

УДК 336.71:330.341.4

## ІНВЕСТУВАННЯ ПРИВАТНОГО АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ В БАНКІВСЬКУ ГАЛУЗЬ: ВИПАДОК КОМПАНІЇ LONE STAR ТА KOREA EXCHANGE BANK

М. Менке, Д. Шірек

У статті проаналізовано фактори успіху для створення ціннісних якостей пайового інвестиційного фонду в банківській галузі. За основу взято інформацію про придбання у 2003 році американською компанією Lone Star корейського банку, що спеціалізується на валютних операціях. Незважаючи на крах ціннісних якостей, злиття та поглинання в банківській сфері показали, що Lone Star змінила розвиток банку на краще. Беручи до уваги нормативні обмеження на здійснення ділової операції, пайовий інвестиційний фонд найкращим чином використав відновлення фінансових ринків після фінансової кризи в Азії наприкінці 1990-х років. По відношенню до цих обставин фактори успіху створення цінності перевірені за допомогою аналізу конкретної ситуації.

**Ключові слова:** приватний капітал, поглинання, створення цінності, Південна Корея.

### Вступ

Чи здатні пайові інвестиційні фонди створити акціонерну вартість у банківській індустрії? Беручи до уваги дослідження про злиття та поглинання (M&A) по відношенню до банківського капіталу та приватного акціонерного капіталу, слід зауважити, що сфера інвестування приватного акціонерного капіталу в промисловості залишається недослідженою. Існуючі роботи про злиття та поглинання в банківській промисловості продемонстрували звичайне знищення ціннісних характеристик. Негативний вплив цінності для банків як покупців інших банків піддає сумніву потенціал створення цінності для інших інвесторів, особливо для пайових інвестиційних фондів. Порівняно з діловими операціями в інших галузях, придбання фінансової установи має певні особливості. Крім нормативних обмежень на здійснення трансакцій у зв'язку з достатністю капіталу, генерування ефективних спільних зусиль є складним. У випадку придбання банку громадська думка також відіграє певну роль в досягненні успіху операції – особливо якщо банк котирується на фондовій біржі. Крім того, беручи до уваги вузький інвестиційний період фонду, фінансовий спонсор повинен буде вже врахувати показники, щоб досягти необхідного внутрішнього коефіцієнта окупності капіталовкладень. Беручи це до уваги, ми аналізуємо створення ціннісних особливостей покупця, який придбає компанію з метою інвестицій, через придбання банку. Для цього використано метод ситуаційного дослідження.

В якості негайної реакції на фінансову кризу в Азії протягом кінця 1990-х, яка також вразила і Республіку Корея (Корея), країна Азії отримала пакет підтримки 57 млрд. дол. США від Міжнародного валютного фонду (МВФ) у грудні 1997 року. МВФ надав ці кошти за умови, що в економіці Кореї відбудуться структурні реформи<sup>1</sup>. В результаті проведених заходів банківські операції в Кореї стали приваблювати вітчизняних та міжнародних гравців<sup>2</sup>. Крім географічних відмінностей придбання компаній, стратегічні (наприклад, Citigroup та Standard Chartered) та фінансові гравці (Lone Star, Newbridge Capital та The Carlyle Group)

<sup>1</sup> Див. Ан, Чунг Йонг (2001, ст. 1).

<sup>2</sup> Корея досягла щорічних темпів росту 5.5% протягом останніх п'яти років (ОЕСР, 2002, ст. 11).

увійшли на корейський ринок через придбання банків, щоб брати участь у позитивних економічних розробках.

Проводячи одну з найбільших операцій, пов'язаних зі злиттями та поглинаннями, на корейському ринку після кризи 1997 року, компанія Lone Star придбала мажоритарний пакет акцій банку Korea Exchange Bank (KEB) у 2003 році. Пайовий інвестиційний фонд мав намір продати свої акції у 2006 році. У зв'язку з тривалими заявами органів влади Кореї стосовно неправомірності та можливого шахрайства, пов'язаними з придбанням, запланований продаж частки Lone Star в KEB банку Kookmin був скасований інвестиційним фондом. Незважаючи на ці заяви, у статті досліджено питання придбання ціннісних якостей компанією Lone Star<sup>1</sup>. Також обговорюються ключові фактори успішного поглинання банку інвестиційним фондом.

### Теоретичне підґрунтя та сучасні дослідження

Ринок приватного акціонерного капіталу представляє джерело фінансування для підприємств. Цей організований ринок можна описати наступним чином: “професійно керовані інвестиції в зареєстровані та незареєстровані цінні папери приватних та державних підприємств. Інвестиції в акціонерний капітал – це будь-яка форма цінного паперу, яка має особливості участі в акціонерному капіталі”<sup>2</sup>. В рамках цих інвестицій фінансові інвестори зосереджуються на придбанні мажоритарних пакетів акцій в кінці фінансових циклів.

Дослідження з приводу приватного акціонерного капіталу активізувались протягом останніх десяти років. Проведено наукові роботи на предмет завдання, функції, пошуку фінансування, організації, створення ціннісних особливостей та аналізу діяльності. Крім того, є багато публікацій стосовно стадій фінансування з географічним наголосом та наголосом на специфічних особливостях промисловості<sup>3</sup>.

У всьому світі банки підлягають нормативним положенням, які стосуються значення сфери послуг, а також рефінансування їхнього бізнесу. Окрім національних правових норм, протягом останніх років (Базель II) розширено міжнародні правила. Наприклад, встановлена другою базельською угодою мінімальна потреба в капіталі 8% спонукає банки визначати більш точну суму необхідного капіталу для покриття непередбачених збитків від неоплачених позик.

