

研究指導 大橋 良生 准教授

企業再編の効果 —銀行の経営統合に関する検証—

関根 仁美

1. 本稿の目的

1.1 企業再編の目的と手段

企業再編は経営の効率化を図る目的やリストラクチャリングのために企業グループを再編することをいう。再編の主な手段としてはM&Aがあり、これは「企業の株主価値増大を目指して実行される会社支配権の移動」と定義されている(服部 2008)。

M&Aの主な目的は次の2点である。1つは、シナジー効果の獲得である。シナジー効果とは、1+1が2以上の結果になることを意味し、M&Aでの規模の拡大やコスト削減により実現させることである。いま1つは、コングロマリット・ディスカウントの解消である。これは非効率な事業を自社内で抱え込んだ状態の低い事業価値のままにして置くのではなく、事業を売却することにより本来の価値を顕在化しようすることである。

また、M&Aには、複数の企業が1つに集約される形となる合併をはじめ、株式取得や会社分割といったような多種多様な再編手段が存在する。これらの再編手段は1997年の独占禁止法の改正により、持株会社の設立が可能になったことで増加していった。

1.2 企業再編の現状

これまでも金融業界、とりわけ銀行業において企業再編が盛んに行われてきた。その背景には、バブル崩壊後の膨大な不良債権による深刻な問題がある。また、それに伴い2000年初頭には都市銀行を中心に合併等の再編が急速に進行した。そして現在では、銀行同士の低金利や貸し出し競争の厳しさも加え、自行の存続をかけた企業再編が積極的に取り組まれている。

厳しい経営環境にある銀行業の再編手段として、経営統合が多く選択されており、年々増加傾向にある。このような傾向から、今後も経営統合を選択する銀行が増加すると考える。経営統合とは、株式移転制度を用いた共同持株会社の設立による再編手段である。

1.3 本稿の目的

銀行の厳しい経営環境を危惧し、金融庁は2013年から中小・地域金融機関を対象に事務年度主要行等向け監督方針を発表した。同方針は、経営陣の責任ある迅速な判断と5年から10年後を見据えた経営統合などの中長期間の経営戦略の検討することを要求としている。

しかし、他の再編手段と比べ、経営統合はシナジー効果が得にくく、効率化に長い時間がかかるというデメリットがある。また、経営統合は比較的新しい再編手段である。そのため、経営統合の効果を検証している研究は多くはなく、その有効性は明らかになっていないといえよう。

本稿では、銀行業における経営統合がもたらす効果を実証的に検証していく。第一に、経営統合に関するアナウンスに対する株価反応である。株価は、将来業績の見通しを示しており、経営統合が再編手段として有効であれば、株価はプラスの変動を示すと予想される。第二に、財務諸表分析である。これにより、株価反応でみられた株主の期待が、実際に財務諸表上、実現したかどうかを検証する。これらの分析を行うことで、銀行業における経営統合の効果を明らかにする。

2. 先行研究

矢部(2006)では、経営者が事業の選択と集中の一環として行った株式交換による完全子会社化が資本市場からどのように評価されたのかを検証している。その結果、買収企業、対象企業双方の株主価値に対してプラスの効果があつたことが明らかとなった。

矢部(2008)では、グループ企業再編の役割と効果を明確にし、今後の企業再編を予定する企業に対し示唆を導出することを目的としている。分析の結果、企業再編にはグループマネジメントを展開していくための環境整備と経営資源配分の実行の2つの役割が明らかと示

された。また、1990年代後半のグループ企業の再編は企業の収益性の回復に寄与したことが明らかと示された。これらの先行研究は、グループ企業再編や再編手段の1つである株式交換による業績が、株価や財務諸表に影響を与えていることを示唆している。

また、星野(1999)と上田(2006)では、銀行業の合併がもたらす効果について財務分析を用いて研究されている。星野(1999)では1977年から1996年の期間の合併効果はマイナスであったと示唆している。一方、上田(2006)では、規模の経済性は都市銀行と地方銀行の両方で統計的に有意に確認され、範囲の経済性は都市銀行において有意に検証されたと示唆している。

矢部(2006)と(2008)では製造業および非製造業を対象にしており、金融業は除外されている。そのため、金融業における企業再編の効果については検証されていない。また、星野(1999)や上田(2006)では分析対象のサンプルとして経営統合に加えて合併も含まれている。経営統合は、シナジー効果が得にくく効率化に時間がかかる。合併は成立するまでには時間やコストがかかるが、成立後にはシナジー効果や効率化などの合併の効果が早期に現れるといった違いがある。そのため、経営統合と合併は分けて分析する必要がある。そこで本稿では、企業再編が盛んに行われている銀行業に焦点をあて、経営統合の効果について分析する。なお、本稿の分析結果は、プラスの効果が確認されている合併ではなく、経営統合を選択する意義について示唆を含意としている。この点が先行研究に対する本稿の新規性である。

