

УДК 336.717.3(81)

Венді Джефус

Вплив валютної кризи у Бразилії на бразильсько-американські депозитарні свідоцтва

У статті досліджуються прибутки з переліку американських депозитарних розписок, випущених для бразильських фірм, щоб визначити, чи впливає валютна криза в країні походження на довго- чи короткострокове функціонування американських депозитарних розписок (American Depository Receipts (ADR)). Бразилія має найбільший ринок у Латинській Америці з ринковою капіталізацією понад 234 млн. дол. США і 367 компаніями, зареєстрованими на фондовій біржі Сан-Паулу. Тут діє 85 компаній з ADR – більше, ніж у будь-якій іншій країні Латинської Америки. Дані звіту про науково-дослідну роботу Центрального банку Бразилії говорять про те, що бразильські ADR збільшили інтерес до внутрішнього ринку акцій. Результати дослідження показали, що ADR вказують на короткострокову потенційну прибутковість, тоді як останні дані про латиноамериканські ADR продемонстрували, що ADR є нижчими за рівень ринку на довгий термін.

Ключові слова: ADR, ринки, що розвиваються, міжнародні фінансові операції.

Вступ

Існує два шляхи зареєструвати фонди за межами фірми країни походження. Перший – через пряму реєстрацію. Це вимагає того, щоб фірма відповідала всім реєстраційним вимогам обміну. Другий метод – через американську депозитарну розписку (ADR). У Сполучених Штатах першочерговим засобом, за допомогою якого неамериканські компанії піднімають капітал на ринках США, є оформлення американських депозитарних розписок (ADR) (Форстер та Каролій, 2000).

ADR кредитуються, даючи компаніям переваги ліквідності, прозорості, доступу до американського ринку і нижчої вартості капіталу. На додаток, ADR були введені для того, щоб забезпечити переваги міжнародної диверсифікації американським інвесторам. Оскільки ADR має декілька переваг, постає питання, чи є ADR гарною інвестицією порівняно з ринковим портфелем. Результати останнього дослідження показали, що ADR можуть демонструвати негативні аномальні прибутки порівняно з ринковим портфелем (Каллаган та ін., 1999).

У статті Коста та ін. (1998) розглянуто потенціал аномальних прибутків для бразильських ADR, що торгують на позабіржовому (over-the-counter (OTC)) ринку. На додаток, у статті Табак і Ліма (2002) показано, що бразильські ADR збільшили прибутковість внутрішнього ринку акцій, фондової біржі Сан-Паулу. У даному дослідженні детально розглянуто ADR з Бразилії, щоб знайти характеристику прибутків цих фондів. Метою статті є визначення того, чи вплинула валютна криза на підвищені прибутки.

1. Бразилія

Бразилія має одну з найбільших капіталізацій ринку акцій у Латинській Америці. Фондова біржа в Бразилії, Сан-Паулу, була створена у 1968 році. У 2000 р. фондові ринки Бразилії були інтегровані, а торгівельна діяльність – об'єднана у фондову біржу Сан-Паулу (Bovespa). Згідно з даними світового розвитку, ринкова капіталізація у Бразилії станом на 2003 рік була найбільшою в Латинській Америці – понад 234 млн. дол. США. У таблиці 1 показано ринкову капіталізацію, кількість внутрішніх компаній і коефіцієнти оборотності капіталу фондових бірж у Латинській Америці. З 367 внутрішніх компаній Бразилії, 85 наразі реєструють акції як ADR на американських ринках. Іншим важливим моментом є те, що найвищий коефіцієнт оборотності капіталу обраних латиноамериканських країн – саме в Бразилії.

Таблиця 1. Ринкова капіталізація

Країна	Ринкова капіталізація	Вітчизняні компанії, зареєстровані на фондовій біржі	Коефіцієнт обігу капіталу
Аргентина	\$38,927	107	1.66
Бразилія	\$234,560	367	3.37
Чилі	\$86,291	240	0.93
Колумбія	\$14,258	114	0.55
Еквадор	\$2,153	30	0.23
Ямайка	\$8,500	39	0.28
Мексика	\$122,532	159	1.52
Перу	\$16,055	197	0.52
Венесуела, RB	\$3,820	54	0.65

Джерело: База даних показників світового розвитку.

Не дивлячись на значну ринкову капіталізацію Бразилії, коефіцієнт оборотності капіталу і кількість зареєстрованих на біржі вітчизняних компаній, вважалося, що країна займала низьку позицію за показниками прозорості та

внутрішнього управління (Класенс та ін., 2000). Прозорість веде до загальної довіри інвестора і конкурентоздатної торгівлі (Хамбата, 2000). На прозорих ринках рівень ліквідності та торговельної діяльності є високим, широта ринку – суттєвою, приватний сектор домінує над економікою, інформація є широко доступною, а стандарти розголошення – значними (Хамбата, 2000). Більша прозорість зменшує інформаційну асиметрію між керівництвом фірми та її стейкхолдерами (Патель та ін., 2002).

Прозорість має пряме відношення до внутрішнього управління та агентської проблеми (Лі та Кворк, 1988). Пильність ради директорів, своєчасне і адекватне розголошення фінансової інформації, прозора структура власності можуть допомогти пом'якшити агентську проблему (Патель та ін., 2002). До 2000 року більшість акцій у Бразилії не мали права голосу, акціонери, які не мали контрольного пакету акцій, не отримували права участі у продажу акцій пропорційно свого паю, прозорість не забезпечувалась. Це створювало проблеми асиметричної інформації (Арауїо і Еспосіто, 2004).

