

УДК 336.71+35.07

Рафаель Шіозер (Бразилія), Ракель Ф. Олівейра (Бразилія), Річард Саїто (Бразилія)

Чому стають банки державними? Дані про хвилю первісного розміщення акцій банків Бразилії на ринку за 2005-2007 роки

Автори досліджують хвилю первісного розміщення акцій (Initial Public Offering (IPO)) банків Бразилії на ринку, що відбувалася у період з 2005 по 2007 рік. У статті представлено емпіричні дані про те, що банки, які стали державними показують прогнозовані характеристики, що відрізняються від характеристик банків, що залишилися приватними. Банки, що заявили про первісне розміщення акцій на ринку мають більшу прибутковість, вищі показники кредитів/депозитів, меншу частку прострочених кредитів та мають більш обмежений капітал у порівнянні з банками, що залишилися приватними. Результати дослідження показують, що хвилю IPO банків не можна пояснити теорією вибору часу для проведення операцій на ринку, але це можна зробити за рахунок більших можливостей підвищення ефективності цих банків по відношенню до конкурентів. Тож, ліквідність ринку є необхідною, а не достатньою умовою пояснення IPO. У статті досліджено вплив рішення стати державними на операційну діяльність цих банків, та визначили факти зростання співвідношення кредитів до загальної суми активів, що пов'язане зі збільшенням пропорції прострочених кредитів. Автори відмічають підвищення ефективності, що може свідчити про економію за рахунок масштабу, яка є результатом процесу переходу у державну власність.

Ключові слова: первісне розміщення акцій, банки, діяльність після IPO, Бразилія.

Вступ

З 2004 по 2007 рік 1006 фірм Бразилії стали державними. У 2007 році на фондовій біржі Сан-Пауло відбулася рекордна кількість первісних розміщень акцій (Initial Public Offering (IPO)), що поставило Бразилію на четверте місце у світі за IPO.

Банківська індустрія також прийняла участь у цій хвилі IPO, починаючи з державного банку Nossa Caixa у 2005 році та дев'яти інших банків (Pine, Sofisa, Parana Banco, Cruzeiro do Sul, Daycoval, Indusval, ABC Brasil, BIC Banco and Panamericano) у 2007 році. Огляд цих банків представлено у таблиці 1.

Таблиця 1. Огляд IPO банків у Бразилії

Банк	Дата випуску	Тип емісії	# передплатників		Пропорція іноземних інвесторів	Валовий прибуток (млн. BRL)	
			Вітчизняний	Іноземний		Всього	Первинний
Nossa Caixa	10.28.05	Другорядний	н/д	н/д	н/д	920	0.0%
Pine	04.02.07	Змішаний	20616	52	90.2%	517	69.1%
Sofisa	05.02.07	Змішаний	7441	80	76.0%	505	98.4%
Paraná	06.13.07	Первинний	8755	45	89.0%	529	100.0%
Cruzeiro do Sul	06.26.07	Змішаний	4368	74	66.5%	567	77.6%
Daycoval	06.29.07	Змішаний	7852	162	69.8%	1,092	85.7%
Indusval	07.12.07	Змішаний	314	34	90.6%	253	90.1%
ABC Brasil	07.25.07	Змішаний	6264	100	74.4%	609	98.4%
BIC Banco	10.15.07	Змішаний	5053	105	85.0%	821	26.9%
Panamericano	11.19.07	Первинний	3214	48	69.0%	700	100.0%

Джерела: Бразильська фондова біржа в Сан-Пауло, CBLC (Бразильська клірингова компанія) та вебсайт банку UBS Pactual.

У таблиці представлено IPO банки Бразилії у період з 2005 по 2007 рік, враховуючи дату випуску, тип випуску (перший, другий або змішаний), кількість вітчизняних та іноземних передплатників, пропорція розподілення по відношенню до іноземних інвесторів в залежності від об'єму випуску, валовий прибуток та відсоток первинного випуску.

Хвиля IPO банків спричинила ряд відповідних наслідків для фінансової системи. Виручені грошові кошти від IPO – важливе джерело накопичення капіталу для фінансових закладів, що дозволяє збільшити банківські депозити та активи. Згідно з нормативними обмеженнями, банки Бразилії повинні мати показник капіталу щонайменше на рівні 11%. Тому банк, що має низький показник капіталу розглядає IPO як спосіб підвищення його показників.

Однак цей новий капітал може стати зворотнім стимулом для зростання. Банк може використати

ці фонди не на користь акціонерів. Наприклад, для того щоб збільшити портфель кредитів, банк повинен видати кредит гіршої якості або з нижчим спредом. Якщо перед IPO, банк з обмеженим капіталом є дуже перебірливим у виборі найкращих позичальників, то додаткові фонди створені за рахунок випуску можуть спонукати менеджерів до надання кредитів клієнтам з низьким рейтингом платоспроможності.

Іншим відповідним фактором є те, що рішення стати державним проводить до значних змін що стосуються внутрішнього управління та систематичного ризику. Внесення фондів в державний список означає створення ради акціонерів та інших органів, що передбачені законодавством, які відіграють важливу роль у проведенні бізнес стратегій, у контролі діяльності менеджерів, дотриманні законодавства та правил компанії, а також управління ризиком. Крім того, контроль, що проводиться інституційними інвесторами сприяє більшому відображенню інформації про діяльність банків та покращення внутрішньої звітності та систем контролю.

Однак зміни на фондовому ринку можуть мати побічний вплив на систематичний ризик. На думку Шіміцу (2009), несвідомі вкладники використовують інформацію фондового ринку для того, щоб вирішити що робити з депозитами. Коли вкладники розуміють, що відбувається обвал цін на біржі, вони можуть розпізнати це як поганий знак та почати вилучати вклади. Незважаючи на той факт, що існують серії видимих показників про фінансове положення закладу, можна переоцінити розуміння ризику банківськими вкладниками, особливо у період кризи. Таке розуміння може створити особливо негативну динаміку, що може привести банк до складності у отриманні коштів, втрати клієнтів. Як зазначили Аллен та Карлетті (2008) у кризі США, що розпочалася у 2007 році головну роль відіграла ліквідність.

У даній роботі ми досліджуємо два основні питання стосовно хвилі IPO банків у Бразилії чи банки, що стали державними (після IPO) відрізняються від інших банків, що залишилися приватними, що спонукає IPO-банки до переходу у державну власність. Інакше кажучи, ми аналізуємо чи IPO викликані вибором часу для операцій на ринку або спричинені зміною у економічній або нормативній базі банківської індустрії Бразилії; та вплив переходу у державну власність на операційну діяльність IPO банків, тобто, визначити впливає чи ні IPO на операційну діяльність цих банків.