3. 分析方法と結果

3.1 サンプル

分析対象とする銀行の経営統合は、1997年の独占禁止法の改正以降に行われた全てのものとする。また、分析期間も同様に1997年から2015年までとする。

株価分析では、経営統合の実施日がメディアにより報道されてから、前後10日間を対象期間とした。朝日

新聞、Yahooファイナンスから分析に必要なデータを収集した結果、最終的なサンプルは39行となった。

財務分析では、経営統合の実施前1年から実施後¹3年までを対象期間とした。全国銀行協会から分析に必要なデータを収集した結果、5つの案件(全11行)となった。

3.2 分析方法

第一に、株価分析について説明する。経営統合をアナウンスした日をday=0とし、前後10日($-10 \leq \text{day} \leq +10$)の株価(終値)を用いて個別リターンを計算する。次に同日のTOPIXを用いて市場リターンを計算し、各行の個別リターンから差し引くことで、各企業情報に対応する株価変動部分(異常リターン: Abnormal Return, 以下AR)を算出する。さらにARを累積し、累積異常リターン(Cumulative Abnormal Return, 以下CAR)を算出する。これにより、経営統合をアナウンスした場合に、調査対象期間に市場平均を上回る(下回る)ARを累積的に得られたかを表すことができる。そしてt検定を用いて検証を行った。また、経営統合の案件ごとの株価反応を見るために、両行の株式時価総額に基づいてCARを加重平均した。そして、t検定を行った。

第二に、収益性分析と成長性分析について説明する。収益性分析では自己資本当期純利益率(Return on Equity, 以下ROE)、使用総資本事業利益率(Return on Assets, 以下ROA)、経費率を用いて分析する。ROEは、株主に対してどの程度利益を還元したかを測る指標である。ROAは、企業の総合的な収益性を測る指標であり、本稿では銀行固有の収益指標として業務純益を用いている。経費率は本業の収益に対する営業経費の割合を示す指標である。成長性分析では貸出金成長比率と預金成長比率を用いて分析する。これらから、前年と比較し営業活動がどの程度拡大したかを分析する。これらの計算手順は次の通りである。はじめに、経営統合に関連する当該銀行の財務数値を合算することで各案件に関する指標を計算し、次に業界平均値を控除した。

¹ 財務諸表の変化を分析する場合、3年間での変化に着目するのは、M&Aの企業経営への効果が具体的かつ典型的に財務諸表に現れるのは3年程度を経過した後である、とされているためである(岡部2007)。

そして、経営統合前後の値を比較し経営統合後の値から経営統合前の値を差し引き、効果が得られたかを t 検定を用いて検証を行った。

3.3 分析結果

はじめに、株価分析の結果である。図表 1 は調査対象期間における CAR の推移を表している。経営統合をアナウンスする 2 日前に急上昇し、徐々に上昇していることがわかる。この結果が統計的に有意であるか t 検定をしたところ効果は得られなかった。

また、図表 2 のグラフは経営統合案件ごとの CAR の推移を表している。ここから、アナウンスにより徐々に上昇していることがわかる。しかし、統計的に有意でなかったことから全体的に見ても効果がなかったといえる。また、表は 4 つの累積期間に基づく CAR の t 検定の結果である。しかし、どの累積期間でも有意な値は確認されなかった。

図表 3 は収益性分析の結果である。ROE と ROA においては、3 年間(t+1 期から t+3 期)の平均値を見るとプラスの効果がみられたが、t 検定の結果は有意でないことから効果は得られなかった。また、経費率においては t+1 期以降のどの年も 2%以上削減されており、3 年間の平均値でもプラスの効果がみられたが、t 検定の結果では有意な値はなく、効果は得られていなかった。

図表 4 は成長性分析の結果である。貸出金成長比率は、t+1 期で -0.42 に落ち込んだものの 3 年間の平均値は 0.73 であった。しかし、t 検定の結果、統計的に有意な値はなく効果は得られなかった。また、預金成長比率では、3 年間の平均値が -0.38 であり、t 検定の結果でも有意な値はなく効果は得られなかった。

4. 結論と課題

本稿の目的は、銀行における経営統合の効果を実証的に明らかにすることであった。そこで株価と財務諸表を用い、分析を行った。株価分析では、経営統合のアナウンスにより株価は上昇したが、統計的な効果は認められなかった。また、収益性分析、成長性分析においても期待される効果は得られなかった。

以上のことから、経営統合に対して、株価は必ずしも

上昇してはならず、経営統合の有効性について株主は懐疑的であることが示唆された。また、財務諸表分析では、経営統合前後の業績に有意な値がないことから、実際の経営活動でも、顕著な業務改善には必ずついていないことが示唆された。