У 2000 році Бовеспа створив новий реєстраційний сектор, Novo Mercado, щоб розрізнити фірми, які добровільно приймають вищі стандарти внутрішнього управління та розголошення інформації. Novo Mercado був частиною серії змін законодавства з цінних паперів (Арауїо і Еспосіто, 2004). Кампанія Бразильської фондової біржі у Сан-Паулу (Bovespa) під назвою “Де ви є?” розпочалась у 2002 році з наміром показати, що ринок є доступним широкому загалу. У 2003 році програма була розширена з метою пояснення важливості фондової біржі для економічного розвитку країни і того, як вона може бути використана, щоб сформувати багатство та заощадження людей. Збільшена прозорість, управління і просування розподіленої власності є факторами, що сприяли ринковій капіталізації у Бразилії.

Ринкова капіталізація в Латинській Америці відбувається також, принаймні частково, завдяки спробам лібералізації у межах регіону. Історично, міжнародні ринки акцій мали обмеження на інвестиції від зовнішніх інвесторів. Коли внутрішня економіка закрита і доступ інвесторів обмежений, немає жодної причини очікувати, що внутрішні активи будуть оцінені на міжнародному рівні (Солнік, 2000). Але в кінці 1980-х і на початку 1990-х років багато країн, що розвиваються, вирішили відкрити свої фондові ринки зовнішнім інвесторам. Коли економіка відкривається, а доступ до фондових ринків розширюється (або послаблюється контроль держави над економікою), ціноутворення має стати глобальним.

Рішення уряду країни дозволити іноземцям скуповувати активи на ринку акцій тієї країни відоме як “лібералізація ринку акцій” (Генрі, 2000). Левін і Зервос (1998) вважають, що лібералізація має намір збільшити різні заходи щодо розвитку ринку акцій, враховуючи ВВП та ліквідність. Важливі висновки для економічної політики, засновані на доказах, представлених Гарсія та Ліу (1999), свідчать про те, що економічний розвиток відіграє важливу роль у розвитку ринку акцій. Особливо вони наголошують на важливості для країн Латинської Америки лібералізувати економіку, гарантуючи фінансову лібералізацію.

Таблиця 2. Лібералізація ринку акцій у країнах Латинської Америки

Країна	Дата першої лібералізації ринку акцій
Аргентина	Листопад 89
Аргентина	Березень 88
Чилі	Травень 87
Чилі	Грудень 91
Колумбія	Травень 89
Венесуела	Січень 90

Джерело: Генрі (2000).

Дані статті Харгіса (2000) показують, як використання депозитарних розписок може збільшити ринкову капіталізацію та ліквідність місцевих ринків, зменшуючи сегментацію ринку. Бекарт і Харвей (2002) вважають, що взаємозв'язки ринків, які розвиваються, є все ще низькими, щоб забезпечити важливу диверсифікацію портфеля, але стає важчим використувати сегментацію ринку, оскільки капітал дедалі швидше рухається через кордон. Спроби ринкової лібералізації у Бразилії розпочалися у 1988 році, після Чилі, але до того, як це сталось у Аргентині, Колумбії, Мексиці та Венесуелі.

На думку Коста та ін. (1998), нормативи щодо іноземної реєстрації депозитарних розписок були введені в дію 18 травня 1992 року. Agasuz Celulose S.A. (ARA), рівень III ADR, була випущена 3 березня 1997 року і була першою бразильсько-американською депозитарною розпискою. Сьогодні, приблизно третина всіх латиноамериканських ADR є бразильськими компаніями. Компанії мають чотири вибори для крос-лістингових акцій. Першим вибором є депозитарні розписки, які не спонсуються, що випускаються на основі ринкової потреби, а не на прохання основної компанії. На додаток, депозитарні розписки, що спонсуються, можуть бути випущені на трьох рівнях¹. Наразі всі види депозитарних свідоцтв використовуються для котирування бразильських компаній.

¹ Для визначення програми ADR і різних рівнів, на яких обмінюються ADR, див. вебсайт банку Нью-Йорка на adrby.com.

Таблиця 3. Латиноамериканські ADR

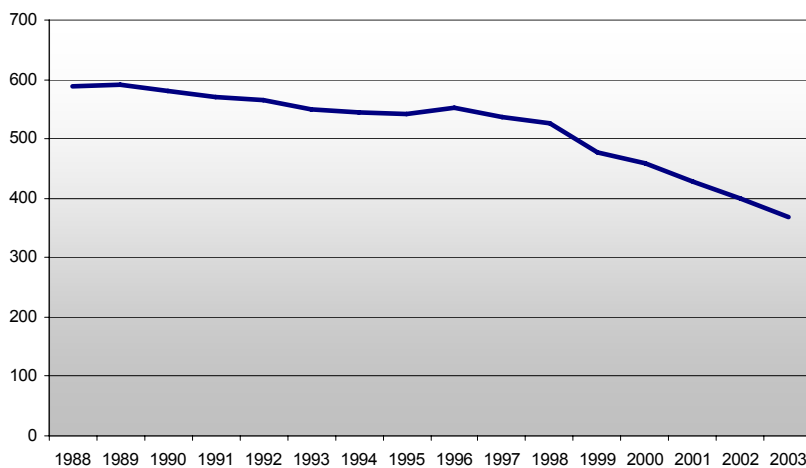
Країна	Загальна кількість	%
Аргентина	21	8.24%
Болівія	2	0.78%
Бразилія	85	33.33%
Чилі	27	10.59%
Колумбія	10	3.92%
Домініканська Республіка	1	0.39%
Еквадор	2	1.18%
Ямайка	3	30.20%
Мексика	77	0.39%
Панама	2	0.78%
Перу	9	3.53%
Уругвай	0	0.00%
Венесуела	15	5.88%
Віргінські острови	1	0.39%
Латинська Америка	255	100%

