

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

«SIGNALING WITH MANDATORY DIVIDENDS: THE CASE OF THE BRAZILIAN STOCKMARKET»



ΦΟΙΤΗΤΗΣ : ΤΑΠΤΑΣ ΕΠΑΜΕΙΝΩΝΔΑΣ
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2010

Πίνακας περιεχομένων

1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
2	ΒΑΣΙΚΕΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΚΑΙ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	8
2.1	Ιστορική Αναδρομή της Βραζιλιάνικης Οικονομίας.....	8
2.2	Η Οικονομία της Βραζιλίας και η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση....	12
2.2.1	Ιστορική Αναδρομή Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης.....	12
2.2.2	Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης.....	16
2.2.3	Η Βραζιλιάνικη οικονομία στην Διεθνή Χρηματοπιστωτική Κρίση.....	18
2.3	Μακροοικονομικά Στοιχεία Βραζιλίας Περιόδου 1990 -2009.....	20
2.4	Στοιχεία για το Βραζιλιάνικο Χρηματιστήριο (Bovespa Index) και Γενικότερα Χαρακτηριστικά Λειτουργίας του.....	30
2.5	Λειτουργία Εμπορικών Τραπεζών και Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων στη Βραζιλία.....	33
2.6	Θεσμικό Πλαίσιο.....	38
2.6.1	Το Ελάχιστο Υποχρεωτικό Μέρισμα.....	38
2.6.2	Φορολογία Μερισμάτων.....	39
2.6.3	Φορολογία Κεφαλαιακών Κερδών.....	40
3	Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	41
3.1	Εισαγωγή.....	41
3.1.1	Η Έννοια του Μερισματος.....	41
3.1.2	Η Έννοια της Μερισματικής Πολιτικής.....	42
3.2	Μερισματική Πολιτική.....	43
3.2.1	Η Θεωρία της μη Σχετικότητας του Μερισματος.....	44
3.2.2	Η Θεωρία του «Bird in the Hand Theory».....	45
3.2.3	Η Θεωρία του Διαφορικού Φόρου.....	47
3.2.4	Η Πελατειακή Επίδραση.....	48
3.2.5	Κόστη Αντιπροσώπευσης.....	50
3.2.6	Το Πληροφοριακό Περιεχόμενο των Μερισμάτων.....	51
4	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ	52
4.1	Μέθοδος Ανάλυσης των Επιχειρηματικών Γεγονότων (Event Study)...	52
4.1.1	Ορισμός του Επιχειρηματικού Γεγονότος.....	52
4.1.2	Η Πέριξ του Γεγονότος Περίοδος Εξέτασης.....	53
4.1.3	Υπολογισμός των Έκτατων Αποδόσεων.....	55
4.1.4	Αξιολόγηση των Έκτατων Αποδόσεων και των Έκτατων Σωρευτικών Αποδόσεων.....	57
4.2	Τα Δεδομένα της Εργασίας.....	60

5	ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	62
5.1	Αποτελέσματα για τις Έκτακτες Αποδόσεις.....	62
5.2	Αποτελέσματα για τις Σωρευτικές Αποδόσεις.....	65
6	ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	67
6.1	Σύνοψη και Συμπεράσματα.....	67

Περίληψη

Η παρούσα μελέτη ερευνά αν η ανακοίνωση μη αναμενόμενων μεταβολών των μερισμάτων από εταιρείες εισηγμένες στον δείκτη Bovespa (Bovespa Index) του Χρηματιστηρίου της Βραζιλίας (BM&FBOVESPA) επιφέρει έκτακτες αποδόσεις στις τιμές των μετοχών. Επιπρόσθετα ελέγχει την ορθότητα της υπόθεσης εργασίας σύμφωνα με την οποία η ανακοίνωση του υποχρεωτικού μερίσματος αντικατοπτρίζει το πληροφοριακό περιεχόμενο που εμπεριέχει η ανακοίνωση των κερδών ενώ η ανακοίνωση μερίσματος διαφορετικού από το υποχρεωτικό αντικατοπτρίζει το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης του μερίσματος.

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα εργασία είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study). Η ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων ερευνά το κατά πόσο κάποιο γεγονός προκαλεί στατιστικά σημαντική αντίδραση στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων. Από την μελέτη δείγματος μετοχών των 64 επιχειρήσεων που διαπραγματεύονται στο κύριο δείκτη (Bovespa Index) του Χρηματιστηρίου της Βραζιλίας (BM&FBOVESPA) την περίοδο 1990-2009, καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μεταβολή των εκτάκτων αποδόσεων προς την αντίθετη κατεύθυνση με την μη αναμενόμενη μεταβολή της μερισματικής πολιτικής στην περίπτωση που αυτή αφορά αύξηση ενώ αντιθέτως στην περίπτωση που έχουμε μείωση εμφανίζεται μεταβολή των εκτάκτων αποδόσεων προς την ίδια κατεύθυνση ενώ επίσης ότι υπάρχει σύνδεση μεταξύ ανακοίνωσης κερδών και αλλαγών στις διανομές των μερισμάτων.

Λέξεις κλειδιά : Μέρισμα, πληροφοριακό περιεχόμενο μερισμάτων (signaling Information Content), πληροφοριακό περιεχόμενο ανακοίνωσης κερδών ασύμμετρη πληροφόρηση

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μια από τις πιο σημαντικές αποφάσεις που καλείται να λάβει η ανώτατη διοίκηση μιας εταιρείας είναι αυτή της μερισματικής πολιτικής που πρόκειται να ακολουθήσει. Κι αυτό γιατί η μερισματική πολιτική προσδιορίζει την κατανομή κερδών μεταξύ καταβολών στους μετόχους και επανεπένδυσης στην επιχείρηση. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι το αρμόδιο να αποφασίσει αν θα απελευθερώσει τα κέρδη της εταιρείας από τον έλεγχο της με αποτέλεσμα η απόφαση αυτή να έχει επιπτώσεις σε διάφορους τομείς της επιχείρησης όπως την χρηματοοικονομική δομή, τις χρηματικές ροές, την ρευστότητα της, τις αποδόσεις της μετοχής της και την ικανοποίηση των μετόχων. Έτσι γίνεται φανερό ότι ο προσδιορισμός της κατάλληλης μερισματικής πολιτικής αποτελεί ένα σημαντικό θέμα της Χρηματοοικονομικής Διοικητικής.

Στην μελέτη αυτή αρχικά θα διερευνήσουμε κατά πόσον η ανακοίνωση *μη αναμενόμενων* μεταβολών στα ανακοινωθέντα μερίσματα που διανέμουν οι εισηγμένες εταιρείες στο δείκτη Bovespa (Bovespa Index) του Χρηματιστηρίου της Βραζιλίας επιφέρει έκτακτες αποδόσεις στην τιμή των μετοχών, και δευτερευόντως θα ελέγξουμε την ορθότητα της υπόθεσης εργασίας σύμφωνα με την οποία η ανακοίνωση του υποχρεωτικού μερίσματος αντικατοπτρίζει το πληροφοριακό περιεχόμενο που εμπεριέχει η ανακοίνωση των κερδών ενώ η ανακοίνωση μερίσματος διαφορετικού από το υποχρεωτικό αντικατοπτρίζει το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης του μερίσματος.

Σύμφωνα με την εξεταζόμενη υπόθεση, η ανακοίνωση υποχρεωτικού μερίσματος ουσιαστικά αντανakλά την ανακοίνωση των ετήσιων κερδών καθώς το θεσμικό πλαίσιο της Βραζιλίας θέτει ως ελάχιστο υποχρεωτικό ποσό μερίσματος το 25% των καθαρών κερδών της χρήσεως, ενώ η ανακοίνωση των κερδών γίνεται την ίδια κατά προσέγγιση ημερομηνία με αυτή του διανεμόμενου μερίσματος. Με αυτό τον τρόπο καθίσταται σαφές ότι αυξομείωση του ελάχιστου υποχρεωτικού μερίσματος ουσιαστικά αντανakλά την αυξομείωση των διανεμόμενων καθαρών κερδών. Αντίστοιχα η ανακοίνωση μερίσματος διαφορετικού από το υποχρεωτικό ταυτίζεται με το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης του μερίσματος καθώς αποσυνδέεται η έννοια των καθαρών κερδών από το διανεμόμενο ύψος του μερίσματος. Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι η παρούσα μελέτη προσπαθεί να

ξεχωρίσει το περιεχόμενο πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης των κερδών από αυτό της ανακοίνωσης του μερίσματος.

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί για τον έλεγχο της προαναφερθείσας υπόθεσης είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study). Η ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων ερευνά το κατά πόσο κάποιο γεγονός προκαλεί στατιστικά σημαντική αντίδραση στην τιμή της μετοχής των επιχειρήσεων. Ως έκτακτες αποδόσεις ορίζουμε τη διαφορά των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων από τις αναμενόμενες, όπως αυτές προκύπτουν από το υπόδειγμα της αγοράς (market model), την προσαρμοσμένη στο δείκτη της αγοράς απόδοση (market adjusted return model) και το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων (mean adjusted return model). Η περίοδος εξέτασης περιλαμβάνει 220 μέρες γύρω από την εξεταζόμενη μέρα. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας θα γίνει με την τυποποιημένη μέθοδο των Brown & Warner (1985).

Τα εμπειρικά αποτελέσματα ελέγχου της προαναφερθείσας θεωρίας-υπόθεσης που έχουν παρουσιαστεί σε παλαιότερες μελέτες υπήρξαν ανάμικτα. Ωστόσο η πλειονότητα των μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί μέχρι σήμερα (βλέπε για παράδειγμα Pettit (1972), Charest (1978), Aharony and Swary (1980), και Woolridge (1983)) έχει δείξει ότι οι μη αναμενόμενες μεταβολές των μερισμάτων οδηγούν σε μεταβολές των τιμών των μετοχών προς την ίδια κατεύθυνση.

Η παρούσα εργασία αποτελεί μια προσπάθεια ώστε να επαληθευθεί καταρχάς η θεωρία- υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των υποχρεωτικά διανεμομένων μερισμάτων (signaling with mandatory dividends) σε χώρα διαφορετική της Ελλάδας, ως συνέχεια έρευνας της μελέτης των Τσιριτάκη και Ασημακόπουλου (2007), και εν συνεχεία να ελεγχθεί η ισχύς της υπόθεσης εργασίας σύμφωνα με την οποία η ανακοίνωση του υποχρεωτικού μερίσματος αντικατοπτρίζει το πληροφοριακό περιεχόμενο που εμπεριέχει η ανακοίνωση των κερδών ενώ η ανακοίνωση μερίσματος διαφορετικού από το υποχρεωτικό αντικατοπτρίζει το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης του μερίσματος.

Επιπλέον ενδιαφέρον στην παρούσα μελέτη αποτελεί το γεγονός ότι όπως και στην Ελλάδα, έτσι και στην Βραζιλία επικρατούν διαφορετικές συνθήκες τόσο σε επίπεδο θεσμικού περιβάλλοντος όσο και στον τρόπο

λειτουργίας της αγοράς. Συγκεκριμένα οι Bhattacharya (1979), John & Williams (1985) και Bernheim (1991) υποστηρίζουν στις μελέτες τους ότι απαραίτητη συνθήκη για να ισχύει η ικανότητα των μερισμάτων να προβλέπουν την μελλοντική πορεία της επιχείρησης , και κατά συνέπεια να ισχύει η θετική σχέση μεταξύ μεταβολής του μερίσματος και αυτής των τιμών των μετοχών , είναι η δυσμενέστερη φορολογική αντιμετώπιση εισοδήματος που προέρχεται από μερίσματα σε σχέση με αυτό που προέρχεται από κεφαλαιακά κέρδη .

Στην Βραζιλία, όπως και στην Ελλάδα (από 1/1/2009 δεν ισχύει), η συνθήκη που αφορά την φορολογία δεν ισχύει. Με την πληρωμή φόρου εισοδήματος από την ίδια την επιχείρηση εξαντλείται κάθε φορολογική υποχρέωση και κατά συνέπεια δεν οφείλεται να καταβληθεί επιπλέον φόρος κατά την διανομή του μερίσματος. Επιπλέον είναι υποχρεωτική με νομοθετική ρύθμιση η καταβολή ενός ελαχίστου ποσού μερίσματος από κάθε εταιρεία, με την προϋπόθεση ότι τηρούνται οι απαραίτητες προϋποθέσεις –αντίστοιχες με αυτές του Ν2190 της Ελλάδας. Επίσης λόγω της κατοχής μεγάλου ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου από λίγους μεγαλομετόχους στην πλειονότητα των επιχειρήσεων της βραζιλιάνικης οικονομίας , εμφανίζεται υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης. Έτσι οι μικρομέτοχοι φαίνεται να επιδιώκουν διανομή αυξημένου μερίσματος έτσι να εξασφαλίσουν τη βέλτιστη διοίκηση της εταιρείας.

Επομένως, σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, δημιουργείται το ερώτημα εάν η ανακοίνωση μη αναμενόμενων μερισμάτων από εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Βραζιλίας κρύβει πληροφόρηση για την μελλοντική αξία της επιχείρησης και κατά πόσον αυτή η πληροφόρηση οδηγεί τελικά σε μεταβολή των τιμών των μετοχών.

Παρά όμως τις όποιες ιδιαιτερότητες που πιθανόν να εμφανίζει το επιχειρηματικό περιβάλλον της Βραζιλίας, τα αποτελέσματα προσομοιάζουν σε μεγάλο βαθμό με τα αποτελέσματα αντίστοιχων ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί στο παρελθόν για άλλες πιο αποτελεσματικές αγορές του εξωτερικού, ενώ τέλος αναγνωρίζεται η σχέση μεταξύ μεταβολής μερίσματος και μεταβολής απόδοσης προς την ίδια κατεύθυνση.

Η παρούσα μελέτη αποτελείται από έξι κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο είναι η εισαγωγή. Στο δεύτερο κεφάλαιο κάνουμε μια γενική αναφορά στην

οικονομία της Βραζιλίας καθώς και στο ισχύον θεσμικό πλαίσιο αναφορικά τους περιορισμούς που αντιμετωπίζουν οι διοικήσεις των εισηγμένων αναφορικά με την ακολουθητέα μερισματική πολιτική. Στο τρίτο κεφάλαιο κάνουμε μια αναφορά στην μερισματική πολιτική και τις βασικές θεωρίες της μερισματικής πολιτικής. Στο τέταρτο κεφάλαιο αναπτύσσουμε την μεθοδολογία για την ανάλυση των επιχειρηματικών γεγονότων, την οποία και θα εφαρμόσουμε προκειμένου να ελέγξουμε τις ερευνητικές υποθέσεις της εργασίας μας, και παρουσιάζουμε τα δεδομένα της εργασίας. Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα του εμπειρικού μέρους για την ανακοίνωση αποκοπής μερισμάτων. Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο κάνουμε μια σύνοψη της εργασίας και αναφερόμαστε στα συμπεράσματα της έρευνας.

2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΚΑΙ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.

2.1 Ιστορική Αναδρομή της Βραζιλιάνικης Οικονομίας

Ανέκαθεν η Βραζιλία ήταν μια χώρα με πολλές δυνατότητες ανάπτυξης. Κατέχει τα μεγαλύτερα αποθέματα σε πόσιμο νερό , τα μεγαλύτερα τροπικά δάση , κατάλληλο έδαφος για την ανάπτυξη της αγροκαλλιέργειας και τεράστια αποθέματα σε ορυκτά , ενώ πλούσια είναι τα αποθέματα της σε πετρέλαιο και φυσικό αέριο. Δεν είναι λοιπόν λάθος η γνώμη που εκφράζουν πολλοί διεθνής επενδυτές , ότι η Βραζιλία αποτελεί τον επενδυτικό παράδεισο του μέλλοντος.

Η χώρα περνάει ίσως την καλύτερη περίοδο της ιστορίας της με τον πληθωρισμό να κρατείται σε χαμηλά επίπεδα την οικονομική ανάπτυξη να ακολουθεί την αύξουσα και το σταθερό δημοκρατικό πολίτευμα να εξασφαλίζει το κατάλληλο περιβάλλον για ένα ακόμη πιο παραγωγικό μέλλον. Με την υπάρχουσα δυναμική πολλοί αναλυτές προεξοφλούν ότι η Βραζιλία θα κατατάσσεται στις πέντε μεγαλύτερες οικονομίες στα μέσα του αιώνα που διανύουμε μαζί με την Κίνα ,Αμερική ,Ινδία και Ιαπωνία .

Παρά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που έπληξε το σύνολο του οικονομικού κόσμου η Βραζιλία φαίνεται ότι βγαίνει από αυτήν σχεδόν αλώβητη. Κι αυτό γιατί, είναι μια χώρα αυτάρκης σε πετρέλαιο ενώ τα νέα παράκτια αποθέματα που πρόσφατα ανακαλύφθηκαν μπορούν να την καταστήσουν και εξαγωγική δύναμη στο τέλος της επόμενης δεκαετίας. Ακόμη σημαντικό είναι το γεγονός ότι οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης κατατάσσουν την Βραζιλία σε υψηλές θέσεις επενδυτικής προοπτικής. Επίσης το γεγονός ότι η κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι θα δανείσει το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο την ώρα που πριν μια δεκαετία το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ήταν αυτό που δάνειζε την χώρα με επαχθείς όρους , καταδεικνύουν το μέγεθος της προόδου και της δυναμικής που έχει η βραζιλιάνικη οικονομία. Τέλος αξίζει να σημειωθεί ότι τον προηγούμενο χειμώνα οι άμεσες ξένες επενδύσεις σημείωσαν αύξηση σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο κατά 30% την ώρα που ο μέσος όρος για το υπόλοιπο του κόσμου έπεφτε κατά 14%.

Σημαντική συνεισφορά στην τωρινή οικονομική εικόνα της χώρας αποτελεί η συνετή οικονομική πολιτική των κυβερνήσεων της τελευταίας

δεκαετίας και κυρίως αυτή του Fernando Henrique Cardoso από το 1995 έως το 2003, η οποία δημιούργησε ένα σταθερό και εύκολα προβλέψιμο μακροοικονομικό περιβάλλον όπου έδωσε τη δυνατότητα για ραγδαία ανάπτυξη των επιχειρήσεων στα πλαίσια της ελεύθερης αγοράς. Δεν είναι λοιπόν πλεονασμός αυτό που πολλοί οικονομικοί αναλυτές υποστηρίζουν, ότι δηλαδή η Βραζιλία πέτυχε ένα οικονομικό θαύμα.

Αυτό το οικονομικό θαύμα εύκολα γίνεται αντιληπτό αν εξετάσει κανείς τη κατάσταση της βραζιλιάνικης οικονομίας στις αρχές της δεκαετία του '90. Ωστόσο καλό θα ήταν να κάνουμε στο σημείο αυτό μια ιστορική αναδρομή στην οικονομία της Βραζιλίας που βοηθήσει τον αναγνώστη να καταλάβει πληρέστερα την δομή της βραζιλιάνικης οικονομίας. Μετά την ανεξαρτησία της το 1825 από τους Πορτογάλους, η Βραζιλία έγινε τόπος εγκατάσταση πολλών Βρετανών εμπόρων που βοήθησαν τα μέγιστα στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Παρόλα αυτά το κατά κεφαλήν εισόδημα παρέμεινε σταθερό σε χαμηλό επίπεδο κυρίως λόγω του ανεπαρκούς εκπαιδευτικού συστήματος και του γεγονότος ότι η κύρια δύναμη της ανάπτυξης της, ο εξαγωγικός τομέας, στηριζόταν στο δουλεμπόριο ενώ εκείνη την περίοδο οι κάτοικοι της Βραζιλίας έβλεπαν με σκεπτικισμό την ελεύθερη αγορά.

Στα μέσα της δεκαετίας του εικοστού αιώνα η Βραζιλία φάνηκε να έχει βρει μια φόρμουλα για συνεχή ανάπτυξη. Την περίοδο εκείνη η οικονομία της αναπτυσσόταν ταχύτερα από κάθε άλλη χώρα στον κόσμο πλην της Ιαπωνίας και της Νότιας Κορέας. Το μοντέλο αυτό ανάπτυξης στηριζόταν στον κρατικό παρεμβατισμό και στην χρηματοδότηση με εξωτερικό χρέος στα πλαίσια μιας όχι πλήρους ελεύθερης αγοράς. Αλλά αυτός ο τρόπος ανάπτυξης έφερε υψηλά επίπεδα πληθωρισμού που ταλάνιζαν την βραζιλιάνικη οικονομία μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '90 ενώ τα υψηλά επιτόκια που επικρατούσαν την περίοδο εκείνη ακύρωναν κάθε προσπάθεια ιδιωτικής επένδυσης. Με την πετρελαϊκή κρίση του 1970 το μοντέλο αυτό ανάπτυξης κατέρρευσε τελείως, με δυσμενή αποτελέσματα για την οικονομία αλλά και το κοινωνικό σύνολο της Βραζιλίας. Η ανάπτυξη σταμάτησε, το εξωτερικό χρέος λόγω του συνεχούς εξωτερικού δανεισμού, διογκώθηκε σε μεγάλο βαθμό ενώ τα υψηλά επίπεδα του πληθωρισμού δεν έδιναν κανένα σημάδι ελπίδας για μελλοντική οικονομική ανάπτυξη. Τις δύο δεκαετίες που ακολούθησαν η Βραζιλία γνώρισε αρνητική ανάπτυξη ενώ τα χρόνια προβλήματα της όπως η

εγκληματικότητα , η παραοικονομία , το ανεπαρκές εκπαιδευτικό σύστημα και το ελλιπές σύστημα υγείας , διογκώθηκαν. Χαρακτηριστικός δείκτης της οικονομικής κατάστασης που επικρατούσε ήταν ότι ο πληθωρισμός ανάμεσα στα έτη 1990 έως 1995 ήταν κατά μέσο όρο 764%.

Στο χρονικό αυτό σημείο πραγματοποιήθηκε το μεγάλο οικονομικό « θαύμα» της Βραζιλίας. Το 1994 μια ομάδα οικονομολόγων με επικεφαλής τον κ Cardoso εισήγαγαν ένα νέο νόμισμα το real , το οποίο πέτυχε ότι οι προηγούμενες προσπάθειες δεν είχαν καταφέρει .Μέσα σένα χρόνο το “Plano Real” ,όπως λεγόταν η προσπάθεια ανάκαμψης μέσω της εισαγωγής του νέου νομίσματος, κατάφερε να τιθασεύσει την αύξηση του επιπέδου των τιμών. Το 1999 εγκαταλείφτηκε το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών που ακολουθούσαν μέχρι εκείνη την περίοδο και υιοθετήθηκε αυτό των ελεύθερα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών ενώ η Κεντρική Τράπεζα έθεσε ως προτεραιότητα την καταπολέμηση του πληθωρισμού. Σημαντικές ήταν η αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο αυτή και στο δημοσιονομικό τομέα. Η περιστολή των δημοσιονομικών εξόδων μέσω της στενής συνεργασίας της ομοσπονδιακής κυβέρνησης και των τοπικών κυβερνήσεων συνέβαλλε τα μέγιστα στη μείωση του δημοσιονομικού χρέους . Ακόμη η πολιτική της κυβέρνησης για πλεονασματικούς ισολογισμούς έδωσε τη δυνατότητα της σταδιακής μείωσης του ελλείμματος και εξασφάλισε οικονομική σταθερότητα στην χώρα. Αυτή η πολιτική έδωσε αξιοπιστία στην βραζιλιάνικη κυβέρνηση, με τους διεθνούς οίκους αξιολόγησης αλλά και τους επενδυτές να επιβραβεύουν την προσπάθεια αυτή με αποτέλεσμα να θεωρούνται τα βραζιλιάνικα κρατικά ομόλογα ασφαλή χρεόγραφα.

