

VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS

FINANSAI IR BANKININKYSTĖ

Gintarė Geišaitė

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

<p>KELIOSE RINKOSE LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ AKCIJŲ GRAŽOS PALYGINIMAS</p>	<p>STOCK RETURNS COMPARISON OF CROSS- LISTED COMPANIES</p>
---	--

Darbo vadovas: Doc. Dr. Algimantas Laurinavičius

Vilnius, 2024

TURINYS

LENTELIŲ SĄRAŠAS	4
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS	5
ĮVADAS	6
1. ĮMONIŲ AKCIJŲ LISTINGAVIMO KELIOSE RINKOSE TEORINIAI ASPEKTAI....	9
1.1 Akcijų listingavimo keliose rinkose koncepcija ir fundamentalieji aspektai	9
1.2 Akcijų listingavimo keliose rinkose motyvai ir reikšmė.....	17
1.2.1 Sprendimą dėl akcijų listingavimo keliose rinkose lemiantys motyvai.....	18
1.2.2 Akcijų listingavimo keliose rinkose nauda ir kaštai	20
1.3 Akcijų listingavimo keliose rinkose poveikis grąžai.....	26
1.3.1 Listinguojamų keliose rinkose akcijų grąžos ypatybės.....	26
1.3.2 Akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio grąžai empirinių tyrimų apžvalga ..	28
2. KELIOSE RINKOSE LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ AKCIJŲ GRAŽOS VERTINIMO METODOLOGIJA	35
2.1 Tyrimo problema, tikslas ir hipotezės	35
2.2 Tyrimo organizavimas ir metodika	37
2.3 Tyrimo apribojimai	45
3. KELIOSE RINKOSE LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ AKCIJŲ GRAŽOS TYRIMO REZULTATŲ VERTINIMAS	46
3.1 Tyrimo imties formavimo ypatumai ir specifika	46
3.2 Akcijų grąžos vertinimas, po papildomo vertybinių popierių listingavimo užsienio rinkose	50
3.2.1 Emitentų iš ribinių ir besivystančių akcijų biržų, listinguojančių akcijas užsienio rinkose, grąžos vertinimas	50
3.2.2 Emitentų iš išsivysčiusių akcijų biržų, listinguojančių akcijas užsienio rinkose, grąžos vertinimas.....	55
3.3 Keliose rinkose listinguojamų įmonių akcijų grąžos tyrimo rezultatų palyginimas ir hipotezių vertinimas.....	60

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI.....	68
LITERATŪROS SĄRAŠAS	72
SUMMARY	78
PRIEDAI.....	80
1 priedas. Tiriamų įmonių, listinguojančių savo akcijas keliuose rinkose, sąrašas	80
2 priedas. Įmonių iš ribinių ir besivystančių rinkų AAR ir CAAR vertės.....	81
3 priedas. Įmonių iš išsivysčiusių rinkų AAR ir CAAR vertės	82

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Įmonių akcijų listingavimo keliose rinkose sąvokos apibrėžimai	10
2 lentelė. MSCI vertybinių popierių rinkų klasifikavimo sistemos kriterijai	16
3 lentelė. Hipotezės apie įmonių akcijų listingavimo keliose rinkose motyvus.....	18
4 lentelė. Akcijų listingavimo keliose rinkose nauda ir kaštai	24
5 lentelė. Akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio grąžai empiriniai tyrimai.....	29
6 lentelė. Akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio grąžai empirinio tyrimo hipotezės	36
7 lentelė. Statistiniuose rinkos modeliuose naudojami vietinės vertybinių popierių biržos akcijų indeksai	49
8 lentelė. Įmonių iš ribinių ir besivystančių rinkų dienos AR vietinėse rinkose, proc.....	51
9 lentelė. Įmonių iš ribinių ir besivystančių rinkų įvykio langų CAAR, proc.....	54
10 lentelė. Įmonių iš išsivysčiusių rinkų dienos AR vietinėse rinkose, proc.	55
11 lentelė. Įmonių iš išsivysčiusių rinkų įvykio langų CAAR, proc.	59
12 lentelė. Emitentų iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių rinkų įvykio langų CAAR, proc.	63

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 paveikslas. Akcijų listingavimo užsienio rinkoje užtikrinimui reikalingi kapitalo rinkos dalyviai.....	12
2 paveikslas. Procentinė įmonių, listinguojančių akcijas užsienio vertybinių popierių rinkose, dalis nuo bendro pasaulio rinkose listinguojamų akcijų skaičiaus, 2000–2021 m.	15
3 paveikslas. Empirinio tyrimo loginė seka.....	38
4 paveikslas. Įvykio tyrimo laikotarpiai.....	43
5 paveikslas. Tiriamų įmonių, iš ribinių ir besivystančių vertybinių popierių biržų, skaičius	47
6 paveikslas. Tiriamų įmonių, iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų, skaičius.....	48
7 paveikslas. Įmonių iš ribinių ir besivystančių vertybinių popierių biržų, AAR ir CAAR reikšmės (-20, +20) įvykio lange, proc.	52
8 paveikslas. Įmonių iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų, AAR ir CAAR reikšmės (-20, +20) įvykio lange, proc.	56
9 paveikslas. Įmonių iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių vertybinių popierių biržų, AAR reikšmės (-20, +20) įvykio lange, proc.	61
10 paveikslas. Įmonių iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių vertybinių popierių biržų, CAAR reikšmės (-20, +20) įvykio lange, proc.	62

ĮVADAS

Darbo temos aktualumas. Įmonės, siekdamos augti ir didinti rinkos vertę, privalo maksimizuoti gaunamus pelnus ir efektyvinti veiklą. Vienas iš būdų pasiekti šiuos tikslus – kapitalo pritraukimas iš akcijų rinkos. Dėl globalizacijos proceso bei technologinės pažangos, sumažėjo investiciniai barjerai tarp nacionalinių kapitalo rinkų, atsivėrė galimybės įmonėms pritraukti kapitalą tarptautinėse rinkose, listinguojant akcijas keliose skirtingose vertybinių popierių biržose vienu metu (Pagano ir kt., 2002; Karolyi, 2006; Peng, Su, 2014). Pastaraisiais dešimtmečiais didėjanti kapitalo rinkos integracija galimai sumažino poreikį įmonėms listinguoti savo akcijas keliose rinkose (Dodd, 2013). Tačiau nepaisant šių reikšmingų pokyčių, įmonių akcijų listingavimas keliose biržose išlieka plačiai paplitusiu ir ilgalaikiu reiškiniu, dėl vertybinių popierių rinkose egzistuojančių reikšmingų skirtumų (Foucault, Fresard, 2012; Sarkissian, Schill, 2016). Pastaraisiais metais didėjantis įmonių, listinguojančių akcijas užsienio vertybinių popierių rinkose, skaičius rodo, jog šis reiškinys neišnyksta bei išlieka populiarus. Sprendimas įmonėms pradėti listinguoti savo vertybinius popierius ne tik vietinėje bet ir užsienio rinkoje gali būti nulemtas įvairių motyvų, kurie yra neatsiejami nuo šio proceso naudos. Tačiau, nepaisant teigiamo akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio, egzistuoja ir šio proceso kaštai, todėl įmonėms priimant sprendimą akcijas listinguoti keliose rinkose, svarbu įvertinti galimus kaštus bei naudą. Literatūroje yra intensyviai diskutuojama apie šio proceso sąsają su pertekline akcijų grąža, kadangi akcijų listingavimas ne tik vietinėje, bet ir užsienio rinkoje vienaip ar kitaip veikia įmonių akcijų prekybą, o kartu ir akcijų grąžos dinamiką.

Analizuojamos temos ištyrimo lygis. Mokslinėje literatūroje atlikta nemažai empirinių darbų, siekiant pagrįsti akcijų listingavimo keliose rinkose poveikį pačių akcijų kainai bei grąžai, tačiau minėtuose empiriniuose darbuose, ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų emitentų papildomo listingavimo poveikis akcijų grąžai, akcentuojamas tik iš dalies. Savo darbuose Coffee (1998, 2002), Karolyi (2006, 2012), Sarkissian, Schill (2016), Alexander, Eun, Janakiramanan (1987), Foucault ir Frésard (2012), You ir kt. (2013), Bancel, Mittoo (2009), Fuerst (1998) plačiai ir įvairiapusiškai nagrinėjo įmonių akcijų listingavimą keliose rinkose ir šio proceso sąsają su akcijų grąža. Teoriniu aspektu akcijų listingavimo keliose rinkose motyvus ir naudą analizavo Errunza, Losq (1985), Stapleton, Subrahmanyam (1977), Dodd (2013), Houston, Jones (2002), Merton (1987), Chemmanur, Fulghieri (2006), Amira, Muzere (2011), Stulz (1999), Dodd, Frijns ir Gilbert (2015). Ne tik naudą bet ir proceso kaštus akcentavo Pagano ir kt. (2002), Doidge (2004), Peng ir Su (2014), Karolyi (2006), Ding ir kt. (2010), Bell,

Filatotchev ir Rasheed (2012). Ilgalaikį ir trumpalaikį papildomo listingavimo užsienio rinkose poveikį akcijų gražai tyrė Baker, Nofsinger ir Weaver (2002), Eaton ir kt. (2007), Roosenboom, Van Dijk, (2009), Serra (1999), Ghadhab ir Hellara (2016), Ghadhab (2021). Veiksnių, susijusių su sprendimu pradėti listinguoti vertybinius popierius keliose rinkose, poveikį akcijų gražai nagrinėjo Lang, Lins, Miller (2003), Lee, Valero, (2010), Doidge, Karolyi, Stulz (2009), Miller (1999), Sarkissian, Schill (2008), Ghadhab ir M'rad (2018). Atsižvelgiant į platų temos nagrinėjimo lygį, galima teigti, kad akcijų listingavimo keliose rinkose klausimas yra reikšmingas.

Darbo naujumas. Mokslinės literatūros ir empirinių tyrimų sisteminimas parodė, jog akcijų listingavimas keliose rinkose ir jo sąsaja su akcijų graža yra plačiai nagrinėjami. Daugumoje ankstesnių empirinių tyrimų, daugiausiai dėmesio skiriama kelioms labai išsivysčiusioms rinkoms (pvz., JAV, Jungtinė Karalystė), tačiau naujų empirinių tyrimų, išskiriančių, įmonių iš mažesnių vietinių biržų, papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkose poveikį akcijų gražai, pasigendama. Būtent todėl ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų emitentų papildomo listingavimo poveikio akcijų gražai skirtumai lieka neaiškūs. Šiame darbe dėmesys kreipiamas būtent į papildomo listingavimo poveikį akcijų gražai, išskiriant ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų emitentus. Šio apseko analizė gali padėti atsakyti į klausimą, ar egzistuoja vietinės rinkos akcijų gražos skirtumai listinguojant akcijas užsienio rinkose priklausomai nuo emitento rinkos išsivystymo lygio.

Darbo problema. Dėl empirinėje literatūroje tik iš dalies akcentuojamų ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų emitentų papildomo listingavimo poveikio vietinės rinkos akcijų gražai bei vieningo sutarimo trūkumo šiuo klausimu, atsiranda motyvas tolimesniems tokio pobūdžio tyrimams atlikti. Šiuo atveju, darbo problema tampa klausimas: ar emitentai iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų, po inicijuoto papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkose, gauna skirtingą, įvykio nulemtą ir neįprastą akcijų gražą vietinėse rinkose?

Darbo objektas – neįprasta (papildomo listingavimo įvykio nulemta) įmonių akcijų gražą vietinėse rinkose, po inicijuoto papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkose.

Darbo tikslas – įvertinti ir palyginti įmonių akcijų listingavimo keliose rinkose įvykio įtaką vietinių rinkų akcijų gražai tarp emitentų iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų.

Darbo uždaviniai:

1. Išnagrinėjus akcijų listingavimo keliose rinkose koncepciją, bei fundamentaliuosius aspektus, nustatyti šio reiškimo motyvus, reikšmę bei apžvelgti minėtų akcijų gražos ypatybes ir empirinių tyrimų, susijusių su analizuojamu poveikiu akcijų gražai, rezultatus.
2. Išanalizuoti akcijų, listinguojamų keliose rinkose, gražos vertinimo metodikas, pagrįsti ir apibrėžti įmonių, listinguojančių vertybinius popierius keliose rinkose, akcijų gražos vertinimo metodologiją.
3. Atlikti įmonių iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų, listinguojančių vertybinius popierius keliose rinkose, akcijų gražos vertinimą vietinėje rinkoje prieš, per ir po inicijuoto papildomo listingavimo užsienio rinkoje įvykio.
4. Susisteminti tyrimo rezultatus, pateikti išvadas ir pasiūlymus.

Darbo metodai. Baigiamojo magistro darbo teorinėje dalyje naudojama mokslinės literatūros analizė, sintezė, lyginimas, sisteminimas, grupavimas bei apibendrinimas. Detalizuojant, šie metodai pirmame ir antrame darbo skyriuose padėjo atskleisti akcijų listingavimo keliose rinkose ypatybes bei akcijų gražos vertinimo metodologiją. Naudojamas standartinio įvykio tyrimo modelis, statistinis rinkos modelis numatomai gražai vertinti, kasdienės, vidutinės bei vidutinė kaupiamosios perteklinės gražos vertinimas, duomenų lyginamoji analizė bei regresinė analizė padėjo atlikti trečiame skyriuje aprašomą empirinį tyrimą, įvertinti įmonių, listinguojančių akcijas keliose rinkose, vietinių rinkų akcijų gražą prieš, per ir po inicijuoto papildomo listingavimo užsienio rinkoje proceso, taip pat atlikti minėtos akcijų gražos lyginimą bei įvertinti jos dinamiką.

Darbo struktūra. Baigiamąjį magistro darbą sudaro trys pagrindiniai darbo skyriai, kurie skirstomi į smulkesnius poskyrius. Pirmajame skyriuje apibūdinama akcijų listingavimo keliose rinkose koncepcija, fundamentalieji aspektai, motyvai ir reikšmė, taip pat, listinguojamų keliuose rinkose, akcijų gražos ypatybės bei atliktų empirinių tyrimų poveikio gražai rezultatų apžvalga. Antrajame skyriuje aptariama keliose rinkose listinguojamų įmonių akcijų gražos vertinimo metodologija. Trečiajame darbo skyriuje vertinama emitentų iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų, listinguojančių vertybinius popierius keliose rinkose, akcijų graža vietinėje rinkoje prieš, per ir po inicijuoto papildomo listingavimo užsienio rinkoje, naudojant susistemintą ir apibendrintą, pirmajame bei antrajame skyriuose pateiktą teoriją bei metodologiją.

1. ĮMONIŲ AKCIJŲ LISTINGAVIMO KELIOSE RINKOSE TEORINIAI ASPEKTAI

Šiuolaikiniame pasaulyje, sumažėjus tarptautiniams kapitalo srautų judėjimo tarp valstybių barjerams, palengvėjus bei pagreitėjus informacijos srautų perdavimui, vertybinių popierių rinkos pradėjo konkuruoti pasauliniu mastu, kas anksčiau buvo neįmanoma. Įvairūs rinkų konkurencingumo aspektai laikui bėgant lemia ir įmonių motyvus listinguoti akcijas užsienio rinkose, o pats akcijų listingavimas keliose rinkose yra svarbus, plačiai paplitęs ir ilgalaikis reiškinys. Įmonėms šis procesas gali suteikti ypač reikšmingos naudos. Todėl teorinėje baigiamojo magistro darbo dalyje, remiantis mokslinės literatūros analize, aptariama akcijų listingavimo keliose rinkose koncepcija, šio proceso motyvai, poveikis ir kaštai, taip pat apžvelgiami akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio grąžai empiriniai tyrimai. Atlikta literatūros analizė yra naudojama tolimesnių darbo dalių plėtojimui.

1.1 Akcijų listingavimo keliose rinkose koncepcija ir fundamentalieji aspektai

Dvidešimtojo amžiaus pabaigoje pasirodę du procesai pradėję pertvarkyti šiuolaikinį pasaulį, buvo globalizacija ir technologijos. Globalizacija sumažino tarptautinius barjerus ir kliūtis kapitalo srautų judėjimui tarp valstybių, o technologijos palengvino ir pagreitino informacijos srautų perdavimą, būtent tai padėjo vertybinių popierių rinkoms konkuruoti pasauliniu mastu, kas anksčiau buvo neįmanoma (Coffee, 2002; Karolyi, 2006). Tarpvalstybinių kapitalo srautų liberalizavimas gerokai sumažino investicines kliūtis tarp nacionalinių kapitalo rinkų ir atvėrė galimybes įmonėms listinguoti vertybinius popierius skirtingose rinkose (angl. cross-listing). Peng ir Su (2014) pabrėžia, kad šis, su globalizacija susijęs reiškinys, turi reikšmingų pasekmių įmonių apimčiai. Įmonėms tampant vis labiau globalioms, plečiant savo produktų rinkas ir vystant investavimo strategijas, tiesioginis priėjimas prie užsienio kapitalo vertybinių popierių biržų gali atnešti ypač reikšmingos naudos (Pagano ir kt., 2002).

Dėl pastebimos reikšmingos akcijų listingavimo keliose rinkose įtakos finansų rinkai ir jos dalyviams, svarbu suprasti kaip apibrėžiama šio proceso sąvoka, o išanalizavus mokslinę literatūrą galima rasti skirtingų autorių siūlomų apibrėžimų, kurie susistemintai pateikiami 1 lentelėje.

1 lentelė

Įmonių akcijų listingavimo keliose rinkose sąvokos apibrėžimai

Autorius	Akcijų listingavimo keliose rinkose apibrėžimas
Coffee (2002)	Galimybė emitentams pasirinkti rinkas, kuriose būtų galima į prekybą įtraukti savo vertybinius popierius ir didinti nuosavą kapitalą.
Karolyi (2012)	Įmonės, listinguojančios akcijas vidaus rinkoje, pasirinkimas įtraukti akcijas ir į užsienio biržų sąrašus.
Foucault, Fresard (2012)	Plačiai paplitęs reiškinys, kuomet įmonės į skirtingas vertybinių popierių biržas įtraukia savo akcijas.
You ir kt., (2013)	Reiškinys, kuomet korporacijos ieško papildomų galimybių listinguoti savo akcijas ar obligacijas kitose šalyse, už vietinės vertybinių popierių rinkos ribų.
Dodd (2013)	Kapitalo pritraukimas tarptautinėse rinkose listinguojant akcijas keliose skirtingose biržose tuo pačiu metu.
Peng, Su (2014)	Situacija, kuomet įmonė įtraukia savo akcijas į užsienio vertybinių popierių biržų sąrašus.
Ghadhab, Hellara (2016)	Įmonės sprendimas pradėti listinguoti savo akcijas užsienio rinkoje, kuomet įmonė sutinka ir priima užsienio vertybinių popierių biržos listingavimo ir atitikties reikalavimus.
Sarkissian, Schill (2016)	Įmonės, listinguodamos savo vertybinius popierius, įprastai tai atlieka vietinėje vertybinių popierių rinkoje, tačiau kartais pasirenkama ir užsienio vertybinių popierių rinka, kaip papildymas vietinėje vertybinių popierių rinkoje listinguojamiems popieriams.
Ghadhab (2021)	Įmonių pasirinkimas savo akcijas listinguoti užsienio rinkose.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis lentelėje nurodytais šaltiniais

Iš pateiktos lentelės matyti, jog dauguma autorių akcijų listingavimą keliose rinkose iš esmės įvardina panašiai, nepaisant to, jog vieni pateikia siauresnį, kiti – kiek platesnį ir detalesnį šio proceso apibrėžimą. Praktikoje, vertybinių popierių listingavimas ne vietinėje rinkoje gali būti įvardinamas įvairiai: listingavimas keliose rinkose (angl. cross-listing), listingavimas užsienyje (angl. foreign-listing), tarptautinis listingavimas (angl. international listing), dvigubas listingavimas (angl. dual-listing) ir pan., o sprendimo pradėti listinguoti akcijas keliose rinkose motyvai, ir praeityje, ir pastarąjį dešimtmetį buvo daugelio tyrimų objektas (Sarkissian ir Schill, 2016; You ir kt., 2013; Karolyi, 2012).

Galima sakyti, jog listingavimas keliose rinkose yra susijęs su mažiausia dvejomis rinkomis: vietine vertybinių popierių rinka (angl. domestic market), kurioje veikia pati įmonė ir

bent viena užsienio vertybinių popierių rinka (angl. foreign exchange). Taip pat pasitaiko atvejų, kuomet įmonės pasirenka listinguoti vertybinius popierius tik užsienio rinkoje, tačiau toks pasirinkimas vis tiek iš dalies yra susijęs su tam tikra informacija apie vietinę rinką, o anot Sarkissian ir Schill (2008), šis fenomenas ypač dažnas tarp Kanados ir Izraelio įmonių. Atvirkščia situacija įmonių pradėjimui listinguoti akcijas keliose rinkose yra žinoma kaip sprendimas nebelistinguoti (angl. delist) savo akcijų užsienio rinkose ir išbraukti akcijas iš užsienio vertybinių popierių biržų sąrašų (Loureiro, Silva, 2020). Tokiam sprendimui įtakos gali turėti daugelis veiksnių, vienas iš reikšmingiausių – kultūriniai skirtumai tarp vietinės ir užsienio rinkų (Dodd, 2013).

Fundamentaliu aspektu, akcijų listingavimo keliose rinkose procesas yra glaudžiai susijęs su efektyvių rinkų hipoteze (angl. efficient-market hypothesis, EMH), likvidumu bei kapitalo kaštais (angl. cost of capital). Efektyvių rinkų hipotezę pirmasis apibrėžė Fama (1965), savo mokslinėje publikacijoje. EMH teigia, kad finansų rinkos, informaciniu požiūriu yra efektyvios t. y. turėtų atspindėti visą turimą informaciją bet kuriuo laiko momentu, o tai reiškia, kad finansinių instrumentų kainos atspindi jų tikrąją vertę. Dėl šios priežasties, rinkos dalyviams yra neįmanoma pasiekti aukštesnės nei vidutinio lygio grąžos, naudojant viešai prieinamą informaciją. Rinkoms esant absoliučiai efektyvioms, akcijų listingavimo keliose rinkose procesas iš dalies taptų nereikšmingas. Tačiau praktikoje, egzistuojantys turto tipų, turimos informacijos lygio skirtumai, veikiantys elgsenos šališkumai, neracionalus investuotojų elgesys gali sukelti nuokrypį nuo visiško rinkos efektyvumo, o neįprastos grąžos (angl. abnormal return) atsiradimas, nulemta arbitražo, yra rinkos efektyvumo pažeidimas (Karolyi, 2006). Būtent todėl, kad rinkos nėra absoliučiai efektyvios, akcijų listingavimo keliose rinkose procesas gali paveikti finansų rinkų informacinį efektyvumą. Iš EMH perspektyvos, akcijų listingavimas keliose rinkose gali turėti teigiamą poveikį rinkos efektyvumui dėl padidėjusio informacijos srauto bei sumažėjusios informacijos asimetrijos (Bianconi, Tan, 2010). Taip pat, po akcijų listingavimo keliose rinkose atsiradusi didesnė konkurencija tarp rinkos dalyvių gali padėti užtikrinti, kad rinkos kainos atspindėtų visą turimą informaciją, o rinkose padidėjusios prekybos apimtys – užtikrintų didesnę kainų nustatymo efektyvumą (Dodd, 2013).

Ryšys tarp akcijų listingavimo keliose rinkose proceso bei likvidumo mokslinėje literatūroje akcentuojamas gana plačiai (Coffee, 2002; Pagano ir kt., 2002; Bancel, Mittoo, 2009; Dodd, Louca, 2012; Lang, Lins, Maffett, 2012). Būtent likvidumo padidėjimas yra įvardinama kaip viena iš pagrindinių įmonės, nusprendusios listinguoti akcijų keliose rinkose, siekių (You ir kt., 2013). Vietinės rinkos neefektyvumas sąlygojantis likvidumo apribojimus motyvuoja įmones inicijuoti papildomą akcijų listingavimą ir dalyvauti efektyvesnėse vertybinių popierių rinkose

išplečiant investuotojų bazę, didinti prekybai skirtų akcijų skaičių, prekybos valandų skaičių ir taip užtikrinant didesnę likvidumą.

Neabejotinai tarp akcijų listingavimo keliose rinkose proceso ir įmonės kapitalo kaštų taip pat egzistuoja tam tikra sąsaja. Inicijuotas akcijų listingavimo užsienio rinkoje procesas gali sumažinti įmonės kapitalo kaštus, pagerindamas jos prieinamumą prie kapitalo ir padidindamas jau minėtą akcijų likvidumą. Akcijų listingavimas keliose rinkose suteikia galimybę pasiekti didesnę investuotojų bazę ir labiau ją diversifikuoti taip pat gali padidinti įmonės matomumą, pagerinti jos reputaciją, įpareigoti laikytis tvirto įmonės valdymo praktikos ir skaidrumo, visa tai, savo ruožtu, gali lemti pagerėjusį įmonės kreditingumą bei sumažinti nuosavybės ir skolos finansavimo išlaidas (Peng, Su, 2014; Ghadhab, M'rad, 2018).

Akcijų listingavimo keliose rinkose procesas dažnai gali nustatyti skirtingus informacijos atskleidimo standartus bei su valdymu susijusius reikalavimus, priklausomai nuo rinkos, į kurią norima įeiti, tipo (Karolyi, 2012). Akivaizdu, kad sprendimas pradėti akcijas listinguoti ne tik vietinėje bet ir užsienio rinkoje yra svarbus įmonei, kadangi šiam procesui įgyvendinti reikalingas daugelio kapitalo rinkos dalyvių įsitraukimas. Pasak Karolyi (2012), sėkmingam šio proceso užtikrinimui reikalingi skirtingi kapitalo rinkos dalyviai ir jų teikiamos paslaugos: investiciniai bankai, finansų įstaigų depozitoriumai, vertybinių popierių saugojimo agentai, koordinuojantys kliringo ir atsiskaitymo sistemas, buhalteriai, teisininkai ir kiti strateginiai patarėjai (žr. 1 paveikslas).

1 paveikslas

Akcijų listingavimo užsienio rinkoje užtikrinimui reikalingi kapitalo rinkos dalyviai



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Karolyi (2012)

Žvelgiant į vertybinių popierių listingavimo užsienio rinkose veiklą iš ilgalaikės perspektyvos, galime pastebėti, jog šio proceso didėjimo ar mažėjimo tendencijos nėra naujos, tačiau vietinės ir užsienio rinkos bei pačių įmonių, norinčių listinguoti vertybinius popierius keliose rinkose, profiliai laikui bėgant pasikeitė. Sarkissian ir Schill (2016) pažymi, jog nuo 1950 m. užsienio įmonių akcijų listingavimas buvo Europos biržų fenomenas, kuomet Belgijos, Didžiosios Britanijos, Olandijos ir Prancūzijos biržos dominavo kaip „priimančios“ užsienio vertybinius popierius, dažnai tai būdavo JAV ir Pietų Afrikos kasybos pramonės akcijos. Anot You ir kt., (2013), tarptautinės integracijos tarp pasaulio kapitalo rinkų augimas nuo 1970 m. iš dalies buvo nulemtas būtent įmonių, kurios ieškojo galimybių listinguoti akcijas užsienio rinkose. Nuo 1980 m. Tokijas tapo dominuojančia vieta listinguoti užsienio vertybinius popierius, tačiau 1990 m. stebimas ryškus šios tendencijos pakeitimas (Sarkissian, Schill, 2016). Dodd (2013) pabrėžia, kad būtent iki 1990 m. kapitalo rinkų susiskaldymas buvo pagrindinė įmonių vadovų motyvacija, svarstyti akcijų listingavimą keliose rinkose, kaip vieną iš pagrindinių priemonių, galinčią įveikti investavimo barjerus ir padaryti įmonės akcijas prieinamas užsienio investuotojams. Iki 2000 m. Kanada ir Indija buvo pagrindinės valstybės, kurių įmonės akcijas listingavimo ne tik vietinėse bet ir užsienio rinkose, o pagrindine užsienio rinka šioms šalims buvo JAV birža, tuo laikotarpiu pritraukusi daugiau nei 50 proc. visų naujų, užsienyje akcijas norinčių listinguoti įmonių, po kurios sekė Liuksemburgo bei Jungtinės Karalystės biržos (Sarkissian, Schill, 2016). Šiuo laikotarpiu įmonės iš skirtingų pramonės šakų pradėjo listinguoti savo vertybinius popierius keliose rinkose, visgi elektronikos pramonė buvo pirmaujanti. Pasak Peng ir Su (2014), pirmajame šio amžiaus dešimtmetyje, „New York Stock Exchange (NYSE)“, NASDAQ, „London Stock Exchange (LSE)“, pritraukė reikšmingą skaičių užsienio įmonių akcijų. Be to, „Euronext“, „Deutsche Boerse“, Honkongas ir Singapūras taip pat tapo populiariomis kryptimis užsienio įmonėms listinguoti savo vertybinius popierius.

Pastarąjį dešimtmetį, pasaulinės vertybinių popierių biržų federacijos (angl. World Federation of Exchanges – WFE) duomenimis (2023), tendencijos taip pat nesikeičia, didžiausios ir populiariausios vertybinių popierių biržos pasaulyje pritraukia nemažai užsienio kompanijų, todėl jos gali būti įvardinamos kaip dominuojančios biržos „priimančios“ užsienio vertybinius popierius: „New York Stock Exchange (NYSE)“, „NASDAQ“, „London Stock Exchange (LSE)“, „Tokyo Stock Exchange (TSE)“, „Hong Kong Stock Exchange (HKEX)“, „Euronext“. Šios biržos pasirenkamos užsienio kompanijų kaip papildomo listingavimo vietą dėl savo likvidumo, investuotojų pasiekiamumo, reguliavimo sistemų savybių bei prestižo. Apžvelgus praeities tendencijas galima sakyti, jog „priimančių“ biržų patrauklumas laikui

bėgant keičiasi dėl įvairių priežasčių, tokių kaip reguliavimo pokyčiai, ekonominės sąlygos, pasaulinės investicijų tendencijos. Dėl to įmonės visuomet gali nuspręsti papildomai listinguoti savo vertybinius popierius biržose, kurios geriausiai atitinka jų konkrečius poreikius ir augimo strategijas.