Джерело: Банк Нью-Йорка.

Наступні країни випустили акції, які ще не котирувались на біржі: Аргентина (3), Бразилія

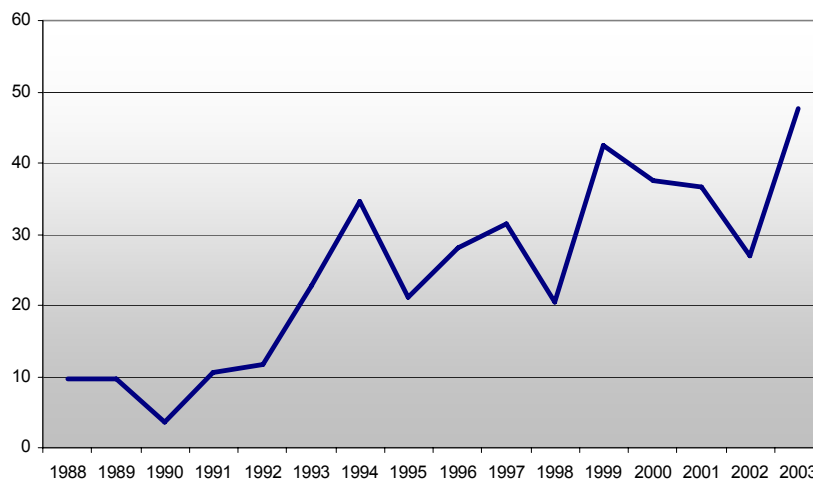
(4), Чилі (1), Колумбія (1), Еквадор (1), Мексика (9), Перу (1) та Венесуела (1). Крім того, наступні країни мали додаткові цінні папери, які не торгувались на біржі: Колумбія (2), Перу (1), Уругвай (1) і Віргінські острови (1).

Незважаючи на те, що ADR широко використовуються в Бразилії, спочатку були сумніви щодо їх використання. Санвісенте (2001) звертає увагу на три моменти. По-перше, була стурбованість, що фондова біржа Сан-Паулу втратить частку ринку, якщо операції перейдуть до “раціоналізаторського” нью-йоркського фондового ринку. По-друге, Мали місце побоювання стосовно зростаючої нестійкості в цінах місцевого ринку із введенням сегментованої торгівлі. Останнім моментом була можливість того, що ціна капіталу зменшиться. Санвісенте (2001) використовує критерії статистичної значимості, щоб спростувати ці занепокоєння і вважає, що як компанії, так і місцеві ринки мають користь з використання ADR.



Джерело: База даних показників світового розвитку.

Рис. 1. Зареєстровані вітчизняні компанії Бразилії з часу лібералізації



Джерело: База даних показників світового розвитку.

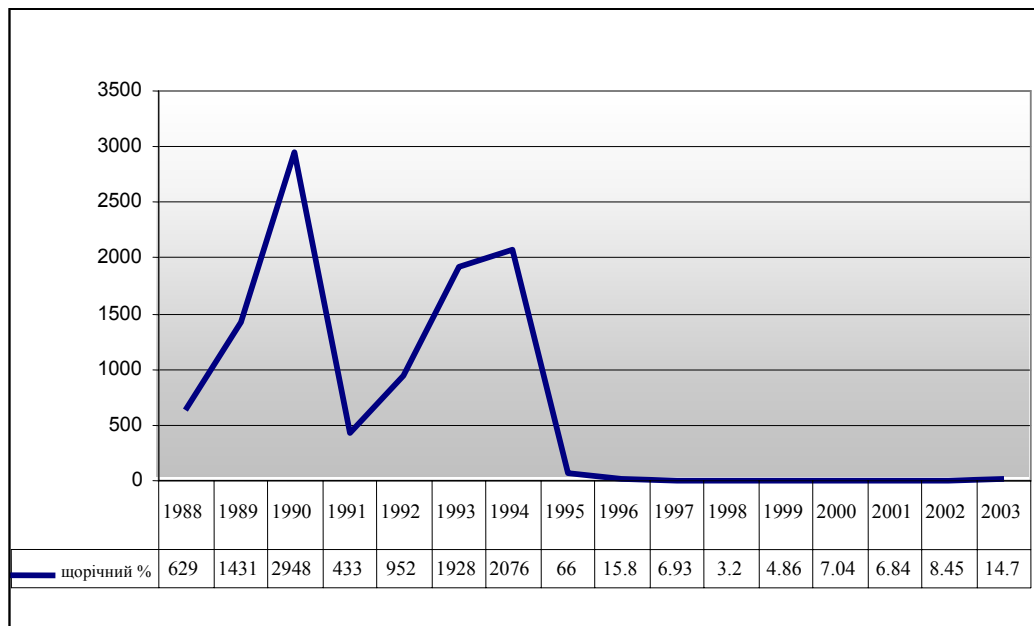
Рис. 2. Сукупна ринкова капіталізація Бразилії з часів лібералізації (у млн. дол. США)