### Економічний розвиток та зміни в законодавстві та регулюванні фінансового сектора Кореї в період після кризи

Уряд Кореї окреслив наступні стратегічні “наріжні камені”, щоб впровадити реструктуризацію фінансового сектора, запропоновану МВФ<sup>4</sup>: 1) забезпечення підтримки ліквідності, гарантії депозитів, обмежених у часі, втручання у діяльність важливих нежиттєздатних установ з метою швидкого відновлення стабільності фінансової системи; 2) правомірне

<sup>1</sup> 23 листопада 2006 року Lone Star оголосила про скасування покупки та комерційної угоди між пайовим інвестиційним фондом та Kookmin. Невдовзі після цього оголошення корейські обвинувачі відновили цю заяву (7 грудня 2006 року) та підготували судовий процес проти Lone Star. На той час через постійні звинувачення не було зроблено жодної заключної заяви (див. Ірвіне, Стівен, 2006, ст. 1-5, та Lone Star, 2006, ст. 3-8).

<sup>2</sup> Фенн, Георг. В. Ліанг, Неллі-Праузе С. (1995, ст. 2). Це визначення приватного акціонерного капіталу та ринку.

<sup>3</sup> В цих роботах вивчалися різні галузі: високі технології, біотехнологія, програмне забезпечення, обслуговування, телекомунікації та організація мереж, медичне обладнання, комп'ютерна техніка. Армстронг та ін. (2005) аналізують відношення між оцінкою приватного акціонерного капіталу підприємства та оглядовим аналізом доходності (фінансовими заявами) та розглядають діяльність шести перелічених галузей. Ву (2001) вивчає базу даних з високотехнологічної галузі промисловості між 1986 та 1997 роками, зосереджуючись на “виборі між пропозицією приватного акціонерного капіталу та громадських акцій”. У своїй роботі “Вартісна значимість фінансових звітів на ринках приватного акціонерного капіталу” Хенд (2004) аналізує діяльність американських фірм, що працюють у галузі біотехнологій. Лус (2006) аналізує створення ціннісних особливостей фінансових інвесторів за допомогою інвестицій в Європі та США, взявши за основу дані більш ніж 3,000 операцій викупу контрольного пакету акцій за допомогою кредитів.

<sup>4</sup> Див. Чопра Саджай та ін. (2001, ст. 36) та Димські, Гері (2004, ст. 17-19).

втручання у діяльність нежиттєздатних установ, придбання портфелів безнадійних позик та використання державних фондів для рекапіталізації; 3) прийняття найкращих міжнародних практик регулювання та нагляду з метою зміцнення існуючої правової структури; 4) впровадження заходів для зниження залежності фінансових установ, які взяли кредит.

Для того, щоб гарантувати дієздатність фінансової системи та створити довіру до неї клієнтів, уряд застрахував усі депозити фінансових установ до кінця 2000 року та домовився про пролонгацію валютного боргу з іноземними банками. Крім того, іноземним інвесторам також дозволялось привласнювати акції комерційних банків. Щоб впровадити найкращі методи регуляторної діяльності, корейське керівництво об'єднало самостійний орган – Комісію з фінансового нагляду (КФН) та орган виконавчої влади – Службу фінансового нагляду (СФН). Обидва органи відповідають за продаж та відкликання банківських ліцензій та регулюють діяльність банківських та небанківських фінансових установ. З 1998 року функції керівників корейських банків стали виконувати іноземці. У 2000 році корейські чоболі<sup>1</sup> зіткнулися з фінансовими труднощами. Тому контролюючі органи повинні були відродити свою діяльність, пов'язану з реструктуризацією<sup>2</sup>. Щоб прискорити зміни та економічну реорганізацію, уряд попросив допомоги в іноземних інвесторів.

У зв'язку зі спробами реформування у Кореї – особливо у фінансовому секторі, де “відновлення здорового банківського балансу стимулювало зняття грошових обмежень по відношенню до економіки”<sup>3</sup> – став помітним позитивний економічний розвиток. На початку 2003 року економічні перспективи на 2003, 2004 роки були позитивними, про що свідчить те, що ріст виробництва піднявся з 5.5% до 6%. Крім того, Центральний банк Кореї зберіг свої середні темпи інфляції від 2.5% до 3.5%. Тоді як інфляція була в цих очікуваних межах до 2002 року, процентна ставка може бути підвищена на 0.25% порівняно з її рекордно низьким рівнем – 4%. Це було економічне середовище, з яким компанія Lone Star зіткнулась на початку 2003 року, розглядаючи питання придбання мажоритарного пакета акцій Korea Exchange Bank.

### Вибір трансакції

Придбання 51% Korea Exchange Bank компанією Lone Star у серпні 2003 року оцінювалось в 1,171.7 млн. дол. США та було однією з найбільших угод у сфері поглинання та злиття на ринку Кореї після кризи 1997 року. Інвестиції в Korea Exchange Bank, який був офіційно зареєстрований на фондовій біржі з 1994 року та був п'ятим найбільшим корейським банком, що представляє 6.1% загальних банківських активів Кореї, був також найбільшим зарубіжним інвестором у фінансовій індустрії Кореї. Офіційне котирування Korea Exchange Bank дало змогу проведенню аналізу, базованому на загальнодоступних даних.