Це перше дослідження, в якому зіставляється вибір часу для проведення операцій на ринку та неокласичні теорії у країнах з перехідною еко-

номікою. Більшість досліджень даних теорій проводилися з точки зору злиття та поглинання. Наприклад, Шлейфер та Вішну (2003) та Родес-Кропф та Вісванатан (2004) надали приклади, в яких хвиля викликана спробою менеджерів прийняти переваги вікна можливостей, з чим не погодився Харфорд (2005) засвідчивши про те, що хвилі злиття є результатом нормативних, економічних та технологічних шоків, пов'язаних з періодами високої ліквідності на ринках.

Інша мета дослідження – пролити світло на рішення фінансових закладів щодо переходу у державну власність, а також їх впливів на операційну діяльність та потенційні наслідки такої діяльності для стабільності фінансової системи.

Результати дослідження показали, що справді, IPO банки відрізняються від тих, що залишилися у приватній власності. Вони, навіть декілька років тому, були більш прибутковими, мали більше співвідношення показника кредитів до активів, меншу пропорцію прострочених кредитів та були більше обмеженими. Визначені результати свідчать про те, що IPO не можливо пояснити лише за допомогою теорії вибору часу для проведення операцій на ринку.

Ми також визначили показники зміни операційної діяльності після того як банки стали приватними. Ці результати не є статистично значними, можливо тому, що розмір вибірки після IPO є занадто малим. Ми визначили, що IPO мало негативний вплив на прибутковість банків та на збільшення розміру портфелів кредиту.

Крім того, лише найбільші з 101 банків, що приймали участь у хвилі IPO займалися злиттям та поглинанням до цього часу. На думку Розен та ін. (2005), одна з перших причин того, що банки у США стають державними є діяльність злиття та поглинання.

Стаття має наступну структуру. У першому розділі представлено короткий опис банківської індустрії Бразилії. У другому розділі розглянуто джерела літератури, представлено методологію та результати дослідження. Останній розділ містить висновки.

1. Банківська індустрія Бразилії та її кон'юнктура

З моменту створення інституційної структури, відповідно до закону про банківську реформу 1964 року, структура банківської індустрії Бразилії декілька разів змінювалася. Діяльність банку контролювалася федеральним урядом та Центральним банком Бразилії (*Banco Central do Brasil*), що є контролюючим органом. До початку

1990-х років фінансова система Бразилії зазнала суворих регуляторних обмежень стосовно міжнародних закладів. Незважаючи на низьку ефективність, банки Бразилії завжди були високоприбутковими, згідно з великим збільшенням інфляції. На думку Гольдфайн та ін. (2003) велика інфляція стимулює банки до збільшення депозитів та інвестування прибутків від реалізації у державні облигації на захист від інфляції. Таке інфляційне підвищення приводить до розширення банківської системи, включаючи відкриття нових філій на загальнонаціональному рівні. Кількість універсальних банків у країні збільшилася з 104 у 1988 році до 244 наприкінці 1994 року.

Після впровадження Реального Плану (*Plano Real*) в середині 1994 року, за яким грошова валюта крузейро була замінена на реал та за яким суттєво знизилась інфляція, банки намагалися знайти нові джерела прибутку. Як зазначає Олівейра (2007) перше, що зробили бразильські банки – це збільшили безвідсоткові прибутки за рахунок сплати за послуги. Одночасно банки намагалися спробувати зменшити затрати для того, щоб зменшити безвідсоткові витрати. По-друге, їм було необхідно збільшити відсоткові прибутки за рахунок кредитних операцій. Однак, на той час практика кредитування тільки поширювалася, лише почали оцінювати ризик кредитних операцій. Крім того, економічна криза 1995 року у Мексиці призупинила економічне зростання Бразилії, що привело до збільшення втрат по кредитах, у результаті чого у другій половині 1995 року два головні банки (*Banco Economico* and *Banco Nacional*) потрапили у скрутне становище, а це вимагало втручання Центрального банку Бразилії. Такі втручання викликали невпевненість у фінансовому становищі банківської індустрії Бразилії. Після цього уряд запустив головні програми перебудови структури, що і попередило систематичну кризу (Гольдфайн та ін., 2003).

Мета цих програм – зменшення системного ризику та захист вкладників. Головні дії: валютна інтервенція та продаж цінних паперів, стимулювання злиття та поглинання проблемних банків, приватизація місцевих неефективних банків, що знаходяться у власності держави, поширення державних банків та створення механізму страхування вкладів для малих вкладників (FGC – аббревіатура на португальській мові)¹. З 1995 по 2002 рік Центральный банк провів 57 валютних інтервенцій та продажів цінних паперів, а також

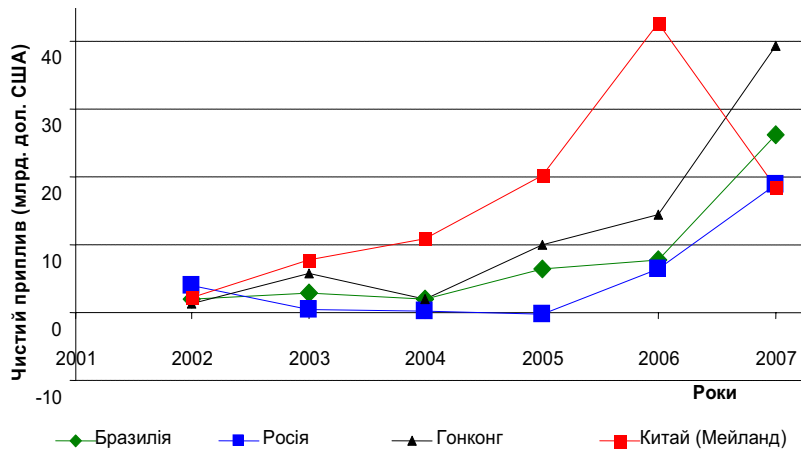
42 злиття та поглинання у банківському секторі Бразилії (Гольдфайн та ін., 2003). В результаті цього кількість банків у Бразилії зменшилася з 263 у 1996 році до 194 у 2002 році, а частка державних банків (у загальній сумі активів) на ринку зменшилася з 50.9% до 33.4%. Детальний опис програм перебудови структури можна знайти у працях Гольдфайна та ін. (2003), а також Олівейра (2007).

Разом з успішно проведеним Реальним Планом, направленим на стабілізацію інфляції та впровадження програм перебудови структури фінансової системи, фінансова система Бразилії пережила швидке зростання у період з 2003 по 2008 рік. Це зростання супроводжувалось економічним ростом, частково через зростання цін на товари.

Показник співвідношення кредиту до показника ВВП зріс з 24.2% у 2002 році до 37.0% у липні 2008 року (Центральный банк Бразилії, 2008). Збільшення кредитних операцій можна пояснити декількома факторами, а саме – зменшення ставок відсотка, збільшення захисту інвесторів, що витікає з реформ у корпоративних та банківських нормативних базах, впровадження бразильських платіжних систем, за якими зменшується системний ризик та трансакційні витрати для банків, а також декілька державних програм що сприяють наданню кредиту на житло, товари та корпоративні послуги. Однак цей показник для деяких країн з перехідної економікою таких як Чілі, Тайланд, Корея та Малайзія коливається між 60% та 130%, що свідчить про те, що в Бразилії ще є місце для збільшення пропозиції кредиту. Розвинуті країни такі як Канада, Австралія, Об'єднане Королівство, Швеція та США мають більший показник співвідношення загальної суми кредитів до показника ВВП, що коливається від 100% до 200%.