Рисунок 1 та 2 створені на основі даних індикаторів світового ринку. Вони показують графічно, що тоді як кількість компаній, зареєстрованих на внутрішньому ринку, зменшилась, ринкова капіталізація збільшилась. Частина цього збільшення може бути пояснена валютними коливаннями, яких зазнала Бразилія. Розгляд впливу валютної кризи в Бразилії на прибутки ADR є метою статті.

Дане дослідження є доповненням до попередніх робіт стосовно бразильської ADR, де розглядався вплив валютної кризи Бразилії на прибутки ADR. Патель та ін. (2002) вважають, що ринки, які розвиваються, демонструють більшу прозорість та рівень розголошування. Паскваріелло (2004) зазначає, що ринок ADR представляє ідеальне оточення для визначення того, чи погіршується дієвість фондових ринків, що розвиваються, протягом періодів важкого фінансового стану. Якщо є потенціал для підвищеної прибутковості, тоді це дослідження буде одним із багатьох, які суперечать традиційним моделям ціноутворення,

що сприяють дієвості ринку або гіпотезі випадкової зміни цін.

У 1980-ті та на початку 1990-х років Бразилія зазнала високої інфляції та гіперінфляції. Гіперінфляція – це сильне прискорення темпів інфляції, вона розпочинається того місяця, коли темпи перевищують 50%, і завершується, коли інфляція опускається нижче 50% та залишається нижче 50% протягом щонайменше одного року (Каган, 1956). Бразилія зазнала інфляційних рівнів вище 1000% на рік за кілька років до стабілізаційної програми під назвою Real Plan у 1994 році. За Сакс і Ларраїн (1993), Бразилія пережила гіперінфляцію між груднем 1989 та березнем 1991 року. На думку Грубена та Велха (2001), вищі чиновники були відповідальні за проблематичну податкову систему, бюджетні дефіцити, надмірну емісію та інфляцію. Гарсія (1996) стверджує, що заміна місцевої валюти була основним джерелом неспроможності Центрального банку Бразилії боротися з інфляцією.



Джерело: База даних показників світового розвитку.

Рис. 3. Щорічна інфляція у Бразилії (%), 1988-2003

Протягом періоду вражаючої інфляції Бразилія прийняла декілька економічних планів, однак виділити можна лише два з них – план Крузадо у 1986 і план Колор у 1990 році. План Крузадо заморозив усі роздрібні ціни, тоді як згідно плану Колор було заморожено банківські рахунки. Жоден план не мав успіху (Авербург, 2002). У 1994 році уряд випустив нову валюту, реал, яка замінила крузейро.

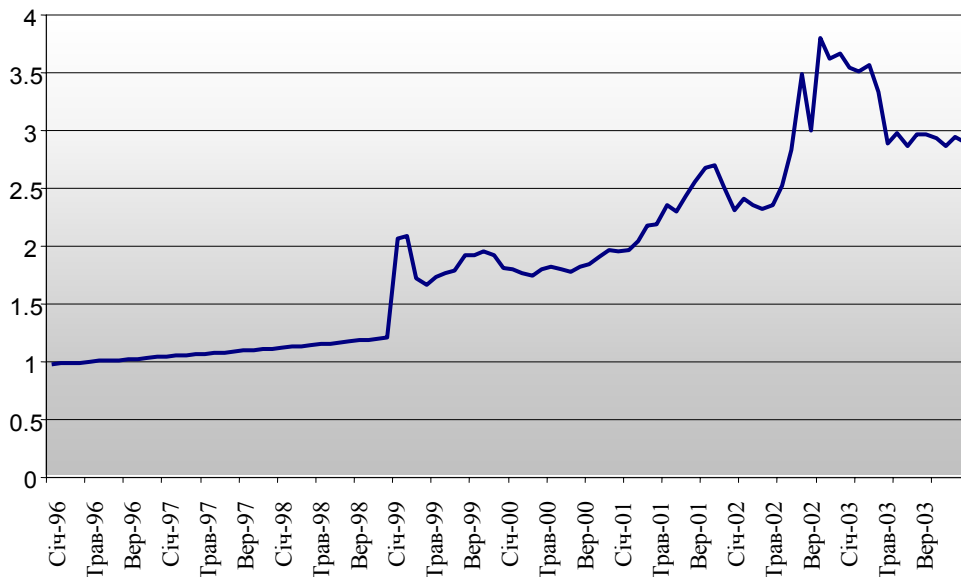
План реалу, започаткований у червні 1994 року, мав три основні мети: тримати інфляцію під

контролем, отримати стійке та суттєве зниження соціальних дисбалансів і досягти довгострокового стабільного росту ВВП, інвестицій, трудової зайнятості населення і продуктивності. За чотири з половиною роки, аж до січня 1999 р., здавалося, що реал є сильним антиінфляційним інструментом або “фінансовим інструментом обмінного курсу” (Аман і Баєр, 2003).