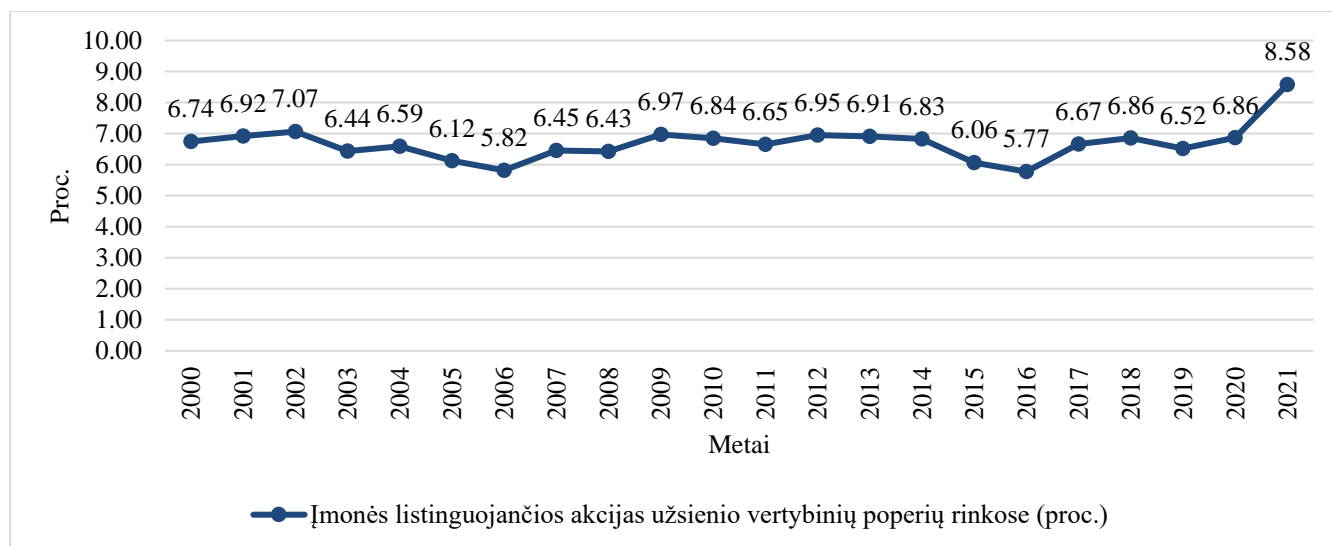
Pasak Dodd (2013), pastaraisiais metais didėjanti kapitalo rinkos integracija dėl mažėjančio reguliavimo ir didėjančios technologinės pažangos prekybos akcijomis srityje (pvz.: elektroninė prekyba vertybinių popierių biržoje listinguojamomis akcijomis), padarė akcijų rinką labiau prieinamą užsienio investuotojams, dėl to galimai sumažėjo poreikis įmonėms listinguoti savo akcijas skirtingose rinkose. Tačiau Pagano ir kt., (2002) išvelgia priešingą kapitalo rinkų integracijos poveikį, anot autorių, ši integracija lėmė precedento neturinčius konkurencijos lygius tarp biržų. Šioje konkurencinėje kovoje laimi biržos, kurios sugeba pritraukti daugiau užsienio įmonių, o tai savaime lemia ir prekybos apimčių padidėjimą. Tad įvairūs rinkų konkurencingumo aspektai laikui bėgant lemia ir užsienio įmonių motyvus listinguoti akcijas būtent jose (Sarkissian, Schill, 2016). Todėl, galima sakyti, jog nepaisant reikšmingų pokyčių pačiose kapitalo rinkose, jų reguliavime bei technologinėje pažangoje, akcijų listingavimas keliose rinkose išlieka svarbus. Foucault ir Fresard (2012) atkreipia dėmesį į tai jog, įmonių akcijų listingavimas keliose biržose yra plačiai paplitęs ir ilgalaikis reiškinys, kuris, nepaisant didėjančios rinkos integracijos neišnyksta ir išlieka populiarus tarp įmonių vadovybių. Šis svarbos ir populiarumo išlaikymas yra siejama su faktu, kad skirtingose vertybinių popierių rinkose visgi išlieka reikšmingų skirtumų, tokių kaip: informacijos kaina bei prieinamumas, investavimo į akcijų rinkas įkainiai, investuotojų apsaugos reglamentavimas ir pan.

Mokslinės literatūros teiginius apie išliekantį akcijų listingavimo keliose rinkose aktualumą patvirtina ir Pasaulinės vertybinių popierių biržų federacijos (WFE) statistiniai duomenys (2023). Įmonių, listinguojančių akcijas užsienio vertybinių popierių rinkose procentinė dalis nuo bendro pasaulio biržose listinguojamų įmonių akcijų skaičiaus 2000–2021 m. laikotarpyje pateikiama 2 paveiksle. Pastebima, jog pastaruosius du dešimtmečius egzistuoja nuosaiki teigiama tendencija t. y. įmonių, listinguojančių akcijas užsienio biržose, procentinė dalis šiuo laikotarpiu augo. Mažiausias minėta procentinė dalis buvo fiksuojama 2006 bei 2016 m., kuomet atitinkamai siekė 5.82 ir 5.77 proc., toks svyravimas ir analizuojamos reikšmės sumažėjimas buvo nulemtas didesnio įmonių, nusprendusių nebelistinguoti savo akcijų užsienio rinkose, skaičiaus. Tuo tarpu didžiausia procentinė dalis, visu analizuojamu laikotarpiu, buvo fiksuojama – 2021 m. kuomet pasiekė 8.58 proc., t. y. apie 5100 užsienio įmonių visame pasaulyje listingavo savo akcijas už vietinės rinkos ribų (Šiaurės ir Pietų Amerikos, Azijos, Ramiojo vandenyno, Europos, Afrikos, Vidurio rytų regionų akcijų biržose). Šie statistiniai

duomenys atskleidžia tarptautinio akcijų listingavimo populiarumo didėjimą, dėl pastaraisiais metais didėjančio įmonių, listinguojančių akcijas užsienio vertybinių popierių rinkose skaičiaus, lyginant jį su bendru pasaulio biržose listinguojamų įmonių akcijų skaičiumi.

2 paveikslas

Procentinė įmonių, listinguojančių akcijas užsienio vertybinių popierių rinkose, dalis nuo bendro pasaulio rinkose listinguojamų akcijų skaičiaus, 2000–2021 m.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis World Federation of Exchanges duomenimis, 2023

Akcijų listingavimo keliuose rinkose poveikis gali priklausyti nuo emitento vietinės rinkos išsivystymo lygio bei savybių, svarbu apibrėžti vertybinių popierių rinkų klasifikaciją. IFC (tarptautinė finansų korporacija) (2016) įvardina besivystančias akcijų rinkas kaip rinkas, esančias besivystančiose ekonomikose. Pasaulio banko duomenimis (2021), besivystančios ekonomikos – žemų arba vidutinių pajamų šalys, kuriose BNP (bendrasis nacionalinis produktas) vienam žmogui yra atitinkamai žemesnis negu 1085 USD ir 4255 USD. MSCI – Morgan Stanley Capital International (2023), pateikia kiek išsamesnę ir labiau specifikuotą vertybinių popierių rinkos klasifikavimo sistemą, kurioje pasaulio valstybių rinkos yra klasifikuojamos į išsivysčiusias (angl. developed markets), besivystančias (angl. emerging markets) bei ribines (angl. frontier markets) pagal ekonominio išsivystymo, rinkos dydžio, likvidumo reikalavimus ir rinkos prieinamumo kriterijus (žr. 2 lentelė).

2 lentelė

MSCI vertybinių popierių rinkų klasifikavimo sistemos kriterijai

Kriterijus	Ribinė rinka	Besivystanti rinka	Išsivysčiusi rinka
A. Ekonominis išsivystymas A.1 Ekonominio vystymosi tvarumas	Reikalavimai netaikomi	Reikalavimai netaikomi	Šalies GNP vienam gyventojui 25 proc. viršija Pasaulio Banko pajamų ribą 3 metus iš eilės.
B. Dydžio ir likvidumo reikalavimai B.1 Kompanijų atitinkančių žemiau išvardytų reikalavimus skaičius Pilna rinkos kapitalizacija Laisvai kintanti rinkos kapitalizacija Vertybinių popierių likvidumas	2 1,033 mlrd. USD 73 mln. USD 2,5 proc. ATVR*	3 2,066 mlrd. USD 1,033 mlrd. USD 15 proc. ATVR*	5 4,133 mlrd. USD 2,066 mlrd. USD 20 proc. ATVR*
C. Rinkos prieinamumo kriterijai C.1 Atvirumas užsienio investuotojams C.2 Atviras kapitalo srautų nutekėjimas, įtekėjimas C.3 Operacijų sistemos efektyvumas C.4 Investavimo instrumentų prieinamumas C.5 Institucinių struktūrų stabilumas	Nežymus Dalinis Vidutinis Aukštas Vidutinis	Reikšmingas Reikšmingas Geras Aukštas Vidutinis	Labai aukštas Labai aukštas Labai aukštas Neribojamas Labai aukštas

* ATVR (Annualized Traded Value Ratio) – metinis prekybos vertės koeficientas, rodantis procentinę dalį vertybinių popierių rinkos vertės kuria buvo prekiaujama per tam tikrą laikotarpį.
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis MSCI (2023)

Anot Serra (1999), besivystančių rinkų atveju, investicinės kliūtys yra didesnės, atsižvelgiant į tai, kad tarptautinės investicijos yra ribojamos reguliacinių ir teisinių barjerų, būtent todėl, akcijų listingavimo keliose rinkose poveikis yra ryškesnis tais atvejais, kuomet akcijas listinguoja įmonės iš besivystančių rinkų, labiau išsivysčiusiose. Ghadhab ir M'rad (2018) teigia, kad pagrindinės JAV biržos (NYSE, AMEX ir NASDAQ) bei Londono vertybinių popierių biržą (pagrindinė ir alternatyviosios) yra svarbiausios priimančios biržos pasaulyje. Būtent šios biržos, pagal MSCI (2023) klasifikaciją, yra priskiriamos prie išsivysčiusių.

Apibendrinant poskyrį galima teigti, kad mokslinėje literatūroje galima rasti skirtingų autorių siūlomų įmonių akcijų listingavimo keliose rinkose sąvokos apibrėžimų (Coffee, 2002; Karolyi, 2012; Foucault, Fresard, 2012; You ir kt., 2013; Dodd, 2013; Peng, Su 2014; Ghadhab, Hellara, 2016; Sarkissian, Schill, 2016; Ghadhab, 2021), kurie savo esme yra ganėtinai panašūs. Galima sakyti, kad šis procesas gali būti suprantamas kaip įmonės strateginis pasirinkimas listinguoti akcijas bent keliose skirtingose vertybinių popierių rinkose – vietinėje ir užsienio.

Fundamentaliuoju aspektu, šis procesas yra glaudžiai susijęs su efektyvių rinkų hipoteze, likvidumu bei kapitalo kaštais. Sėkmingam jo užtikrinimui reikalingos kapitalo rinkos dalyvių teikiamos paslaugos, todėl sprendimas pradėti akcijas listinguoti ne tik vietinėje bet ir užsienio rinkoje yra svarbus įmonės strateginis žingsnis, kuris turi būti detalai apgalvotas ir suplanuotas. Žvelgiant į vertybinių popierių listingavimo užsienio rinkose iš ilgalaikės perspektyvos, šio proceso profiliai laikui bėgant keitėsi. Pastartuoju dešimtmečiu dominuojančios biržos „priimančios“ užsienio vertybinius popierius buvo: „New York Stock Exchange (NYSE)“, „NASDAQ“, „London Stock Exchange (LSE)“, „Tokyo Stock Exchange (TSE)“, „Hong Kong Stock Exchange (HKEX)“, „Euronext“. Galima sakyti, kad nepaisant reikšmingų pokyčių kapitalo rinkose, akcijų listingavimas keliose rinkose išlieka svarbus, plačiai paplitęs ir ilgalaikis reiškinys, o teiginius apie akcijų listingavimo keliose rinkose aktualumą patvirtina ir statistiniai duomenys. Pastaruosius du dešimtmečius egzistuoja nuosaiki teigiama, akcijų listingavimo užsienio rinkose, tendencija, o 2021 m. apie 5100 užsienio įmonių visame pasaulyje listingavo savo akcijas už vietinės rinkos ribų. Taip pat svarbu paminėti, jog akcijų listingavimo keliose rinkose poveikis gali priklausyti nuo emitento vietinės rinkos išsivystymo lygio bei savybių, pagal MSCI (2023), vertybinių popierių rinkos yra klasifikuojamos į išsivysčiusias, besivystančias bei ribines.

1.2 Akcijų listingavimo keliose rinkose motyvai ir reikšmė

Tobulų vertybinių popierių rinkų egzistavimo sąlygomis, įmonės būtų abejingos sprendimui kuriose rinkose listinguoti savo akcijos. Tačiau realybėje nacionalinė finansų rinka yra atskirta nuo tarptautinių rinkų dėl egzistuojančių investavimo kliūčių, akcijų rinkų vertinimo ir likvidumo, dėl šios segmentacijos rinka nėra potencialiai efektyvi. Taip pat įmonėms ne visuomet pavyksta efektyviai išnaudoti pirminio listingavimo vietinėje rinkoje galimybes, dėl nepavykusio pirminio viešo siūlymo (IPO), egzistuojančio riboto nacionalinės rinkos likvidumo ar neįgyjamo konkurencinio pranašumo. Būtent dėl to egzistuoja motyvai akcijas listinguoti keliose rinkose, kurie gali būti grindžiami įvairiomis užsienio rinkų ypatybėmis ir galimybėmis.

Akcijų listingavimas keliose rinkose yra dinamiška ir destabilizuojanti jėga, perkelianti likvidumą iš vietinių biržų į tarptautines, taip skatinant konsolidaciją tarp skirtingų rinkų centrų (Coffee, 2002). Besivystančios akcijų rinkos skiriasi nuo išsivysčiusių, įskaitant didesnes vidutines grąžas, mažesnę koreliaciją su prognozuojama grąža ir didesnę nepastovumą (Hsin, Tseng, 2012). Todėl sprendimas pradėti listinguoti akcijas keliose rinkose yra ypač svarbus mažiau išsivysčiusių šalių įmonėms, kadangi tai suteikia galimybę minėtoms įmonėms įtraukti

savo akcijas į užsienio rinkas, kurios paprastai yra labiau ekonomiškai išsivysčiusios ir didesnės, todėl suteikia kapitalą mažesnėmis sąnaudomis bei didesniu likvidumu (Coffee, 2002; Pagano ir kt., 2002; You ir kt., 2013).

1.2.1 Sprendimą dėl akcijų listingavimo keliose rinkose lemiantys motyvai

Mokslinės literatūros, apie akcijų listingavimą keliose rinkose, gausėjimas nuo 1970 m. daugiausiai atspindi teigiamą šio reiškinio poveikį (You ir kt., 2013). Literatūroje galime rasti autorių iškeltų hipotezių, siekiančių paaiškinti akcijų listingavimo keliose rinkose fenomeną, kurios apibendrina pagrindinius motyvus, priimti sprendimą įmonėms pradėti listinguoti savo vertybinius popierius ne tik vietinėje bet ir užsienio rinkoje. Tačiau literatūroje hipotezės apie šio proceso motyvus yra akcentuojamos ne vienodai, kadangi, skirtingų autorių nuomonėmis, vienos hipotezės galimai labiau daro įtaką šiam sprendimui, kitos – nėra tokios reikšmingos arba sunkiai įvertinamos. Dažniausiai autorių nagrinėjamos hipotezės susistemintai pateikiamos 3 lentelėje, kartu su jų galimu poveikiu pačioms įmonėms, po akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykio.

3 lentelė

Hipotezės apie įmonių akcijų listingavimo keliose rinkose motyvus

	Hipotezė	Bruožai	Poveikis įmonei po inicijuoto akcijų listingavimo užsienio rinkoje
Tradicioniai motyvai	Rinkos segmentavimo hipotezė	Mokestinio reguliavimo apribojimai, informacijos suvaržymas ir kitos investavimo kliūtys.	Sumažėja segmentacija, padidėja turto kainodaros efektyvumas bei rinkos integracija, didėja prieinamumas platesnei investuotojų bazei, dėl to sumažėja kapitalo sąnaudos, didėja našumas.
	Likvidumo hipotezė	Nacionalinė vidaus akcijų rinka yra mažiau likvidi nei užsienio rinkos.	Padidėja akcijos likvidumas ir prekybos konkurencija dėl padidėjusių prekybos valandų, prekiautojų skaičiaus, o tai potencialiai sumažina skirtumus tarp „bid-ask“ kainų ir skatina prekybą vidaus rinkoje.

3 lentelės tęsinys.

Informacija pagrįsti motyvai	Investuotojų atpažinimo hipotezė	Investuotojų nežinojimas apie tam tikrų įmonių akcijas neleidžia visiškai diversifikuoti portfelio.	Pagerėja įmonės akcijų atpažinimas investuotojų tarpe, akcijos tampa patrauklesnės užsienio investuotojams, palengvėja investuotojų bazės plėtrą, gerėja įmonės vertinimas.
	Informacijos atskleidimo hipotezė	Užsienio rinkose taikomi privalomi apskaitos standartai ir informacijos atskleidimo reikalavimai.	Užtikrinamas didesnis informacijos skaidrumas, valdymo standartų vykdymas, sumažėja informacijos asimetrija, akcininkų informacijos stebėjimo kaštai, kapitalo kaina bei padidėja likvidumas.
	Teisinio susiejimo hipotezė	Didesnėse ir labiau išsivysčiusiose užsienio rinkose egzistuoja geresnė smulkiųjų akcininkų interesų apsauga, aukštų teisinių standartų laikymasis investuotojų apsaugos apsektu.	Gerinamas įmonės valdymas, didinamas investuotojų apsaugos lygis užsienio rinkoje, padidėja investuotojų pasitikėjimas, gerėja įmonės vertinimas ir gebėjimas pasinaudoti augimo galimybėmis.
	Artumo pirmenybės hipotezė	Didesnis artumo lygis (t. y. geografinis, kultūrinis, ekonominis, pramoninis) tarp vidaus ir užsienio rinkų, lemia didesnę tikimybę, kad įmonės akcijos bus listinguojamos toje rinkoje.	Pačios įmonės ar jos kilmės šalies pažinimas suteikia informacijos pranašumą ir didina norą investuoti, kadangi investuotojai labiau linkę investuoti į pažįstamas įmones, todėl yra padidinamas įmonės akcininkų skaičius.
	Verslo strategijos hipotezė	Sprendimas pradėti listinguoti akcijas keliose rinkose yra susijęs su konkrečios įmonės globalia verslo strategija.	Būdas įmonei įsipareigoti siekti aukštesnių valdymo standartų, padeda išlaikyti konkurencinę padėtį pramonėje, padidina įmonės matomumą užsienio rinkoje.

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis Alexander, Eun ir Janakiramanan (1987); Amira, Muzere (2011); Baker, Nofsinger ir Weaver (2002); Bancel, Mittoo (2009); Chemmanur, Fulghieri (2006); Coffee (1998, 2002); Dodd (2013); Dodd, Frijns ir Gilbert (2015); Doidge (2004); Errunza ir Losq (1985); Foucault ir Frésard (2012); Fuerst (1998); Ghadhab (2021); Ghadhab ir Hellara (2016); Ghadhab ir M'rad (2018); Houston, Jones (2002); You ir kt. (2013); Karolyi (2006, 2012); Merton (1987); Pagano ir kt. (2002); Peng ir Su (2014); Sarkissian ir Schill (2016); Stapleton, Subrahmanyam (1977); Stulz (1999)

Išanalizavus autorių siūlomas, įmonių akcijų listingavimo keliose rinkose priežastis, pastebėta, kad šios priežastys koncentruojasi ties pagrindinėmis septyniomis hipotezėmis: rinkos segmentavimo, likvidumo, investuotojų atpažinimo, informacijos atskleidimo, susiejimo, artumo pirmenybės ir verslo strategijos. Dodd (2013) atliktame tyrime minėtas hipotezes skirsto į dvi

grupės: tradicinių motyvų ir informacija pagrįstų motyvų, toks pat principas taikomas ir 3 lentelėje. Tradiciniais motyvais listinguoti akcijas keliose rinkose įvardinami tie motyvai, kuriais siekiama įveikti investicines kliūtis (rinkos segmentavimo hipotezė) ir gerinti akcijų likvidumą (likvidumo hipotezė). Kitos hipotezės (investuotojų atpažinimo, informacijos atskleidimo, teisinio susiejimo, artumo pirmenybės bei verslo strategijos) labiau akcentuoja informacija pagrįstus motyvus, kuriais siekiama sumažinti informacijos asimetriją ir pagerinti akcijų informacinę aplinką.

1.2.2 Akcijų listingavimo keliose rinkose nauda ir kaštai

Motyvai akcijas listinguoti keliose rinkose kyla iš tam tikro poveikio, kurį gali sukelti šis procesas. Būtent todėl minėti motyvai yra neatsiejami nuo šio proceso naudos. Siekiant plačiau atskleisti įmonių motyvus pradėti listinguoti akcijas keliose rinkose, bei jų teigiamą poveikį, darbe bus detalizuojamos 3 lentelėje pateiktos hipotezės ir jų galimas poveiki.

Rinkos segmentavimo hipotezė. Ši hipotezė yra dažniausiai minima kaip akcijų listingavimo keliose rinkose priežastis (Bianconi, Tan, 2010). Anot Ghadhab, M'rad (2018), tai viena iš plačiausiai nagrinėjamų ir pirmųjų hipotezių, kuria siekta racionalizuoti ir praaikinti rinkos reakcijas į akcijų listingavimą keliose rinkose, o kartu ir šio reiškinio efektyvumą. Pagal šią hipotezę, įmonės nusprendžia listinguoti savo akcijas užsienio biržose, siekdamos įveikti rinkos segmentaciją. Mokslininkų Alexander, Eun ir Janakiramanan (1987), Errunza ir Losq (1985), Stapleton, Subrahmanyam (1977), sukurti teoriniai modeliai teigia, kad esant dalinei ar visiškai segmentacijai rinkoje, vietinės rinkos investuotojai reikalauja santykinai didesnės grąžos iš užsienio rinkose įsigytų vertybinių popierių, lyginant juos su vietinės rinkos vertybiniais popieriais. Todėl įmonės priimdamos sprendimą listinguoti akcijas keliose rinkose, tokiu būdu gali įveikti tarptautines investicines kliūtis (pvz.: mokesčio reguliavimo apribojimus, informacijos suvaržymą) ir padaryti akcijas lengviau prieinamas investuotojams, o tai didina rinkos integraciją, akcininkų bazę ir rizikos pasidalijimą bei sumažina kapitalo sąnaudas (Coffee, 2002; Karolyi, 2012). Dodd (2013) teigimu, ankstesni empiriniai tyrimai palaiko rinkos segmentavimo hipotezę, tačiau naujesni tyrimai kelia klausimą, dėl silpno empirinio pagrindimo ir argumentavimo.

Likvidumo hipotezė. Prastas akcijų rinkos likvidumas yra vienas iš rinkos, atskirtos nuo pasaulinių finansų rinkų, trūkumų, kuris gali būti sumažintas akcijas listinguojant keliose rinkose (Coffee, 2002). Geresnį akcijų likvidumą įmonių vadovai dažnai įvardija kaip vieną iš pagrindinių motyvų pradėti listinguoti akcijas užsienio rinkoje (Houston, Jones, 2002; Bancel,

Mittoo, 2009). Dar viena likvidumo hipotezės pasekmių – padidėjęs likvidumas po papildomo akcijų listingavimo įvykio turi teigiamą poveikį ir pačiam įmonės vertinimui bei pripažinimui. Šis procesas padidina prekybos valandų ir prekyautojų, turinčių ekonominių interesų į įmonės akcijas, skaičių, todėl padidina prekyautojų įmonės akcijomis konkurenciją, tai, savo ruožtu, sumažina skirtumus tarp „bid-ask“ (pirkimo – pardavimo) kainų ir skatina prekybą vidaus rinkoje. Esami empiriniai tyrimai įrodo, kad po įmonių, iš išsivysčiusių šalių, akcijų listingavimo JAV (kaip užsienio rinkoje), pagerėja minėtų įmonių vidaus rinkoje prekiaujamų akcijų likvidumas, o besivystančių rinkų atveju jis nesikeičia (Dodd, 2013).

Investuotojų atpažinimo hipotezė. Merton (1987) pabrėžia, kad tiesioginis investuotojų prižadavimo mastas yra įmonės investuotojų bazės dydis. Todėl autorius siūlo įmonėms dėti pastangas plečiant savo investuotojų bazę, tokiu atveju pagerėtų pačios įmonės vertinimas, o vienas iš būdų tai padaryti – listinguoti akcijas ne tik vietinėje bet ir užsienio rinkoje. Dodd (2013) taip pat pabrėžia, jog akcijų listingavimas keliose rinkose daro jas patrauklesnes užsienio investuotojams ir plečia investuotojų bazę. Reiter (2021) pastebi, jog prieš listingavimo užsienio rinkoje įvykį, įmonė ženkliai padidina komunikaciją žiniasklaidoje. Baker, Nofsinger ir Weaver (2002) teigimu, šis procesas suteikia reikšmingą akcijas sekančių analitikų ir žiniasklaidos dėmesio padidėjimą. Anot Peng, Su (2014), būtent tokio dėmesio padidėjimas sustiprina įmonės reputaciją, pritraukia daugiau potencialių akcininkų ir mažina kapitalo kainą. Todėl galima sakyti, kad akcijų listingavimo procesas padidina investuotojų pripažinimą užsienio investuotojų tarpe, dėl kurio teigiamai pasikeičia ir įmonės vertė.

Informacijos atskleidimo hipotezė. Daroma prielaida, jog rinkoje egzistuoja tam tikra informacijos asimetrija ir neefektyvumas (Bianconi, Tan, 2010). Akcijų listingavimas užsienio rinkose yra neišvengiamai susijęs su užsienio rinkose taikomų privalomų apskaitos standartų ir informacijos atskleidimo reikalavimų vykdymu. Tai leidžia siekti didesnio skaidrumo, aukštesnių valdymo standartų, sumažinti informacijos asimetriją tarp įmonės vadovų ir investuotojų grupių, taip pat sumažinti esamų bei potencialių akcininkų informacijos stebėjimo išlaidas, o kartu ir jų reikalaujamą gražos normą bei kapitalo kainą (Dodd, 2013; Ghadhab, M’rad, 2018; Karolyi, 2012; Sarkissian, Schill, 2016;). Fuerst (1998), sukūrė torinį modelį, paaiškinantį didėjančią užsienio įmonių įsitraukimą į JAV vertybinių popierių biržą 1990 m., kuris parodo, jog įmonių vadovų sprendimą įtraukti akcijas į užsienio rinką (šiuo atveju JAV) lemia geresni informacijos atskleidimo standartai, didesni informacijos apie įmonės ateities perspektyvas ir kokybę reikalavimai. Kiek naujesni toriniai modeliai (Chemmanur, Fulghieri, 2006; Amira, Muzere, 2011) taip pat palaiko informacijos atskleidimo hipotezę ir siūlo įmonėms listinguoti savo akcijas tose užsienio rinkose, kuriose yra taikomi griežčiausi informacijos

atskleidimo reikalavimai, tam, kad iš papildomo listingavimo, likvidumo atžvilgiu, pavyktų gauti daugiau naudos. Galima sakyti, kad papildomas informacijos atskleidimas, nulemtas akcijų listingavimo užsienio rinkoje, tobulina įmonės informacinę aplinką, gerina įmonės valdymo standartų vykdymą, informacijos skaidrumą, o kartu ir pačių akcijų likvidumą bei pripažinimą (Pagano ir kt., 2002; You ir kt., 2013).

Teisinio susiejimo hipotezė. Mokslininkai Stulz (1999), Coffee (1998, 2002) savo teoriniais darbais nustatė pagrindus alternatyviems motyvų listinguoti akcijas keliose rinkose paaiškinimams bei iniciavo diskusijas apie šio proceso naudą, kuri kyla iš naujos teisės aktų aplinkos, užtikrinančios geresnę investuotojų apsaugą. Anot Ghadhab ir M'rad (2018), įmonės apsisprendžia listinguoti savo vertybinius popierius didesnėse ir labiau išsivysčiusiose rinkose (tokiose kaip pvz.: JAV) dėl geresnės smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos, aukštų teisinių standartų laikymosi investuotojų apsaugos klausimu. Galima sakyti, kad akcijų listingavimas tose užsienio rinkose, kuriose egzistuoja griežtesni teisiniai ir informacijos atskleidimo reikalavimai, lyginant juos su vidaus rinkos standartais, yra būdas įmonėms „susieti“ savo veiklą su geresne įmonės valdymo praktika (Doidge, 2004; Doidge, Karolyi, Stulz, 2007; Karolyi, 2012; Sarkissian, Schill, 2016). Tokiu atveju, atitinkamai ribojamos vadovų ir kontroliuojančių akcininkų galimybės siekti privačių interesų, perteklinės privačios naudos, bei padidinami įmonės gebėjimai pasinaudoti augimo galimybėmis (Dodd, 2013; Huang, Elkinawy, Jain, 2013). Todėl investuotojai pranešimą apie akcijų listingavimą didesnėse užsienio rinkose interpretuoja kaip gerą signalą, sukeltą teigiamą akcijų kainų reakciją, o kartu ir aukštesnę investuotojų pasitikėjimą bei mažesnes kapitalo sąnaudas (Karolyi, 2012; Ghadhab, M'rad, 2018). Galima sakyti, kad teisinio susiejimo motyvas, listinguoti akcijas užsienio rinkose, kuriose egzistuoja geresni teisinės investuotojų apsaugos standartai, sąlygoja didesnę įmonės rinkos vertinimą (Coffee 2002).

Artumo pirmenybės hipotezė. Dodd (2013) teigimu, įmonės kilmės šalies pažinimas suteikia informacinį pranašumą investuotojams, kurie būtent dėl šios priežasties gali būti labiau linkę prekiauti tokios įmonės akcijomis. Įmonės tai numato ir pasirenka listinguoti akcijas tose užsienio rinkose, kurios investuotojai turi daugiau reikšmingos informacijos apie jas. Taip pat Dodd, Frijns ir Gilbert (2015) atkreipia dėmesį, kad investuotojai yra labiau linkę investuoti į pažįstamas akcijas, todėl įmonės yra labiau linkusios listinguojant akcijas tose užsienio rinkose, kurios turi panašumų kultūriniu požiūriu ir geografiškai yra artimos vietinės rinkos atžvilgiu. Tokiu būdu įmonių vadovybės siekia maksimaliai padidinti listingavimo keliose rinkose naudą, didinant akcininkų bazę. Sarkissian ir Schill (2008) atliktas empirinis tyrimas rodo, jog geografinis ir kultūrinis artumas yra svarbūs veiksniai lemiantys sprendimą pradėti listinguoti

akcijas užsienio rinkoje. Todėl galima pastebėti, kad didesnis artumo lygis (geografinis, kultūrinis, ekonominis, pramoninis) tarp vidaus ir užsienio rinkų didina tikimybę įmonėms nusprendusioms pradėti listinguoti akcijas keliose rinkose, įtraukti savo vertybinius popierius būtent į kaimyninių rinkų sąrašus.

Verslo strategijos hipotezė. Sprendimas pradėti listinguoti akcijas keliose rinkose yra neatsiejama įmonės tarptautinės verslo strategijos dalis (Pagano ir kt., 2002). Minėta verslo strategija gali būti susijusi su investuotojų bazės didinimu, galimybe suteikti prieigą prie klientų ir tiekėjų, galimybe gauti prieigą prie užsienio kapitalo rinkų, pranešimu rinkos dalyviams, kad įmonė tapo pasaulinio masto žaidėju, galimybe išlaikyti įmonės konkurencinę padėtį pramonėje ir pan. (Dodd, 2013; Ghadhab, M'rad, 2018). Anot Pagano ir kt. (2002), minėtų tarptautinės verslo strategijos tikslų įmonė gali pasiekti vis labiau internacionalizuojantis, o vienas iš būdų tai padaryti – listinguoti vertybinius popierius keliose rinkose.

Detaliau išnagrinėjus hipotezes apie įmonių akcijų listingavimo keliose rinkose motyvus galima pastebėti, kad literatūroje esama skirtingų nuomonių apie šių hipotezių reikšmingumą, bei skirtingų empirinių tyrimų – palaikančių tam tikras hipotezes taip pat pastebima autorių, kurie kelia klausimą, dėl silpno hipotezių empirinio pagrindimo ir argumentavimo. Visgi galima sakyti, kad įmonių akcijų listingavimo keliose rinkose motyvai yra orientuoti į tam tikrą poveikį pačioms įmonėms, po šio proceso pradžios.

