

第1章 日本の上場保険会社・銀行の提携等と資本市場の評価

青山学院大学経済学部教授
白須 洋子⁽¹⁾

I. はじめに

近年、日本の金融機関は旧来の業態を超えた形態変化を積極的に行っている。合併・買収（M&A）のみならず、業務提携・資本参加等（各種提携）により事業の経営戦略を大きく変更している。保険会社や銀行も例外ではなく、資本参加等を中心とした経営戦略を展開している。本稿では、主として日本における保険会社の経営戦略の変更（資本提携及び出資拡大、M&A）に対する株式市場の短期的反応を中心に分析し、さらに、銀行のそれと比較しながら保険会社と銀行との差異を比較検討した。各種提携の内、日本で最も活用されている資本参加については、Altunbas and Marques（2008）に示されている戦略要因等の有無を判別し、さらにイベントスタディーの結果によるSCAR（標準累積アブノーマル・リターン）に対してもそれらの戦略的要因を実証的に調べた。

その結果、連携等の発表に対して、保険業と銀行業では資本市場の短期的な反応に大きな違いがあること、提携の要因分析からは、保険業では基本的な業務体質改善期待の傾向が見られるが、不良債権処理が終わった銀行では次なるステップへの期待傾向が見られることなど資本市場の反応には違いがあった。

まず、既存研究を概観する。

銀行を中心とする金融機関の業態変化等が市場パフォーマンスに与える影響に関しては多くの既存実証研究がある。グローバルな実証研究のサーベイはBerger et al.（1999）、日本を対象とした実証研究はYamori et al.（2003）、坂井等（2009）がある。しかし、日本を対象とした多くは不良債権処理、事業再生及び効率性をキーにした研究である。本稿で取り上げるテーマは、金融機関自らの事業戦略変化、より積極的に事業展開をしていくための事業戦略変化、つまり提携等に対する資本市場の関係や戦略性について分析するものであり既存の実証研究とは大きく目的が異なる。

日本におけるM&Aと事業戦略の変化や提携等を分析した研究には牧本（2007）、Chiou and White（2005）がある。牧本（2007）は、M&Aと各種提携の違いを日本の上場製造業企業1714社のアンケート調査（2000年度実施）から分析し、M&Aは財務指標向上が目的であるのに対して、提携はR&Dのパフォーマンス向上等の財務指標以外が目的であり、M&Aと提携とは大きく目的が異なることを共分散構造分析により実証的に明らかにしている。また、

Chiou and White (2005) は、銀行・保険・証券会社を含む日本の169金融機関を対象に、1997～1999年の109件の戦略的提携アナウンス（単独・複数事業提携、包括提携、国内外提携、系列内提携、業界間提携等）をイベントスタディーの手法を用いて分析し、戦略的提携は企業規模の影響を受けるもののパートナー企業の価値を高めること、グループ内提携はグループ外提携と比較してそのゲインは少ないこと、国内外提携のゲインの違いはニュートラルであることを示した。しかし、これら2つの研究は、一般事業会社や金融機関全体を対象としたものであり保険会社や銀行の提携を着目したのではなく、また分析期間も90年代後半の金融危機の影響を強く受けていると思われる時期である。

分析対象企業を主に保険会社とした実証研究には大きく2種類あり、保険会社のM&A全体を分析したもの、金融コングロマリット特にバンカシュアランスの観点から分析したものがあある。前者について、Akhigbe and Madura (2001) は1985～1995年の米国68社の大手保険会社のM&Aをイベントスタディーにより分析し、target保険会社のAR（アブノーマル・リターン）は有意に正であること、M&Aのニュースは業界内のライバル損保にも歓迎され業界全体にも有意に正の影響があること、その影響度合いは同規模・同地域保険会社に対しては大きいことを示した。また、Cummins and Weiss (2004) は1990年～2002年の欧州の保険会社を対象にプレーンなイベントスタディーにより分析し、target保険会社のARは頑健にプラスであるのに対してbidderは僅かのマイナスであること、国内M&AのAR方がクロス・ボーダーM&Aよりも大きくプラスになることを示した。

一方、後者のバンカシュアランスの観点からの分析については多くの研究⁽²⁾がある。Artikis et al. (2008) は保険会社と銀行が合併する理由について、EU統合や新興国市場の進展を背景に、銀行・保険会社・消費者のそれぞれの立場から直感的な説明を試みている。銀行にとってはone-stop shoppingにより従来の銀行商品に付加価値を付けられること、保険会社にとっては銀行のブランド力や銀行支店網や顧客情報の活用により販売チャネルの拡大や顧客ニーズに沿ったテイラーメイド商品を新開発できること、消費者にとっては銀行商品と保険・年金商品を組み合わせ、銀行のITインフラ等を利用することにより容易・低廉に（信用）リスクヘッジ可能な金融サービスを受けられることを挙げている。また、Malkonen (2009) は銀行業と保険業の融合に関する理論的研究を行っている。両者融合による情報アドバンテージのため金融サービス価格の低廉化に繋がりひいては金融の安定性が向上すること、顧客情報の収集やモニタリングに対しても規模の経済が働くため金融機関の規制資本を低く抑えられることをメリットとして示している。

これら、金融コングロマリットやバンカシュアランスの価値に対する実証研究結果は様々である。企業価値を創造するとした研究 (Fields et al. (2007) 及びStaikouras (2009))、企業価値を崩壊するとした研究 (Laeven and Levine (2007)、Schmid and Walter (2009)、Lelyveld and Knot (2009))、企業価値に関してはニュートラルであるとした研究 (Allen and Jagtiani (2000)) という多様な実証結果が出ている。

Fields et al. (2007) は1997年1月～2002年12月の米国及び欧州の銀行・保険会社間のM&A

を対象に分析し、イベントスタディーよりbidder⁽³⁾のARプラスの効果を確認し、バンカシュアランスの価値創造を確認した。さらに、Staikouras (2009) はFields et al. (2007) の成果をグローバルマーケットに拡張し、1990年～2006年の世界51カ国の国際的なM&Aデータをイベントスタディーの手法で分析し、銀行・保険融合のバンカシュアランスは価値を創造することを確認した。銀行が保険業に参入した場合(=銀行がbidder)の場合アナウンス発表前後の期間においてARは有意に正になるが、逆に、保険会社が銀行業に参入した場合(=保険会社がbidder)の場合アナウンス前のARは無反応、又はアナウンス発表後に有意に負となった。この原因として、米国国内の規制緩和(銀行が保険・年金商品を扱えるようになった、保険商品の減税メリット)の影響、保険会社に比べて銀行の販売コストが低いことを挙げ、銀行が保険業に参入して保険商品を販売できるようなone stop shoppingは市場に評価されているとしている。また、ARに対する回帰分析では、収益率(ROE)が有意に正、相対的規模が有意に正、多角化の代理変数である非金利収入比率(非金利収入/営業収入)は有意に負となっている。

一方、価値創造とは逆の実証結果もある。Laeven and Levine (2007) はQ値による回帰分析により、銀行・保険間の多角化は価値崩壊であることを示した。43カ国の836銀行のデータを用いて分析したが、分析対象を銀行のみとし保険会社は含めなかった。この点を修正したのがSchmid and Walter (2009) の研究であり、銀行の他に保険会社等(保険会社、コマーシャルバンク、銀行持株会社、アセットマネジメント会社、ディーラー、ブローカー)も対象に含め、1985～2004年の米国の4060事例を経営多角化の観点から分析した。経営多角化を3つの代理指標(多角化の有無、業務セグメント数、ハーフィンダル指数)で示し、多角化は超過価値を9%、16%下げると頑健に結論づけている。企業価値損失は金融コングロマリットの主要3分野(信用取引業、証券業、保険業)で確認されたが、例外的にコマーシャルバンクと保険会社の融合、コマーシャルバンクと投資銀行の融合の2ケースのみは超過価値がプラスとなり価値創造につながっている。また業態毎の詳細な分析で、保険会社は他の金融業界と異なる結果となっており、超過価値に対して多角化変数が有意に負になっている他に、収益性(ROA)は有意に正、負債比率は有意に負となっていることを示した。特に、超過価値に対して正の収益性及び負の負債比率となったのは保険会社のみであり、これは、保険会社には、負債ではあるが非常時のバッファーとしての資本的な性質を持つ巨額の保険責任準備金があるため、相対的に低い損失確率でprofitableな保険引受事業に参入できるアドバンテージがあると解釈している。

Lelyveld and Knot (2009) は特に銀行—保険間の融合に着目し、その価値評価をQ値による超過価値を用い分析(1990～2005年の世界29の大手金融コングロマリットを対象)した。銀行・保険融合により、事業・経営の複雑さが増し超過価値は有意に低下することを示した。特に大型合併は不効率も背負い込むことになるので超過価値は規模に対して大きく有意に負に反応することを示した。また、時間経過を考慮すると超過価値は時間経過に対しては一律にディスカウントされるわけではなく、合併による不透明さが払拭されるにつれ

プラスに転じていくことが判った。さらに、超過価値と金融機関自身のリスク（負債比率及び株式ボラティリティー）とは有意に正の関係を確認した。この実証結果については、銀行（高リスク）と保険業（低リスク）⁽⁴⁾の融合により金融機関のリスクが減少すると超過価値は減少し、結果として株主価値も減少することとなるとしている。つまり、多角化により価値は株主から債権者へシフトしたと解釈している。

企業価値ニュートラルの先行研究として、Allen and Jagtiani（2000）は米国の金融持株会社を対象に銀行業の保険業への業務多角化を2段階OLSにより分析し、多角化のベネフィットは十分に大きいとは言えないこと、多角化に対する保険業への影響は株式市場プレミアム及び金利リスクから見ても影響がないことを示した。

ただし、繰り返しになるが、これらの多くの既存研究は、保険会社又は銀行・保険会社を広義のM&Aの観点から分析したものでありM&Aと提携等とを分けて分析したものではない。

本稿では、日本の上場保険会社及び銀行を対象に、提携・M&A等のアナウンスがあった時の株式市場の短期的反応を、資本参加（提携等）とM&Aのそれぞれについてその違いを銀行と比較しながら分析した。また、資本参加を対象に、SCARを8つの戦略要因等で説明できるかどうか、保険業及び銀行業のそれぞれについて回帰分析した。

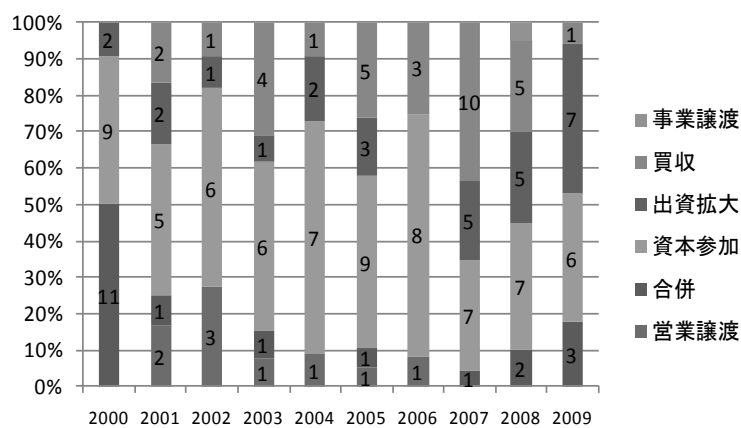
実証分析の結果、保険会社がbidderの場合、詳細な内容が公表される前と後では市場の反応が異なるという不安定な結果が得られた。資本参加のリーク情報はアナウンス前の時点では市場は保険会社の資本参加を期待してプラスに評価するが、発表前後に詳細な内容がわかると評価は反転しマイナスを示す。また、出資拡大は資本参加と逆のパターンを示す。一方、銀行がbidderの場合、資本参加、出資拡大ともいずれの推定期間においてもプラスであり、マイナスに有意になることはないという安定的な結果が得られた。さらに、提携の要因分析からは、保険業ではアナウンス前には基本的な業務体質改善期待の傾向が見られるが、不良債権処理が終わった銀行では次なるステップへの期待傾向が見られることなど資本市場の反応には違いがあった。これらの結果から、資本市場は保険会社の情報の公表に対して銀行と比べて不安定な評価をしているように見える。これは、保険会社が本来的に持っている情報の把握のしづらさ、また、極度に契約者を主眼とした財務等の情報により市場関係者が適切な情報を把握できないという、市場と保険会社との情報の非対称性によるものと推測される。