Η ανάπτυξη της χώρας εξακολουθεί να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα παρά την διεθνή οικονομική κρίση και την κάθετη πτώση του επιπέδου των τιμών των εμπορευμάτων. Ωστόσο η οικονομία δεν μπορεί να χαρακτηριστεί και εντελώς ελεύθερη , με τον εξαγωγικό της τομέα να βρίσκεται σε μέση τάξη μεγέθους (24% του ΑΕΠ το 2008, μικρότερο απ’ ότι πριν 60 χρόνια) . Παρόλα αυτά η ανάπτυξη της είναι στενά συνδεδεμένη με τις τιμές των εμπορευμάτων , την Κινέζικη οικονομία , τον δείκτη Baltic Dry Index και άλλους παραμέτρους του παγκόσμιου εμπορίου. Ακόμη όμως παραμένουν σημαντικά προβλήματα να επιλυθούν . Το επιτόκιο της Κεντρικής Τράπεζας της Βραζιλίας βρίσκεται στο 8,75% , ένα από τα υψηλότερα πραγματικά επιτόκια στον κόσμο. Η

παραγωγικότητα εμφανίζεται στάσιμη τον τελευταίο χρόνο. Η εγκληματικότητα και το χάσμα μεταξύ πλουσίων και φτωχών παραμένουν υψηλά ενώ το κράτος δεν επενδύει πόρους στην ανάπτυξη και βελτίωση του εκπαιδευτικού συστήματος. Τέλος αξίζει να σημειωθεί ότι το θεσμικό πλαίσιο που αφορά τις επιχειρήσεις, θεωρείται μη λειτουργικό και αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα για την περαιτέρω ανάπτυξη της χώρας.

Παρόλα αυτά τα προαναφερθέντα προβλήματα που ταλανίζουν την χώρα, η Βραζιλία έχει σημειώσει σημαντική πρόοδο ενώ θεωρείται η πιο ισχυρή οικονομία της λατινικής Αμερικής. Οι οικονομικοί αναλυτές προσδιορίζουν ότι η ανάπτυξη θα τρέξει τον επόμενο χρόνο στο 4-5% με τα επιτόκια να μην αναμένονται να μειωθούν σε πιο φυσιολογικά επίπεδα. Τέλος η ανάθεση των δύο διοργανώσεων , Ολυμπιάδας (2016) και Παγκοσμίου Κυπέλλου Ποδοσφαίρου (2014), στη Βραζιλία καταδεικνύει τα βήματα της χώρας προς την ανάπτυξη ενώ σήμερα, το μεγαλύτερο μέρος του πληθυσμού θεωρείται ότι ανήκει στη μεσαία εισοδηματική τάξη.

Ως σύνοψη των ανωτέρω θα μπορούσαμε να πούμε ότι το υπόδειγμα ανάπτυξης που υιοθέτησε η Βραζιλία από τα μέσα του 20ου αιώνα, το οποίο και την έκανε να αναπτύσσεται γρηγορότερα από κάθε άλλη μεγάλη οικονομία, εκτός της Ιαπωνίας και της Νότιας Κορέας, στηριζόταν στον κρατικό παρεμβατισμό και την χρηματοδότηση με αύξηση του εξωτερικού χρέους .Τελικά αυτό το πρότυπο ανάπτυξης κατέρρευσε εν μέσω των πετρελαϊκών κρίσεων της δεκαετίας του '70, με αποτέλεσμα αφ' ενός μεν την δημιουργία μιας σειρά κοινωνικών προβλημάτων (όπως η εγκληματικότητα, το χαμηλό επίπεδο εκπαίδευσης, και η κακή ποιότητα των υπηρεσιών υγείας), αφ' ετέρου δε την εμφάνιση έντονων πληθωριστικών φαινομένων, τα οποία ταλάνιζαν την οικονομία της Βραζιλίας μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '90 .

2.2 Η Οικονομία της Βραζιλίας και η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση

2.2.1 Ιστορική Αναδρομή Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης

Κρίνεται σκόπιμο για την συνέχεια της παρούσας εργασίας και πριν αναλύσουμε τις επιπτώσεις της δυσμενούς αυτής οικονομικής συγκυρίας στην βραζιλιάνικη οικονομία να αναφερθούμε στο ιστορικό της κρίσης διεθνώς, τα στάδια εξέλιξης της καθώς και τα αίτια που οδήγησαν σε αυτήν. Μια οικονομική δυσλειτουργία, αρχικά με την μορφή της πιστωτικής ύφεσης, έκανε αισθητή την εμφάνιση της τον Ιούλιο του 2007, επιβεβαιώνοντας τα στοιχεία που είχαν παρουσιαστεί τους προηγούμενες μήνες. Αυτά είχαν να κάνουν με την μείωση των τιμών στην αγορά κατοικίας των ΗΠΑ στις αρχές του 2007 μετά από 5 χρόνια συνεχής ανόδου, ενώ το ίδιο χρονικό διάστημα (Φεβρουάριος 2007) η βρετανική τράπεζα HSBC κατέγραφε ζημίες στο τμήμα καταναλωτικής πίστης που δραστηριοποιείται στις ΗΠΑ, χωρίς παρ' όλα αυτά να εκφραστούν ιδιαίτερες ανησυχίες. Ένα μήνα αργότερα, ο επικεφαλής της αμερικάνικης κεντρικής τράπεζας (Fed), Ben Bernanke, ανακοίνωνε ότι η υποχώρηση στην αγορά ακίνητης περιουσίας είναι περιορισμένη και δεν επιφέρει κάποια ανησυχία. Παρά τις εφησυχαστικές δηλώσεις, η αγορά κατοικίας των ΗΠΑ συνέχισε να υποχωρεί με γρήγορους ρυθμούς και τον Ιούλιο του 2007 εμφανίζεται το πρώτο ανησυχητικό σημάδι με την τότε επενδυτική τράπεζα Bear Sterns να σταματάει την λειτουργία δύο hedge funds της που ήταν εκτεθειμένα στην αγορά ομολόγων καλυμμένων με στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης (CDOs), ενώ παρόμοιες ενέργειες ακολουθούνται και από άλλα κορυφαία χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (π.χ. BNP Paribas). Τον Αύγουστο του ίδιου έτους, η αγορά των τιτλοποιημένων δανείων με έκθεση στην αγορά κατοικίας χαμηλής εξασφάλισης δέχεται τους πρώτους κραδασμούς σημειώνοντας απότομη πτώση. Παγκόσμιοι χρηματοπιστωτικοί κολοσσοί με έκθεση στην αγορά κατοικίας χαμηλής εξασφάλισης (subprime market) αρχίζουν να καταγράφουν σταδιακά ζημίες. Οι μεν εμπορικές τράπεζες σε μια προσπάθεια διάσωσης του κύρους τους, απορροφούν και ενσωματώνουν τα ζημιογόνα πλέον ομολόγα στον ισολογισμό τους, οι δε επενδυτικοί οίκοι, έρχονται αντιμέτωποι με την απομείωση των στοιχείων αυτών και κατά επέκταση του ενεργητικού τους που τους επέτρεπε να

καταγράφουν υπερκανονικά κέρδη τα προηγούμενα έτη. Αποτέλεσμα είναι η δημιουργία ενός κλίματος αβεβαιότητας για την έκταση των υποτιμημένων αυτών στοιχείων (ομολόγων) στο χρηματοπιστωτικό σύστημα που δυναμιτίζει τις συνθήκες εμπιστοσύνης στην διατραπεζική αγορά, εκτοξεύει τα διατραπεζικά επιτόκια (LIBOR, EURIBOR) και δημιουργεί ένα κλίμα πιστωτικής ασφυξίας. Αντιμέτωπες με το φαινόμενο μιας διευρυμένης πιστωτικής κρίσης οι διοικήσεις των κεντρικών τραπεζών τόσο σε Αμερική όσο και σε Ευρώπη μεταβιβάζουν ρευστότητα στην αγορά, ενώ η Fed αρχίζει να επιδίδεται σε μια διαρκή και σταδιακή υποχώρηση του βραχυπρόθεσμου κεντρικού επιτοκίου στοχεύοντας στην επαναφορά της ισορροπίας στην πιστωτική αγορά. Χαρακτηριστικά, στις 22 Ιανουάριου του 2008, η Fed μείωσε το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο κατά 0,75% κατά την διάρκεια μιας έκτακτης συνεδρίας. Πολλές τράπεζες με μεγάλη χρηματοοικονομική μόχλευση στον ισολογισμό τους, αρχίζουν να αντιμετωπίζουν προβλήματα καθώς βρίσκονται στην δίνη ενός εντεινόμενου επιτοκιακού κινδύνου προερχόμενου από τα υψηλά διατραπεζικά επιτόκια και αδυνατούν να αποπληρώσουν το χρέος τους που σε ορισμένες περιπτώσεις τους οδηγούν σε ζημίες και σε ακραίες καταστάσεις στην χρεοκοπία ή στην κρατικοποίηση (Northern Rock). Όπως ήταν αναμενόμενο, η ανασφάλεια μεταφέρεται στις χρηματαγορές και το επενδυτικό κοινό. Στους μήνες που ακολουθούν, μεγάλες επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικοί οργανισμοί και πολυεθνικές εταιρείες με έκθεση στην αγορά των subprime loans, παρατηρούν τις μετοχές τους να σημειώνουν ιστορικά χαμηλά, συμπαρασύροντας ταυτόχρονα τους γενικούς δείκτες των ΗΠΑ και Μ.Βρετανίας και με αβέβαιες τις έως τότε προεκτάσεις στον υπόλοιπο κόσμο και στην πραγματική οικονομία. Τον Μάρτιο του 2008, ο χρηματοοικονομικός οργανισμός Bear Stearns βρίσκεται στο χείλος της χρεοκοπίας (εξαγοράζεται από την J.P Morgan προς \$10/μετοχή, ενώ πριν την κρίση η τιμή της διαπραγματευόταν προς \$100/μετοχή), καθώς αδυνατεί να αντλήσει κεφάλαια από την φειδωλή αγορά.

Η κατάσταση οξύνεται με την χρεοκοπία της μεγάλης επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, την εξαγορά των RBS και Fortis από τις κυβερνήσεις τους, τη μετατροπή των Goldman Sachs και Morgan Stanley σε εταιρείες συμμετοχών υπό την εποπτεία της Fed, και την χρεοκοπία ενός μεγάλου συνόλου χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων παγκοσμίως. Παράλληλα ο

κρατικός παρεμβατισμός ανακτά έδαφος προκειμένου να διασωθούν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και η οικονομία. Στους ανωτέρω παράγοντες αστάθειας, πρέπει να προστεθούν η ανεξέλεγκτη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων έως το καλοκαίρι του 2008 καθώς και η ταχεία ανατιμητική πορεία του ευρώ. Η κρίση κλονίζει την πραγματική οικονομία που εκφράζεται και μέσω της αδυναμίας του επιχειρηματικού κόσμου να αντλήσει κεφάλαια, ιδία η δανειακά, αναγκαία για την εύρυθμη λειτουργία του. Άμεση συνέπεια ήταν να συρρικνωθούν η παραγωγική, εμπορική και η κατανάλωση, αυξάνοντας την ανεργία και μειώνοντας το εθνικό εισόδημα των χωρών. Τέλος και το διεθνές εμπόριο πλήττεται σημαντικά παρασύροντας την ναυτιλία, τις εξαγωγές και το τουριστικό συνάλλαγμα. Έτσι συμπληρώνεται το σκηνικό στα τέλη του 2008 συμβάλλοντας στη γρήγορη επιδείνωση της ύφεσης και επιτείνοντας την μεγάλη αβεβαιότητα στην παγκόσμια αγορά σχετικά με την διάρκεια της κρίσης.

Έχει γίνει κατανοητό έως τώρα ότι η απαρχή της υφισταμένης οικονομικής κρίσης είναι η αγορά κατοικίας μειωμένης εξασφάλισης των ΗΠΑ. Στο σημείο αυτό για την πληρέστερη κατανόηση των αιτιών της κρίσης θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε την αγορά αυτή μέσα από τα δάνεια και τα δομημένα ομόλογα της.

Τα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης αφορούν δάνεια που χορηγήθηκαν σε ανθρώπους που δεν πληρούσαν τα βασικά κριτήρια πιστοληπτικής ικανότητας (άνθρωποι χαμηλού και μη σταθερού εισοδήματος, άτομα που αντιμετωπίζουν προβλήματα υγείας, φοιτητές) και έως εκ τούτου συνδέθηκαν με υψηλό κυμαινόμενο επιτόκιο. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διείδαν στην κατηγορία αυτή των δανειοληπτών σημαντικά περιθώρια κέρδους (τα δάνεια αυτά διαπραγματεύονταν με απόδοση 6% πάνω από το LIBOR, κατατάσσοντας τα ιδιαίτερα ελκυστικά), καθώς στην περίοδο που ακολούθησε το τρομοκρατικό χτύπημα της 11ης Σεπτεμβρίου και την κατάρρευση της dot.com, η Fed σε μια προσπάθεια να προλάβει την επικείμενη οικονομική ύφεση, μείωσε σταδιακά το βραχυπρόθεσμο κεντρικό επιτόκιο, το οποίο κυμάνθηκε στο επίπεδο των 75 μονάδων βάσεως το 2002. Το εγχείρημα αυτό ενδυναμώθηκε και από την δυνατότητα των δανειστών χαμηλής εξασφάλισης να αντεπεξέλθουν στα έξοδα αποπληρωμής του δανείου λόγω των χαμηλών

επιτοκίων της αγοράς, την ραγδαία αύξηση της ανοικοδόμησης στις ΗΠΑ την περίοδο εκείνη, καθώς και την πολιτική που ακολούθησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χαλαρώνοντας τα κριτήρια χορήγησης στεγαστικών δανείων και πολλές φορές αγνοώντας τον πιστοληπτικό κίνδυνο των δανειοληπτών. Αξίζει να σημειωθεί πως το 2007 το 13% της στεγαστικής πίστης στις ΗΠΑ καλυπτόταν από δάνεια χαμηλής εξασφάλισης. Η αυξανόμενη ζήτηση στην αγορά κατοικίας τροφοδότησε την άνοδο στις τιμές των ακινήτων, ενώ δημιούργησε την ψευδαίσθηση της εύκολης αποπληρωμής των δανείων στην αγορά.

Τα τελευταία χρόνια, η αγορά κατοικίας χαμηλής εξασφάλισης διογκώθηκε περαιτέρω και έλαβε μια νέα ευρύτερη, παγκόσμια μορφή μέσω της τιτλοποίησης των δανείων αυτών σε ομόλογα (CDOs) και την πώληση τους σε ανά τον κόσμο επενδυτές. Η τιτλοποίηση χρησιμοποιήθηκε σαν ένα εργαλείο συνεχούς τροφοδότησης της αγοράς με ρευστότητα από τις τράπεζες και ως μέσο αύξησης της κερδοφορίας τους. Συγκεκριμένα, οι εμπορικές τράπεζες, μέσω της δημιουργίας εταιριών ειδικού σκοπού (SPE), εξέδιδαν ομόλογα (που είχαν ως αντίκρισμα τα τιτλοποιημένα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης) τα οποία πωλούσαν σε επενδυτές με αποτέλεσμα τα νέα κεφάλαια που συγκέντρωναν να τα χορηγούν στην αγορά. Η τιτλοποίηση των δανείων χαμηλής εξασφάλισης προσέφερε πλεονεκτήματα σε μια εμπορική τράπεζα, όπως:

- α) Τη βελτίωση των ποιοτικών χαρακτηριστικών του ισολογισμού της και αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων της, καθώς η τράπεζα πωλούσε τα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης και συνεπώς υψηλού ρίσκου που είχε στο ενεργητικό της σε σχήματα ειδικού σκοπού (SPE), επιτυγχάνοντας παράλληλα την μείωση του κόστους δανεισμού της.
- β) Τη βελτίωση του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, όπως αυτός ορίζεται από την Βασιλεία II, με την απομόνωση στοιχείων υψηλού ρίσκου από το κυκλοφορούν ενεργητικό της.
- γ) Το χαμηλότερο κόστος δανεισμού μέσω της έκδοση καλυμμένων ομολόγων με δάνεια χαμηλής εξασφάλισης. Η απομόνωση και τμηματοποίηση των στοιχείων χαμηλής εξασφάλισης καθιστούσε τα στοιχεία αυτά πιο ξεκάθαρα στην ανάλυση τους και την αποτίμηση τους, αυξάνοντας την πιστοληπτική τους ικανότητα. Αξίζει να σημειωθεί πως το 80% των καλυμμένων ομολόγων

βαθμολογήθηκαν από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies-CRAs) ως αξιόγραφα χαμηλού πιστωτικού κινδύνου.

δ) Την εύρεση εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης σε περίπτωση που έχουν εξαντληθεί οι συμβατικοί τρόποι.

Οι τεχνικές αυτές έδωσαν ώθηση στην αγορά και λειτούργησαν ως μοχλός για την οικονομική άνθηση που σημειώθηκε τα τελευταία χρόνια. Από τον Μάρτιο του 2004 όταν η παγκόσμια οικονομία άρχισε να επιταχύνει τους ρυθμούς ανάπτυξης της τότε σημειώθηκαν οι πρώτες ανησυχίες για τις αυξητικές τάσεις του πληθωρισμού. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε τις κεντρικές τράπεζες στην σταδιακή αύξηση των βασικών επιτοκίων, με την Fed να ανεβάζει το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο έως και το ύψος του 5,25% τον Ιούλιο του 2006, αυξάνοντας το κόστος αποπληρωμής ενός δανείου, πλήττοντας άμεσα τους δανειστές χαμηλής εξασφάλισης που προσβλέπανε σε μια συνεχιζόμενη πολιτική χαμηλών αγορών. Αυτή η αδυναμία αποπληρωμής των ήδη υφισταμένων δανείων χαμηλής εξασφάλισης είχε ως συνέπειες την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και το πάγωμα έκδοσης νέων. Αυτό οδήγησε στην μείωση της ζήτησης κατοικίας των ΗΠΑ, και σε συνδυασμό με την υπερπροσφορά ακινήτων λόγω των κατασχέσεων από την μεριά των τραπεζών, παρέσυρε την αγορά κατοικίας σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι η αξία των ακινήτων διαμορφώθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα από την αξία των δανείων. Η εξέλιξη αυτή επηρέασε αρνητικά και τα δομημένα ομόλογα (CDOs) που είχαν στηριχθεί στην αγορά κατοικίας χαμηλής εξασφάλισης, χάνοντας πολύ γρήγορα την αξία τους καθώς και την υψηλή βαθμολογία που είχαν λάβει από τα CRAs. Ανακύπτει συνεπώς ο προβληματισμός για την αξιοπιστία των συστημάτων αξιολόγησης που χρησιμοποιούν τα CRAs. Το γεγονός ότι τα υπό ανάλυση ομόλογα έγιναν αντικείμενο αγοραπωλησιών ανάμεσα σε επενδυτικές τράπεζες και σε ένα ευρύ φάσμα θεσμικών επενδυτών, συνταξιοδοτικών και ασφαλιστικών ταμείων, και επενδυτικών εταιρειών αποδεικνύει πόσο διευρυμένη είναι η έκθεση όλων στην κρίση.

2.2.2 Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης

Στην πραγματικότητα η αγορά κατοικίας χαμηλής εξασφάλισης ήταν η αφορμή να πληγεί το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα που θεωρείτο

από πολλούς ασφαλές και στηριζόταν στις αυτορυθμιζόμενες αρχές της ελεύθερης οικονομίας. Εντούτοις, τα αίτια της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης είναι βαθύτερα και προέρχονται από την αδυναμία του παγκόσμιου πολιτικού, νομικού και ρυθμιστικού συστήματος να διαχειριστεί με επιτυχία τις προκλήσεις μιας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας.

Ο πρώτος λόγος επαφίεται στις αστοχείς και υψηλού κίνδυνου πολιτικές των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για την επίτευξη βραχυπρόθεσμων υψηλών κερδών, αδιαφορώντας για την πιθανή ύπαρξη μακροπρόθεσμων ζημιών. Με την χρήση πολύπλοκων μαθηματικών μοντέλων, αμφισβητούμενης αξιοπιστίας, οι επενδυτικές τράπεζες αποτιμούσαν με αυθαίρετο τρόπο προϊόντα σύνθετα στην μορφή τους και αγνώστου περιεχομένου για το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτών που τα αγόραζαν. Ένα από τα κίνητρα για την επιπόνηση τέτοιων τεχνασμάτων αποτελούσαν οι υπέρογκες αμοιβές των στελεχών τους, που εξαρτώνται άμεσα από την κερδοφορία των τραπεζών τους. Αξίζει να σημειωθεί το γεγονός ότι πολλοί αναλυτές την περίοδο 2005-2006 ήταν ενήμεροι για μια πιθανή πτώση στην αγορά ακίνητης περιουσίας των ΗΠΑ. Ανάλογα ήταν και τα οικονομικά κίνητρα για τις εμπορικές τράπεζες, οι οποίες προέβησαν σε ανεπαρκή εκτίμηση και τιμολόγηση πιστωτικού κινδύνου, αύξησης του λόγου του δανείου προ της αξία της κατοικίας κοντά στο 100% αδιαφορώντας για τις πιθανές επιπτώσεις στην αποπληρωμή του δανείου από πιθανή μείωση στην αγορά κατοικίας και θυσιάζοντας μια σταθερότερη μακροπρόθεσμη πορεία στον βωμό της γρήγορης ανάπτυξης. Αξίζει να σημειωθεί πως το σύνολο των bonus που δόθηκαν στα στελέχη της Wall Street ανέρχονται στο ποσό των 23,9 δισεκατομμυρίων δολαρίων για το έτος 2006. Ανάλογες υψηλές αμοιβές πραγματοποιήθηκαν και στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Ο δεύτερος λόγος είναι το ανεπαρκές ρυθμιστικό, οργανωτικό και κανονιστικό πλαίσιο καθώς επίσης και η ελλιπής λειτουργία των εποπτικών αρχών που διέπουν τις χρηματοοικονομικές αγορές. Συγκεκριμένα, η δυσανάλογη ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας μετά το 1995 προήλθε από την τάση απελευθέρωσης των αγορών με την περίφημη πολιτική της απορρυθμίσεως (deregulation), η οποία παρείχε «χαλαρότερο» πλαίσιο λειτουργίας της αγοράς. Επιπροσθέτως η μη ολοκληρωμένη εφαρμογή της Βασιλείας II οδήγησε τα τραπεζικά ιδρύματα σε μη ορθό υπολογισμό των

πιστωτικών κινδύνων που αντιμετώπιζαν. Σημαντικό ρόλο στη δημιουργία πλασματικών στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις πολλών εταιρειών έπαιξε και η μη ικανοποιητική εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων. Πολλά τραπεζικά ιδρύματα είχαν δημιουργήσει μονάδες εκτός ισολογισμού (SPE) για την απόκρυψη των τοξικών προϊόντων ώστε να ξεπερνούν τους περιορισμούς κεφαλαιακής επάρκειας των εποπτικών αρχών.