Nepaisant aptarto teigiamo akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio, egzistuoja ir šio proceso kaštai bei trūkumai, kuriuos taip pat svarbu paminėti. Nors papildomo kapitalo pritraukimas yra vienas iš teigiamo poveikio motyvų pradėti akcijas listinguoti keliose rinkose, tačiau šis poveikis, anot Peng ir Su (2014), iškart po papildomo listingavimo proceso nėra lengvai prieinamas, kadangi minėtų papildomų kapitalo išteklių įmonė traumuoja laikotarpiu negali nedelsiant panaudoti ir investuoti į pelningus projektus. Atkreipiant dėmesį į vertybinių popierių listingavimo keliose rinkose kaštus, juos autoriai savo darbuose akcentuoja skirtingai. Galima sakyti, kad įmonės, nusprendusios listinguoti vertybinius popierius užsienio rinkose susiduria su didėjančiais kaštais, atsirandančiais dėl papildomų akcijų listingavimo mokesčių, padidėjusių privalomų apskaitos standartų ir informacijos atskleidimo reikalavimų, nuodugnesnio analitikų ir žiniasklaidos nagrinėjimo bei papildomų rinkos tyrimų poreikio. Doidge (2004), Peng ir Su (2014) aptaria biurokratinius šio proceso kaštus, kurie apima įtraukimo į vertybinių popierių sąrašus sąnaudas, administracinių procesų bei teisinės atitikties išlaidas. Karolyi (2006, 2012) taip pat pabrėžia, jog egzistuoja tam tikri kaštai, kuriuos verta apsvarstyti prieš priimant sprendimą akcijas listinguoti keliose rinkose: tiesioginės listingavimo išlaidos, didėjančios teisinės ir mokestinės prievolės, kaštai dėl papildomos reguliavimo

apribojimų ir informacijos atskleidimo naštos listinguojant akcijas užsienio rinkoje, reikalavimai įmonėms parengti ir pritaikyti finansines ataskaitas ne tik pagal vietinius bet ir užsienio šalies standartus ir pan. Ding ir kt. (2010) atkreipia dėmesį, jog tiesioginės listingavimo išlaidos dažnai yra pernelyg didelės, todėl įmonės jas amortizuoja per kelerius metus po pradinio akcijų įtraukimo į užsienio rinką. Bell, Filatotchev ir Rasheed (2012) pabrėžia, kad įmonės, pradėjusios listinguoti vertybinius popierius keliose rinkose patiria atitikties kaštus, prisiimant atsakomybę dėl užsienio kapitalo rinkose egzistuojančių institucinių skirtumų ir trūkumų vertinant informaciją vietinėse rinkose. Tikėtina, kad trumpuoju laikotarpiu atitikties kaštai bus ypač didelės reikšmės, tačiau ilginiui jie palaipsniui absorbuojami ir gali nebeturėti tokios didelės reikšmės įmonei. Be atitikties kaštų, traumuoja laikotarpiu taip pat labai reikšmingos yra pačios įmonės atpažinimo užsienio rinkoje išlaidos (Peng Su, 2014). Užsienio analitikams dažnai sunku atkreipti dėmesį ir suprasti naujai listinguojamų įmonių specifiką, dėl jų įvairovės. Būtent todėl savęs identifikavimas įmonei, įeinanti į užsienio vertybinių popierių biržų sąrašus, tampa kritiškai svarbus. Nepavykus pritraukti atsiliepimų ir pritarimo iš tam tikrų vertybinių popierių analitikų, įmonė negali pritraukti ir potencialių investuotojų kapitalo didinimui.

Dėl egzistuojančių reikšmingų kaštų, vertybinių popierių listingavimas užsienio rinkose yra brangus finansinis procesas lengviau prieinamas didesnėms įmonėms. Pagano ir kt. (2002), bei You ir kt. (2013) teigimu, dėl generuojamos didesnės grąžos, stambioms įmonėms lengviau patekti į užsienio rinkas siekiant pritraukti kapitalą, kadangi egzistuoja geresnės galimybės padengti brangias, įtraukimo į užsienio rinkų vertybinių popierių sąrašus, išlaidas. Todėl autorių teigimu, įmonės turinčios aukštesnę akcijos kainos ir pelno santykį (angl. price to earnings, P/E) bei skolos ir nuosavybės koeficientą (angl. debt to equity ratio, D/E) yra linkusios listinguoti akcijas keliose rinkose. Visgi svarbu pabrėžti, kad įmonės priimdamos sprendimą akcijas listinguoti keliose rinkose, atsižvelgia į teigiamus ir neigiamus šio proceso aspektus, įvertina galimus kaštus bei naudą, todėl papildomas listingavimas užsienio rinkose būna apgalvotas ir dažniausiai – pelningas sprendimas dėl teigiamo poveikio ir gaunamos naudos, kuri viršija šio proceso kaštus. Šiame skyriuje išanalizuoti ir aptarti akcijų listingavimo keliose rinkose naudos ir kaštų aspektai susistemintai pateikiami 4 lentelėje.

4 lentelė

Akcijų listingavimo keliose rinkose nauda ir kaštai

Akcijų listingavimo keliose rinkose nauda	Akcijų listingavimo keliose rinkose kaštai
Sumažėjusi rinkos segmentacija ir padidėjusi integracija.	Sunkiai prieinamas papildomas akcijų listingavimo procesas.
Tarptautinių investicinių kliūčių įveikimas.	Atsirandantis papildomų rinkos tyrimų poreikis.

4 lentelės tęsinys.

Akcininkų bazės padidėjimas.	Įtraukimo į vertybinių popierių sąrašus sąnaudos.
Padidėjęs rizikos pasidalijimas tarp investuotojų.	Įmonės atpažinimo užsienio rinkoje išlaidos.
Kapitalo sąnaudų sumažėjimas.	Nuodugnesnis analitikų ir žiniasklaidos nagrinėjimas.
Akcijų likvidumo padidėjimas.	Didėjančios teisinės ir mokestinės prievolės.
Pagerėjęs įmonės vertinimas bei pripažinimas, sustiprėjusi reputacija.	Kaštais dėl atsiradusių papildomų akcijų listingavimo mokesčių.
Padidėjęs prekybos valandų skaičius.	Administracinių procesų bei teisinės atitikties išlaidos.
Skatinama akcijų prekyba vidaus rinkoje.	Kaštai dėl papildomos reguliavimo apribojimų.
Akcijas sekančių analitikų ir žiniasklaidos dėmesio padidėjimas.	Atsirandantys atitikties kaštai, dėl užsienio kapitalo rinkose egzistuojančių institucinių skirtumų.
Mažėjanti informacijos asimetrija tarp įmonės vadovų ir investuotojų grupių.	Padidėję privalomų apskaitos standartų ir informacijos atskleidimo reikalavimai.
Sumažėjusios esamų bei potencialių acininkų informacijos stebėjimo išlaidos.	Ribotos papildomų kapitalo išteklių panaudojimo ir investavimo į pelningus projektus galimybės traumuoja laikotarpiu po papildomo listingavimo įvykio.
Didesnis skaidrumas ir pagerėjęs įmonės valdymo standartų vykdymas.	
Geresnės investuotojų apsaugos užtikrinimas.	
Ribojamos vadovų ir kontroliuojančių acininkų galimybės siekti privačių interesų.	
Padidėjęs įmonės gebėjimas pasinaudoti augimo galimybėmis.	
Teigiama akcijų kainų reakcija.	
Aukštesnis investuotojų pasitikėjimo lygis.	
Galimybė siekti tarptautinės verslo strategijos tikslų.	

Šaltinis: sudaryta autoriaus, apibendrinant 1.2.2 poskyryje cituojamus šaltiniais

Apibendrinant poskyrį galima teigti, jog motyvai akcijas listinguoti keliose rinkose gali būti grindžiami įvairiomis užsienio rinkų ypatybėmis ir galimybėmis. Mokslinėje literatūroje yra keliamos hipotezės siekiančios paaiškinti akcijų listingavimo keliose rinkose fenomeną, jos koncentruojasi ties pagrindiniais septyniais tradiciniais ir informacija pagrįstais motyvais: rinkos segmentavimo, likvidumo, investuotojų atpažinimo, informacijos atskleidimo, susiejimo, artumo pirmenybės ir verslo strategijos. Galima sakyti, kad akcijų listingavimo keliose rinkose motyvai yra orientuoti į teigiamą poveikį pačioms įmonėms ir yra neatsiejami nuo šio proceso naudos. Nepaisant teigiamo poveikio, egzistuoja ir šio proceso kaštai bei trūkumai, kurie pasireiškia tiek trumpuoju, tiek ilguoju laikotarpiu. Todėl įmonės sprendimas akcijas listinguoti keliose rinkose būna apgalvotas, atsižvelgiant į teigiamus ir neigiamus šio proceso apsektus.

1.3 Akcijų listingavimo keliose rinkose poveikis grąžai

Mokslinėje literatūroje yra intensyviai diskutuojama apie akcijų listingavimo keliose rinkose procesą bei jo sąsają su akcijų grąža. Nors literatūros gausėjimas šia tema yra fiksuojamas nuo 1980 m., tačiau susidomėjimas tema atgijo ir pastaraisiais dešimtmečiais (Esqueda, 2017). Kaip jau 1.2.2 poskyryje buvo minėta, Karolyi (2012) bei Ghadhab, M'rad (2018) remiantis teisinio susiejimo hipoteze teigia, jog investuotojai pranešimą apie akcijų listingavimą didesnėse užsienio rinkose interpretuoja kaip gerą signalą, sukeltą teigiamą akcijų kainų reakciją. Anot Karolyi (2006), įmonėms būdingi veiksniai, susiję su informacine aplinka (pvz.: įmonės dydis, nuosavybės struktūra, analitikų susidomėjimas ir pan.) bei šalies lygiu būdingi veiksniai (pvz.: šalies rinkos ir valiutos kurso nepastovumas, investiciniai apribojimai ir finansinių sandorių sudarymo sąnaudos) daro įtaką keliose rinkose listinguojamų įmonių akcijų prekybai, likvidumui ir bendrai akcijų grąžos dinamikai.

1.3.1 Listinguojamų keliose rinkose akcijų grąžos ypatybės

Mokslinėje literatūroje autoriai pabrėžia akcijų listingavimo keliose rinkose naudą per padidėjusią įmonės vertę, kuri yra siejama su neįprasta ar dar kitaip vadinama pertekline akcijų grąža (angl. abnormal return), gauta po šio proceso pradžios (Coffee, 2002). Pati akcijų grąža gali būti suprantama kaip procentinis kainos pokytis, lyginant akcijos kainą su tam tikro, jau paėjusio laikotarpio (pvz.: praėjusios prekybos dienos), kaina. Vidutinė grąža gaunama apskaičiavus lyginamųjų laikotarpių aritmetinį vidurkį. Pasak Miller (1999), akcijų grąžai įtaką gali daryti tam tikri įvykiai susiję su įmone (pvz.: paskelbimas apie sprendimą pradėti listinguoti akcijas keliose rinkose, dividendų paskelbimai, įmonių susijungimai ar pan.), kurie sukelia neįprastos, perteklinės grąžos atsiradimą. Ši grąža gali būti teigiama ir neigiama bei yra suprantama kaip skirtumas tarp vidutinės rinkos tikėtinos grąžos ir vidutinės tiriamų akcijų grąžos.

Visgi autoriai mokslinėje literatūroje akcentuoja skirtingas akcijų grąžos ypatybes, siedami jas su akcijų listingavimu keliose rinkose. Coffee (2002) teigia, jog listinguojant akcijas keliose rinkose yra gaunama teigiama perteklinė grąža, kuri yra statistiškai reikšminga ir neišsisklaido po šio proceso pradžios. Anot Dodd (2013), ankstyvieji akcijų listingavimo keliose rinkose tyrimai atskleidė, jog šis procesas nulėmė atsiradusią teigiamą perteklinę grąžą tiek įmonėms paskelbus apie sprendimą įtraukti akcijas į užsienio biržų sąrašus, tiek pačio proceso pradžios metu. Anot Ghadhab (2021), lyginant trumpo ir ilgo laikotarpio, akcijų listingavimo

keliose rinkose įvykio, rezultatus, juos atspindi skirtumas tarp trumpalaikių ir ilgalaikių kainų reakcijų, šis skirtumas autoriaus atliktame tyrime buvo teigiamas ir reikšmingas, o tai nurodo, jog įmonės vertės padidėjimas, nulemtas perteklinės gražos, iš esmės atsiranda trumpuoju laikotarpiu (t. y. kelių dienų bėgyje po akcijų įtraukimo į užsienio vertybinių popierių sąrašus). Baker, Nofsinger ir Weaver (2002), vertindami trumpalaikės ir ilgalaikės gražos sprendimus dėl akcijų listingavimo Niujorko ir Londono biržose padarė išvadą, jog egzistuoja tam tikras kainų padidėjimas prieš papildomo listingavimo įvykį, kainų šuolis, iškart po papildomo listingavimo įvykio ir kainų sumažėjimas, praėjus ilgesniam laikotarpiui po įvykio. Sarkissian, Schill (2008) taip pat randa mažai įrodymų apie ilgalaikį ir nuolatinį poveikį įmonių, pradėjusių listinguoti akcijas keliose rinkose, vietinei akcijų gražai, net ir tais atvejais kai įmonės įtraukia akcijas į rinkas, kurios yra likvidesnės, suteikia geresnę teisinę apsaugą ar turi didesnę acnininkų bazę.

Tuo tarpu kiti mokslininkai randa teigiamą ryšį tarp akcijų listingavimo keliose rinkose proceso ir ilgalaikės akcijų kainos reakcijos, išreikšdami susirūpinimą, jog ankstesniuose tyrimuose nėra galimybės aptikti nuolatinio akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio, kadangi yra vertinamas trumpalaikis efektas naudojant kasdienes, trumpo laikotarpio duomenis (Ghadhab, Hellara, 2016). Kai kurie mokslininkai abejoja galimybėmis įvertinti akcijų listingavimo keliose rinkose įtaką įmonės veiklos rezultatams ar pradinės akcijų kainos reakcijoms būtent šio proceso pradžios dieną, todėl pateikia empirinių tyrimų rezultatus rodančius padidėjusią įmonės vertę ir vietinių rinkų akcijų gražą ne proceso pradžios dieną, bet laikotarpiu, aplink šį įvykį (Eaton ir kt., 2007; Roosenboom, Van Dijk, 2009). You ir kt., (2013) savo darbe apžvelgia įvairias akcijų listingavimo keliose rinkose pasekmes, o kaip vieną iš teigiamų šio proceso poveikių išskiria poveikį vietinių rinkų akcijų kainoms bei perteklinei akcijų gražai. Autoriai minėtą teigiamą poveikį akcijų kainoms įvardina kaip „teigiamą listingavimo premiją“.

Miller (1999) atliktas tyrimas atskleidžia, kad perteklinė vietinių rinkų gražą buvo žymiai didesnė tais atvejais, kuomet įmonė savo vertybinius popierius įtraukia į NYSE ar „Nasdaq – US“ biržas. Taip pat Roosenboom ir Van Dijk (2009), atkreipia dėmesį į tai, jog didesnė teigiama perteklinė graža pastebima tarp įmonių iš besivystančių rinkų. Šį faktą galima sieti su rinkos segmentavimo hipoteze ir reikšmingesniu segmentacijos kliūčių sušvelninimu, įtraukus akcijas į užsienio vertybinių popierių biržas. Sarkissian, Schill (2016) savo darbe mini, jog akcijų rinkos graža dažnai sutampa su intensyviu rinkų, „priimančių“ užsienio vertybinius popierius, veiklos laikotarpiais. Alexander, Eun ir Janakiraman (1987) modelis rodo, kad tikėtina graža yra mažesnė, kuomet įmonės akcijos yra listinguojamos keliose rinkose, darant prielaidą, kad akcijų kainos mažiau teigiamai koreliuoja tarp skirtingų šalių biržų nei koreliuotų

vienoje (t. y. vietinėje) biržoje.

Nepaisant to, jog mokslinėje literatūroje vietinių rinkų akcijų gražos ypatybės, siejant jas su akcijų listingavimo keliose rinkose įvykiu, autorių yra akcentuojamos skirtingai, visgi matoma bendrą tendenciją – akcijų listingavimas ne tik vietinėje, bet ir užsienio rinkoje daro įtaką įmonių akcijų prekybai, o kartui ir bendrai akcijų gražos dinamikai. Šis procesas turi poveikį vietinių rinkų akcijų gražai, o pats poveikis literatūroje dažnai yra įvardinamas kaip perteklinė graža ar listingavimo premija, kuri gali būti tiek teigiama, tiek neigiama. Kainos pokyčiai, kurie savaime yra neatsiejami nuo akcijų gražos, atsiranda iškart kai paskelbta naujiena apie planuojamą įvykį (t. y. planuojamą įmonės sprendimą pradėti akcijas listinguoti užsienio rinkoje) pasiekia investuotojus ir po paties planuojamo sprendimo įvykdymo bei gali išlikti ir ilguoju laikotarpiu.

1.3.2 Akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio gražai empirinių tyrimų apžvalga

Akcijų listingavimo keliose rinkose poveikis įmonių veiklai, o ypač jų akcijų gražai, buvo intensyvių tyrimų objektas ir praeityje, ir pataruoju metu. Su akcijų graža susiję tyrimai yra atliekami siekiant išanalizuoti trumpo bei ilgo laikotarpio poveikį. Daugumoje empirinių tyrimų apie listingavimą keliose rinkose, buvo nagrinėjamos akcijų kainos reakcijos, susijusios su įmonės sprendimu pradėti akcijas listinguoti užsienio rinkoje (Karolyi, 2006). Pastebėta, jog dažniausiai naudojama metodika, rinkos reakcijai į akcijų listingavimo keliose biržose įvykį vertinti, yra pačių listingavimo įvykių tyrimai, kurių metų daroma prielaida, kad akcijų rinkos reakcija į paskelbimą apie šį sprendimą atspindi investuotojų vertinimą apie įvykio ekonominę naudą.

Mokslinėje literatūroje nurodoma, jog akcijų listingavimo keliose rinkose proceso teikiamos naudos priklauso nuo tam tikrų priimančios rinkos aplinkos veiksnių. Sprendimas pradėti listinguoti akcijas užsienio rinkoje ir galimas našumo bei gražos padidėjimas, aplink patį planuojamo įvykio laikotarpį ir po šio įvykio įgyvendinimo, yra susijęs su tradiciniais veiksniais: informacine aplinka (Bailey, Karolyi, Salva, 2006; Amira, Muzere, 2011; Lang, Lins, Miller, 2003; Lee, Valero, 2010), teisine aplinka (Reese, Weisbach, 2002; Doidge, 2004; Doidge, Karolyi, Stulz, 2009; You ir kt., 2013), geografinė ir kultūrinė aplinka (Dodd, 2013; Sarkissian, Schill, 2008) bei rinkos segmentacija (Miller, 1999; Sarkissian, Schill, 2008, Abdallah, Ioannidis, 2010; You ir kt., 2013).

Anot Ghadhab ir Hellara (2016), ankstyvieji empiriniai tyrimai akcijų listingavimo keliose rinkose tema ir šio proceso poveikio įmonių vertei bei akcijų gražai, daugiausia buvo

sutelkti į ne JAV įmones pasirinkusias įtraukti savo akcijas į JAV biržų vertybinių popierių sąrašus. Po vertybinių popierių įtraukimo į JAV užsienio rinką, pastebimas reikšmingas kapitalo kainos sumažėjimas, padidėjęs likvidumas ir teigiama trumpalaikė akcijų gražos reakcija vietinėse rinkose (Abdallah, Ioannidis, 2010; Dodd, Louca, 2012, Lang, Lins, Maffett, 2012). Tačiau nepaisant to, kai kurie empiriniai įrodymai atskleidžia, kad akcijų listingavimas JAV nesuteikia įmonėms unikalios geresnio vertinimo naudos iš šio proceso, nors JAV kaip priimančioji užsienio rinka, išsiskiria institucinėmis charakteristikomis nuo likusių pasaulio biržų (Roosenboom, Van Dijk, 2009; Sarkissian, Schill, 2016; Serra, 1999).

Literatūroje randamų empirinių tyrimų rezultatai susiję su akcijų listingavimo keliose rinkose poveikiu įmonių vertei bei vietinių rinkų akcijų gražai yra kontraversiški. Tačiau svarbu paminėti, jog tyrimai atlikti skirtingais laikotarpiais, naudojant skirtingus metodus bei tiriant skirtingas akcijų biržas. Susisteminti akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio vietinių rinkų akcijų gražai empiriniai tyrimai ir jų ypatumai pateikiami 5 lentelėje, o detalesnė šių tyrimų apžvalga pateikiama po lentele.

5 lentelė

Akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio vietinių rinkų akcijų gražai empiriniai tyrimai

Autoriai atlikę tyrimus	Tyrimo metodai	Tyrimo laikotarpis	Tirti įvykio langai ir pagrindiniai CAAR rezultatai	Analizuotos užsienio biržos
Miller (1999)	Įvykio tyrimas, vidutinės kaupiamosios perteklinės gražos analizė (CAAR), regresinė analizė.	1958–1995 m.	(-1, +1) dienos: +1,15 proc.	JAV (NYSE, NASDAQ, AMEX).
Serra (1999)	Įvykio tyrimas, besąlyginis dviejų veiksmų CAPM modelis, skerspjūvio analizė, vidutinės kaupiamosios perteklinės gražos analizė (CAAR), aprašomoji statistika, koreliacinė analizė, regresinė analizė.	1991–1995 m.	(-118, -15) savaitės: +0,74 proc. (-14, +5) savaitės: +0,32 proc. (+6, +109) savaitės: -0,004 proc.	JAV (NYSE, NASDAQ), Londono (London Stock Exchange).
Doidge (2004)	Įvykio tyrimas, vidutinės kaupiamosios perteklinės gražos analizė (CAAR), regresinė analizė.	1994–2001 m.	(-1, +1) dienos (aukštos balsavimo klasės akcijos): +0,11 proc. (-1, +1) dienos (žemos balsavimo klasės akcijos): +0,77 proc. (-5, +1) dienos (aukštos balsavimo klasės akcijos): +1,27 proc. (-5, +1) dienos (žemos balsavimo klasės akcijos): +2,31 proc. (-5, +5) dienos (aukštos balsavimo klasės akcijos): +0,57 proc. (-5, +5) dienos (žemos balsavimo klasės akcijos): +1,69 proc.	JAV (NYSE, NASDAQ).

5 lentelės tęsinys.

Mittoo (2003)	Įvykio tyrimas, dviejų veiksmų tarptautinis turto kainodaros modelis, skerspjūvio analizė, vidutinės kaupiamosios perteklinės grąžos analizė (CAAR), regresinė analizė	1991–1998 m.	(-103, -4) dienos: +4,85 proc. (-3, +3) dienos: +0,6 proc. (+4, +103) dienos: -2,60 proc.	JAV (NYSE, NASDAQ, AMEX).
Sarkissian, Schill (2008)	Įvykio tyrimas, vidutinės akcijų grąžos analizė, vidutinės kaupiamosios perteklinės grąžos analizė (CAAR), rinkos rizikos modeliai, koreliacinė analizė, regresinė analizė	iki 1970 m., 1970–1979 m., 1980–1989 m., 1990–1998 m.	(-120, -60) mėnesiai: +10 proc. (-60, 0) mėnesiai: +23 proc. (0, 60) mėnesiai: +6 proc.	25-ios skirtingos biržos.
Roosenboom, Van Dijk (2009)	Įvykio tyrimas, skerspjūvio analizė, aprašomoji statistika, vidutinės kaupiamosios perteklinės grąžos analizė (CAAR), regresinė analizė.	1982–2002 m.	JAV (-1, +1) dienos: +1,3 proc. Londono (-1, +1) dienos: +1,1 proc. Europos (-1, +1) dienos: +0,6 proc. Tokijo (-1, +1) dienos: +0,5 proc.	JAV (NYSE, NASDAQ), Londono (London Stock Exchange), Europos (Euronext), Tokijo (Tokyo Stock Exchange).
You ir kt. (2013)	Įvykio tyrimas, vidutinės kaupiamosios perteklinės grąžos analizė (CAAR), regresinė analizė.	iki 1990 m., 1990–1999 m., nuo 1999 m.	(-10, -1) dienos: +0,92 proc. (+1, +2) dienos: -0,09 proc.	JAV, Vokietijos.
Ghadhab, Hellara (2016)	Įvykio tyrimas, vidutinės kaupiamosios perteklinės grąžos analizė (CAAR), regresinė analizė.	1980–2013 m.	(-60, +60) mėnesiai: +44,60 proc. (-60, -1) mėnesiai: +38,30 proc. (+1, +60) mėnesiai: +7,80 proc.	JAV (NYSE, NASDAQ, AMEX), Londono (London Stock Exchange), Europos (Euronext), Tokijo (Tokyo stock exchange), Australijos (Australian stock exchange).
Ghadhab (2021)	Įvykio tyrimas, vidutinės kaupiamosios perteklinės grąžos analizė (CAAR), regresinė analizė.	2000–2018 m.	(-5, +5) dienos: +0,22 proc. (-5, -1) dienos: +0,01 proc. (+1, +5) dienos: +0,10 proc. (-10, +10) dienos: +0,41 proc. (-10, -1) dienos: +0,21 proc. (+1, +10) dienos: +0,21 proc. (-20, +20) dienos: +0,76 proc. (-20, -1) dienos: +0,39 proc. (+1, +20) dienos: +0,39 proc.	JAV (NYSE, NASDAQ, OTC).

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis lentelėje nurodytais šaltiniais

Miller (1999) atliktame tyrime nustatė teigiamą 1,15 proc. perteklinę grąžą (-1, +1) dienos įvykio lange (t. y. vienos dienos prieš ir vienos dienos po įvykio laikotarpiu) paskelbus apie papildomą akcijų listingavimą JAV biržoje. Autoriaus nuomone, didesnis likvidumas ir

platesnė investuotojų bazės po įmonės akcijų listingavimo keliose rinkose reikšmingai paaiškina tokios perteklinės gražos sudarymą ir įmonės veiklos efektyvumo didėjimą. Šiame tyrime buvo analizuojamos 181 įmonės esančios už JAV ribų, kurios nusprendė pradėti listinguoti akcijas JAV biržose (NYSE, AMEX, NASDAQ), 1958–1995 m. laikotarpiu.

Serra (1999) atliktas tyrimas rodo reikšmingą teigiamą perteklinę gražą prieš akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykį ir reikšmingą šios gražos sumažėjimą per pirmąsias penkias savaites po listingavimo įvykio. Nustatyta 0,74 proc. savaitinė perteklinė gražą (-118, -15) savaitės įvykio lange prieš prekybos užsienio rinkose pradžią, 0,32 proc. savaitinė perteklinė gražą (-14, +5) savaitės įvykio lange tarp prekybos užsienio rinkose pradžios ir -0,004 proc. savaitinė perteklinė gražą (+6, +109) savaitės įvykio lange po prekybos užsienio rinkose pradžios. Šiame tyrime buvo analizuojamos 70 įmonių iš 10-ies besivystančių rinkų, listinguojančių akcijas JAV (NYSE, NASDAQ) ir Londono (SEAQ-I) biržose 1991–1995 m. laikotarpiu.

Doidge (2004) atliktas tyrimas rodo teigiamą vidutinę kaupiamąją perteklinę akcijų gražą labai trumpais laikotarpiais apie papildomo listingavimo JAV biržose įvykį, analizuojant aukštos bei žemos balsavimo klasės akcijas (išsamūs autoriaus gauti rezultatai pateikiami 5 lentelėje). Pastebima, jog žemos balsavimo klasės akcijų kaupiamoji perteklinė graža visai atvejais fiksuojama didesnė ir reikšminga, kai tuo tarpu aukštos balsavimo klasės akcijų kaupiamoji perteklinė graža gaunama kiek žemesnė, o (-1, +1) dienos įvykio lange – teigiama tačiau nereikšminga. Šiame tyrime buvo analizuojamos 745 įmonių iš 20-ies skirtingų rinkų, listinguojančių akcijas JAV (NYSE, NASDAQ) biržose 1994–2001 m. laikotarpiu.

Mittoo (2003) atliktame tyrime nustatė, jog egzistuoja teigiama kaupiamoji perteklinė 4,85 proc. gražą (-103, -4) dienos įvykio lange, prieš papildomą akcijų listingavimą JAV biržose, taip pat teigiama kaupiamoji perteklinė 0,68 proc. gražą (-3, +3) dienos įvykio lange, per papildomą akcijų listingavimą JAV biržose bei neigiama kaupiamoji perteklinė -2,60 proc. gražą (+4, +103) dienos įvykio lange, po papildomo akcijų listingavimo. Šiame tyrime buvo analizuojamos 108 įmonės, nusprendusios įtraukti savo akcijas į JAV biržas (NYSE, NASDAQ, AMEX) 1991–1998 m. laikotarpiu.

Sarkissian ir Schill (2008) naudojo žemo dažnio duomenis siekiant nustatyti perteklinės gražos reakciją. Padaryta išvada, jog dauguma vidutinės gražos padidėjimų vietinėse rinkose po listingavimo įvykio nėra nuolatiniai ir neišlieka ilguoju laikotarpiu. Empirinių tyrimų rezultatai rodo reikšmingą gražos sumažėjimą ilguoju laikotarpiu po listingavimo užsienio rinkose: (-120, -60) mėnesio įvykio lange prieš papildomo listingavimo užsienio rinkoje įvykį vidutinė akcijų graža siekė apie 10 proc., (-60, 0) mėnesio įvykio lange prieš papildomo listingavimo užsienio

rinkoje įvykį vidutinė akcijų grąža siekė apie 23 proc. (t. y. padidėjo 13 proc.), (0, 60) mėnesio įvykio lange po papildomo listingavimo užsienio rinkoje įvykio vidutinė akcijų grąža nukrito iki 6 proc. (t. y. sumažėjo 17 proc.). Tyrime buvo analizuojamos 1676-ių įmonių akcijos listinguojamos užsienio rinkose skirtingais periodais: iki 1970, 1970–1979, 1980–1989, bei 1990–1998 m. analizuojant 25-ias skirtingas priimančias rinkas.

Roosenboom ir Van Dijk (2009) fiksuoja reikšmingą vidutinę 1,3 proc. kaupiamą perteklinę vietinių rinkų grąžą ne JAV įmonių akcijų, įtrauktų į JAV biržų sąrašus (NYSE, NASDAQ), 1,1 proc. kaupiamą perteklinę grąžą Londono biržoje (London Stock Exchange), 0,6 proc. kaupiamą perteklinę grąžą Europos biržose (Euronext Paris, Euronext Amsterdam ir Euronext Brussels) bei 0,5 proc. kaupiamą perteklinę grąžą Tokijo biržoje (Tokyo Stock Exchange). Šios grąžos buvo apskaičiuotos (-1, +1) dienos įvykio lange tarp prekybos užsienio rinkose pradžios. Šiame tyrime buvo analizuojamos 526-ios įmonės, kurių akcijos listinguojamos pagrindinėse užsienio akcijų biržose, 1982–2002 m. laikotarpiu.