### Опис Korea Exchange Bank (КЕВ)

Наступний опис діяльності КЕВ охоплює економічну базу, плани стосовно реорганізації та організаційні питання, а також загальне уявлення про структуру акціонерної власності. Маючи загальну вартість активів на суму 68 604.2 млн. дол. США на кінець 2002 року, КЕВ був п'ятим найбільшим національним банком Кореї. В той час КЕВ володів звичайними акціями на суму 1 180.0 млн., а ринкова капіталізація становила 713.7 млн. дол. США.

Азіатська фінансова криза наприкінці 1990-х років не пройшла непоміченою для КЕВ. Кількість банкрутств клієнтів корпорацій завершилась збільшенням банківських резервів для покриття сумнівних боргів та, як наслідок, – усуненням безнадійних позик. Негайно ж було ініційовано програму реструктуризації компанії, що привело до зниження кількості робочої

<sup>1</sup> Чобол – фінансово-промислова група в Кореї. Див. Філліпе Ф. (1998, ст. 46).

<sup>2</sup> До 2000 року уряд Кореї витратив близько 106,482 млн. дол. США на підтримку реструктуризації фінансового сектора. Див. Ан, Чунг Йонг (2001, ст. 30).

<sup>3</sup> ОЕСР (2003, ст. 9).

сили та зміни структури дочірніх підприємств. Керівники впровадили “план п’яти дій”, щоб підготувати КЕВ до майбутніх змін: 1) покращення кредитного процесу шляхом прийняття методів нагляду за кредитами; 2) впровадження заходів для збільшення прозорості та відповідальності; 3) перетворення з організації, що орієнтується на функції, на організацію, орієнтовану на клієнта, через впровадження системи організаційної одиниці; 4) встановлення нової системи управління ризиками; 5) ініціація проекту, мета якого – реорганізувати інформаційно-технологічну інфраструктуру.

З 1998 по 2000 рік було вжито декілька заходів, націлених на рекапіталізацію банку. В цих заходах взяв участь Commerzbank AG (Commerzbank) як іноземний банк та стратегічний інвестор. Німецький банк вклав 290.7 млн. дол. США у 1998 році, 228.1 млн. дол. у 1999 р. та 160.0 млн. у 2000 р. і тому збільшив свою частку у статутному капіталі до 32.55%. Злиття КЕВ з його дочірнім підприємством, Міжнародним торговельним банком Кореї (Korea International Merchant Bank), у січні 1999 року привело до збільшення акціонерного капіталу КЕВ – 1 280 млн. дол. США. Слідуючи плану, наміченому в 1998 році, у 2000 КЕВ представив на розгляд FSA уточнений план покращення та отримав схвалення незалежного проведення операцій. Пошук оптимального рішення стосовно бази капіталу, зменшення кількості безнадійних кредитів та підвищення рівня прибутковості були головними елементами плану реструктуризації, схваленого FSA. До кінця 2002 року КЕВ мав намір стати “банком номер один для клієнтів, акціонерів та працівників”<sup>1</sup>. У зв’язку з низьким рівнем продуктивності у 2002 році – чистий дохід значно зменшився у 2002 році до 56.4 млн. дол. США з 241.5 млн. у 2001 році – керівний персонал зосередився на реорганізації бізнес-стратегій та посиленні внутрішніх можливостей Korea Exchange Bank. Тому послуги в роздрібних банківських операціях, банківське обслуговування крупного бізнесу, світовий банкінг, послуги в сфері валютних операцій, фінансування торгівлі, управління ризиком, а також продукція для широкої вітчизняної та міжнародної клієнтської бази з’явилися як результат діяльності обраної організаційної структури. Щоб керувати бізнесом, виконавчий комітет та його підкомісії вели 9 структурних підрозділів, 20 банківських груп, 34 підрозділи та 4 тимчасові підрозділи (маркетинг, кредитування, персонал, управління ризиками та ринки капіталу).

31 грудня 2002 року акціонерна структура банку Korea Exchange Bank була такою: Commerzbank (32.55%), Банк Кореї (10.67%), Експортно-імпорتنний банк Кореї (32.50%) та інші акціонери (24.28%). Commerzbank та уряд Кореї були залежними одне від одного. Ні уряд, ні Commerzbank не мали контрольного пакету акцій, від якого можна відмовитись чи використати без дозволу іншого або подальшої підтримки прийняття рішень.

## Опис Lone Star

До травня 2006 року компанія Lone Star вклала капітал у майже 50 окремих інвестицій в Кореї на суму 5 млрд. дол. США. Пайовий інвестиційний фонд виконав свою першу домовленість в азіатській країні в 1998 році.

Перед придбанням КЕВ компанія Lone Star була активним гравцем у придбанні безнадійних кредитних портфелів, інвестицій у нерухомість та придбанні збанкрутілих банків на ринках Японії та Кореї. Окрім того, Lone Star проводила активну діяльність у США, Канаді, Японії та Німеччині. З часу заснування й до кінця 2005 року Lone Star збільшила капітал для шести своїх фондів до 13.25 млрд. дол. США та отримала щорічні прибутки між 9 та 28% для своїх перших п’яти фондів<sup>2</sup>.

## Стратегічне підґрунтя та опис трансакції

Як вже коротко зазначалося, у 2003 році банк Korea Exchange Bank зазнав фінансових труднощів, і більшість існуючих акціонерів не мала бажання інвестувати додаткові кошти. Lone

<sup>1</sup> КЕВ (2003, ст. 22).