В той же час ліквідність капіталу на міжнародних ринках різко зросла. Прийняття ризику інвесторами у країнах з перехідною економікою зменшилося, що викликало великий потік ресурсів у ці країни, враховуючи Бразилію. На рисунку 1 показано, що чистий приплив ресурсів на фондових ринках країн з перехідною економікою поступово збільшився з 2002 по 2007 рік. У Бразилії чистий приток ресурсів збільшився приблизно з 2 млн. доларів США у 2002 році до більше ніж 26 млрд. у 2007 році.

¹ Бразильське FGC – це приватне не комерційне об'єднання. Її аналогом у США є Федеральна корпорація страхування депозитів (FDIC).



Примітки: Чистий приплив ресурсів на фондові ринки Бразилії, Росії, Гонконгу та Китаю (Мейланд) розраховані як різниця між припливом та відливом іноземних інвестицій на місцевих фондових ринках, враховуючи випуски депозитних свідоцтв компаніями цих країн на інших ринках. Об'єм показано у млрд. доларів США.

Джерело: Міжнародний валютний фонд.

Рис. 1. Чистий приплив ресурсів на фондові ринки вибраних країн з перехідною економікою

Починаючи з червня 2005 року, до того, як ми розпочали досліджувати хвилю IPO, банківський сектор Бразилії складався з 185 банківських установ, з яких лише акції 5 основних банків (*Itaú, Bradesco, Unibanco, Banrisul та Banco do Brasil*) продавалися на фондовому ринку Сан-Пауло. Органи регулювання¹ Бразилії вимагають від банків, щоб ті надавали інформацію про склад контрольної групи. Важливо відмітити, що IPO не вплинуло на склад контрольної групи даних фірм. Тож можна зробити висновок, що кількості безголосих акцій та акцій з правом голосу, які випускають IPO банки не достатньо для того, щоб змінити склад контрольної групи. Навіть для банку *Banco Nossa Caixa*, що є державним, IPO не відображає процес приватизації, оскільки уряд залишається власником контрольного пакету акцій.

Створення сприятливого оточення для кредитного зростання у Бразилії та високої ліквідності на міжнародних ринках відобразилась у хвилі IPO у країні. Лише за два роки кількість банків, акції яких продавалися на біржі зросло від п'яти до п'ятнадцяти. Виключенням є лише *Banco Nossa Caixa*, що офіційно розпочав хвилю IPO у 2005 році, інші 9 банків, що стали державними у 2007 були малого або середнього розміру, з обмеженим капіталом, що спеціалізувалися на кредитуванні, що ми покажемо у наступному розділі.

2. Теорії хвиль IPO та операційна діяльність установ

У фінансовій літературі вже давно досліджується питання IPO (попередні дослідження проведені

Рейлі, 1973; Іботсон та Джафе, 1975; Ріттер, 1984а, 1984b; Рок, 1982). У деяких працях, у яких розглядалися фактори, що спонукають фінансові установи стати державними дослідники дійшли до висновку, що IPO групують за часом, в результаті чого спостерігається так звана хвиля IPO.

Дослідники визначили дві теорії, за якими вони намагалися пояснити існування хвиль IPO: теорія поведінки та неокласична теорія. Теорія поведінки, яку підтримують Пагано та ін. (1998), Бейкер та Вурглер (2001), а також Ловрі та Шверт (2001), доводить, що установи стають приватними для того, щоб мати переваги вікна можливостей, випускаючи акції коли акціям та активам задають високу вартість.

Прибічники неокласичної теорії Пастор та Веронесі (2003) зазначають, що хвилі IPO є результатом шоків у економіці промисловості, регулюванні та технічного середовища, що приводить до перерозподілу економічних ресурсів у великих масштабах, зміни інвестиційних можливостей та оптимальної структури фінансування.

Кім та Вайсбах (2007) аналізують майже 17 000 IPO у США в період з 1990 по 2003 рік. Вони визначили, що установи, що роблять первинні випуски (нові акції) мають різні стимулюючі фактори ніж фірми, що їх продають у прийнятті рішення про перехід у державну власність. Перші випуски можна пояснити потребою фірми у новому капіталі, оскільки вони пов'язані зі збільшенням капіталовкладення. Алті (2001) та Алті та Сулеман (2008) пропонують моделі асиметричної нерівності для того, щоб пояснити хвилі випуску. Коли фірма стає державною, ціна пропозиції – це показник зацікавленості інвесторів у безпеці. Тож, результат IPO відображає інфор-

¹ Національна валютна рада (Conselho Monetário Nacional – CMN) відповідальна за регулювання. Це правило зазначене у документі CMN регулювання 3,040 від 2002 року.

мацію що спочатку не була опублікована, таким чином зменшується рівень асиметрії інформації серед інвесторів та змінюється оптимальна структура капіталу та форм фінансування установ.

На думку Пагано та ін. (1998) рішення стати державними може бути пов'язане з очікуваними видимими характеристика, що робить установу схильною до проведення IPO у порівнянні з іншими фірмами у даній індустрії (наприклад, високий рівень продажу) або реальні видимі показники (збільшення середньої вартості капіталу, зростання що стримується за нестачі капіталу, нестача інвестування з боку підприємців). Для того, що перевірити ці гіпотези про те, що банківський сектор має різні відмінні переваги, оскільки інформація від фінансових установ доступна раніше до IPO, не тільки для тих фірм, що стали державними, але й для тих, що залишилися у приватній власності. Розен та ін. (2005) прийняли переваги унікальності банківського сектору та визначили характеристики ринку США. Результати їх дослідження підтверджують неокласичну теорію.

На основі фінансової теорії неможливо передбачити впливи IPO на діяльність фірм після випуску акцій. Оскільки IPO змінює структуру власності фірм, з'являються агентські проблеми, оскільки капітал стає менш концентрованим. З іншого боку, сторонні інвестори можуть докладніше вивчити діяльність менеджерів та прийняття ризику, що відображується у підвищення діяльності. Тому зміна у операційній діяльності фірм, що провели IPO є питанням емпіричного дослідження. Дане питання розглядалось у багатьох працях. Результати дослідження не є однозначними, але більшість науковців дійшли до висновку, що у період після IPO спостерігається зниження операційної діяльності. Пастор та ін. (2009) запропонували модель вивчення підприємницької діяльності, за якою визначається що прибутковість фірми повинна знижуватися після проведення IPO. За цією моделлю, рішення перейти у державну власність приймається підприємцем. На їх думку таке рішення є оптимальним для підприємця, якщо прибутковість фірми за короткий період буде високою.