You ir kt. (2013), autoriai, skirtingai nei daugumoje mokslinių tyrimų, savo darbe analizavo ne vietinėje ir tik vienoje užsienio rinkų listinguojamas įmonių akcijas (angl. dual-listing), o dėmesį skyrė vietinėje ir keliose užsienio rinkose listinguojamoms įmonių akcijoms (angl. multiple-listing) ir analizavo šio proceso poveikį įmonės vertei. Autorių empirinio tyrimo rezultatai rodo, jog egzistuoja teigiama kaupiamoji perteklinė 0,92 proc. grąžą (-10, -1) dienos įvykio lange, prieš pirmąjį įmonės akcijų listingavimą užsienio biržoje, bei neigiama kaupiamoji perteklinė -0,09 proc. grąžą (+1, +2) dienos įvykio lange, po pirmojo įmonės akcijų listingavimo užsienio biržoje. Kadangi darbe analizuojami ir aukštesnių eilių, papildomi listingavimai užsienio rinkose, daroma išvada, kad pradėjus akcijas listinguoti daugelyje užsienio rinkų – kaupiamoji perteklinė grąža pradeda mažėti, todėl akcijų listingavimas ne tik vietinėje bet ir daugelyje kitų užsienio rinkų neužtikrina įmonėms sėkmės ateityje bei negarantuoja didesnės akcijų grąžos. Autorių atlikta regresinė analizė atskleidžia, jog atsirandanti teigiama kaupiamoji perteklinė grąža yra statistiškai labiau susijusi su priimančios šalies išsivystamo lygiu nei su investuotojų apsaugos indeksu. Mokslininkų tyrime buvo analizuojamos 813-a įmonių, kurios listinguoja savo akcijas vienoje ar net keliose užsienio rinkose (todėl analizuojamų akcijų skaičius išauga iki 1364-ių), sugrupuojant jas į tris laikotarpius: iki 1990 m., 1990–1999 m., nuo 1999 m. Tyrime Vokietijos ir JAV biržos vyrauja kaip priimančios.

Ghadhab ir Hellara (2016) nagrinėjo listingavimo keliose rinkose poveikį įmonės vertei, apskaičiuojant vidutinę kaupiamą perteklinę grąžą 120-ies mėnesių laikotarpyje t. y. (-60, + 60) mėnesio įvykio lange apie papildomo listingavimo įvykį. Autorių pateikti empiriniai įrodymai rodo padidėjusią ilgalaikę įmonės vertę po papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkoje

įvykio. Nustatyta 44,6 proc. kaupiamoji perteklinė grąža (-60, +60) mėnesio įvykio lange tarp prekybos užsienio rinkose pradžios, išskaidant šį įvykio langą į (-60, -1) mėnesio įvykio langą prieš prekybos užsienio rinkose pradžią, kuomet kaupiamoji perteklinė grąža siekė 38,3 proc. bei įvykio langą (+1, +60) po prekybos užsienio rinkose pradžios, kuomet kaupiamoji perteklinė grąža buvo kiek mažesnė, tačiau išliko teigiama ir siekė 7,8 proc. Autoriai empirinius tyrimus dar labiau detalizavo apskaičiuodami kaupiamąsias perteklines grąžas JAV bei Jungtinės Karalystės biržoms. Gauti rezultatai rodo, kad JAV biržos labiau skatina vertės kūrimą laikotarpiu po papildomo listingavimo įvykio, o Jungtinės Karalystės biržos vaidina didesnę vaidmenį vertės kūrime iki minėto įvykio. Autoriai taip pat išskyrė ir atskirai analizavo ne tik pirmąjį akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykį bet ir antrąjį bei trečiąjį listingavimus. Autorių teigimu, kaupiamoji perteklinė grąža išlieka teigiama per papildomus du akcijų listingavimo užsienio rinkose įvykius ir po jų, o sekančių listingavimo įvykių metu kaupiamoji perteklinė grąža tampa neigiama. Darbo autoriai taip pat atliko regresinę analizę siekdami paaiškinti kaupiamosios perteklinės grąžos priklausomybę nuo nepriklausomų kintamųjų tokių kaip: teisinė aplinka, kultūrinis ir geografinis šalių, kuriose yra listinguojamos įmonės akcijos, artumas bei akcijos kainų informatyvumas. Regresinės analizės rezultatai atskleidžia, jog teisinė aplinka ir šalių kultūrinis bei geografinis artumas nėra statistiškai reikšmingi veiksniai veikiantys kaupiamąją perteklinę grąžą, tačiau kainos informatyvumo veiksnys yra statistiškai reikšmingas ir daro įtaką kaupiamajai perteklinei grąžai. Šiame tyrime analizuotos 499 akcijos listinguojamos užsienio rinkose: JAV (NYSE, NASDAQ, AMEX ir OTC), pagrindinės Europos biržos (London stock exchange, Euronext Paris, Euronext Amsterdam ir Euronext Brussels), Tokijo birža (Tokyo stock exchange) ir Austalijos birža (Australian stock exchange). Laikotarpiu nuo 1980 m. iki 2013 m.

Ghadhab (2021), darbe nagrinėjo vietinių rinkų kaupiamąją perteklinę grąžos reakciją po užsienio įmonės akcijų įtraukimo į JAV akcijų biržas išskiriant trumpą ir ilgą laikotarpius. Autoriaus atlikto tyrimo rezultatai atskleidė, kad nepaisant to, jog akcijų listingavimo užsienio rinkose rezultatai yra ilgalaikiai, trumpo laikotarpio vertės padidėjimai yra reikšmingesni. Trumpo laikotarpio kaupiamoji perteklinė grąža buvo skaičiuojama naudojant kasdienes grąžas bei analizuojant (-5, +5), (-10, +10) bei (-20, +20) dienos įvykio langus, gauti kaupiamosios perteklinė grąža rezultatai atitinkamai buvo: 0,22 proc., 0,41 proc. ir 0,76 proc. Darbe taip pat yra pritaikoma regresinė analizė siekiant nustatyti veiksnių, susijusių su sprendimu pradėti listinguoti vertybinius popierius keliose rinkose (pvz. rinkos segmentacija, teisinę ir informacinę aplinką, geografinis ir kultūrinis artumas), poveikį akcijų grąžai. Atlikus šią analizę autorius pastebi reikšmingą priklausomybę tarp trumpo laikotarpio perteklinės grąžos ir investuotojų

apsaugos lygio bei pačios įmonės dydžio. Apžvelgiant ilgo laikotarpio perteklinės gražos priklausomybę, pastebima jog reikšminga priklausomybė egzistuoja tik su investuotojų apsaugos lygiu. Mokslininkės tyrime buvo analizuojamos 300 įmonių iš 31-os šalies, listinguojančių akcijas JAV (NYSE, NASDAQ, OTC) biržose 2000-2018 m. laikotarpiu.

Analizuotose tyrimuose autoriai taikė iš dalies panašius metodus siekiant įvertinti akcijų kainų dinamiką bei rinkos reakciją į įmonės akcijų listingavimo keliose biržose įvykį (šie metodai susistemintai pateikiami 5 lentelėje). Pastebima, jog apžvelgtuose tyrimuose dažniausiai naudojami metodai buvo: standartinis įvykio tyrimo modelis, vidutinės kaupiamosios perteklinės gražos analizė (CAAR) bei regresinė analizė. Nors skirtingų autorių pasirinkti metodai akcijų gražai tirti kartojasi, visgi dėl išsikeltų skirtingų tyrimo tikslų, skiriasi tyrimo laikotarpiai, pasirinkti įvykių langai, analizuojamos priimančios biržos. Šie skirtumai lemia ir vieningo sutarimo trūkumus empirinėje literatūroje dėl akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio perteklinei gražai, o tai suteikia motyvą tolimesniems tokio pobūdžio tyrimams atlikti (Ghadhab, M'rad, 2018).

Apibendrinant galima teigti, kad akcijų listingavimo keliose rinkose poveikis vietinių rinkų akcijų gražai buvo ir yra intensyvių tyrimų objektas, o ankstesniuose tyrimuose šis poveikis dažnai nagrinėjamas per akcijų kainos reakcijos pokyčius. Sprendimas pradėti listinguoti akcijas užsienio rinkoje ir galimas gražos padidėjimas, yra susijęs su tam tikrais veiksniais skatinančiais pradėti šį procesą: informacine aplinka, teisine aplinka, geografinė ir kultūrinė aplinka bei rinkos segmentacija. Literatūroje randamų empirinių tyrimų rezultatai susiję su akcijų listingavimo keliose rinkose poveikiu akcijų gražai nėra vieningi. Iš dalies tokiems rezultatams įtakos turi skirtingos atliktų tyrimų aplinkybės (laikotarpiai, metodai, pasirinktos imtys ir pan.). Visgi išanalizavus skirtingų autorių atliktus tyrimus galia įžvigt ir bendrų tendencijų. Nepaisant skirtingų įvykio tyrimo langų, visais analizuotais atvejais rezultatai rodo, jog egzistuoja teigiama kaupiamoji perteklinė gražą įvykių languose, prieš įmonės akcijų listingavimą užsienio biržoje, taip pat pastebima, jog įvykių langais per įmonės akcijų listingavimą užsienio biržoje (t. y. įtraukiant ir laikotarpius prieš ir laikotarpius po įvykio) visais analizuotais atvejais rezultatai taip pat rodo jog egzistuoja teigiama kaupiamoji perteklinė gražą. Tačiau rezultatai išsiskiria analizuojant įvykių langus po akcijų listingavimą užsienio biržoje pradžios, kuomet vertinamas ilgesnis laikotarpis.

2. KELIOSE RINKOSE LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ AKCIJŲ GRAŽOS VERTINIMO METODOLOGIJA

Siekiant iširti teorinėje baigiamojo magistro darbo dalyje aprašytą problematiką, reikalingi metodai, pasižymintys tam tikru specializacijos laipsniu bei aiškiai nustatytais funkcinėmis galimybėmis. Formuojant tyrimo atlikimo metodiką yra svarbu parinkti ne tik tinkamus tyrimo būdus, bet ir konkrečius jų įgyvendinimo metodus. Todėl šioje baigiamojo magistro darbo dalyje, remiantis mokslinės literatūros analize, yra pateikiama ir detalai apibūdinama empirinio tyrimo problema ir tikslas, suformuluotos hipotezės, nuosekliai aprašomas tyrimo organizavimas ir pasirinkti metodai, remiantis kitų mokslininkų patirtimi analizuojant panašias problemas, taip pat išskiriami tyrimo apribojimai.

2.1 Tyrimo problema, tikslas ir hipotezės

Mokslinės literatūros analizė parodė, jog akcijų listingavimo keliose rinkose procesas, jo motyvai, nauda ir kaštai yra plačiai nagrinėjami, o susisteminius empirinius tyrimus pastebėta, jog listingavimo keliose rinkose poveikis akcijų grąžai yra intensyvių tyrimų objektas. Dauguma empirinių tyrimų sutelkti į ne JAV įmones, pasirinkusias įtraukti savo akcijas į JAV biržų vertybinių popierių sąrašus, siekiant atskleisti JAV, kaip priimančios rinkos, privalumus ir trūkumus (Miller 1999; Mittoo 2003; Abdallah, Ioannidis, 2010; Dodd, Louca, 2012, Lang, Lins, Maffett, 2012, Roosenboom, Van Dijk, 2009; Sarkissian, Schill, 2016; Serra, 1999). Kituose tyrimuose analizuojama akcijų grąža lyginama tarp pagrindinių priimančių akcijų biržų (Ghadhab ir Hellara, 2016, Roosenboom ir Van Dijk, 2009), išskiriant trumpą ir ilgą laikotarpį (Sarkissian ir Schill 2008, Ghadhab, 2021) ar lyginant akcijų grąžą dėmesį kreipiant į įmones listinguojančias akcijas ne vienoje užsienio rinkoje (You ir kt., 2013).

Serra (1999) atliktame tyrime dėmesį skyrė emitentų iš besivystančių rinkų akcijų listingavimui pagrindinėse akcijų biržose. Tačiau naujų empirinių tyrimų, išskiriančių įmonių iš mažesnių vietinių biržų papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkose poveikį akcijų grąžai, pasigendama, todėl **tyrimo problema** tampa klausiamas: ar egzistuoja vietinių rinkų akcijų grąžos skirtumai po akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykio tarp emitentų iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų. Organizuojant empirinį tyrimą, sudarant metodiką ir jį atliekant yra siekiama **tyrimo tikslo**: įvertinti įmonių iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų, listinguojančių vertybinius popierius keliose rinkose, neįprastą (papildomo listingavimo įvykio nulemtą) įmonių akcijų grąžą vietinėse rinkose prieš, per ir po

inicijuoto papildomo listingavimo užsienio rinkoje įvykio. Siekiant išsamios temos analizės ir aprašytų metodų pritaikymo baigiamajame magistro darbe iškeltos dvi nulinės ir atitinkamai dvi alternatyviosios hipotezės kurios pateikiamos 6 lentelėje.

6 lentelė

Akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio grąžai empirinio tyrimo hipotezės

Nulinė hipotezė (H₀₁)	H₀₁. Inicijuotas papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykis daro reikšmingą įtaką vietinės rinkos vidutinei kaupiamajai akcijų grąžai, tarp emitentų iš ribinių ir besivystančių vietinių vertybinių popierių biržų.
Alternatyvioji hipotezė (H₁)	H₁. Inicijuotas papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykis nedaro reikšmingos įtakos vietinės rinkos vidutinei kaupiamajai akcijų grąžai, tarp emitentų iš ribinių ir besivystančių vietinių vertybinių popierių biržų.
Nulinė hipotezė (H₀₂)	H₀₂. Inicijuotas papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykis daro reikšmingą įtaką vietinės rinkos vidutinei kaupiamajai akcijų grąžai, tarp emitentų iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų.
Alternatyvioji hipotezė (H₂)	H₂. Inicijuotas papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykis nedaro reikšmingos įtakos vietinės rinkos vidutinei kaupiamajai akcijų grąžai, tarp emitentų iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

H₁ bei H₂ hipotezių pagrindimas. Hipotezės sudarytos remiantis mokslinėje literatūroje susiformavusia nuomone, jog akcijų listingavimas keliose rinkose yra vienas iš būdų padidinti įmonės akcijų grąžą. Dalis mokslininkų savo darbuose tyrė trumpalaikį vertės padidėjimą po papildomo akcijų listingavimo, analizuodami trumpą laikotarpį (Miller, 1999; Mittoo 2003; Roosenboom, Van Dijk, 2009; You ir kt., 2013; Ghadhab, Hellara, 2016; Doidge, Karolyi, Stulz 2020, Ghadhab, 2021). Kiti – tyrė ilgalaikį šio įvykio efektą vietinėms rinkoms, analizuodami ilgą laikotarpį (Serra, 1999, Sarkissian, Schill, 2008; Ghadhab, Hellara, 2016; Ghadhab, 2021). Kita vertus Doidge, Karolyi, Stulz (2020) akcentuoja, kad 2008 m. pasaulinė ekonominė krizė lėmė atvirkštinį procesą globalizacijai, dėl kurio akcijų listingavimas keliose rinkose teikia mažiau naudos. Anot autorių, ši mažėjanti, akcijų listingavimo keliose rinkose, nauda yra sunkiai suprantama, kadangi akcijų listingavimo užsienio rinkose apimtis pastaruosius du dešimtmečius augo, todėl galima sakyti, kad teigiamos kainų reakcijos pradėjus listinguoti akcijas užsienio rinkose, nemažėja. Galima sakyti, jog minėtos analizės parodė egzistuojančius vietinių rinkų grąžos pokyčius, periodais po akcijų listingavimo keliose rinkose įvykio, tačiau skirtingų autorių

gauti empirinių tyrimų rezultatai išsiskyrė šiuo klausimu (žr. 1.3 poskyrį). Vieningo sutarimo trūkumas suteikia motyvaciją atkreipti dėmesį į akcijų listingavimo keliose rinkose poveikį perteklinei vietinių rinkų akcijų gražai.

Siekiant racionalizuoti rinkos reakciją į akcijų listingavimo keliose rinkose procesą, mokslinėje literatūroje yra remiamasi svarbiomis teorijomis. Viena jų – rinkos segmentavimo hipotezė, pagal kurią sprendimas listinguoti akcijas užsienio rinkoje paremtas siekiu įveikti segmentaciją, o didesnė rinkos segmentacija ir mažesnis likvidumas yra būdingas būtent ribinėms ir besivystančioms vertybinių popierių biržoms. Papildomu akcijų listingavimu užsienio rinkose įmonės gali įveikti investicines kliūtis, padaryti akcijas lengviau prieinamas investuotojams, o tai mažina kapitalo sąnaudas ir didina įmonių efektyvumą (Stapleton, Subrahmanyam, 1977; Alexander et al., 1987; Errunza and Losq, 1985; Serra, 1999; Dodd, 2013; Bianconi, Tan, 2010; Ghadhab and M'rad, 2018; Ghadhab, 2021). Kai kurie empiriniai tyrimai rodo, jog po akcijų listingavimas užsienio rinkose, įmonių iš labiau segmentuotų rinkų, kapitalo sąnaudos sumažėja, taip pat, būtent po šio proceso pradžios, atsiranda teigiama trumpalaikė akcijų kainų reakcija (Serra, 1999; Hail, Leuz, 2009; Dodd, Louca, 2012). Būtent šis klausimas suteikia motyvaciją atkreipti dėmesį į emitentų gaunamą vietinių rinkų akcijų gražą, išskiriant emitentus pagal jų vietinių rinkų išsivystymo laipsnį bei ją palyginti šio darbo kontekste.

Siekiant įvertinti ir patikrinti H_1 bei H_2 hipotezes naudojamas standartinio įvykio tyrimo modelis, kuris leidžia vertinti akcijų gražą tarp ribinių ir besivystančių vertybinių popierių biržų emitentų prieš, per ir po inicijuoto akcijų listingavimo užsienio rinkoje proceso. Pasitelkiant regresinę analizę, naudojamas statistinis rinkos modelis, skirtas numatomai gražai vertinti taip pat vertinamas gautų akcijų gražos rezultatų statistinis reikšmingumas. Analizuojamos kasdienės, vidutinės bei vidutinė kaupiamosios perteklinės gražos, ir atliekama duomenų lyginamoji analizė, kurios rezultatai padeda empiriškai įvertinti akcijų gražos dinamiką prieš, per ir po listingavimo užsienio rinkose. Plačiau minėti metodai aprašomi 2.2 poskyryje.

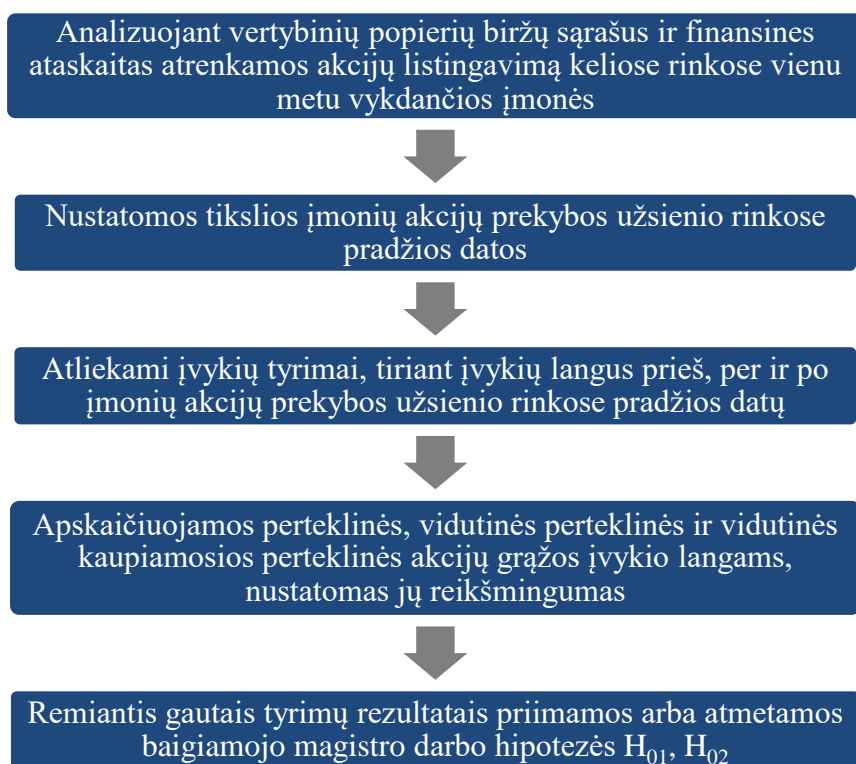
Minėtų metodų pagalba (plačiau šie metodai aprašomi 2.2 poskyryje), yra priimamos arba atmetamos 6 lentelėje pateikiamos empirinio tyrimo hipotezės, remiantis tyrime naudojamais duomenimis ir atlikta jų analize.

2.2 Tyrimo organizavimas ir metodika

Šiame poskyryje aprašomas tyrimo organizavimas, remiantis kitų mokslininkų patirtimi analizuojant panašias problemas, aptariami ankstesnių tyrimų metodologiniai aspektai ir aprašoma magistro baigiamojo darbo tyrimui atlikti naudojama metodika. Empirinio tyrimo atlikimo loginė seka pateikiama 3 pav.

3 paveikslas

Empirinio tyrimo loginė seka



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atlikto tyrimo žingsniais

Darbo problema ir tikslas akcentuoja emitentus iš ribinių iš besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų, todėl svarbu suprasti šių sąvokų apibrėžimus ir klasifikaciją. Baigiamajame magistro darbe rinkos klasifikuojamos pagal MSCI (2023) vertybinių popierių rinkos klasifikavimo sistemą, kurios platesnis aprašymas pateikiamas 1.1 poskyryje, kartu su klasifikavimo kriterijais (žr. 2 lentelė). Pagal MSCI (2023), pasaulio valstybių rinkos yra klasifikuojamos į išsivysčiusias (angl. developed markets), besivystančias (angl. emerging markets) bei ribines (angl. frontier markets).

Tikslus tiriamų duomenų pasirinkimas užtikrina sėkmingą tyrimo eigą bei kokybiškus tyrimo rezultatus. Kadangi susisteminti sąrašai bei išsamūs duomenys apie įmones listinguojančias savo vertybinius popierius keliose rinkose nėra pateikiami, duomenų atrinkimas tyrimui, pats savaime, tampa sudėtingu procesu. Todėl tyrimo imties formavimo ypatumai ir specifika smulkiau detalizuojami 3.1 poskyryje.

Svarbu paminėti, jog tyrimo imtį sudaro 30 įmonių, įvykdžiusių papildomą akcijų listingavimą užsienio rinkose laikotarpiu nuo 2000 m. iki 2020 m. t. y. „Budapest Stock Exchange“, „EuroNext Oslo“, „Nasdaq Tallinn“, „Nasdaq Copenhagen“, „Nasdaq Helsinki“, „Nasdaq Stockholm“, „Prague Stock Exchange“, „SIX Swiss Exchange“, „Warsaw Stock

Exchange“, „Wiener Börse“. Būtent tokia tyrimo imtis pasirinkta dėl šių apsektų:

Orientacija į Europos akcijų biržas. Mokslinės literatūros ir empirinių tyrimų sisteminimas atskleidė, jog Europos vertybinių popierių biržos, kaip akcijų listingavimo keliose rinkose tyrimo objektas, akcentuojamos žymiai mažiau. Daugumoje analizuotų ankstesnių empirinių tyrimų, daugiausiai dėmesio skiriama kelioms pagrindinėms akcijų rinkoms (pvz., JAV – NYSE, NASDAQ, AMEX ir OTC; Jungtinės Karalystės – London Stock Exchange). Būtent todėl, šio darbo kontekste orientuojamasi į Europos vertybinių popierių biržas.

Regioninis kontekstas. Pasirinktos akcijų biržos didžiaja dalimi priklauso Šiaurės ir Centrinės Europos šalims. Geografinis panašumas gali leisti tikėtis panašesnių sąlygų, kurias patiria įmonės pradedančios listinguoti savo vertybinius popierius keliose rinkose. Šiaurės ir Centrinės Europos šalys dažnai pasižymi stipriomis ekonomikomis, stabiliais finansų sektoriais, išsivysčiusiais technologijų sektoriais ir inovacijomis, kurie gali būti patrauklūs investuotojams. Todėl daroma prielaida, jog įmonių akcijų listingavimas keliose rinkose būtent šiuose regionuose gali būti patrauklesnis ir pačioms įmonėms, ir tarptautiniams investuotojams.

Duomenų prieinamumas. Imtį sudarančios biržos pasirinktos dėl informacijos apie įmonių akcijų papildomus listingavimus prieinamumo, platesnio spektro informacijos ir duomenų, kurie naudojami tolimesniuose tyrimo etapuose.

Rinkų dydis ir aktyvumas. Pasirinktos biržos yra pakankamai aktyvios ir turi didesnę įmonių, kurios atitinka tyrimo kriterijus, skaičių. Tai leidžia susiaurinti imtyje esančių akcijų biržų skaičių, faktiškai nesumažinant pačių įmonių, listinguojančių akcijų keliose rinkose, skaičiaus.

Palyginamumas ir atitiktis tyrimo tikslams. Pasirinktos ribinės ir besivystančios, bei išsivysčiusios imties akcijų biržos turi panašias sąlygas listinguojamoms įmonėms, atitinkamus reguliavimus, rinkos struktūras, prekybos procesus, kurie yra svarbūs siekiant palyginti įmones iš skirtingų rinkų.

Tiriamos įmonės, iš imtyje esančių vertybinių popierių biržų, atrinktos analizuojant jų finansines ataskaitas bei tiriant vertybinių popierių biržų pateikiamus, listinguojamų įmonių sąrašus, identifikuojant keliose rinkose listinguojamas tos pačios įmonės akcijas pagal ISIN kodą (angl. International Securities Identification Number), kuris, nepaisant papildomo listingavimo, išlieka toks pat. Anot You ir kt. (2013), siekiant, kad gautus duomenis iš skirtingų akcijų biržų būtų galima labiau palyginti, formuojant tyrimo imtį, į ją buvo įtrauktos tik tiesiogiai, pagrindinėse užsienio rinkose savo paprastąsias akcijas per pirminį viešą siūlymą (IPO) išplatinusios įmonės, neįtraukiant įmonių obligacijų listingavimų, privilegijuotųjų akcijų

listingavimų, derivatyvų listingavimų, ADR (American Depositary Receipt) listingavimų ir pan. Taip pat, tyrimui atrinktos įmonės, dėl pasirinkto metodo specifikos, turėjo atitikti šiuos kriterijus:

- Papildomas akcijų listingavimas užsienio rinkoje įvyko ne anksčiau nei po 270-ies prekybos dienų vietinėje vertybinių popierių biržoje.
- Yra pasiekama informacija apie tikslią papildomo listingavimo užsienio rinkoje pradžios dieną.
- Yra pasiekama informacija apie 270-ies prekybos dienų akcijų uždarymo kainas (vietinėje rinkoje) prieš papildomo listingavimo įvykį ir 20 dienų po papildomo listingavimo įvykio bei atitinkamai pasiekama informacija apie to paties laikotarpio vertybinių popierių biržos indekso kainas.

Minėtas sąlygas atitinkančios įmonės buvo įtrauktos į tyrimą, išskiriant jas į dvi grupes pagal emitento vietinės vertybinių popierių rinkos išsivystymo lygį. Pirmąją grupę sudaro įmonės iš ribinių ir besivystančių vertybinių popierių rinkų, papildomai listinguojančios savo vertybinius popierius užsienio rinkose. Antrąją grupę sudaro įmonės iš išsivysčiusių vertybinių popierių rinkų, papildomai listinguojančių savo vertybinius popierius užsienio rinkose.

Vienas iš akcijų listingavimo ne tik vietinėje, bet ir užsienio rinkoje poveikių – daroma įtaką įmonių akcijų prekybai ir akcijų gražos dinamikai. Dauguma empirinių tyrimų analizuojančių akcijų listingavimo keliose rinkose procesą yra paremti įvykio tyrimais, nagrinėjant vietinės rinkos akcijų kainos reakciją į įmonės sprendimą įtraukti akcijas į užsienio biržų sąrašus. Teorinėje darbo dalyje buvo apžvelgiami ir 1.3.2 poskyrio, 5 lentelėje susisteminti mokslininkų naudojami metodai akcijų gražai tirti. Dažniausiai mokslinėje literatūroje, poveikis akcijų gražos dinamikai analizuojamas per atsirandančią perteklinę akcijų gražą. Dauguma nagrinėtų autorių savo tyrimuose remiasi vidutinės perteklinės ar vidutinės kaupiamos perteklinės gražos skaičiavimais (Miller, 1999; Serra, 1999; Mittoo, 2003; Sarkissian, Schill, 2008; Roosenboom, Van Dijk 2009, You ir kt., 2013; Ghadhab, Hellara, 2016; Ghadhab 2021, Dodd, Louca, 2012, Ghadhab, M'rad, 2018), siekdami iširti akcijų listingavimo keliose rinkose įvykio poveikį vietinių rinkų gražos dinamikai. Nors autoriai remiasi įmonių kainų ir indeksų svyravimais, skaičiuodami perteklinę akcijų gražą, visgi tyrimo specifikos kiek skiriasi. Kai kurie mokslininkai naudoja aukštesnio dažnio kasdienes duomenis, norėdami nustatyti kasdienę perteklinę gražą ir trumpesnio laikotarpio poveikį, kiti – žemesnio dažnio duomenis, siekdami įvertinti ilgalaikį poveikį. Taip pat pasitaiko ir kitų taikomų metodų, kuomet analizuojama ne perteklinė akcijų gražą, o vidutinė akcijų gražą (Sarkissian, Schill, 2008), tiriamas užsienio biržose listinguojamų akcijų kainų ir rinkos kainų sinchroniškumas (Hsin, Tseng, 2012), akcijų

grąžų standartiniai nuokrypiai (Reiter, 2021; Loureiro, Silva, 2020). Šiame magistro baigiamajame darbe, poveikis akcijų grąžos dinamikai analizuojamas skaičiuojant vidutinę kaupiamąją perteklinę akcijų grąžą, kadangi, išanalizavus literatūrą, ši grąžos skaičiavimo metodologija buvo taikoma dažniausiai.

