

УДК 336.713(529)

РОЛЬ ЛІКВІДНОСТІ БАНКІВ У БАНКІВСЬКИХ ТА НЕБАНКІВСЬКИХ КОНГЛОМЕРАТАХ: ДАНІ З ТАЙВАНЮ

Ч.-Е. Ванг, Ч.-Х. Шен

У роботі вивчається роль банку в конгломераті, роль, яку найкраще вивчати протягом “поганого” періоду. За допомогою використання унікальних даних про кредитні угоди банків Тайваню автори проаналізували дві гіпотези. Перша розширена гіпотеза стосовно обмеженої ліквідності, яка доводить, що протягом несприятливого періоду інвестиції фірм, що належать до небанківської групи, є більш обмеженими, ніж під час звичайного (нормального) відрізка часу, не може бути відхилена. Цей же аргумент, однак, не може розповсюджуватись на компанії з банківської групи. По-друге, розширену гіпотезу про гарантію ліквідності, яка доводить, що протягом несприятливого періоду фірми можуть отримати кошти лише тоді, коли вони є членами групи банків, основна діяльність якої пов’язана з фінансуванням, також прийнято.

Ключові слова: розширена гіпотеза про обмежену ліквідність, розширена гіпотеза про гарантію ліквідності, група банків.

Вступ

Число досліджень, присвячених вивченню ролі банків в діяльності конгломератів, неухильно росте. В більш ранніх роботах приналежність банку до групи¹ вважається вигідною. Наприклад, головний банк в японській кейрецу (*keiretsu*) може забезпечити ліквідність своїм філіям, що входять до цієї ж групи, що робить їх менш вразливими по відношенню до економічних потрясінь та фінансових обмежень. Окрім того, фірмам-членам групи простіше отримати дешевші джерела фінансування. Лише останнім часом вчені почали обговорювати питання стосовно того, що включення банку в групу передбачає додаткові витрати. В якості прикладу, група може обирати максимізацію стабільності, а не прибутковості, що означає, що їхній банк не може забезпечити ні ліквідність, ні недороге фінансування для фірм, що зазнали збитків (Ферріс, Кім та Кітсабуннат, 2003; Клаессенс, Фен та Ленг, 2002). Всіх вищеперелічених переваг насправді можна не отримати. Тому питання точної ролі банків в групі залишається відкритим. Розуміння функцій банку в групі може забезпечити розуміння по відношенню до стратегій ділової активності конгломератів.

Мета статті – проаналізувати роль ліквідності банків. Це питання можна найкраще зрозуміти на прикладі конгломерату, де використано дані про тайванську бізнес-групу протягом несприятливого періоду. Для аналізу цього питання ми пропонуємо дві гіпотези. По-перше, розглядаємо кризу 1997 року в Азії в межах загальноприйнятої “гіпотези обмеженої ліквідності” для *фірм-членів банківської групи та організацій, що не входять до групи банків*. В гіпотезі підтримується думка, що протягом звичайного періоду фірми-члени, що мають позитивну чисту поточну вартість (NPV), не можуть бути обмежені у фінансовому відношенні, тому що банки, які є їхніми філіями, можуть забезпечити їм ліквідність

¹ У даній статті поняття “група” та “конгломерат” використовуються поперемінно; поняття “фірма, що входить до групи” та “філія, що є членом групи”, також рівноправно замінюють одне одного.

щоразу, коли це буде необхідно. Розумним поясненням цього є те, що тісні банківські відносини можуть знизити імовірність наявності асиметрії інформації, а, в свою чергу, фірми з позитивною NPV можуть отримати грошові кошти від аутсайдерів (Фаззарі, Хуббард та Петерсен, 1988; Хоші, Кашіап та Шафстейн, 1991). Однак існують і зовсім протилежні погляди стосовно цього питання (див. наступний розділ). У статті стверджується, що роль ліквідності банку посилюється протягом несприятливого періоду, а отже, фірми, що є членами *банківської групи*, під час кризи в Азії не можуть мати обмежень в плані ліквідності, а фірми, що входять до *небанківської групи*, матимуть обмежену ліквідність. Ми просто відносимо це до *“розширеної гіпотези обмеженої ліквідності”*.

Роль банків протягом періоду кризи можна також проаналізувати шляхом використання *“гіпотези про гарантію ліквідності”*, яка описує роль банку, коли фірма в тій самій групі раптово стикається з ризиком ліквідності. Дана гіпотеза стверджує, що банк-філія здатний гарантувати ліквідність тим фірмам, які розглядаються як ті, що в першу чергу потребують “спасіння”. Тіллі (1989) підтримував цю гіпотезу, доводячи, що банки, як правило, скорочують позики у зв’язку з погіршенням балансових відомостей та зниженням чистої вартості філії. Відмінність нашого підходу до перевірки цієї гіпотези полягає в тому, що далі ми класифікуємо банківські групи на *групи банків, основна діяльність яких не пов’язана з фінансуванням*, та *групи банків, профільною діяльністю яких є фінансова*¹. У зв’язку з тим, що у попередніх дослідженнях рідко класифікувались банківські групи на базі їхньої профільної діяльності, результати цих робіт не можна вважати надійними. Цей аргумент основної діяльності розглядається як *“розширена гіпотеза гарантії ліквідності”*. Нами було виявлено, що банки, які належать до групи, чия основна діяльність не стосується фінансування, мали схильність рятувати фірми, що перебували у досить скрутному становищі, під час кризи в Азії у 1997 році, тоді як ті, чия профільною діяльністю було фінансування, не робили цього.

Наш метод відповіді на це питання дещо відрізняється від тих, які пропонує література. У зв’язку з тим, що дослідження цієї теми найкраще проводити, маючи дані про окремі кредитні угоди, які, як правило, недоступні в більшості країн, минулі роботи базувались на фінансових показниках фірм для непрямого аналізу подібних питань (Ферріс та ін., 2003; Клаєссен та ін., 2002). Ми долаємо цю проблему за допомогою збору даних про індивідуальні кредитні угоди банків Тайваню, включаючи контракти між фірмами та банками, а саме процентні ставки по позиках, сума позики, застава, імена позичальника та кредитора тощо. Власне, посилену увагу ми приділяємо позиковим процентам та сумах позики від банків-членів резервної системи, що належать до тієї самої групи (далі банк-член, МВ) та від банків-не членів в іншій групі (далі банк, що не є членом системи), що дозволяє нам безпосередньо перевірити нашу гіпотезу. Це значить, що це дослідження, на відміну від інших, є більш точною оцінкою даної гіпотези.

1. Гіпотези: роль банку в діяльності конгломерату

Ліквідність, або власні кошти, є більш привабливою у якості джерела корпоративного інвестування, беручи до уваги асиметрію інформації між позичальниками та кредиторами, а також проблему стимулювання, яка виникає в результаті зменшення концентрації (зменшення пайової участі акціонерів у розподілі чистого прибутку в результаті збільшення акціонерного капіталу) загальної власності через зовнішнє фінансування для менеджерів, що здійснюють контроль над діяльністю фірм. Результати декількох досліджень японських МВ виявили, що вони (МВ) відіграють значну роль у пом’якшенні обмежень ліквідності для корпоративного інвестування. Було також виявлено, що інвестиції були менш чутливими по відношенню до ліквідності (чи довгострокової заборгованості) для фірм з МВ чи з міцнішими зв’язками з МВ в плані рівня чи стабільності частки кредиту МВ, а також частки власності МВ (Хоші та ін., 1991; Морі, 1994). Шеард (1985) проводить додаткову перевірку в цьому ж напрямку та вияв-

¹ В Тайвані до фінансових ділових кіл завжди входить банк-член Федеральної резервної системи.