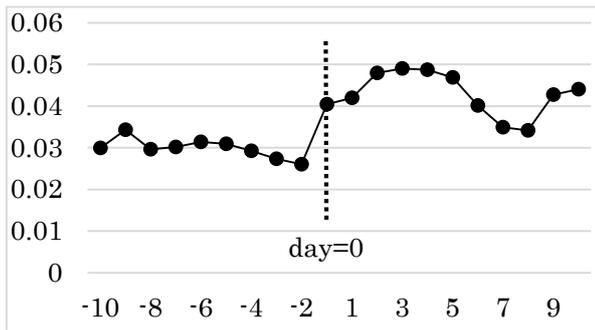
このような結果は、銀行の経営者は企業再編を考える際には、経営統合のみならず他の再編手段を検討する必要があることを含意している。特に上田(2006)では、合併にプラスの効果があることを報告しており、M&A の効果の実現には手法の選択が重要であることを示唆している。また、経営統合をする際には統合をする相手行によっても変化してくると考えられるため、相手行の選択も重要であるといえる。

最後に本稿における課題について提示する。第一に、証券会社や保険会社等の銀行業以外の金融機関の企業再編に焦点をあてることである。本稿では銀行業に限定し企業再編の効果を検証した。しかし、金融業界の中では他の企業も再編に取り組んでいる。そのため、業界全体での再編効果、また効果の違いについて研究する必要があると考える。第二に、経営統合を他の企業再編の手段と比較し、得られる効果を比較検証することである。企業再編には様々な種類があり、それぞれで得られる効果は違うと考える。そのため、各企業にとってどの再編手段を選択することがメリットを最大限に享受できるかを研究する必要があると考える。

引用文献

- [1] 上田雅弘(2006)「銀行業における合併・統合の効率性」『松山大学論集』18(4),pp61-85.
- [2] 岡部光明(2007)『日本企業 M&A』東洋経済新報社
- [3] 星野靖雄(1999)「金融機関の合併効果」『COFIS 研究会レポート』Vol.6 pp14-29.
- [4] 矢部謙介(2006)「株式交換による完全子会社化の価値創造効果」『一橋商学論叢』Vol.1 No.1,pp36-49.
- [5] 矢部謙介(2008)「グループ起業再編の役割と財務業績への影響」『一橋ビジネスレビュー 2008』東洋経済新報社 56(3),pp44-61/
- [6] 全国銀行協会 <http://www.zenginkyo.or.jp/>
- [7] Yahoo!ファイナンス <http://finance.yahoo.co.jp/>

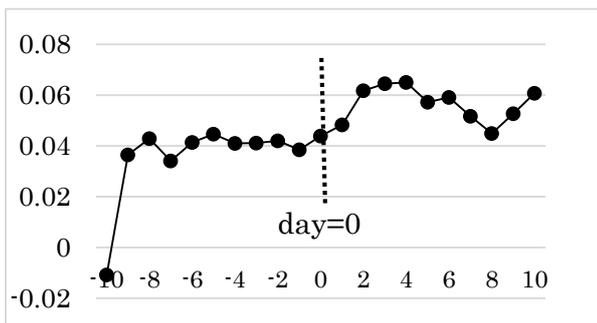
図表 1 各行の CAR の推移(N=39)



CAR の結果

累積期間	CAR	t 値	有意水準
(-10, +10)	0.7766	0.6717	
(-5, +5)	0.4252	0.6970	
(-3, +3)	0.2694	0.6908	
(-1, +1)	0.1191	0.6970	

図表 2 経営統合案件ごとの CAR の推移(N=11)



CAR の結果

累積期間	CAR	t 値	有意水準
(-10, +10)	16.993	1.4378	
(-5, +5)	5.9347	0.9881	
(-3, +3)	3.9415	0.9875	
(-1,+1)	1.9526	0.9882	

図表 3 収益性分析の結果(N=11)

	ROA			ROE			経費率		
	平均値	t-1 期との差	t 値	平均値	t-1 期との差	t 値	平均値	t-1 期との差	t 値
t-1	-0.0483	-	-	-75.578	-	-	0.1043	-	-
t	-0.1062	-0.0578	0.2493	-43.528	32.0509	1.2916	0.1237	0.0195	0.7557
t+1	0.1765	0.2248	3.0739*	4.0374	77.9648	1.4436	0.0818	-0.0224	0.9265
t+2	0.0084	0.0567	0.5462	0.5468	74.4914	1.4026	0.0831	-0.0212	1.0899
t+3	0.0394	0.0878	0.8654	-0.0904	73.9247	1.3862	0.0797	-0.0246	1.2587
t+1~3	0.0748	0.1231	1.4952	1.4979	75.4603	1.4108	0.0815	-0.0227	1.0917

図表 4 成長性分析の結果(N=11)

	貸出金成長比率			預金成長比率		
	平均値	t-1 期との差	t 値	平均値	t-1 期との差	t 値
t-1	0.3516	-	-	-1.7189	-	-
t	-0.4172	-0.7688	0.4933	-1.2057	0.5132	0.4146
t+1	-0.4172	-1.7344	1.7809	-0.5596	0.6461	0.5791
t+2	1.6172	3.7687	1.4717	-0.4167	0.1429	0.1078
t+3	0.9854	-0.6317	0.9676	-0.1732	0.2435	0.2630
t+1~3	0.7285	0.4675	1.4067	-0.3831	0.3442	0.3166

各経営指標の有意性に示されている*は 1%水準で有意であることを示している。