以下の本稿の構成は次のとおりである。第1節で問題意識及び先行研究のサーベイを行ない、第2節で近年の保険会社の提携及びM&Aの状況を概観する。第3節で分析の論点及び方法、第4節で使用データについて説明し、第5節では実証結果を解説し、最終節は結論を述べる。

Ⅱ. 上場保険会社における提携や M&A の状況

近年の日本の上場保険会社に関連する提携やM&Aの件数（ただしグループ内M&A・提携等を除く）は、レコフ社の「マール」及び筆者による調査によると（図表1-1）、毎年10件強～約20件程度⁽⁵⁾となっている。内訳を見ると資本参加や出資拡大が過半を占めている。いわゆる資本参加による業態変化が中心となっている。

【図表1-1 日本の上場保険会社に関係する提携等、M&Aの数】



出典：レコフCD-ROM等を元に筆者が作成

このうち、提携の株式の取得側保険会社（bidder）及び被買収保険会社（target）について、対象企業の業種を調べると、図表1-2の年別シェア及び年別ランキングのとおり、同業者である生保・損保との提携が多いが、2005年以降は類似業者である銀行や証券、サービス業やその他小売り等との提携も多くなっている。

つまり、保険会社は、資本参加等の提携により業態変化を進めており、その提携対象企業は主に同業者の生保・損保会社であるが、近年は、同じ金融業の銀行・証券会社や金融業以外の異業種とも幅広く提携を進めている。

【図表 1 - 2 上場保険会社の提携等における相手先企業の業種】

パネルA：保険会社がbidderの場合

パネルB：保険会社がtargetの場合

年	対象企業の業種	年別シェア	年別ランキング
2000	生保・損保	40.0%	1
	サービス	10.0%	2
	その他小売	10.0%	2
	その他販売・卸	10.0%	2
	証券	10.0%	2
	通信・放送	10.0%	2
2001	サービス	40.0%	1
	生保・損保	40.0%	2
2002	建設	20.0%	3
	生保・損保	57.1%	1
	サービス	14.3%	2
	その他金融	14.3%	2
2003	ソフト・情報	14.3%	2
	生保・損保	62.5%	1
	サービス	12.5%	2
	非鉄・金属製品	12.5%	2
	百貨店	12.5%	2
2004	生保・損保	44.4%	1
	サービス	11.1%	2
	その他小売	11.1%	2
	ソフト・情報	11.1%	2
	運輸・倉庫	11.1%	2
	証券	11.1%	2
2005	生保・損保	27.3%	1
	サービス	18.2%	2
	銀行	18.2%	2
	証券	18.2%	2
	その他小売	9.1%	4
	不動産・ホテル	9.1%	4
2006	生保・損保	33.3%	1
	サービス	16.7%	2
	その他小売	16.7%	2
	ソフト・情報	16.7%	2
	外食	16.7%	2
2007	生保・損保	33.3%	1
	その他小売	16.7%	2
	家電量販店・HC	16.7%	2
	銀行	16.7%	2
	証券	16.7%	2
2008	生保・損保	44.4%	1
	銀行	33.3%	2
	サービス	11.1%	3
	精密	11.1%	3
2009	生保・損保	90.0%	1
	銀行	10.0%	2

年	対象企業の業種	年別シェア	年別ランキング
2000	生保・損保	80.0%	1
	銀行	20.0%	2
2001	銀行	33.3%	1
	生保・損保	33.3%	1
	その他販売・卸	16.7%	3
	輸送用機器	16.7%	3
2002	生保・損保	57.1%	1
	その他金融	42.9%	2
2003	生保・損保	100.0%	1
2004	生保・損保	80.0%	1
	総合商社	20.0%	2
2005	生保・損保	60.0%	1
	その他金融	20.0%	2
	その他販売・卸	20.0%	2
2006	生保・損保	50.0%	1
	その他金融	25.0%	2
	総合商社	25.0%	2
2007	その他金融	37.5%	1
	生保・損保	25.0%	2
	証券	12.5%	3
	総合商社	12.5%	3
	通信・放送	12.5%	3
2008	生保・損保	57.1%	1
	銀行	14.3%	2
	総合商社	14.3%	2
	通信・放送	14.3%	2
2009	生保・損保	75.0%	1
	サービス	8.3%	2
	その他金融	8.3%	2
	総合商社	8.3%	2

出典：レコフCD-ROM等を元に筆者が作成

(注) 網掛けは年別ランキング 1 位

また、保険会社に関する各イベントの具体的事例の概要⁽⁶⁾については、資本参加は図表 1 - 3、出資拡大は図表 1 - 4、M&A（営業譲渡・事業譲渡を含む）は図表 1 - 5のとおりである（いずれも保険会社がbidderの場合のみ掲載）。これら 3つの表を俯瞰すると、資本参加は財務戦略・海外市場への進出や事業規模の拡大等の新たな事業へチャレンジする戦略的な傾向が見られ、また、イベント発生後事後的にアナウンスされる事例が散見される。一方、M&Aは、既に資本参加や業務提携でテスト的に試した事例に対する再度の関係強化、規模や市場シェアの拡大を狙った大規模な合併等とデフェンシブな戦略が多いように見受けられる。

【図表 1-3 資本参加の事例（保険会社がbidderの場合）】

アナウンス日	目的	解説	情報
2000/3/22	IT利用による保険募集業務	富士火災海上保険は、マルカチの子会社である日本富士産業に資本参加し、インターネットを活用した保険の募集業務などのモデル代理店を構築	
2000/6/19	業務範囲の拡大	日動火災海上保険は、臨床検査・介護サービス大手の関東医学研究所に資本参加、保険契約者を対象にした介護サービスを提供する	
2000/7/15	商品開発	富士火災海上保険は、7カ所のAUI保険と包括提携、株式持ち合いで米大手保険持株会社のAIGに資本参加。合併で市場調査会社を設立し、新商品開発に役立て共同で顧客を開拓する。	
2000/9/1	国際化	東京海上火災は韓国最大手の損害保険会社三星火災海上保険に資本参加	
2000/9/6	第三者割引増資	千代田火災は二輪車部品製造のディナイトに第三者割当増資	
2000/11/7	サービス・業務改善	三井海上火災保険は双方でテレビサービス会社に11月中に資本参加し、保険会社として初めてBSデジタル放送を使ったテレビによる保険サービスを提供する	
2000/12/6	業務範囲の拡大	住友海上火災保険は内藤証券に資本参加した。内藤証券は住友海上グループが運用する投資信託の販売を開始して取扱商品の多様化を目指す。	
2001/3/28	広範な商品企画	安田火災海上保険は、日本興業銀行と第一生命保険が共同経営する、興銀第一フィナンシャルグループ(東京)に第三者割当増資で資本参加。金融商品開発、リスク管理など金融工学分野で銀行、生保、損保のノウハウを集約し、総合力を高める。	
2001/4/10	第三者割引増資	日新火災海上などは、使用済み家電製品リサイクル会社に第三者割当増資	
2001/5/30	国際化	東京海上火災はタイの生命保険会社に資本参加。2002年春から生保販売を開始。東京海上は海外での生保事業は初。	
2002/5/17	事業範囲の拡大	安田火災海上保険は、セゾン自動車火災保険に資本参加。安田はセゾングループの顧客に売り込みを図り、セゾンは安田火災の協力で医療保険など第3分野の商品力を高める。	
2002/11/1	国際化	シアホールディングスは、台湾の中堅損保である新安産物保険に資本参加する。アジアで事業を拡大。	
2003/1/9	国際化	三井住友海上火災は、インドの保険会社に資本参加。アジア戦略の強化。	
2003/2/13	事業範囲の拡大	東京海上火災は、日新火災海上に資本参加。中小企業・個人向け取引の強化。商品統合や代理店向けシステムの統合化。子会社を通じて生保商品を提供	
2003/3/11	顧客情報管理	東京海上火災保険は、情報セキュリティサービスのアタボックに資本参加。同社が持つメールやファイルの閲覧管理ができる独自技術に着目。保険付きセキュリティサービスなどの共同開発も行う予定。	
2003/4/21	国際化、業務範囲の拡大	東京海上火災保険は、今秋、営業を始める中国の生命人壽保険に資本参加。中国全土で団体保険など幅広い生命保険商品を販売する。中国の生命保険市場は毎年10%を超える成長を見込む	
2003/4/22	既存の業務提携の強化	損保ジャパンは、クディゼン系のセゾン自動車火災保険(東京)に4月25日付で資本参加。2004年末までに株式の3分の1を取得する予定。2002年5月に両社とクディゼンの3社による業務提携を結んでいる。3社の関係強化とセゾン自動車火災保険の事業競争力強化を図る。	
2004/2/7	国際化	三井住友海上火災は、タイのユタヤ損害保険に資本参加。海外事情の強化を図る	
2004/11/8	国際化	あいおい損害保険は、別のウルクン損害保険に10月1日付で資本参加。これを本拠地としたアジア戦略を展開している。トヨタ自動車ユーザー向け専用自動車保険の販売などを中心	事後アナウンス
2004/11/9	販路拡大	東京海上日動火災保険は、釣り・アウトドア用品ネット販売のナチュラムに10/28付けで資本参加した。ナチュラムは東京海上の損害保険商品などをサイト内で販売する。ムトウには物流業務を全面委託する。扱い商品拡大とコスト削減を図る。	事後アナウンス
2004/12/19	国際化	損害保険ジャパンとあいおい損害保険は、中国の損保大手、中国人民財産保険の持株会社が設立した保険仲介会社、中人保険經紀(広州市)に資本参加。1月に営業を開始する。中国全土に営業網を持つ現地企業と連携し、急成長する中国の保険市場開拓を急ぐ。	発表後2週間後に営業開始
2005/3/5	事業範囲の拡大、販路拡大	東京海上日動火災保険は、新光証券に資本参加する。同社の販売網を活用し、年金保険の他グループ会社が運用する投資信託の販路拡大を目指す。新光は手薄だった保険関連金融商品の品揃えを増やす。相乗効果を引き出す。大手保険グループ、銀行グループ傘下金融機関間士の提携案は初めて。	
2005/5/28	不動産会社の支援	東京火災日動火災等はリクルートコスモスに資本参加。コスモスはバブル崩壊後経営が悪化。	
2005/11/8	事業範囲の拡大	シアホールディングスは、独アシアックグループのアシスト会社で世界最大手の仏MONDIAL ASSISTANCE GROUPの全額出資子会社、AS24(東京)に2006年1月をめぐりに資本参加。ホームヘルパーや病院紹介などのサービス業務を手がける。MONDIALグループのアシスト事業/ノウハウとシアグループの生保事業の商品力、販売力を融合し、高度で多様な顧客ニーズに応える高品質のサービス提供を図る。収益性、成長性の高い分野への事業メインの拡大を図る。	
2005/12/5	事業範囲の拡大	シアホールディングスは、施設型介護事業のサニエ(横浜市)が介護事業を会社分割により設立する東京海上日動サニエ(同)に2006年2月に資本参加。会社新設分割。シアは、東京海上日動ベテライフサービス(BLS、東京)による訪問介護事業を通じて介護事業に参入している。サニエの高品質な介護サービスとシアグループの総合力を融合し、施設介護事業の展開を図る。	
2005/12/9	国際化、事業範囲の拡大	東京火災日動火災等は、中国の大手損害保険会社、天安保険に資本参加。中国の保険会社4社を柱とする中国における生保事業の基盤確立を図る。	
2006/2/6	無認可共済	三井住友海上保険は、ペット共済で業界2位のスロー・グループに2005年12月に資本参加。4月の保険業法改正により無認可共済は一定の条件を満たせば、2年間に限り、新たに新設される少額短期保険業者に衣替えできる。顧客規模拡大を図る。	事後アナウンス
2006/2/6	無認可共済	東京海上日動火災等は、賃貸住宅向け火災共済大手の日本厚生共済会が設立する少額短期保険業者の新会社に資本参加。経営支援を兼ね顧客規模の拡大を図る。	事後アナウンス
2006/6/28	販路拡大	東京海上日動火災等は、富裕層向け情報サービスのアブラハム・グループ・ホールディングに6/30付けで資本参加。富裕層向けマーケティング事業展開。	
2006/8/18	国際化、ソフト開発	東京海上日動火災等は、ソフト開発のラティス・テクノロジーに資本参加。三次元CADデータの圧縮、軽量化技術を持つ。ソフト開発と海外事情強化。	
2006/12/12	国際化	損害保険ジャパンは、マレーシアの中堅損害保険会社、ベルジャヤ・シニエラル・インシュアランスに資本参加。自動車保険や火災保険を中心に新商品の開発、保険引受業務などでノウハウを提供する。市場拡大が続くマレーシアで現地企業や個人の保険引受業務に乗り出す。	
2007/12/27	安定株主の増加	東京海上日動火災等は、インターネット専門のクリック証券に12/25付けで資本参加した。安定株主を増やし信用力を高める	事後アナウンス
2008/4/25	持合、サービス・業務改善	変額年金保険商品などを取り扱う第一フロンティア生命(同)に8月をめぐりに資本参加。株式の持ち合い。顧客サービス・業務品質向上を図る。両社グループの収益力向上、競争力強化を目指す。	
2008/10/30	国際化	あいおい損害保険は、韓国ロテグループ傘下で同国9位の損害保険会社、ロテ損害保険(旧大韓火災)に資本参加。あいおいは、韓国に進出していなかった。保険会社の経営に関連する主要領域のノウハウをロテと共有する。韓国ロテグループが掲げる「数年内での業界5位達成」を目指す。同グループと長期的な友好関係を構築していく。	
2008/11/4	国際化	損害保険ジャパンは、香港の金融大手、シニア・フィナンシャル・ホールディングスに資本参加。中国などアジアでの保険販売で協力する。損保ビジネスの拡大を図る。	
2009/3/10	国際化	T&DHの太陽生命は、韓国の東洋生命に資本参加。第三者増資の引き受け。東洋生命は2009年度中の上場を予定しており、T&Dは資産運用、商品開発、利子厚く管理などのノウハウを提供	
2009/4/3	国際化	日本興亜損害保険は、別の損害保険会社、サトキ・インシュアランス・パブリックに3月30日付で資本参加。1997年に業務提携契約を締結していた。同社内「日本興亜部門」を発足する。成長市場の対て、高品質な顧客サービスを提供する。同国の日系企業マーケットでの存在感を高める。	事後アナウンス
2009/5/13	国際化	T&DHの太陽生命は、台湾の中堅生命保険会社に6月中に資本参加。第三者増資の引き受け。成長性の高い新興国市場への足がかりを築く。	