ляє, що швидкість приведення у відповідність за допомогою зміни рівня зайнятості під час фінансової кризи є повільнішою, коли компанії мають міцні зв'язки з МВ (в плані частки власності та частки кредитування). Це розглядається як результат того, що вони були меншою мірою обмежені в плані ліквідності. Ханші (1982), однак, не виявив жодного доказу того, що зв'язки з МВ пом'якшують обмеження ліквідності компанії. Що стосується підприємств Німеччини, то Елстон та Албач (1995) знайшли деяку інформацію про те, що фірми з суттєвими частками власності банку не мали жодних обмежень в 1980-х роках, на відміну від фірм, що не володіли часткою пакету акцій. Проте Фохлін (1998) виявив, що німецькі підприємства з "прив'язаністю" до банку, або навіть довгострокові відносини з банком, не були пов'язані з будь-яким суттєвим зниженням чутливості їхніх інвестицій по відношенню до ліквідності або зниженням рівня інвестицій протягом 1903-1913 рр. – періоду становлення універсальної банківської справи. Стосовно американських компаній, зареєстрованих на біржі, Х'юстон та Джеймс (1996) виявили, що фірми, які поклалися на єдиний банк, були більш обмежені в плані руху готівки протягом 1980-1993 рр. Чутливість інвестицій до ліквідності поступово збільшувалася у відношенні заборгованості банку до непогашеної загальної заборгованості – знак того, що вони зіткнулися з вищими витратами, пов'язаними з зовнішнім фінансуванням. З іншого боку, Вейнстейн та Яфех (1998) також виявили, що клієнти МВ мали значно кращий доступ до капіталу до 1980 року, ніж інші фірми, перевага, яка зникла у зв'язку з фінансовою лібералізацією на початку 1980-х.

1.1. Розширена гіпотеза про обмежену ліквідність

На досконалому ринку капіталу рівень інвестицій повинен лише стосуватись NPV проекту, тому що внутрішні та зовнішні фонди є взаємозамінними. Отже, Q має бути єдиним визначальним фактором інвестицій. Проте в реальному світі ринок капіталу далекий від ідеального і може виявитись, що проект з позитивною NPV не фінансується за рахунок асиметрії інформації. В цьому випадку незалежна фірма, яка не належить до якоїсь бізнес-групи, при прощтовхуванні проекту повинна покладатись на власні кошти. Проблема асиметрії інформації є не такою гострою за умови членства фірми в банківському конгломераті, оскільки банк володіє внутрішньою інформацією про проекти своїх дочірніх фірм. За умови такого сценарію зовнішні та внутрішні фонди є взаємозамінними всередині банківського конгломерату (Хоші та ін., 1991). У попередніх роботах, де ця гіпотеза перевірялась за допомогою аналізу коефіцієнтів грошових потоків в інвестиційній функції, виявлено значний коефіцієнт руху готівки, що говорить про те, що розгляд інвестицій залежить від внутрішніх фондів, та про те, що фірми є або обмеженими в плані ліквідності, або ж ні.

В попередніх роботах, де досліджувалось питання обмеженої ліквідності, проаналізовано значимість коефіцієнтів грошового потоку в регресії інвестицій. Грошовий потік в фірмах-членах групи має бути незначним, на відміну від руху готівки в незалежних організаціях, який має бути суттєвим. Хоші та ін. (1991) використали дані японських підприємств та довели, що у зв'язку з групою головних японських фірм (*кейрецу*) фірми-члени групи є добре відомі серед своїх банків, тому проблему асиметрії інформації знижено до мінімуму. Ці результати підтримують гіпотезу про обмежену ліквідність. Використавши дані Японії, Каплан та Мінтон (1994), Гібсон (1995), Морк, Накамура та Шівдасані (2000) дійшли такого ж висновку.

1.2. Розширена гіпотеза про гарантію ліквідності

Протягом "поганого" року, коли фірма стикається з більшим ризиком банкрутства внаслідок ризику ліквідності, банк в тому самому конгломераті здатний функціонувати як страховик. Тобто він може взяти на поруки дочірні фірми, що опинилися у скрутному становищі, що і є основою *гіпотези про гарантію ліквідності*.

Як говорилось раніше, Тіллі (1989) акцентував увагу на цій гіпотезі, стверджуючи, що банки, як правило, скорочують позики в умовах економічного занепаду, який пов'язаний з погіршенням балансових рахунків та зниженням чистої вартості предмету застави. З цього має слідувати, що банки в групі могли забезпечити ліквідність компаній-філій, що зазнали пора-

зки. Абеґлен та Сталк (1985) приводять випадок автомобільного виробника, Mazda, та його банківського конгломерату, Sumitomo group, як приклад. Коли Mazda перебувала у фінансовій кризі протягом 1970-х років, генеральний директор Sumitomo Bank прийняв на себе керівництво компанією та допоміг їй подолати фінансові негаразди. Накатані (1984), колишній керівник Sumitomo Bank, заявив: “Ми завжди готові прийти на допомогу фірмі, що потрапила в біду. Ми не дозволимо жодній компанії зазнати краху...”

Було знайдено ще один доказ стосовно цього питання. Результати роботи Сузукі та Райта (1985) показали, що в часи фінансових негараздів імовірність уникнення банкрутства японськими компаніями, що мали тісні зв'язки з банком, була вищою, чого не можна сказати про підприємства, які таких стосунків не мали¹.

У даному дослідженні бізнес-групи діляться на *банківські групи* та *небанківські групи*, де перше поняття означає ті групи фірм, членом яких є принаймні один банк. Серед учасників небанківської групи банків немає. У багатьох літературних джерелах фірми класифіковані на фірми-члени групи та незалежні компанії (Хоші та ін., 1991). Було також проведено статистичні перевірки на предмет доказу фінансових обмежень. Це опосередковано наводить на думку про те, що до кожної бізнес-групи в якості учасника входить банк. Вважаємо за необхідне зазначити, що те, що є звичним для Японії та Німеччини, не обов'язково підходить для інших країн. Наприклад, корейський *чобол* (фінансово-промислова група в Кореї) не використовує головну банківську систему і, отже, може не мати банку серед своїх членів (Бає, Канг та Лім, 2002). Так само, дві третини тайванських бізнес-груп не мають банку в якості учасника. Тому цілком допустимо стверджувати, що до бізнес-групи банк не входить.

2. Джерела даних та основні статистичні дані

2.1. Банківські та небанківські конгломерати в Тайвані

Політики більшості країн спробували зробити захисну систему між банками та фірмами більш ефективною, а обмеження на позики третім сторонам стали більш жорсткими. Хоча було прийнято принципи індивідуального корпоративного володіння з максимальним рівнем 4%, були все ж представлені певні обмеження, які передбачають більшу власність інвесторів, що спеціалізуються на фінансових інститутах.

Визначення *бізнес-групи* та її членів ускладнюється тим, що наукове обґрунтування не завжди співпадає з визначенням практиків. Наприклад, немає єдиної дефініції, коли йдеться про те, скільки дочірніх компаній, активів чи інших критеріїв вимагається для того, щоб класифікувати фірму як групу. В той час як філія групи часто визначається як та, що має частку близько 10%, 155 чи 205, привласнених іншими фірмами, насправді нелегко визначити “кінцевого контролера” у зв'язку з фондами, що працюють за “пірамідальною” схемою, та перехресним володінням акціями. З урахуванням цього в даній роботі ми приймаємо визначення бізнес-групи, яке використовується в різних номерах *Business Groups in Taiwan* (BGIT), опублікованого Службою кредитної інформації Китаю (CCIS)². CCIS визначає бізнес-групу як структурну одиницю, до складу якої входять принаймні три компанії.

Обрання нашої вибірки базується на класифікації BGIT зі змінами та доповненнями. Спочатку конгломерат визначається як група банків за умови, що вона володіє принаймні 5% капіталу банку; у протилежному випадку вона є *небанківською групою*. Ставка на рівні відсікання 5% базується на положеннях Закону Банку Тайваню, які передбачають, що одній і тій

¹ Випадок Японії є більш повним, ніж ми вважали, оскільки банки в цій країні можуть бути дебіторами та власниками акцій водночас. Концентрація боргу та акцій дає змогу банкам реструктурувати пасиви фірми без покладання на координаційну роль судів по справам про банкрутство.

² CCIS – підтримувана урядом компанія, яка в основному спеціалізується на зборі інформації про кредитоспроможність позичальника.