Τρίτον, έντονη κριτική έχει ασκηθεί και στην νομισματική πολιτική που ακολούθησαν οι κεντρικές τράπεζες. Η Fed θεωρείται από πολλούς ειδικούς υπαίτια για την κρίση στην αγορά κατοικίας, καθώς διατήρησε τα επιτόκια σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα, δημιουργώντας στους δανειστές την ψευδαίσθηση της εύκολης μακροχρόνιας αποπληρωμής των δανείων. Το επιχείρημα που αντιπαραβάλλει η αμερικάνικη κεντρική τράπεζα στην κριτική αυτή ήταν ο φόβος του ενδεχόμενου αποπληθωρισμού την περίοδο εκείνη. Από την άλλη μεριά, η ΕΚΤ θεωρείται υπεύθυνη για την επέκταση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ευρώπη, την οποία φάνηκε να αγνοεί διατηρώντας τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα. Η Fed, από το φθινόπωρο του 2007, μείωσε τα επιτόκια με στόχο την αύξηση της ρευστότητας στην αγορά με τη βεβαιότητα όμως ότι δε θα δημιουργηθούν πληθωριστικές τάσεις καθώς αντισταθμίζονται από τη μείωση του τραπεζικού χρήματος. Αντίθετα, η ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα θέτοντας ως πρωταρχικό της στόχο την αντιμετώπιση των πληθωριστικών τάσεων αύξησε τα επιτόκια της υπερεκτιμώντας τις ικανότητες της ισχυρής της οικονομίας. Άμεση συνέπεια ήταν η σταδιακή υποτίμηση του δολαρίου σε σχέση με το ευρώ και η εκτίναξη των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων. Συνεπώς, η εξέλιξη αυτή σε συνδυασμό με την πιστωτική στενότητα συνέβαλλε στην ανατροπή της αναπτυξιακής δυναμικής των οικονομιών της ευρωζώνης. Η μη κοινή οικονομική πολιτική που εφήρμοσαν οι δύο κεντρικές τράπεζες όχι μόνο δε βοήθησαν να αντιμετωπιστεί η κρίση, αλλά χειροτέρεψαν την παγκόσμια οικονομία.

2.2.3 Η Βραζιλιάνικη οικονομία στην Διεθνή Χρηματοπιστωτική Κρίση

Μελετώντας κανείς τα βασικά μακροοικονομικά στοιχεία της χώρας, θα μπορούσε να διαπιστώσει τους λόγους για τους οποίους η βραζιλιάνικη οικονομία έδειξε ισχυρές αντοχές στην πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική

κρίση.

Η Βραζιλία με συναλλαγματικά αποθέματα ύψους \$205 δις, τέσσερις φορές υψηλότερα από το 2004 και με την τραπεζική της αγορά να κυριαρχείται από εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καθώς μόνο το 30% της τραπεζικής της αγοράς ανήκει σε ξένες τράπεζες σε αντίθεση με το 80% στο Μεξικό, δείχνει προστατευμένη από τις δυσμενείς επιπτώσεις της κρίσης. Ακόμη το γεγονός ότι οι βραζιλιάνικες τράπεζες έχουν πολύ μικρό ποσοστό των υποχρεώσεων τους σε ξένο συνάλλαγμα, υποστηρίζει το προαναφερθέν συμπέρασμα.

Ως μεγάλη παγκόσμια εξαγωγική δύναμη, η Βραζιλία επωφελήθηκε τα τελευταία χρόνια από την ιστορικά μεγάλη αύξηση των τιμών των εμπορευμάτων. Αποτέλεσμα αυτής της συγκρίας ήταν η αύξηση του πλεονάσματος του εμπορικού της ισοζυγίου. Έτσι η πτώση των τιμών των εμπορευμάτων έως 20% την περίοδο της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης καθώς και η μειωμένη ζήτηση λόγω της ύφεσης, δεν προκαλεί σοβαρές μεταβολές στο εμπορικό της ισοζύγιο λόγω ακριβώς των συσσωρευμένων πλεονασμάτων των τελευταίων ετών.

Το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να κυμανθεί στο 2% το 2009 ακόμη και με δυσοίωνες προβλέψεις για τις τιμές των εμπορευμάτων. Αν η πτώση των τιμών των εμπορευμάτων γίνει ακόμη μεγαλύτερη ίσως το έλλειμμα να κυμανθεί σε υψηλότερα επίπεδα αλλά όπως πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν, η Βραζιλία έχει μεγάλα συναλλαγματικά αποθέματα για να μπορέσει να αποσβέσει τις δυσμενείς συνέπειες.

Συνοψίζοντας θα λέγαμε ότι η οικονομία της Βραζιλίας πέρασε σχεδόν αλώβητη από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση. Και αυτό γιατί σε περίοδο κρίσης η βραζιλιάνικη οικονομία έδειξε σημάδια διατηρήσιμης στο μέλλον ανάπτυξης που στηρίζεται σε μια σειρά λόγους. Πρώτος λόγος είναι το μικρό ποσοστό του δανεισμού της σε ξένο νόμισμα καθώς επίσης και τα πλεονάσματα στο εμπορικό της ισοζύγιο. Δεύτερος, η νομισματική σταθερότητα και η συνέπεια της νομισματικής πολιτικής της, με τον πληθωρισμό να βρίσκεται σε πτωτική πορεία τα τελευταία χρόνια. Τρίτος, η δημοσιονομική της πειθαρχία και η συνεπής πολιτική της για μείωση του ελλείμματος από το 42,01% του ΑΕΠ το 2008 στο 36% του ΑΕΠ το 2010. Τέταρτος λόγος είναι λήψη μέτρων για ακόμη μεγαλύτερους ρυθμούς

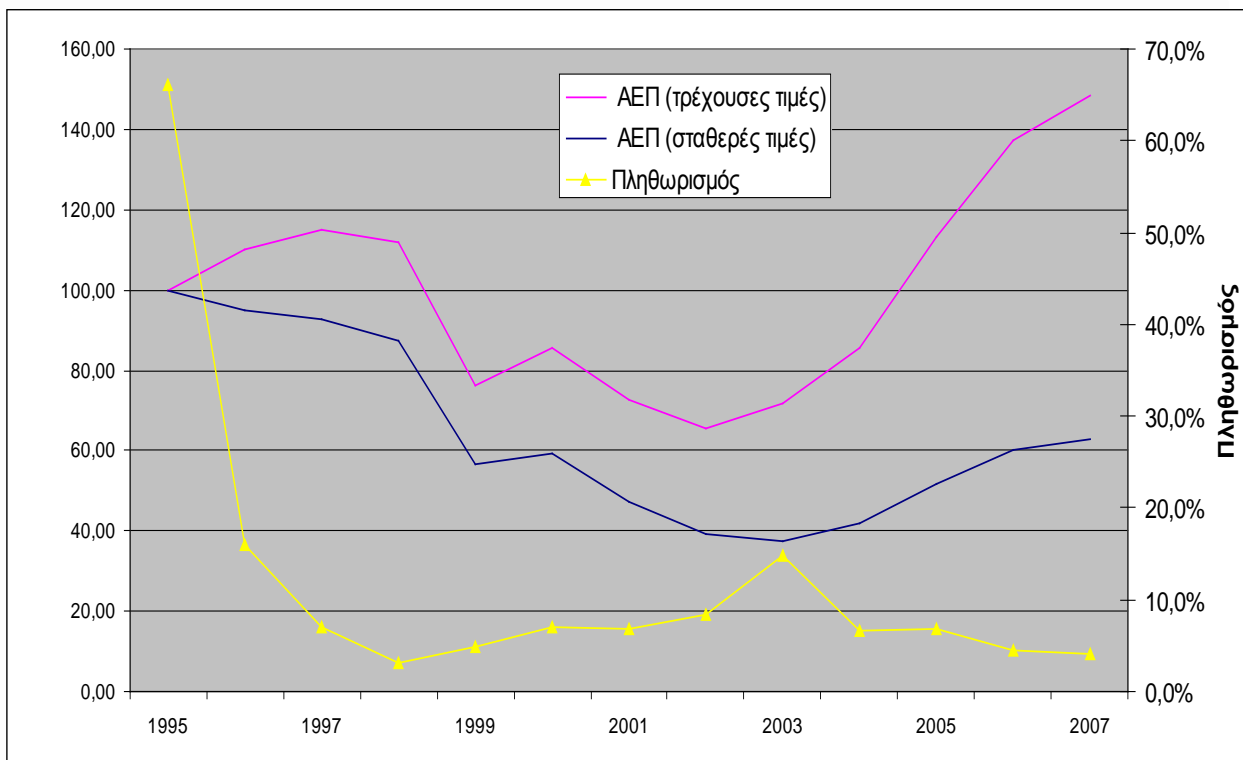
ανάπτυξης στο μέλλον όπως η αυξημένη εγχώρια ζήτηση λόγω της συνεχώς αυξανόμενης μεσαίας τάξης, οι δημόσιες επενδύσεις σε έργα υποδομών, η αύξηση των άμεσων ξένων επενδύσεων και η διαφάνεια στο χρηματοπιστωτικό της τομέα.

2.3 Μακροοικονομικά Στοιχεία Βραζιλίας Περιόδου 1990 -2009

Η Βραζιλία με ΑΕΠ να φτάνει τα 2.9 τρισεκατομμύρια Real (US \$ 1.25 δις), αυξημένο κατά 5,1 % το 2008 θεωρείται η 10^η ισχυρότερη χώρα στον κόσμο με πρόβλεψη να φτάσει την 5^η θέση το 2016. Την τελευταία δεκαετία πραγματοποίησε δραστικές αλλαγές στην οικονομική της πολιτική ενώ εκμεταλλεύτηκε με τον καλύτερο τρόπο την άνοδο των τιμών των εμπορευμάτων και των πρώτων υλών που παράγει και παρουσίασε μια αναδυόμενη οικονομία. Υπολογίζεται ότι περίπου 20 εκατομμύρια πολίτες βγήκαν από τη φτώχεια και οι προοπτικές πλέον είναι ακόμη πιο αισιόδοξες. Την ώρα που όλος ο υπόλοιπος κόσμος προσπαθεί να εξέλθει από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση με τις λιγότερες δυνατές απώλειες, η πρόβλεψη της Merrill Lynch αναφέρει ότι η οικονομία της Βραζιλίας θα «τρέξει» το 2010 με ρυθμό 5,3%. Το χρηματιστήριο καταγράφει κέρδη 62% από τις αρχές του 2009. Οι αναλυτές λένε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης μεταφράζεται σε υψηλότερες αποδόσεις για τους επενδυτές και κυρίως για τις πολυεθνικές που αναζητούν νέες αγορές. Με 4,5% μέσο όρο ρυθμού ανάπτυξης ανάμεσα στα χρόνια 2004 και 2008 αποτελεί το γρηγορότερο ρυθμό ανάπτυξης σε παγκόσμιο επίπεδο τα τελευταία είκοσι χρόνια. Για τα δεδομένα των χωρών που ανήκουν στην ομάδα BRIC (Brazil, Russia, India, China) η Βραζιλία θεωρείται σχετικά ώριμη αγορά και το επενδυτικό της περιβάλλον θεωρείται αρκετά ελκυστικό. Αποτελεί μεγάλο παγκόσμιο παραγωγό και εξαγωγέα τροφίμων και ορυκτών. Επίσης δραστηριοποιούνται επιχειρήσεις που ασχολούνται με την παραγωγή αλουμινίου, χαρτιού, χημικών, σιδήρου ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι διαθέτει και εξαγωγική αεροπορική βιομηχανία με την εταιρεία Embraer να σημειώνει μεγάλες πωλήσεις στο εξωτερικό.

Πιο συγκεκριμένα υποστηρίζεται από πολλούς οικονομικούς αναλυτές ότι η Βραζιλία θα συνεχίσει να έχει σταθερή ανάπτυξη και στα επόμενα χρόνια , χαρακτηριζόμενη από έντονη εξαγωγική δραστηριότητα και μειούμενη κοινωνική ανισότητα. Κι αυτό γιατί η πολιτική μείωσης του εθνικού δημόσιου χρέους που ακολουθείται έχει οδηγήσει στον περιορισμό της εξάρτησης από τις ξένες χώρες ενώ η νομισματική σταθερότητα με την μείωση του πληθωρισμού συμβάλει στην αύξηση των άμεσων ξένων επενδύσεων και γενικότερα της ανάπτυξης.

Παρακάτω παρουσιάζεται γράφημα με τον πληθωρισμό , το ΑΕΠ σε τρέχουσες και σταθερές τιμές (σχήμα 2.1) και πίνακας με τα συστατικά του ΑΕΠ της Βραζιλίας.

Σχήμα 1-1: Ονομαστικό και Πραγματικό ΑΕΠ της Βραζιλίας, 1995-2007

Πηγή: IMF Statistics

Πίνακας 1-1: Τα Συστατικά του ΑΕΠ της Βραζιλίας

	Ιδιωτική Κατανάλωση	Δημόσια Κατανάλωση	Ακαθάριστες Επενδύσεις	Εξαγωγές Αγαθών και Υπηρεσιών	Εισαγωγές Αγαθών και Υπηρεσιών	ΑΕΠ
Ποσοστό Συμμετοχής Στο ΑΕΠ						
1995-1999	0,638	0,162	0,235	0,087	0,122	1,000
2000-2004	0,625	0,161	0,203	0,121	0,110	1,000
2005-2008	0,626	0,160	0,203	0,152	0,141	1,000
Μέσο Ποσοστό Μεγέθυνσης						
1995-1999	1,46%	1,07%	-0,23%	5,23%	0,66%	1,44%
2000-2004	1,40%	3,17%	-1,24%	10,75%	-0,06%	2,37%
2005-2008	4,85%	4,31%	10,60%	3,67%	19,24%	3,84%
Συμβολή						
1995-1999	0,93%	0,17%	-0,06%	0,46%	0,08%	1,43%
2000-2004	0,88%	0,51%	-0,25%	1,30%	-0,01%	2,44%
2005-2008	3,04%	0,69%	2,15%	0,56%	2,71%	3,73%
Ποσοστό Συμβολής						
1995-1999	65,55%	12,08%	-3,87%	31,93%	5,69%	100,00%
2000-2004	35,86%	20,91%	-10,27%	53,26%	-0,25%	100,00%
2005-2008	81,57%	18,51%	57,81%	14,95%	72,84%	100,00%

Πηγή: UN (National Accounts Main Aggregate Database)

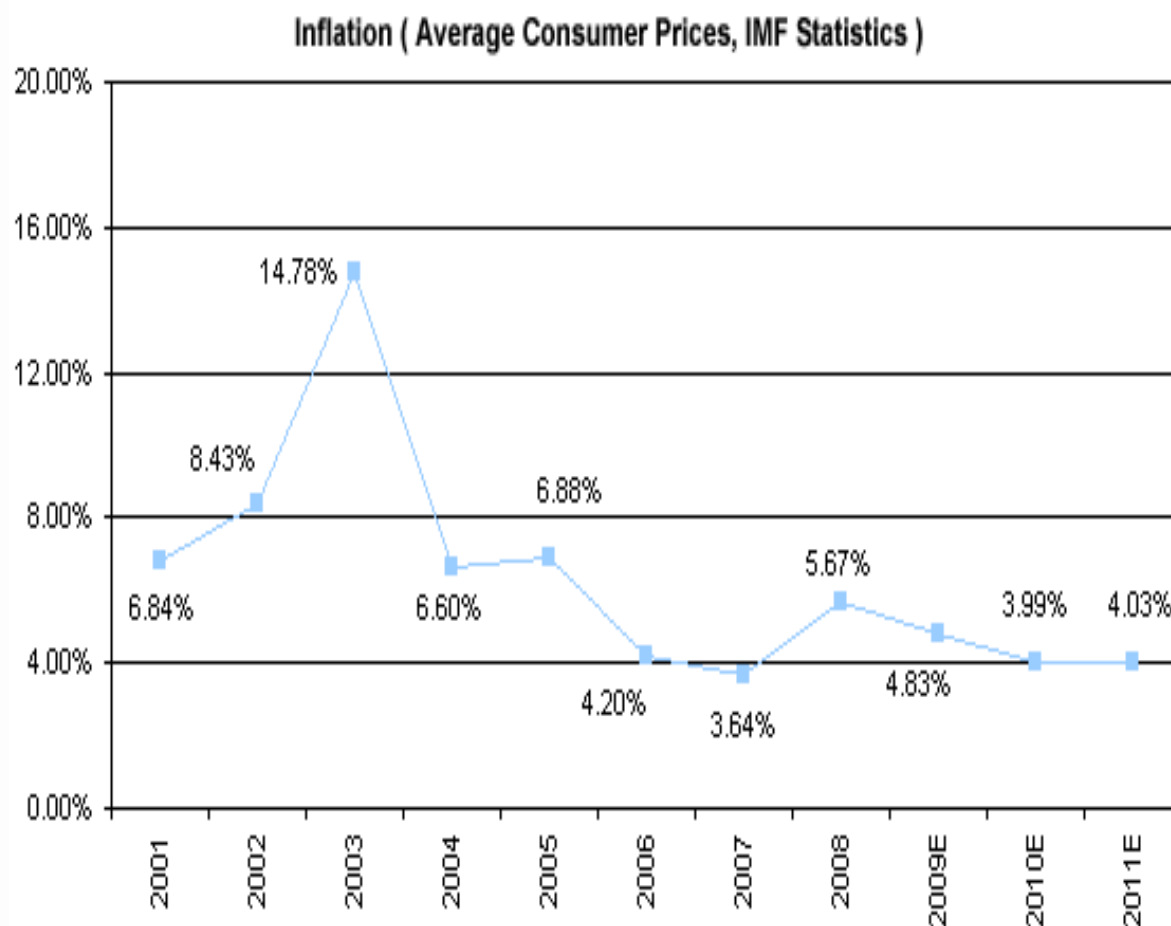
Από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι οι επενδύσεις και η ιδιωτική κατανάλωση αποτελούν τις βασικότερες συνιστώσες του ΑΕΠ της Βραζιλίας καθώς έχουν την μεγαλύτερη ποσοστιαία συμμετοχή στο ΑΕΠ. Ωστόσο από τα ποσοστά συμβολής βλέπουμε ότι οι επενδύσεις μέχρι και το 2000 είχαν αρνητική συμβολή στο ΑΕΠ, λόγω της μείωσης τους. Όμως την περίοδο 2005-2008 οι επενδύσεις προσέθεσαν κατά μέσο όρο 57,81 μονάδες βάσεις για κάθε ποσοστιαία αύξηση του ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές).

Σύμφωνα με τα τελευταία δημοσιευμένα μακροοικονομικά στοιχεία από την Κεντρική Τράπεζα της Βραζιλίας καθώς επίσης και από το

βραζιλιάνικο Υπουργείο Οικονομικών ακολουθεί ανάλυση των παρακάτω βασικών μακροοικονομικών μεγεθών της χώρας.

Πληθωρισμός

Μετά την πληθωριστική φούσκα στο δεύτερο εξάμηνο του 2002, η οποία προκλήθηκε από την κερδοσκοπική αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας με το δολάριο, ο πληθωρισμός αυξήθηκε σημαντικά αλλά οι νομισματικές αρχές της χώρας γρήγορα επανάκτησαν τον έλεγχο του. Την περίοδο 2004 -2005 υπήρξε αυξητική τάση του πληθωρισμού αλλά οι νομισματικές αρχές της χώρας απάντησαν γρήγορα με αύξηση των επιτοκίων και κατάφεραν να κρατήσουν τον πληθωρισμό σε μονοψήφιο αριθμό. Το 2006 ο πληθωρισμός ανήλθε στο 3,14% ενώ το 2007 και το 2008 αυξήθηκε στο 4,46 % και 4,4% αντίστοιχα. Τέλος να σημειωθεί ότι η Βραζιλία έχει τα χαμηλότερα επίπεδα πληθωρισμού από όλες τις αναδυόμενες χώρες.

Σχήμα 1-2: Πληθωρισμός, 2001-2011.

Πηγή: IMF Statistics

Εγχώρια Ζήτηση

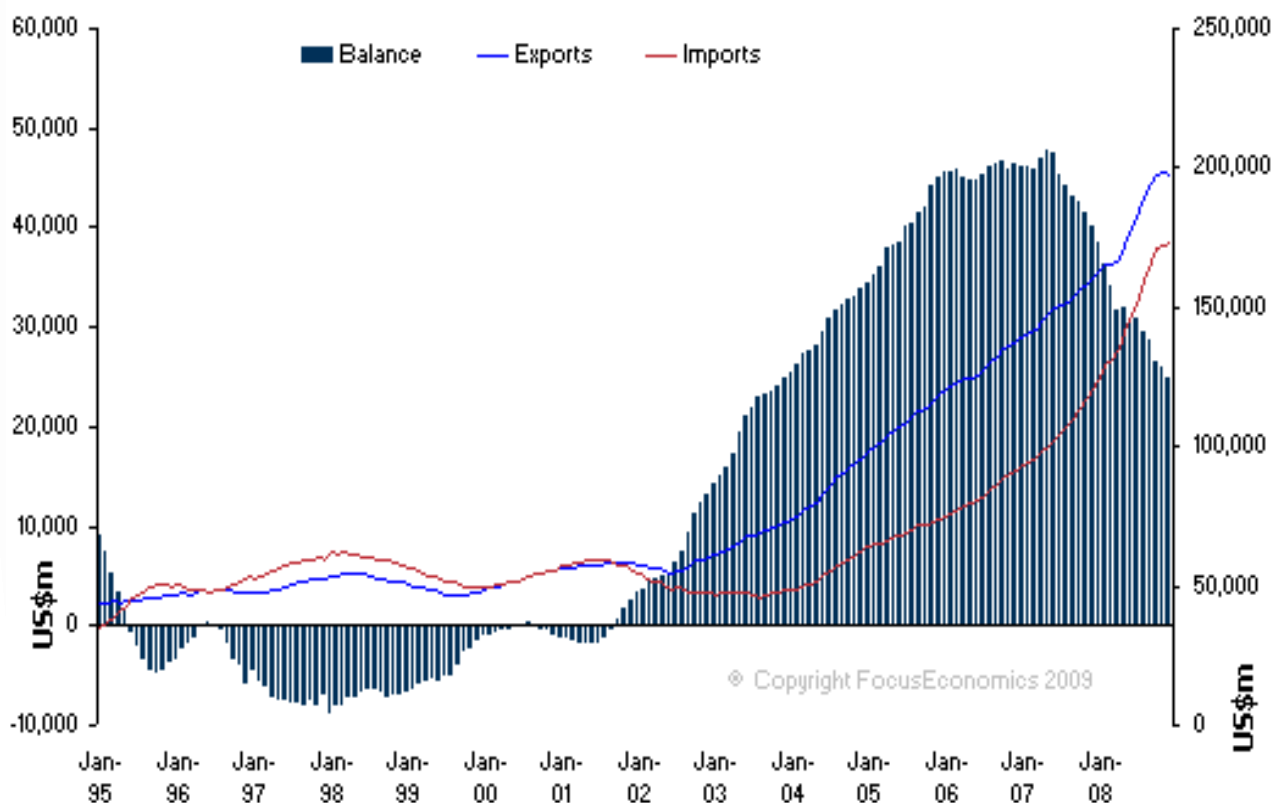
Η πτωτική τάση του πληθωρισμού έρχεται σε αντίθεση με την συνεχώς αυξανόμενη εγχώρια αλλά και εξωτερική ζήτηση. Αυτή η αυξημένη εγχώρια έδωσε ώθηση στο ΑΕΠ της χώρας το 2008 να αυξηθεί με ρυθμό 5,7% από 5.4% τον προηγούμενο χρόνο. Από το 2005 και έπειτα εμφανίζεται αύξηση του ρυθμού των πωλήσεων των προϊόντων 5% κατά μέσο όρο. Όλα τα μακροοικονομικά στοιχεία δείχνουν ότι η αυξητική τάση της εγχώριας ζήτησης ήταν ένα από τα ισχυρότερα στοιχεία που βοήθησαν την οικονομία της Βραζιλίας να εξέλθει αλώβητη από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση , ενώ είναι σίγουρο ότι θα παραμείνει η «ατμομηχανή» της εγχώριας οικονομίας.