<sup>2</sup> Див. Еффінгер, Ентоні-Йу, Хуї-Йонг (2005, ст. 40-42).

Star займалась аналізом діяльності Korea Exchange Bank та його дочірніх підприємств протягом багатьох місяців; наміром компанії було покращення стану банку, підвищення продуктивності та здійснення кращого доступного вибору виходу після економічного відновлення банку та економіки Кореї.

“На той час Lone Star була єдиним реально потенційним покупцем, який був готовий забезпечити необхідні капіталовкладення на суму близько 750 млн. дол. США.”<sup>1</sup>. 27 серпня 2003 року фонд Lone Star (LSF) IV підписав меморандум про взаєморозуміння з КЕВ стосовно Угоди про передплату на акції, щоб придбати 51%; новий випуск акцій слугував як вкладення капіталу з метою рекапіталізації Korea Exchange Bank. Також, як частина трансакції, Commerzbank та Експортно-імпорتنний банк Кореї продали акції компанії Lone Star. Право для Lone Star придбавати майбутні акції від двох головних акціонерів до 31 жовтня 2006 року було надане умовами контракту (опціоном колл)<sup>2</sup>. Регулятивні органи Кореї погодили трансакцію станом на вересень 2003 року, проте КФН та СФН вимагали попереднього повідомлення від регулятивних органів про використання опціонів<sup>3</sup>.

Після виконання трансакції акціонерна структура мала такий вигляд: участь в капіталі LSF-КЕВ – 51.00%, Commerzbank – 14.75%, Банк Кореї – 14.00%, Експортно-імпорتنний банк Кореї – 6.18% та інші акціонери – 14.07%. У зв'язку з фінансовою ситуацією КЕВ компанія Lone Star не могла очікувати будь-яких дивідендних виплат за першою вимогою, проте мала зосередитись на негайному впровадженні заходів стосовно фінансової реструктуризації.

## Заходи після придбання

### *Управління та корпоративна поведінка*

Після поглинання в КЕВ було створено нову керівну групу, включаючи нову раду директорів. Відразу ж після призначення ця команда управлінців ініціювала заходи з реструктуризації компанії. Через місяць після завершення придбання КЕВ компанією Lone Star (30 жовтня 2003 року) рада директорів прийняла рішення об'єднати КЕВ з його дочірнім підприємством КЕВКС. Останній пропонував широкий спектр послуг кредитних карток. Операції банку Korea Exchange Bank з кредитними картками були виділені у 1988 році. Траєкторія росту після публічної пропозиції різко знизилась у 2002 та на початку 2003 року. Нестача належної суми та комерційного росту, у поєднанні зі збитками по кредитах та високими коефіцієнтами правопорушень, змусила керівників вжити заходів з фінансової реструктуризації для дочірнього підприємства КЕВ<sup>4</sup>. Злиття КЕВ та КЕВКС стало ефективним 28 лютого 2004 року та послабило участь Lone Star в акціонерному капіталі до 50.53%. Крім зниження комплексності та вирівнювання структури управління, знижені витрати на консолідацію боргу – через покращений рейтинг для КЕВКС – можуть бути названі як причини злиття. Завдяки повному контролю операції з кредитними картками можна стабілізувати та контролювати. Реструктуризація КЕВ проводилась також в Європі та США.

### *Стратегічні та операційні розробки*

Нова команда керівників негайно прийняла стандарти управління як нову управлінську філософію, щоб підвищити конкурентоспроможність КЕВ. У зв'язку зі зміною організаційної структури станом на грудень 2002 року КЕВ здійснив перепланування своїх структурних підрозділів до відділів банківського обслуговування великого бізнесу, роздрібних банківських операцій та кредитних карток. Згідно з цим переплануванням наголос було зроблено на малі та середні підприємства, багатих клієнтів та на клієнтів з депозитними рахунками та без кредитних карток у відділі кредитних карток. Щоб підтримати ці відділи, в травні 2004

<sup>1</sup> Додаток Lone Star (2006).

<sup>2</sup> 2 червня 2006 року фонд Lone Star використав опціони, щоб підняти відсоток з 50.53% до 64.63%. Див. базу даних SDC, Thomson Financial.

<sup>3</sup> Див. СФН (2003, ст. 4) та КЕВ (2006, ст. 97).

<sup>4</sup> Див. КЕВ (2006, ст. 144) та КЕВКС (2003, ст. 26-41).

року були створені три операційні групи, які виконували функції калькуляційного підрозділу банку: група кредитного менеджменту, група надання послуг та група інформаційних технологій. З тих пір управління ризиками, фінансами та персоналом, а також корпоративні комунікації слугували підтримкою для відділів банківського бізнесу та операційних груп. Крім того, було представлено нову систему оцінки продуктивності.

З метою зменшення кількості безнадійних активів КЕВ покращив якість позик через процеси кредитного контролю та здійснив більш ефективний розподіл клієнтів за типом промисловості. На початку 2004 року керівництвом банку було вжито заходів з покращення економічної ефективності. В той же час було започатковано програму реорганізації персоналу та модернізації діяльності філій. Станом на 2005 рік керівництво зосереджувалося на наступних питаннях<sup>1</sup>: 1) створення високого рівня маркетингу для цільових клієнтів за допомогою банківського обслуговування великого бізнесу, орієнтованого на торгівлю, розвинутого роздрібно-банкінгу; зосередження на фіксованому доході та міжнародному врегулюванні, а також на операціях з кредитними картками; 2) покращення репутації КЕВ; 3) аналіз стану кредитів; 4) максимізація ефективності капіталу та побудова бази капіталу; 5) постійний наголос на процесі та економічній ефективності; 6) розширення міжнародних стандартів систем покращення управління персоналом.