самій особі чи організації не дозволяється володіти більш ніж 5% банківського капіталу¹. Далі, з метою уникнення будь-якого можливого впливу, наприклад, неринкових факторів, ми виключили з вибірки бізнес-групи, що належать державі чи політичним партіям, та групу підприємств комунального обслуговування. Дочірнє підприємство обирається лише тоді, якщо воно належить до конгломерату протягом усього досліджуваного періоду, 1994-2001 рр. І останнє, лише фірми, що котируються чи не котируються на фондовій біржі з фінансовою інформацією, що є доступною для громадськості, прийняті до вибірки. До зареєстрованих підприємств входять ті, акції яких котируються на фондовій біржі Тайваню (TSEC) та на позабіржовому ринку цінних паперів (OTC)².

Таблиця 1

Банківські бізнес-групи

Назва групи	Назва банку-учасника (код TSEC)	Найбільша частка акцій у власності A: особи B: особи та фірми-філії C: A+ B	A: основна (профільна) діяльність B: інші фірми, діяльність яких не пов'язана з фінансуванням C: інші фірми, діяльність яких пов'язана з фінансуванням D: характеристики діяльності групи
1. Yuen-Foong Group	International Bank of Taipei (2808)	A: 2.38 B: 18.05 C: 20.43	A: Yuen-Foong Paper Co. B: China Color Printing, Union Paper, Yuen-Foong-Yu Paper MFG, Shin-Foong Chemical Industry, Taiwan Hopax Chemicals MFG, Perk Crown Paper, Ray Foong, Shen's Art Printing, Hsin-Yi Recreation, Shin-Yti, Boardteck Electronics, Prime View International C: жодних D: диверсифікація
2. China-Trust Group	China Trust Commercial Bank (2815)	A: 8.14 B: 16.28 C: 24.42	A: China Trust Commercial Bank B: United Advertising, China Synthetic Rubber, Grand Pacific Petrochemicals, Chie-Ho Engineering and Development, Wyse Technology Taiwan, Trace Storage Technology, KG Telecommunications, Ho -Hsin Land Consulting, Giga Media C: Grand Pacific Securities Investment Trust, China Securities, China Life Insurance, China Trust Investment D: наголос
3. President Group	Grand Commercial Bank (2828)	4.17 11.57 C. 15.74	A: President Enterprises Co. B: President Chain Store, Prince Housing and Development, Universal Cement, Tainan Spinning, Nanlien International, Ton-Yi Industrial, Test Union, Mospec Semi-conductor, President Pharmaceuticals C: President Securities, Nan-Fan Investment D: диверсифікація
4. Wal-Sin Li-Hwa Group	Dah-An Commercial Bank (2829)	2.25 14.81 17.06	A: Wal-Sin Li-Hwa Co. B: Wal-Sin Technology, Lih-Hwa Truck, Wha-Yo Electronic Materials, Winbond Electronics, Hannstar Board, Integral Chemical, Wal-Sin Advanced Electronics, Kolin Construction and Development, Wal-Sin Li-Hwa Holding C: Han-Yo Investment and Development D: диверсифікація
5. Re-Bar Group	The Chinese Bank (2831)	2.12 18.52 20.64	A: China Re-Bar B: Far-Eastern Silo Shipping, Re-Bar Construction Development, Chia Hsin Food and Synthetic Fiber, Estern Broadcasting, Eastern Multimedia C: Union Insurance, Chinese Bills Finance, D: диверсифікація
6. Cathay Group	Cathay United Bank (2835)	4.94 8.87 13.81	A: Cathay Life Insurance, Cathay Construction B: San-Ching Engineering, Cathay General Hospital C: Tong-Tai Insurance D: подвійний наголос

¹ В цій самій статті також стверджується, що особи чи організації з "взаємопов'язаними" відносинами, які попередньо працювали директорами, керівниками чи менеджерами, а також юридичні особи чи інші організації, в яких такий персонал банку виконує обов'язки представників чи менеджерів, розглядаються як одна й та сама особа. Статут (положення), однак, не виключає можливості "пірамідальної" схеми та перехресного володіння акціями.

² В Тайвані цей тип компанії не котирується на TSEC, проте від нього все ще вимагається обнародування фінансових заяв громадськості.

Продовження табл. 1

Назва групи	Назва банку-учасника (код TSEC)	Найбільша частка акцій у власності A: особи B: особи та фірми-філії C: A+ B	A: основна (профільна) діяльність B: інші фірми, діяльність яких не пов'язана з фінансуванням C: інші фірми, діяльність яких пов'язана з фінансуванням D: характеристики діяльності групи
7. Ruentex Group	Sino-Pac Bank (2839)	5.93 14.28 20.21	A: Ruentex Construction and Development B: Ruentex Industries, Ruentex Construction and Engineering, Kwang-Hua Development and Investment, Ruentex Cement, Ruentex Leaning, Rt-Mart International C: Fu-Hua Securities, Fun-Hwa Investment Trust, Kwang-Hua Securities Investment Consultants, Kwang-Hua Securities Investments and Trust, Sino-Pac Securities, Ruentex Investment, D: диверсифікація
8. Fu-Bon Group	Fu-Bon Commercial Bank (2842)	2.65 14.87 17.52	A: Fu-Bon Insurance B: Fu-Bon Construction Management, Formosa Land Development C: Fu-Bon Futures, Fu-Bon Securities, Fu-Bon Life Insurance, Fu-Bon Securities Investment Trust, Fu-Bon Securities Finance, Fu-Bon Development and Investment, Fu-Bon Bills Finance D: наголос
9. Shin-Kong Group	Tai-Shin International Bank (2844)	1.63 11.71 13.34	A: Shin-Kong Co., Ltd. B: Shin-Kong Spinning, Shin-Hai Gas, Shin-Kong Synthetic Fibers, Shin-Kong Construction and Development, Taiwan SOGO C: Shin-Kong Insurance, Shin-Kong Leasing, Taiwan Securities, Taiwan Securities Investment Trust Shin-Kong Security, Shin-Kong Life Insurance D: наголос
10. Far-East Group	Far-Eastern International Bank (2845)	4.45 13.88 18.33	A: Far-Eastern Construction B: Far-Eastern Development Stores, Oriental Union Chemical, Far-Eastern Textile, Asia Cement, U-Ming Marine Transport, Far-Eastern Dupont C: Oriental Securities, Yuang-Ding Investments D: диверсифікація
11. Hua-Eng Group	Cheng-Shin Commercial Bank (2846)	1.10 9.54 10.64	A: Hwa-Eng Wire and Cable B: First Copper and Iron Industrial, Hua-Well Electronic C: жодних D: диверсифікація
12. En-Tie Group	En-Tie Commercial Bank (2849)	3.29 15.01 18.30	A: Hung-Tai Construction B: Hung-Sheng Construction, Cooperative Construction C: Hung-Fu Life Insurance D: диверсифікація
13. Ever-Fortune Group	Pan-Asia Commercial Bank (5810)	3.87 9.85 13.72	A: Ever-Fortune Industrial B: Ever-Fortune Recreation, Chang-Sheng Contractor, Chang-Shun Construction, Chen-Hsin Construction, Hung-Yi Construction and Development, Everpower Co., Chang-Cheong Construction and Development, Yi-Deh Environment Protection Technology C: Chang-Sheng Investment, Chia-Yi Securities, Pan Asia International Development, Pan Asia Commodity D: диверсифікація
14. Jih-Sun Group	Jih-Sun Commercial Bank (Baodao Commercial Bank, 5817)	1.03 4.92 5.95	A: Jih-Sun Securities B: Network Securities Investment C: Jih-Sun International Leasing and Finance, Jih-Sun Securities Investment Trust, Jih-Sun Securities Investment Consulting, Jih-Sun Futures, Jih-Sun Securities International Holdings, Jih-Sun Securities Service D: наголос
15. Chin-Fon Group	28976 Chin-Fon Commercial Bank (2897)	2.41 8.73 11.14	A: San-Yang Industry B: Fong-Ta Trading, United Chinese Leasing, San- -Yang Construction, Nan-Yang Industries, Chao- -Yang Electronic Components, Hi-Chung Co., Chin-Fon Semiconductor and Technology C: King-Hoe Securities, San-Yang Investment D: диверсифікація

В таблиці 1 запропоновано перелік 15 банківських конгломератів з назвами їхніх груп, назвами банків-членів, процентним співвідношенням акцій, якими володіє абсолютний власник, їхньою профільною діяльністю, діяльністю, яка пов'язана чи не пов'язана з фінансуванням, а також з характеристиками діяльності групи. В таблиці представлено детальну інформацію про 15 банківських бізнес-груп. В колонках 1 та 2 перелічено назви груп банків та назви банків-учасників відповідно. В третій колонці запропоновано структуру власності власників контрольних пакетів акцій та фірм, які з ними пов'язані. Четверта колонка містить назви профільної діяльності (А), назви інших фірм, діяльність яких не стосується фінансування (В), назви фірм, діяльність яких пов'язана з фінансуванням (С), та характеристики діяльності групи (D). Інформація, яку пропонує колонка 4, отримана з записів CCIS. CCIS виділяє три типи стратегій ділової активності: диверсифікація, наголос на видах діяльності, пов'язаних з фінансуванням, та подвійний наголос на загальних галузях промисловості і секторах, діяльність яких пов'язана з фінансуванням.