У січні 1999 року бразильський реал втратив вартість, оскільки уряд був неспроможний продовжувати підтримувати валюту. Бразильський

реал знецінився проти долара в постійній ставці з 1995 року, коли був встановлений План реалу, але у зв'язку з глобальними кризами в Росії, Азії і Мексиці реал не зміг утримати свою цінність. У січні він зазнав швидкої девальвації, а потім розпочалася стійка тенденція до нещодавнього буму ринку акцій і послідуєчого краху у Сполучених Штатах. Грубен і Велх (2001)

приписують це швидке одужання радикальним післядевальваційним стабілізуючим заходам Центрального банку Бразилії та особливостям банківського сектора на той час. Наприклад, банківський сектор у країні має високі коефіцієнти капіталізації, менші кредитні портфелі і збільшені фонди державного боргу. Девальвація у Бразилії була однією з найуспішніших (Авербург, 2002).



Джерело: Федеральний резервний банк Нью-Йорка.

Рис. 4. Валютна криза у Бразилії

2. Дані

Дані для цього дослідження були взяті з бази даних ADR банку Нью-Йорка для періоду з 1 січня 1996 р. до 31 грудня 2003 року. Складено список 33 компаній, що мають ADR, зареєстровані або на нью-йоркській фондовій біржі (New York stock exchange (NYSE)), або в системі автоматичного котирування Національної асоціації фондових дилерів (National Association of Securities Dealers automated quotations (NASDAQ)). Список включає 13 ADR, випущених до валютної кризи і 20 ADR, випущених після неї. Дві останні бразильські ADR, зареєстровані на NYSE, були виключені зі списку. Авіалінія Gol Linhas Aereas Intelgentes випустила ADR 29 червня 2004 р., а енергетична компанія Cpfл Energia – 28 вересня 2004 року.

На сьогодні існує 85 бразильських компаній, які мають ADR; з них 33 реєструють ADR або на NYSE, або в NASDAQ. Компанії у цій статистиці представляють 14 галузей: авіаційно-космічну (1), авіалінії (1), банківську діяльність (3), виробництво спиртних напоїв (1), телетрансляцію (1), хімічну (2), електроенергетичну (2), енергетичну (2), наземного провідного зв'язку (4), харчову (2), харчової роздрібної і оптової торгівлі

(1), лісову і паперову (2), гірський та металевий промисел (2), комунальне водопостачання (1) і безпровідний зв'язок (7).

3. Методологія

Щоб порівняти прибутки до та після кризи, дані поділені на два періоди. Перший – з 1 січня 1996 р. по 31 грудня 1998 року; другий – з 1 січня 2000 р. по 31 грудня 2003 року. Між 14 листопада 1998 р. та 10 березня 1999 р. бразильські ADR не були випущені. На абсолютно відкритих, повністю інтегрованих фінансових ринках ціни на ADR мають бути пов'язані виключно зі своєю коваріантністю зі світовими факторами. Коли “нормальні” ринкові умови не можуть продовжувати існувати далі, доларовий прибуток для ADR має бути більш чутливим до індексу доларового прибутку і менш чутливим – до індексу прибутку у вітчизняній валюті (Паскваріелло, 2004).

Першим кроком аналізу підвищених прибутків є визначення відповідної лімітної ціни. На сьогодні ведуться дебати щодо відповідної методології оцінки довгострокових прибутків на ринках США¹. Для проведення даного аналізу

¹ Див. Брав та ін. (2000), Екбо та ін. (2000) або Логран і Ріттер (2000).

застосовано методологію Шауба (2002), яка включала вибір S&P 500 як зразковий (або ринковий) портфель. Отже, підвищені прибутки підраховуються відніманням прибутковості за період володіння активом кожної ADR з S&P 500 для одноденних, однотижневих та однорічних результатів. Трирічні та п'ятирічні результати знаходяться способом віднімання складених середніх геометричних прибутків кожної ADR від складених середніх геометричних прибутків S&P 500.

Ододенна, однотижнева, однорічна, трирічна і п'ятирічна прибутковість за період володіння активом підраховується способом віднімання курсу на момент закриття біржі на дату початку застосування (перший день трейдингу) від ціни акції під час закриття дня t , де t є відповідним періодом володіння. Формула для підрахунку періоду володіння показана нижче:

$$HPR = \frac{P_t - P_0}{P_0} \quad (1)$$

P_0 – курс на момент закриття біржі на дату застосування, а P_t – ціна t -днів з дати застосування. Курс на момент закриття біржі в день 0 використовується замість ціни випуску, тому що лише обмеженій кількості інвесторів дозволяється купувати акції за ціною випуску. Як наслідок, одноденний прибуток підраховується за допомогою використання 24-годинного періоду, а не восьмигодинного. На додаток, однотижневий прибуток підраховується за допомогою використання цілого тижня (п'ять повних операційних днів), а роки підраховуються на основі відповідної фактичної кількості операційних днів.