#### ***Реорганізація балансу підприємства та рекапіталізація***

У зв'язку із залежністю від корейських чоболів та економічним безладом як результатом економічної кризи кінця 1990-х, КЕВ зіткнувся з великою сумою простроченої заборгованості у своєму балансі. Після початкового відновлення приведення в рух корпоративного сектора у 2002 році в секторі приватного господарства відчувалась нестача ліквідності і тому безнадійні борги в ньому також збільшувались<sup>2</sup>.

До кінця 2003 року банк реорганізував свій борг за допомогою заміни його з короткострокового на довгостроковий, скориставшись низьким рівнем процентної ставки в Кореї на той час. Інвестиції Lone Star на суму близько 900 млн. дол. США покрили збитки у 2003 році та збільшили акціонерний капітал. Завершення злиття КЕВCS спричинило збільшення "боргових зобов'язань, які складають 1 932.1 млн., отриманих в результаті злиття"<sup>3</sup>. Також 784.4 млн. дол. США було використано, щоб завершити злиття. Найвищий чистий дохід КЕВ, 2 056.4 млн., був головним рушієм покращення коефіцієнта достатності капіталу (коефіцієнт BIS) до кінця 2005 року, а також представляв найкращу продуктивність національного банку Кореї (13.68%).

Рейтингові агентства – Moody's Investor Service (Moody's), Standard and Poors (S&P) та Fitch Ratings (Fitch) – схвалювали спроби рефінансування КЕВ та підняли свою оцінку в 2005/2006 (Moody's: Baa2/P-2; S&P: BBB/A-2; Fitch: BBB+/F2).

### **Емпіричний аналіз**

#### ***Опис методу дослідження та визначення***

Спочатку проаналізуємо створення короткострокової та довгострокової цінності за допомогою проведення ситуаційного дослідження. В межах подальшого порівняльного аналізу продуктивності воно також вивчатиметься, якщо КЕВ продемонструє більш інтенсивне створення ціннісних якостей, порівняно з іншими банками. Також, як частина емпіричного аналізу, буде проаналізована довготривала продуктивність установочних даних.

---

<sup>1</sup> Див. КЕВ (2005, ст. 29).

<sup>2</sup> Див. Димські, Гері (2004, ст. 19).

<sup>3</sup> КЕВ (2005а, ст. 34).

Після визначення події встановлюється “вікно події”. Часова відстрочка необхідна для встановлення очікуваного чистого доходу для періоду оцінки та для вікна, яке включає періоди до та після події.

27 серпня 2003 року визначається як день події ( $t = 0$ ). Базуючись на  $t$ , вікно події буде розширене до 40 операційних днів на біржі до та 40 операційних днів після дня події ( $T = [-40, +40]$ , тоді як  $t \in T$ ). За допомогою вибору операційних днів на біржі до та після  $t$ , альтернативних подій, які викривляють результати, потрібно уникнути. Далі проводиться аналіз інтервалів всередині початково обраного вікна на основі  $T$ .

З метою аналізу впливу оголошення про те, що компанія Lone Star придбаває акції банку Korea Exchange Bank використано дані про добовий обіг акцій (сумарний річний дохід розділений на вкладений капітал – TRI). В межах цих прибутків розглядається питання виплати дивідендів. Вони також врегульовуються рішеннями, які приймають акціонери.

Моделі з урахуванням ринкових особливостей припускають лінійне відношення між прибутком від будь-якого цінного паперу та прибутком від ринкового портфеля. Оскільки ця модель широко використовується, наступна формула буде використана з метою обчислення очікуваного доходу на цінні папери  $i$  протягом періоду  $t$  ( $R_{it}^*$ )<sup>1</sup>.

$$R_{it}^* = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$\alpha_i$  та  $\beta_i$  обчислені відносно визначеного періоду оцінювання за допомогою регресії найменших звичайних квадратів (OLS) відповідного зобов'язання по відношенню до національного банківського індексу в Кореї ( $R_m$ ). Головне припущення для обчислення формули (1) – це лінійне відношення між поверненням забезпечення  $i$  та загальним ринком  $R_m$ . Взяти до уваги очікуваний прибуток ( $R_{it}^*$ ) та дохід від цінних паперів  $i$  в період  $t$  ( $R_{it}$ ), аномальний дохід ( $AR_{it}$ ) обчислюємо як різницю між  $R_{it}$  та  $R_{it}^*$ .

#### Короткостроковий аналіз

У наступному короткостроковому аналізі описана методологія, яка використовується у визначений день події. В таблиці 1 запропоновано дані про аномальну доходність всередині вікна події для КЕВ та його вітчизняних конкурентів Kookmin Bank та Shinhan Financial Group.