Недоліками досліджень на предмет вивчення впливу IPO на операційну діяльність є те, що для більшості фірм відсутня інформація до випуску акцій. Без доступної прогнозованої інформації дуже важко зробити висновки про зміни діяльності, що можуть відбутися у період або після проведення IPO. Згідно з прикладами Розен та ін. (2005) ми аналізуємо операційну діяльність банків IPO порівнюючи їх з подібними банками, що залишилися у приватній власності, створюючи ви-

бірку, до якої входять банки, що провели IPO, а також приватні банки. Використана модель, описана попередньо, основана на моделі Джейн та Кіні (1994) та Розен та ін. (2005). Однак, на відміну від інших досліджень, у яких використовували зрівняні показники діяльності, ми хочемо поєднати фірми не тільки за індустрією та розміром, але також за їх профілем, що дозволить краще оцінити їх діяльність.

2.1. Показники операційної діяльності та статистичні методи. Для того, щоб визначити чи IPO банки відрізняються від тих, що залишилися у приватній власності, ми визначаємо показники діяльності за трьома шляхами: (1) відокремлюємо кожен IPO банку або групи банків з однаковими характеристиками; (2) розраховуємо фінансові показники діяльності банків; (3) визначаємо відмінності у діяльності IPO банків та їх аналогів.

До вибірки входять незалежні комерційні банки (тобто банки, яким дозволено отримувати депозити) та банківські конгломерати, до складу яких входить щонайменше один комерційний банк, або універсальний банк.

Ми використовуємо дані балансових звітів за період з червня 2003 по червень 2008 року (одинадцять семестрів). Використовуємо дані за півроку, оскільки це частота фінансового аудиту¹. Перший період нашої вибір було вибрано для того щоб передбачити запізнення майже у 2 роки до дня проголошення IPO, що дозволяє визначити прогнозовані характеристики, які можливо відрізняють IPO банки від інших.

Наша вибірка складається з банків, що працювали станом на 31 грудня 2007 року. Для визначення банків, що не стали державними, але мають подібні характеристики з IPO банками, ми використовуємо наступну процедуру:

1. Як визначено Відділом контролю фінансових систем та інформаційного менеджменту Центрального банку Бразилії, банки класифікуються за сферами діяльності. Методи даної класифікації для даного групування визначені Центральним банком на основі подібності структури діяльності банку та описані у внутрішньому документі "Сегментація установ та конгломератів відповідно до типу діяльності". За типом діяльності банків та банківських фінансових конгломератів виділяють сегменти: (1) комплексні банки; (2) роздільний банк; (3) кредитний; (4) банки

¹ Від банків Бразилії вимагається розкриття фінансової інформації щомісяця, але до розгляду беруться лише звіти, подані у червні та грудні.

для заводів, що випускають авто; (5) банк розвитку; та (6) не класифіковані.

2. По-друге, банки класифікували відповідно до розмірів активів. Для кожного IPO банку ми визначили три банки одного типу діяльності з нижчою загальною вартістю активів та три – з вищою. Таку процедуру повторювали у період з червня 2003 по грудень 2005 (п'ять періодів). Всі банки визначали як один з трьох установ з загальним розміром активів нижче чи вище норми за декілька періодів, в яких сформувалася група-аналог кожного IPO банку. У випадках коли деякі банки визначалися як потенційні пари і це були IPO банки, то проводилося дві процедури: (1) змінювали позиції банків у списку, для того, щоб у парній групі опинилися банки, що не проводять IPO; та (2) IPO банки, що знаходяться в таблиці були згруповані таким чином, що відповідна група одного IPO банку стає парою для іншого банку.

Ми поєднуємо банки за розміром, тому що банки різного розміру зазвичай конкурують на різних ринках. Крім того, існує декілька фіксованих витрат пов'язаних зі страхуванням, у зв'язку з чим малі банки проявляють меншу зацікавленість до переходу у державну власність.

Для кожного банку були розраховані показники ефективності. Всі показники зважені відповідно до групи-аналогу, що зроблено за рахунок різниці між значеннями для кожного банку та середнім значенням для кожної відповідної групи. Ця різниця має назву зважений показник ефективності.

Вибрані показники відповідають реквізітам рейтингової системи оцінки банків: достатність капіталу (С), ліквідність активів (А), якість управління банком (М), прибутки (Е) та ліквідність (L). Пояснення цих змінних представлено в таблиці 2.

Таблиця 2. Показники операційної діяльності

Основи	Змінні	Очікуваний знак до/ після IPO
Достатність капіталу	Basel index	- / -
	Продаж кредитів/Загальна сума кредитів	+ / ?
Ліквідність активів	Непокриті кредити/Загальна сума активів	- / -
	Загальна сума кредитів/ Загальна сума активів	+ / +
Управління	Заробітна плата/ Винагорода	? / ?
Прибутки	Прибуток від активів (ROA)	+ / ?
Ліквідність	Готівка/ загальна сума активів	- / ?
	(Ліквідні цінні папери+Деривативи)/Загальна сума активів	- / ?
	(Готівка + Лік. цінні папери +Деривативи) / Загальна сума активів	- / ?

Очікувані знаки, що представлені в третій колонці, відповідають очікуванням, які випливають з неокласичної гіпотези про IPO. Знак запитання означає що не можливо визначити знак змінних на основі неокласичної теорії.

Достатність капіталу

Ми визначаємо достатність капіталу за коефіцієнтом достатності капіталу (Basel index), що визначено нормативною базою Центрального банку. Як уже раніше зазначалося, мінімальні вимоги до капіталу для Бразильських банків становлять 11%, а не як зазвичай – 8%. Неокласична гіпотеза про рішення стати державними полягає в тому, що у періоди до IPO індекси визначені Базелем для IPO банків повинні бути нижчими ніж для групи-аналогу, основувшись на тому, що IPO є відповіддю на більші вимоги капіталу (Кім та Вайсбах, 2007). Очікується, що після IPO зважені індекси визначені Базельським комітетом будуть позитивними через залучення капіталу за рахунок IPO.

Оскільки продаж кредитів – це альтернатива зниженню левериджу відповідно до вимог до мінімального капіталу, ми використовуємо показник між балансом продажу кредитів та їх загальною кількістю як показник обмеження капіталу. Ми вважаємо, що IPO банки матимуть більшу пропорцію продажу кредитів до IPO, оскільки сек'юритизовані кредити відобразяться на нижчих вимогах капіталу по відношенню до балансів звичайних кредитів. Ми очікуємо, що вони знизяться після проведення IPO. У цьому розумінні, також очікуємо, що банки продаватимуть ці кредити у форму безумовного продажу (операції, в яких банки проводять повний продаж визначних портфельів, що означає, що кредити вже не на балансовому рахунку банку, а отже, мова не йде про вимоги розподілу капіталу).