出典：レコフCD-ROM等を元に筆者が作成

【図表 1 - 4 出資拡大の事例（保険会社がbidderの場合）】

アナウンス日	目的	解説
2000/3/23	日産自動車株の取得	安田火災海上保険は、東京日産自動車販売の日産自動車保有株式を取得し筆頭株主となる。
2002/5/12	REITへの出資	安田火災海上保険など3社は、不動産投資信託(REIT)運用会社、東京リアルティ・インベストメント・マネジメント(東京)への出資比率を高めた。
2003/10/23	海外の規制緩和対応	シアホールディングスグループは、インドの損害保険会社、IFFCO-TOKIOジェネラルインシュアランスへの出資比率を26%から49%にまで高める。外資出資規制の上限が49%に引き上げられるため
2004/5/19	販路拡大	三井住友海上保険は、東海東京証券への出資比率を高める。共同で証券仲介業、生損保商品の販売などに取り組む。
2005/1/28	財務基盤強化	東京海上日動火災等は、三菱東京FGへの出資比率を高める。UFJグループとの合併を控え、財務基盤強化を図る。
2005/2/8	協力関係強化	東京海上日動火災保険は、日新火災海上保険への出資比率を高める。2003年3月に資本・業務提携で合意していたが、協力関係を強化し事業拡大を図る。
2007/1/16	通信販売会社との強化	あいおい損害保険は、生損保通信販売代理業のアドバンスクイートへの出資比率を2月1日付で2.9%から9.71%に高める。両社は、共同で新損保会社の設立を予定している。設立、運営などで連携を図る。
2007/3/1	通信販売会社との強化	あいおい損害保険は、アドバンスクイートとの共同出資会社で損害保険事業のアドバンスインシュアランスプランニング(大阪市)への出資比率を2月28日付で33.4%から49.9%に高めた。
2007/3/10	経営支援	三井住友海上保険は、ホンダ系のディーラーへの出資比率を高める。VTHDは2006年9月中間決算で大幅赤字だった。財務内容の改善を図る。
2008/2/28	環境問題対応企業への出資	東京海上日動火災は、廃棄物処理業務のタケエイへの出資比率を高める。
2009/2/8	海外の規制緩和対応	損害保険ジャパンは、インド国営銀行のアラハッド銀行、インディア・オーバーシーズ銀行と民間銀行のかけぬ銀行などと設立したインドの損害保険会社、ユニバーサル・ソルボ・ジェネラル・インシュアランスへの出資比率を高める。現地の関連法の改正後に49%まで引き上げる方針。世界第2位の人口をもつインドでの基盤を固める。収益の新たな柱とする。
2009/3/20	商品開発、業務改善	損害保険ジャパンは、クレディセゾングループでセゾカード会員向け保険商品通販事業のセゾン自動車火災保険(東京)への出資比率を3月19日付で27.7%から46.5%に高めた。大手スーパーの西友(同)などから18.8%の株式を取得した。商品開発、保険引受・支払業務、IT技術に関するノウハウの提供などで、セゾン自動車火災保険の事業拡大サポートを強化。
2009/9/8	事業範囲の拡大	損害保険ジャパンは、第一生命保険(東京)の子会社で年金保険商品などを取り扱う第一フロンティア生命保険(同)への出資比率を9月11日付で6.1%から10%に高める。フロンティアの順調な販売状況を踏まえ、事業拡大、財務基盤の強化を図る。
2009/10/9	不動産関連少額短期会社との強化、販路拡大	あいおい損害保険は、少額短期保険業者(ニ保険会社)のe-Net少額短期保険(e-Net少短、長野県佐久市)への出資比率を10%から38.4%に高めた。両社のマーケット開拓に関するノウハウを共有化・補完し、優良な不動産賃貸・販売業者の開拓を進める。品揃えや販路拡充を図る。

出典：レコフCD-ROM等を元に筆者が作成

【図表1-5 M&Aの事例（保険会社がbidderの場合）】

アナウンス日	目的	解説	情報
1999/10/20	メガ合併	日本火災、三井海上火災保険、興亜火災海上保険の三社の経営統合に向けた交渉がほぼ合意	
2000/2/19	メガ合併	業界3位の三井海上火災保険と同4位の住友海上火災保険は2002年4月までに合併することで合意。業界第1位の保険会社となる。	
2000/3/1	合理化、メガ合併	大東京火災海上保険とトヨタ自動車系の千代田火災海上保険は、来年4月を以て合併、両社とも自動車保険を主力にしており、合併による合理化で競争力を強化	
2000/3/1	再度の合併発表、メガ合併	日本火災海上保険と興亜火災海上保険は、昨年10月に決めた三井海上との3社合併を解消、改めて来年度中を以て両社が合併し、競争力を強化	
2000/8/29	損保事業への集約	安田火災海上保険は全面提携で合意している第一生命保険の損保子会社、第一ライフ損害保険(東京)を2002年度を以て合併し、損保業務の集約	
2000/9/14	事業範囲の拡大、メガ合併メガ合併	東京海上保険と朝日生命保険、日動火災海上保険は2003年度を目処の共同持株部会社を設立。銀行系列を超え、生損保融合の総合保険会社を目指す。	
2000/11/2	事業範囲の拡大、メガ合併	安田火災海上保険、日産火災海上保険、大成火災海上保険の損害保険3社は、2002年4月を以て合併する。安田火災が既に提携している第一生命保険との連携を強め、みずほフィナンシャルグループの保険連合としての位置付けを明確	
2001/8/25	販路拡大	日本興亜損害保険は、太陽生命保険グループの太陽火災海上保険を2002年4月1日付で吸収合併。顧客基盤を活用して販路を目指す。	
2003/12/19	国際化、基幹業務の獲得	損害保険ジャパンの米国法人ソホ・ジャパン・インシュランス・カンパニー・オブ・アメリカは、英保険グループの米国法人、ロイヤル・サンファイアUSAが設立した子会社SJA Insurance Agency,LLCを2004年1月1日付で買収する。全株式を取得する。今年3月にロイヤル社と米国事業で提携し、SJAが損害保険ジャパンの業務を代行していた。保険業務の基幹機能を確保し、サービス強化を図る。	
2003/12/23	変額年金ビジネス	東京海上火災保険は、スウェーデンの保険会社のスカンディアの日本法人、スカンディア生命保険を買収。変額年金ビジネスに強みを持つ同社のノウハウやインフラを獲得する。	
2004/4/28	通販事業会社、収益力強化	日本興亜損害保険は、明治安田生命子会社で通信販売専門の安田ライフスタイル損害保険(東京)を買収。日本興亜と明治安田は、販売提携関係にある。日本興亜損保は、収益力の強化を図る。	
2004/9/7	国際化	三井住友海上保険は、世界5位のアヴィヴァからアジアでの損害保険事業を譲り受け、アジア域内でトップ損保の一つとなる。	
2005/3/6	金融強化、企業再建	日本興亜損害保険は、双日グループの双日投資顧問(東京)を3月31日付で買収する。ヘッジファンド運用の拡大と確定拠出年金(日本版401k)など関連事業の強化を図る。双日グループの事業見直しの一環。	
2005/4/22	国際化、販路拡大	シアホールディング傘下の東京海上日動火災保険(東京)は、オランダの大手金融機関、ABNアムロの子会社でフランスの大手総合保険会社、レアルセグロスを買収する。レアルは、同国シェア約5%で業界7位。銀行や代理店など約2000の販売拠点を有する。新興市場国での事業展開を加速し、収益拡大を図る。	
2005/4/23	国際化	三井海上保険会社は、台湾で同国2位の損害保険会社、明台産物保険公司を6月を目処に買収。アジアの外資系損保でトップクラスに。	
2006/4/20	国際化	東京海上日動火災は、シンガポールの大手保険持株会社AGHを5月下旬に買収。ミレアグループのアジアにおける保険事業展開を強化する。同グループで過去最大の案件。	
2006/5/19	メガ合併	損害保険最大手、東京海上日動火災保険(東京)を傘下にもつシアホールディングスは、9位の日新火災海上保険を株式交換により9月30日付で買収する。2003年2月に東京海上日動が、日新火災に資本参加し、営業面の共同取り組み、商品・事務・ノウハウ面の共有化などを実施。その後、4月3日付で東京海上日動からシアに日新火災管理営業を会社分割する形で株式を承継していた。	
2006/11/30	少額短期	T&Dホールディングスは、ペット保険の少額短期保険業者、日本ファミリー保険企画(東京)を12月下旬に買収。ペットの医療補償ニーズに応える保険商品を提供する。	
2007/4/19	天候デリバティブ	三井住友海上火災は、天候デリバティブ専門会社米ギャランティーウェザーを買収。欧米の同市場に参入。世界各地で取引することで温暖化による天候変動リスクを分散する。	
2007/8/29	少額短期	東京海上日動火災保険(東京)を傘下にもつシアホールディングスは、少額短期保険業の準備会社、日本厚生共済会(横浜市)を2007年内に買収する。不動産会社を通じて賃貸住宅入居者向け共済商品を提供する任意団体「日本厚生共済会」(同)の事業基盤を引き継ぐ予定。年内をめどに営業を開始する。東京海上日動は、2005年に日本厚生と業務提携していた。販売チャネルの拡充を図る。	
2007/12/15	三角合併	東京海上日動火災は、英バミューダ諸島に作った特別目的会社をロイズを中心に保険事業を展開するキルンと合併させる。	
2008/7/24	逆三角合併	東京海上日動火災は、英バミューダ諸島に作った特別目的会社を通じ、米ナスダック市場の損害保険Gフィラデルフィア・コンソリデイトを2008年を目処に買収	
2008/10/1	事業規模拡大	三井住友海上保険は、スミセイ損害保険から自動車保険などの長期契約を譲り受ける。	
2008/12/1	事業範囲の拡大	損害保険ジャパンは、保健指導事業の最大手、全国訪問健康指導協会(東京)を2009年2月に買収する。全株式を取得する。その後、損保ジャパンのグループ会社、ヘルスケア・フロンティア・ジャパン(HFJ、同)と同年4月1日付で経営統合させる。特定保健指導など健康増進、疾病予防サービスで、国内最大の保険指導カウンセラーネットワークと顧客基盤を確立する。	
2008/12/29	メガ損保化	三井住友海上火災はあいおい損保、ニッセイ同和損保を株式交換により買収。東京海上HDを抜いて国内最大。	
2009/3/13	メガ合併	損害保険3位の損害保険ジャパンは、同5位の日本興亜損害保険と株式移転により2010年4月1日付で共同持株会社を設立し、経営統合する。3月13日付で基本合意書を締結した。業界3位。浮いた経営資源を海外保険会社のM&Aなどに充てる。収益性向上を図る。	事後に経営者同士のトラブルあり