Εμπορικό Ισοζύγιο

Χάρη στην οικονομική ανάπτυξη που γνώρισε όλες οι αναδυόμενες οικονομίες και η αύξηση των επενδύσεων στην Κίνα, το εμπορικό ισοζύγιο της Βραζιλίας παρουσιάστηκε πλεονασματικό για πρώτη φορά από το 2002. Η αύξηση του συνεχίστηκε μέχρι το 2007 ενώ το 2008 παρουσίασε ελάχιστη πτώση. Το πλεόνασμα αυτό εξηγείται από τις υψηλές τιμές των εμπορευμάτων που επικρατούν την εν λόγω περίοδο ενώ υπολογίζεται ότι ανέρχεται περίπου στα 40 δις δολάρια το 2007. Στο παρακάτω γράφημα παρουσιάζεται το ύψος των εισαγωγών και των εξαγωγών καθώς επίσης και το ύψος του εμπορικού ισοζυγίου.

Σχήμα 1-3: Εξαγωγές – Εισαγωγές και Εμπορικό Ισοζύγιο της Βραζιλίας, 1995-2007

Επιτόκια



Το κόστος δανεισμού ήταν ιστορικά πολύ υψηλό στην Βραζιλία αλλά οι νομισματικές αρχές τα τελευταία έχουν καταβάλει επιτυχημένες προσπάθειες που οδήγησαν στην βαθμιαία πτώση του. Το 2003 στα πλαίσια συσταλτικής νομισματικής πολιτικής ως απάντηση στην πληθωριστική φούσκα του προηγούμενου χρόνου, τα επιτόκια εκτεινλαχτηκαν στο 26%. Παρόλα αυτά τα

επιτόκια γρήγορα μειώθηκαν κατά τη διάρκεια του 2003 στο 16% . Την περίοδο 2004 έως τα μέσα του 2005 υπήρξε μια ακόμη άνοδος των επιτοκίων ως απάντηση των νομισματικών αρχών σε πληθωριστικές πιέσεις. Από το 2006 και έπειτα ακολουθείτε πτωτική τάση, με τα επιτόκια να βρίσκονται κάτω από το 6% τον Ιανουάριο του 2009.

Σχήμα 1-4: Πορεία επιτοκίων της Βραζιλίας, 2003-2009

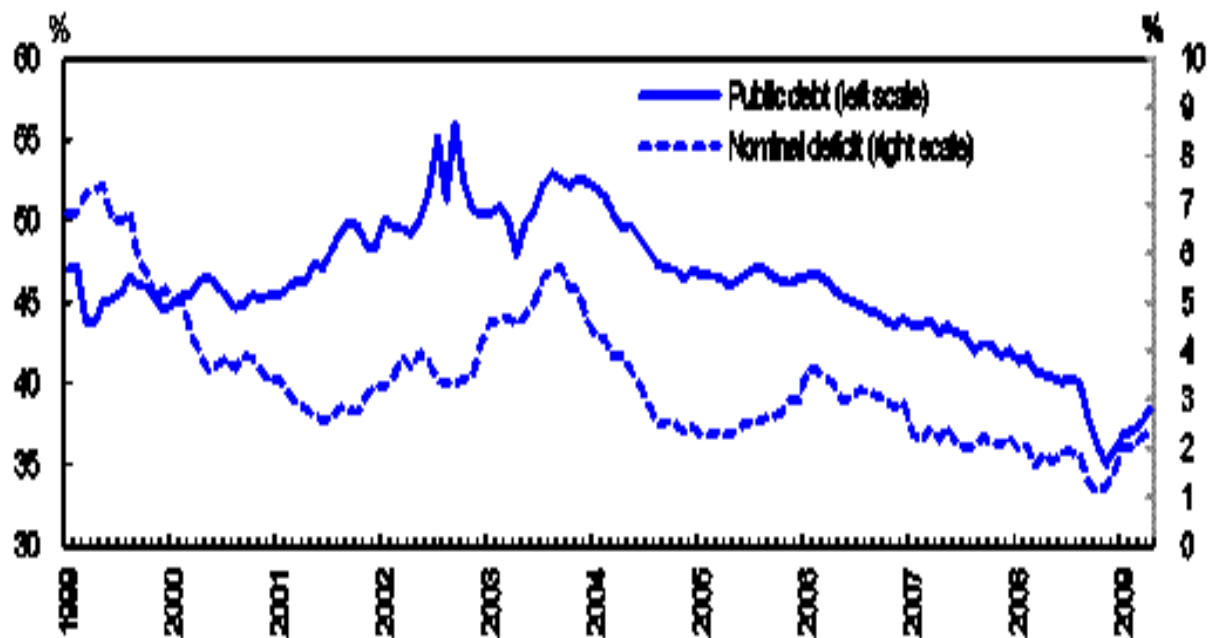


Δημόσιο Χρέος

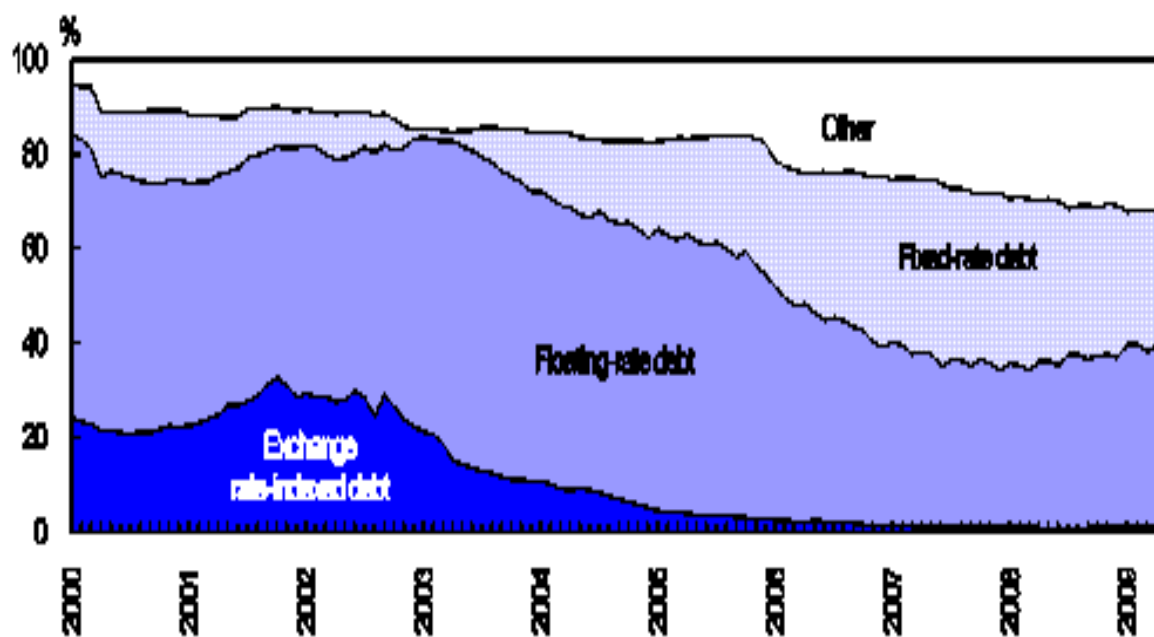
Η πορεία του βραζιλιάνικου δημόσιου χρέους έχει βελτιωθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια κυρίως λόγω της συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής που ακολούθησαν οι κυβερνήσεις της χώρας . Οι αριθμοί καταδεικνύουν την πορεία αυτή , με το ύψος του δημοσίου χρέους να μειώνεται από το 52,4% του ΑΕΠ το 2003 στο 42,1% το 2008. Το πιο σημαντικό όμως στοιχείο που αφορά το δημόσιο χρέος της Βραζιλίας είναι το γεγονός ότι η πολιτική για μείωση του χρέους παραμένει απaráλλακτη από το 1999, γεγονός που προσδίδει μεγαλύτερη αξιοπιστία και δυναμική στην οικονομία της Βραζιλίας.

Σχήμα 1-5: Γραφήματα πορείας δημοσίου χρέους Βραζιλίας, 1999-2009.

A. Budget overrun and net debt, 1999-2008



B. Composition of public indebtedness, 2000-08

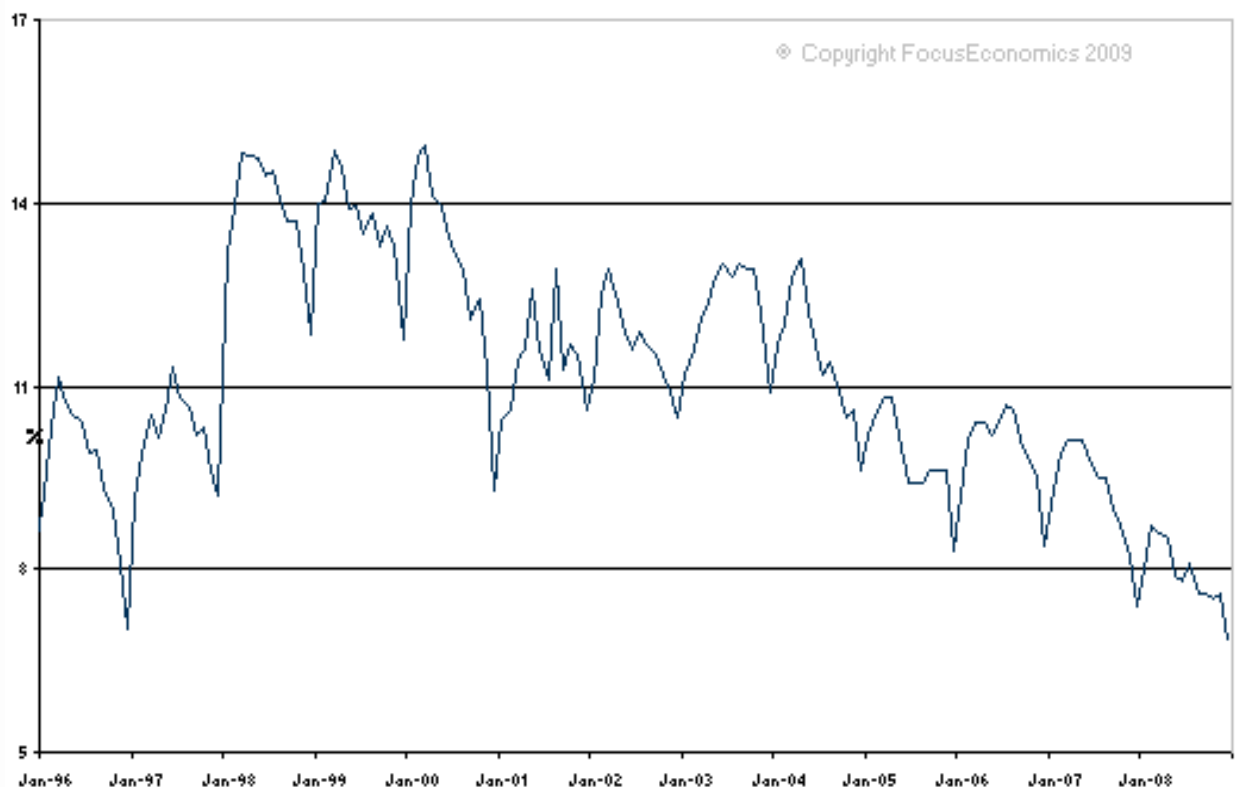


Ανεργία και Εισόδημα

Η ανεργία στην Βραζιλία ακολουθεί καθοδική πορεία τα τελευταία χρόνια κυρίως λόγω της αύξησης των θέσεων εργασίας που πραγματοποιήθηκε από τον αυξανόμενο ρυθμό ανάπτυξης. Από το 12,5% το 2004 η ανεργία ανήλθε στο 8,4% το 2008 με διαρκώς μειωμένο ρυθμό. Εδώ να σημειωθεί ότι το διάστημα 2004 έως 2007 υπήρχε δημιουργία 5.6 δις νέων θέσεων εργασίας.

Το πραγματικό εισόδημα του μέσου εργαζόμενου αυξάνεται διαρκώς, γεγονός που δικαιολογεί την αυξημένη εγχώρια ζήτηση. Η αύξηση αυτή του πραγματικού μισθού συνδέεται με την αύξηση του πληθυσμού της μεσαίας τάξης που ανήλθε στο 52% του συνολικού πληθυσμού της χώρας.

Σχήμα 1-6: Γράφημα ανεργίας – εισοδήματος, 1996-2008.



2.4 Στοιχεία για το Βραζιλιάνικο Χρηματιστήριο (Bovespa Index) και Γενικότερα Χαρακτηριστικά Λειτουργίας του.

Το Χρηματιστήριο της Βραζιλίας, BM&F Bovespa (Bolsa de Valores , Mercadorias & Futuros de Sao Paolo) , βρίσκεται στην πόλη του Sao Paolo και είναι το τέταρτο μεγαλύτερο χρηματιστήριο στην αμερικανική ήπειρο μετά το NYSE , Nasdaq και το Toronto Stock Exchange ενώ καταλαμβάνει την 13η θέση σε κεφαλαιοποίηση ανάμεσα στα χρηματιστήρια σε παγκόσμιο επίπεδο .Ιδρύθηκε το 1890 από τον Emilio Rangel Pestana. Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '60 το Χρηματιστήριο της Βραζιλίας ήταν κρατικοποιημένο και άνηκε στο Υπουργείο Οικονομικών της Βραζιλίας .Μετά την αναμόρφωση του χρηματοοικονομικού συστήματος το 1965/1966 άρχισε η σταδιακή μετατροπή του σε ανώνυμη εταιρεία που ολοκληρώθηκε τελικώς το 2007. Λειτουργεί ως αυτόνομος χρηματοοικονομικός οργανισμός κάτω από την εποπτεία της βραζιλιάνικης επιτροπής κεφαλαιαγοράς (Comissao de Valores Mobiliarios).

Το Μάιο του 2008 το Sao Paolo Stock Exchange (Bovespa) και το Brazilian Mercantile and Futures Exchange (BM&F) συγχωνεύτηκαν και στη θέση τους δημιουργήθηκε το BM&F Bovespa. Κύριος δείκτης του BM&F Bovespa είναι ο δείκτης Bovespa.

Ο δείκτης Bovespa (Ibovespa) αποτελείται από 50 μετοχές εταιρειών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο της Βραζιλίας (BM&F Bovespa). Κριτήρια επιλογής των μετοχών τους είναι ο υψηλός όγκος συναλλαγών που παρουσιάζουν σε ετήσια βάση ενώ το θεωρητικό αυτό χαρτοφυλάκιο επανεξετάζεται σε 3μηνιαία βάση ώστε να μην χάσει την ορθότητα του. Ο Ibovespa είναι ο αντιπροσωπευτικότερος δείκτης στο βραζιλιάνικο Χρηματιστήριο καθώς αποτελεί το 70% του συνόλου της αξίας των συναλλαγών σε ετήσια βάση.

Η αγοραπωλησία των μετοχών στο BM&F Bovespa λαμβάνει χώρα στο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγής με προσωπικό στις χρηματιστηριακές εταιρείες να εισαγάγουν παραγγελίες αγοραπωλησίας εκ μέρους των επενδυτών. Ειδικότερα το χρηματιστήριο της Βραζιλίας από το 1997 άρχισε μια συνεχή αναβάθμιση των πληροφοριακών συστημάτων του με αποτέλεσμα να του επιτρέψει να ανεβάσει κατακόρυφα την δυνατότητα διεκπεραίωσης των

συναλλαγών. Η αξία των μετοχών στο χρηματιστήριο της Βραζιλίας και όπως σε κάθε άλλο χρηματιστήριο, καθορίζεται από δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης, καθώς οι μεμονωμένοι επενδυτές και διαχειριστές κεφαλαίου αποφασίζουν σε τι τιμή θα αγοράσουν και θα πουλήσουν. Οι ώρες λειτουργίας του Χρηματιστηρίου της Βραζιλίας περιλαμβάνουν τρεις περιόδους. Η πρώτη περίοδος (pre market session) είναι από τις 9.45 πμ έως 10.00 αμ , η δεύτερη από τις 10.00 αμ έως 5.00 πμ (normal trading session) και η τρίτη (post market session) 5.30 πμ έως 7.30 πμ.

Αποτελεί γεγονός πως τα τελευταία χρόνια ο πληθωρισμός στη Βραζιλία βρίσκεται υπό έλεγχο, τα επιτόκια έχουν υποχωρήσει, το χρηματιστήριο παρουσιάζει σημαντική άνοδο, ενώ και η κατανάλωση ανθεί λόγω των κυβερνητικών προγραμμάτων για τη στήριξη της οικονομίας. Φέτος, η οικονομία της χώρας παρουσιάζει αύξηση 0,18%, όμως για το 2010 οι προβλέψεις των οικονομολόγων της δίνουν +4,8. Οι σημαντικές επιδόσεις της βραζιλιάνικης οικονομίας έχουν δώσει ώθηση στις ισπανικές εταιρείες που έχουν επενδύσει στη χώρα, ενώ ευνοημένο είναι και το ισπανικό χρηματιστήριο - στο 30% από την αρχή του έτους, που είναι μία από τις καλύτερες ευρωπαϊκές επιδόσεις την ίδια στιγμή που ο Eurostoxx 50 έχει αυξηθεί κατά 21%

Το Χρηματιστήριο της Βραζιλίας θεωρείται εναλλακτική λύση στις αναδυόμενες αγορές λόγω ακριβώς της συσχέτισης των εταιρειών με τη χώρα αυτή. Οι επενδυτές που θεωρούν ότι η αναδυόμενη αγορά ανέβηκε πολύ γρήγορα μπορούν να στραφούν σε μετοχές ισπανικών εταιρειών, με χαμηλότερες αποτιμήσεις, οι οποίες συνδέονται με τη χώρα και το χρηματιστήριο της Βραζιλίας.

Είναι χαρακτηριστικό ότι η μεγαλύτερη ισπανική τράπεζα Santander συγκέντρωσε 5,5 δισ. ευρώ από την εισαγωγή της θυγατρικής της στο βραζιλιάνικο χρηματιστήριο τον μήνα Μάιο του 2009. Η Santander με την προσάρτηση του βραζιλιάνικου βραχίονα της ABN Amro προ διετίας απέκτησε σημαντική παρουσία στη χώρα της Λατινικής Αμερικής, με αποτέλεσμα να προβλέπεται ότι το 2011 τα κέρδη της από την αγορά της Βραζιλίας (4 δισ. ευρώ) θα ξεπεράσουν τα αντίστοιχα από την ισπανική ενώ η πρόβλεψη κάνει λόγο για 3,2 δισ. ευρώ και από τη βρετανική αγορά με 2,5 δισ. Ευρώ.

Το καλό κλίμα επιβεβαιώνει και το γεγονός πως η Santander τώρα σχεδιάζει να ανοίξει 600 νέα καταστήματα στη Βραζιλία έως το 2013, με στόχο η θυγατρική της να κατακτήσει την πρώτη θέση στην αγορά από την τρίτη όπου βρίσκεται σήμερα. Σύμφωνα με έγκυρες πηγές, οι επιχειρήσεις της Ισπανίας την τελευταία 15ετία έχουν επενδύσει στη Βραζιλία περί τα 50 δισ. ευρώ και πλέον θεωρείται ότι οι επενδύσεις θα αυξηθούν. Εκτός από τη Santander και άλλες ισχυρές ισπανικές εταιρείες αναζητούν τρόπους να ενισχύσουν την παρουσία τους στη Βραζιλία.

Αποτελεί επίσης γεγονός πως η μεγαλύτερη τηλεπικοινωνιακή της Ισπανίας και τρίτη στον κόσμο Telefonica διεκδικεί μαζί με τη γαλλική Vivendi την εξαγορά της βραζιλιάνικης τηλεπικοινωνιακής Global Village Telecom. Τέλος, μεταξύ των ισχυρών επιχειρήσεων της Ισπανίας που έχουν στρέψει το βλέμμα τους στη Βραζιλία περιλαμβάνεται η μεγαλύτερη ασφαλιστική της χώρας, η Mapfree, που συμφώνησε με την Banco do Brasil για την επέκταση των δικτύων της στη Νότιο Αμερική.

Το ισπανικό χρηματιστήριο αναμένεται να είναι το περισσότερο ευνοημένο μεταξύ των ώριμων αγορών από την εκροή κεφαλαίων από τη βραζιλιάνικη κεφαλαιαγορά, την οποία προβλέπεται να προκαλέσει η επιβολή νέου φόρου -μέσα στον Νοέμβριο- στις συναλλαγές των ξένων επενδυτών. Ο νέος φόρος -κατά 1,5%- αποφασίστηκε από την κυβέρνηση της Βραζιλίας ύστερα από τον φόρο κατά 2% που επιβλήθηκε τον Οκτώβριο του 2009. Όμως, την πρώτη φορά οι ξένοι επενδυτές παρέκαμψαν την επιπλέον φορολογία αγοράζοντας αμερικανικά δικαιώματα βραζιλιάνικων επιχειρήσεων, τα οποία στη συνέχεια μετέτρεπαν σε δικαιώματα για τις εγχώριες μετοχές.

Με την επιβολή φόρων η κυβέρνηση της Βραζιλίας στοχεύει να ελέγξει το ξέφρενο ράλι στις μετοχές αφού ο δείκτης Bovespa είναι αυξημένος κατά 75% από την αρχή του χρόνου-αλλά και τη δραματική ενίσχυση του βραζιλιάνικου νομίσματος (ρεάλ), το οποίο έχει καταγράψει άνοδο κατά 35% έναντι του δολαρίου. Το ρεάλ έχει γίνει ένας από τους βασικούς στόχους του carry trade, αφού τα επενδυτικά κεφάλαια δανείζονται σε δολάρια με τα μηδενικά επιτόκια και αγοράζουν ρεάλ για να τοποθετηθούν σε ομόλογα και μετοχές της χώρας. Η κυβέρνηση ανησυχεί για τις επιπτώσεις που θα έχει το ισχυρό νόμισμα στο εμπορικό ισοζύγιο αλλά και για τον κίνδυνο «φούσκας» στο βραζιλιάνικο χρηματιστήριο.