В таблиці 2 міститься інформація про 152 небанківські конгломерати, проте через просторові обмеження, ми не повідомляємо про кожну філію групи. Представляємо інформацію про профільну діяльність цих груп за типами промисловості, тобто акціонерні цінні папери (8), міжнародна торгівля (3), електроніка (30) та традиційні галузі (111), де кількість груп в кожному секторі вказана в дужках.

Таблиця 2

Небанківські бізнес-групи

Група 1. Профільна діяльність: фінансові сектори (8) Grand Cathay Securities, Yuan Ta Securities, Entrust Securities, Asia Securities, Taiwan International Securities, Concord Securities, First Taiwan, Capital Investment, Polaris Securities
Група 2. Профільна діяльність: сектори міжнародної торгівлі (3) Mercuries and Associates, Sino-Japan (Enterprise Bank of Hualien), Collins
Група 3. Профільна діяльність: електронна промисловість (30) Umax Data Systems, Tatung, First International Computer, CTX Opto-Electronics, CMC Magnetics, U-lead Systems, Advanced Semiconductor Engineering (ASE), Tekcon Electronics, Taiwan Semiconductor Manufacturing, Taiwan Communication System, Taiwan Semiconductor Life on Electronics, ACER, Kinpo, Chi Mei, Gvc, Mosel Vitelic, Enlight, Yageo, Asustek, Avermedia, ADI, Green-point, Quanta Computer, Aurora, Action Electronics, Tsann Kuen, United Microelectronics, Hon Hai Precision Industry
Група 4. Профільна діяльність: традиційні сектори (111) Pacific Electric Wire and Cable, Rexon Industrial, Lealea, Vidar-Sms, Ta Chen Stain Less Pipe, Great Wall, Taya Electric Wire and Cable, Tah Tong Textiles, Continental Engineering Group, Ta Jung Transportation, Mountain Group, Falcon Cycle-Parts, China Unique Garments MFG, Ctc, Chung Shing Textiles, China Steel, China Man-Made Fiber, Fu Tsu Construction, Jen Ho(Chih Lien Industrial), Lio Ho, Pacific Construction, Radium Construction, Tidehold Development, Taiwan Cement, Taiwan Spinning, Formosa Plastics, Tai Roun, USI Far East Group, Taiwan Pineapple, Ever-Light Chemical Industrial, Taiwan Glasses, Taiwan Pulp and Paper, Taiwan Tea, Giant Manufacturing, Cheng Long, Cheng Shin Robber, Yung Tay Engineering, Yung Shin Pharmaceuticals, Lily Textile, Shihlin Electric, Kwang Yang Motor, Roo Hsing Garment, An Feng Steel, Nien Hsing Textile, Hong Ho, Hong Chou, Hung Tai, Hung Kuo, Horng Chung, Chia Heir, Vedan, Ve Woong, Wei Chuan, Ho Cheng, Teco Electric and Machinery, Tung Ho Steel, Southeast Cement, Tuntex International Dynamics, Chou Chin, King Car, Chang Ku Building, Chang Chun, Evergreen Group, Nan Pao Resins Chemical, Nam Yeh, Y.H. and T. Woidtke Chemical Industrial, Core Pacific, Kenda Rubber Ind., Maywufa, Chun Yu, Chun Yuan Steel Industry, Nice Enterprise, Anderson, Taisun, Test-rite, Hotai, New Sun, Ability Enterprise, Coldsun Development and Construction, Kou Feng, Worthy, Chief Construction, Pharos, Fu Sheng, Audix, China Airlines, Hualon, Yangming Marine, Shung Ye Mortors, SDI Corporation, Fortune Motors, Ideal Bike, Ching Yeh, S&T Copper Industrial, Shin Yih Fiber Industrial, Sampo, Wabhai Lines and Shihlin Paper, Chicony, Yulon Mortors, Tah Hsin Industrial, Chi Industrial, Chi Hsin Cement, Fui Industrial, Falcon Machine Tools, Fusel Industrial Products, Vector Machinery Works, Men Yi, Far East Machinery, Ever-top Wire Cable, Sinnon, Corner, Long Bon Development, Yieh Long Enterprise, UB Office Systems, Lian Hwa Foods, Lien Hwa Industry, Fong Kuo, Holmsgreen, Feng Hsin, Les Enphants, Pou Chen, Bao Chen Construction, Taiwan Sakura

У верхній панелі таблиці 3 представлено кількість фірм, включених до банківських та небанківських груп. Всередині банківських груп (перша колонка) – дані про 57 компаній, зареєстрованих на фондовій біржі, 151 фірму з загальнодоступною фінансовою інформацією, 89 підприємств потрапили в решту категорій. Таким чином, перші дві категорії, які налічують 208 фірм (57+151), складають вибірку фірм, які утворюють банківські групи¹. Що ж стосується небанківських груп, то 295 з них є зареєстрованими на фондовій біржі компаніями, 554 – фірми з загальнодоступною фінансовою інформацією, а 108 увійшли до решти категорій. Отже, перші дві категорії, що налічують 849 фірм (295+554), складають нашу вибірку фірм в небанківській групі. Нижня панель таблиці 3 демонструє опис дочірніх підприємств, що працюють в тих самих п'яти секторах. В банківській групі 25, 28, 41, 52 та 69 фірм належать до сектора банківських операцій та страхування; акційних цінних паперів; міжнародної торгівлі; електроніки та традиційних секторів відповідно. Стосовно небанківських груп, кількість фірм в цих п'яти секторах відповідно – 9, 23, 94, 295 та 401. В таблиці представлено кількість фірм у кожному секторі для банківських та небанківських груп. Сектор розподіляється на шість груп: банківські операції та страхування (6), цінні папери (7), міжнародна торгівля (8), електроніка (нова економіка, 9), традиційні сектори (стара економіка, 10) та інвестиційні чи холдингові компанії (11).

Таблиця 3

Основні характеристики діяльності банківських та небанківських груп

	Банківські групи	Небанківські групи	Загалом
(1) Кількість груп	15	152	167
(2) Кількість фірм, зареєстрованих на TSEC чи OTC	57	295	352
(3) Кількість фірм-державних емітентів	151	554	705
(4) Кількість фірм, що не входять до категорій (2) чи (3)	89	108	182
Загальна кількість фірм (5)=(2)+(3)+(4)=(6)+(7)+(8)+(9)+(10)+(11)	297	1,109	1,406
Кількість фірм у кожному секторі			
(6) Банківські операції та страхування	25	9	34
(7) Цінні папери	28	23	51
(8) Міжнародна торгівля	41	94	135
(9) Електронна промисловість (нова економіка)	52	295	347
(10) Традиційні сектори (стара економіка)	69	401	470
(11) Інвестиційні або холдингові компанії	82	287	369

2.2. Дані про кредитні угоди

Оскільки ми вже маємо інформацію, необхідну для розрізнення банківських та небанківських груп, необхідно зібрати дані про кредитні угоди. В Тайвані, як і в багатьох інших країнах, зареєстровані на фондовій біржі компанії повинні направляти свої балансові звіти та звіти про доходи і збитки компанії місцевим органам влади (в даному випадку це TSEC). Великоформатний фінансовий звіт містить всі дані про кредитну угоду, яку проводить компанія, включаючи ставки процентів по позиках, суму позики, строк погашення позики тощо. Також наявні імена кредиторів (наприклад, банки).