Ліквідність активів

Визначення ліквідності активів можна провести з використанням кількох показників. В емпіричних дослідженнях використовують коефіцієнт прострочених кредитів та загальної суми активів. У більшості джерел літератури зазначається, що кредит є простроченим якщо він прострочений більше ніж на 90 днів (Саундерс та Корнет, 2007). Як показник прострочених кредитів ми використовуємо значення кредитів класифікованих за класом ризику від Е до Н. Банки Бразилії повинні проводити кредитні операції відповідно до висхідного порядку ризику на рівнях АА, А, В, С, D, Е, F, G та Н та надавати дані про об'єм кредитів за кожним з цих рейтингів у своїх балансових звітах. Кожний кредит, який простроче-

ний більше ніж на 90 днів потрапляє до одного з рейтингів від Е до Н. Е – якщо кредит прострочений на 91 та 120 днів, а Н – для кредитів що прострочені на більше ніж 180 днів.

Показник ліквідних активів (різниця між показником для IPO-банків та в середньому для банків партнерів) у період до проведення IPO показує чи якість портфелю кредитів була кращою, або гіршою ніж кредитів банків партнерів. Різниця між показниками якості активів після випуску та до випуску позначає чи в установи був стимул розпочинати кредитні операції гіршої якості, що є результатом значного вливання капіталу внаслідок IPO.

Співвідношення між загальною величиною портфеля кредитів та загальною величиною активів – це інший додатковий показник, який ми використали у нашому дослідженні. Його ще можна визначити як показник зосередження банку на кредитній діяльності. Ця змінна дуже важлива для перевірки неокласичної гіпотези на протигагу гіпотези поведінки.

Якість управління банком

Управлінські якості є однією з основ, що мало досліджувалось в літературі. В даному дослідженні ми використовували показник зарплат плюс інші витрати та винагороди (далі відношення заробітної плати до винагороди), оскільки це популярний показник у Бразилії, особливо після стабілізації економіки. Менший показник свідчить про більшу управлінську ефективність. Жодна з теорій не визначає прямого зв'язку IPO з ефективністю затрат, тому неможливо визначити якими будуть показники змінних. Цей показник слугує для визначення чи є IPO банки краще регульованими ніж банки-аналоги.

Прибутковість

На ряду з роботами Джаїн та Кіні (1994) та Розен та ін. (2005), прибуток від активів (ROA) використовується як показник прибутковості. Ми також використовуємо ROA, а не прибутковість акцій (ROE). Крім того, ROE – це змінна, що більше пов'язана з левериджем. Згідно з неокласичною гіпотезою, IPO-банки будуть більш прибутковими, а знак показника ROA буде позитивним.

Ліквідність

Ліквідність фінансових установ зосереджується на готівці та ліквідних цінних паперах. Однак, неможливо визначити відмінності між ліквідними цінними паперами та ліквідними строковими контрактами на основі фінансової звітності банків Бразилії. Тож ми використовуємо три різні показники ліквідності описані у таблиці 2 для

того, щоб перевірити правильність результатів вибраних показників. Оскільки IPO кандидати перед випуском акцій на фондовому ринку стикаються з більшим обмеженням капіталу, тому очікуємо, що ці банки постануть перед вибором між ліквідністю та прибутковістю. Очікуваним результатом такого вибору є те, що IPO банки покажуть меншу ліквідність по відношенню до банків з групи-аналогу раніше до випуску. Тому ми очікуємо негативний показник для змінних пов'язаних з ліквідністю у період раніше до IPO.

Щоб визначити чи IPO – банки відрізняються від тих, що залишилися у приватній власності, проведено t-тест для показників діяльності. Тож, можливо визначити якщо прогнозовані характеристики спонукають деякі банки стати кандидатами на перехід у державну власність.

2.2. Показники ефективності до та після IPO.

Описова статистика наших результатів представлена у додатку. Періоди з -9 до -3 є найкращими характеристиками положення банку до випуску, оскільки вони відносяться від 9 до 3 семестру до IPO. Періоди від -2 до 0 відображають підготовку до випуску, коли були невігідні умови пропозиції акцій. Періоди від 0 до 5 відображають ситуацію після випуску. Дисперсія досліджуваних змінних по відношенню до їх середніх менша у групах IPO-банків ніж у банках-аналогах. Ми розрахували коефіцієнт варіації (CV) для кожного періоду для обох груп та визначили, що CV завжди менший для IPO-банків, ніж для поєднаних груп.

У таблиці представлено зважені показники ефективності до та після проведення IPO. Як уже пояснювалося раніше, періоди визначалися по семестрах та семестр, в якому відбулось IPO визначається як $t = 0$ для кожного банку. Ми називаємо “період до IPO” періоди від -9 до -3 (тобто від дев'ятого семестру до третього семестру до IPO). Ми не приймаємо періоди $t = -1$ та $t = -2$ для того, щоб уникнути неточності у результатах. Зважені показники ефективності “після IPO” містять періоди з 1 по 5, тобто, семестр зразу після IPO до п'ятого семестру після IPO¹.

¹ Значимо, що дослідження для різних періодів залежить від семестру IPO. Тож для Nossa Caixa (IPO у другому семестрі 2005 року) ми проводили дослідження для періодів від -5 (червень 2003) до +5 (червень 2008). Для банків Pine, Sofisa, Parana, Cruzeiro do Sul та Daysoval (IPO досліджено у 1 семестрі 2007 року), досліджувані періоди починаються з -8 (червень 2003 року) до +2 (червень 2008 року) та для Banks Indusval, ABC Brasil, BIC та Panamericano (IPO у другому семестрі 2007 року), досліджувані періоди починаються від -9 (червень 2003 року) до +1 (червень 2008 року). Як наслідок, загальна кількість досліджень становить 61, а досліджень для періодів від 1 до 5 (після IPO) – 19.

Результати показують, що IPO-банки представляють очікувані характеристики, що відрізняються від банків, які залишилися у приватній власності. В основному, у IPO банків більший показник співвідношення кредитів до активів, краща прибутковість та вони були більше обмежені за капіталом ніж їх приватні аналоги.

T-тест використаний для розрахунку зважених індексів у періоди до IPO показує, що їх середні показники є негативними та значно відрізняються від 0, що означає що у IPO банків значно менші показники Basel indexes, ніж у їх групі-аналозі.

Коефіцієнт співвідношення кредитів до активів показує що портфелі кредитів містять більшу пропорцію активів у IPO-банках ніж у їх приватних аналогах, та те що IPO-банки мають меншу пропорцію прострочених кредитів, що визначає те, що зростання портфелів визначене обмеженнями капіталу. Крім того, IPO банки є більш ефективними.

Результати дослідження підтверджують неокласичну гіпотезу для даної хвилі IPO. Інакше кажучи, IPO є реакцією на економічні, технологічні або регулятивні шоки, причому ліквідність на ринках розуміють як необхідну умову. Тому IPO було оптимальним рішенням для деяких (але не для всіх) банків. Банки, що вирішили стати державними отримали більше можливостей зростання та були більш обмежені капіталом ніж інші банки, що вирішили залишитися у приватній власності. За теорією поведінки діяльність IPO

банків у період до випуском не повинна б була відрізнятися від діяльності тих банків, що залишилися у приватній власності.