Όμως, οι αναλυτές θεωρούν ότι το επενδυτικό ενδιαφέρον θα παραμείνει υψηλό για την αγορά των 190 εκατ. κατοίκων σε μία χώρα που διαθέτει σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης. Είναι ενδεικτικό ότι την ημέρα ανακοίνωσης του νέου φόρου το Χρηματιστήριο του Σαο Πάολο έχασε μόλις 0,50%. Η βεβαιότητα για την ανάπτυξη της χώρας στηρίζεται στο γεγονός ότι η Βραζιλία θα συγκεντρώσει τα φώτα όλου του πλανήτη τα επόμενα χρόνια, αφού θα διοργανώσει το Παγκόσμιο Κύπελλο Ποδοσφαίρου το 2014 και τους Ολυμπιακούς Αγώνες το 2016. Πρόκειται για τα δύο σημαντικότερα αθλητικά γεγονότα στον κόσμο, τα οποία πάντα τροφοδοτούν την ανάπτυξη των χωρών που τα διοργανώνουν.

2.5 Λειτουργία Εμπορικών Τραπεζών και Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων στη Βραζιλία

Τα πρώτα ουσιαστικά αλλά ακόμα δειλά δείγματα της χρηματοοικονομικής και εμπορικής λειτουργίας των τραπεζών στη χώρα της Βραζιλίας, θα μπορούσαμε να πούμε ότι ξεκινούν την δεκαετία του 1950, διότι η παγκόσμια ύφεση της δεκαετίας του 1930 και ο δεύτερος παγκόσμιος πόλεμος δεν άφησαν πολλά περιθώρια ανάπτυξης των πολυεθνικών εταιρειών νωρίτερα. Σημαντική εξέλιξη στο παγκόσμιο εμπόριο και στις επενδύσεις των πολυεθνικών εταιριών στο εξωτερικό ήταν η συμφωνία του Bretton Woods και η σταθεροποίηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Κατά την δεκαετία του 1960 η σύγχρονη Διεθνής Εμπορική και Χρηματοοικονομική Τραπεζική όπως την γνωρίζουμε σήμερα, εξελίχτηκε ακόμη περισσότερο. Την περίοδο αυτή, το οικονομικό και νομισματικό περιβάλλον έγινε ευνοϊκότερο για την δραστηριοποίηση πολλών επιχειρήσεων στους τόπους έδρας τους αλλά και σε απομακρυσμένες γεωγραφικά περιοχές. Οι πρώτες χώρες υποδοχής των εμπορικών τραπεζών ήταν χώρες που διέθεταν πόλεις - οικονομικά κέντρα όπως για παράδειγμα το Λονδίνο.

Οι βασικότεροι παράγοντες που οδήγησαν στη ραγδαία αύξηση του αριθμού των εμπορικών τραπεζών που δραστηριοποιούνται στη Βραζιλία ήταν οι εξής ακόλουθοι :

1) Η αύξηση του αριθμού των πολυεθνικών εταιριών

Η αύξηση των πολυεθνικών επιχειρήσεων στη Βραζιλία μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, είχε ως αποτέλεσμα τη ραγδαία ανάπτυξη της εμπορικής τραπεζικής δραστηριότητας. Οι τράπεζες έπρεπε να ακολουθήσουν τις θυγατρικές των πολυεθνικών στις χώρες του εξωτερικού για να διατηρήσουν την προνομιακή σχέση που είχαν αναπτύξει με αυτές και για να αποθαρρύνουν ανταγωνίστριες τράπεζες. Μια από τις κυριότερες αιτίες που δημιούργησαν τις προϋποθέσεις για τη ραγδαία αύξηση των πολυεθνικών επιχειρήσεων ήταν η πολιτική προστατευτισμού που εφάρμοσαν οι περισσότερες κυβερνήσεις, το οποίο δημιούργησε εμπόδια στην ελεύθερη ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου.

Οι πολυεθνικές επιχειρήσεις λοιπόν της Βραζιλίας, αναζήτησαν τρόπους για να παρακάμψουν τα δασμολογικά εμπόδια που επέβαλαν οι εθνικές κυβερνήσεις της χώρας, καταφεύγοντας στο εξωτερικό και επενδύοντας στις τοπικές αγορές. Επίσης το χαμηλό κόστος παραγωγής ήταν σημαντικός παράγοντας και ένα από τα ισχυρά πλεονεκτήματα για την παρουσία πολυεθνικών εταιριών σε αυτές τις χώρες. Τέλος η καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών των πολυεθνικών εταιριών στη συγκεκριμένη χώρα, μπορούσε να επιτευχθεί με τη φυσική παρουσία τους στην τοπική αγορά, το οποίο ταυτόχρονα είναι και ένας λόγος μείωσης του κινδύνου εμφάνισης ανταγωνιστριών εταιριών στην τοπική αγορά.

2) Η ανάπτυξη της αγοράς του ξένου συναλλάγματος

Ξένο συνάλλαγμα θεωρείται οποιοδήποτε νόμισμα, εφόσον χρησιμοποιείται για την πραγματοποίηση συναλλαγών σε χώρα διαφορετική από την χώρα έκδοσης, ενώ η αγορά στην οποία πραγματοποιούνται συναλλαγές επί ενός νομίσματος διαφορετικής εθνικότητας ονομάζεται ευρωαγορά. Οι πρώτες ευρωαγορές εμφανίστηκαν από τα πλεονάσματα δολαρίων που διέθεταν οι πολυεθνικές εταιρείες. Στη Βραζιλία για παράδειγμα λειτουργούσαν πολλές τέτοιες επιχειρήσεις και αποτελούσε το ιδανικότερο κέντρο για την ανάπτυξη της ευρωαγοράς συναλλάγματος. Ένας άλλος σημαντικός λόγος για την ανάπτυξη της αγοράς ευρωδολαρίων, ήταν το

έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών στις ΗΠΑ, αλλά και οι περιορισμοί που επέβαλε η αμερικανική κυβέρνηση στο τραπεζικό σύστημα.

3) *Η ανάπτυξη της αγοράς ευρωχρεογράφων*

Η αγορά των ευρωχρεογράφων είναι μια διεθνής κεφαλαιαγορά, που διακινεί μακροπρόθεσμες ομολογίες. Τα ομόλογα διακρίνονται ανάλογα με την χώρα έκδοσης, την χώρα διαπραγμάτευσης και το νόμισμα στο οποίο είναι εκφρασμένα και κατατάσσονται σε εγχώρια και διεθνή. Τα διεθνή διακρίνονται στις εξής επιμέρους κατηγορίες που είναι τα ξένα ομόλογα, ευρωομόλογα και παγκόσμια ομόλογα.

Αρχικά η αγορά της Βραζιλίας αναπτύχθηκε εξαιτίας του αποκλεισμού που επέβαλαν οι ΗΠΑ στη διάθεση ξένων ομολογιών στην αγορά τους με την επιβολή Δασμού Εξισώσεως Επιτοκίων. Στην συνέχεια όμως, καθώς το 1968 ψηφίστηκε από την αμερικανική κυβέρνηση νόμος που απαγόρευε σε αμερικανικές εταιρείες να αντλούν χρηματοδότηση από την εσωτερική κεφαλαιαγορά για επενδύσεις που προορίζονταν εκτός ΗΠΑ, αυτό έδωσε περαιτέρω ώθηση στην ανάπτυξη της αγοράς ευρωομολόγων, γιατί οι αμερικανικές εταιρείες μπορούσαν να απευθυνθούν στην ευρωπαϊκή αγορά για τις χρηματοδοτήσεις που αφορούσαν επενδύσεις τους στο εξωτερικό.

4) *Η δημιουργία αγοράς πιστώσεων.*

Ένα από τα μεγάλα προβλήματα που αντιμετώπιζε η διεθνής εμπορική τραπεζική της Βραζιλίας της δεκαετίας του 1970, ήταν τα προβλήματα που είχαν σχέση με την παροχή δανείων με μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα. Τα δάνεια αυτά χορηγούνταν με σταθερό επιτόκιο, πράγμα που δεν επιθυμούσαν οι τράπεζες εξαιτίας του ολοένα αυξανόμενου πληθωρισμού αλλά και του γεγονότος ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην αγορά του ευρωσυναλλάγματος ήταν υψηλότερα.

Η εμφάνιση των κοινοπρακτικών ευρωπιστώσεων με κυμαινόμενο επιτόκιο έλυσε το πρόβλημα των τραπεζών από τις απότομες διακυμάνσεις του πληθωρισμού. Με την εμφάνιση των ευρωπιστώσεων, οι τράπεζες

ανέπτυξαν στενότερη συνεργασία σε διεθνές επίπεδο και απέκτησαν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις εγχώριες εμπορικές τράπεζες. Όλη αυτή η κατάσταση λοιπόν είχε ως αποτέλεσμα να σχηματιστούν δίκτυα εμπορικών τραπεζών στο εξωτερικό με σκοπό τη δημιουργία επιχειρηματικών συνεργασιών για τη διοχέτευση της ρευστότητας τους σε δάνεια αυτής της μορφής.

Ωστόσο σημαντικότερο ρόλο κατέχει και η ανάγκη της, επικοινωνίας και δημοσίων σχέσεων η οποία άρχισε να γίνεται όλο και πιο πιεστική με την αύξηση του πληθυσμού και την ανάπτυξη των πόλεων με τα μικρά και τα μεγάλα τους καταστήματα, με τη μαζική βιομηχανική παραγωγή, την αύξηση δηλαδή της ποσότητας των παραγόμενων αγαθών, την ελεύθερη αγορά και την ανάπτυξη του ανταγωνισμού, με την επέκταση των δρόμων και των σιδηροδρόμων για την μεταφορά των αγαθών. Πρόκειται δηλαδή για μια διαρκώς μεταβαλλόμενη διεργασία που αντιπροσωπεύει νέα προϊόντα, υπηρεσίες, προσφορά και ζήτηση, σε συνδυασμό πάντα με τα νέα μέσα και τις τεχνικές επικοινωνίας που υποβοηθούν τις δραστηριότητες της ανταλλαγής και όπου εντός αυτών των πλαισίων κινούνται και οι διεθνείς και εγχώριοι τραπεζικοί όμιλοι και καταστήματα της Βραζιλίας, προκειμένου να ασκούν την επεκτατική πολιτική που επιθυμούν και να εδραιώνουν περισσότερο τη παρουσία τους.

Οι κύριες βασικές λειτουργίες των χρηματοοικονομικών και εμπορικών τραπεζών της Βραζιλίας, θεωρούνται η χρηματική και η πιστωτική. Ως χρηματική λειτουργία εννοείται η διευκόλυνση των χρηματικών συναλλαγών, παρέχοντας ταυτόχρονα το χρηματικό μέσο το οποίο δημιουργεί και διαχειρίζεται ένας ειδικός τύπος χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, η κεντρική τράπεζα, καθώς και ένα αποτελεσματικό σύστημα πληρωμών και εκκαθάρισης συναλλαγών το οποίο αποτελεί λειτουργία των εμπορικών τραπεζών .

Σε διεθνές επίπεδο, η χρηματοοικονομική και εμπορική τραπεζική εκπληρώνει την χρηματική λειτουργία, τόσο με το να παρέχει διεθνή χρηματικά μέσα πληρωμών, όσο και με διεθνή συστήματα πληρωμών και εκκαθάρισης των συναλλαγών. Ουσιαστικά αυτό εκπληρώνεται από το

διεθνές νομισματικό σύστημα που επικρατεί σε μια ορισμένη γεωγραφική περιοχή ή σε κάποια χρονική περίοδο, καθώς και από το σύστημα των διευθετήσεων μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Με λίγα λόγια λοιπόν, η χρηματική λειτουργία των χρηματοοικονομικών εμπορικών τραπεζών της Βραζιλίας συνίσταται μέσα στο πλαίσιο του υπάρχοντος νομισματικού συστήματος, από την μια πλευρά στην παροχή ενός διεθνούς χρηματικού μέσου και από την άλλη, στην μετατροπή κάποιο εθνικού νομίσματος το οποίο έχει εκδώσει η κεντρική τράπεζα κάποιας χώρας σε κάποιο άλλο εθνικό νόμισμα. Η χρηματική λειτουργία στις εμπορικές τράπεζες σήμερα, ουσιαστικά έχει αφαιρεθεί από τις Εθνικές κεντρικές τράπεζες και ασκείται σε διεθνές επίπεδο από το ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών.

Ως πιστωτική λειτουργία εννοείται η διαμεσολάβηση μεταξύ των πλεονασματικών και ελλειμματικών οικονομικών μονάδων, για την διευκόλυνση της μεταφοράς και αποτελεσματικής κατανομής των χρηματοδοτικών πόρων και μπορεί να αφορά τις εξής λειτουργίες:

- *Διαμεσολάβηση μεταξύ κρατών, η οποία γίνεται παραδοσιακά χωρίς την μεσολάβηση χρηματοπιστωτικού ενδιάμεσου*
- *Διαμεσολάβηση μεταξύ κρατών και ιδιωτικών επιχειρήσεων, η οποία πήρε μεγάλη έκταση κατά την δεκαετία του 1970, με την ανακύκλωση των πετροδολαρίων. Ουσιαστικά αυτή η μορφή διαμεσολάβησης πραγματοποιείται είτε μέσω των ευρωπαϊκών είτε με την εγκατάσταση ξένων τραπεζών στην ελλειμματική χώρα και*
- *Διαμεσολάβηση μεταξύ ιδιωτικών επιχειρήσεων, η οποία διαδόθηκε τα τελευταία χρόνια πραγματοποιείται είτε με τις δυο προηγούμενες μορφές, είτε μέσω της ανάπτυξης διασυνοριακών εμπορικών τραπεζικών συναλλαγών.*

Συνοψίζοντας λοιπόν, θα λέγαμε ότι η χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση των εμπορικών τραπεζών της Βραζιλίας συνίσταται στην ανακατανομή, είτε της συνολικής εμπορικής ρευστότητας, είτε των διεθνών κεφαλαίων μεταξύ των διαφόρων χωρών. Έτσι λοιπόν στο σημείο αυτό θα

μπορούσαμε να δώσουμε έναν ορισμό της διεθνούς εμπορικής χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης. Ως δραστηριότητες εμπορικής χρηματοοικονομικής τραπεζικής θεωρούνται όλες οι δραστηριότητες χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης οι οποίες συνεπάγονται είτε :

- i) με την δημιουργία και διαχείριση ενός εμπορικού χρηματικού μέσου, είτε*
- ii) με την διαμεσολάβηση στην μετατροπή από ένα εθνικό νόμισμα σε ένα άλλο, είτε*
- iii) με την μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές μονάδες μιας χώρας στις ελλειμματικές μονάδες μιας άλλης, ανεξάρτητα από την χώρα εγκατάστασης του χρηματοπιστωτικού ενδιάμεσου, είτε*
- iv) με την διαμεσολάβηση αποκλειστικά στο πλαίσιο ενός εθνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, από ένα ίδρυμα το οποίο έχει διαφορετική χώρα προέλευσης.*

2.6 Θεσμικό Πλαίσιο

2.6.1 Το Ελάχιστο Υποχρεωτικό Μέρισμα

Κάθε ανώνυμη εταιρεία που δραστηριοποιείται στην οικονομία της Βραζιλίας υποχρεούται να διανέμει στους μετόχους της το ποσό που εξάγεται από τον ακόλουθο τύπο: $25\% * \{(\text{Καθαρό Κέρδος χρήσεως} - \text{υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων} - \text{φορολογία}) - \text{Υποχρεωτικά χρηματιζόμενα αποθεματικά}\}$

Παρόλο που η διανομή ελαχίστου μερίσματος είναι υποχρεωτική για κάθε έτος, υπάρχει η περίπτωση να ακυρωθεί η διανομή του. Αυτό μπορεί να συμβεί στην περίπτωση που η Γενική Συνέλευση των μετόχων αποφασίσει για αυτό με απόλυτη πλειοψηφία, ύστερα από πρόταση του Διοικητικού Συμβουλίου. Στη συνέχεια το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να επιδώσει έκθεση στο Υπουργείο Οικονομικών στην οποία θα αναλύονται οι λόγοι για τους οποίους δεν δύναται να διανεμηθεί μέρισμα. Τέλος θα πρέπει να σημειωθεί ότι το ποσό που προοριζόταν για διανομή θα πρέπει να αποθεματοποιηθεί σε απόθεμα ειδικού σκοπού ώστε να μπορεί οποιαδήποτε

στιγμή να διανεμηθεί με τη μορφή μερίσματος σε μελλοντική περίοδο που το επιτρέπει η οικονομική κατάσταση της εταιρείας.

2.6.2 Φορολογία Μερισμάτων

Η Βραζιλία έχει περάσει από πολλές αλλαγές στη φορολογική πολιτική των μερισμάτων τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Από το 1986 έως το 2004 υπήρχαν τέσσερις σημαντικές αλλαγές στην εν λόγω νομοθεσία. Επίσης η φορολογία της κεφαλαιακών κερδών από τη διαπραγμάτευση μετοχών έχει αλλάξει μία φορά τόσο για μεμονωμένους όσο και για εταιρείες. Επιπλέον, έχουν υλοποιηθεί δύο άλλες αλλαγές στη νομοθεσία, που επηρεάζουν έμμεσα την πολιτική διανομής μερίσματος κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής. Αυτές οι αλλαγές έχουν συνοπτικά ως εξής:

Την περίοδο 1980-1988 η φορολογία μερίσματος για φυσικά πρόσωπα διεπόταν από τρεις διαφορετικούς νόμους (σύμφωνα με Decree 1790/1980, Art. 1 and 2; Decree 2065/1983, Art. 1-I; and Decree 2303/1986, Art. 7):

- Με φορολογικό συντελεστή 23% εάν η επιχείρηση διαπραγματευόταν σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά
- Με φορολογικό συντελεστή 15% εάν ήταν επιχείρηση που δραστηριοποιείται στον τομέα της αγροτικής παραγωγής
- Με φορολογικό συντελεστή 25% για τις επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στις παραπάνω δύο περιπτώσεις

Η φορολογία μερίσματος εάν ο δικαιούχος ήταν νομικό πρόσωπο τότε διεπόταν από την εφαρμογή δύο διαφορετικών νόμων:

- Με φορολογικό συντελεστή 23% εάν ο δικαιούχος εταιρεία-νομικό πρόσωπο ήταν εισηγμένη σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά και αν επρόκειτο για επιχείρηση που δραστηριοποιείται στον τομέα της αγροτικής παραγωγής.
- Με φορολογικό συντελεστή 25% για υπόλοιπες επιχειρήσεις

Την περίοδο 1989-1992 εφαρμόστηκε νέα νομοθεσία σύμφωνα με την οποία επιβαλλόταν υποχρεωτικός φόρος ύψους 8% επί των καθαρών κερδών, είτε αυτά προορίζονταν για διανομή μερίσματος είτε όχι. Από το 1993

όμως οι πληρωμές μερίσματος απαλλάχθηκαν από κάθε φορολογία σύμφωνα με την νομοθετική ρύθμιση 8383/1993. Η τελική μορφή της νομοθετικής ρύθμισης περί απαλλαγής του μερίσματος από οποιαδήποτε φορολογία έγινε το 1995 με την υπ' αριθμόν 9249/1995 νομοθετική πράξη, η οποία συνεχίζει να ισχύει μέχρι σήμερα.

2.6.3 Φορολογία Κεφαλαιακών Κερδών

Ο φορολογικός συντελεστής για τα όποια κεφαλαιακά κέρδη προκύπτουν από την πώληση μετοχών διαφέρει σε περίπτωση που ο δικαιούχος του μερίσματος είναι νομικό ή φυσικό πρόσωπο. Στην μεν περίπτωση των νομικών προσώπων εφαρμόζονταν έως το 1996 φορολογικός συντελεστής 15% από τη νομοθετική ρύθμιση 1698/1977 ενώ από το 1996 έως σήμερα ισχύει φορολογικός συντελεστής 10%. Στην δε περίπτωση των φυσικών προσώπων υπάρχει απαλλαγή από κάθε φορολογική υποχρέωση από το 1988 έως σήμερα. Πριν το 1988 τα φυσικά πρόσωπα επιβαρύνονταν και αυτά με το ίδιο φορολογικό συντελεστή με τα νομικά πρόσωπα (15%).

3 Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

3.1 Εισαγωγή

3.1.1 Η Έννοια του Μερίσματος

Ο όρος «**μέρισμα**» αναφέρεται συνήθως στην διανομή ρευστών διαθεσίμων προς τους μετόχους της εταιρίας (Ross *et al.*, 1999: 460-461). Εάν μια τέτοια διανομή λαμβάνει χώρα από πηγές άλλες εκτός των τρεχόντων κερδών ή των παρακρατηθέντων κερδών, χρησιμοποιείται ο όρος «διανομή» παρά ο όρος μέρισμα. Εάν δε η διανομή γίνεται από το κεφάλαιο της εταιρίας, τότε έχουμε το **μέρισμα ρευστοποίησης** (liquidation dividend).

Ο συνηθέστερος τρόπος καταβολής μερίσματος είναι υπό **μορφή μετρητών** (cash dividends). Ένας άλλος τύπος μερίσματος είναι το **μέρισμα σε μετοχές** (stock dividends), όπου το μέρισμα καταβάλλεται υπό μορφή μετοχής. Με αυτό τον τύπο μερίσματος δεν υπάρχει εκροή μετρητών (η οποία να καταγράφεται στην κατάσταση των ταμειακών ροών) παρά μόνο αύξηση του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία. Αποτέλεσμα αυτής της ενέργειας είναι αφ' ενός μεν η διατήρηση των κερδών για την χρηματοδότηση μελλοντικών επενδυτικών ευκαιριών, αφ' ετέρου δε την αύξηση των μετοχών σε κυκλοφορία και την συνακόλουθη μείωση της λογιστικής αξίας κάθε μετοχής (καθώς η εταιρία εκδίδει νέες μετοχές και τις μεταβιβάζει χωρίς αντάλλαγμα στους μετόχους της). Το μέρισμα σε μετοχές εκφράζεται συνήθως ως ποσοστό. Επί παραδείγματι, ένα 2% μέρισμα σημαίνει ότι κάθε μέτοχος λαμβάνει μια νέα μετοχή για κάθε 50 που κατέχει.

Εάν λοιπόν σε μια εταιρία υπάρχουν N μετοχές σε κυκλοφορία στην τιμή των P εκάστη και το μέρισμα σε μετοχές προσδιοριστεί στο α , τότε κάθε παλαιός μέτοχος λαμβάνει μια μετοχή για κάθε $1/\alpha$ παλαιές μετοχές. Έτσι οι μετοχές σε κυκλοφορία αυξάνονται κατά $N\alpha$ και στο σύνολο τους θα είναι

$$N + N\alpha = N(1 + \alpha)$$

3.1.2 Η Έννοια της Μερισματικής Πολιτικής

Η **μερισματική πολιτική** μιας εταιρίας συνίσταται στην εξέταση δυο επί μέρους παραγόντων: (α) του *ποσοστού αποπληρωμής μερίσματος*, και β) της *μερισματικής απόδοσης*.

Το Ποσοστό Αποπληρωμής του Μερίσματος

Το **ποσοστό αποπληρωμής του μερίσματος** (ΠΑΜ) εξετάζει τη σχέση του μερίσματος ανά μετοχή ως ποσοστό του κέρδους ανά μετοχή

$$\text{ΠΑΜ} = \frac{\text{Μερίσμα ανά Μετοχή}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}} \quad 3.1$$

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης δείχνει την αναλογία του κέρδους από τακτικές δραστηριότητες που είναι διαθέσιμο για διανομή στους μετόχους, άρα και το ποσοστό του κέρδους που θα παραμείνει στην επιχείρηση για την χρηματοδότηση της ανάπτυξης της. Τα διακρατούμενα κέρδη αποτελούν μία σημαντική πηγή κεφαλαίου για τις περισσότερες επιχειρήσεις και γι' αυτό το ποσοστό αποπληρωμής τους μερίσματος μπορεί σε κάποιες περιπτώσεις να είναι αρκετά χαμηλό.