Perteklinė akcijų grąža, pasirodžius naujai informacijai rinkose, mokslinėje literatūroje, dažnu atveju, analizuojama taikant autorių Fama, Fisher, Jensen, Roll, (1969) standartinį įvykio tyrimo modelį. Šis modelis yra standartinis rinkos perteklinės grąžos tyrimo modelis pritaikomas tiriant įvykių sukeltus vertybinių popierių kainų svyravimus laikotarpiams apie įvykį. Taikant šį metodą empiriniai tyrimai yra atliekami pasirenkant listingavimo užsienio rinkose pradžios datą, kaip įvykio datą (Serra, 1999; Mittoo, 2003; Sarkissian ir Schill, 2008; Roosenboom ir Van Dijk, 2009; You ir kt., 2013; Ghadhab ir Hellara 2016; Ghadhab, 2021), įmonės pranešimą apie planuojamą listingavimą laikant pagrindiniu įvykių ar reguliuojančių institucijų patvirtinimą apie galimą akcijų listingavimą užsienio rinkoje laikant kaip įvykio datą (Miller, 1999, Karolyi, 2012). Atsižvelgiant į platų standartinio įvykio tyrimo modelio taikymą, jis darbe taip pat bus taikomas, pasirenkant papildomo listingavimo užsienio rinkose prekybos pradžios datą, kaip įvykio datą. Tradicinė Fama, Fisher, Jensen, Roll, (1969) įvykio tyrimo metodika apima vidutinės kaupiamosios perteklinės vietinėje rinkoje listinguojamų akcijų grąžos apskaičiavimą (angl. cumulative average abnormal returns, CAAR). Šis procesas turi keturis žingsnius:

- 1) Apskaičiuojama kasdienė vietinės rinkos akcijų bei rinkos indeksų grąža, kiekvienai tiriamai įmonei, pasirinktame įvykio lango laikotarpyje apie tiriamą įvykį. Šiame tyrime bus naudojamos logaritminės grąžos, kurios leidžia tiksliau įvertinti su įvykiu susijusią perteklinę grąžą (t. y. neįprastą, nepaaiškinamą rinkos veiksmų), dėl savo stacionarumo ir adityvumo savybių. Logaritminė akcijų grąža skaičiuojamam pagal lygtįje (1) pateikiamą formulę, darbe identiškai skaičiuojama ir rinkos indeksų grąža:

$$R_{i,t} = \ln(P_{i,t}) - \ln(P_{i,t-1}) \quad (1)$$

Kur:

$R_{i,t}$ – faktinė akcijos i grąža laiko momentu t ;

$P_{i,t}$ – faktinė akcijos i dienos uždarymo kaina laiko momentu t ;

$P_{i,t-1}$ – faktinė akcijos i praėjusios dienos uždarymo kaina (laiko momentu $t-1$);

- 2) Apskaičiuojama kasdienė perteklinė akcijų grąža (angl. abnormal returns, AR) kiekvienai tiriamai įmonei, pasirinktame įvykio lango laikotarpyje apie tiriamą įvykį. Šiame tyrime bus naudojamas statistinis rinkos modelis numatomai grąžai įvertinti, kuris teigia, jog vienintelis veiksnys lemiantis konkrečios akcijos i grąžą, laiko

momentu t , yra pačios rinkos grąžą laiko momentu t . Šis santykis modeliuojamas tiesiškai, kaip ir lygtyje (2):

$$E(R_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Kur:

$E(R_{i,t})$ – prognozuojama akcijos i grąžą laiko momentu t ;

$R_{m,t}$ – rinkos indekso m grąža laiko momentu t ;

β_0 – regresijos lygties laisvojo nario parametro reikšmė;

β_1 – regresijos lygties parametras prie nepriklausomo kintamojo;

ε_{it} – regresijos modelio paklaidą.

Šis statistinis rinkos modelis prognozuoja kokia turėtų būti akcijos i grąžą esant normalioms sąlygoms rinkoje. Apskaičiavus skirtumą tarp faktinės ir prognozuojamos akcijos i grąžos, kiekvienu įvykio lango momentu, kaip ir pateikiama lygtyje (3), randama kasdienė perteklinė akcijų grąžą:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (3)$$

Kur:

$AR_{i,t}$ – kasdienė perteklinė akcijos i grąža laiko momentu t ;

$R_{i,t}$ – faktinė akcijos i grąžą laiko momentu t ;

$E(R_{i,t})$ – prognozuojama akcijos i grąžą laiko momentu t ;

- 3) Apskaičiuojama vidutinė, visų tiriamų įmonių, perteklinė grąža (angl. average abnormal return, AAR) kiekvienam laikotarpiui, esančiam įvykio lange:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (4)$$

- 4) Apskaičiuojama kaupiamoji perteklinė akcijų grąža (angl. cumulative average abnormal return CAAR) sudedant visų įvykio lange esančių dienų T vidutines perteklines grąžas:

$$CAAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^T AAR_t \quad (5)$$

Kadangi, tyrime naudojami statistiniai rinkos modeliai, kurie leidžia įvertinti numatomą, prognozuojamą akcijų grąžą. Sudarinėjant šiuos modelius nepriklausomais kintamaisiais yra

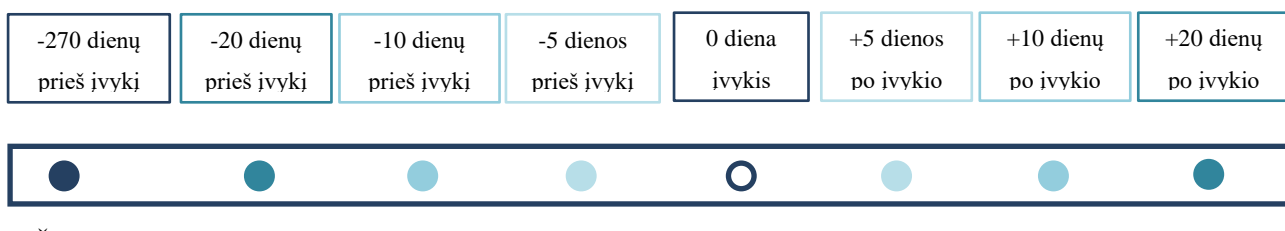
laikomos rinkos indeksų gražos (žr. (2) lygtis). Priklausomai nuo tiriamos įmonės vietinės vertybinių popierių biržos, naudojama 10 skirtingų vertybinių popierių biržų akcijų indeksų (smulkiau detalizuojamų 3.1 poskyryje, 7 lentelėje): „FTSE Hungary Index“, „OMX Tallinn Index“, „FTSE Czech Republic Index“, „Warsaw Stock Exchange General Index“, „OMX Copenhagen Benchmark Index“, „OMX Helsinki Benchmark Index“, „Oslo Børs Benchmark Index“, „OMX Stockholm index“, „FTSE Austria Index“, „Swiss Market Index“. Indeksų pasirinkimas atlieka esminį vaidmenį siekiant visapusiškai suprasti rinkos pokyčius, minėti konkretūs indeksai buvo pasirinkti dėl šių aspektų:

- Indeksai atspindi pirmines vertybinių popierių rinkas atitinkamose šalyse bei įtraukia skirtingų sektorių įmonių akcijas, todėl jų pokyčiai atspindi bendras rinkos nuotaikas ir ekonomines sąlygas.
- Indeksai yra pakankamai likvidūs ir atspindi kasdienes rinkos pokyčius.
- Didesnis modelių paaiškinamumo rodiklis naudojant būtent šiuos indeksus, leidžiantis tiksliau paaiškinti ir prognozuoti standartinę konkrečios rinkos grąžą bei jos kitimą.
- Prieinamumas prie patikimų ir išsamių istorinių duomenų apie indeksų kainas.

Visi įvykio tyrimo laikotarpiai, kurie yra naudojami tolimesniame tyrime, pateikiami 4 paveiksle. Įvykio tyrimo modelis bus pritaikytas kiekvienai tiriamai įmonei, laikant papildomo akcijų listingavimo užsienio biržoje prekybos pradžios dieną kaip nulinę (0 diena) – ją darbe vadinsime „įvykio diena“ (angl. event day). Tyrimo įvykiu laikoma pirmoji prekybos diena užsienio rinkoje, o ne paskelbimo apie planuojamą papildomą listingavimą data, kadangi ne visuomet paskelbus apie planuojamą papildomą listingavimą įmonės jį įvykdo, taip pat naujas akcijų listingavimas yra sudėtingas procesas, kuris gali užtrukti nuo kelių mėnesių iki kelerių metų, dėl šių priežasčių pirmoji prekybos diena užsienio rinkoje yra tinkamesnė tyrimui atlikti.

4 paveikslas

Įvykio tyrimo laikotarpiai



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Statistinis rinkos modelis regresijos koeficientams apskaičiuoti ir numatomi gražai įvertinti bus sudaromas naudojant akcijų bei indeksų kainas nuo 270-ies dienų iki 20-ies dienų prieš įvykį t. y. iš viso 250-ies dienų laikotarpyje – šį periodą darbe vadinsime „prognozavimo langu“ (angl. estimation window). Dienos skaičiuojamos, kaip prekybos vertybinių popierių biržoje dienos, eliminuojant dienas, kuriomis prekyba nevyko. Toks periodas statistiniam rinkos modeliui įvertinti pasirinktas remiantis You ir kt. (2013) atliktu tyrimu. Kaupiamoji perteklinė akcijų gražą apskaičiuojama trims „įvykio langams“ (angl. event window) t. y. (-20, +20), (-10, +10) bei (-5, +5) apimantiems dienas prieš, per ir po įvykio. Šiuos įvykio langus išskaidant į tris atskirus periodus:

- Periodas prieš įvykį – prekybos dienų laikotarpis prieš papildomo akcijų listingavimo užsienio biržoje įvykio pradžią (-5, -1), (-10, -1) bei (-20, -1).
- Periodas po įvykio – prekybos dienų laikotarpis po papildomo akcijų listingavimo užsienio biržoje įvykio (+1, +5), (+1, +10) bei (+1, +20).
- Periodas per įvykį – prekybos dienų laikotarpis per visą įvykio langą (-5, +5), (-10, +10) bei (-20, +20).

Kadangi įvykio lango pasirinkimas gali turėti įtakos gautiems rezultatams, šiame tyrime naudojami įvykio langai buvo pasirinktas atlikus akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio gražai empirinių tyrimų apžvalgą pateikiamą 1.3.2 poskyryje ir nustatius, jog dažniausiai autoriai, tirdami trumpo laikotarpio vietinių rinkų akcijų gražos reakciją į listingavimo įvykį, naudojo būtent dienų, o ne savaitių ar mėnesių įvykio langus. Trys aprašyti ir tyrime naudojami įvykio langai bei jų išskaidymas į periodus prieš, per ir po įvykį, pasirinkti remiantis Ghadhab (2021) atliktu tyrimu, siekiant išanalizuoti trumpo laikotarpio vietinės rinkos akcijų gražos pokyčius nulemtus inicijuoto papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykio bei darant prielaidą, jog ilgesniu laikotarpiu reikšmingą poveikį gali daryti šalutiniai įvykiai (dividendų išmokėjimo paskelbimas, įmonių susijungimai, finansiniai pokyčiai, makroekonominės naujienos ir pan.), iškreipiantys tiriamojo įvykio daromą poveikį akcijų gražai.

Aprašytais metodais tiriamos pasirinktos įmonės, listinguojančios akcijas keliose rinkose vienu metu. Taikant šiuos metodus siekiama iširti, ar akcijų listingavimo užsienio rinkoje prekybos pradžia daro poveikį tų pačių įmonių vietinių rinkų akcijų gražai ir ar šis poveikis yra pakankamai reikšmingas.

2.3 Tyrimo apribojimai

Atrenkant ir tiriant duomenis susiduriama su informacijos netikslumu, kuris apsunkina tyrimo atlikimą bei didina gautų tyrimo rezultatų nereikšmingumo galimybę. Kadangi tyrimui reikalingų duomenų prieinamumas yra pakankamai sudėtingas, pats tyrimas pasižymi tam tikrais apribojimais:

Imties atranka. Kadangi oficialūs sąrašai, apie įmonės listinguojančias savo vertybinius popierius keliose rinkose, nėra pateikiama, tyrimo imtis buvo atrenkama rankiniu būdu, todėl atsiranda galimybė, jog iš analizuotų biržų buvo atrinktos ne visos, tyrimo kriterijus atitinkančios ir listingavimą keliose rinkose vykdančios įmonės.

Imties dydis. Tyrimo imtį sudaro sąlyginai nedidelė, 30-ies įmonių imtis. Tai apsunkina statistiškai reikšmingų rezultatų aptikimą. Todėl rezultatai gali skirtis, jei būtų tiriama didesnė imtis, analizuojant daugiau rinkų ir platesnį laikotarpį.

Duomenų kokybė. Dėl įvykių tyrimuose naudojamų duomenų jautrumo tikslumui ir išsamumui, tam tikri neatitikimai gali turėti didelės įtakos rezultatams. Šiuo atveju svarbu paminėti, kad papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkose pirmosios prekybos dienos buvo atrenkamos naudojant tik viešai prieinamą informaciją t. y. vertinant metines finansines įmonių ataskaitas, o jose nerandant tikslios informacijos apie pirmąsias prekybos dienas užsienio rinkose – kitą viešai prieinamą informaciją, todėl galimų netikslumų tikimybė išlieka priklausomai nuo viešai prieinamos informacijos kokybės.

Tiriamasis laikotarpis. Tyrime analizuojami įvykio langai apima 41-ą dieną apie įvykį. Reikia pastebėti, kad ne visais atvejais tiriamojo laikotarpio gali pakakti norint nustatyti reikšmingus skirtumus, išlieka galimybė, kad tiriamo įvykio efektas tam tikrų įmonių vietinių rinkų akcijų kainoms gali pasireikšti ir per ilgesnį laikotarpį.

Kitų įvykių daroma įtaka akcijų grąžai. Tam tikri kiti įvykiai, susiję su įmone ir įvykę tiriamaisiais įvykių langais taip pat daro įtaką akcijų grąžai. Todėl ne tik papildomo akcijų listingavimo užsienio biržoje prekybos pradžios diena bet ir makroekonominės sąlygos, politiniai veiksniai, pramonės šakos tendencijos, dividendų paskelbimai, įmonių susijungimai ar konkrečios tiriamos įmonės naujienos pasirodžiusios tiriamuoju įvykių langu gali vienaip ar kitaip iškreipti tyrimo rezultatus.

3. KELIOSE RINKOSE LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ AKCIJŲ GRAŽOS TYRIMO REZULTATŲ VERTINIMAS

Šioje baigiamojo magistro darbo dalyje, remiantis mokslinės literatūros analize bei apibrėžta darbo metodologija, pateikiami tyrimo imties formavimo ypatumai ir specifika, taip pat susisteminti, keliose rinkose listinguojamų įmonių akcijų, gražos tyrimo rezultatai. Minėti rezultatai gauti atlikus įmonių vietinių rinkų akcijų gražos vertinimą, prieš, per ir po inicijuoto papildomo vertybinių popierių listingavimo užsienio rinkose, išskiriant emitentus į dvi grupes, pagal vietinės rinkos išsivystymo lygį. Taip pat apibendrinamas atliktas akcijų gražos tyrimas ir pateikiamas išsikeltų hipotezių vertinimas.

3.1 Tyrimo imties formavimo ypatumai ir specifika

Kaip jau buvo minėta 2.2 poskyryje, kadangi oficialūs sąrašai bei išsamūs duomenys apie įmones, listinguojančias savo akcijas keliose rinkose nėra susisteminti ir pateikiami, pats tyrimo imties formavimas, savaime tampa sudėtingu procesu. Būtent todėl svarbu detalizuoti ir aprašyti tyrimo imties formavimo ypatumus bei specifika.

Nėra lengva nustatyti, kurios įmonės iš tam tikrų skirtingų biržų, listinguoja savo vertybinius popierius keliose rinkose. Todėl sudarinėjant tyrimo imties duomenų bazę buvo naudojami skirtingi duomenų šaltiniai. Duomenys apie įmones vykdančias papildomą akcijų listingavimą užsienio biržoje buvo gaunami analizuojant pirminių depozitoriumo institucijų, vertybinių popierių biržų (t. y. „Nasdaq Vilnius“, „Nasdaq Riga“, „Nasdaq Tallin“, „Warsaw Stock Exchange“, „Nasdaq Stockholm“, „Nasdaq Copenhagen“, „Nasdaq Helsinki“, „EuroNext Oslo“, „Budapest Stock Exchange“, „Prague Stock Exchange“, „Wiener Börse“ bei „SIX Swiss Exchange“) pateikiamus listinguojamų įmonių sąrašus, įmonių metines finansines ataskaitas. Verta paminėti, kad analizuojant „Nasdaq Vilnius“ ir „Nasdaq Riga“ vertybinių popierių biržų pateikiamus listinguojamų įmonių sąrašus, nerasta nei viena tiesiogiai, pagrindinėse užsienio rinkose savo paprastąsias akcijas per pirminį viešą siūlymą (IPO) išplatinusi įmonė. Tyrimui atlikti reikalingos istorinės kasdienės akcijų uždarymo kainos ir finansiniai duomenys surinkti iš konkrečių vietinių vertybinių popierių biržų duomenų bazių.

Galutinis tiriamų įmonių sąrašas, kurį sudaro iš viso 30 įmonių iš 10-ies skirtingų vertybinių popierių biržų, listingujančių savo akcijas keliose rinkose, buvo atrinktas pagal 2.2 poskyryje minimus kriterijus ir pateikiamas 1 priede. Šiame sąrašė detalizuojami tyrime dalyvaujančių įmonių pavadinimai, jų vietinių rinkų išsivystymo lygiai (pagal MSCI vertybinių

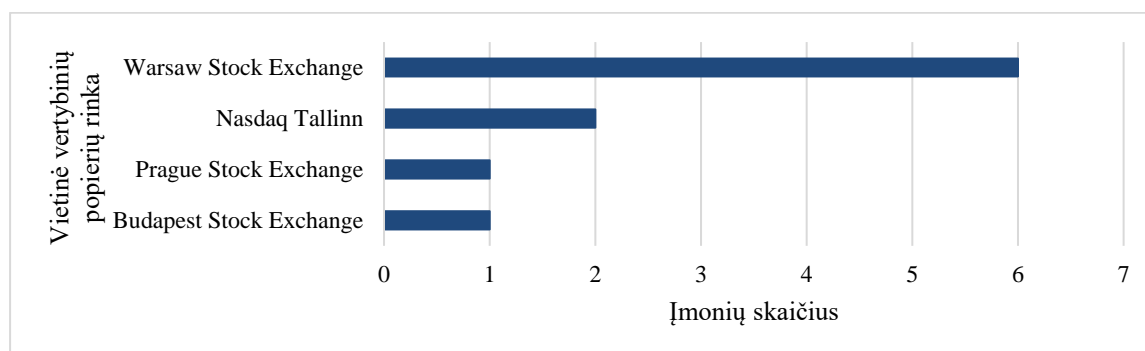
popierių rinkų klasifikavimo sistema), ISIN kodai, nurodomos vietinės ir papildomo listingavimo rinkos bei identifikuojamos tikslios tiriamų įvykių (prekybos pradžios užsienio vertybinių popierių biržose) datos, kurios toliau darbe bus laikoms nulinėmis įvykių dienomis.

Darbe analizuojami tyrimo imtį sudarančių įmonių papildomo listingavimo įvykiai įvykę 2000-2020 m. laikotarpyje. Papildomo listingavimo įvykiai, įvykę prieš 2000 m. buvo neįtraukti, siekiant, jog tyrimo rezultatai būtų aktualūs ir kuo geriau atspindėtų artimą dabarčiai laikotarpį, bei dėl ribotos galimybės prieiti prie istorinių duomenų apie finansines įmonių ataskaitas, taip pat istorines akcijų ir indeksų kainas. Tiriamoje imtyje papildomo listingavimo įvykių laikotarpyje nuo 2000 iki 2010 m. užfiksuota 9, o atitinkamai nuo 2011 iki 2020 m. – 21. Tiriamos įmonės sugrupuotos į dvi grupes, pagal MSCI (2023) vertybinių popierių rinkos klasifikavimo sistemą (platesnis klasifikavimo kriterijų aprašymas pateikiamas 1.1 poskyryje).

Pirmoji grupė – įmonės iš ribinių ir besivystančių vietinių biržų, listinguojančios savo vertybinius popierius keliose rinkose. Ribinės ir besivystančios rinkos savo klasifikaciją įgyja neatitikdamos ekonominio išsivystymo, dydžio ir likvidumo bei rinkos prieinamumo reikalavimų, būdingų išsivysčiusioms rinkoms, taip pat jos pasižymi bendrais bruožais: su įmonėmis susijusi informacija, rinkos reguliavimą reglamentuojantys dokumentai, detalizuota informacija apie akcijų rinkas ne visada yra lengvai prieinama anglų kalba, kai kurių vertybinių popierių nuosavybės registracija atliekama finansinėse institucijose, o ne centriniuose depozitoriumuose, užbiržiniai (OTC) sandoriai yra leidžiami, tačiau gali būti apmokestinami, didelė dalis akcijų skolinimo sandorių vyksta ofšorinėje zonoje, skolintų vertybinių popierių pardavimas galimas, tačiau tai nėra nusistovėjusi šių rinkų praktika. Ribinės ir besivystančios vertybinių popierių rinkų tiriamųjų grupei priskiriamos 9-ios imties įmonės iš besivystančių: „Budapest Stock Exchange“, „Prague Stock Exchange“ bei „Warsaw Stock Exchange“ akcijų biržų ir 1-a imties įmonė iš ribinės „Nasdaq Tallinn“ akcijų biržos (žr. 5 paveikslas).

5 paveikslas

Tiriamų įmonių, iš ribinių ir besivystančių vertybinių popierių biržų, skaičius

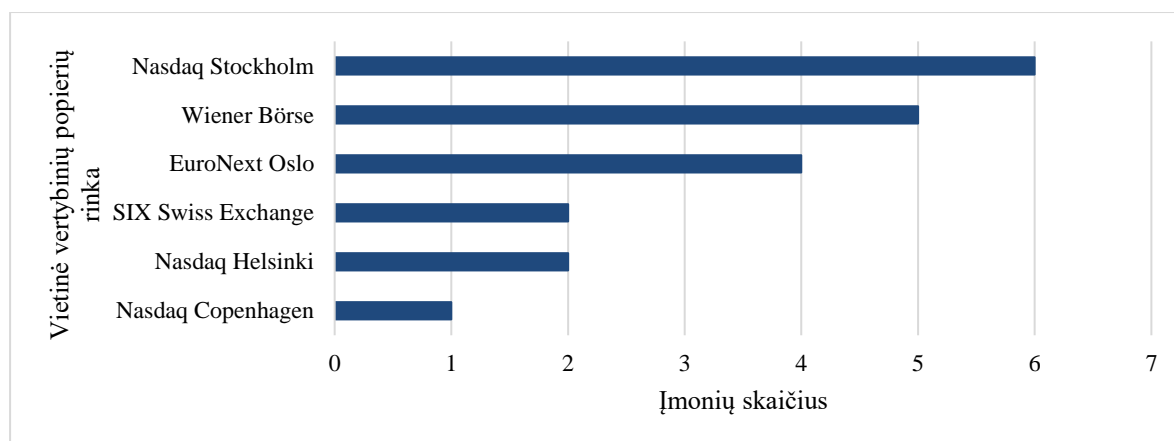


Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Antroji grupė – įmonės iš išsivysčiusių vietinių vertybinių popierių biržų, listinguojančios savo vertybinius popierius keliose rinkose. Išsivysčiusiosios vertybinių popierių rinkos savo klasifikaciją įgyja atitinkamos ekonominio išsivystymo, dydžio ir likvidumo bei rinkos prieinamumo reikalavimus, taip pat jos pasižymi šiais bendrais bruožais: išlaikomas rinkos vientisumas, taikant griežtas rinkos reguliavimo taisykles, užtikrinančias sąžiningumą, skaidrumą ir investuotojų apsaugą, platus investavimo galimybių pasirinkimas įvairiuose sektoriuose, didelė rinkos kapitalizacija, su įmonėmis susijusi informacija, rinkos reguliavimą reglamentuojantys dokumentai, detalizuota informacija apie akcijų rinkas lengvai prieinama anglų kalba. Išsivysčiusių vietinių vertybinių popierių biržų tiriamųjų grupei priskiriamos 20 imties įmonių iš „Nasdaq Copenhagen“, „Nasdaq Helsinki“, „EuroNext Oslo“, „Nasdaq Stockholm“, „Wiener Börse“ bei „SIX Swiss Exchange“ akcijų biržų (žr. 6 paveikslas).

6 paveikslas

Tiriamų įmonių, iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų, skaičius



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Siekiant apskaičiuoti gaunamą neįprastą tiriamų įmonių akcijų grąžą pasirinktame įvykio lango laikotarpyje apie tiriamą įvykį, sudaromi tiesiniai statistiniai rinkos modeliai numatomai grąžai įvertinti. Pagal šiuos modelį, veiksnys lemiantis konkrečios akcijos grąžą, tam tikru laiko momentu, yra pačios rinkos grąžą tuo pačiu laiko momentu, todėl rinkos grąža tyrime laikoma konkrečios tiriamos įmonės vietinės rinkos akcijų indekso grąža. Tyrimo statistiniuose rinkos modeliuose, priklausomai nuo įmonės vietinės vertybinių popierių biržos, naudojama 10 skirtingų vertybinių popierių biržų akcijų indeksų, jie pateikiami 7 lentelėje.

7 lentelė

Statistiniuose rinkos modeliuose naudojami vietinės vertybinių popierių biržos akcijų indeksai

Įmonė	Vietinė vertybinių popierių birža	Statistiniame rinkos modelyje naudojamas akcijų indeksas
MOL Magyar Olaj	Budapest Stock Exchange	FTSE Hungary Index
Silvano Fashion Group	Nasdaq Tallinn	OMX Tallinn Index
Tallink Grupp		
CEZ, A. S.	Prague Stock Exchange	FTSE Czech Republic Index
Polski Koncern Naftowy ORLEN	Warsaw Stock Exchange	Warsaw Stock Exchange General Index
KGHM Polska Miedz S.A.		
Arctic Paper S.A.		
CPI FIM S. A.		
AmRest Holdings SE		
Photon Energy N.V.		
TORM plc	Nasdaq Copenhagen	OMX Copenhagen Benchmark Index
Nokia Oyj	Nasdaq Helsinki	OMX Helsinki Benchmark Index
TietoEVERY Oyj		
Equinor ASA	EuroNext Oslo	Oslo Børs Benchmark Index
Norwegian Air Shuttle ASA		
Borr Drilling Limited		
Gaming Innovation Group Inc.		
Telia Company	Nasdaq Stockholm	OMX Stockholm index
SSAB AB (Class A akcija)		
SSAB AB (Class B akcija)		
Boozt AB		
Skanska AB		
NIBE Industrier AB	Wiener Börse	FTSE Austria Index
Erste Group Bank AG		
DO & CO Aktiengesellschaft		
IMMOFINANZ AG		
PIERER Mobility AG		
Vienna Insurance Group AG	SIX Swiss Exchange	Swiss Market Index
ams-OSRAM AG		
UBS Group AG		

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Apibendrinant galima teigti, jog nepaisant sudėtingo tyrimo imties formavimo proceso, duomenys apie įmones, vykdančias papildomą akcijų listingavimą užsienio biržoje, istorinės kasdienės akcijų ir rinkos indeksų uždarymo kainos, buvo gaunami analizuojant pirminių depozitoriumo institucijas, vertybinių popierių biržas, jose pateikiamus listinguojamų įmonių sąrašus, metines įmonių finansines ataskaitas. Galutinę tiriamų įmonių imtį sudaro iš viso 30 įmonių iš 10-ies skirtingų vertybinių popierių biržų, įvykdžiusių papildomą akcijų listingavimą užsienio biržoje laikotarpiu nuo 2000 m. iki 2020 m. Tiriamos įmonės išskaidytos į dvi grupes

pagal emitentų vietinės rinkos išsivystymo lygį t. y. įmonės iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių rinkų. Pačiuose tyrimo statistiniuose rinkos modeliuose, priklausomai nuo įmonės vietinės vertybinių popierių biržos, naudojama 10 skirtingų vertybinių popierių biržų akcijų indeksų, kurių pagalba apskaičiuota gaunama perteklinė tiriamų įmonių akcijų graža.

3.2 Akcijų gražos vertinimas, po papildomo vertybinių popierių listingavimo užsienio rinkose

Šiame poskyryje bus apžvelgiami įmonių, listinguojančių vertybinius popierius keliose rinkose, vietinių rinkų akcijų gražos vertinimo rezultatai prieš, per ir po inicijuoto papildomo listingavimo užsienio rinkoje proceso. Siekiant tyrimo tikslo, imtis išskaidyta į dvi grupes pagal emitentų vietinės rinkos išsivystymo lygį, todėl tyrimo rezultatai taip pat atitinkamai pateikiami atskiruose 3.2.1 ir 3.2.2 poskyriuose, priklausomai nuo tiriamos grupės.

3.2.1 Emitentų iš ribinių ir besivystančių akcijų biržų, listinguojančių akcijas užsienio rinkose, gražos vertinimas

Tiriamų emitentų iš ribinių ir besivystančių akcijų biržų, listinguojančių akcijas užsienio rinkose, skaičius – 10. Pagal 2.2 poskyryje aprašytą pirmąjį standartinio įvykio tyrimo modelio žingsnį buvo apskaičiuotos tyrimo imties įmonių kasdienės logaritminės akcijų gražos periodams esantiems numatytiems įvykio langams t. y. (-5, +5), (-10, +10) bei (-20, +20). Pasitelkus statistinį rinkos modelį ir sudarius vieno nepriklausomo kintamojo (vietinės vertybinių popierių biržos akcijų indekso) regresinius modelius kiekvienai analizuojamai įmonei iš ribinių ir besivystančių rinkų grupės buvo prognozuojama, kokia turėtų būti konkrečios tiriamos įmonės akcijos graža esant normalioms sąlygoms rinkoje, tai leido apskaičiuoti kiekvienos dienos perteklinę gražą (AR) t. y. neįprastą įmonių akcijų gražą vietinėse rinkose, po inicijuoto papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkose. Konkrečių įmonių iš ribinių ir besivystančių rinkų kasdienės perteklinės akcijų gražos (AR) prieš, per ir po papildomo listingavimo įvykio (0 dienos) pateikiamos 8 lentelėje. Lentelėje pateikiamos 10-ies tiriamų įmonių konkrečios perteklinės akcijų gražos tam tikroms, lentelėje nurodytoms, dienoms laikotarpyje prieš ir po papildomo listingavimo įvykio. Neigiamos procentinės reikšmės lentelėje rodo atitinkamą dieną susidariusią neigiamą perteklinę gražą, kartu leidžia daryti išvadą apie nurodytų įmonių neįprastą akcijų kainos mažėjimą atitinkamu laikotarpiu ir atvirkščiai.

8 lentelė

Įmonių iš ribinių ir besivystančių rinkų dienos AR vietinėse rinkose, proc.