Хоча дане дослідження не направлене на визначення природи шоків, що викликали хвилю IPO, все ж таки можливо визначити ряд змін у структурі регулювання та економічного середовища, як зазначено у розділі 1, а саме покращений захист інвесторів, контрольована інфляція та зменшення ставок відсотка, що відобразилось на кредитному бумі, який стався у 2003 році у Бразилії, що могло спонукати деякі банки з більшою спроможністю видавати кредити вирішити стати приватними. Цей феномен супроводжував більшу ліквідність на ринках починаючи з 2005 року, а особливо у першому півріччі 2007 року, в якому зменшилися операційні витрати та дозволені випуски.

У таблиці 3 представлено точні показники діяльності IPO банків після того, як вони стали державними. Ці результати можна інтерпретувати за двома головними причинами: (1) кількість досліджень – 19 є незначною та може вплинути на правильність статистики; та (2) перший період після IPO ($t = +1$) може зазнати змін, особливо що стосується труднощів, з якими можуть стикнутися IPO банки при раптовому збільшенні кількості потоків депозитів пропорційно до збільшення акцій, спонукаючи IPO-банки бути менше ніж оптимально левериджованими у цьому короткому періоді.

Таблиця 3. Точні показники оцінки: до та після випуску

Основи	Змінна	Очік. знак (до / після)	Точні показники			
			До IPO (від -9 до -3)		Після IPO (від +1 до +5)	
			Значення	P-значення	Значення	P-значення
Достатність капіталу	Basel index	- / -	-0.0752***	0.000	-0.0061	0.378
	Продаж кредитів/Загальна сума кредитів	+ / ?	0.1107**	0.012	0.0724	0.566
Якість активів	Недійсний кредит/Загальна сума активів	- / -	-0.0036*	0.052	-0.0027*	0.077
	Заг. сума кредитів/Заг. сума кредитів	+ / +	0.1012***	0.000	0.0731**	0.038
Управління	Зарплати /Винагороди	? / ?	-1.2793***	0.000	-3.1011***	0.002
	Прибуток від активів	+ / ?	0.0136***	0.000	0.0076***	0.004
Ліквідність	Готівка/Сумарні активи	- / ?	-0.0080***	0.000	-0.0023**	0.045
	(Ліквідні цінні папери + Деривативи) /Сумарні активи	- / ?	-0.0307**	0.078	0.0977	0.958
	(Готівка + Ліквідні цінні папери + Деривативи) / Сумарні активи	- / ?	-0.0387**	0.036	0.0954	0.955
Кількість досліджень			61		19	

У таблиці представлено результати точних показників оцінки діяльності вибраних змінних. Зважені показники розраховуються для кожного IPO банку за різницею між кількістю дослідженою для IPO банку та середніми показниками банків, що формують групу-аналог. За неокласичною теорією визначаємо очікуваний знак. Перший знак характеризує період до IPO, другий – після IPO. Знак запитання означає те, що неможливо

визначити знак змінної на основі теорії. P-значення визначені за одностороннім критерієм коли не має очікуваного знаку та двосторонній критерій коли немає попередніх очікувань.

Навіть приймаючи до уваги вказані вище обмеження, можна зробити висновок про деякі з головних заданих індивідуальних характеристик: (1) коефіцієнт співвідношення кредитів до зага-

льної суми активів залишається більшим у IPO-банках ніж у їх групі-аналозі; (2) частка прострочених кредитів по відношенню до депозитів залишається нижче у IPO банках; (3) коефіцієнт співвідношення зарплат до винагород залишається меншим у IPO банках у порівнянні з їх аналогами; (4) показник ROA також вищий у IPO банках; та (5) коефіцієнт співвідношення готівки до загальної суми активів є меншим. Однак, в абсолютних величинах точні показники змінюються як до так і після IPO. Ця інформація може пролити світло на вплив IPO на показники діяльності банків.

Оскільки доходи від IPO в нашій вибірці отримали за рахунок перших випусків (дивись таблицю 1), наші дані співпадають з думкою Кім та Вайсбах (2007), які показують, що випуски нових акцій пов'язані з більшим ростом можливостей та потребою у капіталі, де другі випуски більше пов'язані з потребою вкладу капіталу у різні види цінних паперів.

2.3. Дані про зміни в операційній діяльності (метод різниць). Для того, щоб визначити чи рішення банків стати державними впливають на операційну діяльність ми визначили зміну показників діяльності за часом. Цей показник показує різницю між варіацією показників IPO відповідно до показників базисного періоду (4 семестри перед випуском IPO), та зміну в діяльності банків аналогів протягом кожного періоду. У таблиці 4 представлено результати.

Необхідно обережно аналізувати інформацію у таблиці 4, оскільки середні показники розраховані лише на основі 10 досліджень. Тож представлені результати необхідно аналізувати описовим способом. Наявність даних лише з одного періоду

після IPO для частини банків може також обмежувати аналіз: неможливо відрізнити чи зміни у показниках діяльності стабілізуються після того або іншого періоду, та чи існує якийсь залишковий ефект IPO у періоді $t = 1$, або чи результати лише викликані випадковими змінами.

Загалом є визначення, що IPO може змінити операційну діяльність цих банків. Аналіз необхідно зосередити на змінах в останній колонці таблиці 4 (зміни діяльності визначені у період $t = +1$ по відношенню до періоду $t = -4$). Результати показують зменшення вимог до капіталу (зі збільшенням Basel Index) по відношенню до групи-аналогу. Ці результати підтверджує той факт, що продаж кредитів змінюється у період IPO та зразу після нього.

Зміни показника загальна сума кредитів/загальна сума активів показує, що IPO банки збільшують співвідношення кредитів в активах більше, ніж ті, що належать до групи-аналогу. Потрібно пам'ятати, що на результати не впливає кредитний вибух, що стався у 2005-2007 роках.

Хоча, збільшення коефіцієнту кредитів відбувається разом з пропорційними позитивними змінами у прострочених кредитах, представляємо декілька гіпотез для того, щоб пояснити цей феномен. Наприклад, сувора практика кредитування до IPO могли б послаблюватися через зменшення обмежень капіталу – проблемою, що пов'язують з класичною вартістю установи вільного потоку грошових засобів описаних Єнсенем (1986). Друга гіпотеза полягає в тому, що до IPO кредити гіршої якості продавалися іншим установам відповідно до обмежень капіталу, та після IPO могли б відобразитися у балансовому звіті банку.