Таблиця 1

#### Короткострокова аномальна доходність банків Кореї

Інтервали	Аномальна доходність у %			Інтервали	Аномальна доходність у %		
	Korea Exchange Bank	Kookmin Bank	Shinhan Financial Group		Korea Exchange Bank	Kookmin Bank	Shinhan Financial Group
[-40;0]	2.33	-4.28	7.23	[-40;+40]	13.00	-9.46	11.99
[-35;0]	4.45	-5.44	6.65	[-35;+35]	17.68	-10.16	7.11
[-30;0]	10.83	-6.24	-0.28	[-30;+30]	23.62	-9.85	5.45
[-25;0]	11.53	-5.68	-1.86	[-25;+25]	16.67	-7.58	5.53
[-20;0]	9.71	-6.37	-5.54	[-20;+20]	28.99	-9.72	2.16
[-15;0]	10.97	-4.63	-4.24	[-15;+15]	15.42	-5.42	5.49
[-10;0]	10.19	-2.45	-7.92	[-10;+10]	24.42	-3.94	2.16
[-5;0]	13.31	-1.73	-7.28	[-5;+5]	23.27	-0.44	-6.78
[-2;0]	-1.66	-1.67	-3.00	[-2;+2]	14.31	-2.78	-3.64
[-1;0]	1.68	-1.86	-1.62	[-1;+1]	15.36	-3.93	-2.55
[0]	3.63	-1.17	-0.56				

<sup>1</sup> Петерсен П. (1989, ст. 39-55).

В день події курс акцій КЕВ збільшився більш ніж на 3.6%. У всіх інших інтервалах всередині вікна – за винятком двох – КЕВ мав найвищий рівень створення ціннісних якостей. Цей результат співпадає з результатами дослідження злиттів та поглинань у банківській сфері, де можна спостерігати позитивний вплив цінності на мету придбання. Крім того, компанія Lone Star як досвідчений інвестор з фінансовою міцністю також мала позитивний вплив на створення цінності. У зв'язку з описаною ситуацією КЕВ його створення цінності можна тлумачити як реакцію на інвестиції Lone Star.

#### *Довгостроковий аналіз ринку капіталу та установочних даних*

Довгострокове створення ціннісних якостей розробки біржового курсу КЕВ проаналізоване по відношенню до щоденних прибутків від акціонерного капіталу у відповідності з короткостроковим аналізом. Крім представлені процедури необхідно зробити розширення часового періоду: 1) розширення часових рамок до 39 місяців після місяців оголошення про придбання Korea Exchange Bank компанією Lone Star; 2) встановлення еталонного портфеля активів. Базуючись на цих розширеннях, можна обчислити довгострокову аномальну доходність. Отже, створення ціннісних якостей протягом трьох років поспіль  $t$  обчислюється в інтервалах 0-12 місяців, 0-24 місяці та 0-36 місяців. Для аномальних прибутків, які є різницею між щоденними та очікуваними прибутками,  $\alpha_i$  та  $\beta_i$  були визначені за допомогою регресії OLS. Для цієї регресії 36 місяців, починаючи з трьох місяців, що передують серпню 2003 року, слугують як період оцінювання. За допомогою цих результатів обчислюються очікувані прибутки.

Обчислена щоденна аномальна доходність представлена в таблиці 2.

Таблиця 2

Довгострокова аномальна доходність банків Кореї

Інтервали	Аномальна доходність у %		
	Korea Exchange Bank	Kookmin Bank	Shinhan Financial Group
[0-12 місяців]	34.82	-45.97	8.85
[0-24 місяці]	51.00	-74.11	9.60
[0-36 місяців]	23.71	-97.54	-2.58

Незважаючи на успіх Korea Exchange Bank, представлений метод довгострокового ситуаційного дослідження не враховує всіх особливостей. Тому ми використовуємо ще й метод порівняльного аналізу продуктивності.

Було обрано п'ять еталонних підприємств (з даних фінансово-аналітичної служби Thomson Financials Datastream) за деякими характеристиками (ринкова капіталізація як оцінка розміру та очікуваної доходності; коефіцієнт ринково-балансової вартості для оцінки доходності). Використавши ці критерії, ми обрали наступні компанії: Towa Bank, Fukui Bank, Awa Bank, Metropolitan Bank and Trust Company та RHB Capital. Відповідною датою для критеріїв відбору був останній строк представлення фінансового звіту на кінець року (31 грудня 2002 року) перед поглинанням.

Доходність для КЕВ та п'яти обраних банків була обчислена за ті самі інтервали, що й під час проведення довгострокового ситуаційного дослідження. Результати представлені в таблиці 3.



Таблиця 3

Довгострокова аномальна доходність, обчислена за допомогою проведення порівняльного аналізу продуктивності

Інтервали	Доход Korea Exchange у %	Середній рівень у %	Аномальна доходність Korea Exchange Bank у %
[0-12 місяців]	26.40	-7.06	33.47
[0-24 місяці]	103.18	4.57	98.61
[0-36 місяців]	118.16	14.03	104.13

У всіх трьох інтервалах КЕВ продемонстрував вищі за середні результати протягом відповідних періодів. У зв'язку з врегулюванням голосів не на користь попередньо обговорених методів, а також чистих результатів створення ціннісних якостей, ініційованих Lone Star в КЕВ, останній підхід можна визначити як найкращий в контексті даної статті. Для оцінки описаних якісних показників та обчисленого створення цінності, базованого на розробках біржового курсу, проаналізовано установочні дані.

Розглядаючи збільшення загальної вартості активів у 2005 році після “струсу бухгалтерського балансу” з суттєвими резервами для покриття збитків по позиках у 2003 році та зменшення в 2004, можна побачити, що чисті позики дещо зросли у 2005 році; порівняно зі збільшенням чистих позик протягом певного періоду перед угодою з Lone Star це значне генерування нових кредитних операцій може бути поясненням нових кредитних та ризикових процесів. Реорганізація бухгалтерського балансу КЕВ, а також оптимізація “управління процентом” викликали збільшення чистого процентного доходу банку (табл. 4 і 5).