Наступним кроком є підрахунок підвищених прибутків для кожної ADR. У наступній формулі AR_t представляє середній підвищений прибуток на акцію протягом періоду володіння t . Сума всіх $HPRs$ була поділена на відповідну кількість досліджень, щоб здобути AR , показану у наступній формулі:

$$AR_t = HPR_{ADR_t} - HPR_{S\&P_t} \quad (2)$$

де HPR_{ADR_t} – середня прибутковість за період володіння активом для ADR протягом періоду володіння t , а $HPR_{S\&P_t}$ – середня прибутковість за період володіння активом для S&P 500 протягом кожного періоду t .

AGR є щорічним темпом приросту або складеним середньорічним прибутком. Середнє геометричне трирічних і п'ятирічних прибутків для кожної ADR було підраховане для різних періодів володіння, а наступна формула використовувалась для визначення складеного середньорічного

прибутку AGR для кожної ADR і для ринкового індексу для кожного періоду володіння.

$$AGR = \left(\frac{P_t}{P_0} \right)^{\frac{1}{t}} - 1 \quad (3)$$

Кожна AGR була підсумована і поділена на відповідну кількість досліджень, щоб підрахувати середній AGR для списку ADR і S&P 500 протягом відповідних періодів. Після цього кроку був підрахований середньорічний підвищений прибуток для кожної ADR. У наступній формулі AGR_{ADR_t} є середньорічним підвищеним прибутком у ціні кожної ADR з дати випуску до дня t , а $AGR_{S\&P_t}$ – середньорічним складеним прибутком на ринку для відповідного періоду.

$$AAR_t = AGR_{ADR_t} - AGR_{S\&P_t} \quad (4)$$

У таблиці 3 представлено результати одноденного, однотижневого, однорічного, трирічного і п'ятирічного аналізів. Щоденні прибутки бразильських ADR для одноденних, однотижневих і однорічних трейдингових періодів відносно S&P 500 були позитивними і важливими. Цей результат узгоджується з дослідженням, де знайдено позитивні підвищені прибутки для ADR за короткий проміжок часу. Наприклад, Каллаган та ін. (1999) підраховали ододенні та однорічні позитивні підвищені прибутки для 66 ADR, випущених 18 країнами, які торгують на NYSE, AMEX і NASDAQ з 1986 по 1993 рік. Дане дослідження підтверджує цей результат у випадку ADR, випущених для бразильських компаній. Це також узгоджується з роботою Шауб (2002) стосовно мексиканських ADR. Більш довготривалі прибутки для бразильських ADR є негативними і важливими. Щорічний складений середній підвищений трирічний прибуток становив - 0.08%, а середній підвищений прибуток для п'ятирічного періоду володіння – - 0.06%.

Таблиця 3. Прибутки бразильських ADR, зареєстрованих на NYSE та NASDAQ

Період прибутковості	Середній прибуток	Середній підвищений прибуток
1 день	2.47%	2.37%
5 днів	11.48%	15.19%
1 рік	40.25%	19.03%
1 рік (щорічно складений)	0.08%	0.00%
3 роки	60.26%	-42.03%
3 роки (щорічно складений)	0.01%	-0.08%
5 років	121.19%	-2.79%
5 років (щорічно складений)	0.00%	-0.06%

Джерело: Підрахунки автора.

Щоб дослідити вплив валютної кризи в Бразилії у січні 1999 року, ADR були поділені на два сегменти – ті, що випущені до кризи, і ті, що випущені після кризи. Список включав 13 ADR, випущених перед валютною кризою і 20 ADR, випущених після неї. У таблиці 4 представлено результати аналізу до та після

кризи для одноденного, однотижневого, однорічного, трирічного і п'ятирічного періодів володіння. Середні одноденні та однотижневі прибутки до кризи були вищими, ніж після неї. Результати для однорічного, трирічного та п'ятирічного періодів володіння були непереконливими.

Таблиця 4. Прибутки до та після кризи

Період прибутковості	Випущені до січня 1999 року		Випущені після січня 1999 року	
	Середній прибуток	Середній підвищений прибуток	Середній прибуток	Середній підвищений прибуток
1 день	5.54%	5.45%	0.11%	0.01%
5 днів	20.13%	23.72%	4.60%	8.18%
1 рік	41.65%	21.14%	36.81%	16.30%
1 рік (щорічно складений)	0.10%	0.03%	0.05%	-0.02%
3 роки	61.89%	-35.95%	36.81%	16.30%
3 роки (щорічно складений)	0.01%	-0.08%	0.05%	-0.02%
5 років	160.84%	0.01%	52.12%	-45.73%
5 років (щорічно складений)	43.75%	-0.05%	0.02%	-0.07%

Джерело: Підрахунки автора.

Довгострокова продуктивність бразильських ADR є низькою порівняно з короткостроковими підвищеними позитивними прибутками. Цей результат узгоджується з результатами аналізу Шауб (2002) стосовно ADR мексиканських компаній. Це означає, що бразильські ADR були незначною інвестицією для довгострокових інвесторів, але короткострокові інвестори, які купують акції в день випуску, можуть очікувати на отримання підвищених прибутків з одноденним, однотижневим і однорічним періодами володіння.

Висновки

Підвищені прибутки створюють можливості для інвесторів. Середні прибутки бразильських ADR для одноденного, однотижневого і однорічного періодів торгівлі, згідно з показниками S&P 500, були позитивними. Цей результат узгоджується з даними дослідження, у якому знайдено позитивні підвищені прибутки для ADR за короткий проміжок часу. Він також співпадає з результатами роботи Шауб (2002) стосовно мексиканських ADR. На додаток варто зазначити, що ці прибутки були досягнуті у періоди до та після кризи.