Ⅲ. 分析の論点及び方法

1. 論点

本稿では、資本参加、出資拡大等の提携等やM&Aが発表された際の株式市場の反応を、次の4つの論点から分析する。

論点1：提携としての経営戦略の変化である「資本参加」、「出資拡大」が発表された際、上場保険会社及び銀行の株式はどのように反応したかをイベントスタディーの手法を用いて分析する。また、M&Aと提携等の違いを資本市場はどのように評価しているのか、資本参加とM&Aの結果の違いを比較検討する。

論点2：「資本参加」、「出資拡大」、「M&A」が発表された際の株式市場の反応について、銀行と保険会社との差異があるかどうかイベントスタディーの手法を用いて確認する。金融業のベンチマーク産業とも言える銀行業と保険業とでは資本市場の評価はどのように違うかを比較検討する。

論点3：資本参加の場合について戦略要因を抽出する。財務指標や株価変化の戦略的要因について、Altunbas and Marques (2008) に示されている戦略要因並びに海外戦略要因及び事業シェア拡大戦略要因でSCARを説明できるかどうかを回帰分析により確認する。

2. イベントスタディー

伝統的なイベントスタディーの方法を用い、保険会社及び銀行の提携等が市場からどのように評価されていたかを検証する。具体的には、資本参加、出資拡大、事業譲渡が発表された際の株式市場の反応を検証する。さらに、M&Aが発表されたときと違いも分析する。分析対象のbidder保険会社及び銀行は次のとおりとする。target保険会社及び銀行はそれぞれの相手方とする。

資本参加、出資拡大、買収：株式の取得側にある上場保険会社及び銀行

事業譲渡：資産などの取得側、または、既存事情の統合では、事業規模の大きな保険会社及び銀行

合併：存続保険会社、または、新設合併では資産規模の大きな保険会社及び銀行

本稿では伝統的なイベントスタディーの手法を用いて検証する。市場モデルとして、(1)式のとおりFama and French (1993) (以下「FFモデル」とする) による3ファクターモデルを用いる。Shirasu et al. (2009) によると、保険会社の株式収益率の分析にあたりFFモ

デルを用いることは、日本の損害保険会社の特徴を表す有効な方法の一つであると言える。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + u_{it} \quad (1)$$

$$E[u_{it}] = 0 \quad \text{Var}[u_{it}] = \sigma_{u_i}^2$$

ここで、 R_{it} は第*i*企業の第*t*期の株式リターン、 R_{mt} は第*t*期の市場ポートフォリオのリターン、 R_{ft} は第*t*期のリスクフリーレート、 SMB_t は第*t*期における小型株ポートフォリオと大型株ポートフォリオのリターンの差、 HML_t は第*t*期におけるバリュー株ポートフォリオとグロース株ポートフォリオのリターンの差、 u_{it} は第*i*企業の第*t*期の攪乱項、 α_i 、 β_i 、 s_i 、及び h_i はパラメータである。

異常リターン (AR) は、(1) 式のモデルにより推計されたパラメータを用いて、(2)式により求める。

$$AR_{it} = R_{it} - \left(\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i(R_{mt} - R_{ft}) + \hat{s}_iSMB_t + \hat{h}_iHML_t \right) \quad (2)$$

ここで、 AR_{it} は*t*時点における企業*i*の異常リターンである。さらに、Patell (1976) の方法による標準化異常リターン (SAR) を(3)式により求める。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_{u_i}} \quad (3)$$

SAR_{it} を時間軸方向に累積したものを標準化累積異常リターンといい $SCAR_{it}$ で表す。

以上のように算出した $SCAR_{it}$ に関して、その反応の平均値の検定及び中央値を統計的に検定する。本稿の分析の場合、平均値の検定はZ値の検定、中央値の検定は特定の分布を仮定しないノンパラメトリック手法による符号検定を用いることとする。

なお、推計期間は各イベントの110日前から11日前までの100日間とし、異常リターンは、イベント日の5日前から5日後まで算出する。収益率が算出できない日は欠落値のまま扱った。Chiou and White (2005) は、event windowのうち特に-1日~0日の2日間にのみ注目しているが、本稿では事前の情報リークに対応するため-5日から発表後の+5日にかけてより細かく分けて分析し、発表の前後による差異にも着目する。

3. SCARに対する回帰分析

イベントスタディーで統計的有意性が確認されたSCARについては、Altunbas and Marques (2008) に示されている6つの戦略、さらに岡本 (2010) の海外戦略、企業シェア拡大戦略の合計8つの戦略について説明できるかどうか確認するため、当該各戦略の代理変数で回帰分析を行う。なお、回帰分析を行うにあたり、その前に関係指標について主成分分析により説明要因を主成分として抽出し、各戦略変数は説明力の高い戦略であるかどうかを確認する。また、回帰分析は多重共線性の問題に対応するため、ステップワイズ法を採用した。

なお、Altunbas and Marques (2008) に示されている6つの戦略は、彼らは銀行間の合

併戦略を分析した際に用いたが、銀行業と保険業は共にリテール業務に傾斜しつつあり欧米ではバンカシュアランス等により既に経営の融合が図れていることからその戦略が類似していると推察され、銀行業の経営戦略指標を保険業に応用することに不合理性はないと判断した。

8つの戦略及び保険業の推計に用いる代理変数は図表1-6のとおりとする。

【図表1-6 8つの戦略の説明変数：保険業】

戦略	Altunbas and Marques (2008) が銀行業で採用した変数	保険業としての代理変数
1, Earning diversification戦略	(1) 多角化による稼得能力 ：その他営業利益／総資産 (2) オフバランスシート活動 ：オフバランスシート項目計／総資産	・(自動車正味収入保険料＋自賠責正味収入保険料)／正味収入保険料合計
2, Risk戦略	(1) 信用リスク ：貸倒引当金／純利子収入 (2) ローン比率 ：貸付金／総資産 (3) 預貸率 ：リテール貸付金／リテール預金	・積立準備金比率 (ソルベンシーマージン比率)
3, Cost controlling 戦略	総費用／利益	・コンバインド・レシオ (損害率＋事業費率)
4, Capital adequacy level戦略	総資本／総資産	・(資本金＋異常危険準備金)／総資産
5, Liquidity risk戦略	流動資産／総資産	・(現金及び預金＋コールローン＋国債)／総資産
6, Technology and innovation戦略	R&D ：その他支出／総資産	・3つのキャッシュフロー (保険CF＋投資CF＋財務CF) 合計の標準偏差
7, 海外戦略	——	・海外支店・現地法人設置国の数 ・欧州及び米国を除く海外支店・現地法人設置国の数
8, シェア拡大戦略	——	・正味収入保険料の全社における当該会社の割合

* 戦略1～6は、Altunbas and Marques (2008) が採用した変数。戦略7及び8は筆者が加えた変数。

なお、8つの戦略の代理変数には、bidder側及びtarget側両方の状況が反映されるべきであるが、しかし、先にも示したとおり、資本参加で保険会社（又は銀行）がbidderの場合には多様な業種と提携している。通常、一般会計と保険会計とでは会計の仕組みが異なっているために、その財務指標も大きく異なっており、共通の財務指標を採用することができない。そこで、本稿では、bidderのSCARが被説明変数の場合にはbidderの対象となっている保険会社（又は銀行）の8つの要因で回帰分析を行うこととする。なお、bidder側及びtarget側両方の状況が反映される統合的指標の活用については今後の検討課題とする。

保険業としての代理変数について説明をすると（図表1-6参照）、「1, earning diversification戦略」の代理変数としては、業務の多角化及びその収益性が判る指標が必要であるが、保険財務では、その他営業利益の経理項目が存在しないこと、また、そもそも損害保険業では本来業務として、主要業務である自動車保険の他、傷害保険、海運等様々な事業を営んでいることから、一般事業会社の売上高に相当する正味収入保険料合計に占める主要事業である自動車保険関連の正味収入保険料の割合を多角化変数の代理変数とする。この比率が少ないほど多角化経営していると考ええる。「2, risk戦略」は本来業務に内在するリスクを表す変数を表しており、保険業に内在するトータルのリスクを表すソルベンシーマージン比率を代理変数とする⁽⁷⁾。「3, cost controlling 戦略」の変数は総コスト率に相当するコンバイド・レシオ（損害率+事業費率）を代理変数とする。「4, capital adequacy level戦略」の変数はいわゆる自己資本比率だが、損害保険会社の場合、資本金の性格が強く且つ金額が大きなものに異常危険準備金がある。よって、資本金に異常危険準備金を加えたものを総資産で除した係数を代理変数とする。「5, liquidity risk戦略」の変数として、保険財務には流動資産の経理項目がないため、現預金にコールローンと国債を加算したものを総資産で除した比率を代理変数とする。「6, technology and innovation戦略」はR&D関連の変数を直接採用できれば望ましいが、保険財務ではR&Dの概念に相当する変数が一切存在しない。そこで、Minton and Scharand (1999) の手法を代用する。Minton and Scharand (1999) の実証分析によると、キャッシュフローのボラティリティーが高い企業ほど、設備投資、R&Dや広告活動への投資が少ない傾向があると報告されている。よって、本稿では、R&Dの代理変数として保険会社の3つのキャッシュフロー（保険CF+投資CF+財務CF）合計の標準偏差を採用した。標準偏差が大きい企業ほどR&Dへの投資が少ない傾向にあると考える。「7, 海外戦略」の変数については、保険会社の国内外の収益や売上等に対する過去からの指標が公表されていないため、各保険会社の海外支店及び現地法人設置国の数を数え、それを海外進出の代理変数とした。なお、米国やEU諸国は保険会社の業界横並び行動や日本企業の進出等により非能動的に支店や現地法人等を設置することが考えられるので、米国及びEU諸国を除いた国の数についても分析する。「8, シェア拡大戦略」の変数は、業界における売上高シェアに相当する、正味収入保険料の全社における当該会社の割合を代理変数とする。

銀行業の代理変数（図表1-7参照）はAltunbas and Marques (2008) のものを活用した。「1,earning diversification戦略」の代理変数として、多角化による稼得の能力・オフバランスシート活動が判る指標が必要であるが、それぞれ、資産に占めるその他業務収益比率及びオフバランス相当額比率とする。「2, risk戦略」は、信用リスクの変数として2つの変数、貸出金償却比率（貸出金に占める貸出金償却の割合）、貸出引当金比率（リスクアセットに占める貸出引当金）とし、この他、ローン比率及び預貸率の合計4変数とする。「3, cost controlling 戦略」の変数は総コスト率に相当する営業経費率を変数とする。「4, capital adequacy level戦略」の変数はいわゆる自己資本比率だが、リスクアセットに占めるtier1比

