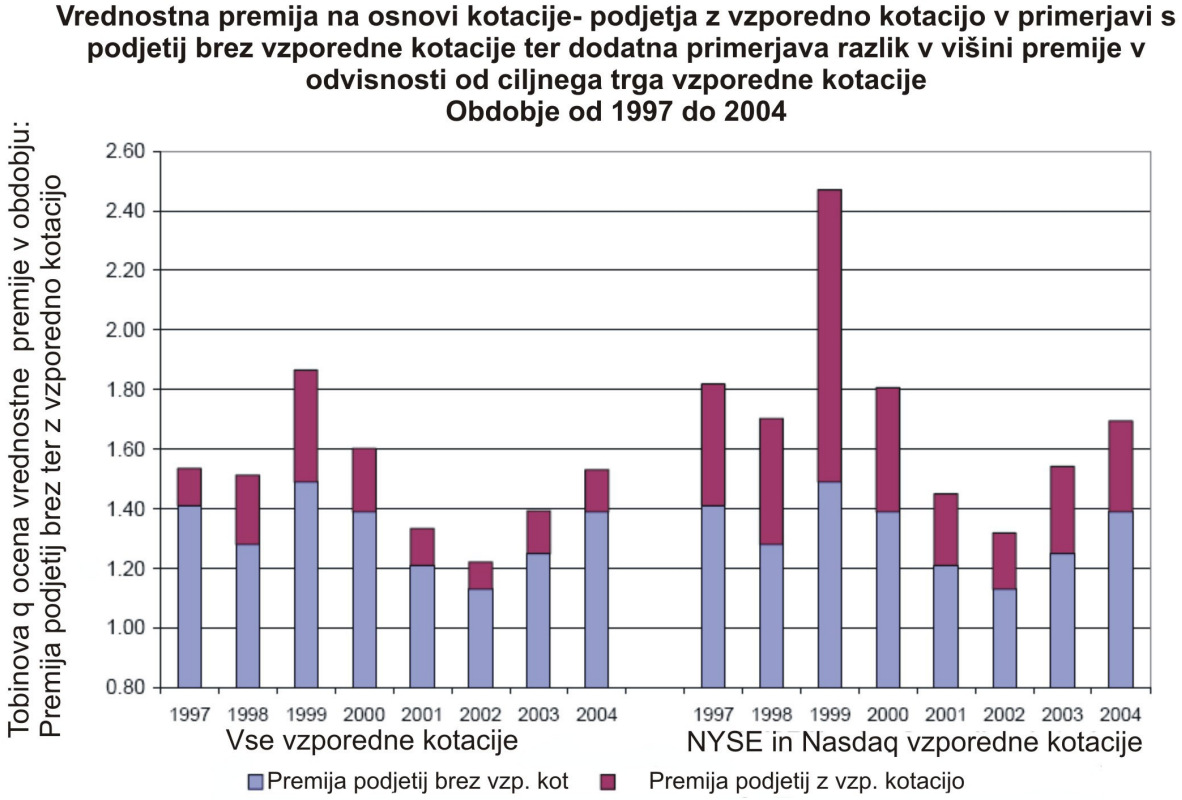
Vir: Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2681.

Tabela 12: Pregled vplivov vzporedne kotacije v odvisnosti od izbranega trga za tujo kotacijo

	Vpliv ZDA	Vpliv ZDA – 3 letni učinek	Vpliv ZDA, permanentni učinek	Vpliv Evropa	Vpliv Evropa – 3 letni učinek	Vpliv Evropa, permanentni učinek	Pseudo R^2	Št. opazovanj
Celotna sredstva	0,03	0,04*	0,05*	-0,01	-0,01	-0,03*	0,12	13540
Rast sredstev	1,83	-1,53	3,21	3,35	-0,19	-2,23	0,08	12210
Razmerja izdanih delnic/ delnice v prometu	-1,01	-1,23	-5,32***	-1,98	-5,08***	-7,23***	0,00	10932
Rast zaposlenih	-0, 13	0,06	2,04	-0, 19	-1,38	-2,40	0,00	11130
Št. zaposlenih	-0,01	0,01	-0,01	0,01	0,01	-0,01	0,01	12591
Delež izvoza	0,20***	0,22 ***	0,22***	0,12 ***	-0,14***	0,16***	0,00	9270
Finančni vzvod	-0,08	0,01	-0,10	0,10	0,09	0,52***	0,00	11115
MBV od izdaji	-0,01	-0,03	-0,03	-0,04	0,05*	0,00	0,02	15437
Tržna vrednost ob izdaji	0,08	0,07	0,11*	0,03	-0,04	-0,08**	0,04	11793
Rast osnovnih sredstev	-1,69	0,26	5,53	1,63	2,32	-1,90	0,01	12193
R&R / zaposleni	0,04	0,09	0,19**	0,67 ***	0,56***	0,71***	0,01	2517
R&R/prihodki	0,01	0,04	-0,04	0,06	0,06	0,06*	0,00	2559
R&R / stroški dela	0,00	0,02 ***	0,01**	0,00	-0,01	0,00	0,00	1620
Celotni prihodki	0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	-0,02	0,10	13498
Rast celotnih prihodkov	-1,96	-1,85	0,46	-5,24	-6,53**	-4,96*	0,07	12165
Stroški dela/zaposlen	-0,58*	-0,82 **	0,35	-3,02***	-1,67***	-0,99***	0,01	6032
Donos na sredstva	0,52*	-0,13	0,02	0,14	0,11	0,34	0,01	12129

Vir: Pagano, Röell, Zechner, 2002, str. 2683.

Prikaz 1: Pregled gibanja vrednostne premije – gibanje vrednostne premije v času pri podjetjih z ter brez vzporedne kotacije ter gibanje v odvisnosti od izbranega trga vzporedne kotacije.



Vir: Doidge, Karolyi in Stulz, 2005, str. 30.