Таблиця 4

Резервні ресурси для покриття збитків по позиках та чистий процентний дохід банків Кореї

Банки	Ресурси для покриття збитків по позиках як % від загальної суми позик				Чистий процентний дохід банку у %			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Korea Exchange Bank	2.56	5.18	2.00	1.38	2.19	2.76	2.70	3.41
Kookmin Bank	2.39	2.66	2.25	1.78	3.73	3.89	3.33	3.99
Shinhan Financial Group	1.71	2.88	1.95	1.67	2.36	2.18	2.52	3.22

Таблиця 5

Прибуток на використані активи та коефіцієнт BIS банків Кореї

Банки	RoAE у %				Коефіцієнт BIS у %			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Korea Exchange Bank	3.00	-42.73	20.41	44.84	9.31	9.32	9.47	13.68
Kookmin Bank	13.33	-7.99	6.25	20.78	10.41	9.81	11.14	12.84
Shinhan Financial Group	17.83	6.11	14.11	18.17	10.92	10.49	11.94	12.27

### Визначення факторів успіху та оцінка представленого аналізу

Дана робота є глибоким вивченням заходів, ініційованих та впроваджених фінансовим інвестором. Навіть без виходу фонду США можна назвати різноманітні ключові фактори успішного розвитку.

Глибока обізнаність керівництва компанії Lone Star стосовно корейського ринку та довготривалий досвід у фінансовій індустрії послужили каталізатором успішного розвитку банку КЕВ. Крім того, наступні критерії можуть бути визначені як критичні фактори успіху для створення ціннісних якостей:

- 1) макроекономічне середовище: вибір банку, який був розміщений та проводив операції в країні з потенціалом росту після економічного занепаду, був головним рушієм успіху Lone Star. Крім того, низькі процентні ставки в Кореї та реформи в нормативно-правовій сфері дали змогу компанії Lone Star вжити фінансових заходів та діяти в стабільному економічному середовищі;
- 2) вибір мети, підготовка угоди та виконання: інформація про цільовий ринок стала головною причиною поглинання. Беручи це за основу, а також головні умови угоди – особливо придбання контрольного пакету акцій та здатність висунути кандидатури головних осіб, що приймають рішення – інвестиційний фонд був здатний ініціювати заходи для уможливлення угоди;
- 3) управління на вищому рівні та корпоративні заходи: використання міжнародних методів управління та вжиття заходів на рівні корпорацій, жорсткі вимоги до кредитування та управління ризиками були головними для виконання поставленої мети;
- 4) програма фінансового реінжинірингу: реорганізація балансової звітності відіграла вирішальну роль у використанні нової бізнес-стратегії;
- 5) стратегія ділової активності: чітко визначена орієнтація на клієнта була основою розширення бізнесу з існуючою клієнтською базою та залученням нових клієнтів;
- 6) робота з персоналом: “перетасування” кадрів у поєднанні з впровадженням системи матеріального заохочення були основою культурного розвитку.

Результати даного дослідження базуються на даних лише про одну угоду. Щоб підтвердити ці результати, слід проаналізувати більш широкую вибірку. Крім того, умови поглинання можна піддати сумнівам. З одного боку, ця ділова операція була частково приватизацією державних цінних паперів і тому репрезентує зміну форми власності, що не часто зустрічається порівняно зі злиттями та поглинаннями у банківській галузі та інвестиціями в інші галузі. З іншого – обрання конкурентів та обрані еталони можна піддати сумніву.

Крім того, слід очікувати, що Lone Star домовилась про сприятливі умови в її початковій угоді щодо реорганізації КЕВ (наприклад, місця в раді директорів), проте частково вжиті заходи потребували схвалення власників контрольного пакета акцій, а не лише обраних представників Lone Star.

## **Висновки**

Мета даної статті – проаналізувати створення ціннісних якостей пайового інвестиційного фонду у банківській промисловості. Результати проведеного аналізу чітко вказують на позитивний вплив, який мала угода з Lone Star на продуктивність КЕВ. Адже суттєвою “часткою” своєї продуктивності КЕВ завдячує Lone Star. Обраний метод забезпечує всебічне вивчення заходів, вжитих компанією Lone Star, та обмежень, з якими довелося зіткнутися фонду. Тому стаття заповнює прогалину в дослідженнях, які спеціалізуються на вивченні питань злиттів та поглинань у банківській сфері.

## **Список використаних джерел**

1. Ahn, Choong Yong. 2001. “Financial and Corporate Sector Reform in South Korea: Towards a New Development Paradigm”. Working Paper Draft prepared for presentation at the MDT Workshop at Tokyo University, Seoul.
2. Armstrong, Chris/Davila, Antonio/Foster, George. 2005. Venture-Backed Private Equity Valuation and Financial Statement Information, Stanford Graduate School of Business, Stanford.