¹ Ми використовуємо лише перші дві категорії у зв'язку з доступністю даних.

В таблиці 4 представлено зведену статистику строків кредитних угод для кожної фірми з банківської чи небанківської групи. Для того, щоб дослідити умови кредитної угоди між фірмами та банками, коли вони є членами однієї групи, а також коли вони не перебувають в одній групі, ми поділили умови позичання на базі фірм, які позичають в банках-філіях, та тих, які позичають в банках, що не є філіями. В першій та другій колонках таблиці порівнюються умови позичання банківськими групами в банках, які є або не є членами цієї групи. В третій колонці представлено дані про умови позичання небанківськими групами.

Таблиця 4

Умови позичання: банківські та небанківські групи

	Банківська група Банк-учасник	Банківська група Банки, що не є учасниками	Небанківські групи
A. Кількість угод	20,453	1,167	58,532
B. Позиковий процент (%)			
Середнє	7.58	7.71	7.95
Стандартне відхилення	1.19	1.17	1.76
Максимальне значення	8.76	8.95	10.94
Мінімальне значення	3.00	4.12	3.00
C. Сума позики (тис. дол. США)			
Середнє	12,423	12,651	14,913
Стандартне відхилення	23,519	29,144	31,042
Максимальне значення	85,294	87,952	90,354
Мінімальне значення	10,067	9,135	7,016
D. Строк погашення позики (роки)			
Середнє	3.37	3.42	2.95
Стандартне відхилення	3.17	2.65	3.05
Максимальне значення	9.18	10.25	12.53
Мінімальне значення	1.00	1.00	1.00
E. Співвідношення позик до застави (%)			
Середнє	52.45	37.09	59.14

3. Економетрична модель

В таблиці 5 визначено всі змінні в двох економетричних моделях двох запропонованих нами гіпотез.

Таблиця 5

Визначення змінних

Показник	Змінні	Визначення
<i>I</i>	Інвестиції	Зміна суми валових капіталовкладень
<i>K</i>	Капітал	Довгострокова заборгованість плюс частка акціонера в капіталі підприємства (масштабна змінна)
<i>Q</i>	Коефіцієнт Тобіна <i>Q</i>	Коефіцієнт біржової вартості акцій, що знаходяться в обігу, поділений на реальну вартість загальної суми активів, виділених на покриття збитків на відновлення протягом наступного періоду
<i>Liq</i>	Ліквідність	Два показники: <i>OCF</i> : готівка від операцій <i>Cash</i> : готівка компанії та її еквіваленти

Продовження табл. 5

Показник	Змінні	Визначення
PD	Виробництво	Доход компанії від продажів
D_{Asia}	Модель кризи в Азії	=1, до кризи в Азії (1991-1996 рр.) =0, після кризи в Азії (1997-2000 рр.)
$Liq/K \times D_{Asia}$	Ефект взаємодії	
$Amount$	Сума позики	Загальна сума позики
$Debt$	Загальний борг	Загальна заборгованість
D_{Core}	Стратегічний розвиток	Профільна діяльність компанії =1, фінансова діяльність =0, нефінансова діяльність
D_{Coll}	Застава	=1, з заставою =0, без застави
$Rate$	Позиковий процент	Примітка: якщо використовується плаваюча процентна ставка, то приймається середня ставка (середній курс) $(=(\max+\min)/2)$
$Maturity$	Строк погашення позики	Кінцевий термін-початковий етап/365
$Asset_F$	Активи компанії	Загальна вартість активів фірми-позичальника
$Asset_B$	Активи банку	Загальна вартість активів банку-кредитора
D_{New}	Схема позики в новому банку	=1, позика в новому банку =0, інший випадок

3.1. Розширена гіпотеза про обмежену ліквідність

Наша перша модель, запозичена в Хоші та ін. (1991), використовується для аналізу розширеної гіпотези про обмежену ліквідність, яка береться до уваги як у звичайні роки, так і в "погані". Тобто:

$$\frac{I_{i,t}^{(j)}}{K_{i,t-1}^{(j)}} = a_0^{(j)} + a_1^{(j)} Q_{i,t+1}^{(j)} + a_2^{(j)} \frac{Liq_{i,t-1}^{(j)}}{K_{i,t-1}^{(j)}} + a_3^{(j)} \frac{PD_{i,t}^{(j)}}{K_{i,t-1}^{(j)}} + a_4^{(j)} \frac{PD_{i,t-1}^{(j)}}{K_{i,t-2}^{(j)}} + a_5^{(j)} D_{Asia} + a_6^{(j)} \left(\frac{Liq_{i,t-1}^{(j)}}{K_{i,t-1}^{(j)}} \times D_{Asia} \right) + \varepsilon_t, \quad i=1, \dots, N \text{ and } t=1, \dots, T \quad (1)$$

де $j = 1$ для банківських груп;

= 2 – для небанківських груп;

i означає i -мі фірми; t означає період t ; I – величина витрат на валові інвестиції обчислюється як сума валових інвестицій, що змінюється. Зокрема, I обчислюється як зміна рівня витрат на обладнання, майно, машини. Коли розглядаються фірми з банківської групи, $j=1$; у протилежному випадку воно дорівнює 2.

Змінна Q позначає коефіцієнт Тобіна Q . Тут Q – це середнє Q^1 , яке обчислюється як коефіцієнт ринкової вартості акцій в обігу, поділеної на балансову вартість загальної вартості активів, взятих для заміщення витрат у наступному періоді (Q_{t+1}). Показник Q_{t+1} контролює майбутні інвестиційні можливості. PD репрезентує продуктивність фірми та означає показник ефекту доходу від інвестицій, де виробництво (продуктивність) визначається як "продажі плюс зміни кінцевого рівня запасу товарів". K позначає капітал, який дорівнює довгостроковій заборгованості плюс капітал та виконує функцію змінної масштабу.

¹ Дехто доводить, що граничне Q може бути використане замість середнього Q ; див. обговорення Хаяші (1982).

Liq – індекс ліквідності, який, зазвичай, позначається операційними грошовими коштами компанії (OCF) (Хоші та ін., 1991; Гібсон, 1995). Проте Х'юстон та Джеймс (2001) запропонували використання готівки компанії та її еквівалентів ($CASH$) як альтернативний показник. Готівка та її еквіваленти – це сума готівки та короткострокових цінних паперів.

Рівняння (1) – це *розширена гіпотеза обмеженої ліквідності*, тому що вона містить “нормальні” та “погані” періоди одночасно. По-перше, протягом нормального періоду, якщо гіпотеза є чинною, то фірми в банківських групах не обмежені в плані ліквідності, чого не можна сказати про членів небанківських груп. Це переконливо свідчить про те, що $a_2^{(1)} = 0$, а $a_2^{(2)} > 0$.

Протягом несприятливих часів створюється фіктивна змінна D_{Asia} . Вона дорівнює 0 протягом періоду, що передє фінансовій кризі (1991-1996), та дорівнює одиниці після кризи (1997-2000); тобто

$$D_{Asia} = \begin{cases} 1 & \text{after 1997;} \\ 0 & \text{before 1997;} \end{cases}$$

де N означає кількість фірм. Коли використовується вибірка в банківській групі, $N = 208$, проте, коли застосовуються дані про фірми з небанківських груп, $N = 849$ ¹. Наша *розширена гіпотеза стосовно обмеженої ліквідності* стверджує, що протягом “поганого” періоду фірми, які знаходяться в групі, серед членів якої немає банку, у подальшому будуть обмежені в плані ліквідності, тому що вони не можуть отримати кошти від фондового ринку. Отже, слід очікувати, що коефіцієнт $liq/K \times D_{Asia}$, тобто $a_6^{(2)} > 0$, оскільки поєднання цього показника з liq/K приносить $(a_2^{(2)} + a_6^{(2)}) liq/K$ протягом азіатської кризи. Позитивний $a_6^{(2)}$ повинен припускати більшу чутливість по відношенню до готового потоку протягом несприятливого часу для небанківської групи. Натомість, очікується, що $(a_2^{(1)} + a_6^{(1)})$ може бути нечутливим до грошового потоку для банківської групи, говорячи про те, що $a_6^{(1)} = 0$.