【図表 1-7 8つの戦略の説明変数：銀行業】

戦略	Altunbas and Marques (2008) が銀行業で採用した変数	日本の銀行業変数
1, Earning diversification戦略	(1) 多角化による稼得能力 ：その他営業利益／総資産 (2) オフバランスシート活動 ：オフバランスシート項目計／総資産	(1) その他業務収益／総資産 (2) オフバランス相当額／総資産
2, Risk戦略	(1) 信用リスク ：貸倒引当金／純利息収入 (2) ローン比率 ：貸付金／総資産 (3) 預貸率 ：リテール貸付金／リテール預金	(1) ・償却比率：貸出金償却／貸出金合計 ・引当金比率：貸倒引当金／リスクアセット ・不良債権比率：(破綻先+危険先+要管理)／貸出金合計 (2) 貸出金合計／総資産 (3) 貸出金合計／(預金+CD+債券)
3, Cost controlling 戦略	総費用／利益	営業経費合計／当期利益
4, Capital adequacy level戦略	総資本／総資産	・Tier I／リスクアセット ・資本／リスクアセット ・自己資本 (BIS) 比率
5, Liquidity risk戦略	流動資産／総資産	・(現金・預け金+コールローン及び買入手形+国債)／総資産
6, Technology and innovation戦略	R&D ：その他支出／総資産	・営業CF+投資CF+財務CFの合計の標準偏差 ・物件費／総資産
7, 海外戦略	——	・国際業務経常収益／経常収益 ・海外店舗数／店舗数
8, シェア拡大戦略	——	・経常収益の全国銀行計における当該銀行のシェア ・預金の全国銀行計における当該銀行のシェア

* 戦略 1～6 は、Altunbas and Marques (2008) が採用した変数。戦略 7 及び 8 は筆者が加えた変数。

率及び資本比率、BIS規制の数値として公表している自己資本比率の3つの変数を用いる。

「5, liquidity risk戦略」の変数として、現金・預け金、コールローン及び買入手形、国債を加算したものを総資産で除した比率とする。「6, technology and innovation戦略」は日本ではtechnology関連の経費を直接且つ厳密には特定できる会計科目がないので、物件費率を代理変数として用いた。一般的に銀行の物件費はIT関係（コンピューターシステム）費用と言われているためである。なお、一部の銀行では決算年度によって物件費そのものを決算短信等で発表していないケースがあったが、その場合は営業経費合計から人件費及び税金を引いたものを物件費とした。また、保険会社と同様に、Minton and Scharand (1999)の方法から、銀行の3つのキャッシュフロー（営業CF+投資CF+財務CF）合計の標準偏差を採用した。「7, 海外戦略」の変数については、一般企業の売上高に相当する経常収益

のうち海外における割合を変数とすることを考えた。しかし、海外経常収益は決算短信や決算説明会資料等でしか公表されておらず、また、海外経常収益が経常収益の1割以下の場合には決算短信においてすらその説明が省略されており、全分析対象銀行の当該数値を集めることができなかった。そこで、営業支店に占める海外支店の割合を代理変数とした。

「8、シェア拡大戦略」の変数は、業界における売上高シェアに相当する、経常収益の全国銀行合計に対する当該銀行のシェア、預金に対するシェアを変数とする。

IV. データ

本稿で用いた主なデータは、株価データ、財務データ、マクロ市場データ、資本参加及び出資拡大やM&Aに関する発表及び新聞報道に関するデータである。

保険会社・銀行は、東証上場会社を対象とし、bidder又はtargetのいずれか一方が少なくとも東証上場保険会社または銀行である事例を対象とした。各会社の株価はNEEDS Financial Questのデータを利用した。分析対象となった保険会社の日次株価データは、株式分割及び併合による権利調整を行い配当調整は行っていないものを利用した。保険会社の財務データはNEEDS Financial Quest及びインシュアランス統計号(各年)(保険研究所)、銀行の財務データはQUICK及び全国銀行財務諸表分析(各年)(全国銀行協会連合会)を利用した。なお、財務データのうち、これら情報ベンターから配信されていないものは各会社のホームページの決算情報から入手した。

リスクフリーレートは翌日物コールレートとし、企業規模要因であるSMB(小型株ポートフォリオと大型株ポートフォリオのリターンの差)のファクター及び時価・簿価要因であるHML(バリュー株ポートフォリオとグロース株ポートフォリオのリターンの差)のファクターは、(株)大和総研の大和日本株インデックス(東証1部対象のDSI-2)を用いて算出した。

また、本稿でイベントの対象とした「資本参加」、「出資拡大」、「事業譲渡」、「合併・買収」は発表日ベースであり、実際に新聞報道としてアナウンスされた日をイベント日とした。レコフ社の「マールM&AデータCD-ROM」の情報を元に、新聞情報、日経テレコムの情報及びアナリスト等からのヒアリング情報により筆者が修正を加えた。同一グループ内の提携等やM&Aは対象から外した。なお、新聞報道のアナウンス日が休日の場合は、休み明けの直後の営業日をイベント日とした。また、保険会社の資本参加のうち、事実が発生した後に新聞報道された案件(図表1-3に「事後アナウンス」等と表示されたもの)は分析対象から除いた。

なるべく多くのサンプル数を確保できるよう、保険会社については、90年代後半の金融危機が一段落した1999年10月から2009年12月までに発表されたイベントを分析対象とした。銀行についても分析期間を保険会社と揃えることが望ましいが、90年代後半から2000年代

初期にかけて不良債権問題に直面しており、いわゆるToo Big To Fail問題や救済型合併が多かった。そのため、それらの問題が一定程度解決したと思われる⁽⁸⁾2005年1月から2009年12月までを分析対象とした。分析対象となったイベント数は図表1-8のとおりである。

【図表1-8 実証分析に用いた上場保険会社及び銀行のイベント数】

パネルA：保険会社

		上場保険会社（内、東証上場）	
保険会社が bidder	M&A	34	(25)
	資本参加	37	(32)
	出資拡大	14	(14)
	営業譲渡	5	(2)
		90	(73)
保険会社が target	M&A	12	(10)
	資本参加	10	(7)
	出資拡大	5	(3)
	営業譲渡	0	(0)
		27	(20)

パネルB：銀行

		東証上場銀行数	
銀行が bidder	M&A	27	
	資本参加	34	
	出資拡大	34	
	営業譲渡	0	
		95	
銀行が target	M&A	2	
	資本参加	5	
	出資拡大	0	
	営業譲渡	0	
		7	

V. 実証分析

1. 論点1：保険会社のイベントに対する市場の反応

論点1では、資本参加、出資拡大、M&Aが発表された際、上場保険会社の株式はどのように反応したかをイベントスタディーの手法を用いて分析し、また、資本参加及び出資拡大とM&Aの結果の違いを比較検討する。実証分析にあたり、営業譲渡は件数が少ないためM&Aに含めることとする。

最初に、保険会社がbidderの場合の分析結果を述べる。bidderの場合のイベントスタディーの結果は図表1-9のとおりである。「備考」欄の“*1,*2”はSCARの平均及びメディアンがプラスの検定、“*3,*4”はSCARの平均及びメディアンがマイナスの検定を行っている⁽⁹⁾。SCARを見ると、有意な結果が得られたのは資本参加及び資本拡大であり、M&Aは大きな特徴や有意な結果は得られなかった。資本参加は、図表1-9のパネルAよ

り、SCARは発表の－4日前から－2日前までの間有意に上昇するが、発表の近くでは－1

【図表1－9 保険会社がbidderの場合のイベントスタディーの結果】

パネルA：資本参加

day	SCAR	p-value	p-value
[-5,0]	mean -0.049 %	(0.542) *1,*2	(0.458) *3,*4
	median 0.047 %	(0.570)	(0.570)
[-4,0]	mean 0.168 %	(0.359) *1,*2	(0.641) *3,*4
	median -0.129 %	(0.702)	(0.430)
[-4,-2]	mean 0.252 %	(0.268) *1,*2	(0.536) *3,*4
	median 0.002 %	(0.055) c	(0.975)
[-1,0]	mean -0.084 %	(0.608) *1,*2	(0.392) *3,*4
	median -0.402 %	(0.892)	(0.189)
[-1,3]	mean -0.274 %	(0.744) *1,*2	(0.256) *3,*4
	median -0.585 %	(0.945)	(0.108)
[-1,5]	mean -0.691 %	(0.908) *1,*2	(0.092) c *3,*4
	median -0.416 %	(0.892)	(0.189)
[0,5]	mean -0.672 %	(0.949) *1,*2	(0.051) c *3,*4
	median -0.557 %	(0.975) *1,*2	(0.055) c

パネルB：出資拡大

day	SCAR	p-value	p-value
[-5,0]	mean 0.002 %	(0.498) *1,*2	(0.502) *3,*4
	median -0.183 %	(0.788)	(0.395)
[-5,-1]	mean 0.022 %	(0.484) *1,*2	(0.516) *3,*4
	median -0.445 %	(0.971)	(0.090) c
[-3,0]	mean 0.044 %	(0.446) *1,*2	(0.554) *3,*4
	median -0.258 %	(0.910)	(0.212)
[-2,0]	mean -0.014 %	(0.521) *1,*2	(0.479) *3,*4
	median -0.122 %	(0.971)	(0.090) c
[-1,0]	mean -0.084 %	(0.616) *1,*2	(0.384) *3,*4
	median -0.193 %	(0.910)	(0.212)
[-1,1]	mean -0.009 %	(0.508) *1,*2	(0.492) *3,*4
	median -0.010 %	(0.605)	(0.605)
[0,5]	mean 0.306 %	(0.243) *1,*2	(0.757) *3,*4
	median 0.512 %	(0.090) c	(0.971)

パネルC：M&A

day	SCAR	p-value	p-value
[-5,0]	mean 0.166 %	(0.385) *1,*2	(0.615) *3,*4
	median 0.454 %	(0.221)	(0.876)
[-3,0]	mean 0.191 %	(0.344) *1,*2	(0.656) *3,*4
	median 0.518 %	(0.345)	(0.788)
[-1,0]	mean 0.049 %	(0.443) *1,*2	(0.557) *3,*4
	median 0.219 %	(0.351)	(0.779)
[-1,1]	mean 0.095 %	(0.395) *1,*2	(0.605) *3,*4
	median -0.081 %	(0.649)	(0.500)
[0,1]	mean 0.069 %	(0.398) *1,*2	(0.602) *3,*4
	median 0.039 %	(0.351)	(0.779)
[0,5]	mean 0.284 %	(0.254) *1,*2	(0.746) *3,*4
	median 0.110 %	(0.351)	(0.779)

*1帰無仮説：SCARの平均=0，対立仮説：SACRの平均>0

*2帰無仮説：SCARのメディアン=0，対立仮説：SACRのメディアン>0

*3帰無仮説：SCARの平均=0，対立仮説：SACRの平均<0

*4帰無仮説：SCARのメディアン=0，対立仮説：SACRのメディアン<0

括弧内はP値

aは1%有意水準、bは5%の有意水準、cは10%の有意水準

日から+5日までの間、特に0日から+5日の間は有意に低下する。資本参加の情報はアナウンス前に市場関係者にリークされているらしく、その時点では市場は保険会社の資本参加を期待してプラスに評価するが、発表前後に詳細な内容がわかると評価は反転しマイナスを示す。出資拡大は（図表1-9のパネルBより）、資本参加とは逆に、発表5日前から前日、2日前から当日までの間はマイナスを示すが発表当日から5日後までの間はプラスに転じる。出資拡大の事例には通信販売会社等との連携、他業種との業務範囲拡大や海外での商品販売等が多く、市場は当初は不安感を持っているがアナウンスにより内容がわかり、それらの戦略に対して評価しているためと思われる。M&Aは（図表1-9のパネルCより）、発表の前後とも上昇・下落傾向の両タイプありニュートラルであり、一般事業会社や銀行の先行研究と類似の結果である。

次に、保険会社がtargetの場合の分析結果を述べる。先に述べたとおりデータ数が非常に少ないため出資拡大のみの分析は行わず、資本参加及びM&Aについて分析した。資本参加はbidderのケースと類似の結果となっている。図表1-10のパネルAより、SCARは発表5日前から前日又は当日までの間は有意に上昇する。ただし、発表当日以後の動きについてはいかなる統計的有意性は確認されていない。M&Aは（図表1-10のパネルBより）、いくつかの推定期間で有意にプラスを示している。M&Aのtargetとされる保険会社に対して市場はプラスには評価をしているようだ。一般事業会社や銀行の先行研究と類似の結果である。