3. Bank for International Settlement. 2006. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework, Comprehensive Version, Basel.
4. Bank of Korea. 2006. Annual Report 2005, Seoul.
5. Beitel, Patrick/Schiereck, Dirk/Wahrenburg, Mark. 2003. Explaining the M&A-success in European Bank Mergers and Acquisitions, Oestrich Winkel.
6. Berger, Allen N./Udell, Gregory F. 1998. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle, in: Journal of Banking & Finance, o. Jg (1998), Vol. 22, pp. 1-52.
7. Brav, Alon/Gompers, Paul A. 1997. Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies, in Journal of Finance, Vol. 52, No. 4.
8. Brown, S./Warner, J. 1980. Measuring security price performance, Journal of Financial Economics, 8, pp. 205-258.
9. Brown, S./Warner, J. 1985. Using Daily Stock Returns - The Case of Event Studies, in: Journal of Financial Economics, Vol. 14, pp. 3-31.
10. Calomiris, C.W. /Karceski, J. 1998. Is the bank merger wave of the 1990s efficient? Lessons learned from nine case studies, The AEI Press, Washington, D.C.
11. Chopra, Ajai/ Kang, Keneth/Karasulu, Meral/Liang, Hong/Ma, Henry/Richards, Anthony. 2001. From Crisis to Recovery in Korea: Strategy, Achievements, and Lessons; IMF Working Paper WP/01/154, Washington, D.C.
12. Cuny, C.J./Talmor, E. 2006. A theory of Private Equity Turnarounds, Working Paper, Washington University in St. Louis, London Business School.
13. Delhaise, Philippe. 1998. Asia crisis: the implosion of the banking and finance systems, Singapore.
14. Dymski, Gary. 2004. Korea's Post-Crisis Banking Crisis and the Global Bank Merger Wave, Sacramento.
15. Effinger, Anthony/Yu, Hui-yong. 2005. Bad-Loan Power Play; in: Bloomberg Markets, March 2005; New York.
16. European Venture Capital Association (EVCA). 2005. EVCA Yearbook 2005, Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity, Brussels.
17. Fama, Eugene. 1991. Efficient Capital Markets: II, in: The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5, pp. 1575-1617.
18. Fenn, George W./Liang, Nellie/Prowse S. 1995. The Economics of the Private Equity Market, Federal Reserve Board, Washington D.C.
19. Fraser-Samson, Guy. 2007. Private equity as an asset class, West Sussex.
20. FSS. 2003. Weekly Newsletter, Vol. IV, No. 34, Seoul.
21. FSS. 2006. BIS Capital Adequacy Ratio of Domestic Banks: End-2005, Press Release March 8, 2006, Seoul.
22. Gompers, Paul A. 1995. Optimal Investment Monitoring and the Staging of Venture Capital, in: The Journal of Finance, Vol. L, No. 5, pp. 1461-1489.
23. Hahm, Joonho. 2005. The Korean Model of Corporate Governance: Issues and Lessons in Reform of Bank Governance (Woori Bank); Hills Governance Center at Yonsei University, Working Paper Series No. 05-01, Seoul.
24. Hand, John R.M. 2004. The Value Relevance of Financial Statements in Private Equity Markets, University of North Carolina at Chapel Hill.
25. Irvine, Steven. 2006. Korea's real winners: local banks not foreign equity. <http://www.financeasia.com/article.aspx?CIID=69792> (accessed: December 21, 2006).
26. Kang, Chungwon. 2003. From the Front Lines at Seoul Bank: Restructuring and Reprivatization, IMF Working Paper, Washington, D.C.
27. KEB. 1999. Annual Report 1998, Seoul.
28. KEB. 2001. Annual Report 2000, Seoul.
29. KEB. 2003. Presentation 2002 Year-end Report, Seoul.
30. KEB. 2005. Presentation 2004 Year-end Report, Seoul.
31. KEB. 2005a. Annual Report 2004, Seoul.

32. KEB. 2006. Annual Report 2005, Seoul.
33. KEBCS. 2003. Roadshow Presentation May 2003, Seoul.
34. Kester, Carl/Luehrmann, Timothy. 1995. Leveraged Buyouts – besser als ihr Ruf, in: Harvard Business Manager, 17. Jg. (1995), Heft 4, S. 75-85.
35. Knedlik, Tobias/Stroebel, Johannes. 2006. The role of banking portfolios in the transmission from currency crises to banking crises – potential effects of Basel II, Institut für Wirtschaftsforschung Halle – Discussion Papers, No. 21, Halle.
36. Korea Development Bank. 2006. Korea's M&A Market and Role of Financial Investors; in: 2nd Quarterly Review, Seoul.
37. Lerner, Joshua/Hardyman, Felda/Leamon, Ann. 2005. Venture Capital and Private Equity. A Casebook, Boston.
38. Lone Star. 2006. John Grayken – Press Conference, New York.
39. Loos, Nicolaus. 2006. Value Creation in Leveraged Buyouts, Analysis of Factors Driving Private Equity Investment Performance, Dissertation Universität St. Gallen.
40. OECD. 2003. OECD Economic Surveys Korea, Volume 2003/5, Paris.
41. OECD. 2005. Economic Surveys Korea, Paris.
42. Peterson, P. 1989. Event Studies: A Review of Issues and Methodology, in: Quarterly Journal of Business and Economics, Issue 28, pp. 36-66.
43. Pilloff, Steven J./Santomero, Anthony M. 1996. The Value of Bank Mergers and Acquisitions; Wharton Working Paper 97-07, Philadelphia.
44. Thomson Financial. Datastream, SDC and Worldscope Database, New York.
45. Van der Geest/van Frederikslust. 2001. Initial Returns and Long-Run Performance of Private Equity – Backed Initial Public Offerings on the Amsterdam Stock Exchange, Working Paper for EFMA 2001 Lugano Meetings, Rotterdam.
46. Wu, Ylin. 2000. The Choice between Public and Private Offerings, Washington University, St. Louis.

Отримано 27.03.2007.  
Переклад з англ. Н.М. Середи.