Σημαντική επίσης πληροφορία παρέχει η εξέταση της διαχρονικής μεταβολής του παραπάνω δείκτη. Για παράδειγμα εάν από τον ένα χρόνο στον άλλο η κάλυψη των μερισμάτων σημειώσει σοβαρή πτώση σημαίνει ότι τα κέρδη της επιχείρησης έχουν μειωθεί αλλά η διοίκηση επιθυμεί να πληρώσει τουλάχιστον το ίδιο με τον προηγούμενο χρόνο μέρισμα, προκειμένου να ικανοποιήσει τις προσδοκίες των μετόχων.

Η Μερισματική Απόδοση

Η **μερισματική απόδοση** (dividend yield, DY) προκύπτει από την διαίρεση του μερίσματος ανά μετοχή με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής

$$\text{DY} = \frac{\text{Μερίσμα ανά Μετοχή}}{\text{Τιμή Μετοχής}} \quad 3.2$$

Ελέχθη προηγουμένως, ότι μερικές **εταιρείες μοιράζουν συγκριτικά μικρά μερίσματα** και επενδύουν τα κέρδη ξανά στην επιχείρηση με σκοπό την ανάπτυξη. Αν η αγορά εμπιστεύεται τέτοιου είδους προοπτικές για την ανάπτυξη της εταιρείας, τότε οι μετοχές των εν λόγω εταιριών της θα διατηρήσουν μία σχετικά υψηλή τιμή αγοράς και επομένως θα περιμένουμε να δούμε **μία χαμηλή μερισματική απόδοση και έναν υψηλό δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E)**. Άλλες εταιρείες προτιμούν μία σταθερή μερισματική απόδοση με δείκτη μερίσματος ανά μετοχή στο ίδιο ή και καλύτερο επίπεδο σε σχέση με το προηγούμενο έτος ώστε να παρουσιάζουν σταθερό βαθμό ανάπτυξης. Όταν τα κέρδη θα είναι χαμηλά αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα την χαμηλή μερισματική κάλυψη και αν η αγοραία τιμή επηρεάζεται από το χαμηλό κέρδος το αποτέλεσμα θα είναι μία υψηλή μερισματική απόδοση.

Τέλος, ορισμένες εταιρείες ακολουθούν την τακτική, λιγότερα αδιανέμητα κέρδη, περισσότερα μερίσματα. Το γεγονός αυτό παρουσιάζει μια σταθερά χαμηλή μερισματική απόδοση από έτος σε έτος.

3.2 Μερισματική Πολιτική

Η απόφαση για τη διανομή των καθαρών κερδών με τη μορφή μερισμάτων ή της παρακράτησης αυτών με τη μορφή αποθεματικών αποτελεί το βασικό ερώτημα που τίθεται από πλευράς θεωρίας και πράξης στα πλαίσια της μερισματικής πολιτικής. Η ανάλυση της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων γίνεται με βάση τη σχέση διανομής (μέρισμα/κέρδη) στο πλαίσιο της μακροπρόθεσμης πολιτικής χρηματοδότησης και του αντικειμενικού σκοπού αυτής, που είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας.

Οι θεωρίες που συζητούνται περισσότερο για τη μερισματική πολιτική είναι οι εξής: α) η θεωρία της μη-σχετικότητας του μερίσματος (The Dividend Irrelevance Theory), β) η θεωρία του «The Bird in the Hand Theory», γ) η θεωρία του διαφορικού φόρου (The Tax Differential Theory), δ) η θεωρία της πελατειακής επίδρασης (Clientele Effect), ε) η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης (Agency Cost), κ α στ) η θεωρία σχετικ ά με το

πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων (information content-signaling hypothesis).

3.2.1 Η Θεωρία της μη Σχετικότητας του Μερίσματος

Σύμφωνα με τη θεωρία των **Modigliani** και **Miller (1961)**, οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών προερχόμενα από παρακράτηση κερδών. Αν χρειάζονται μετρητά μπορούν να πουλήσουν μετοχές και αν δεν χρειάζονται μπορούν να χρησιμοποιήσουν μερίσματα για να αγοράσουν μετοχές. Οι Modigliani-Miller (MM) ισχυρίζονται ότι η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται μόνο από τη δυνατότητά της για κέρδη και από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Με άλλα λόγια, η αξία της επιχείρησης, δεν εξαρτάται από τον διαχωρισμό των κερδών σε μερίσματα και διανεμόμενα κέρδη αλλά από το εισόδημα που προκύπτει από την παραγωγή.

Ένα χαρακτηριστικό της θεωρίας των MM είναι ότι οποιαδήποτε θετική επίδραση των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών αντισταθμίζεται από την αρνητική επίδραση, η οποία πηγάζει από την ανάγκη ανεύρεσης άλλων πηγών χρηματοδότησης προκειμένου να αντικατασταθούν τα κέρδη που διανεμήθηκαν με τη μορφή μερισμάτων.

Η θεωρία των MM στηρίζεται στις ακόλουθες πέντε υποθέσεις:

1. Δεν υπάρχουν προσωπικοί και εταιρικοί φόροι εισοδήματος στην αγορά.
2. Δεν υπάρχουν έξοδα έκδοσης νέων μετοχών καθώς και έξοδα για τη μεταβίβαση αυτών.
3. Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ είσπραξης μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών.
4. Η επενδυτική πολιτική των εταιριών είναι δεδομένη και ανεξάρτητη από τη μερισματική τους πολιτική.
5. Επενδυτές και διοίκηση έχουν την ίδια πληροφόρηση σχετικά με τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες.

Η μη σχετικότητα του μερίσματος δηλαδή, ισχύει για τέλειες αγορές όπου κανείς δε μπορεί να επηρεάσει την τιμή οποιασδήποτε μετοχής. Σε τέτοιες αγορές η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει ούτε τον επενδυτή που

μπορεί να αντικαταστήσει την αξία του μερίσματος με αγοραπωλησίες μετοχών, αλλά ούτε και την εταιρία που μπορεί να διατηρήσει την αξία της με τη χρήση δανεισμού.

Κατά συνέπεια, σε θεωρητική βάση, σε μία ατελή αγορά όπως είναι η ελληνική, δε θα μπορούσε να ισχύει η θεωρία των Modigliani-Miller. Επιπλέον, είναι πολλοί αυτοί που υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα πρέπει να σχετίζονται με την αξία της εταιρίας και το κόστος κεφαλαίου, κάτι που φαίνεται και από τη συνεχή πίεση των μετόχων στις γενικές συνελεύσεις για διανομή περισσότερου μερίσματος που σε περίπτωση που δεν ικανοποιηθούν ακολουθεί πτώση της τιμής της μετοχής, αφού πωλούν τις μετοχές.

Όμως η θεωρία των Modigliani-Miller έχει και επικριτές (λόγω κυρίως της έλλειψης ρεαλισμού των υποθέσεών τους) οι οποίοι τους προτρέπουν να επαληθεύσουν την θεωρία τους με βάση εμπειρικές έρευνες και όχι βάσει των υποθέσεων της.

Οι M&M. αντιπαρέρχονται την έλλειψη ρεαλισμού των υποθέσεων της θεωρίας τους, τονίζοντας ότι όλες οι οικονομικές θεωρίες στηρίζονται πάνω σε απλοποιημένες υποθέσεις και παραδοχές, προτρέποντας τους επικριτές τους στην απόπειρα επαλήθευσης της θεωρίας τους μέσω εμπειρικών ερευνών και όχι μέσω των υποθέσεων αυτής.

3.2.2 Η Θεωρία του «Bird in the Hand Theory»

Οι **Gordon (1963)** και **Lintner (1962)** είναι οι κύριοι εκπρόσωποι της άποψης ότι το ύψος του διανεμόμενου μερίσματος επηρεάζει την τιμή της μετοχής και κατά συνέπεια την κεφαλαιοποίηση της εταιρίας. Σύμφωνα με τους εν λόγω συγγραφείς, η δίκαιη τιμή μίας κοινής μετοχής καθορίζεται από την ακόλουθη σχέση.

$$P_t^* = \frac{dps_{t+1}}{r_s - g}$$

3.3

Όπου

P^* : Η δίκαιη τιμή της μετοχής

dps_{t+1} : Το (προσδοκώμενο) μέρισμα ανά μετοχή, κατά την περίοδο $t+1$

r_s : Το κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας

Από την παραπάνω σχέση μπορούμε επίσης να γράψουμε τα εξής

$$P_t^* = \frac{dps_{t+1}}{r_s - bROE} = \frac{(1-b)eps_{t+1}}{r_s - bROE} \quad 3.4$$

Όπου

eps_{t+1} : το (προσδοκώμενο) κέρδος ανά μετοχή, κατά την περίοδο $t+1$

ROE : η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (return on equity)

b : το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών, το οποίο ισούται με 1 μείον το ποσοστό αποπληρωμής του μερίσματος

Από την παραπάνω λοιπόν σχέση βλέπουμε ότι η μερισματική πολιτική της εταιρίας, όπως αυτή διαμορφώνει το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών (b), επηρεάζει την δίκαιη τιμή της μετοχής.

Οι Gordon και Lintner θεώρησαν ότι οι επενδυτές προτιμούν να εισπράξουν μερίσματα τώρα παρά να ικανοποιηθούν με υποσχέσεις για είσπραξη εισοδήματος από κεφαλαιακά κέρδη κάποια στιγμή στο μέλλον. Ουσιαστικά υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα κεφαλαιακά κέρδη και επομένως μία εταιρία θα πρέπει να υιοθετεί έναν υψηλό δείκτη μερισμάτων προς καθαρά κέρδη (payout ratio) και να παρέχει υψηλή απόδοση μερισμάτων, με σκοπό να επιφέρει αύξηση της αξίας της εταιρίας ή να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της (συντελεστή προεξόφλησης προσδοκώμενων μερισμάτων).

Η αύξηση στην τιμή της μετοχής που σημειώνεται με την αύξηση του μερίσματος εξηγείται ως σημαντική πληροφορία που περιέχεται στην αναγγελία διανομής μερίσματος. Βέβαια, οι εταιρίες δε μειώνουν εύκολα τα μερίσματα, αλλά ούτε και τα αυξάνουν αν δεν είναι βέβαιες για τη μεταβολή

στην αναμενόμενη κερδοφορία. Δημιουργείται λοιπόν, ένα σήμα (signal) προς τους επενδυτές για το κατά πόσο η διοίκηση προβλέπει καλές ή κακές προοπτικές και ανάλογα διαμορφώνουν και την τιμή.

Συνοπτικά, οι Gordon - Lintner ισχυρίζονται, σε αντίθεση με τους Modigliani - Miller, ότι οι μέτοχοι εκτιμούν πιο πολύ ένα ευρώ που λαμβάνεται τώρα, παρά ένα ευρώ που λαμβάνεται μελλοντικά υπό τη μορφή κεφαλαιακών κερδών και πιο εκλαϊκευμένα «κάλιο πέντε και στο χέρι παρά δέκα και καρτέρι».

3.2.3 Η Θεωρία του Διαφορικού Φόρου

Η θεωρία διαφορικού φόρου είναι αντίστροφη του υποδείγματος Gordon-Lintner και αναπτύχθηκε από τους **Litzenberger & Ramaswamy (1979)**. Η θεωρία αυτή βασίζεται στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη. Υποστηρίζει ότι αφού τα μερίσματα φορολογούνται στην πράξη με υψηλότερους φορολογικούς συντελεστές σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις από μετοχές που παρέχουν υψηλά μερίσματα. Επίσης, οι φόροι επί των κεφαλαιακών κερδών μετατίθενται στο μέλλον, κάτι που μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να επιλέγουν επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό διανομής, δηλαδή ένα υψηλό ποσοστό διανομής έχει αποτέλεσμα μια χαμηλή τιμή P_0 . Κατά συνέπεια, μία εταιρία πρέπει να διανέμει χαμηλό ή μηδενικό μέρισμα προκειμένου να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της και να μεγιστοποιήσει την αξία της.

Με βάση λοιπόν τα παραπάνω, οι ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να προτιμούν εκείνες τις επιχειρήσεις που παρακρατούν κέρδη τα οποία και θα επανεπενδύσουν στις δραστηριότητες τους με αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας τους τα επόμενα χρόνια, κάτι που θα οδηγήσει μεσοπρόθεσμα και στην αύξηση της τιμής των μετοχών τους. Γενικά, σύμφωνα με την θεωρία των Litzenberger & Ramaswamy οι επενδυτές θα πρέπει να αναζητούν μακροπρόθεσμα μετοχές με υψηλά κεφαλαιακά κέρδη και χαμηλά μερίσματα κυρίως σε εκείνες τις περιπτώσεις που δεν ρευστοποιούν άμεσα τα κέρδη

τους (δεν πωλούν δηλαδή τις μετοχές τους) έτσι ώστε η μη πληρωμή του αντίστοιχου φόρου να αυξάνει την συνολική απόδοση καθιστώντας τις μετοχές αυτές πιο ελκυστικές από αυτές που παρέχουν υψηλή μερισματική απόδοση.

Η εταιρία λοιπόν, ενώ δε μπορεί να αποφύγει τη φορολογική της υποχρέωση, πρέπει να διατηρεί ευχαριστημένους τους μετόχους της, ειδάλλως οι μέτοχοι που δεν ικανοποιούνται με την απόδοση του μερίσματος, θα πουλήσουν τις μετοχές που δεν πληρώνουν μέρισμα και θα μετακινηθούν σε μετοχές υψηλότερων μερισματικών αποδόσεων. Αντίθετα οι μέτοχοι που ικανοποιούνται με μικρή μερισματική απόδοση και με μικρό λόγο διανομής, ικανοποιούνται περισσότερο με κεφαλαιακά κέρδη γιατί πιστεύουν ότι η εταιρία επιτυγχάνει αποδόσεις υψηλότερες από αυτές των μετοχών. Επίσης, τα προτιμούν και στην περίπτωση που τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με συντελεστή μικρότερο από αυτό του μερίσματος, όπως είναι η τάση διεθνώς.

Στην Ελλάδα το μέρισμα φορολογείται στην πηγή, ήτοι την επιχείρηση, αλλά αυτό αλλάζει με τη νέα κυβερνητική ρύθμιση και θα γίνει διπλή φορολόγηση τόσο στα μερίσματα όσο και στα κεφαλαιακά κέρδη, όπως ισχύει και στις Η.Π.Α.. Στην περίπτωση της Ελλάδος οι μικρομέτοχοι προτιμούν τη διανομή των κερδών σε μέρισμα, ενώ οι μεγαλομέτοχοι, που δεν αντιμετωπίζουν κανένα οικονομικό πρόβλημα, προτιμούν τη διατήρηση των κερδών και την επανεπένδυση τους ώστε να επιτύχουν μεγαλύτερα αφορολόγητα κεφαλαιακά κέρδη. Ο τρόπος που ενεργεί η εισηγμένη εταιρία είναι να εντοπίσει τις προτιμήσεις διαφορετικών ομάδων επενδυτών και να προσαρμόσει τον λόγο διανομής μερίσματος ανάλογα.

3.2.4 Η Πελατειακή Επίδραση

Σύμφωνα με την clientele effect theory υπάρχουν φυσικοί επενδυτές-πελάτες για μετοχές μεγάλης μερισματικής απόδοσης. Οι επενδυτές αυτοί αυξάνουν την τιμή της μετοχής με τη ζήτηση τους για μετοχές που πληρώνουν υψηλό μέρισμα. Συνήθως οι επιχειρήσεις ακολουθούν σταθερή μερισματική πολιτική για αρκετά έτη με αποτέλεσμα να ελκύουν συγκεκριμένες κατηγορίες μετόχων (έννοια πελατείας). Διαφορετικές ομάδες επενδυτών, ή πελατεία, προτιμούν διαφορετικές πολιτικές μερίσματος. Η παρελθούσα μερισματική

πολιτική προσδιορίζει τις υπάρχουσες ομάδες επενδυτών (πελατών). Ως επακόλουθο, οι διάφορες ομάδες επενδυτών επιλέγουν τις μετοχές και κατά επέκταση τις εταιρίες που θέλουν να επενδύσουν ανάλογα με τις προτιμήσεις τους σε κεφαλαιακά κέρδη ή σε κέρδη από μερίσματα. Η επιλογή εξαρτάται δηλαδή από την πολιτική μερίσματος που ακολουθεί η κάθε εταιρία. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές που επιθυμούν εισόδημα από επενδύσεις στην τρέχουσα περίοδο, θα πρέπει να κατέχουν μετοχές εταιριών που έχουν υψηλό δείκτη διανομής κερδών, ενώ οι επενδυτές που δεν έχουν ανάγκη εισοδήματος από επενδύσεις στην τρέχουσα περίοδο, θα πρέπει να κατέχουν μετοχές εταιριών με χαμηλό δείκτη διανομής κερδών.

Αξίζει να αναφερθεί πως στη περίπτωση που μια επιχείρηση παρακρατήσει όλα τα κέρδη της χωρίς να διανείμει μέρισμα προκειμένου να διενεργήσει μελλοντικές επενδύσεις, η κατηγορία των μετόχων που επιθυμεί ετήσιο μέρισμα θα δυσαρεστηθεί με αποτέλεσμα να προσπαθήσει να ρευστοποιήσει μετοχές έτσι ώστε δια μέσω των κεφαλαιακών κερδών να εισπράξει το εισόδημα που δεν μοιράστηκε με την μορφή μερισμάτων. Σύμφωνα με τα παραπάνω θα διαμορφωθεί σταδιακά μια κατάσταση στην αγορά όπου οι μέτοχοι που επιθυμούν άμεση ρευστότητα θα επενδύσουν σε μετοχές με υψηλό δείκτη διανομής κερδών ενώ αντίθετα αυτοί που δεν επιζητούν βραχυπρόθεσμα κέρδη θα επενδύσουν σε μετοχές με χαμηλό δείκτη διανομής κερδών.

Είναι επομένως ευνόητο πως οι επιχειρήσεις θα πρέπει να προσδιορίζουν ποια πολιτική μερισμάτων θα ακολουθήσουν επί μια σειρά ετών με κριτήρια καθαρά χρηματοοικονομικά. Η πελατειακή επίδραση καθυστερεί την μεταβολή της μερισματικής πολιτικής. Οι φόροι και τα έξοδα συναλλαγών επιβαρύνουν τους επενδυτές που θα πρέπει να αλλάξουν επιχειρήσεις, καθώς το γεγονός της συχνής αλλαγής της μερισματικής πολιτικής μιας επιχείρησης κάνει την επένδυση των μετόχων ασύμφορη λόγω των υψηλών εξόδων προμήθειας και των φόρων μεταβίβασης των μετοχών.

Η ύπαρξη της πελατειακής επίδρασης (clientele effect) διακρίνεται στην τιμή της μετοχής. Η τιμή της μετοχής ενδέχεται να μειωθεί εάν η εταιρία αλλάξει την πολιτική μερισμάτων της, καθώς μία τέτοια αλλαγή μπορεί να αναγκάσει τους υπάρχοντες μετόχους που θα δυσαρεστηθούν, να πουλήσουν τις μετοχές τους με αποτέλεσμα να μειωθεί η τιμή της μετοχής. Η πτώση αυτή

της τιμής μπορεί να είναι προσωρινή, δεν αποκλείεται όμως να είναι και μόνιμη, στην περίπτωση που ο αριθμός των νέων επενδυτών που θα προσελκυστούν από τη νέα πολιτική μερισμάτων είναι μικρός. Από την άλλη η τιμή της μετοχής ενδέχεται να αυξηθεί αν η νέα πολιτική μερισμάτων που ακολουθεί η εταιρία προσελκύσει ακόμα μεγαλύτερη πελατεία από εκείνη που αρχικά είχε.

3.2.5 Κόστη Αντιπροσώπευσης

Μία άλλη διάσταση των θεωριών της πολιτικής των μερισμάτων είναι η διαφορά στα συμφέροντα μετόχων και στελεχών και βασίζεται στην έννοια της αντιπροσώπευσης (agency) που αποτελεί βασικό κομμάτι της χρηματοοικονομικής θεωρίας. Σε πολλές περιπτώσεις τα στελέχη μιας εταιρίας αντί να επιδιώκουν το συμφέρον των μετόχων, που είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας, ενδιαφέρονται περισσότερο για τα δικά τους συμφέροντα.

Αυτή η δυνητική διάσταση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και στελεχών αναγκάζει τους μετόχους να αναλάβουν κάποιο κόστος προκειμένου να ασκήσουν έλεγχο στις ενέργειες των στελεχών (Agency Cost). Στις μεγάλες εταιρίες όμως, όπου η διασπορά των μετοχών είναι μεγάλη, είναι δύσκολο να ενεργήσουν συλλογικά οι μέτοχοι προκειμένου να ασκήσουν έλεγχο στις ενέργειες των στελεχών με αποτέλεσμα ο έλεγχος να είναι περιορισμένος.

Θεωρητικά, το διοικητικό συμβούλιο είναι το όργανο που ασκεί τον έλεγχο στα στελέχη, στην πράξη όμως πολλές φορές στην περίπτωση διάστασης συμφερόντων, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου συμμαχούν με τα στελέχη σε βάρος τελικά των μετόχων. Το πρόβλημα αυτό μειώνεται σημαντικά όταν οι εταιρείες συνηθίζουν να αντλούν κεφάλαια από εξωτερικές πηγές, αφού στην περίπτωση αυτή ο έλεγχος ασκείται από τους χρηματοδότες στους οποίους μπορεί να περιλαμβάνονται και νέοι μέτοχοι. Οι νέοι επενδυτές είναι περισσότερο αποτελεσματικοί σε σχέση με τους παλιούς στην άσκηση ελέγχου καθώς μπορούν να εκφράσουν τη δυσαρέσκεια τους για τις ενέργειες των στελεχών με τη ψήφο τους ή με την πώληση των μετοχών τους.

Μία πολιτική μερισμάτων υψηλού δείκτη διανομής κερδών είναι απαραίτητη για να καταφεύγουν με αυτό τον τρόπο συχνά στις κεφαλαιαγορές για να αντλήσουν κεφάλαια και να παρέχουν έτσι την ευκολία στους επενδυτές να τις ελέγχουν και να τις αξιολογούν. Οι μέτοχοι μπορούν με τη χρήση υψηλών μερισμάτων να ελαχιστοποιήσουν τα free cash flows τα οποία έχει στη διάθεσή της η διοίκηση και τα οποία υπάρχει η πιθανότητα να κατασπαταληθούν ή να τοποθετηθούν σε μη κερδοφόρες επενδύσεις.