【図表1-10 保険会社がtargetの場合のイベントスタディーの結果】

パネルA：資本参加

day	SCAR	p-value	p-value
[-5,0]	mean 2.937 %	(0.042) b *1,*2	(0.958) *3,*4
	median 1.920 %	(0.227)	(0.938)
[-5,-1]	mean 2.719 %	(0.033) b *1,*2	(0.967) *3,*4
	median 1.813 %	(0.063) c	(0.992)
[-3,0]	mean 1.830 %	(0.044) b *1,*2	(0.956) *3,*4
	median 1.964 %	(0.063) c	(0.992)
[-3,-1]	mean 1.611 %	(0.012) b *1,*2	(0.988) *3,*4
	median 1.450 %	(0.063) c	(0.992)
[-1,0]	mean 1.095 %	(0.175) *1,*2	(0.825) *3,*4
	median 1.181 %	(0.227)	(0.938)
[-1,-1]	mean 1.381 %	(0.204) *1,*2	(0.796) *3,*4
	median 0.219 %	(0.227)	(0.938)
[0,1]	mean 0.505 %	(0.348) *1,*2	(0.652) *3,*4
	median -0.806 %	(0.773)	(0.500)
[0,5]	mean 0.407 %	(0.441) *1,*2	(0.559) *3,*4
	median -0.311 %	(0.938)	(0.227)

パネルB： M&A

day	SCAR	p-value	p-value
[-5,3]	mean 1.669 %	(0.228) *1,*2	(0.772) *3,*4
	median 2.070 %	(0.090) c	(0.981)
[-5,5]	mean 0.426 %	(0.405) *1,*2	(0.595) *3,*4
	median 0.362 %	(0.090) c	(0.981)
[-3,2]	mean 2.664 %	(0.113) *1,*2	(0.888) *3,*4
	median 2.820 %	(0.020) b	(0.998)
[-1,1]	mean 1.358 %	(0.163) *1,*2	(0.838) *3,*4
	median 1.146 %	(0.254)	(0.910)
[0,1]	mean 1.680 %	(0.061) c *1,*2	(0.939) *3,*4
	median 2.771 %	(0.020) c	(0.998)
[0,5]	mean -0.190 %	(0.571) *1,*2	(0.429) *3,*4
	median 1.039 %	(0.254)	(0.910)

*1帰無仮説: SCARの平均=0, 対立仮説: SACRの平均>0

*2帰無仮説: SCARのメディアン=0, 対立仮説: SACRのメディアン>0

*3帰無仮説: SCARの平均=0, 対立仮説: SACRの平均<0

*4帰無仮説: SCARのメディアン=0, 対立仮説: SACRのメディアン<0

括弧内はP値

aは1%有意水準、bは5%の有意水準、cは10%の有意水準

以上、図表1-11にまとめたとおり、2000年以降、保険会社が株式のbidderになった場合における資本参加では、発表日前に情報がリークされていると思われる株式市場は当該保険会社を事前にプラスに評価するが、発表前後に詳細な内容がわかると評価は反転しマイナスを示す。一方、出資拡大の場合は資本参加と逆の傾向を示す。

また、M&Aについて、保険会社がbidderの場合には株式市場は反応しないが、targetの場合発表後にプラスに評価する。

【図表1-11 保険会社イベントスタディー結果のまとめ】

	資本参加	出資拡大	M&A(事業譲渡を含む)
保険会社 bidder	[-4,-2]: 発表4日前から2日前までの間は有意に上昇	[-5,-1],[-2,0]: 発表5日前から前日、2日前から当日までの間は有意に低下	有意な結果なし
	[-1,+5]: 発表1日前から5日後までの間は有意に低下	[0,5]発表当日から5日後までの間は有意に上昇	
保険会社 target	[-5,0]: 発表5日前から前日又は当日までの間は有意に上昇	---	[-5,5],[-3,2],[0,1]: 発表5日前から発表当日、発表5日後までの間は有意に上昇

網掛け: 有意な結果が出ている

2. 論点2：銀行のイベントに対する市場の反応

論点2では、資本参加等が発表された際、銀行の株式はどのように反応したかをイベントスタディーの手法を用いて分析し、保険会社の場合と比較検討する。

銀行がbidderの場合のイベントスタディーの結果は図表1-12のとおりである。SCARを見ると、有意な結果が得られたのは資本参加及び資本拡大であり、M&Aは大きな特徴や有意な結果は得られなかった。保険会社の場合と類似の結果である。

銀行がbidderの場合の資本参加は、図表1-12のパネルAより、多くの推定期間で有意にプラスを示している。資本参加のbidderとなる銀行に対して市場は市場プラスには評価をしているようだ。出資拡大は図表1-12のパネルBのとおりだが、資本参加同様に多くの推定期間で有意にプラスを示している。資本参加、出資拡大ともいずれの推定期間においてもプラスであり、マイナスになることはない。保険会社のように期間によってプラスやマイナスが反転するのとは大きく異なる。しかし、M&Aはイベント日の直後〔0, 1〕で有意にマイナスを示しており、保険会社のニュートラルな結果とは異なっている。つまり、銀行がbidderの場合、保険会社の場合とは異なる市場の反応を示すと言える。

【図表1-12 銀行がbidderの場合のイベントスタディーの結果】

パネルA：資本参加

day	SCAR	p-value	p-value
[-5,1]	mean 0.735 %	(0.068) c *1,*2	(0.932) *3,*4
	median 0.289 %	(0.304)	(0.804)
[-5,2]	mean 0.707 %	(0.097) c *1,*2	(0.904) *3,*4
	median 0.326 %	(0.432)	(0.696)
[-5,5]	mean 1.065 %	(0.072) c *1,*2	(0.928) *3,*4
	median 0.133 %	(0.304)	(0.804)
[-3,1]	mean 0.997 %	(0.007) a *1,*2	(0.993) *3,*4
	median 0.748 %	(0.029) b	(0.988)
[-3,2]	mean 0.969 %	(0.015) b *1,*2	(0.985) *3,*4
	median 0.664 %	(0.061) c	(0.971)
[-3,3]	mean 1.048 %	(0.024) b *1,*2	(0.976) *3,*4
	median 0.741 %	(0.029) b	(0.988)
[-1,1]	mean 0.536 %	(0.023) b *1,*2	(0.977) *3,*4
	median 0.378 %	(0.061) b	(0.971)
[-1,5]	mean 0.866 %	(0.043) b *1,*2	(0.957) *3,*4
	median 0.609 %	(0.012) b	(0.996)

パネルB：出資拡大

day	SCAR		p-value	p-value
[-5,-1]	mean	1.340 %	(0.009) a *1,*2	(0.991) *3,*4
	median	0.765 %	(0.061) c	(0.971)
[-5,1]	mean	2.083 %	(0.003) a *1,*2	(0.996) *3,*4
	median	1.283 %	(0.029) b	(0.988)
[-5,2]	mean	2.154 %	(0.007) a *1,*2	(0.993) *3,*4
	median	1.258 %	(0.029) b	(0.988)
[-5,5]	mean	1.990 %	(0.010) b *1,*2	(0.990) *3,*4
	median	1.407 %	(0.029) b	(0.988)
[-3,3]	mean	1.449 %	(0.039) b *1,*2	(0.961) *3,*4
	median	0.800 %	(0.196)	(0.885)
[-1,0]	mean	0.895 %	(0.018) b *1,*2	(0.982) *3,*4
	median	0.194 %	(0.061) b	(0.971)
[-1,5]	mean	1.131 %	(0.059) *1,*2	(0.941) *3,*4
	median	0.439 %	(0.196)	(0.885)

パネルC：M&A

day	SCAR		p-value	p-value
[-5,-3]	mean	0.498 %	(0.195) *1,*2	(0.805) *3,*4
	median	0.196 %	(0.351)	(0.779)
[-5,0]	mean	-0.081 %	(0.549) *1,*2	(0.451) *3,*4
	median	-0.423 %	(0.649)	(0.500)
[-5,5]	mean	-0.198 %	(0.596) *1,*2	(0.404) *3,*4
	median	-0.528 %	(0.939)	(0.124)
[-1,1]	mean	-0.070 %	(0.570) *1,*2	(0.430) *3,*4
	median	-0.163 %	(0.876)	(0.221)
[0,1]	mean	-0.141 %	(0.773) *1,*2	(0.228) *3,*4
	median	-0.152 %	(0.974)	(0.061) c
[0,2]	mean	0.081 %	(0.371) *1,*2	(0.629) *3,*4
	median	-0.094 %	(0.779)	(0.351)
[0,5]	mean	-0.283 %	(0.700) *1,*2	(0.300) *3,*4
	median	-0.334 %	(0.876)	(0.221)

*1帰無仮説：SCARの平均=0, 対立仮説：SCARの平均>0

*2帰無仮説：SCARのメディアン=0, 対立仮説：SCARのメディアン>0

*3帰無仮説：SCARの平均=0, 対立仮説：SCARの平均<0

*4帰無仮説：SCARのメディアン=0, 対立仮説：SCARのメディアン<0

括弧内はP値

aは1%有意水準、bは5%の有意水準、cは10%の有意水準

次に、銀行がtargetの場合だが、データ数が非常に少ないため資本参加のみ分析可能であった。銀行がtargetの場合の資本参加は、図表1-13のパネルAより、多くの推定期間で有意にプラスを示している。保険会社の場合と類似の結果である。先の結果を考慮すると、図表1-14のとおり、資本参加の銀行に対しては、bidderであってもtargetであっても市場はプラスに評価をしているようだ。

【図表 1-13 銀行がtargetの場合のイベントスタディーの結果】

パネルA：資本参加

day	SCAR	p-value	p-value
[-5,-3]	mean 1.273 %	(0.039) c *1,*2	(0.961) *3,*4
	median 0.851 %	(0.031) c	(1.000)
[-5,1]	mean 4.248 %	(0.082) c *1,*2	(0.918) *3,*4
	median 4.003 %	(0.500)	(0.813)
[-5,5]	mean 3.477 %	(0.051) c *1,*2	(0.949) *3,*4
	median 2.399 %	(0.188)	(0.969)
[-3,3]	mean 3.297 %	(0.040) b *1,*2	(0.960) *3,*4
	median 4.189 %	(0.188)	(0.969)
[-1,1]	mean 2.948 %	(0.176) *1,*2	(0.824) *3,*4
	median 1.191 %	(0.500)	(0.813)
[-1,5]	mean 2.177 %	(0.154) *1,*2	(0.846) *3,*4
	median 0.253 %	(0.500)	(0.813)

【図表 1-14 銀行イベントスタディー結果のまとめ】

	資本参加	出資拡大	M&A
銀行bidder	[-5,5], [-3,3], [-1,5]: 発表5日前から発表後まで有意に上昇	[-5,5], [-3,3], [-1,0]: 発表5日前から発表後まで有意に上昇	[0,1]: 発表直後一時的に有意に低下
銀行target	[-5,5], [-3,3]: 発表5日前から発表後まで有意に上昇	---	---

網掛け: 有意な結果が出ている

論点 1 及び論点 2 から、保険会社と銀行の結果を比較すると、以下のことが言える。

- 1) 保険会社の資本参加及び出資拡大の場合、公表の前後等の期間によって市場の反応は反転するが、銀行は一貫してプラスの評価であること、
- 2) 保険会社の資本参加及び出資拡大の場合、有意の期間が限定的だが、銀行は多くの推計期間で有意なプラスの結果が安定的に得られていること。

つまり、銀行の結果の方が保険会社の結果より情報に対して安定的な結果が得られ、市場は保険会社の情報の公表に対して不安定な評価をしていると言える。これは、保険会社が本来的に持っている情報の把握のしづらさ、また、極度に契約者を主眼とした財務等の情報により市場関係者が適切な情報を把握できないためと思われる。つまり、金融市場に対する情報の非対称性のためと考えられる。Zhang et al. (2009) は、銀行の預金の評価よりも損害保険会社の負債の評価の方が投資家等の外部者にとって困難であり、銀行より損害保険会社の方が情報の非対称性が大きい。そのため、損害保険会社の株価には逆選択の要素が相対的に大きく反映されていると主張している。本稿の保険会社の不安定な結果も投資家等の市場関係者と保険会社との情報の非対称性が原因と思料される。一般的に、銀行の負債である預金に比べ保険会社の負債である保険商品の方が、いわゆるincompleteな商品が多いため負債評価を行う際に他の金融商品に適切にreplicateすることが困難なことが多い。また、提携等のイベント内容が不透明な時点では、イベントが負債評価に与える影