Įmonė	-20 diena	-10 diena	-5 diena	0 diena	+5 diena	+10 diena	+20 diena
MOL Magyar Olaj	0.02%	-0.01%	-1.19%	-0.60%	-0.36%	-1.64%	0.95%
Silvano Fashion Group	4.41%	2.88%	1.33%	-4.64%	0.11%	1.14%	2.93%
Tallink Grupp	0.15%	0.25%	-0.70%	-2.52%	-0.62%	-0.24%	-0.17%
CEZ, a. s.	0.15%	0.02%	0.17%	0.21%	0.18%	0.31%	-0.59%
Polski Koncern Naftowy ORLEN	0.26%	0.25%	0.62%	-2.42%	-2.99%	2.12%	-0.32%
KGHM Polska Miedz S.A.	0.97%	0.06%	-0.69%	0.56%	-0.31%	0.00%	-2.53%
Arctic Paper S.A.	1.21%	4.97%	0.23%	-4.80%	-0.04%	0.09%	0.90%
CPI FIM S.A.	-3.79%	0.22%	-8.83%	-6.41%	8.95%	-4.68%	5.18%
AmRest Holdings SE	-2.66%	0.00%	-2.27%	-1.69%	-1.64%	-0.76%	-0.78%
Photon Energy N.V.	-0.01%	-0.05%	-4.54%	15.74%	-9.38%	0.08%	3.24%

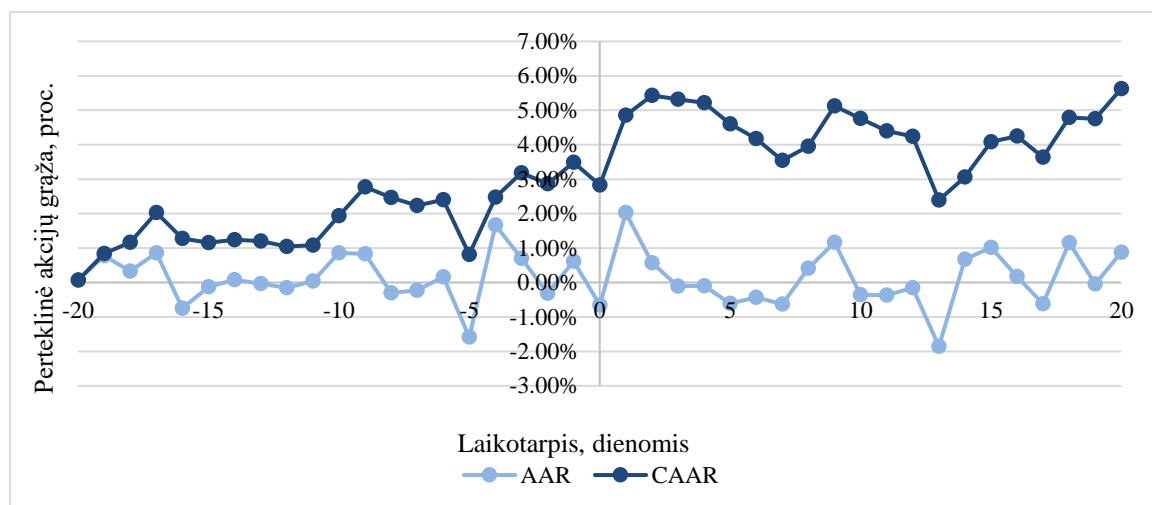
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Galima pastebėti, jog iš 10-ies įmonių, įvykio dieną 7-iose fiksuojama neigiama perteklinė dienos akcijų graža (išskyrus „CEZ, a. s.“, „KGHM Polska Miedz S.A.“ bei „Photon Energy N.V.“). 5 dienos po įvykio – 7-iose įmonėse iš 10-ies, kaip ir prieš tai minėtu atveju, buvo fiksuojama neigiama perteklinė dienos akcijų graža, o 20 dienų po įvykio dienos – perteklinės akcijų gražos 5-iose įmonėse tapo teigiamos. Tuo tarpu 5-ą dieną prieš papildomo listingavimo įvykį 6-iose įmonėse fiksuojama neigiama perteklinė dienos akcijų graža, o atitinkamai 20-ą dieną prieš įvykį – 7 įmonių perteklinė akcijų graža buvo teigiama. Šiuo atveju, iš pateiktos įmonių dienos perteklinės akcijų gražos vietinėse rinkose, galime pastebėti, kad papildomo listingavimo užsienio biržoje dieną, bei 5-ą dieną po įvykio, 70 proc. tiriamų įmonių buvo fiksuojama neigiama perteklinė akcijų graža. Šie rezultatai rodo, jog papildomas listingavimas užsienio rinkose turėjo tam tikrą neįprastai neigiamą poveikį kai kurių įmonių akcijų kainoms. Yra pastebimi akivaizdūs kainų svyravimai, tačiau reikėtų atkreipti dėmesį, kad ne visos įmonės reagavo vienodai tendencingai.

Siekiant apibendrinti gautus dienos perteklinės akcijų gražos vietinėse rinkose rezultatus 41 dienos laikotarpyje apie įvykį (t. y. 20 dienų prieš ir 20 dienų po įvykio) bei išvelgti bendrų tendencijų apie tiriamo įvykio daromą įtaką, buvo apskaičiuota vidutinė, visų tiriamųjų, perteklinė graža (AAR) kiekvienam laikotarpiui, esančiam įvykio lange. Minėta vidutinė perteklinė akcijų graža, kartu su tiriamo laikotarpio kaupiamąja pertekline graža (CAAR) pateikiamos 2 priede, o grafinis AAR bei CAAR reikšminių atvaizdavimas pateikiamas 7 paveiksle.

7 paveikslas

Įmonių iš ribinių ir besivystančių vertybinių popierių biržų, AAR ir CAAR reikšmės (-20, +20) įvykio lange, proc.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Iš 2 priede pateikiamos lentelės matyti, jog didžiausi vidutinės perteklinės akcijų grąžos (AAR) svyravimai (t. y. standartinis nuokrypis) tarp įmonių iš ribinių ir besivystančių vietinių rinkų fiksuojami laikotarpiais iš karto po papildomo listingavimo užsienio biržose įvykio, o atitinkamai mažiausi svyravimai fiksuojami ilgesniame laikotarpyje prieš įvykį. Šie dideli svyravimai rodyti didelį investuotojų aktyvumą, susidomėjimą ar netgi nerimą dėl tiriamo įvykio suteikiamų galimybių bei rizikos.

Prekybos pradžios dieną užsienio vertybinių popierių biržoje (0 dieną) vidutinė dienos perteklinė akcijų grąža (AAR) yra neigiama, tačiau atsižvelgiant į t statistiką, ši perteklinė akcijų grąža nėra statistiškai reikšminga, tai reiškia, kad įvykio dieną tiriamų įmonių iš ribinių ir besivystančių vietinių rinkų vidutinei perteklinei akcijų grąžai papildomo listingavimo įvykis nedaro reikšmingos įtakos. Didžiausia vidutinė dienos perteklinė akcijų grąža (2.03 proc.) analizuojamu laikotarpiu fiksuojama 1-ą dieną po papildomo listingavimo įvykio, o pateikta t statistika rodo, jog su 95 proc. pasiklovimo lygmeniu galima teigti, kad fiksuota vidutinė perteklinė akcijų grąža yra statistiškai reikšminga t. y. papildomo listingavimo įvykis daro statistiškai reikšmingą įtaką tiriamų įmonių iš ribinių ir besivystančių vietinių rinkų vidutinei perteklinei tos dienos akcijų grąžai. Dėl to galima daryti išvadą, kad investuotojai palankiai ir teigiamai vertina įmonių inicijuotus papildomo listingavimo įvykius labai trumpame laikotarpyje. Tuo tarpu mažiausia vidutinė dienos perteklinė akcijų grąža (-1.85 proc.), analizuojamu laikotarpiu fiksuojama 13-ą dieną po papildomo listingavimo įvykio, o pateikta t statistika rodo, jog su 95 proc. pasiklovimo lygmeniu galima teigti, kad vidutinė dienos perteklinė akcijų grąža yra statistiškai reikšminga. Ši AAR analizė padeda pastebėti bendras

rinkos reakcijos tendencijas: laikotarpiais prieš patį įvykį fiksuojama daugiau teigiamų vidutinių perteklinės akcijų gražos reikšmių, suponuojančių apie esamus teigiamus investuotojų lūkesčius dėl įmonės sprendimo pradėti listinguoti vertybinius popierius užsienio vertybinių popierių biržoje. Atitinkamai laikotarpiais po pačio įvykio fiksuojama daugiau neigiamų vidutinių perteklinės akcijų gražos reikšmių, tai rodo, kad papildomo listingavimo užsienio vertybinių popierių biržoje įvykis turi laikiną teigiamą įtaką vidutinei perteklinei vietinės rinkos akcijų gražai ir nesudaro prielaidų vietinės rinkos akcijų gražai išlikti neįprastai aukštai ilgesniu laikotarpiu.

Atkreipiant dėmesį į vidutinės kaupiamosios perteklinės gražos (CAAR) vertes, iš 7 paveikslo bei 2 priede pateikiamos lentelės galime pastebėti, kad tiriamo laikotarpio šios vertės smarkiai išauga pirmąsias 2 dienas po įvykio, o 3-ą dieną palaipsniui pradeda mažėti, tai reiškia, jog pirmosiomis dienomis po papildomo listingavimo įvykio, tarp emitentų iš ribinių ir besivystančių vietinių vertybinių popierių biržų, atsiranda neįprasta, teigiama CAAR. Šis CAAR reikšmės kilimas po tiriamo įvykio atitinkamai siejasi ir gali būti paaiškintas teigiamu akcijų kainų judėjimu iš karto po papildomo listingavimo įvykio.

Siekiant detaliau išanalizuoti tiriamo laikotarpio vidutinės kaupiamosios perteklinės gražos tendencijas ir reikšmingumą, CAAR buvo apskaičiuota, 2.2 poskyryje plačiau aprašomiems, (-20, +20), (-10, +10) bei (-5, +5) dienos įvykio langams, apimančioms dienas prieš, per ir po įvykio (9 lentelė). Lentelėje pateiktos tiriamų įmonių kaupiamosios perteklinės akcijų gražos rodo, jog visais tiriamais įvykio langais: (-20, +20), (-10, -10) bei (-5, +5) fiksuojama teigiama CAAR, kuri atitinkamai didėja, didėjant įvykio lange esančių dienų skaičiui. Galima pastebėti, kad (-10, +10) bei (-20, +20) tiriamuose įvykių languose, abiem atvejais CAAR didesnė buvo laikotarpiais prieš papildomo listingavimo įvykį t. y. (-10, -1) ir (-20, -1) įvykio langais. Tuo tarpu tiriamame įvykio lange (-5, +5) didesnė CAAR fiksuojama pirmąsias penkias dienas po įvykio t. y. (+1, +5) laikotarpiu. Svarbu pastebėti, kad nors visais tiriamais laikotarpiais CAAR gaunama teigiama, visgi, atlikus reikšmingumo testą pastebėta, kad visos gautos CAAR vertės nėra statistiškai reikšmingos. Tai reiškia, jog nepaisant fiksuojamo papildomo teigiamo akcijų gražos prieaugio analizuojamais laikotarpiais, prieš, per ir po inicijuoto akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykio, pats įvykis neturėjo statistiškai reikšmingos įtakos tiriamų įmonių vietinės rinkos gautoms CAAR reikšmėms įvykio langams: (-20, +20), (-10, -10) bei (-5, +5). Šiuos rezultatus galima interpretuoti dvejopai, viena vertus, tai gali reikšti, kad rinka jau įvertino papildomo tiriamų įmonių akcijų listingavimo užsienio rinkose privalumus, todėl įvykio dieną (prekybos pradžios diena užsienio vertybinių popierių biržoje) vietinės rinkos akcijų kainai nėra daromas joks papildomas poveikis. Kita vertus, gauti rezultatai

gali reikšti, kad papildomo listingavimo įvykis tiriamų įmonių, iš ribinių ir besivystančių vietinių rinkų, tarpe neturėjo laukto teigiamo poveikio įmonės likvidumui, investuotojų bazei, matomumui ir pan.

9 lentelė

Įmonių iš ribinių ir besivystančių rinkų įvykio langų CAAR, proc.

Įvykio langas (dienomis)	(-5, +5)			(-10, +10)			(-20, +20)		
	(-5, -1)	(+1, +5)	(-5, +5)	(-10, -1)	(+1, +10)	(-10, +10)	(-20, -1)	(+1, +20)	(-20, +20)
CAAR	1.09%	1.78%	2.21%	2.40%	1.94%	3.68%	3.49%	2.80%	5.63%
t-statistika	0.5661	0.9255	0.7747	0.8842	0.7133	0.9352	0.9073	0.7296	1.0236

(*) žymi 0,90 pasiklojimo lygmenį; (**) žymi 0,95 pasiklojimo lygmenį; (***) žymi 0,99 pasiklojimo lygmenį.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Apibendrinant galima teigti, kad įvykio dieną daugumoje tiriamų įmonių buvo fiksuojama neigiama perteklinė dienos akcijų grąža (AR). Todėl ir vidutinė dienos perteklinė akcijų grąža (AAR) įvykio dieną yra neigiama, visgi svarbu pastebėti, kad ši perteklinė akcijų grąža nėra statistiškai reikšminga, tai reiškia, kad įvykio dieną tiriamų įmonių iš ribinių ir besivystančių vietinių rinkų vidutinei perteklinei akcijų grąžai papildomo listingavimo įvykis reikšmingos įtakos neturėjo. Tačiau sekančią dieną po tiriamo įvykio, fiksuojama teigiama vidutinė perteklinė akcijų grąža (2.03 proc.) rodo jog papildomo listingavimo įvykis daro statistiškai reikšmingą įtaką tiriamų įmonių iš ribinių ir besivystančių vietinių rinkų vidutinei perteklinei akcijų grąžai minėtą dieną. Tai reiškia, kad akcijų rinkos sureagavo į žinią apie tiriamą įvykį, o pats įvykis turėjo teigiamos įtakos įmonių vietinių rinkų akcijų kainoms. Svarbu pažymėti, kad ši reikšmingas vidutinė perteklinė akcijų grąžą nebūtinai rodo ilgesnio laikotarpio poveikį akcijų kainai. Papildomi vidutinės kaupiamosios perteklinės grąžos (CAAR) tyrimai atskleidė, kad tiriamais įvykių langais (-20, +20), (-10, +10) bei (-5, +5) visos gautos CAAR vertės nėra statistiškai reikšmingos. Todėl galima sakyti, kad nepaisant fiksuojamos papildomos teigiamos vidutinės kaupiamosios perteklinės akcijų grąžos analizuojamais laikotarpiais, pats įvykis neturėjo statistiškai reikšmingos įtakos tiriamų įmonių vietinės rinkos gautoms CAAR reikšmėms. Nereikšmingos CAAR vertės gali rodyti, kad rinka jau įvertino papildomo listingavimo užsienio rinkose privalumus, todėl įvykio dieną vietinės rinkos akcijų kainoms nėra daromas papildomas poveikis. Šios išvados prieštarauja daugeliui apžvelgtų ankstesnių tyrimų, kuriuose analizuojamas poveikis vietinei rinkos akcijų grąžai po papildomo listingavimo užsienio rinkoje yra ryškus ir statistiškai reikšmingas (Miller, 1999; Serra, 1999; Mittoo, 2003; Sarkissian, Schill 2008; Roosenboom, Van Dijk, 2009; You ir kt., 2013, Ghadhab, Hellara, 2016; Ghadhab, 2021).

3.2.2 Emitentų iš išsivysčiusių akcijų biržų, listinguojančių akcijas užsienio rinkose, gražos vertinimas

Kaip ir 3.2.1 poskyryje aprašyti tyrimo eigai ir rezultatams, šiame poskyryje yra aprašomas analogiškas tyrimas, tačiau šiuo atveju analizuojama įmonių iš išsivysčiusių akcijų biržų, papildomai listinguojančių akcijas užsienio rinkose, vietinių rinkų akcijų graža po inicijuoto įvykio. Tiriamų emitentų iš išsivysčiusių akcijų biržų skaičius – 20. Apskaičiuoti kiekvienos dienos perteklinės tiriamų įmonių vietinių rinkų akcijų gražos (AR) rezultatai, prieš, per ir po inicijuoto papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkoje (0 dienos), pateikiami 10 lentelėje. Galima pastebėti, jog iš 20-ies įmonių, įvykio dieną 12-oje fiksuojama teigiama perteklinė dienos akcijų graža. Šis įmonių, turinčių teigiamą perteklinę dienos akcijų gražą, skaičius ir yra didžiausias būtent įvykio dieną, vėliau šio teigiamo poveikio intensyvumas silpnėja. 5-ą dieną po įvykio, įmonių, fiksuojančių teigiamą perteklinę dienos gražą, skaičius sumažėja iki 10-ies. Atitinkamai 10-ą dieną po įvykio teigiamą perteklinę dienos gražą turinčių įmonių skaičius mažėja iki 9, o 20-ą dieną – iki 8 įmonių. Tuo tarpu 20-ą, 10-ą ir 5-ą dienomis iki įvykio, matoma įmonių, fiksuojančių teigiamą perteklinę dienos gražą, skaičiaus augimo tendencija artėjant įvykio dienai. Šiuo atveju, iš pateiktos įmonių dienos perteklinės akcijų gražos vietinėse rinkose, galime pastebėti, kad papildomo listingavimo užsienio biržoje dieną, 60 proc. tiriamų įmonių iš išsivysčiusių vietinių akcijų biržų, skirtingai nei įmonių iš ribinių ir besivystančių vietinių akcijų biržų atveju, turėjo teigiamą perteklinę akcijų gražą.

10 lentelė

Įmonių iš išsivysčiusių rinkų dienos AR vietinėse rinkose, proc.

Įmonė	-20 diena	-10 diena	-5 diena	0 diena	+5 diena	+10 diena	+20 diena
TORM plc	-1.91%	-2.07%	0.42%	0.89%	-1.02%	1.90%	0.64%
Nokia Oyj	0.00%	-0.70%	0.78%	-0.03%	-0.76%	0.00%	-0.44%
TietoEVERY Oyj	0.58%	0.15%	0.83%	0.33%	-1.88%	0.07%	0.26%
Equinor ASA	0.22%	-0.46%	0.18%	-14.70%	-0.03%	-1.88%	1.89%
Norwegian Air Shuttle ASA	-0.76%	2.01%	0.66%	-1.11%	1.99%	2.60%	-1.71%
Borr Drilling Limited	-2.38%	-0.75%	1.78%	2.20%	-3.62%	-5.27%	-0.24%
Gaming Innovation Group Inc.	-0.10%	-2.31%	-1.36%	1.57%	-1.02%	-1.15%	-3.05%
Telia Company	-0.64%	-2.19%	-0.84%	1.82%	1.27%	-1.26%	0.58%
SSAB AB (Class A akcija)	-0.92%	-0.47%	-1.05%	-0.32%	0.47%	-1.79%	-1.21%
SSAB AB (Class B akcija)	-0.99%	-0.83%	0.81%	-0.07%	-0.29%	-1.92%	-0.46%

10 lentelės tęsinys.

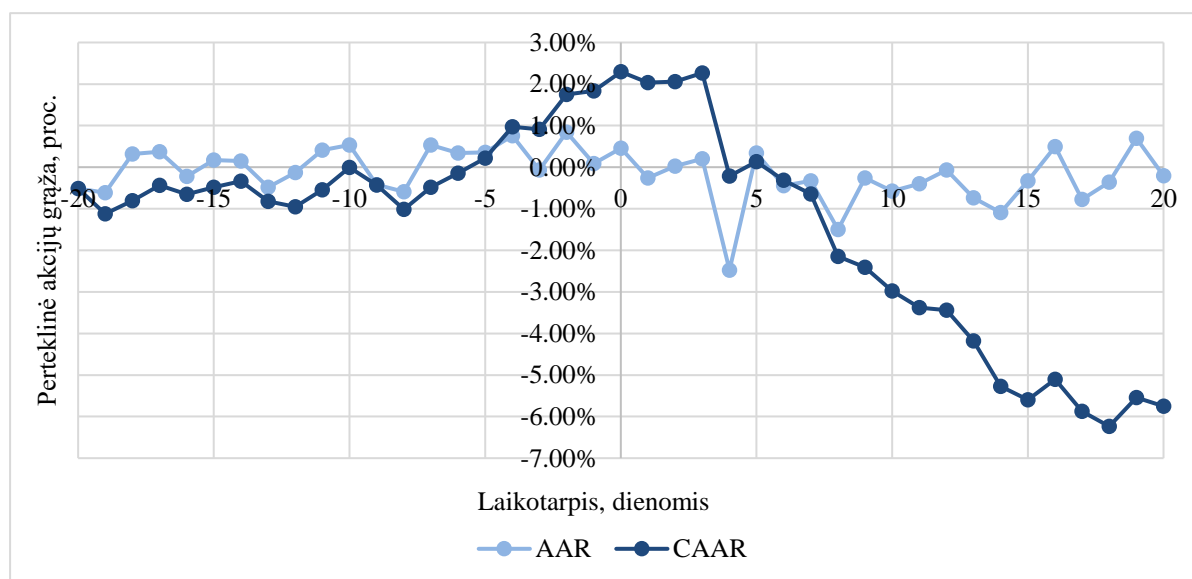
Boozt AB	0.15%	1.06%	1.87%	2.81%	4.97%	0.19%	4.40%
Skanska AB	-0.04%	1.13%	-0.76%	-0.01%	0.16%	0.02%	0.88%
NIBE Industrier AB	-1.10%	-4.17%	-0.95%	4.05%	3.20%	2.84%	1.68%
Erste Group Bank AG	-0.39%	-0.62%	2.21%	1.37%	3.35%	-0.27%	-0.88%
DO & CO Aktiengesellschaft	-1.18%	2.33%	6.18%	1.38%	1.13%	-2.35%	-2.24%
IMMOFINANZ AG	1.15%	-0.15%	0.94%	1.14%	-0.44%	-2.34%	-0.43%
PIERER Mobility AG	0.14%	1.63%	-0.63%	9.40%	0.81%	-2.32%	-2.11%
Vienna Insurance Group AG	1.47%	0.18%	-1.39%	-1.66%	-0.17%	3.95%	-1.43%
ams-OSRAM AG	-3.21%	16.14%	-2.01%	-1.46%	0.95%	-3.36%	-0.77%
UBS Group AG	-0.34%	0.81%	-0.49%	1.52%	-2.19%	0.87%	0.45%

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Siekiant apibendrinti gautus dienos perteklinės akcijų gražos vietinės rinkos rezultatus 41 dienos laikotarpyje apie įvykį (t. y. 20 dienų prieš ir 20 dienų po įvyko) bei išvelgti tam tikrų tendencijų apie tiriamo įvykio daromą įtaką, emitentų iš išsivysčiusių vietinių akcijų biržų, gražai – buvo apskaičiuota vidutinė, visų tiriamųjų, perteklinė graža (AAR) bei tiriamo laikotarpio kaupiamoji perteklinė graža (CAAR). Šios AAR ir CAAR reikšmės pateikiamos 3 priede, o grafinis AAR bei CAAR reikšminių atvaizdavimas pateikiamas 8 paveiksle.

8 paveikslas

Įmonių iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų, AAR ir CAAR reikšmės (-20, +20) įvykio lange, proc.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Iš 3 priede pateiktų duomenų galima teigti, jog, kaip ir 3.2.1 poskyryje analizuotu atveju, didžiausi vidutinės perteklinės akcijų gražos (AAR) svyravimai (t. y. standartinis nuokrypis) tarp emitentų iš išsivysčiusių vietinių rinkų fiksuojami laikotarpiu iš karto po papildomo listingavimo užsienio biržose įvykio (4 dieną) bei pačią įvykio dieną. Tai rodo, jog būtent šiais laikotarpiais tiriamų įmonių rinkose fiksuojamas didžiausias nepastovumas, reiškiantis, kad investuotojai, skirtingų įmonių papildomo listingavimo įvykį vietinėse emitentų rinkose įvertino skirtingai ir nebuvo užtikrintos bei vieningos tendencijos, kadangi ne visų rinkų dalyviai buvo tikri dėl papildomo listingavimo įvykio įtakos įmonių akcijoms. Atitinkamai mažiausi AAR svyravimai fiksuojami ilgesniame laikotarpyje (20, 14, 12-ą dienomis) prieš įvykį.

Analizuojant pačias AAR reikšmes, galima pastebėti, kad prekybos pradžios dieną užsienio vertybinių popierių biržoje (0 dieną), AAR yra teigiama, skirtingai nei 3.2.1 poskyryje analizuotu atveju. Tačiau svarbu pastebėti, kad įvykio dieną susidariusi teigiama vidutinė dienos perteklinė akcijų graža, atsižvelgiant į t statistiką nėra statistiškai reikšminga, tai reiškia, kad įvykio dieną analizuojamų įmonių rinkose susidarė neįprasta teigiama graža, tačiau šis padidėjimas iš esmės nėra susijęs su pačiu papildomo listingavimo įvykiu. Reikia pažymėti, kad statistiškai nereikšminga AAR vertė nebūtinai reiškia, kad tiriamas įvykis neturėjo visiškai jokios įtakos tiriamų įmonių vietinių rinkų akcijų gražai, todėl, siekiant detalai ir įvairiapusiškai išanalizuoti įvykio įtaką, taip pat analizuojamos ir vidutinės kaupiamosios perteklinės akcijų gražos (CAAR) vertės pasirinktiems skirtingiems įvykių langams. Tęsiant 3 priede pateiktą AAR verčių analizę, pastebima, kad didžiausia vidutinė dienos perteklinė akcijų graža (0.84 proc.), analizuojamu laikotarpiu, fiksuojama 2 dieną prieš papildomo listingavimo įvykio, o pateikta t statistika rodo, jog su 90 proc. pasiklovimo lygmeniu galima teigti, kad fiksuota vidutinė perteklinė akcijų graža yra statistiškai reikšminga t. y. fiksuojama AAR nėra atsitiktinė ir papildomo listingavimo įvykis daro statistiškai reikšmingą įtaką tiriamų įmonių iš išsivysčiusių vietinių rinkų vidutinei perteklinei tos dienos akcijų gražai. Šiuo atveju galima sakyti, kad analizuojamų įmonių rinkos jau reagavo į informaciją susijusią su artėjančiu papildomo listingavimo įvykiu dar prieš jam įvykstant, tai leidžia daryti prielaidą, kad išsivysčiusios vietinės rinkos numato įvykį, likus kelioms dienoms iki jo ir atitinkamai koreguoja tiriamų įmonių akcijų kainas. Tuo tarpu neigiamos ir statistiškai reikšmingos vidutinės dienos perteklinės akcijų gražos: -2.48 proc., -1.50 proc. ir -1.09 proc., analizuojamu laikotarpiu fiksuojamos atitinkamai 4-ą, 8-ą ir 14-ą dienomis po papildomo listingavimo įvykio, rodančios, jog minėtomis dienomis po pačio įvykio, jis turėjo neigiamą įtaką akcijų gražai. Taip pat pastebima, kad laikotarpiais prieš įvykį fiksuojama daugiau teigiamų vidutinių perteklinės akcijų gražos reikšmių, suponuojančių apie esamus teigiamus investuotojų lūkesčius dėl įmonės

sprendimo pradėti listinguoti vertybinius popierius užsienio vertybinių popierių biržoje. Atitinkamai laikotarpiais po pačio įvykio fiksuojama daugiau neigiamų vidutinių perteklinės akcijų gražos reikšmių, suponuojančių apie rinkų patiriamą neįprastai neigiamą akcijų gražą išliekančią ilgesniu laikotarpiu.

Atkreipiant dėmesį į vidutinės kaupiamosios perteklinės gražos (CAAR) vertes, iš 8 paveikslo bei 3 priede pateikiamų duomenų pastebima, kad tiriamo 41-os dienos laikotarpiu apie įvykį šios reikšmės tampa teigiamos likus penkioms dienoms iki įvykio, o savo didžiausią reikšmę (2.26 proc.) siekia 3-ą dieną po įvykio. 4-ąją dieną po įvykio stebimas staigus CAAR mažėjimas, kuris tendencingai tęsiasi iki pat tiriamo laikotarpio pabaigos, tai rodo, jog po papildomo listingavimo užsienio rinkose įvykio, emitentų rinkos akcijų kainas koreguoja neįprastai neigiama linkme.

Kaip ir buvo minėta, siekiant detaliai bei įvairiapusiškai išanalizuoti įvykio įtaką yra analizuojamos vidutinės kaupiamosios perteklinės akcijų gražos (CAAR) pasirinktiems (-20, +20), (-10, +10) bei (-5, +5) dienos įvykio langams, apimančioms dienas prieš ir po įvykio (11 lentelė). Lentelėje pateiktos tiriamų įmonių kaupiamosios perteklinės akcijų gražos rodo, jog tik (-5, +5) tiriamame įvykio lange fiksuojama žema, tačiau teigiama CAAR (0.27 proc.), visgi ši CAAR reikšmė nėra statistiškai reikšminga. Detalizuojant (-5, +5) įvykio langą ir išskaidžius jį į dvi dalis t. y. 5 dienų laikotarpį prieš įvykį ir 5 dienų laikotarpį po įvykio, gaunamos CAAR reikšmės pasižymi statistiniu reikšmingumu ir indikuoja, jog 5-ių dienų laikotarpyje iki įvykio fiksuojamai teigiamai vidutinei 1.98 proc. kaupiamajai perteklinei akcijų gražai vietinėse rinkose, teigiamą įtaką darė papildomo listingavimo užsienio rinkose įvykis. Šis rezultatas gali būti paaiškinamas tuo, jog investuotojai galimai numatė ir tikėjosi teigiamo papildomo akcijų listingavimo poveikio (pvz., padidėjusio likvidumo, matomumo). Visgi 5 dienų laikotarpio po įvykio apskaičiuotos CAAR reikšmės rodo priešingus rezultatus – statistiškai reikšminga -2.16 proc. CAAR leidžia manyti jog papildomo listingavimo įvykis neatitiko investuotojų lūkesčių (fiksuotų prieš įvykį) ar pasireiškė neigiama reakcija dėl papildomo listingavimo specifikos (pvz., pasirinktos užsienio biržos ar akcijų kainodaros veiksnių). Žvelgiant į ilgesnio periodo CAAR rezultatus, pastebima jog įvykio langais (-10, -1) bei (-20, -1) gaunama teigiamos CAAR reikšmės nėra statistiškai reikšmingos ir nepaisant fiksuojamo papildomo teigiamo akcijų gražos priaugio analizuojamais laikotarpiais – papildomo listingavimo įvykis, tiriant emitentus iš išsivysčiusių rinkų, ilgesniu laikotarpiu (20-ies ir 10-ies dienų laikotarpiais iki įvykio) neturėjo įtakos gautoms teigiamoms CAAR reikšmėms. Atvirkščia situacija stebima analizuojant ilgesnį laikotarpį po įvykio – dienų langais (+1, +10) bei (+1, +20) fiksuojamos statistiškai reikšmingos neigiamos CAAR reikšmės (kaip ir jau aptartu (+1, +5) įvykio langu). Šie rezultatai rodo, kad

tiriamų įmonių investuotojai, dėl tam tikrų priežasčių, neigiamai įvertino papildomo listingavimo įvykius, o tai savaime turėjo reikšmingą neigiamą poveikį įmonių vietinių rinkų akcijų kainoms po įvykio. Iš 11 lentelėje pateiktų duomenų taip pat galima pastebėti, jog neigiamas CAAR reikšmė (-5.75 proc.) įvykio langų (-20, +20) taip pat pasižymi statistiniu reikšmingumu, kai tuo tarpu trumpesniuose (-5, +5) ir (-10, +10) įvykio languose prieš ir po įvykio, pats įvykis nedarė statistiškai reikšmingos įtakos. Todėl galima sakyti, kad ilgesniuojų laikotarpiu, kurį fiksuoja (-20, +20) įvykio langas, papildomo listingavimo įvykis turėjo didesnę įtaką analizuotų įmonių vietinių rinkų akcijų grąžai, o trumpesnieji įvykių langai, šiuo atveju, galėjo būti per trumpi, kad užfiksuotų visą įvykio poveikį. Aptartas statistiškai reikšmingas rezultatas, vertinant neigiamas CAAR reikšmes, atsirandančias visais analizuojamais laikotarpiais po įvykių (t. y. (+1, +5), (+1, +10), (+1, +20)) bei ilgesniuojų laikotarpiu prieš ir po įvykio (t. y. (-20, +20) leidžia teigti, kad papildomo listingavimo įvykis tarp analizuotų emitentų iš išsivysčiusių akcijų biržų neigiamai paveikė emitentų vietinių rinkų akcijų kainas.

11 lentelė

Įmonių iš išsivysčiusių rinkų įvykio langų CAAR, proc.