Бразилія є унікальною в тому відношенні, що вона зазнала незвичайної інфляції, бразильський ринок є найбільшим у Латинській Америці, а валютна криза була безпрецедентною у своїй швидкій розв'язці. Додаткову підтримку цього

висновку забезпечує робота Сілва (2001), якому не вдається знайти таку саму прибуткову поведінку в Бразилії порівняно з Аргентиною, Чилі, Колумбією, Мексикою, Перу та Венесуелою. Наприклад, Бразилія має найвищий середній дивідендний прибуток, що вдвічі більший за дивідендний прибуток у Аргентині і втричі – за дивідендний прибуток у Мексиці. Результат статті Чанга та ін. (1995), які розглядають інвестиційні фонди закритого типу, далі підтверджують це, знаходячи неідеальне інтегрування між США та бразильськими ринками.

Обмеження включають часовий період аналізованої та методологічної залежності. Оскільки існуючі дані є обмеженими, результати були важливими для одноденних, однотижневих та однорічних прибутків. Крім того, є й інші фактори, які слід розглянути. Наприклад, Домовітз та ін. (1997) вивчають вплив обмежень пайового володіння на курси акцій на ринках, що розвиваються, і зауважують, що фірми здатні бачити різницю між групами інвесторів, які мають різну еластичність попиту. У даній статті використано різні вікна подій з метою оцінки прибутків бразильських ADR. Представлено перший цільовий аналіз бразильських ADR прибутків стосовно валютної кризи у 1999 році. Внеском до існуючої літератури є підтвердження потенціалу для короткострокових надлишкових прибутків на ринку ADR.

Список використаних джерел

1. Amann, Edmund and Baer, Werner (2003). "Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil's Devaluation", *World Development*, 31 (6), 1033-1046.
2. Araujo, Daniel and Esposito, Andrea (2004). "Brazil", *Standard & Poor's Country Governance Study*.

3. Averbug, Andre (2002). "The Brazilian economy in 1994-1999: From the Real Plan to inflation targets", *World Economy* 25 (7), 925-944.
4. Bekaert, Geert, and Harvey, Campbell R., (2002). "Research in emerging markets finance: looking to the future", *Emerging Markets Review* 3, 429-448.
5. Cagan, Philip (1956). "The monetary dynamics of hyperinflation" in *Studies in the Quantity Theory of Money*, edited by Milton Freidman Chicago: University Chicago Press, 25-117.
6. Callaghan, J., R. Kleiman and A. Sahu. (1999). "The market-adjusted investment performance of ADR IPOs and SEOs". *Global Finance Journal* 10, 123-145.
7. Chang, Eric, Eun, Cheol S. and Kolodny, Richard (1995). "International diversification through closed-end country funds", *Journal of Banking & Finance* 19, 1237-1263.
8. Claessens, S., Klingebiel, D., and Lubrano, M. (2000). "Corporate governance reform issues in the Brazilian equity markets", *The World Bank*.
9. Costa Jr., Newton C.A., Leal, Ricardo P.C., Celso F., Lambranh, Paloma P.L. (1998). "The market impact of cross-listing: The case of Brazilian ADRs", *Emerging Markets Quarterly* 2 (2), 39-45.
10. Errunza, Vihang R. and Miller, Darius P. (2003). "Valuation effects of seasoned global equity offerings", *Journal of Banking and Finance* 27, 1611-1623.
11. Foerster, Stephen R. and Karolyi, G. Andrew (2000). "The Long-run performance of global equity offerings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35 (4).
12. Garcia, Valeriano F., and Liu, Lin (1999). Macroeconomic determinants of stock market development, *Journal of Applied Economics*, Vol. II, No. 1 (May 1999) 29-59.
13. Gruben, William C. and Welch, John H. (2001). Banking and Currency Crisis Recovery: Brazil's Turnaround of 1999", *Economic and Financial Review* Federal Reserve Bank of Dallas.
14. Hargis, K. (2000). "International cross-listing and stock market development in emerging economies". *International Review of Economics and Finance* 9, 101-122.
15. Henry, Peter Blair (2000). "Stock market liberalization, economic reform, and emerging equity prices", *Journal of Finance* 55, 529-564.
16. Khambata, Dara (2000). "Impact of Foreign Investment on the Volatility and Growth of Emerging Stock Markets", *Multinational Business Review*, Vol 8, No. 1 Spring.
17. Lee, Kwang and Chuck Kwok (1988). "Multinational corporations vs. domestic corporations: International environmental factors and determinants of capital structure", *Journal of International Business Studies*.
18. Levine. R. and S. Zervos (1998). "Global Capital Liberalisation and Stock Market Development", *World Development*, Vol. 26 No. 7, pp. 1169-1183.
19. Pasquariello, Paolo (2004). "Are financial crises indeed "crises?" Evidence from the emerging ADR market".
20. Patel, Sandeep A., Balic, Amera, and Bwakira, Liliane (2002). "Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets", *Emerging Markets Review* 3, 325-337.
21. Ritter, J. (1991). "The long-run performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 46, 3-27.
22. Sachs, J. and Larrain, F. (1993). *Macroeconomics in the Global Economy* (Prentice Hall, New York).
23. Sanvicente, Antonio Zoratto (2001). "The market for ADRs and the quality of the Brazilian stock market", *FinanceLab Working Paper* 8.
24. Schaub, Mark (2002). "Hazardous to your wealth? The early and long-term performance of Mexican ADRs on the New York Stock Exchange", *Journal of Asset Management* London 3 (1), 9-17.
25. Schaub, Mark (2003). "Investment performance of American Depository Receipts listed on the New York Stock Exchange: long and short", *Journal of Business & Economic Studies* 9 (2).
26. Silva, A.L.C. Da (2001). "Empirical tests of the Dogs of the Dow strategy in Latin American stock markets", *International Review of Financial Analysis* 10, 187-199.
27. Solnik, Bruno (2000). *International Investments* 4th edition Published by Addison-Wesley Copyright Addison Wesley Longman.
28. Tabak, Benjamin Miranda, Lima, Eduardo José Arújo (2002). "The effects of Brazilian ADRs program on domestic market efficiency", *Central Bank of Brazil Working Paper Series* 43, 1-34.