3.2.6 Το Πληροφοριακό Περιεχόμενο των Μερισμάτων

Η αναγγελία μεταβολής στην μερισματική πολιτική ενσωματώνει πληροφόρηση για τα μελλοντικά κέρδη και τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης (information content-signaling hypothesis). Η θεωρία αυτή προτείνει πως η άνοδος των τιμών των μετοχών που συνοδεύει μια αναγγελία αύξησης του μερίσματος αποτελεί ένδειξη της προτίμησης των επενδυτών για υψηλότερη μερισματική απόδοση. Επιπλέον, στηρίζεται και στην παραδοχή της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ διοικήσεων των επιχειρήσεων και επενδυτών (information asymmetry - αναφέρθηκε προηγουμένως). Σύμφωνα με τη θεωρία της ενσωμάτωσης πληροφόρησης στην μερισματική πολιτική, οι επενδυτές εκλαμβάνουν μια αύξηση στο μέρισμα σαν πληροφορία-σήμα (signal) από τη μεριά της διοίκησης της οικονομικής μονάδας για καλύτερη κερδοφορία και ταμειακές ροές στο μέλλον. Αντίθετα, μείωση του μερίσματος δύναται να εμπεριέχει πληροφορίες για αναμενόμενη μείωση της κερδοφορίας της επιχείρησης στο μέλλον. Τα εμπειρικά αποτελέσματα ελέγχου της συγκεκριμένης θεωρίας-υπόθεσης υπήρξαν ανάμεικτα. Σαν γενικό συμπέρασμα, μπορούμε να πούμε πως υπάρχει κάποια πληροφόρηση στις αλλαγές της μερισματικής πολιτικής σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης. Δεν είναι όμως ξεκάθαρο εάν η ανοδική-καθοδική πορεία των τιμών των μετοχών σε περίπτωση μεταβολής της μερισματικής πολιτικής οφείλεται μόνο στην ενσωμάτωση πληροφόρησης για τις μελλοντικές προοπτικές ή εάν οφείλεται και στις προτιμήσεις των επενδυτών για υψηλότερη μερισματική απόδοση.

4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή, στην συγκεκριμένη έρευνα προκειμένου να ελεγχθεί η ισχύς της ερευνητικής υπόθεσης της εργασίας χρησιμοποιείται η μέθοδος της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study analysis), μια ευρέως διαδεδομένη μέθοδο η οποία έχει εφαρμοστεί σε αρκετές μελέτες. Σε αυτό το κεφάλαιο λοιπόν θα παρουσιάσουμε τα βασικότερα στάδια αυτής της μεθόδου (Ενότητα 4-1), και θα αναφερθούμε στα δεδομένα της εργασίας μας (Ενότητα 4-2).

4.1 Μέθοδος Ανάλυσης των Επιχειρηματικών Γεγονότων (Event Study)

Βασιζόμενοι στην επιστημονική δημοσίευση των Brown & Warner (1980,1985) και στο εγχειρίδιο των Elton και Gruber (1995: 428-429), παρουσιάζουμε τα βασικά βήματα της **Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων**, η οποία απαιτεί τον ορισμό του επιχειρηματικού γεγονότος, τον προσδιορισμό της περιόδου εξέτασης, και την αξιολόγηση των εκτάκτων αποδόσεων (των μετοχών) κατά την περίοδο εξέτασης.

4.1.1 Ορισμός του Επιχειρηματικού Γεγονότος

Στις αναλύσεις επιχειρηματικών γεγονότων στόχος αποτελεί η διαπίστωση του κατά πόσον η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής μεταβάλλεται (αντιδρά) κατά την χρονική στιγμή επελεύσεως ενός επιχειρηματικού γεγονότος, το οποίο ουσιαστικά αφορά σε μια (απροσδόκητη) ανακοίνωση σχετικά με την πορεία, παρελθούσα και τρέχουσα, ή τις μελλοντικές ενέργειες της διοίκησης μιας εταιρίας.

Τα **επιχειρηματικά γεγονότα** (events), τα οποία συνήθως εξετάζονται κατατάσσονται σε μια από τις ακόλουθες 7 κατηγορίες:

1. Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου
2. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις
3. Ανακοίνωση Αποτελεσμάτων Χρήσεως τριμήνου, εξαμήνου, και εννιαμήνου
4. Ανακοίνωση Διανομής Μερισμάτων
5. Σχολιασμός Τύπου

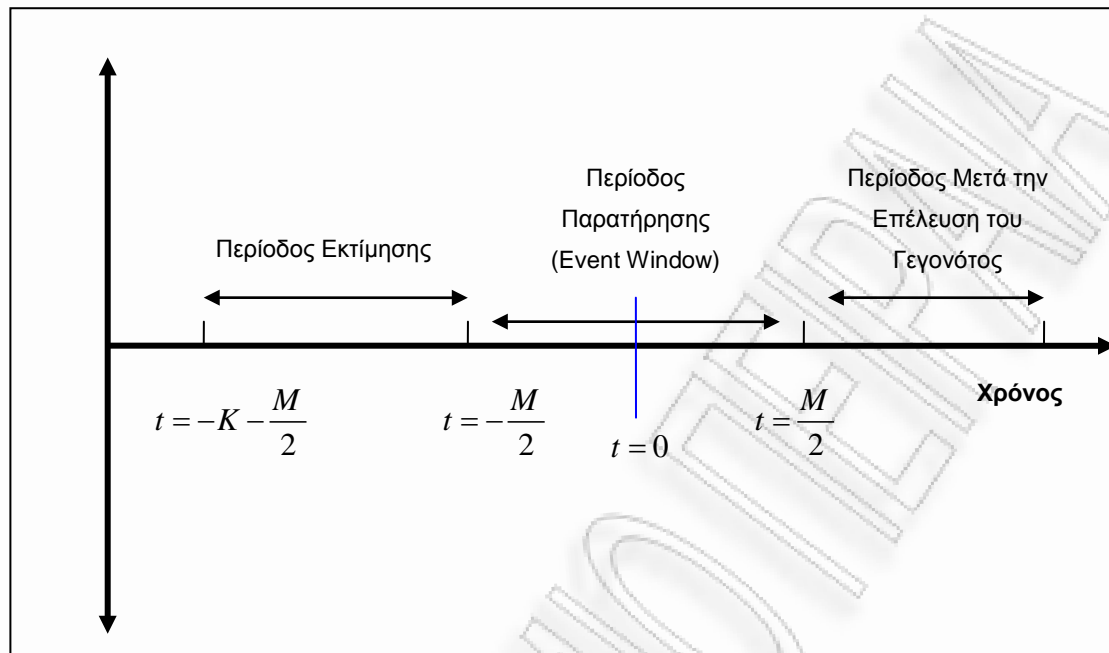
6. Μεταβολές στο Ποσοστό Βασικών Μετόχων
7. Ανακοινώσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή Αποφάσεις του ΧΑ.

4.1.2 Η Πέριξ του Γεγονότος Περίοδος Εξέτασης

Ως ημερομηνία επελεύσεως ενός επιχειρηματικού γεγονότος θεωρείται η ημερομηνία, κατά την οποία οι επενδυτές καθίστανται γνώστες αυτού. Αυτή η χρονική στιγμή συμβολίζεται ως $t = 0$ ¹. Κατόπιν, ανάλογα με το μέγεθος της επιρροής του επιχειρηματικού γεγονότος, μελετώνται M ημέρες πέριξ της ημερομηνίας επελεύσεως (Σχήμα 4-1), οι οποίες χωρίζονται στην περίοδο προ της επελεύσεως του γεγονότος ($t = -\frac{M}{2}, -\frac{M}{2} + 1, \dots, -1$) και στην περίοδο μετά την επέλευση αυτού ($t = 1, \dots, \frac{M}{2} - 1, \frac{M}{2}$).

¹ Θα πρέπει βεβαίως να τονίσουμε ότι αυτή η χρονική στιγμή διαφέρει από εταιρεία σε εταιρεία, καθώς η επέλευση ενός επιχειρηματικού γεγονότος (ας πούμε η ανακοίνωση για την διανομή του μερίσματος) δεν συμβαίνει την ίδια χρονική στιγμή για όλες τις εταιρείες.

Σχήμα 4-1: Η χρονική Γραμμή του Επιχειρηματικού Γεγονότος



Η **περίοδος εκτίμησης**, η οποία αφορά την χρονική περίοδο K ημερών πριν την έναρξη της περιόδου επελεύσεως του γεγονότος, δηλαδή από την χρονική στιγμή $t = -K - \frac{M}{2}$ μέχρι την χρονική στιγμή $t = -\frac{M}{2} - 1$, χρησιμοποιείται προκειμένου να εκτιμηθεί η *αναμενόμενη απόδοση* μιας μετοχής. Πρακτικά, για ημερήσιες μελέτες η περίοδος εκτίμησης κυμαίνεται συνήθως μεταξύ 100 και 300 ημερών. Συνήθως, επιλέγεται η περίοδος πριν από την περίοδο παρατήρησης (event window) και γενικότερα, δεν θα πρέπει να χρησιμοποιείται ως περίοδος εκτίμησης ένα χρονικό διάστημα στο οποίο περιλαμβάνεται και η περίοδος παρατήρησης.

Για τις ανάγκες της εργασίας μας, ως περίοδο εκτίμησης παίρνουμε το διάστημα (-200 ημέρες, +20 ημέρες) που αντιστοιχεί σε 221 παρατηρήσεις, ενώ ως περίοδο παρατήρησης εξετάζουμε τρεις διαφορετικές περιόδους: α) ημέρα 0, β) (-2 ημέρες, +2 ημέρες) και γ) (-5 ημέρες, +5 ημέρες). Ως ημερομηνία 0 θέτουμε την ημέρα ανακοίνωσης του μερίσματος, το οποίο μπορεί να είναι στο επίπεδο του υποχρεωτικού, πάνω από το υποχρεωτικό και κάτω από το επίπεδο του υποχρεωτικού.

4.1.3 Υπολογισμός των Έκτατων Αποδόσεων

Η **έκτατη απόδοση** (abnormal return), AR_{it} , μιας μετοχής i κατά την ημέρα t (εντός της περιόδου παρατήρησης), η οποία θεωρητικά προκαλείται από το γεγονός της επαναγοράς ή της αποκοπής του μερίσματος, ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας απόδοσης r_{it} της μετοχής, αυτή την ημέρα, αφαιρούμενης της αναμενόμενης ή κανονικής απόδοσης της \bar{r}_{it} . Δηλαδή

$$AR_{it} = r_{it} - \bar{r}_{it}, \quad t \in \left(-\frac{M}{2}, \frac{M}{2} \right) \quad 4.1$$

Από την παραπάνω σχέση βλέπουμε ότι το πρώτο βήμα για τον υπολογισμό της έκτατης απόδοσης αποτελεί ο υπολογισμός των ημερήσιων αποδόσεων κάθε εταιρίας (την περίοδο παρατήρησης) με τη χρησιμοποίηση του φυσικού λογαρίθμου, ώστε οι αποδόσεις να ακολουθούν την κανονική κατανομή. Έτσι, η **πραγματοποιηθείσα απόδοση** της μετοχής i κατά την ημέρα t υπολογίζεται ως εξής

$$r_{it} = \ln \left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right) \quad 4.2$$

Όπου

P_{it} : Η τιμή κλεισίματος της μετοχής i την ημέρα t

P_{it-1} : Η τιμή κλεισίματος της μετοχής i την ημέρα $t-1$

Στην βιβλιογραφία χρησιμοποιούνται τρία υποδείγματα, προκειμένου να υπολογιστεί η ημερήσια **αναμενόμενη απόδοση**, η οποία και θα χρησιμοποιηθεί κατά την περίοδο παρατήρησης προκειμένου να συγκριθεί με την πραγματοποιηθείσα απόδοση. Τα υποδείγματα αυτά είναι: α) το mean adjusted return model, β) το market model και γ) το market adjusted return model και αποτελούν τις πιο παραδοσιακές μεθοδολογίες event study όσον

αφορά τον υπολογισμό μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns).

Η πρώτη μέθοδος υπολογισμού της αναμενόμενης απόδοσης των μετοχών είναι η **προσαρμοσμένη ως προς τον μέσο** μέθοδος (mean adjusted return method), σύμφωνα με την οποία υπολογίζεται ο μέσος όρος των ημερήσιων αποδόσεων της μετοχής κατά την περίοδο εκτίμησης (estimation period) και γίνεται η υπόθεση ότι η ημερήσια αναμενόμενη απόδοση για κάθε μετοχή κατά την περίοδο παρατήρησης θα ισούται με την μέση ημερήσια απόδοση της μετοχής στην περίοδο εκτίμησης.

Στην προκειμένη περίπτωση θα έχουμε για την αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i

$$\bar{r}_{it} = \frac{\sum_{t=-200}^{+20} r_{it}}{221} \quad 4.3$$

Η δεύτερη μέθοδος υπολογισμού της αναμενόμενης απόδοσης γίνεται βάσει του **υποδείγματος της αγοράς** (market model method):

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + u_{it} \quad 4.4$$

Όπου

r_{mt} : Η ημερήσια απόδοση του δείκτη της αγοράς, δηλαδή ενός γενικού δείκτη χρηματιστηριακών τιμών

u_{it} : Η τιμή του διαταρακτικού όρου κατά την ημέρα t για την μετοχή i

Ο συντελεστής β_i αποτελεί ένα μέτρο κινδύνου αναφερόμενο στην ευαισθησία της κάθε εταιρίας i στις μεταβολές της αγοράς, ενώ ο συντελεστής α_i μετράει την μέση απόδοση της περιόδου εκτίμησης που δεν ερμηνεύεται από τις μεταβολές της αγοράς, αλλά, στη συγκεκριμένη περίπτωση, από την ανακοίνωση της απόφασης της αποκοπής του μερίσματος.

Η εκτίμηση του παραπάνω οικονομετρικού υποδείγματος μας δίνει τις εκτιμήσεις των α_i και β_i , δηλαδή τους εκτιμητές $\hat{\alpha}_i$ και $\hat{\beta}_i$. Η ημερήσια

αναμενόμενη απόδοση κάθε εταιρίας δίνεται από το υπόδειγμα της αγοράς για κάθε ημέρα των event windows με τη χρησιμοποίηση αυτών των εκτιμητών:

$$\bar{r}_{it} = \hat{r}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mt} \quad 4.5$$

Η τρίτη μέθοδος, την οποία και χρησιμοποιούμε στην παρούσα μελέτη, είναι αυτή των **προσαρμοσμένων στην αγορά αποδόσεων** (market adjusted model), σύμφωνα με την οποία η ημερήσια αναμενόμενη απόδοση για κάθε εταιρία στα διάφορα event windows ισοδυναμεί με την απόδοση του δείκτη της αγοράς κατά την συγκεκριμένη ημέρα. Δηλαδή,

$$\bar{r}_{it} = r_{mt} \quad 4.6$$

Αυτή η μέθοδος μπορεί να θεωρηθεί ως μία προσέγγιση του υποδείγματος της αγοράς, όπου $\alpha_i = 0$ και $\beta_i = 1$ για όλες τις εταιρίες.

4.1.4 Αξιολόγηση των Έκτατων Αποδόσεων και των Έκτατων

Σωρευτικών Αποδόσεων

Το τελικό στάδιο στην ανάλυση των επιχειρηματικών γεγονότων αποτελεί η αξιολόγηση (του μεγέθους) των έκτατων αποδόσεων και των έκτατων σωρευτικών αποδόσεων κατά την περίοδο παρατήρησης (event window).

Προκειμένου να αξιολογήσουμε το μέγεθος των έκτατων αποδόσεων μια ημέρας εντός της περιόδου παρατήρησης χρησιμοποιούμε το μέσο όρο αυτών την συγκεκριμένη ημέρα. Συγκεκριμένα κατά την περίοδο

παρατήρησης, η οποία ξεκινά από $t = -\frac{M}{2}$ και ολοκληρώνεται την $t = \frac{M}{2}$

(Σχήμα 4-1), θα έχουμε για κάθε εταιρεία i , για $i = 1, 2, \dots, N_t$, μία έκτατη απόδοση AR_{it} για κάθε ημέρα t . Στόχος μας λοιπόν είναι να ελέγξουμε κατά πόσον η μέση έκτατη απόδοση για τις N_t εταιρείες κατά την ημέρα t είναι στατιστικά διαφορετική του μηδενός. Η μέση έκτατη απόδοση (Average

Abnormal Return, AAR) των N_τ εταιρειών για κάθε ημέρα t εντός της περιόδου παρατήρησης (event window) ορίζεται ως εξής:

$$AAR_\tau = \frac{1}{N_\tau} \sum_{i=1}^{N_\tau} AR_{it}, \quad t = -\frac{M}{2}, -\frac{M}{2} + 1, \dots, \frac{M}{2} \quad 4.7$$

Όπου

N_τ : Ο συνολικός αριθμός των εταιριών του δείγματος που προέβησαν στην ανακοίνωση τ .

Συνεπώς ελέγχουμε την μηδενική υπόθεση $H_0: AAR_t = 0$ έναντι της εναλλακτικής υποθέσεως $H_1: AAR_t \neq 0$. Για την έλεγχο αυτής της υπόθεσης χρησιμοποιείται η ακόλουθη στατιστική έλεγχο

$$t_{AAR,t} = \frac{AAR_t}{S(AAR)}, \quad t = -\frac{M}{2}, -\frac{M}{2} + 1, \dots, \frac{M}{2} \quad 4.8$$

Όπου

$S(AAR)$: η τυπική απόκλιση των K μέσων έκτατων αποδόσεων για τις N_τ εταιρείες κατά την περίοδο εκτίμησης

$$S(AAR_t) = \sqrt{\frac{\sum_{t=-K-\frac{M}{2}}^{-\frac{M}{2}-1} [(AAR_t - \bar{AAR})]^2}{T-1}} \quad 4.9$$

$$\bar{AAR} = \frac{1}{T} \sum_{t=-K-\frac{M}{2}}^{-\frac{M}{2}-1} AAR_t, \quad 4.10$$

$$T = -\frac{M}{2} - 1 - \left(-K - \frac{M}{2}\right) + 1 = K, \quad 4.11$$

Εφ' όσον λοιπόν ως περίοδο εκτίμησης λάβαμε το διάστημα (-200 ημέρες, +20 ημέρες) θα έχουμε

$$S(AAR_t) = \sqrt{\frac{\sum_{t=-200}^{+20} [(AR_t - \overline{AR_t})]^2}{T-1}} \quad 4.12$$

$$\overline{AAR_t} = \frac{1}{221} \sum_{t=-200}^{+20} AAR \quad 4.13$$

Τέλος, προσδιορίζουμε τις σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns), οι οποίες αντιπροσωπεύουν τη μέση επίδραση της ανακοίνωσης της διανομής του μερίσματος για όλες τις υπό εξέταση εταιρίες για τρία χρονικά διαστήματα

$$CAAR_{-j,0} = \sum_{t=-j}^0 AAR_t, \quad j = 2, 5, 10 \quad 4.14$$

$$CAAR_{0,j} = \sum_{t=0}^j AAR_t, \quad j = 2, 5, 10 \quad 4.15$$

Για την στατιστική σημαντικότητα της σωρευτικής μέσης έκτακτης απόδοσης υπολογίζουμε το t-s bt. των CAR, ως τον λ ό ο των CAR της observation period με το standard error τους :

$$t_{CAR} = \frac{CAR_t}{\sqrt{T \times S(AR_t)}}, \quad 4.16$$

4.2 Τα Δεδομένα της Εργασίας

Για να μελετηθεί η συμπεριφορά της τιμής των μετοχών τις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από το Χρηματιστήριο της Βραζιλίας. Η επιλογή του δείγματος έγινε με βάση τις εταιρείες που έχουν μοιράσει μέρισμα κατά τη χρονική περίοδο 1990 – 2009. Όλες οι μετοχές² που διαπραγματεύονταν κατά την διάρκεια της προαναφερθείσας περιόδου αποτέλεσαν το **δειγματικό πλαίσιο** (sampling frame) της εργασίας.

Από αυτό το πλαίσιο επιλέξαμε ένα **μη-στατιστικό δείγμα** (non probability sample), το οποίο περιελάμβανε επιχειρήσεις που ικανοποιούσαν τα παρακάτω κριτήρια:

- 1) Να έχουν αποδώσει μέρισμα μόνο σε μετρητά,
- 2) Οι τιμές συναλλαγής τους να είναι διαθέσιμες γύρω από την ημερομηνία αποκοπής για συγκεκριμένο διάστημα που ξεκινάει 5 ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και καταλήγει 5 ημέρες μετά από αυτή.
- 3) Να μην έχει γίνει διάσπαση μετοχών κατά το εξεταζόμενο διάστημα.
- 4) Οι μετοχές να είναι καταγεγραμμένες στο Χρηματιστήριο της Βραζιλίας τουλάχιστον ένα χρόνο πριν την ημερομηνία αποκοπής. Η προϋπόθεση αυτή είναι απαραίτητη για να αποφευχθεί η περίπτωση εισηγμένης που δίνει πρώτη φορά μέρισμα και πιθανόν οι αποδόσεις της να είναι επηρεασμένες από την πρόσφατη εισαγωγή.
- 5) Οι τιμές να είναι διαθέσιμες στις βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν.
- 6) Τα μερίσματα να μην αποτελούν σωρευτικά μερίσματα των προηγούμενων ετών.
- 7) Τα μερίσματα να αποτελούν διανομή κερδών και όχι άλλες αποφάσεις της επιχείρησης όπως, για παράδειγμα, επιστροφή κεφαλαίου.

² Οι προνομιούχες μετοχές δεν συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα λόγω του μικρού αριθμού των παρατηρήσεων τους.

Τα δεδομένα λοιπόν που συλλέξαμε, από την βάση δεδομένων της Bloomberg, αφορούν:

- 1) Ημερομηνίες αποκοπής των μερισμάτων που διένειμε κάθε εταιρεία μέσα στο διάστημα 17/5/1990 με 15/6/2009 και το αντίστοιχο ποσό αυτών.
- 2) Τιμές των μετοχών για το διάστημα 17/5/1990 με 15/6/2009.
- 3) Τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου για το διάστημα 17/5/1990 με 15/6/2009.

Εδώ θα πρέπει να τονίσουμε ότι ο συνολικός αριθμός του δείγματος μας αποτελείται πάνω από 2.000 παρατηρήσεις, οι οποίες έχουν το ίδιο ειδικό βάρος στη μελέτη μας.

5 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

5.1 Αποτελέσματα για τις Έκτακτες Αποδόσεις

Τα εμπειρικά αποτελέσματα αναφορικά με την μέση έκτατη απόδοση της μετοχής των εταιρειών που προέβησαν σε ανακοίνωση για την διανομή του υποχρεωτικού μερίσματος παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 5-1: Η Μέση Έκτατη Απόδοση των Μετοχών και η Ανακοίνωση για Διανομή του Υποχρεωτικού Μερίσματος

Χρονική Στιγμή Παρατήρησης	AAR	Στατιστική t
t-5	0,000377	0,129992
t-4	0,001892	0,653077
t-3	0,000319	0,110169
t-2	0,000592	0,204330
t-1	0,004345	1,49964
0	-0,005941	-2,05064
t+1	-0,003247	-1,12087
t+2	0,011595	4,00192
t+3	-0,000210	-0,072500
t+4	0,003611	1,24629
t+5	0,002760	0,952534

Βάσει των στοιχείων του παραπάνω πίνακα μπορούμε να κάνουμε τις ακόλουθες επισημάνσεις:

- Η μέση έκτατη απόδοση της μετοχής των εταιρειών που ανακοίνωσαν την διανομή του υποχρεωτικού μερίσματος ήταν οριακά αρνητική (-0,59%) κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.
- Την δεύτερη ημέρα μετά την ανακοίνωση για διανομή του υποχρεωτικού μερίσματος, η μέση έκτατη απόδοση της μετοχής των εταιρειών που προέβησαν σε μια τέτοια ανακοίνωση διαμορφώθηκε στο 1,15%, σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Κατόπιν, στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα για μέση έκτατη απόδοση της μετοχής των εταιρειών που προέβησαν σε ανακοίνωση για την διανομή μερίσματος μεγαλύτερου υποχρεωτικού.