響の把握、それに伴う保険会社の企業価値を市場関係者が正しく把握することはより一層困難であろう。さらに、現行の基準では保険負債とされているものの中には、基礎率等に既に一定にマージン等の資本的性質を持つ要因が非明示的に含まれているため、市場関係者が正確に保険会社の負債評価を行うことをさらに一層困難にしている。

今後、IFRS等で検討されている保険負債の公正価値評価が行われれば、市場に対して負債評価の経済価値が明示的に表されるので、市場関係者と保険会社との情報の非対称性も緩和されていくことと思われる。

3. 論点3：資本参加の戦略要因

(1) 主成分分析

論点3では、日本の保険会社及び銀行の資本参加の戦略要因を抽出する。最初に、財務指標や株価変化の戦略的要因について、Altunbas and Marques (2008) に示されている戦略要因並びに海外戦略要因及び事業シェア拡大戦略要因で説明できるか主成分分析により確認した。保険会社または銀行がbidderのケースを対象とした⁽¹⁰⁾。まず、保険会社がbidderの場合、先に掲げた8つの戦略変数に関連する指標を元にした主成分分析の結果（結果報告は省略）、資本参加の特徴は3つの主成分で約76%説明できることが判った。第1成分はcapital adequacy level戦略・technology and innovation戦略・シェア拡大戦略と関連が強いものであり、第2成分はearning diversification戦略・海外戦略と、第3成分はcost controlling 戦略、liquidity risk戦略との関連が強いものである。よって、これらの戦略は資本参加の特徴を説明するものとして有効なものであるといえる。ただし、8つの戦略のうち、ソルベンシーマージン比率を代理変数とするrisk戦略は主成分との関連が低かった。よって、今後の保険会社bidderの分析にあたっては「2, risk 戦略」を戦略要因から除くこととする。

銀行がbidderの場合、先に掲げた8つの戦略変数に関連する指標の主成分分析の結果（結果報告は省略）、資本参加の特徴は5つの主成分で約85%説明できることが判った。第1成分はTechnology and innovation戦略・海外戦略・シェア拡大戦略と関連が強いものであり、第2成分はEarning diversification戦略・Risk戦略・Capital adequacy level戦略と関連が強いものであり、第3成分はCapital adequacy level戦略・Liquidity risk戦略・Risk戦略と関連が強いものであり、第4成分はCost controlling 戦略・海外戦略・Risk戦略と関連が強いものであり、第5成分はCost controlling 戦略・Technology and innovation戦略・Risk戦略と関連が強いものである。日本の銀行業について、これら8つの戦略は資本参加の特徴を説明するものとして有効であるといえる。しかし、代理変数のうち不良債権比率のみが有効な要因としての結果が得られなかった。そもそも本稿の銀行分析は不良債権処理後の時期（2005年1月以降）を分析対象期間としたので、主成分分析の結果からも、本稿で対象とした銀行の提携等は主として不良債権処理のための救済型ではないことが示されたと言える。

(2) SCARの回帰分析

本稿ではさらに、論点1のイベントスタディーで有意な結果が得られたSCARを被説明変数とし、戦略要因を説明変数とした回帰分析（ステップワイズ法）を行ない、株式パフォーマンスと戦略の関係を調べた。

保険会社bidderの結果は図表1-15のとおりである。市場は、資本参加イベント発生時点より前で判っている財務等の戦略的要因情報から、当該イベントを発表の事前又は発表の事後にどのように評価したかを知ることができる。図表1-15の(1)及び(2)は保険会社がbidderとして資本参加する場合でプラスのSCARになったケース、図表1-15の(3)は保険会社が同様な場合でマイナスのSCARになったケースである。

【図表1-15 保険会社の資本参加及びM&AのSCARに対する回帰分析結果】

AR計算期間(bidder) n	(1)		(2)		(3)	
	資本参加					
	[-4_-2]、プラス 27		[-4_-2]、プラス 27		[0_5]、マイナス 27	
変数名	係数	P値	係数	P値	係数	P値
1,earning diversification戦略	-0.243	b 0.027	-0.230	b 0.041	0.024	0.842
3,cost controlling 戦略	0.287	a 0.001	0.277	a 0.001	-0.102	0.232
4,capital adequacy level戦略	-0.844	b 0.013	-0.859	b 0.013	0.390	0.292
5,liquidity risk戦略	-0.189	0.101	-0.176	0.127	0.271	b 0.047
6,technology and innovation戦略	0.000	0.770	0.000	0.815	-1E-05	b 0.045
7,海外戦略 (US.EU諸国を除く)	-0.049	0.313	-0.033	0.572	0.041	0.465
8,シェア拡大戦略	-0.050	0.651	-0.079	0.473	0.116	0.377

(*1)aは1%有意水準、bは5%の有意水準、cは10%の有意水準

図表の(1)及び(2)は保険会社がbidderとして資本参加する場合で、イベント発生の-4日から-2日の間の累積SCARがプラスになったケースであり、株価は8つの戦略要因のうち3つの要因に有意に反応している。なお、3つの要因はいずれも保険事業運営の基本ともいえる指標であり、財務やR&D、海外戦略要因等には有意には反応していない。「1,earning diversification戦略」は有意にマイナスであるから、自動車保険のシェアが少ない多角化されている会社を評価した。「3, cost controlling 戦略」は有意にプラスであるから、コンバインド・レシオが高い、つまり保険金支払実績が高く、事務コストが高い会社を評価したことになる。「4, capital adequacy level戦略」は有意にマイナスであるから、自己資本比率が低い会社を評価したことになる。以上3つの結果をまとめると、保険会社の資本参加の情報はアナウンス前に市場関係者にリークされているらしいが、市場は、保険会社の資本参加にあたり、イベント発生直前には事業の多角化が図られている損害保険会社を評価している。しかし、そのような会社は高いコスト・低い自己資本比率の特徴がある保険会社でもあるので、市場は近い将来の資本参加に際して、高コスト・低自己資本比率体質の改

善を期待しているものと推測される。

しかし、その後、bidderとして資本参加する旨の情報が発表され、資本参加の内容が市場に周知されると、発表後のSCARはマイナスになってしまう。市場にとっては期待はずれだったと解釈ができるだろう。このマイナス要因について見ると、図表1-15の(3)のとおり、2つの戦略のみが有意な結果となっている。「5, liquidity risk戦略」は有意にプラスであり、流動性の高い預金や国債等で多くの部分を運用している会社を低く評価し、「6, technology and innovation戦略」は有意にマイナスであるから、キャッシュフローのボラティリティーが低くR&D等への投資が多い傾向の会社を低く評価している。これらの解釈としては、まず流動性戦略について損害保険会社の場合、財務的には一義的に資金の流動性を確保する必要があるとしても、預金や国債等の運用は低利であるばかりでなく、ALMの観点からは、1年定期保険が主流の損保では負債のdurationは短いため、保険会社のALMを考えると資産側を長期の国債等で運用することはdurationのアンマッチになってしまい不適切であると、市場で判断されたためと思われる。また、R&D戦略について、保険会社のように業界横並び意識が強く、個社のみでは新規商品を作りづらい体質の元で個社の単独でR&D投資を増やすことは、個社が負担する商品開発コストが高くなり過ぎると市場では解釈され、株価はマイナスに評価されたものと推測される。

【図表1-16 銀行の資本参加のSCARに対する回帰分析結果】

AR計算期間(bidder) n	変数名	資 本 参 加							
		[-3,+3]、プラス		[-3,+1]、プラス		[-1,+1]、プラス		[-1,+5]、プラス	
		係数	P値	係数	P値	係数	P値	係数	P値
		34	34	34	34				
1.earning diversification戦略	その他業務比率	-1.169 b	0.044	0.293	0.546			-1.834	0.364
	オフバランス比率					-0.331	0.156	-0.414	0.177
2.risk戦略	貸出金償却比率	0.780	0.914	-1.155	0.876			-16.577	0.214
	不良債権比率			0.672	0.380	-0.775	0.279		
	ローン比率	-0.138 a	0.005			-0.009	0.900	-0.241 c	0.075
	預貸率			-0.048 c	0.080	-0.039	0.475	0.112	0.155
3.cost controlling 戦略	経費率			-0.001	0.125			0.003	0.332
4.capital adequacy level戦略	Tier1比率	-0.285	0.298			-0.306	0.180	-0.425	0.247
	資本比率					0.725	0.180	1.218	0.390
	BIS比率			-0.280	0.115	0.392 c	0.084		
5.liquidity risk戦略	流動性比率	0.043	0.772			-0.200	0.224	0.081	0.641
6.technology and innovation戦略	CFの標準偏差	-0.005 a	0.008	-0.004 b	0.015	-0.004 b	0.038	-0.006 b	0.019
	物件費率	25.348 a	0.004	19.311 a	0.008	4.182	0.506	19.770	0.124
7.海外戦略	海外支店比率	0.188	0.243	0.315 b	0.030	0.275 c	0.082		
8.シェア拡大戦略	経常収益のシェア	0.671 a	0.001			0.305	0.310	0.029	0.946
	預金のシェア			0.594 a	0.004	0.295	0.366	1.140 c	0.059

(*1)aは1%有意水準、bは5%の有意水準、cは10%の有意水準

次に、銀行bidderの結果は図表1-16のとおりである。図表1-16の(1)~(4)は銀行がbidderとして資本参加する場合で、SCARがプラスになったケースである。図表1-16の(1)はイベント発生の前3日から発表後3日間の間、図表1-16の(2)はイベント発生の前3日から発表後1日の間、図表1-16の(3)はイベント発生の前1日から発表後1日の間、図表

1-16の(4)はイベント発生の一日から発表後5日間の結果である。株価は8つの戦略要因のうち6つの要因に有意に反応している。評価されなかった2つの戦略はcost戦略とliquidity戦略である。なお、銀行業務の回帰結果で興味深いことは、technology戦略や海外戦略が有意にプラスに反応していることである。これらの指標は保険事業では有意な結果が出なかった戦略要因である。

「1, earning diversification戦略」のうち、その他業務比率は図表1-16の(1)で有意にマイナスであるから、本来業務以外の投資関連業務等へ多角化している銀行を評価していない。有意ではないか、オフバランス比率もマイナスとなっている。市場は業務多角化により投資業務を積極的に営む銀行を評価せず、特にオフバランス取引のような不透明な取引に厳しい評価を下しているようである。これは昨今の金融危機における銀行の盛衰をみるに、整合的な結果となっている。Reinhart and Rogoff (2009)によると、倒産した銀行はオフバランス取引の多い機関であったとのことであり、シャドウ銀行とも言われた投資銀行業務への積的な業務拡大(多角化)について、資本市場は評価していないようである。「2, risk戦略」は大きく不良債権に強く関連する変数と銀行の信用リスク全般にかかる変数に分けた。前者の変数である貸出償却比率及び不良債権比率については有意な結果が得られず、後者の変数であるローン比率及び預貸率で有意にマイナスとなった。貸出過剰に陥っておらず、貸出により運用よりもむしろ社債や国債を中心とする債券運用を行っている(行わざるを得ない)銀行が評価されているようだ。「4, capital adequacy level戦略」はバーゼル基準のBIS比率の変数が有意にマイナスであるから、自己資本比率が高い健全な銀行が評価されたことになる。「6, technology and innovation戦略」は物件費率が有意にプラスになっているが、これは既述のとおり銀行の物件費はほぼIT(コンピューターシステム)経費であることを考えると、IT(コンピューターシステム)化に力を入れている銀行ほど市場に評価されている。しかし、銀行のIT(コンピューターシステム)に対する評価は単純ではなく、一般に単なる人件費の置き換えと言われている。つまり、人員整理等により人件費をカットした分を機械(=物件費)に振り替えたに過ぎないとも言われている。実際、人件費と物件費の合計である総経費(本稿では経费率)に対して市場は無反応であり、両者がトレードオフの関係にあるようにも見受けられる。銀行のIT化はinnovationというよりも単なる人件費の置き換えと市場は評価したようにも解釈できる。しかし、本稿の結果のように株価がプラスに反応している際、CFの標準偏差はマイナスに有意となっており、Minton and Scharand (1999)らの解釈によるとR&Dが多いという結果となっている。市場は、銀行の旧来の膨大な人件費支出よりもIT化による業務改善をR&Dの一環として評価したようだ。「7, 海外戦略」は図表1-16の(2)及び(3)で海外支店比率が有意にプラスとなっている。市場は積極的に海外進出を図っている銀行を評価している。「8, シェア拡大戦略」では(1)で経常収益の業界シェアの高い銀行、図表1-16の(2)~(4)では預金シェアの高い銀行が、市場から評価を得ている。これは「1, earning diversification戦略」の範囲の経済が評価されていないことと比べると、銀行業では規模の経済が相変わらず評価されてお