Отримано 10.03.2009

Переклад з англ. Філатової Ю.

Додаток А. ADR Бразилії

	Компанія (фондова біржа: скорочена назва)	Співвідношення	Галузь промисловості	Дата
1	Ambev (NYSE: ABV)	1:100	Спиртні напої	9/15/2000
2	Aracruz Celulose (NYSE: ARA)	1:10	Продукція лісової та паперової промисловості	3/3/1997
3	Banco Bradesco (NYSE: BBD)	1:1	Банківська діяльність	11/21/2001
4	Banco Itau Holdings Financeira (NYSE: ITU)	2:1	Банківська діяльність	2/21/2002
5	Brazil Telecom (NYSE: BTM)	1:3000	Наземна лінія зв'язку	11/16/2001
6	Braskem.(NYSE: BAK)	1:1000	Хімічна	9/17/2003
7	CBD-Companhia Brasileira de Distribuicao (NYSE: CBD)	1:1000	Харчова роздрібна і оптова торгівля	

8	Comp. Paranaense de Energia (NYSE: ELP)	1:1000	Електроенергетична	7/29/1997
9	Companhia Energetica de Minas Gerais (NYSE: CIG)	1:1000	Електроенергетична	9/19/2001
10	Companhia Siderurgica Nacional (NYSE: SID)	1:1	Гірський та металевий промисел	11/3/1997
11	Companhia Vale do Rio Doce (NYSE: RIO)	1:1	Гірський та металевий промисел	3/20/2002
12	Cpfl Energia (NYSE: CPL)	1:3	Енергетична	9/28/2004
13	Embraer (NYSE: ERJ)	1:4	Авіакосмічна	7/26/2000
14	Embratel Participacoes (NYSE: EMT)	1:5000	Наземний провідний зв'язок	11/1/1998
15	Gerdau (NYSE: GGB)	1:1	Гірський та металевий промисел	3/10/1999
16	Gol Linhas Aereas Intelgentes (NYSE: GOL)	1:2	Авіаційна	6/29/2004
17	Net Servicos de Comunicaco (NASDAQ: NETC)	1:10	Телетрансляція	12/17/2001
18	Perdigo (NYSE: PDA)	1:2	Харчова	10/20/2000
19	Petroleo Brasileiro (NYSE: PBR)	1:1	Енергетична	8/9/2000
20	Sabesp (NYSE: SBS)	1:250	Водопровідна	5/9/2002
21	Sadia (NYSE: SDA)	1:30	Харчова	12/30/2002
22	Tele Centro Oeste Celular Participacoes (NYSE: TRO)	1:3000	Безпроводний зв'язок	11/1/1998
23	Tele Leste Celular Participacoes (NYSE: TBE)	1:50000	Безпроводний зв'язок	11/13/1998
24	Tele Norte Celular Participacoes (NYSE: TCN)	1:50000	Безпроводний зв'язок	11/1/1998
25	Tele Norte Leste Participacoes (NYSE: TNE)	1:1	Наземний провідний зв'язок	11/1/1998
26	Tele Sudeste Celular Participacoes (NYSE: TSD)	1:5000	Безпроводний зв'язок	11/1/1998
27	Telecomunicacoes de Sao Paulo (NYSE: TSP)	1:1000	Наземний провідний зв'язок	11/1/1998
28	Telemig Celular Participacoes (NYSE: TMB)	1:20000	Безпроводний зв'язок	11/1/1998
29	Telesp Celular Participacoes (NYSE: TCP)	1:2500	Безпроводний зв'язок	11/1/1998
30	Tim Participacoes (NYSE: TSU)	1:10000	Безпроводний зв'язок	6/24/20002
31	Ultrapar Partipacoes (NYSE: UGP)	1:1000	Хімічна	10/5/1999
32	Unibanco - Uniao de Bancos Brasileiros (NYSE: UBB)	1:5	Банківська діяльність	3/27/2001
33	Votorantim Celulose e Papel (NYSE: VCP)	1:500	Продукція лісової та паперової промисловості	5/17/2002

Джерело: Банк Нью-Йорка.