Πίνακας 5-2: Η Μέση Έκτατη Απόδοση των Μετοχών και η Ανακοίνωση για Διανομή Μερίσματος Μεγαλύτερου του Υποχρεωτικού

Χρονική Στιγμή Παρατήρησης	AAR	Στατιστική t
t-5	0,000903	0,457172
t-4	-0,000271	-0,137168
t-3	-5,13E-05	-0,025938
t-2	0,005093	0,57735
t-1	0,000515	0,260594
0	0,001001	0,506641
t+1	-0,005339	-2,70187
t+2	-0,001388	-0,702481
t+3	0,000665	0,336557
t+4	-0,002126	-1,07593
t+5	-0,003578	-1,81069

Βάσει των στοιχείων του παραπάνω πίνακα μπορούμε να κάνουμε τις ακόλουθες επισημάνσεις:

- Η μέση έκτατη απόδοση της μετοχής των εταιρειών που ανακοίνωσαν διανομή μερίσματος μεγαλύτερου του υποχρεωτικού ήταν οριακά αρνητική (-0,53%) την πρώτη ημέρα μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης σε επίπεδο σημαντικότητας 1%..
- Επίσης την 5η μέρα μετά την ανακοίνωση του μερίσματος παρατηρείται αρνητική αντίδραση της τάξης του 0,35% σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Την αρνητική αντίδραση της αγοράς παρατηρούμε και στην 4η μέρα μετά την ανακοίνωση με χαμηλή όμως στατιστική σημαντικότητα.
- Οι υπόλοιπες ημέρες δεν παρουσιάζουν κάποια στατιστική

σημαντικότητα σε οποιοδήποτε επίπεδο σημαντικότητας.

Τέλος, στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα για μέση έκτατη απόδοση της μετοχής των εταιρειών που προέβησαν σε ανακοίνωση για την διανομή μερίσματος μικρότερης υποχρεωτικού.

Πίνακας 5-3: Η Μέση Έκτατη Απόδοση των Μετοχών και η Ανακοίνωση για Διανομή Μερίσματος Μικρότερου του Υποχρεωτικού

Χρονική Στιγμή Παρατήρησης	AAR	Στατιστική t
t-5	0,001301	0,277405
t-4	0,000746	0,159126
t-3	0,001916	0,408417
t-2	0,008926	1,90284
t-1	0,004526	0,964925
0	-0,007862	-1,67614
t+1	-0,014866	-3,16919
t+2	-0,004354	-0,928128
t+3	0,001419	0,302418
t+4	-0,001557	-0,331879
t+5	0,006211	1,32414

Βάσει των στοιχείων του παραπάνω πίνακα μπορούμε να κάνουμε τις ακόλουθες επισημάνσεις

- Η μέση έκτατη απόδοση της μετοχής των εταιρειών που ανακοίνωσαν διανομή μερίσματος μικρότερης του υποχρεωτικού ήταν αρνητική (-1,48%) την πρώτη ημέρα μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης.
- Μετά την πρώτη ημέρα από την ανακοίνωση για διανομή μερίσματος μικρότερης του υποχρεωτικού δεν παρατηρήθηκε κάποια στατιστικά σημαντική έκτατη απόδοση.

5.2 Αποτελέσματα για τις Σωρευτικές Αποδόσεις

Τα εμπειρικά αποτελέσματα αναφορικά με την μέση έκτατη απόδοση της μετοχής των εταιρειών που προέβησαν σε ανακοίνωση για την διανομή του υποχρεωτικού μερίσματος παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα

Πίνακας 5-4: Οι Σωρευτικές Έκτατες Αποδόσεις των Μετοχών και η Ανακοίνωση για Διανομή του Υποχρεωτικού Μερίσματος

Μεταβλητή	Τιμή	Στατιστική t
CAAR _{-10,0}	0,0057	0,03
CAAR _{-5,0}	0,0016	0,01
CAAR _{-2,0}	-0,0010	-0,01
CAAR _{0,2}	-0,0024	2,10
CAAR _{0,5}	0,0086	1,99
CAAR _{0,10}	0,0056	0,03

Πίνακας 5-5: Οι Σωρευτικές Έκτατες Αποδόσεις των Μετοχών και η Ανακοίνωση για Διανομή Μεγαλύτερου του Υποχρεωτικού Μέρισματος

Μεταβλητή	Τιμή	Στατιστική t
CAAR _{-10,0}	0,0040	0,03
CAAR _{-5,0}	0,0072	0,03
CAAR _{-2,0}	0,0066	0,04
CAAR _{0,2}	-0,0057	-2,03
CAAR _{0,5}	-0,0108	-1,99
CAAR _{0,10}	-0,0161	-1,12

Πίνακας 5-6: Οι Σωρευτικές Έκτατες Αποδόσεις των Μετοχών και η Ανακοίνωση για Διανομή Μικρότερου του Υποχρεωτικού Μέρισματος

Μεταβλητή	Τιμή	Στατιστική t
CAAR _{-10,0}	-0,0061	-0,03
CAAR _{-5,0}	0,0096	0,04
CAAR _{-2,0}	0,0056	0,02
CAAR _{0,2}	-0,0271	-2,12
CAAR _{0,5}	-0,0210	-1,98
CAAR _{0,10}	-0,0275	-0,11

6 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 Σύνοψη και Συμπεράσματα

Στην παρούσα εργασία διερευνήθηκε καταρχάς αν η ανακοίνωση μη αναμενόμενων μεταβολών στα μερίσματα από εταιρείες εισηγμένες στο δείκτη Bovespa (Bovespa Index) του Χρηματιστηρίου της Βραζιλίας επιφέρει έκτακτες αποδόσεις στις τιμές των μετοχών, ενώ δευτερευόντως ελέγχθηκε η ορθότητα της υπόθεσης εργασίας σύμφωνα με την οποία η ανακοίνωση του υποχρεωτικού μερίσματος αντικατοπτρίζει το πληροφοριακό περιεχόμενο που εμπεριέχει η ανακοίνωση των κερδών ενώ η ανακοίνωση μερίσματος διαφορετικού από το υποχρεωτικό αντικατοπτρίζει το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης του μερίσματος. Το νομοθετικό πλαίσιο στην Βραζιλία επιβάλλει διαφορετική φορολογική αντιμετώπιση μεταξύ των διανεμομένων μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί για τον έλεγχο της προαναφερθείσας υπόθεσης είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study).

Σύμφωνα με την πλειοψηφία της υφιστάμενης βιβλιογραφίας η αντίδραση της αγοράς σε μία έκτακτη αύξηση των μερισμάτων είναι θετική ενώ αντίθετα στην περίπτωση που η έκτακτη μεταβολή μερισμάτων αφορά μείωση, τότε παρατηρείται αρνητική αντίδραση της αγοράς. Ενδεικτικά αναφέρονται οι μελέτες των Aharony & Swary JF 1980, Micahelly, Thaler & Womack JF 1995, Grullon, Michaely & Swaminathan JB 2002 όπου υποστηρίζονται τα παραπάνω. Επίσης υπάρχει πληθώρα εμπειρικών ερευνών που επιβεβαιώνουν την θετική σχέση μεταξύ ανακοίνωσης μερίσματος και αντίδρασης της αγοράς. Ωστόσο υπάρχουν και μελέτες που δείχνουν αρνητική σχέση μεταξύ της ανακοίνωσης μερίσματος και αντίδρασης της αγοράς όπως αυτές των Dihlon & Johnson (JF 1994) και Vieira (WP 2007).

Τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης έδειξαν ότι υπάρχει μεταβολή των εκτάκτων αποδόσεων προς την αντίθετη κατεύθυνση με την μη αναμενόμενη μεταβολή της μερισματικής πολιτικής στην περίπτωση που αυτή αφορά αύξηση ενώ αντιθέτως στην περίπτωση που έχουμε μείωση εμφανίζεται μεταβολή των εκτάκτων αποδόσεων προς την ίδια κατεύθυνση. Δηλαδή η ανακοίνωση της διανομής μερίσματος μεγαλύτερο του

υποχρεωτικού στην περίπτωση που αυτή θεωρείται μη αναμενόμενη, οδηγεί σε αρνητική επίδραση στην απόδοση της μετοχής. Επομένως η ανακοίνωση της διανομής μερίσματος μεγαλύτερο του υποχρεωτικού εμπεριέχει 'αρνητική' πληροφορία στο επενδυτικό κοινό. Σύμφωνα με τη μελέτη του Bhattacharya (BJE, 1979) η διανομή υψηλού μερίσματος μπορεί να οδηγήσει την εταιρεία στο μέλλον σε εξωτερικό δανεισμό ώστε να μπορέσει να διατηρήσει το υψηλό επίπεδο διανομής. Έτσι η αγορά πιθανόν να θεωρεί ότι οι επιχειρήσεις δεν θα μπορέσουν να διατηρήσουν σε υψηλό επίπεδο τα κέρδη τους στο μέλλον ώστε να διανέμουν υψηλά μερίσματα και θα οδηγηθούν στον εξωτερικό δανεισμό, με αρνητικές συνέπειες για την επιχειρηματική τους πορεία. Επίσης σύμφωνα με τους Miller & Rock (JF, 1985) η διανομή υψηλού μερίσματος οδηγεί στην μείωση των μελλοντικών επενδύσεων της, λόγω της δέσμευσης χρηματικών πόρων για διανομή. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη των Grullon, Michaely, Swaminathan (JB 2002, Maturity hypothesis) η οποία πιθανόν να ερμηνεύει τα εμπειρικά αποτελέσματα περί διανομής μερίσματος υψηλότερου του υποχρεωτικού. Σε αυτήν υποστηρίζεται ότι οι επιχειρήσεις που εισέρχονται από την φάση ανάπτυξης στην φάση ωρίμανσης, διανέμουν κατά το πλείστον υψηλά μερίσματα. Κι αυτό γιατί όταν μια επιχείρηση εισέρχεται στη φάση ωρίμανσης δεν παρουσιάζει υψηλές επενδυτικές προοπτικές με αποτέλεσμα να υπάρχουν αρκετά ρευστά διαθέσιμα προς διανομή. Τέλος το γεγονός ότι στα στατιστικά σημαντικά διαστήματα δεν περιλαμβάνονται ημέρες πριν τη ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος, οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει διαρροή πληροφορίας.

Όσο αναφορά στην περίπτωση την ανακοίνωσης διανομής μερίσματος μικρότερο του υποχρεωτικού, αυτή οδηγεί σε αρνητική επίδραση στην απόδοση της μετοχής. Στο συμπέρασμα αυτό οδηγούμαστε από τα στοιχεία των πινάκων CAAR & AAR (πίνακες 5-1 έως 5-6) όπου δείχνουν αρνητική απόδοση τόσο την ημέρα ανακοίνωσης του μερίσματος όσο και τις ημέρες που ακολουθούν. Αυτή η αρνητική επίδραση θεωρείται λογική καθώς σύμφωνα με το νομοθετικό πλαίσιο της Βραζιλίας, η διανομή λιγότερο του ελάχιστου υποχρεωτικού μερίσματος προϋποθέτει την σύμφωνη γνώμη όλων των μελών της Γενικής Συνέλευσης κατόπιν έκθεσης που τους καταθέτεται από το ΔΣ. Με την έκθεση αυτή εξηγείται η άσχημη οικονομική κατάσταση της εταιρείας και τους λόγους για τους οποίους προτείνεται η αναστολή

διανομής του ελάχιστου υποχρεωτικού μερίσματος. Τέλος το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να επιδώσει έκθεση στο Υπουργείο Οικονομικών στην οποία θα αναλύονται οι λόγοι για τους οποίους δεν δύναται να διανεμηθεί μέρισμα. Έτσι εύκολα εξάγεται το συμπέρασμα ότι η ανακοίνωση μερίσματος μικρότερο του ελάχιστου υποχρεωτικού εμπεριέχει 'αρνητική' πληροφορία στο επενδυτικό κοινό. Το συμπέρασμα αυτό επιβεβαιώνεται και από τις μελέτες των Aharony & Swary JF 1980, Micahelly, Thaler & Womack JF 1995, Grullon, Michaely & Swaminathan JB 2002 όπου υποστηρίζουν την αρνητική αντίδραση της αγοράς σε περίπτωση μη αναμενόμενης μείωσης του μερίσματος. Τέλος όπως και στην προηγούμενη περίπτωση, το γεγονός ότι στα στατιστικά σημαντικά διαστήματα δεν περιλαμβάνονται ημέρες πριν τη ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει διαρροή πληροφόρησης

Στην περίπτωση που ανακοινώνεται διανομή μερίσματος ίση με το ελάχιστο υποχρεωτικό τότε η εμπειρική μελέτη εμφανίζει δύο αντικρουόμενα αποτελέσματα. Πιο συγκεκριμένα, την ημέρα ανακοίνωσης του ελάχιστου υποχρεωτικού μερίσματος εμφανίζεται αρνητική αντίδραση της αγοράς της τάξης του 0,59% σε επίπεδο σημαντικότητας 10% ενώ την 2^η μέρα μετά την ανακοίνωση παρατηρούμε αναστροφή του αρνητικού κλίματος. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνονται και από τον πίνακα σωρευτικών διαστρωματικών μέσων αποδόσεων CAAR (όνομα πίνακα) όπου παρατηρείται αρνητική αθροιστική απόδοση για τις δύο πρώτες μέρες CAAR (0,+2) ενώ για τις 5 πρώτες μέρες μετά την ανακοίνωση εμφανίζεται θετική σωρευτική διαστρωματική μέση απόδοση της αγοράς. Μια πιθανή ερμηνεία των εξαγόμενων αποτελεσμάτων θα ήταν ότι το επενδυτικό κοινό αρχικά αντιδρά αρνητικά για τις μετοχές των εταιρειών που διανέμουν το ελάχιστο υποχρεωτικό μέρισμα καθώς εκλαμβάνεται ως σημάδι μη ευνοϊκών προοπτικών για την ανάπτυξη της εταιρείας. Κι αυτό γιατί σύμφωνα με τους Miller & Rock (JF, 1985), η διανομή αυξημένου μερίσματος προοιωνίζει την αναμενόμενη μελλοντική αύξηση των κερδών της εταιρείας. Λαμβάνοντας υπόψη τη θέση όλων σχεδόν των μελετών ότι η αγορά αντιδρά θετικά στην διατήρηση ενός σταθερού ποσοστού μερίσματος προς διανομή εύκολα εξάγεται το συμπέρασμα ότι οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα θα διατηρηθούν σε χαμηλά επίπεδα τα επόμενα χρόνια. Όσο αφορά την

αντιστροφή του επενδυτικού κλίματος ,όπως αυτή αποτυπώνεται από την θετική σωρευτική διαστρωματική μέση απόδοση για τις 5 πρώτες μέρες μετά την ανακοίνωση του υποχρεωτικού μερίσματος, θα μπορούσε να εξηγηθεί σαν την αφομοίωση από το επενδυτικό κοινό μιας πολιτικής των συγκεκριμένων εταιρειών να μην διανείμουν χρηματικούς πόρους αλλά να τους χρησιμοποιήσουν για την χρηματοδότηση νέων επενδύσεων. Τέλος όπως και στην προηγούμενη περίπτωση ,το γεγονός ότι στα στατιστικά σημαντικά διαστήματα δεν περιλαμβάνονται ημέρες πριν τη ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος ,οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει διαρροή πληροφόρησης.

Όπως αναφέρθηκε και στα ανωτέρω η παρούσα μελέτη ελέγχει επίσης και την ορθότητα της υπόθεσης εργασίας σύμφωνα με την οποία η ανακοίνωση του υποχρεωτικού μερίσματος αντικατοπτρίζει το πληροφοριακό περιεχόμενο που εμπεριέχει η ανακοίνωση των κερδών ενώ η ανακοίνωση μερίσματος διαφορετικού από το υποχρεωτικό αντικατοπτρίζει το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης του μερίσματος. Από τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας διαχωρίζεται το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης των κερδών από αυτό της ανακοίνωσης του μερίσματος. Κι αυτό γιατί υπάρχουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα που αφορούν την ανακοίνωση τόσο του ελάχιστου υποχρεωτικού μερίσματος όσο και της ανακοίνωσης μερίσματος πάνω και κάτω από το υποχρεωτικό. Τα αποτελέσματα αυτά έρχονται να επιβεβαιώσουν την πλειονότητα των μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί στο συγκεκριμένο τομέα και υποστηρίζουν ότι υπάρχει σύνδεση μεταξύ ανακοίνωσης κερδών και αλλαγών στις διανομές των μερισμάτων.

Τέλος , πρέπει να σημειωθεί πως θα ήταν ενδιαφέρον να διερευνηθεί στο μέλλον η σχέση μεταξύ των προηγούμενων και των μελλοντικών κερδών και της ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος. Το θέμα αυτό αποτελεί πεδίο αντιπαραθέσεων μεταξύ της ακαδημαϊκής κοινότητας καθώς υπάρχουν μελέτες όπως αυτές των Benartzy, Michaely & Thaler JF (1997), Grullon, Michaely & Swaminathan JB (2002), Benartzy et al JF (2005), οι οποίες έρχονται σε αντίθεση με την πλειονότητα των μελετών του χώρου και δείχνουν μη συστηματική θετική σχέση μεταξύ ανακοίνωσης κερδών και αλλαγών στις διανομές των μερισμάτων.

Βιβλιογραφικές Αναφορές

Βιβλία

1. Hawawini , G. and Swary , I. (1990) *Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry : Evidence from the Capital Markets* , North- Holland , Amsterdam
2. Elton, E. and Gruber, M. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons.
3. Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. 5thed. Irwin/McGraw-Hill.
4. Brealey , Myers (2008) , *Allen Principles of Corporate Finance ,Mc Graw Hill , 9th Edition*
5. The Economist (2009). "Getting it together at last. A special report on business and finance in Brazil." November 14th.

Άρθρα

1. Tsiritakis, Asimakopoulos, Tsangarakis , Lambrinouidakis (2007) ‘ Signaling with mandatory dividends : *The case of the Greek Stock Market*’
2. Abrutyn S.- R. Turner (1990) , ‘*Taxes and Firms’ Divident Policies : Survey Results , National Tax Journal, vol 43 , pp. 491-496*
3. Aharony j.-I . Swary (1980) , *Quartely Dividend and earnings Announcements and Stockholders’ Returns : An Empirical Analysis , journal of Finance, vol 35*
4. Allen, F., A. Bernardo and I. Welch (2000), “ A theory of dividends based on tax clientele”, *Journal of Finance* 55 (6):2499-2536.
5. Amihud, Y., and M. Murgia (1997), “Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany”, *Journal of Finance* 52 (1):397-408.
6. Amihud, Y., and K. Li (2002), “The declining information content of dividend
7. announcements and the effect of institutional holdings”, *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*
8. Balachandran, B., and J. M. Theobald (2001) “Over/under reaction to dividend
9. reductions in long-term returns ”

10. Below, S.D., K.H. Johnson (1996). "An analysis of shareholders reaction to dividend announcements in bull and bear markets", *Journal of Financial and Strategic Decisions* (9):15-26.
11. Benartzi, S., R. Michaely and R. Thaler (1997), "Do changes in dividends signal the
12. future or the past?", *Journal of Finance* 52 (3):1007-1043.
13. Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect information, dividend policy, and the bird in the
14. hand fallacy", *Bell Journal of Economics*, 10(1): 259-270.
15. Brav, A., J. R. Graham, H. R. Campell and R. Michaely (2005), "Payout policy in the
16. 21st century", *Journal of Financial Economics*, 77: 483-527.
17. Brown, S.J., J.B., Warner (1980), "Measuring security price performance" *Journal of*
18. *Financial Economics* (8):205–258.
19. Brown, S. J., and J.B., Warner (1985), "Using daily stock returns – The case of event
20. studies", *Journal of Financial Economics* (14):3–31.
21. Canina, L. (1999) "The market's perception of the information conveyed by dividend
22. announcements", *Journal of Multinational Financial Management* (9):1–13.
23. DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. Skinner (1996), "Reversal of fortune, dividend
24. signaling and the disappearance of sustained earnings growth", *Journal of Financial*
25. *Economics*, 40: 341-371.
26. DeAngelo, H., L. DeAngelo (2006), "The irrelevance of MM dividend irrelevance
27. theorem", *Journal of Financial Economics*, 79: 293-315.
28. DeAngelo, H., L. DeAngelo (2007), "Payout policy pedagogy: what matters and
29. why", *European Financial Management*, 13(1): 11-27.
30. 18

31. Dhillon, U.S., H., Johnson (1994), "The effect of dividend changes on stock and
32. bond prices", *Journal of Finance* (49):281-289.
33. Easterbrook, F.H. (1984), "Two agency-cost explanations of dividends", *American*
34. *Economic Review*, 74(4):650-659.
35. Fluck, Z. (1999), "The dynamics of manager-shareholder conflict", *Review of*
36. *Financial Studies*, 12(2):379-404.
37. Fukuda, A., (2000) "Dividend changes and earning performance in Japan", *Pacific-*
38. *Basin Finance Journal* (8):53-66.
39. Fuller K., A., Thankor (2002) "Signaling, Free Cash Flow and Nonmonotonic
40. dividends". Working Paper
41. Grullon, G., R. Michaely and B. Swaminathan (2002), "Are dividend changes a sign
42. of maturity?", *The Journal of Business* 75: 387-424.
43. Hu A. (2003) "Dividend changes with managerial entrenchment". Working Paper
44. Jensen, M.C. (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance and
45. takeovers", *American Economic Review*, 76(2):323-329.
46. John, K. and Williams (1985), "Dividends, dilution and taxes: a signaling
47. equilibrium", *Journal of Finance* 40 (4):1053-1070.
48. LaPorta, R., F. Lopez-De Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000), "Agency
49. problems and dividend policy around the world", *Journal of Finance* 55:1-33.
50. Lintner, J. (1956), "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained
51. earnings, and taxes", *American Economic Review* 46 (2):97-113

52. Mikhail M.B., B.R., Walther, R.H., Willis (1999) "Dividend change and earnings quality" Working Paper.
53. Miller, M., and F. Modigliani (1961), "Dividend policy, growth and the valuation of shares", Journal of Business 34:411-433
54. Miller, M., and K. Rock (1985), "Dividends and taxes", Journal of Finance 40 (4):1031-1051
55. Ross, S., (2005), "Dividends matter: Siamese twins successfully separated!", Sloan School of Management, MIT, working paper
56. Seifert B., (1997), "Earnings and dividend changes: an international study" Journal of Multinational Financial Management (7):71-81.
57. Shleifer, A., and R. Vishny (1986), "Large shareholders and corporate control", Journal of Political Economy 94 (3):461-488
58. Tirol J., (2006), "The theory of corporate finance", Princeton University Press
59. 19
60. Tirol J., (2006), "The theory of corporate finance", Princeton University Press
61. 66.