り、提携の場合もその例外ではないことが判る。

以上、銀行業務の提携について6つの戦略に対する市場の反応をまとめる。業務提携に際して、市場は銀行業務の多角化よりも規模の経済性を評価している。2005年以降の不良債権問題解決後の時期には、銀行全体の健全性を保持し、貸出による運用よりも債券中心の運用に傾きながらも、IT（コンピューターシステム）利用等の機械化による効率的な業務運営を行いつつ、海外に積極的に進出した銀行がbidderとなった提携を、資本市場は評価している。

ここで提携に対する保険業と銀行業のSCARの回帰結果をまとめる。保険事業の提携では、「事前」に他社と提携し多角化することにより基本的な経営体質の改善が期待されている。しかし、「事後」にそれらは期待はずれとなり、不適切に高い流動性資産を保有し、高コストなR&D投資を行っている保険会社が低く評価されている。一方、銀行業務の提携では、事前・事後に無関係であり、範囲の経済よりも規模の経済を追求している銀行、既に経営の健全性・過度な貸出を行っていない銀行、海外進出やコンピューターシステム等の投資に積極的な銀行が高く評価されている。つまり、提携について日本の資本市場は、保険業では「事前には」経営の基盤ともいえる健全性やコスト体質に対する改善期待を示し、それに対し、銀行業は健全性・本来業務量の適切性を備えた銀行が次なるステップとしての海外進出や機械投資などにプラスの評価をしている⁽¹¹⁾。これは、本稿では銀行業は不良債権処理後の時期を分析したので、不良債権処理後の次なる展開期待としてこのような結果が得られたものと思われる。

VI. 結論

本稿では、日本の上場保険会社を対象に、形態変化のアナウンスがあった時の株式市場の短期的反応を、保険業を中心に銀行業との違いをと比較しながら分析した。さらに、資本参加等についてはその戦略的要因について、SCARをAltunbas and Marques (2008) に示されている戦略等で説明できるかどうか回帰分析した。

まず、イベントスタディーの結果、保険会社がbidderの場合、詳細な内容が公表される前後では市場の反応が異なるという不安定な結果が得られた。資本参加のリーク情報はアナウンス前の時点では市場は保険会社の資本参加を期待してプラスに評価するが、発表後に詳細な内容がわかると評価は反転しマイナスを示す。また、出資拡大は資本参加と逆のパターンを示す。一方、銀行がbidderの場合、資本参加、出資拡大ともいずれの推定期間においてもプラスであり、マイナスに有意になることはないという安定的な結果が得られた。銀行の方が保険会社より情報に対して安定的な結果が得られ、市場は保険会社の情報の公表に対して不安定な評価をしていると言えるが、これは、保険会社が本来的に持っている負債情報の把握のしづらさ、また、契約者を主眼とした財務等の情報により市場関

係者が適切な情報を把握できないためと思われる。

保険会社がbidderである資本参加についてSCARを8つの戦略から要因分析すると、市場は、保険会社の資本参加にあたり、イベント発生直前には事業の多角化が図られている損害保険会社を評価している。しかし、そのような会社は高いコスト・低い自己資本比率の特徴がある保険会社でもあり、市場は将来の資本参加に際して、高コスト・低自己資本比率体質の改善を期待しているものと推測される。しかし、資本参加の具体的な内容が市場に公表されると、発表後SCARはマイナスになってしまう。市場にとっては期待はずれだったと解釈ができるだろう。市場は、詳細な情報取得後、不適切に高い流動性を保有する保険会社やR&D投資により高コストとなる危惧のある保険会社の資本参加を低く評価する。一方、銀行がbidderである資本参加については、市場は銀行業務の多角化よりも規模の経済性を評価している。不良債権問題解決後の銀行には、銀行全体の健全性や過度な貸出をせず、次なるステップとしてIT利用等による効率的な業務運営を行いつつ、海外に積極的に進出した提携を市場は評価している。

日本の保険会社のうち株式会社形態の多くは損害保険会社であるが、ソルベンシー規制の見直し及び新会計基準のベースになっている考え方は“市場評価”＝“投資家からの評価”である。日本でも大手の生命保険会社は株式会社転換したことは記憶に新しい。また、組合組織の保険会社といえども疑似資本を示すこととなり、間接的に市場の評価を受ける。国内では人口減少が進み始めており、リテールを中心とする生命保険会社がグローバルな海外市場を戦略的により一層取り込んで行かなければならないだろう。グローバルな市場に進出する程、市場＝投資家からの評価をより一層受け止めなければならない。通常時、市場評価に晒されていない相互会社においても、グローバル・スタンダードな視点、つまり、投資家からの評価という視点を、事業戦略に対する評価として真摯に受け止める必要があるだろう。

今後は、銀行・保険・相互の連携について経営戦略要因の観点から分析したい。また、日本企業の連携のみではなく海外の有力金融機関の連携・M&Aの差異、さらに、短期的視点のみではなく中長期に亘る視点からも分析していきたい。

【参考文献】

- Akhigbe, A, and J. Madura (2001) , Intra-Industry Signals Resulting from Insurance Company Mergers, *Journal of Risk and Insurance*, 68-3, 489-506.
- Allen, L, and J. Jagtiani (2000) , The Risk Effects of Combining Banking, Securities, and Insurance Activities, *Journal of Economics and Business*, 52, 485-497.
- Altunbas, Y, and D. Marques (2008) , Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe: The Role of Strategic Similarities, *Journal of Economics and Business*, 60, 204-422.
- Artikis, G. A., S. Stanley and S. Staikouras (2008) , A Practical Approach to Blend Insurance

- in the Banking Network, *Journal of Risk Finance*, 9–2, 106–124.
- Berger, A. N., R. S. Demsetz and P. E. Strahan (1999) , The Consolidation of Financial Services Industry: Cause, Consequences, and Implications, *Journal of Banking & Finance*, 23, 135–194.
 - Binder, J.J. (1985) , Measuring the Effects of Regulation with Stock Price Data, *Rand Journal of Economics*, 16 (2) , 167–183.
 - Chiou, I, and L. J. White (2005) , Measuring the Value of Strategic Alliance in the Wave of a Financial Implosion: Evidence from Japan’s Financial Services Sector, *Journal of Banking & Finance*, 29, 2455–2476.
 - Cummins, J, and M.A. Weiss (2004) , Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?, Working Paper, Alfred P. Sloan Foundation.
 - Fama E. F, and E.R French (1993) , Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds, *Journal of Financial Economics*, 33, 3–56.
 - Field, L.P., D.R. Fraser and J.W.Kolari (2007) , Bidder Return in Bancassurance Mergers: Is There Evidence of Synergy?, *Journal of Banking & Finance*, 31, 3466–3662.
 - Malkonen, V (2009) , Financial Conglomeration and Monitoring Incentives, *Journal of Financial Stability*, 5, 105–123.
 - Laeven L, and R. Levine (2007) , In There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?, *Journal of Financial Economics*, 85, 331–367.
 - Lelyveld, I, and K. Knot (2009) , Do Financial Conglomerates Create or Destroy Value? Evidence for the EU, *Journal of Banking and Finance*, 33, 2312–2321.
 - Minton, B. A, and C. Schrand (1999) , The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Costs of Debt and Equity Financing, *Journal of Financial Economics*, 54, 423–460.
 - Patell, J. M (1976) , Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests, *Journal of Accounting Research* ,14 (2) , 246–274.
 - Reinhart, C.D., and K.S.Rogoff (2009) , *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton Univ Pr
 - Saikouras, S.K. (2009) , An Event Study of International Ventures Between Banks and Insurance Firms, *Journal of International Financial Markets Institutions and Money*, 19, 675–691.
 - Schmid M, and I. Walter (2009) , Do Financial Conglomerates Create or Destroy Economic Value?, *Journal of Financial Intermediation*, 18–2, 193–216.
 - Shirasu, Y., K. Komoribayashi and S. Moridaira (2009) , Estimation of Capital Beta and Cost of Capital: Focus on Japanese Property Insurance Companies and Lines of Business, *Asia Pacific Journal of Risk and Insurance*, Vol3–2, 67–83.
 - Yamori, N., K. Harimaya and K. Kondo (2003) , Are Banks Affiliated with Bank Holding

Companies More Efficient Than Independent Banks? The Recent Experience Regarding Japanese Regional BHCs, *Asia-Pacific Financial Markets*, 10-4, 359-376.

- Zhang. T., L.A. Cox and R.A. VanNess (2009) , Adverse Selection and the Opaqueness of Insurance, *Journal of Risk and Insurance*, 76-2, 295-321.
- 岡本光正 (2010)、「大手寡占時代に突入した損害保険マーケット」、金融財政事情、2010年3月15日号
- 坂井功治、鶴光太郎、細野薫 (2009)、「信用金庫の合併」、金融経済研究、第28号、47-63.
- 牧本直樹 (2005)、「第9章共分散構造分析を用いたM&Aや提携の目的と効果の因果関係の検証」、『金融・会計ビジネスの数理』、朝倉書店
- 土井教之 (2003)、「近年の合併・アライアンスー特徴と課題一」、ビジネスインサイト、2003年春号

- 注(1) 本稿の作成にあたっては、植村信保氏、浅井義裕氏、小川英治氏、米山高生氏、三隅隆司氏、小西大氏、Prof. Jöel Wagner及び生命保険文化センター研究会参加者の方々より有益なコメントをいただいた。また、M&Aのデータ利用については京都大学経営管理大学院より協力をいただいた。記して感謝する。
- (2) 土井 (2003) は、銀行業と保険業のように融合する市場における、あるいは「業態間競争」を展開する企業間の合併を市場融合型合併と呼び、新タイプの合併と位置づけている。
 - (3) Fields et al. (2007) の分析データでは、銀行ー保険間のM&Aのうち銀行がbidderであるケースは過半数以上を占めていた。つまり、bidder⇨銀行、target⇨保険会社となっていた。
 - (4) 1995~2005年の銀行と保険会社の株式ボラティリティを見ると、銀行が高く保険会社は遙かに低い。これは、EUの保険会社がCEIOPSの取り決めで市場リスクのエクスポージャーに限度を設定していたためである。よって、銀行と保険会社が融合したコングロマリットでは、銀行に比べてリスクは大きく低減されることとなる。
 - (5) 株式の取得側 (bidder) 又は被買収側 (target) のいずれか一方が少なくとも上場保険会社である事例を対象とした
 - (6) 銀行業についての具体的事例説明は紙面スペースの関係上、省略する。
 - (7) リスク変数としてソルベンシーマージン比率が最適であるかは議論のあるところである。例えば、オプション評価を応用して計算したリスク指標や同様に計算した資本比率等の利用が考えられるが、今後の課題としたい。
 - (8) 金融庁の発表によると、主要行の不良債権比率はピーク時 (2002年3月期) には8.4%であったが、2005年3月期には2.9%にまで減少し、当初の「半減目標」を達成した。
 - (9) イベントスタディーの結果は、プラスとマイナスの符号を見るため2通りの片側検定の結果を表示した。
 - (10) 資本参加で保険会社がtargetの場合は、図表1-8に示したとおり、サンプル数が少ないため回帰分析を行えず、また、M&Aで保険会社がbidderの場合は、図表1-9に示したとおり、イベントスタディーの結果有意なSCARが得られなかったため、回帰分析の対象から外した。銀行も同様にサンプル数制約の理由から、銀行bidderの分析のみしかできなかった。