Įvykio langas (dienomis)	(-5, +5)			(-10, +10)			(-20, +20)		
	(-5, -1)	(+1, +5)	(-5, +5)	(-10, -1)	(+1, +10)	(-10, +10)	(-20, -1)	(+1, +20)	(-20, +20)
CAAR	1.98%	-2.16%	0.27%	2.38%	-5.27%	-2.44%	1.84%	-8.04%	-5.75%
t-statistika	1.7887*	-1.9537*	0.1665	1.5215	-3.3694***	-1.0742	0.8307	-3.6341***	-1.8142*

(*) žymi 0,90 pasiklovimo lygmenį; (**) žymi 0,95 pasiklovimo lygmenį; (***) žymi 0,99 pasiklovimo lygmenį.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Apibendrinant emitentų iš išsivysčiusių akcijų biržų, listinguojančių akcijas užsienio rinkose, gražos tyrimo rezultatus, galima teigti, kad įvykio dieną daugumoje tiriamų įmonių buvo fiksuojama teigiama perteklinė dienos akcijų grąža (AR). Todėl ir vidutinė dienos perteklinė akcijų grąža (AAR) prekybos pradžios dieną užsienio vertybinių popierių biržoje yra teigiama. Svarbu pastebėti, kad ši perteklinė akcijų grąža nėra statistiškai reikšminga, ir reiškia, kad įvykio dieną analizuojamų įmonių rinkose susidariusi neįprasta teigiama grąža iš esmės nėra susijusi su pačiu papildomo listingavimo įvykiu. Visgi prieš įvykį fiksuojamos statistiškai reikšmingos teigiamos AAR reikšmės, o po įvykio – statistiškai reikšmingos neigiamos AAR reikšmės rodo, jog tam tikrų dienų AAR nėra atsitiktinė ir akcijų rinkos sureagavo į žinią apie tiriamą įvykį, o pats papildomas listingavimas turėjo teigiamos įtakos tiriamų įmonių vietinių rinkų akcijų kainoms prieš įvykį bei neigiamos įtakos po jo. Svarbu pažymėti, kad šios reikšmingos vidutinės perteklinės akcijų gražos nebūtinai rodo ilgesnio laikotarpio poveikį akcijų kainai. Papildomi vidutinės kaupiamosios perteklinės gražos (CAAR) tyrimai atskleidė,

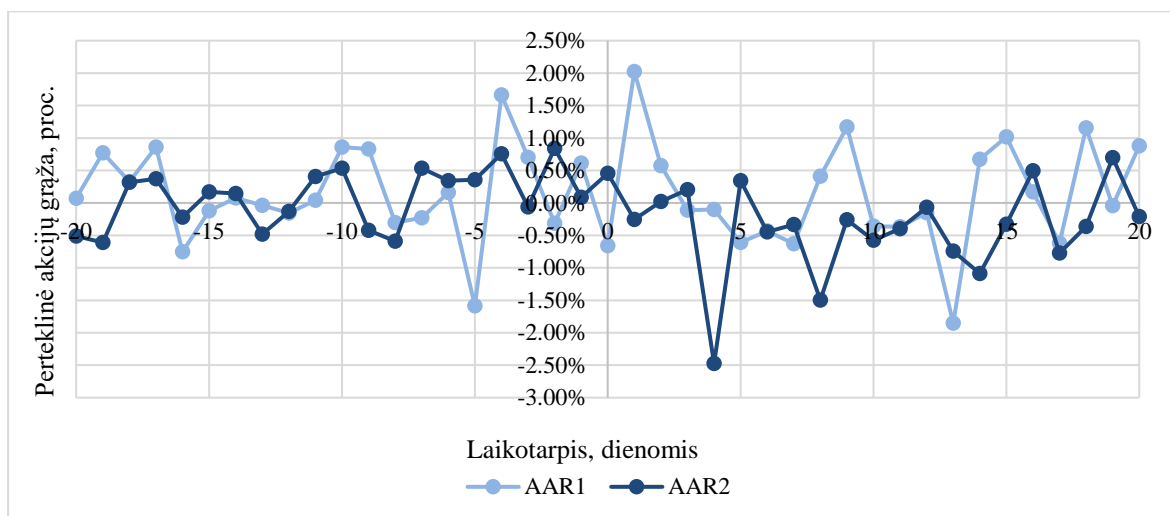
jog visais tiriamais įvykių langais po pačio įvykio (t. y. (+1, +5), (+1, +10), (+1, +20)) fiksuojamos statistiškai reikšmingos neigiamos CAAR reikšmės, todėl galima sakyti, kad tiriamų įmonių investuotojai, neigiamai įvertino papildomo listingavimo įvykius. Tokią pačią išvadą galime daryti ir analizuojant ilgesnį (-20, +20) įvykio lango laikotarpį apimančią dieną ne tik po įvykio bet ir prieš bei per jį. Galima sakyti, kad tirtų įmonių vietinės rinkos daugiausia neigiamai reagavo į papildomą listingavimą užsienio rinkose, ypač ilgesniuose laiko intervaluose. Tai rodo, kad tokie įvykiai gali turėti ilgalaikį neigiamą poveikį akcijų gražai, nors trumpalaikiuose laiko intervaluose gali būti ir teigiamų reakcijų. Šios išvados atitinka ankstesnių Mittoo (2003) bei You ir kt. (2013) atliktų tyrimų rezultatus, kuomet periodais po papildomo listingavimo įvykio yra fiksuojamos neigiamos vidutinės kaupiamosios perteklinės akcijų gražos.

3.3 Keliose rinkose listinguojamų įmonių akcijų gražos tyrimo rezultatų palyginimas ir hipotezių vertinimas

Atlikto tyrimo rezultatai, detaliau aprašomi 3.2 skyriuje, gauti išanalizavus emitentų, listinguojančių akcijas užsienio rinkose, vietinių rinkų akcijų gražą, išskiriant emitentus į dvi grupes pagal jų vietinės rinkos išsivystymo lygį. Atliktus šių dviejų grupių įvykio tyrimus pastebėta, jog gauti rezultatai iš esmės skiriasi, priklausomai nuo analizuojamų emitentų vietinės rinkos išsivystymo lygio, dėl šios priežasties yra tikslinga palyginti gautus rezultatus. Siekiant aiškiau matyti egzistuojančius panašumus bei skirtumus tarp abiejų analizuotų emitentų grupių gautų rezultatų, 9 paveiksle pateikiamos abiejų analizuotų grupių vidutinės perteklinės akcijų gražos (AAR) vietinėse rinkose, 41 dienos laikotarpiu apie įvykį (t. y. 20 dienų prieš ir 20 dienų po įvykio). AAR1 šiuo atveju žymi pirmąją tiriamą grupę – įmones iš ribinių ir besivystančių vietinių rinkų, listinguojančias savo vertybinius popierius keliose rinkose. AAR2 šiuo atveju žymi antrąją tiriamą grupę – įmones iš išsivysčiusių vietinių vertybinių popierių biržų.

9 paveikslas

Įmonių iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių vertybinių popierių biržų, AAR reikšmės (-20, +20) įvykio lange, proc.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

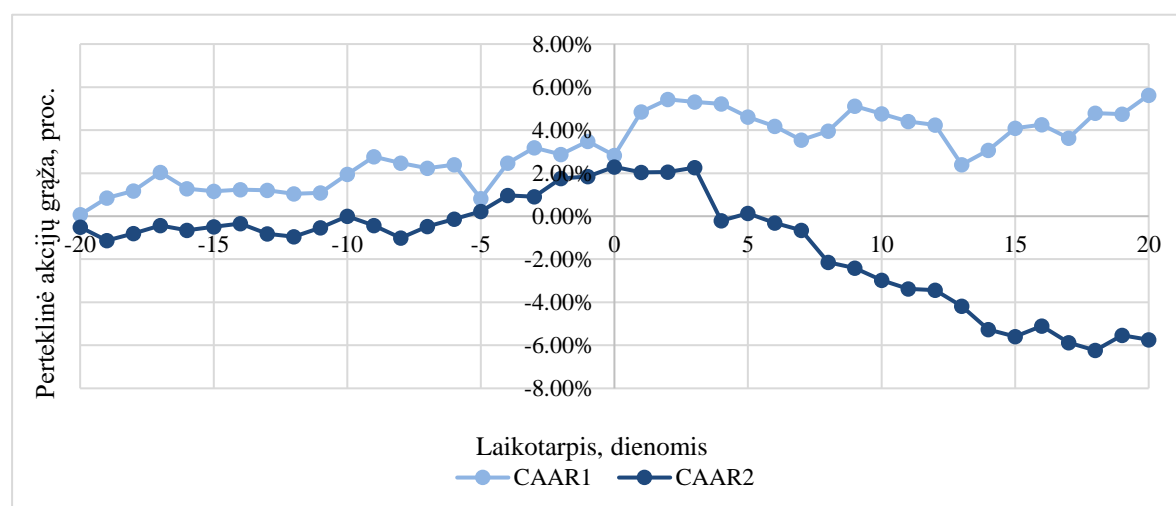
Iš 9 paveiksle pateiktų AAR formavimosi tendencijų galima pastebėti, jog abiejų tiriamų grupių atvejais, didžiausi gražos svyravimai atsiranda (-5, +5) dienų įvykio lange. Žvelgiant į visą, grafike pateikiamą, 41-os dienos laikotarpį galima pastebėti, jog visgi įmonių iš ribinių ir besivystančių vietinių vertybinių popierių biržų, vidutinė perteklinė akcijų graža (AAR1) svyruoja labiau (ypač laikotarpiu po įvykio), šis faktas gali būti paaiškinamas mažesniu šių rinkų efektyvumu ir lėtesne reakcija į įvykius. Pačio įvykio dieną AAR reikšmės išsiskiria, AAR1 fiksuojama neigiama, tuo tarpu AAR2 – teigiama. Visgi 2 bei 3 prieduose pateikti statistiniai šių verčių reikšmingumas atskleidžia, kad abiem atvejais, prekybos pradžios dieną užsienio rinkoje, AAR vertės yra nereikšmingos, tai reiškia, kad su statistiniu patikimumu negalime daryti išvados, jog pats papildomas listingavimas tą dieną turėjo reikšmingos įtakos bet kurios grupės vietinių rinkų akcijų kainoms. Tai gali reikšti, kad pirminė reakcija į papildomo listingavimo pirmąją prekybos dieną jau buvo įtraukta į vietinių rinkų akcijų kainas arba bus įtraukta vėliau. Šiuo atveju, kaip ir 3.2.1 ir 3.2.2 poskyriuose buvo minima, statistiškai reikšmingos AAR vertės fiksuojamos po pačio įvykio atspindi lėtesnį ir laipsnišką atsaką į įvykį. Emitentų iš ribinių ir besivystančių vietinių vertybinių popierių biržų atveju 2 dieną po įvykio stebima reikšminga teigiama AAR, o reikšminga AAR fiksuojama tarp emitentų iš išsivysčiusių vietinių vertybinių popierių biržų kiek vėliau t. y. 4 dieną po įvykio, stebint visiškai priešinga akcijų gražos reakcija – reikšminga neigiama AAR. Šie skirtumai rodo, jog papildomo listingavimo įvykis turėjo uždelstą poveikį AAR abiejų grupių atveju, tačiau poveikis emitentų iš išsivysčiusių biržų vietinių rinkų akcijų gražai vėluoja labiau. Pats įvykio poveikis AAR yra skirtingas vietinių rinkų akcijų

kainoms trumpu laikotarpiu po įvykio, priklausomai nuo emitento vietinės rinkos išsivystymo lygio. Vienas iš galimų pastebėtų AAR skirtumų paaiškinimų yra tas, kad investuotojai išsivysčiusiose rinkose gali vertinti papildomo listingavimo įvykio naudas ilgo laikotarpio požiūriu (pvz., didesnės prieigos prie kapitalo ir didesnės investuotojų bazės galimybes), todėl gali laukti, kol pamatys tikrąjį papildomo listingavimo poveikį įmonės veiklai, kas galėtų lemti neigiamą AAR 4-ą dieną po įvykio. Priešingai, besivystančių rinkų investuotojai gali būti jautresni trumpalaikiams rizikos ir neapibrėžtumo svyravimas, todėl gali greičiau reaguoti į naujienas apie papildomo listingavimo įvykį. Tyrimo rezultatų palyginimas leidžia manyti, kad tiriamas įvykis skirtingai veikia įmones priklausomai nuo jų vietinių biržų išsivystymo lygio, o tai gali būti svarbus faktorius tiek investuotojams, tiek pačioms įmonėms.

Atliekant tolimesnę analizę ir norint detaliau išanalizuoti vietinių rinkų akcijų grąžos reakcijos į papildomo listingavimo įvykį skirtumus, priklausomai nuo emitento vietinės rinkos išsivystymo lygio, 10 paveiksle pateikiamos abiejų analizuotų grupių kaupiamosios vidutinės perteklinės akcijų grąžos (CAAR) 41 dienos laikotarpiu apie įvykį (t. y. 20 dienų prieš ir 20 dienų po įvykio). Kur CAAR1 žymi pirmąją tiriamą grupę – įmones iš ribinių ir besivystančių rinkų, listinguojančias savo vertybinius popierius keliose rinkose, o CAAR2 atitinkamai žymi antrąją grupę – įmones iš išsivysčiusių vietinių vertybinių popierių biržų.

10 paveikslas

Įmonių iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių vertybinių popierių biržų, CAAR reikšmės (-20, +20) įvykio lange, proc.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Iš 10 paveiksle pateiktų CAAR formavimosi tendencijų galima pastebėti, jog emitentų, listinguojančių akcijas keliose biržose, vietinės rinkos vidutinei kaupiamajai perteklinei akcijų grąžai įtakos turi pačio emitento rinkos išsivystymo lygis. Panašumų abiejų tiriamų grupių

CAAR reikšmėse pastebima prieš papildomo listingavimo įvykį, nors CAAR2 reikšmės ir yra mažesnės, jos kaip ir CAAR1 atveju, iki įvykio tendencingai didėja. Skirtumai pastebimi po tiriamo įvykio, kuomet įmonių iš ribinių ir besivystančių rinkų vietinė vidutinė kaupiamoji perteklinė akcijų grąža (CAAR1) įgyja svyruojančias, tačiau teigiamą tendenciją turinčias CAAR1 reikšmes, išliekančias iki tiriamojo laikotarpio pabaigos. Ši tendencija rodo, jog 41-os dienos laikotarpiu tiriamų įmonių akcijos fiksuoja papildomą grąžos prieaugį, tačiau, kaip ir 3.2.1 poskyryje pabrėžiama, šios CAAR1 reikšmės nėra statistiškai reikšmingos, todėl neįprastos akcijų grąžos fiksavimas po įvykio nebūtinai yra nulemtas pačio įvykio, jį taip pat lemia ir trumpalaikiai atsitiktiniai svyravimai. Tuo tarpu įmonių iš išsivysčiusių rinkų vietinė vidutinė kaupiamoji perteklinė akcijų grąža (CAAR2), po įvykio pradeda tolygiai mažėti, o ši nuosaikais reikšmių kritimo tendencija išlieka iki tiriamojo laikotarpio pabaigos. Fiksuojama tendencija, yra statistiškai reikšminga ir nulemta papildomo listingavimo įvykio, rodanti jog investuotojai turi teigiamų lūkesčių susijusių su įmonių iš išsivysčiusių biržų papildomo listingavimo įvykiu, iki pačio įvykio. Tačiau įvykiui įvykus seka neįprastas akcijų kainų kritimas ilgesniu laikotarpiu, kuris galimai yra susijęs su investuotojų lūkesčių neatitikimu, nepadidėjusia akcininkų baze, neatsiradus papildomam investuotojų pripažinimui po papildomo akcijų listingavimo, lemiančiu tai, jog sukaupta vidutinė perteklinė akcijų grąža vietinėse emitentų rinkose yra negaunama.

Tyrimo buvo iškeltos dvi pagrindinės bei dvi alternatyvios hipotezės (žr. 6 lentelė), kurios tikrinamos remiantis atlikto tyrimo rezultatais. Pirmoji hipotezė (H_{01}) vertinama remiantis 3.2.1 poskyryje aprašytais empirinio tyrimo rezultatais, antroji hipotezė (H_{02}) vertinama remiantis 3.2.2 poskyryje aprašytais empirinio tyrimo rezultatais. Išanalizuoti tiriamų įmonių vidutinės kaupiamosios perteklinės akcijų grąžos rezultatai (žr. 9 ir 11 lenteles) taip pat apibendrinamai pateikiami ir 12 lentelėje.

12 lentelė

Emitentų iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių rinkų įvykio langų CAAR, proc.

Įvykio langas (dienomis)	(-5, +5)			(-10, +10)			(-20, +20)		
	(-5, -1)	(+1, +5)	(-5, +5)	(-10, -1)	(+1, +10)	(-10, +10)	(-20, -1)	(+1, +20)	(-20, +20)
Emitentų iš ribinių ir besivystančių rinkų CAAR	1.09%	1.78%	2.21%	2.40%	1.94%	3.68%	3.49%	2.80%	5.63%
t-statistika	0.5661	0.9255	0.7747	0.8842	0.7133	0.9352	0.9073	0.7296	1.0236
Emitentų iš išsivysčiusių rinkų CAAR	1.98%	-2.16%	0.27%	2.38%	-5.27%	-2.44%	1.84%	-8.04%	-5.75%
t-statistika	1.7887*	-1.9537*	0.1665	1.5215	-3.3694***	-1.0742	0.8307	-3.6341***	-1.8142*

(*) žymi 0,90 pasiklovimo lygmenį; (**) žymi 0,95 pasiklovimo lygmenį; (***) žymi 0,99 pasiklovimo lygmenį.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

Vidutinės kaupiamosios perteklinės akcijų gražos (CAAR) tyrimas, tarp emitentų iš ribinių ir besivystančių vertybinių popierių biržų, atskleidė, jog egzistuoja teigiama vidutinė kaupiamoji perteklinė akcijų gražą visais tiriamais įvykių langais po pačio įvykio (t. y. (+1, +5), (+1, +10) bei (+1, +20)) suponuojanti apie vyraujančią neįprastai teigiamą vietinių rinkų akcijų gražą tiek trumpesniu tiek ilgesniu laikotarpiu po papildomo listingavimo įvykio (žr. 9, 12 lenteles). Tačiau kaip ir buvo minėta, gautos CAAR vertės nei prieš, nei po įvykio nėra statistiškai reikšmingos, tai leidžia daryti prielaidą, kad nėra pakankamai įrodymų, patvirtinančių jog tiriamasis įvykis turėjo įtakos neįprastos akcijų gražos susidarymui laikotarpiais prieš ar po jo ir ši gražą didžiąja dalimi yra nulemta trumpalaikių atsitiktinių svyravimų. **Todėl atsižvelgiant į tyrimo apribojimus bei remiantis gautais tyrimo rezultatais, kurių pagrindu įvykio statistinis reikšmingumas akcijų gražai nebuvo įrodytas, nulinė hipotezė H_{01} yra atmetama ir priimama alternatyvioji hipotezė H_1 , teigianti, jog inicijuotas papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykis nedaro reikšmingos įtakos vietinės rinkos vidutinei kaupiamajai akcijų gražai, tarp emitentų iš ribinių ir besivystančių vietinių vertybinių popierių biržų.** Lyginant šiuos tyrimo rezultatus su 1.3 poskyryje analizuotais kitų autorių ta pačia tematika atliktais empiriniais tyrimais pastebima, jog rezultatai nėra kontraversiški ir yra panašūs į daugumos ankstesnių autorių (Miller, 1999; Doidge, 2004; Sarkissian, Schill, 2008; Roosenboom, Van Dijk, 2009; Ghadhab, Hellara, 2016; Ghadhab, 2021) atliktų tyrimų rezultatus. Vis dėlto, šio tyrimo rezultatai neparodė statistinio reikšmingumo, todėl jie negali būti vienareikšmiškai ar tiesiogiai lyginami su minėtais tyrimais.

Apskaičiavus sukaupią vidutinę perteklinę vietinių rinkų akcijų gražą tarp emitentų iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų, trims skirtingiems laikotarpiams prieš inicijuotą akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykį t. y. (-20, -1), (-10, -1) bei (-5, -1) yra fiksuojami teigiami neįprastos akcijų gražos prieaugiai, tiesa, tik (-5, -1) dienos įvykio langu šis kaupiamosios akcijų gražos prieaugis yra reikšmingas, todėl galima sakyti jog buvo nulemtas tiriamojo įvykio. Atitinkamai akcentuojant laikotarpius po tiriamo įvykio t. y. (+1, +5), (+1, +10) bei (+1, +20) dienos įvykio langus, visais atvejais gaunamos statistiškai reikšmingos neigiamos kaupiamosios akcijų gražos reikšmės (žr. 11, 12 lenteles). Šiuo atveju gauti rezultatai leidžia daryti išvadą, kad papildomo listingavimo įvykis turėjo neįprastai neigiamą poveikį vietinių rinkų akcijų gražai laikotarpiais po įvykio, tarp emitentų iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų. Tokia pati, statistiškai reikšminga neigiama ir įvykio nulemta kaupiamoji perteklinė gražą stebima visu 41-os dienos tiriamu laikotarpiu apie įvykį t. y. (-20, +20) dienos įvykio langu. **Tad atsižvelgiant į tyrimo apribojimus bei remiantis gautais tyrimo rezultatais, kurių pagrindu įvykio statistinis reikšmingumas akcijų gražai buvo įrodytas, turimi duomenys leidžia patvirtinti**

pagrindinę H₀₂ hipotezę, kuri teigia, kad inicijuotas papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykis daro reikšmingą įtaką vietinės rinkos vidutinei kaupiamajai akcijų gražai, tarp emitentų iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų. Tuo tarpu alternatyvioji hipotezė H₂ (žr. 6 lentelė) yra atmetama. Lyginant šiuos tyrimo rezultatus su 1.3 poskyryje analizuotais kitų autorių ta pačia tematika atliktais empiriniais tyrimais pastebima, jog nagrinėtų skirtingų autorių empirinių tyrimų rezultatai išsiskyrė šiuo klausimu (žr. 5 lentelė), baigiamojo magistro darbo kontekste atlikto tyrimo rezultatai panašūs į mažumos ankstesnių autorių (Serra, 1999; Mittoo, 2003; You ir kt., 2013) gautus rezultatus ir papildo bei patvirtina išvalgas jog prieš papildomo listingavimo įvykį fiksuojama tam tikra teigiama kaupiamoji perteklinė akcijų graža išnyksta ir tampa neigiama laikotarpiais po įvykio.

Atlikus vidutinės kaupiamosios perteklinės vietinių rinkų akcijų gražos palyginimą, po inicijuoto akcijų listingavimo užsienio rinkoje tarp emitentų iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų rinkų pastebėta, jog laikotarpiais prieš įvykį akcijų gražos abiejų emitentų grupių atveju yra teigiamos ir smarkiai neišsiskiria. Pagrindiniai skirtumai pastebimi laikotarpiais po įvykio, kuomet teigiamos CAAR reikšmės fiksuojamos visais tiriamais laikotarpiais t. y. (+1, +5), (+1, +10) bei (+1, +20) po įvykio, emitentams iš ribinių ir besivystančių rinkų. Kai tuo tarpu emitentų iš išsivysčiusių akcijų rinkų CAAR tais pačiais laikotarpiais fiksuojamos neigiamos. Tačiau šiuo atveju emitentų iš ribinių ir besivystančių rinkų CAAR vertės nėra statistiškai reikšmingos. Tai parodo, jog inicijuotas papildomas akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykis daro skirtingą poveikį vietinių rinkų vidutinei kaupiamajai akcijų graža priklausomai nuo emitentų vietinės rinkos išsivystymo lygio.

Apžvelgiant gauto tyrimo rezultatus ir lyginant juos su 1 skyriuje analizuotų autorių teiginiais galima pastebėti, kad Doidge, Karolyi, Stulz (2020) akcentuoja, kad 2008 m. pasaulinė ekonominė krizė lėmė atvirkštinį procesą globalizacijai, dėl kurio akcijų listingavimas keliose gali teikti mažiau naudos. Remiantis gautais neigiamais kaupiamosios perteklinės akcijų gražos rezultatai, analizuojant emitentus iš išsivysčiusių akcijų rinkų po papildomo listingavimo įvykio, galima pritarti šiam autorių teiginiui, kadangi po papildomo listingavimo įvykių vietinėse rinkose vyravo neigiamas sentimentas, atsiradęs dėl galimo vietinių rinkų investuotojų skeptiško, papildomo listingavimo teikiamų privalumų, vertinimo. Vis dėlto, Roosenboom ir Van Dijk (2009), savo darbe atkreipia dėmesį, jog didesnė teigiama perteklinė graža pastebima tarp įmonių iš besivystančių rinkų. Serra (1999) taip pat teigia, jog besivystančių rinkų atveju, investicinės kliūtys yra didesnės, atsižvelgiant į tai, kad tarptautinės investicijos yra ribojamos reguliacinių ir teisinių barjerų, būtent todėl, anot autorės, akcijų listingavimo keliose rinkose poveikis yra ryškesnis tais atvejais, kuomet akcijas listinguoja įmonės iš besivystančių rinkų,

labiau išsivysčiusiose. Visgi šio darbo kontekste gauti tyrimo rezultatai negali patvirtinti autorių teiginių, kadangi reikšmingas akcijų listingavimo keliose rinkose įvykio poveikis vietinės rinkos akcijų kainoms stebimas tik tais atvejais, kuomet akcijas listinguoja įmonės iš išsivysčiusių rinkų, o emitentų iš ribinių ir besivystančių rinkų atveju, dauguma gautų rezultatų yra statistiškai nereikšmingi. Skirtingų autorių (Stapleton, Subrahmanyam, 1977; Alexander et al., 1987; Errunza and Losq, 1985; Serra, 1999; Dodd, 2013; Bianconi, Tan, 2010; Ghadhab and M'rad, 2018; Ghadhab, 2021) akcentuojamos didesnės rinkos segmentacijos ir mažesnio likvidumo savybėmis pasižyminčios ribinės ir besivystančios vertybinių popierių rinkos turėtų gauti daugiau naudos iš papildomo listingavimo įvykio, šio darbo kontekste atlikto tyrimo rezultatai negali nei patvirtinti nei paneigti šio fakto dėl esamo rezultatų nereikšmingumo. Nors tyrimo rezultatai rodo, jog iki 41-os dienos laikotarpiu apie papildomo listingavimo įvykį, emitentams iš ribinių ir besivystančių vertybinių popierių biržų fiksuojamos neįprastai teigiamos vidutinės kaupiamosios perteklinės akcijų gražos formavimosi tendencijos, tačiau šios perklinės gražos statistinis reikšmingumas nėra pakankamas norint teigti, jog gražos buvo nulemtos įvykio ir teigiamai paveikė vietines emitentų rinkas.

Kadangi ne visi atlikto tyrimo rezultatai buvo statistiškai reikšmingi, tais atvejais, kai egzistuoja statistinis rezultatų nereikšmingumas, daroma prielaida, jog tiriamasis įvykis (papildomo listingavimo užsienio rinkoje prekybos pradžios diena) analizuojamų įmonių vietinių rinkų perteklinei akcijų gražai reikšmingos įtakos tiriamuoju laikotarpiu neturėjo. Šiuo atveju statistinis nereikšmingumas pastebimas analizuojant visus įmonių iš ribinių ir besivystančių vertybinių popierių biržų CAAR įvykio langus, nors apie įvykį yra matomi tam tikri, tendencingi AR, AAR bei CAAR reikšmių svyravimai, suponuojantys apie galimą teigiamą papildomo listingavimo įvykio įtaką akcijų gražai. Visgi norint nustatyti tikslias, galimas AR, AAR bei CAAR nereikšmingumo priežastis reikėtų atlikti tolimesnę analizę, atsižvelgti į konkrečias įmones, nagrinėjamų rinkų kontekstą. Šiuo atveju, viena iš nepakankamo gautų rezultatų reikšmingumo priežasčių galėjo būti per maža tiriamų įmonių iš ribinių ir besivystančių rinkų imtis, kuri yra apribota iki 10-ies įmonių, iš 4-ių skirtingų Europos vertybinių popierių biržų, todėl atliekant tolimesnius panašaus pobūdžio tyrimus rekomenduojama naudoti didesnę imtį, įtraukiant daugiau įmonių iš skirtingų ribinių ir besivystančių biržų, tai leis plačiau suprasti ir išsamiau išnagrinėti papildomo listingavimo procesą bei su juo susijusias tyrimo problemas.

Apibendrinant atlikto tyrimo rezultatus, galima teigti, kad emitentų iš ribinių ir besivystančių vietinių rinkų atveju gauti rezultatai rodo (žr. 12 lentelė), jog laikotarpiais prieš įvykį fiksuojama neįprastai teigiama kaupiamoji perteklinė akcijų gražą, visais analizuojamas įvykio langais (-5, -1), (-10, -1) ir (-20, -1), tačiau šių rezultatų statistinis reikšmingumas nėra

pakankamas, kad būtų galima daryti išvadą, jog fiksuota neįprastai teigiama kaupiamoji perteklinė akcijų grąžą buvo nulemta papildomo listingavimo įvykio. Laikotarpiais po papildomo listingavimo įvykio taip pat fiksuojama neįprastai teigiama, tačiau kiek mažesnė kaupiamoji perteklinė akcijų grąžą visais analizuotais įvykio langais ((+1, +5), (+1, +10) ir (+1, +20)). Tačiau lygiai taip pat kaip ir prieš tai minėtu atveju – rezultatų statistinis reikšmingumas nėra pakankamas, kad būtų galima daryti išvadą, jog fiksuota neįprastai teigiama kaupiamoji perteklinė akcijų grąžą buvo nulemta papildomo listingavimo įvykio. Tuo tarpu emitentų iš išsivysčiusių vietinių rinkų atveju gauti rezultatai rodo (žr. 12 lentelė), jog laikotarpiais prieš įvykį fiksuojama neįprastai teigiama kaupiamoji perteklinė akcijų grąžą, kuri statistiškai reikšminga (-5, -1) įvykio lange ir siekia 1,98 proc. leidžia daryti išvadą, kad papildomo listingavimo įvykis turi teigiamą poveikį vietinės rinkos akcijų kainai prieš pat įvykį. Laikotarpiais po papildomo listingavimo įvykio fiksuojama neįprastai neigiama kaupiamoji perteklinė akcijų grąžą, kuri yra statistiškai reikšminga visais analizuotais įvykio langais ((+1, +5), (+1, +10) ir (+1, +20)) ir didėja ilgėjant laikotarpiui po papildomo listingavimo įvykio. Tai leidžia daryti išvadą, kad ne tik trumpuoju bet ir kiek ilgesniu laikotarpiu po įvykio, jis turi įtakos vietinės rinkos akcijų grąžai, kuri šiuo atveju yra neigiama. Vertinant visą (-20, +20) įvykio langą gauti rezultatai taip pat nurodo, jog papildomo listingavimo įvykis, analizuojant 41-os prekybos dienos duomenis, darė reikšmingą neigiamą įtaką vidutinei kaupiamajai perteklinei įmonių akcijų grąžai vietinėse rinkose, kuri siekė -5,75 proc.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

Atlikus mokslinės literatūros analizę taip pat įmonių iš ribinių ir besivystančių bei išsivysčiusių akcijų biržų, listinguojančių vertybinius popierius keliose rinkose, akcijų gražos vertinimą vietinėje rinkoje prieš, per ir po inicijuoto papildomo listingavimo užsienio rinkoje įvykio, galima daryti šias išvadas:

1. Akcijų listingavimo keliose rinkose procesas gali būti suprantamas kaip įmonės strateginis pasirinkimas listinguoti akcijas bent keliose skirtingose vertybinių popierių biržose vienu metu – vietinėje ir užsienio. Nepaisant reikšmingų pokyčių kapitalo rinkose, akcijų listingavimas keliose rinkose išlieka svarbus, plačiai paplitęs ir ilgalaikis reiškinys. Mokslinėje literatūroje, hipotezės siekiančios paaiškinti šį fenomeną, koncentruojasi ties pagrindiniais septyniais motyvais: rinkos segmentavimo, likvidumo, investuotojų atpažinimo, informacijos atskleidimo, susiejimo, artumo pirmenybės ir verslo strategijos. Įmonių akcijų listingavimo keliose rinkose motyvai yra neatsiejami nuo šio proceso naudos, tačiau taip pat egzistuoja ir jo kaštai bei trūkumai. Perteklinės gražos vertinimo metodologijomis paremtų tyrimų rezultatai rodo, jog egzistuoja teigiama kaupiamoji perteklinė graža, prieš įmonės akcijų listingavimą užsienio biržoje, bei per patį įvykį, o laikotarpiais po akcijų listingavimo užsienio biržoje pradžios – tyrimų rezultatai išsiskiria.
2. Keliose rinkose listinguojamų įmonių akcijų gražos palyginimo metodologijomis paremtų tyrimų rezultatai rodo, jog šio proceso ryšys su atsirandančia neįprasta ir rinkos veiksmų nepaaiškinama akcijų graža t. y. pertekline akcijų graža, yra ypač reikšmingas. Todėl perteklinės, kaupiamos perteklinės bei vidutinės kaupiamos perteklinės akcijų gražos rodiklių analizė rekomenduojama kaip viena svarbiausių, padedančių iširti ir įvertinti akcijų listingavimo keliose rinkose įvykio poveikį vietinių rinkų akcijų gražos dinamikai. Minėta susiformuojanti neįprasta akcijų graža, pasirodžius naujai informacijai rinkose, mokslinėje literatūroje, dažnu atveju, analizuojama taikant Fama, Fisher, Jensen bei Roll (1969) standartinį įvykio tyrimo modelį, kuris apima būtent vidutinės kaupiamosios perteklinės vietinėje rinkoje listinguojamų akcijų gražos apskaičiavimą.
3. Atliktas emitentų iš ribinių ir besivystančių vertybinių popierių biržų, perteklinės vietinių rinkų akcijų gražos vertinimas prieš, per ir po inicijuoto papildomo listingavimo įvykio atskleidė, jog vidutinė dienos perteklinė akcijų graža (AAR) vietinėje rinkoje įvykio dieną yra neigiama, tačiau ši perteklinė akcijų gražą nėra statistiškai reikšminga. Tuo tarpu antrąją dieną po tiriamo įvykio, fiksuojama teigiama vidutinė perteklinė akcijų

grąžą (2.03 proc.) rodo jog papildomo listingavimo įvykis daro statistiškai reikšmingą įtaką tiriamų įmonių akcijų grąžai būtent tą dieną. Tai reiškia, kad tiriamų emitentų vietinės akcijų rinkos sureagavo į žinią apie tiriamą įvykį, o pats įvykis turėjo teigiamos įtakos įmonių vietinių rinkų akcijų kainoms, kadangi investuotojai palankiai ir teigiamai vertina įmonių inicijuotą papildomo listingavimo įvykį labai trumpame laikotarpyje. Visgi ši reikšminga vidutinė perteklinė dienos akcijų grąžą neatspindi ilgesnio laikotarpio poveikio vietinių rinkų akcijų kainai. Nors visais tiriamais įvykių langai (-20, +20), (-10, +10) bei (-5, +5) vidutinė kaupiamoji perteklinė akcijų grąža (CAAR) gaunama teigiama, tačiau šios vertės nėra statistiškai reikšmingos. Tai reiškia, jog nepaisant fiksuojamo papildomo teigiamo akcijų grąžos prieaugio analizuojamais laikotarpiais, prieš, per ir po inicijuoto akcijų listingavimo užsienio rinkoje įvykio, gautų rezultatų statistinis reikšmingumas nėra pakankamas, kad būtų galima daryti išvadą, jog fiksuota neįprastai teigiama kaupiamoji perteklinė akcijų grąžą buvo nulemta tiriamo įvykio.