3.2. Розширена гіпотеза про гарантію ліквідності

Наша друга модель, яка запозичена в Ферріс та ін. (2003), пояснює роль банків лише протягом несприятливих часів. На відміну від моделі з цілою вибіркою, яка використана як обговорювалося в попередньому підрозділі, в нашій моделі використано дані фірм з банківських груп. Базуючись на джерелі позик, вибірку в банківських групах далі поділено на дві підгрупи. У рівнянні (2), коли $j = 1$, це означає, що позики взяті в банків у тій самій групі, у протилежному випадку, коли $j = 2$, кредити взяті з банків, які є членами іншої групи. Тобто:

$$\frac{Loan\ Amount_i^{(j)}}{Total\ Debt_i^{(j)}} = b_0^{(j)} + b_1^{(j)} Rate_i^{(j)} + b_2^{(j)} Maturity_i^{(j)} + b_3^{(j)} Asset_{i,F}^{(j)} + b_4^{(j)} Asset_{i,B}^{(j)} + b_5^{(j)} D_{Asia}^{(j)} + b_6^{(j)} D_{i,Core}^{(j)} + b_7^{(j)} D_{i,Coll}^{(j)} + b_8^{(j)} D_{i,New}^{(j)} + \varepsilon_i \quad (2)$$

де $j = 1$, кредити з банків тієї ж групи,
 $= 2$, кредити з банків іншої групи,

¹ Наші методи оцінювання – це OLS, метод фіксованого впливу та випадкового впливу моделі панельних даних. Рівняння (1) оцінюється за допомогою використання фірм з банківських груп, а потім за допомогою використання фірм з небанківських груп.

а показник i позначає кредитну угоду з банківської групи. *Loan Amount* (сума позики) – це сума позики, яку фірма позичає або в банку тієї ж групи ($j = 1$), або в банку іншої групи ($j = 2$). *Total Debt* (загальна заборгованість) – загальний борг фірми. *Rate* та *Maturity* (процент та строк погашення) означають ставку процента по позиках та строк погашення позики відповідно. $Asset_F$ та $Asset_B$ – відповідно загальна вартість активів фірм та банків. Фіктивна величина (змінна) D_{Asia} – це змінна азійської кризи, як зазначено у рівнянні (1). D_{Core} – основна модель, яка дорівнює 1, якщо профільною діяльністю фірми є фінансування, і дорівнює 0 у протилежному випадку. D_{Coll} – модель побічної умови, коли позичання має місце, та дорівнює 1, коли позика має заставу (гарантію у формі поручительства), та 0 у протилежному випадку. D_{New} – модель, яка дорівнює 1, якщо позику взято в банку, відкритому після 1992 року, у протилежному випадку вона дорівнює 0. Рівняння обчислюється за допомогою використання методу OLS.

Гіпотеза про гарантію ліквідності узгоджується з *гіпотезою про стабільність прибутків*, запропонованою Феррес та ін. (2003). Автори зазначили, що бізнес-група має схильність вирівнювати прибутки своїх фірм, що говорить про те, що очікується, що суми позик з банків тієї самої групи збільшаться протягом азійської кризи. Розширена *гіпотеза гарантії ліквідності* тут є подібною до їхньої гіпотези, проте має два доповнення. По-перше, крім позичання з банків-членів однієї й тієї ж групи розглядається випадок позичання в банках, які належать до різних груп. Банки в різних групах не обов'язково забезпечують ліквідність для фірми з групи, яка зазнала краху; це наводить на думку про те, що коефіцієнт $b_5^{(1)} = 0$, а коефіцієнт $b_5^{(2)} > 0$.

Далі ми розглядаємо профільну діяльність банківської групи. В той час як вищезазначене тестування виглядає вичерпним, воно може проігнорувати головну роль банку в конгломераті. Стверджується, що роль банку може змінюватись залежно від бізнес-стратегії (тобто, профільної діяльності) групи банків. Якщо профільна діяльність банківської групи стосується фінансового обслуговування, то банки в групі можуть не рятувати фірми, що опинились у скрутному становищі, оскільки вжиття заходів може дійсно нашкодити загальному добробуту групи більше, ніж якщо ніяких заходів не буде вжито. Гірше того, банк може урізати позики, на наданні яких він спеціалізується, щоб захистити свої прибутки, якщо фірми, що перебувають у скруті, мають незначний шанс на виживання. За допомогою перевірки коефіцієнта D_{core} , ця *протилежна гіпотеза про фінансову гарантію* досліджується в тому відношенні, що її профільна діяльність стосується фінансування, тобто: $b_6^{(1)} \leq 0$ і $b_6^{(2)} = 0$.

4. Емпіричні результати

4.1. Розширена гіпотеза про обмежену ліквідність

В таблиці 6 представлено оцінку результатів рівняння (1) за допомогою використання моделі панельних даних фіксованого впливу. Показниками змінної ліквідності є OCF/K або $Cash/K$. Стосовно першого, коефіцієнт OCF/K , який використовує вибірку *банківської групи*, є значною мірою негативним на рівні 10%, що служить підтримкою для *гіпотези про надмірні інвестиції*. Ця інформація аналогічна до даних, виявлених Ферріс та ін. (2003) у випадку Кореї. Можливо, у зв'язку з надлишком грошових коштів у банківській групі інвестиції проводяться навіть якщо внутрішні резерви фірми (що належить до банківської групи) зменшуються. Натомість, розширена гіпотеза про обмежену ліквідність підтримується для небанківської групи, оскільки коефіцієнт процентного доходу є значною мірою позитивним на рівні 10%. Тобто, асиметрія інформації дійсно існує по відношенню до небанківської групи. Коли використовується $Cash/K$ як показник (що заміняє інший показник), оцінені

результати змінюються лише на мінімальному рівні. Коефіцієнти $Cash/K$ є незначними та абсолютно значними для банківських та небанківських груп відповідно. В цілому, це підтверджує роль ліквідності банку, що є членом банківської групи.

Таблиця 6

Результати регресії гіпотези 1: розширена гіпотеза про обмежену ліквідність

Дана таблиця зосереджується на фіксованих ефектах відношення між капіталовкладеннями в реальний основний сектор та їхньою ліквідністю для банківських груп ($j=1$) та небанківських груп ($j=2$). Для збереження простору ми не повідомляємо подібні результати випадкових ефектів. Визначення залежних змінних є таким, як представлено в таблиці 5. Q позначає Q Тобіна, яке оцінюється як відношення ринкової вартості випущених в обіг акцій, поділене на балансову вартість сукупних активів, прив'язаних до вартості відшкодування в наступному періоді ($t+1$). Liq – індекс ліквідності, який, як правило, замінюється операційними грошовими коштами корпорації (OCF) та сумою запасів грошової готівки і короткострокових цінних паперів ($CASH$) як альтернативного показника. PD представляє продуктивність фірми та визначається як “продажі плюс зміна кінцевого рівня запасів товарів”. Показник K означає капітал, який дорівнює довгостроковій заборгованості плюс капітал та слугує як змінна на шкали. Значення в дужках – t -значення. *** – значимість на рівні 1%, ** – значимість на рівні 5%, * – значимість на рівні 10%.