Таблиця 4. Зміни у діяльності

Основи	Змінна	Зміна скорегованих показників (%)				
		-4 to -3	-4 to -2	-4 to -1	-4 to 0	-4 to +1
Достатність капіталу	Basel Index	- 3.0	- 1.6	2.1	10.3	6.6
	Продаж кредитів/Загальна сума кредитів	3.4	6.5	2.7	- 2.9	- 7.0
Якість активів	Недійсний кредит/Загальна сума активів	- 0.1	- 0.1	- 0.1	0.2	0.6
	Заг. сума кредитів /Заг. сума активів	0.8	3.6	9.0	6.8	11.1
Управління	Заробітна плата/Винагороди	2.0	- 87.4	- 254.1	- 308.8	- 109.0
Прибутки	Прибуток від активів	- 0.1	- 1.4	- 0.9	- 1.1	- 0.5
Ліквідність	Готівка/ Загальна сума активів	- 0.1	- 0.2	- 0.1	0.1	- 0.1
	(Ліквідні цінні папери + Деривативи) / Загальна сума активів	- 2.6	- 0.1	- 1.5	2.0	- 2.6
	(Готівка + Ліквідні цінні папери + Деривативи) / Загальна сума активів	- 2.7	- 0.3	- 1.7	2.1	- 2.6
Кількість досліджень		10	10	10	10	10

У таблиці представлено середні зміни у діяльності скорегованих відповідно до групи-аналогу показників для 10 IPO банків з 2005 року. Зваже-

ні показники для кожної змінної розраховуються як різниця між значеннями, що визначили для IPO банків та середніми значеннями для банків

групи-аналогу (середні значення представлено у таблиці 3). Для кожного банку ми розраховали відхилення зважених показників, приймаючи період $t = -4$ (четвертий семестр до IPO) як базисний період порівняння. Семестр, у якому відбулося IPO визначається як $t = 0$.

Скореговані зміни коефіцієнту відношення заробітної плати до винагород були негативними для всіх періодів, включаючи періоди після IPO. Це означає, що IPO банки залишаються більш ефективно регульованими ніж, ті що входять до групи-аналогу, навіть після того, як вони стали державними.

Як показано у попередньому розділі, прибутки IPO банків більші у порівнянні з їх приватними аналогами, як до так і після IPO. Однак, негативне відхилення показника прибутку від активів у період після випуску акцій свідчить про те, що різниця у показнику ROA між IPO банками та не IPO банками дещо зменшилася. Тож, спостерігаємо зниження продуктивності після IPO.

Як результати ми визначили, що скорегована зміна показників ліквідності розпочалася протягом періоду IPO ($t = 0$). Цього слід було очікувати, враховуючи те, що ресурси отримані від IPO не зразу були направлені на кредити та/або не ліквідні фінансові активи, тим самим збільшуючи пропорцію ліквідних активів. У період після випуску відбулося зниження ліквідності у банках групи-аналогу. Цей феномен можна пов'язати з меншим левериджем після IPO, що б відобразилося у меншій потребі ліквідності.

Висновки

У статті аналізовано хвилю IPO банків Бразилії за останні роки, починаючи з Banco Nossa Caixa у жовтні 2005 року, та інших 9 банків у 2007 році. Результати дослідження показали, що банки, які вирішили стати державними до IPO відрізнялися від банків, що залишилися у приватній власності. IPO банки стикнулися з більшими обмеженнями капіталу та ліквідності та показали більшу продуктивність, кращі управлінські якості та кращу якість активів. Тож, дані результати підтверджують неокласичну теорію про IPO хвилі, за якою IPO має економічні мотивації та те що вона є результатом шоків на економічне, управлінське та технологічне середовище. Тож, рішення стати державними в основному пояснюється можливістю росту пов'язану з періодами сильної ліквідності в економіці, а не за головним банком та контролюючими органами цих банків намагаючись регулювати ринок.

Ми також визначили, що IPO само по собі може вплинути на операційну діяльність цих банків. Для банків рішення стати державними мали по-

зитивні впливи на показник капіталізації, яка вимірюється за Basel index.

Крім того, зниження об'єму продажу кредитів, що пов'язано з більшою капіталізацією після випуску, оскільки продаж кредитів – це альтернативна форма адаптації до рівня регулювання вимог капіталу. Результати дослідження також показують, що IPO також веде до збільшення співвідношення кредитних операцій у банківських активах, що супроводжується більш ніж пропорційним підвищенням коефіцієнту прострочених кредитів. Це свідчить про те, що банки не достатньо пильно визначали кредитоздатність позичальників як раніше. Дана проблема може бути пов'язана з агентськими витратами вільного грошового потоку, які досліджував Єнсен (1986). Однак, також можливо те, що банки продавали кредити нижчої якості та після проведення IPO вони змогли відобразити це у балансових звітах. Ще одним питанням даної роботи є більш точне визначення причин погіршення якості портфелю кредитів.

Ми також відзначили покращення операційної ефективності, про що свідчить збільшення показника співвідношення заробітних плат до винагород.

Якщо розглядати контрольну групу, то рентабельність значно зменшується. Ми не змогли точно визначити чи зменшення відбувалося через майбутні витрати випуску або викликане погіршенням якості портфелю кредитів. Що стосується ліквідності, то тут спостерігалось зменшення показника співвідношення готівки та ліквідних цінних паперів до загальної суми активів. Це може бути пов'язано з меншим левериджем після випуску, що б відобразилося у спадаючій потребі ліквідності.

Основними недоліками даного дослідження є те, що для більшості IPO був лише один досліджуваний період після випуску. Тому, дослідження ще декількох таких періодів допоможе відповісти на деякі невизначені питання. Це збільшить правильність статистичного дослідження. Тож висновки можна зробити лише за результатами про мотиви проведення IPO.

Визначення, що в IPO-банках збільшується показник співвідношення кредитів до активів після того, як вони стали державними, у порівнянні з іншими банками, що мають подібні характеристики сприяє визначенню ряду висновків для органів регулювання, інвесторів та для економіки країни в цілому.

Органи управління банків повинні відмітити те, що якщо рішення стати державними впливає на їх діяльність та ступінь ризику, це також вплине на систематичний ризик фінансової системи.