4. Atliktas emitentų iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų, perteklinės vietinių rinkų akcijų grąžos vertinimas prieš, per ir po inicijuoto papildomo listingavimo įvykio atskleidė, jog vidutinė dienos perteklinė akcijų grąža (AAR) vietinėje rinkoje įvykio dieną, skirtingai nei analizuotu emitentų iš ribinių ir besivystančių rinkų atveju, yra teigiama tačiau ši perteklinė akcijų grąžą nėra statistiškai reikšminga, todėl galima teigti, kad įvykio dieną analizuojamų įmonių rinkose susidarė neįprasta teigiama grąža, tačiau šis padidėjimas iš esmės nebuvo susijęs su pačiu papildomo listingavimo įvykiu. Visgi prieš įvykį fiksuojamos statistiškai reikšmingos teigiamos AAR reikšmės, o po įvykio – statistiškai reikšmingos neigiamos AAR reikšmės rodo, jog tam tikrų dienų AAR nėra atsitiktinė ir akcijų rinkos reaguoja į žinią apie tiriamą įvykį, todėl pats papildomas listingavimas turėjo teigiamos įtakos tiriamų įmonių vietinių rinkų akcijų kainoms tam tikromis dienomis prieš įvykį bei neigiamos įtakos po jo. Kadangi šios reikšmingos vidutinės perteklinės dienos akcijų grąžos neatspindi ilgesnio laikotarpio poveikio vietinių rinkų akcijų kainai, tam buvo analizuojama vidutinė kaupiamoji perteklinė akcijų grąža (CAAR). Kuri prieš įvykį fiksuojama neįprastai teigiama ir statistiškai reikšminga (-5, -1) įvykio lange bei siekia 1,98 proc., tai leidžia daryti išvadą, kad papildomo listingavimo įvykis turi teigiamą poveikį vietinės rinkos akcijų kainai dienomis prieš pat įvykį. Tuo tarpu visai tiriamais (+1, +5), (+1, +10), (+1, +20) įvykių langais po pačio įvykio, CAAR fiksuojamos statistiškai reikšmingos ir neigiamos, atitinkamai siekiančios -2,16 proc. -5,27 proc. bei -8,04 proc., todėl galima sakyti, kad tiriamų įmonių investuotojai, neigiamai įvertino papildomo listingavimo įvykius. Tokią pačią išvadą

galime daryti ir analizuojant bendra 41-os dienos periodą aplink įvykį t. y. (-20, +20) įvykio langą, kuomet fiksuojama neigiama -5,75 proc. vidutinė kaupiamoji perkelinė akcijų graža.

Taip pat teikiami šie pasiūlymai:

1. Akcentuojant kaupiamąją perteklinę akcijų gražą ir trumpo laikotarpio investicijas, investuotojams ir finansų specialistams prieš atliekant tam tikrus investicinius sprendimus, susijusius su įmonėmis planuojančiomis atlikti papildomą akcijų listingavimą užsienio rinkose, siūloma atkreipti dėmesį į emitentų vietinių rinkų išsivystymo lygį, kuris gali lemti atitinkamai teigiamos ar neigiamos neįprastos akcijų gražos susiformavimą. Turint omenyje „ilgosios“ pozicijos prisiėmimą investuojant į emitentų iš išsivysčiusių vertybinių popierių biržų vietinių rinkų akcijas, rekomenduojama tokios pozicijos neprisiimti iki 20-ies prekybos dienų laikotarpiu prieš ir 20-ies prekybos dienų po papildomo listingavimo įvykio atsižvelgiant į galimą aktyvų kainų kritimo riziką ir galimą neįprastai neigiamos akcijų gražos susiformavimą minėtu periodu. Atitinkamai tuo pačiu 20 prekybos dienų iki įvykio periodu investuotojams siūloma prisiimti „trumpąją“ poziciją ir uždaryti šią poziciją iki 20-ies prekybos dienų periodu po įvykio, siekiant uždirbti pelno iš tokios trumpo laikotarpio investicijos pasinaudojant papildomo listingavimo įvykio nulemtomis akcijų gražų tendencijomis. Akcentuojant emitentus iš ribinių ir besivystančių vertybinių popierių biržų ir remiantis šio tyrimo rezultatais, pabrėžiama, jog papildomo listingavimo įvykis nedaro statistiškai reikšmingos įtakos neįprastos akcijų gražos formavimuisi, todėl investuotojams siūloma nesiremti papildomo listingavimo įvykiu atliekant investicinius sprendimus trumpuoju periodu apie įvykį ir nesusidaryti lūkesčių apie įvykio galimai daromą neįprastą poveikį akcijų gražai.
2. Įmonėms, kurios svarsto apie papildomo akcijų listingavimo užsienio rinkoje iniciavimą, siūloma savo sprendimą grįsti atsargia analize, įmonės tikslų bei galimybių įvertinimu, atsižvelgti ne tik į trumpalaikes bet ir į ilgalaikes perspektyvas, atkreipiant dėmesį į plačiai literatūroje akcentuojamą akcijų listingavimo keliose rinkose naudą, tačiau taip pat išsamiai apsverstant ir šio proceso kaštus, reguliavimo aspektus bei galimas rizikas. Taip pat minėtoms įmonėms vertinant rizikos valdymo aspektą, rekomenduojama atsižvelgti ir į gautus tyrimo rezultatus siekiant veiksmingai įvertinti galimas įtakos sritis, susijusias su listingavimo keliose rinkose

procesu. Turėti omenyje, jog atsižvelgiant į gautus atlikto tyrimo rezultatus, priklausomai nuo vietinės rinkos išsivystymo lygio, pats papildomo listingavimo įvykis gali reikšmingai paveikti ir vietinės rinkos akcijų grąžą trumpuoju laikotarpiu. Šiuo atveju, minėtas poveikis vietinės rinkos akcijų grąžai aktualus emitentams iš išvysčiusių vertybinių popierių biržų, kuriose po papildomo listingavimo įvykio vietinėse rinkose egzistuoja neįprastai neigiamos akcijų grąžos formavimosi tendencija trumpuoju (iki 41-os prekybos dienos) laikotarpiu apie įvykį.

3. Dėl egzistuojančio vieningo sutarimo trūkumo empirinėje literatūroje, akcijų listingavimo keliose rinkose poveikio perteklinei akcijų grąžai klausimu, taip pat dėl mažo Europos vertybinių popierių biržų akcentavimo, kaip akcijų listingavimo keliose rinkose tyrimo objekto, atsiranda motyvas tolimesniems tokio pobūdžio tyrimams atlikti. Todėl Akademinei bendruomenei siūloma tęsti ir pildyti šį tyrimą, išplečiant jo išvadas taip pat tobulinti metodologiją nagrinėjant papildomą akcijų listingavimą skirtingose rinkose.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. Abdallah, A. A. N., Ioannidis, C. (2010). Why do firms cross-list? International evidence from the US market. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(2), 202-213. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2009.09.009>
2. Alexander, G. J., Eun, C. S., Janakiramanan, S. (1987). Asset pricing and dual listing on foreign capital markets: A note. *The Journal of finance*, 42(1), 151-158. <https://doi.org/10.2307/2328425>
3. Amira, K., Muzere, M. L. (2011). Competition among stock exchanges for equity. *Journal of Banking Finance*, 35(9), 2355-2373. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.034>
4. Bailey, W., Karolyi, G. A., Salva, C. (2006). The economic consequences of increased disclosure: Evidence from international cross-listings. *Journal of financial economics*, 81(1), 175-213. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.06.002>
5. Baker, H. K., Nofsinger, J. R., Weaver, D. G. (2002). International cross-listing and visibility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(3), 495-521. <https://doi.org/10.2307/3594990>
6. Bancel, F., Mittoo, U. R. (2009). Why do European firms go public? *European financial management*, 15(4), 844-884. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x>
7. Bell, R. G., Filatotchev, I., Rasheed, A. A. (2012). The liability of foreignness in capital markets: Sources and remedies. *Journal of International Business Studies*, 43(2), 107-122. <https://doi.org/10.1057/jibs.2011.55>
8. Bianconi, M., Tan, L. (2010). Cross-listing premium in the US and the UK destination. *International Review of Economics Finance*, 19(2), 244-259. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2009.09.004>
9. Chemmanur, T. J., Fulghieri, P. (2006). Competition and cooperation among exchanges: A theory of cross-listing and endogenous listing standards. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 455-489. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.06.008>
10. Coffee, J. (1998). Future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93(3), 641-708. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/illlr93&i=651>
11. Coffee, J. (2002). Racing towards the top: the impact of cross-listing and stock market competition on international corporate governance. *Columbia Law Review*, 102(7), 1757-1831. <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/clr102&i=1803>

12. Ding, Y., Nowak, E., Zhang, H. (2010). Foreign vs. domestic listing: An entrepreneurial decision. *Journal of Business Venturing*, 25(2), 175-191.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.05.002>
13. Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of financial economics*, 88(3), 430-465.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>
14. Dodd, O. (2013). Why do firms cross-list their shares on foreign exchanges? A review of cross-listing theories and empirical evidence. *Review of Behavioral Finance*, 5(1), 77-99.
<https://doi.org/10.1108/RBF-05-2013-0020>
15. Dodd, O., Frijns, B., Gilbert, A. (2015). On the Role of Cultural Distance in the Decision to Cross-List. *European Financial Management*, 21(4), 706-741.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2013.12038.x>
16. Dodd, O., Louca, C. (2012). International cross-listing and shareholders' wealth. *Multinational Finance Journal*, 16(1/2), 49-86. <https://ssrn.com/abstract=2619741>
17. Doidge, C. (2004). US cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms. *Journal of financial economics*, 72(3), 519-553.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00208-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00208-3)
18. Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of financial economics*, 86(1), 1-39.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002>
19. Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M. (2009). Has New York become less competitive than London in global markets? Evaluating foreign listing choices over time. *Journal of Financial Economics*, 91(3), 253-277. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.02.010>
20. Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M. (2020). *Is financial globalization in reverse after the 2008 global financial crisis? Evidence from corporate valuations* (No. w27022). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w27022>
21. Eaton, T. V., Nofsinger, J. R., Weaver, D. G. (2007). Disclosure and the cost of equity in international cross-listing. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 29(1), 1-2.
<https://doi.org/10.1007/s11156-007-0024-0>
22. Errunza, V., Losq, E. (1985). International asset pricing under mild segmentation: Theory and test. *The Journal of Finance*, 40(1), 105-124. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb04939.x>
23. Esqueda, O. A. (2017). Controlling shareholders and market timing: Evidence from cross-listing events. *International review of financial analysis*, 49, 12-23.

- <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.11.008>
24. Fama, E. F. (1995). Random walks in stock market prices. *Financial analysts journal*, 51(1), 75-80. <https://doi.org/10.2469/faj.v51.n1.1861>
 25. Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1), 1-21. <https://doi.org/10.2307/2525569>
 26. Foucault, T., & Frésard, L. (2012). Cross-listing, investment sensitivity to stock price, and the learning hypothesis. *The Review of Financial Studies*, 25(11), 3305-3350. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs093>
 27. Fuerst, O. (1998). A theoretical analysis of the investor protection regulations argument for global listing of stocks. <https://ssrn.com/abstract=139599>
 28. Ghadhab, I. (2021). Cross-listing and the alignment between short and long-run performance. *Journal of Multinational Financial Management*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2021.100702>
 29. Ghadhab, I., Hellara, S. (2016). Cross-listing and value creation. *Journal of Multinational Financial Management*, 37–38, 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2016.08.001>
 30. Ghadhab, I., M’rad, M. (2018). Does US cross-listing come with incremental benefit for already UK cross-listed firms. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 69, 188–204. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.02.002>
 31. Hail, L., Leuz, C. (2009). Cost of capital effects and changes in growth expectations around US cross-listings. *Journal of financial economics*, 93(3), 428-454. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.006>
 32. Houston, C. O., Jones, R. A. (2002). Canadian manager perceptions of the US exchange listings: recent evidence. *Journal of International Financial Management Accounting*, 13(3), 235-253. <https://doi.org/10.1111/1467-646X.00086>
 33. Hsin, C. W., Tseng, P. W. (2012). Stock price synchronicities and speculative trading in emerging markets. *Journal of multinational financial management*, 22(3), 82-109. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2012.03.001>
 34. Huang, Y., Elkinawy, S., Jain, P. K. (2013). Investor protection and cash holdings: Evidence from US cross-listing. *Journal of banking finance*, 37(3), 937-951. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.10.021>
 35. International Finance Corporation – IFC. (2016). *IFC the first six decades: leading the way in private sector development – a history*. Washington, D.C.: World Bank Group.

<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/5e70149f-6cad-407a-944e-69d392079b47/IFC-History-Book-Second-Edition.pdf?MOD=AJPERES&CVID=IIwwdJi>

36. You, L., Lucey, B. M., Shu, Y. (2013). An empirical study of multiple direct international listings. *Global Finance Journal*, 24(1), 69–84.
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2013.03.004>
37. Karolyi, G. A. (2006). The world of cross-listings and cross-listings of the world: Challenging conventional wisdom. *Review of Finance* (T. 10, Issue 1 SPEC. ISS., p. 99–152). <https://doi.org/10.1007/s10679-006-6980-8>
38. Karolyi, G. A. (2012). Corporate governance, agency problems and international cross-listings: A defense of the bonding hypothesis. *Emerging Markets Review*, 13(4), 516–547. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.08.001>
39. Lang, M. H., Lins, K. V., Miller, D. P. (2003). ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of accounting research*, 41(2), 317-345.
<https://doi.org/10.1111/1475-679X.00106>
40. Lang, M., Lins, K. V., Maffett, M. (2012). Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 729-774. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00442.x>
41. Lee, H. W., Valero, M. (2010). Cross-listing effect on information environment of foreign firms: ADR type and country characteristics. *Journal of Multinational Financial Management*, 20(4-5), 178-196. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2010.07.006>
42. Loureiro, G., Silva, S. (2020). The impact of cross-delisting from the US On firms' financial constraints. *Journal of Business Research*, 108, 132-146.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.09.055>
43. Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance* Volume, 42(3), 483-510
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x>
44. Miller, D. P. (1999). The market reaction to international cross-listings: evidence from Depositary Receipts. *Journal of Financial economics*, 51(1), 103-123.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00045-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00045-2)
45. Mittoo, U. R. (2003). Globalization and the value of US listing: Revisiting Canadian evidence. *Journal of Banking Finance*, 27(9), 1629-1661. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(03\)00093-1](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(03)00093-1)
46. Morgan Stanley Capital International – MSCI. (2023). *MSCI 2023 Global Market*

Accessibility Review. <https://www.msci.com/documents/1296102/087cd982-f621-2897-f65b-441e2f4dafdc>

47. Pagano, M., Röell, A. A., Zechner, J. (2002). The geography of equity listing: Why do companies list abroad? *Journal of Finance*, 57(6), 2651–2694.
<https://doi.org/10.1111/1540-6261.00509>
48. Pasaulio bankas (2021). *World Bank Country and Lending Groups*.
<https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519>
49. Peng, M. W., Su, W. (2014). Cross-listing and the scope of the firm. *Journal of World Business*, 49(1), 42–50. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2012.11.002>
50. Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
51. Reese Jr, W. A., Weisbach, M. S. (2002). Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of financial economics*, 66(1), 65-104. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00151-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00151-4)
52. Reiter, N. (2021). Investor communication and the benefits of cross-listing. *Journal of Accounting and Economics*, 71(1), 101356.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2020.101356>
53. Roosenboom, P., Van Dijk, M. A. (2009). The market reaction to cross-listings: Does the destination market matter? *Journal of Banking Finance*, 33(10), 1898-1908.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.04.010>
54. Sarkissian, S., Schill, M. J. (2008). Are there permanent valuation gains to overseas listing? *The Review of Financial Studies*, 22(1), 371-412.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhn003>
55. Sarkissian, S., Schill, M. J. (2016). Cross-Listing Waves. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 259–306. <https://doi.org/10.1017/S0022109016000016>
56. Serra, A. P. (1999). Dual-listings on international exchanges: the case of emerging markets' stocks. *European Financial Management*, 5(2), 165-202.
<https://doi.org/10.1111/1468-036X.00088>
57. Stapleton, R. C., Subrahmanyam, M. G. (1977). Market imperfections, capital market equilibrium and corporation finance. *The Journal of Finance*, 32(2), 307-319.
<https://doi.org/10.2307/2326763>
58. Stulz, R. M. (1999). Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of applied corporate finance*, 12(3), 8-25. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1999.tb00027.x>

59. World Federation of Exchanges – WFE. (2023). *Statistics Portal*. [Žiūrėta 2023-01-07].
<https://statistics.world-exchanges.org/>

STOCK RETURNS COMPARISON OF CROSS-LISTED COMPANIES

GINTARĖ GEIŠAITĖ

Master thesis

Finance and Banking

Vilnius University, Faculty of Economics and Business Administration

Supervisor – Doc. Dr. Algimantas Laurinavičius

Vilnius, 2024

SUMMARY

77 pages, 12 charts, 10 pictures, 59 references.

The main purpose of this work is to evaluate and compare the impact of the cross-listing event on the stock returns for issuers from emerging and frontier markets compared to issuers from developed markets.

The work consists of three main parts: analysis of scientific literature, research methodology and its evaluation of research results, conclusions, and recommendations.

The literature analysis reviews the concept, fundamental aspects, motives, and significance of cross-listing, as well as the peculiarities of stock returns for companies listed on several markets. It also discusses the methodology of evaluating the stock return after the cross-listing event.

Following the literature review, the author conducts a study on stock returns of cross-listed companies, evaluating the home market stocks abnormal returns for issuers from emerging, frontier and developed markets, before, during, and after the initiation of additional listing in foreign markets. Using event study methodology, statistical market model, abnormal stock return evaluation, comparative and regression analysis, it was determined that despite the recorded positive cumulative average abnormal returns in the home markets for the analyzed periods, before, during and after the initiated cross-listing event, among issuers from emerging and frontier markets, the statistical significance of the obtained results were not sufficient to conclude that these positive cumulative abnormal returns were determined by the additional listing event. Meanwhile, the assessment of the abnormal returns in home markets of issuers from developed securities markets indicates that the event of cross-listing had a significant negative impact on home market stock return for a short 41-day period around the listing as during this period, a negative cumulative abnormal stock return determined by the event of additional listing is observed.

The conclusions and recommendations summarize the main concepts of literature analysis as well as the results of the performed research. The author believes that the results of the study could provide useful guidelines for individual investors, financial institutions, companies making strategic financial decisions, or seeking to understand the impact of additional listing on home market stock returns. Additionally, the author provides recommendations for conducting further similar studies, allowing for a broader understanding and more comprehensive examination of the cross-listing process and associated research issues.

PRIEDAI

1 priedas. Tiriamų įmonių, listinguojančių savo akcijas keliose rinkose, sąrašas

Vietinė rinka	Įmonė	ISIN	Vietinė vertybinių popierių birža	Užsienio vertybinių popierių birža	Prekybos pradžios diena užsienio vertybinių popierių biržoje
Ribinė/Besivystanti	MOL Magyar Olaj	HU0000153937	Budapest Stock Exchange	Warsaw Stock Exchange	22/12/2004
	Silvano Fashion Group	EE3100001751	Nasdaq Tallinn	Warsaw Stock Exchange	23/07/2007
	Tallink Grupp	EE3100004466	Nasdaq Tallinn	Nasdaq Helsinki	03/12/2018
	CEZ, A. S.	CZ0005112300	Prague Stock Exchange	Warsaw Stock Exchange	25/10/2006
	Polski Koncern Naftowy ORLEN	PLPKN0000018	Warsaw Stock Exchange	Prague Stock Exchange	22/05/2018
	KGHM Polska Miedz S.A.	PLKGHM000017	Warsaw Stock Exchange	Prague Stock Exchange	22/05/2018
	Arctic Paper S.A.	PLARTPR00012	Warsaw Stock Exchange	Nasdaq Stockholm	20/12/2012
	CPI FIM S. A.	LU0122624777	Warsaw Stock Exchange	Luxembourg Stock Exchange	02/10/2015
	AmRest Holdings SE	ES0105375002	Warsaw Stock Exchange	Bolsa de Madrid	21/11/2018
	Photon Energy N.V.	NL0010391108	Warsaw Stock Exchange	Prague Stock Exchange	17/10/2016
Išsivysčiusi	TORM plc	GB00BZ3CNK81	Nasdaq Copenhagen	Nasdaq-GS	11/12/2017
	Nokia Oyj	FI0009000681	Nasdaq Helsinki	Euronext Paris	19/11/2015
	TietoEVRY Oyj	FI0009000277	Nasdaq Helsinki	EuroNext Oslo	05/12/2019
	Equinor ASA	NO0010096985	EuroNext Oslo	NYSE	18/06/2001
	Norwegian Air Shuttle ASA	NO0010196140	EuroNext Oslo	OTC Markets	27/11/2013
	Borr Drilling Limited	BMG1466R1732	EuroNext Oslo	NYSE	31/07/2019
	Gaming Innovation Group Inc.	US36467X2062	EuroNext Oslo	Nasdaq Stockholm	26/03/2019
	Telia Company	SE0000667925	Nasdaq Stockholm	Nasdaq Helsinki	09/12/2002
	SSAB AB (Class A akcija)	SE0000171100	Nasdaq Stockholm	Nasdaq Helsinki	01/08/2014
	SSAB AB (Class B akcija)	SE0000120669	Nasdaq Stockholm	Nasdaq Helsinki	01/08/2014
	Boozt AB	SE0009888738	Nasdaq Stockholm	Nasdaq Copenhagen	20/11/2020
	Skanska AB	SE0000113250	Nasdaq Stockholm	Prague Stock Exchange	22/05/2018
	NIBE Industrier AB	SE0015988019	Nasdaq Stockholm	SIX Swiss Exchange	10/08/2011
	Erste Group Bank AG	AT0000652011	Wiener Börse	Prague Stock Exchange	01/10/2002
	DO & CO Aktiengesellschaft	AT0000818802	Wiener Börse	Borsa Istanbul	02/12/2010
IMMOFINANZ AG	AT0000A21KS2	Wiener Börse	Warsaw Stock Exchange	07/05/2013	

PIERER Mobility AG	AT0000KTMI02	Wiener Börse	SIX Swiss Exchange	14/11/2016
Vienna Insurance Group AG	AT0000908504	Wiener Börse	Prague Stock Exchange	05/02/2008
ams-OSRAM AG	AT0000A18XM4	SIX Swiss Exchange	Wiener Börse	12/02/2018
UBS Group AG	CH0244767585	SIX Swiss Exchange	NYSE	15/05/2000

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

2 priedas. Įmonių iš ribinių ir besivystančių rinkų AAR ir CAAR vertės

Diena	AAR	AAR standartinis nuokrypis	AAR t-statistika	CAAR
-20	0.07%	0.0219	0.0820	0.07%
-19	0.77%	0.0295	0.9003	0.84%
-18	0.33%	0.0110	0.3794	1.17%
-17	0.86%	0.0186	1.0025	2.03%
-16	-0.75%	0.0280	-0.8738	1.28%
-15	-0.12%	0.0065	-0.1423	1.16%
-14	0.08%	0.0201	0.0914	1.24%
-13	-0.04%	0.0250	-0.0438	1.20%
-12	-0.15%	0.0060	-0.1803	1.04%
-11	0.04%	0.0092	0.0460	1.08%
-10	0.86%	0.0169	0.9989	1.94%
-9	0.83%	0.0356	0.9692	2.77%
-8	-0.31%	0.0186	-0.3553	2.47%
-7	-0.23%	0.0139	-0.2685	2.24%
-6	0.16%	0.0232	0.1861	2.40%
-5	-1.59%	0.0304	-1.8468*	0.81%
-4	1.67%	0.0386	1.9385*	2.48%
-3	0.70%	0.0207	0.8202	3.18%
-2	-0.31%	0.0469	-0.3624	2.87%
-1	0.62%	0.0148	0.7163	3.49%
0 diena	-0.66%	0.0619	-0.7661	2.83%
1	2.03%	0.0910	2.3582**	4.85%
2	0.57%	0.0257	0.6681	5.43%
3	-0.11%	0.0509	-0.1282	5.32%
4	-0.10%	0.0157	-0.1183	5.21%
5	-0.61%	0.0443	-0.7101	4.60%
6	-0.43%	0.0165	-0.5029	4.17%
7	-0.63%	0.0282	-0.7330	3.54%
8	0.41%	0.0205	0.4784	3.95%
9	1.17%	0.0194	1.3605	5.12%
10	-0.36%	0.0182	-0.4170	4.76%
11	-0.37%	0.0195	-0.4295	4.40%
12	-0.15%	0.0204	-0.1750	4.25%
13	-1.85%	0.0352	-2.1562**	2.39%
14	0.67%	0.0197	0.7827	3.07%
15	1.02%	0.0483	1.1867	4.08%
16	0.17%	0.0149	0.1948	4.25%

17	-0.62%	0.0150	-0.7182	3.64%
18	1.16%	0.0477	1.3471	4.79%
19	-0.04%	0.0128	-0.0504	4.75%
20	0.88%	0.0229	1.0253	5.63%

(*) žymi 0,90 pasiklovimo lygmenį; (**) žymi 0,95 pasiklovimo lygmenį; (***) žymi 0,99 pasiklovimo lygmenį.
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu

3 priedas. Įmonių iš išsivysčiusių rinkų AAR ir CAAR vertės

Diena	AAR	AAR standartinis nuokrypis	AAR t-statistika	CAAR
-20	-0.51%	0.0112	-1.0339	-0.51%
-19	-0.61%	0.0228	-1.2363	-1.12%
-18	0.32%	0.0179	0.6371	-0.81%
-17	0.37%	0.0276	0.7535	-0.44%
-16	-0.22%	0.0204	-0.4409	-0.65%
-15	0.17%	0.0271	0.3433	-0.48%
-14	0.14%	0.0147	0.2926	-0.34%
-13	-0.48%	0.0249	-0.9731	-0.82%
-12	-0.13%	0.0159	-0.2614	-0.95%
-11	0.41%	0.0343	0.8225	-0.54%
-10	0.54%	0.0400	1.0848	-0.01%
-9	-0.42%	0.0394	-0.8503	-0.43%
-8	-0.59%	0.0272	-1.1953	-1.02%
-7	0.54%	0.0208	1.0820	-0.48%
-6	0.34%	0.0162	0.6905	-0.14%
-5	0.36%	0.0181	0.7250	0.22%
-4	0.75%	0.0421	1.5244	0.97%
-3	-0.06%	0.0184	-0.1292	0.91%
-2	0.84%	0.0231	1.7021*	1.75%
-1	0.09%	0.0256	0.1774	1.84%
0	0.46%	0.0429	0.9211	2.29%
1	-0.26%	0.0274	-0.5180	2.04%
2	0.02%	0.0238	0.0457	2.06%
3	0.20%	0.0346	0.4120	2.26%
4	-2.48%	0.1014	-5.0024***	-0.21%
5	0.34%	0.0201	0.6941	0.13%
6	-0.45%	0.0247	-0.9059	-0.32%
7	-0.33%	0.0211	-0.6704	-0.65%
8	-1.50%	0.0216	-3.0271***	-2.15%
9	-0.26%	0.0244	-0.5234	-2.40%
10	-0.57%	0.0226	-1.1595	-2.98%
11	-0.40%	0.0324	-0.8033	-3.38%

12	-0.06%	0.0231	-0.1307	-3.44%
13	-0.74%	0.0313	-1.4972	-4.18%
14	-1.09%	0.0355	-2.1983**	-5.27%
15	-0.33%	0.0302	-0.6586	-5.60%
16	0.49%	0.0214	0.9959	-5.10%
17	-0.77%	0.0210	-1.5622	-5.88%
18	-0.36%	0.0335	-0.7285	-6.24%
19	0.70%	0.0234	1.4083	-5.54%
20	-0.21%	0.0168	-0.4226	-5.75%

(*) žymi 0,90 pasiklovimo lygmenį; (**) žymi 0,95 pasiklovimo lygmenį; (***) žymi 0,99 pasiklovimo lygmenį.
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktu tyrimu