Змінні	Фіксовані ефекти			
	Банківські групи ($j=1$)	Небанківські групи ($j=2$)	Банківські групи ($j=1$)	Небанківські групи ($j=2$)
Q_{t+1}	0.997 (1.476)	1.553** (1.971)	0.412 (1.003)	0.561 (1.001)
OCF_{t-1}/K_{t-1}	-0.004* (-1.706)	0.692* (1.800)	--	--
$CASH_{t-1}/K_{t-1}$	--	--	0.924 (1.025)	0.258* (1.651)
PD_t/K_{t-1}	0.007 (1.036)	1.465* (1.692)	0.348 (1.367)	0.442 (1.395)
PD_{t-1}/K_{t-2}	-0.756 (-0.315)	-1.445 (-1.025)	1.782 (1.117)	0.666 (1.225)
$Liq/K \times D_{Asia}$	0.254 (0.000)	1.020 (1.531)	-0.894** (-1.902)	0.997* (1.697)
Adj-R ²	0.26	0.23	0.19	0.14
Об'єм вибірки	208	849	208	849

Стосовно розширеної гіпотези про обмежену ліквідність, оцінені коефіцієнти $(Liq/K) \times D_{Asia}$ є негативними ($a_6^{(1)} = -0.894$) та позитивними ($a_6^{(1)} = 0.997$) для банківських та небанківських груп відповідно. Обидва є значними на рівні 10%, що демонструє те, що розширена гіпотеза про обмежену ліквідність отримала підтримку протягом азіатської кризи. Наприклад, у випадку OCF/K , коли $D_{Asia} = 1$, коефіцієнт $(a_2^{(1)} + a_6^{(1)})$ складає лише 0.250 для банківських груп; це контрастує з коефіцієнтом $(a_2^{(2)} + a_6^{(2)})$ 1.712 для небанківських груп. Фірми для небанківських груп можуть мати більше готівки для майбутніх потреб ліквідності. У випадку $Cash/K$, два додані коефіцієнти є 0.003 та 1.255 відповідно.

4.2. Розширена гіпотеза про гарантію ліквідності

В таблиці 7 показано оцінку результатів з використанням рівняння (2). Представлено три специфікації, які залежать або від D_{Core} , або від $Asset_F$, а також використано D_{New} .

Таблиця 7

Результати регресії гіпотези 2: розширена гіпотеза про гарантію ліквідності

В таблиці представлено оцінку OLS відношення між сумою позики та характеристиками двох бізнес-груп. $j = 1$ означає позики від банків у тій самій групі; $j = 2$ – позики від банків, що є членами іншої групи (банк, що не є членом групи). Незалежна змінна *Loan Amount* – це сума позики, яку фірма позичає або в банку своєї групи ($j = 1$), або в банку, що не є членом її групи ($j = 2$), та оцінюється *Total Debt* (загальною заборгованістю) фірми. Визначення інших залежних змінних таке, як запропоновано в таблиці 5. D_{Asia} – модель азіатської кризи, яка дорівнює одиниці перед азіатською кризою (1991-1996). D_{Core} – основна модель, яка дорівнює одиниці, якщо профільна діяльність групи пов'язана з фінансуванням, і нулю у протилежному випадку. D_{New} – модель, яка дорівнює 1, якщо кредит взято в банку, відкритому після 1992 року; 0 – у протилежному випадку. D_{coll} – модель побічних умов, коли позичання має місце, і дорівнює 1, коли позика має гарантію у формі поручительства, і 0 – коли не має. *Rate* та *Maturity* означають процентну ставку по кредитах та строк погашення позики. $Asset_F$ та $Asset_B$ відповідно загальна вартість активів фірм та банків. Цифри в дужках – t-значення. *** – значимість на рівні 1%, ** – значимість на рівні 5%, * – значимість на рівні 10%.

Змінні	Модель 1		Модель 2		Модель 3	
	Банк-член групи ($j=1$)	Банк, що не є членом групи ($j=2$)	Банк-член групи ($j=1$)	Банк, що не є членом групи ($j=2$)	Банк-член групи ($j=1$)	Банк, що не є членом групи ($j=2$)
Точка перетину	1.529* (1.757)	0.265 (0.984)	-1.158 (-1.447)	-0.075 (-0.802)	1.104 (1.391)	-1.691 (-1.005)
D_{Asia}	1.145* (1.702)	0.574 (1.541)	-0.238 (-1.456)	-1.758** (-2.015)	0.957* (1.671)	-1.445** (-1.996)
D_{Core}	--	--	-1.381** (-1.965)	0.985 (1.008)	-0.562** (-2.191)	1.425 (0.957)
$D_{Core} * D_{Asia}$	0.764 (1.238)	1.265 (0.926)	-1.521* (-1.672)	0.463* (1.671)	-0.891* (-1.803)	-0.536 (-1.364)
D_{Coll}	651* (1.662)	0.893 (1.274)	1.253*** (2.546)	1.154 (1.528)	-0.006 (-0.000)	1.624** (1.894)
<i>Rate</i>	-2.564 (-1.567)	0.457 (0.843)	-1.628* (-1.691)	0.056 (1.541)	1.008* (1.721)	1.315* (1.758)
<i>Maturity</i>	-1.268 (-0.067)	-1.587 (-1.268)	1.524 (1.339)	1.663 (0.843)	-1.335 (-1.560)	1.057 (0.697)
$Asset_F$	0.236 (1.598)	0.932 (1.897)**	-	-	-0.057 (-1.267)	0.367* (1.705)
$Asset_B$	-	-1.125 (-0.728)	-	-	-	-
D_{New}	-0.364 (-1.007)	0.645 (1.438)	-	-	-0.556 (-1.354)	1.629 (1.624)
Врегульований- R^2	0.24	0.23	0.21	0.26	0.19	0.17
Об'єм вибірки	1,167	20,453	1,167	20,453	1,167	20,453

Стосовно позик, взятих з банків, що не є членами групи, коефіцієнти D_{Asia} , тобто $b_5^{(2)}$, у більшості випадків є значною мірою негативними, незважаючи на характеристики, які свідчать про те, що позики в банках, що не є членами групи, імовірно знизились протягом азіатської кризи. Натомість, позичання в банках-членах групи або зростає, або ж не зазнає суттєвих змін, оскільки коефіцієнт доходу з капіталу, $b_5^{(1)}$, є або значною мірою позитивним, або дуже наближеним до нуля. Отже, банки, що є членами групи, очевидно не пропонували більше коштів своїм дочірнім підприємствам (партнерам) під час кризи в Азії. Контрастні результати двох груп підтверджують роль гарантії ліквідності.

4.3. Подальше обговорення: порівняння на міжнародному рівні

Більшість банків світу належала або уряду, або конгломератам, та була змушена надавати позики на вигідних умовах фірмам, які мали гарні зв'язки з могутніми політиками чи державними чиновниками, або дочірнім підприємствам, які перебувають під контролем основного власника акцій. Багато банків в Індонезії та Таїланді були використані для того, щоб направити кошти вкладників до основних власників акцій або до дочірніх підприємств¹. Банки в Малайзії демонструють кращу продуктивність, тому що лише декілька з них належать до конгломератів і тому що фінансове регулювання було більш ефективним. Зокрема заборона на кредити третім сторонам була значною мірою посилена. В Кореї більшості великим підприємствам заважали привласнювати та контролювати крупні банки. Традиційна теорія банківської справи передбачає, що банки, які мають стабільні довгострокові відносини зі своїми корпоративними клієнтами, відіграють важливу роль в корпоративному управлінні, особливо коли фірми переживають спад продуктивності. Однак терміни "банківський консалтинг" чи "банківські операції на умовах партнерства" використовуються для позначення визначення "банківські операції, в основу яких покладено зв'язки", що складає ядро "кланового капіталізму", який, за твердження багатьох, спричинив азіатську кризу. Беручи до уваги слабке управління в банках, які безпосередньо перебувають під контролем сімей чи держави, перевага віддавалась кредитуванню на основі зв'язків, а не банківським операціям на умовах партнерства.

Висновки

Предметом вивчення даної статті стала роль банків у діяльності банківських та небанківських конгломератів, роль, дослідження якої буде найбільш ефективним протягом несприятливого періоду. Використовуючи унікальні дані про кредитні угоди банків Тайваню, ми проаналізували дві гіпотези.

Доказ позитивної ролі банківських операцій на основі партнерства, здається, є досить переконливим принаймні в трьох аспектах. Це надає клієнтським фірмам кращий доступ до кредитів, послаблює обмеження ліквідності в інвестиційній діяльності; зменшує витрати, пов'язані з фінансовими негараздами, оскільки банки можуть краще піклуватись про фірми, які опинилися в скрутному становищі; знижує комерційний ризик фірм. Фірми, які перебувають у тісних стосунках, краще справляються з фінансовими кризами, хоча коли їхні банки потрапляють у серйозну скруту, вони страждають сильніше. Дані про вилучення монополістичних орендних плат банками від клієнтських фірм є дещо змішаними, хоча ця тенденція є досить очевидною для головних банків Японії. Не дивлячись на збільшену доступність кредитів, фірми, що тісно співпрацюють з банками, зростають повільніше, ніж інші компанії, оскільки банки чинять опір ризикованим проектам. Нарешті, доказ стосовно ефективності та прибутку корпорації є досить негативним.