Список використаних джерел

1. Allen, F. and Carletti, E., (2008). The Role of Liquidity in Financial Crises, available on http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1268367, accessed August 4th, 2009.
2. Alti, A., (2001). Clustering Patterns in IPO Waves, Working paper, available on http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=305156, accessed August 4th, 2009.
3. Alti, A., (2005). IPO Market Timing, *Review of Financial Studies* 18, No. 2, 1105-1138.
4. Alti, A., Sulaeman, J., (2008). When do High Stock Returns Trigger Equity Issues?, *working paper*, available at www.mccombs.utexas.edu/faculty/aydogan.alti.
5. Central Bank of Brazil, 1999, Resolution 2.682 of December 22nd, 1999.
6. Central Bank of Brazil, 2008, Review of the Criteria of Segmentation of Banking Institutions and Conglomerates by Size and by Type of Activity, *internal document of the Department of System Surveillance and Information Management – Desig*.
7. Coakley, J., Hadass, L., Wood, A., (2007). Post-IPO Operating Performance, Venture Capital and the Bubble Years, *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (9) & (10), 1423-1446.
8. Gavish, B., Kalay, A., (1983). On the asset substitution problem. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18, 21-30.
9. Goldfajn, I., Hennings, K. and Mori, H., 2003, Brazil's financial system: resilience to shocks, no currency substitution, but struggling to promote growth, *Center for Research on Economic Development and Policy Reform – Stanford University – Working Paper*, available at <<http://scid.stanford.edu/pdf/credpr170.pdf>>, accessed August 4th, 2009.
10. Ibbotson, R.G., Jaffe, J.F., (1975). Hot issues' market, *Journal of Finance* 30, No. 4, 1027-1048.
11. Ibbotson, R.G., Sindelar, J.; Ritter, J., (1994). The market's problems with the pricing of Initial Public Offerings, *Journal of Applied Corporate Finance* 6, 66-74.
12. Jain, B., Kini, O., (1994). The post-issue operating performance of IPO firms, *Journal of Finance* 49, No. 5, 1699-1726.
13. Jensen, M.C., (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
14. Kim, K., Kitsabunnarat, P., Nofsinger, J.R., (2004). Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms, *Journal of Corporate Finance* 10, 355-381.
15. Kim, W. and Weisbach, M.C., (2007). Do Firms Go Public to Raise Capital?, *NBER Working Paper Series*, available at <<http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/11197.html>>, accessed August 4th, 2009.
16. Merton, R.C., (1974). On the pricing of corporate debt: the risk structure of Interest Rates. *Journal of Finance* 29, 449-470.
17. Mikkelsen, W.H., Partch, M.M., Sha, K., (1997). Ownership and operating performance of companies that go public. *Journal of Financial Economics* 44, 281-307.
18. Myers, S.C., (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
19. Oliveira, R.F., Estudo da Percepção de Risco por Parte dos Depositantes de Bancos – o Caso Brasileiros de 1999 a 2006, *Doctoral Thesis*. Universidade de São Paulo, Brazil.
20. Pagano, M., Panetta, F., Zinagales, L., (1998). Why do Companies Go Public? An empirical Analysis, *Journal of Finance* 53, 27-64.
21. Pástor, L., Veronesi, P., 2003, Stock Prices and IPO Waves, *Working Paper*, available on <www.ssrn.com>, accessed August 4th, 2009.
22. Pástor, L., Taylor, L.A., Veronesi, P., (2009). Entrepreneurial Learning, the IPO Decision, and the Post-IPO Drop in Firm Profitability, *The Review of Financial Studies* 22 (8), 3005-3046.
23. Reilly, Frank K., (1973). Further Evidence on Short-Run Results for New Issue Investors, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8 (1), 83-90.
24. Ritter, J.R., (1984a). Signaling and valuation of unseasoned new issues: a comment, *Journal of Finance* 39 (4), 1231-1239.
25. Ritter, J.R., (1984b). The hot issue market of 1980, *Journal of Business* 57 (2), 215-240.
26. Rock, K., (1986). Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
27. Rosen, R.J., Smart, S.B. and Zutter, C.J., (2005). Why do firms go public? Evidence from the banking industry, *working paper*, Available on <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686473>, accessed August 4th, 2009.
28. Saunders, A. and Cornett, M.M., 2007, *Financial Institutions Management, a Risk Management Approach*, 6th Ed. *Mc Graw Hill*.
29. Shelor, R.M. and Anderson, D.C., (1998). The financial performance of REITs following initial public offerings, *Journal of Real Estate Research* 16 (3), 375-387.
30. Shimizu, K., (2009). Is the information produced in the stock market useful for depositors?, *Finance Research Letters*, 6 (1), 34-39.

Додаток

У таблиці представлено середні величини та стандартні відхилення (у дужках) досліджуваних змінних. У колонках під заголовком “ІРО-банки” представлено значення для цих банків, в інших колонках представлено значення для банків групи-аналогу. Період 0 описує семестр коли відбувся випуск. У випадках коли один і той же банк належав до групи-аналогу двох або більше різних ІРО банків, з різними датами ІРО (1 семестр та 2 семестр 2007 року) для банку, що належить до групи-аналогу обидва семестри вважатимемо за 0 період.

Таблиця 1. Описова статистика

Період	Достатність капіталу				Якість активів				Розмір	
	Коеф. капіталу (Basel index)		Продані кредити / Загальна сума кредитів		Кредити / Загальна сума активів		Прострочені кредити / Загальна сума активів		Активи (BRL млн)	
	ІРО банки	Аналог	ІРО банки	Аналог	ІРО банки	Аналог	ІРО банки	Аналог	ІРО банки	Аналог
від -9 до -3	0.190	0.286	0.183	0.075	0.498	0.387	0.019	0.029	3,234	5,234
	(0.070)	(0.240)	(0.384)	(0.258)	(0.194)	(0.242)	(0.022)	(0.041)	(5,569)	(10,400)
від -2 до 0	0.218	0.270	0.340	0.275	0.489	0.395	0.014	0.027	6,258	8,865
	(0.084)	(0.221)	(0.661)	(0.757)	(0.186)	(0.229)	(0.015)	(0.037)	(8,219)	(16,900)
від 1 до 5	0.228	0.238	0.276	0.173	0.430	0.375	0.014	0.018	17,700	27,700
	(0.081)	(0.180)	(0.517)	(0.446)	(0.247)	(0.224)	(0.012)	(0.030)	(19,200)	(42,600)
Період	Якість управління				Прибутки				Ліквідність	
	Заробітні плати / Винагороди		ROA		Готівка / Загальна сума активів		(Ліквідні цінні папери + Деривативи) / Загальна сума активів		(Готівка + Ліквідні цінні папери + Деривативи) / Загальна сума активів	
	ІРО банки	Аналог	ІРО банки	Аналог	ІРО банки	Аналог	ІРО банки	Аналог	ІРО банки	Аналог
від -9 до -3	2.999	4.191	0.018	0.006	0.007	0.0135	0.285	0.329	0.292	0.343
	(1.807)	(8.372)	(0.017)	(0.022)	(0.010)	(0.0288)	(0.210)	(0.227)	(0.209)	(0.222)
від -2 до 0	2.714	6.414	0.013	0.009	0.006	0.0118	0.308	0.281	0.314	0.293
	(1.616)	(22.489)	(0.007)	(0.032)	(0.008)	(0.0274)	(0.213)	(0.207)	(0.211)	(0.202)
від 1 до 5	2.224	4.141	0.017	0.009	0.005	0.0097	0.367	0.252	0.371	0.261
	(1.564)	(14.934)	(0.012)	(0.016)	(0.004)	(0.0213)	(0.265)	(0.1887)	(0.265)	(0.186)

Отримано 22.02.2010

Переклад з англ. Лисенко Ю.