¹ В Індонезії банки перебували під контролем держави та приватних банків, які контролювались фірмами та політиками, що привело до змови та корупції між політичною елітою та великими підприємствами. В Таїланді банки, що перебували під контролем сімей, були залучені до об'єднаного кредитування, навіть хоча держава та чиновники були меншою мірою залучені до банківських операцій.

Запропонована нами *розширена гіпотеза про обмежену ліквідність* не може бути відхилена. Вона доводить, що протягом нестабільного періоду інвестиції фірм в небанківській групі є більш жорстко обмеженими у фінансовому плані, ніж протягом періоду нормального розвитку. Результати нашого дослідження повністю підтверджують це. Однак фірми в банківській групі не є фінансово обмежені як під час несприятливого, так і під час нормального періодів. Крім цього, протягом “нормального” періоду фірми в банківській групі схильні до надмірного інвестування, а це означає, що вони інвестують навіть тоді, коли їх касовий обіг є недостатнім. Це, очевидно, пов’язане з тим, що вони повністю впевнені в тому, що можуть отримати кошти.

Наша *гіпотеза стосовно гарантії ліквідності* також однозначно підтримана. В ній стверджується, що профільна діяльність банківських груп може вплинути на позицію по відношенню до рятування фірм, що зазнали скрути. Емпіричні результати показують, що гіпотеза про гарантію ліквідності насправді є дійсною по відношенню до тих банківських груп, профільна діяльність яких не пов’язана з фінансовим сектором. Навпаки, протилежна гіпотеза гарантії ліквідності підтримується, коли основна діяльність фірми стосується фінансування.

Список використаних джерел

1. Abegglen, J. and G. Stalk, 1985, *Kaisha: The Japanese Corporation*, New York, Basic Book Inc.
2. Angelini, P., R. Di Salvo, and G. Ferri, 1998, "Availability and Cost of Credit for Small Businesses: Customer Relationships and Credit Cooperatives", *Journal of Banking and Finance* 22, 925-954.
3. Aoki, M., 1990, "Towards an Economic Model of the Japanese Firm", *Journal of Economic Literature* 28, 1-27.
4. Bae, K., J. Kang, and C. Lim, 2002, "The Value of Durable Bank Relationships: Evidence from Korean Banking Shocks", *Journal of Financial Economics* 64, 181-214.
5. Berger, A.N., and F.F. Udell, 1995, "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Financing", *Journal of Business* 68, 351-381.
6. China Credit Information Service (CCIS), 2003, *Business Group in Taiwan*, Taipei, CCIS LTD.
7. Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang, 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
8. Claessens, S., J. Fan, and L. Lang, 2002, "The Benefits and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia", CEPR Discussion Paper 3364.
9. Elston, J.A., and H. Albach, 1995, "Bank Affiliations and Firm Capital Investment in Germany", *IFO Studien* 41, 3-16.
10. Elsas, R., and J.P. Krahen, 1998, "Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany", *Journal of Banking and Finance* 28, 1283-1316.
11. Fazzari, S.M., R.G. Hubbard, and B. C. Peterson, 1988, "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings's papers on Economic Activity*, 141-195.
12. Ferri, G., T.S. Kang, and I. J. Kim, 2000, "The Value of Relationship Banking during Financial Crises: Evidence from the Republic of Korea", World Bank Working Paper 2553.
13. Ferris, S., K. Kim, and P. Kitsabunnarat, 2003, "The Costs (and Benefits?) of Diversified Business Groups: The Case of Korean Chaebols", *Journal of Banking and Finance* 27, 251-273.
14. Fohlin, C., 1998, "Relationship Banking, Liquidity, and Investment in German Industrialization", *Journal of Finance* 53, 1737-1758.
15. Gibson, M.S., 1995, "Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan", *Journal of Business* 68, 281-308.
16. Gorton, G., and F.A. Schmid, 2000, "Universal Banking and the Performance of German Firms", *Journal of Financial Economics* 58, 29-80.
17. Harhoff, D., and T. Körting, 1998, "Lending Relationships in Germany: Empirical Results from Survey Data", *Journal of Banking and Finance* 22, 1317-1353.
18. Hall, B.J., and D.E. Weinstein, 2000, "Main Banks, Creditor Concentration, and the Resolution of Financial Distress in Japan", in Aoki, M. and Saxon-house, G., eds., *Finance, Governance, and Competitive in Japan* (Oxford University Press), 64-79.

19. Hayashi, F., 1982, "Tobin's Marginal q and Average q : A Neoclassical Interpretation", *Econometrica* 10, 213-224.
20. Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, 1991, "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *The Quarterly Journal of Economics* 106, 33-60.
21. Houston, J.F., and C. James, 1996, "Evolution or Extinction: Where are Banks Headed?" *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 8-23.
22. Houston, J. and C. James, 2001, "Do Relationships Have Limits? Banking Relationships, Financial Constraints, and Investment", *Journal of Business* 74, 347-374.
23. Kaplan, S. and B. Minton, 1994, "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers", *Journal of Financial Economics* 36, 225-258.
24. La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, 1999, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance* 54, 471-518.
25. Lang, L., and R.H., Litzenberger, 1989, "Divided Announcements-Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?" *Journal of Financial Economics* 24, 181-191.
26. Morck, R., M. Nakamura, and A. Shivdasani, 2000, "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan", *The Journal of Business* 73, 539-567.
27. Nakatani, I., 1984, "The Role of Financial Corporate Groupings", in M. Aoki (ed) *Economic Analysis of the Japanese Firm*, New York: North Holland.
28. Okazaki, R., and A. Horiuchi, 1990, "On the Relationship between Main Bank Ties and Investment" (in Japanese), *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* 9, 23-50.
29. Perfect, S., and W. Kenneth, 1994, "Alternative Construction of Tobin's q : An Empirical Comparison", *Journal of Empirical Finance* 1, 313-341.
30. Petersen, M. and R. Rajan, 1994, "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *The Journal of Finance* 49, 3-37.
31. Sheard, P., 1985, "Main Banks and Structural Adjustment", Australia-Japan Research Center Research Paper 129.
32. Shen, C.H., 2002, "Credit-Rationing for Bad Companies in Bad Years-Evidence from Bank Loan Transaction Data", *International Journal of Economic Finance* 7, 261-278.
33. Shen, C.H. and C.A. Wang, 1999, "Whether Financing Constraint Affects Investment Decisions: Evidence from Taiwan Panel Data", *Academic Economic Papers* 28, 67-95.
34. Shen, C.H., and C.A. Wang, 2005, "Does Banking Relationship Matter to Firm's Investment and Financial Constraints? Evidence from the Taiwan's Case", *Pacific Basin Finance Journal* 13, 163-184.
35. Suzuki, S., and R. Wright, 1985, Financial Structure and Bankruptcy Risk in Japanese Companies, *Journal of International Business Studies* 16, 97-110.
36. Tilly, R.H., 1989, "Banking Institutions in a Historical and Comparative Perspective: Germany, Great Britain and the United States in the Nineteenth and Early Twentieth Century", *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 145, 189-209.
37. Wang C.A. and C.H. Shen, 2004, "The Roles of Banks hold by the Group-Affiliated Firms: Evidences from the Cases of Taiwan," *Journal of Financial Studies* 12, 21-52.
38. Weinstein D., and Y. Yafeh, 1995, "Japan's Corporate Groups: Collusive or Competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior", *Journal of Industrial Economics* 43, 359-376.
39. Weinstein, D., and Y. Yafeh, 1998, "On the Costs of a Bank Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relationships in Japan", *Journal of Finance* 53, 635-672.
40. Yeh, Y.H., and T. Woidtke, 2005, "Commitment or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition", *Journal of Banking and Finance* 29, 1857-1885.

Отримано 2.07.2007 р.
Переклад з англ. Н.М. Середи.