

09 年度 卒業論文

資金調達面から見た
銀行統合分析

慶應義塾大学 経済学部

石橋研究会 10 期生

山中 淳一郎

はしがき

バブル崩壊後日本の金融機関、特に銀行は大再編が行われた。さらに経営悪化により巨額の公的資金も投入される事態に陥った。バブル崩壊前 10 社以上あった都市銀行は今、みずほ銀行、三菱東京 UFJ 銀行、三井住友銀行、りそな銀行の 4 行しか残っていない状況である。俗に 3 メガ体制と呼ばれているのが今の銀行業界である。しかし、この 3 行はバブル崩壊後の邦銀の評価されていない部分を改善できているのか。ただ、規模が大きくなり、基盤が安定しただけで中身としてバブル崩壊後の邦銀の問題点が解消されていないのではないか、という疑問を私は持ち、現在ある都市銀行はバブル崩壊後の問題点をしっかりと改善できているのか、その部分を自分が三年生の時勉強した企業財務とからめ分析していく。

目次

序章	1
第1章 現状分析	2
1.1 銀行統合の流れ	2
1.2 バブル崩壊後の銀行の問題点と現在の動向	6
1.3 第1章まとめ	13
第2章 自己資本比率の面からみた統合効果	14
2.1 Besanko and Kanatas モデル	14
2.2 実証モデル	17
2.3 実証分析	18
2.4 第2章まとめ	25
第3章 資金調達面からみた統合効果	27
3.1 資金調達コストの定義	27
3.2 先行研究の紹介	27
3.3 実証分析	30
3.4 第3章まとめ	37
第4章 結論	39
参考文献	40

序章

本論文は、バブル崩壊後の銀行統合を自己資本比率、資金調達コストの二つの観点から分析する。バブル崩壊後、安定を見せ始めている銀行業界において、統合前の邦銀が抱えていた問題がどの程度改善されているのか、それとも規模が大きくなっただけで、全く変わっていないのかを分析することを目的としている。

第1章ではバブル崩壊後の銀行再編を追い、邦銀が抱えていた問題点を洗い出すと共に、主要なデータを統合前と統合後で比較し、どのような変化が起こったのかを現状分析として行う。

第2章では自己資本比率の面から見た統合効果ということで、自己資本比率が銀行の業績に与える影響を示すと共に、自己資本比率規制によって上昇した自己資本比率の上昇がしっかりと銀行の業績に結びついているのかを分析していく。

第3章では資金調達コストの変化について統合前と統合後で比較し資金調達コストに改善が見られているのかを分析する。

最後に、第4章でそれまでの総括を行い、結論とする。

第1章 現状分析

この章では銀行再編の流れとバブル崩壊後の邦銀の問題点、そして統合前と統合後についての業績の変化を調べていく。

1.1 銀行統合の流れ

1.1.1 銀行統合の背景

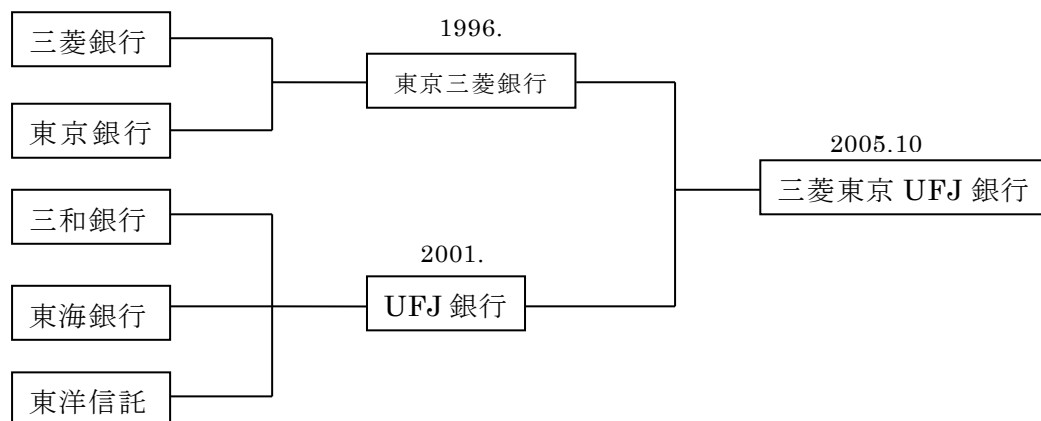
バブル崩壊後銀行は大量の不良債権を抱え経営が大幅に悪化した。それに伴い公的資金を投入されるなどバブル崩壊前の銀行中心の資金調達に大きな変化をもたらすことになる。このような背景の中、各都市銀行は経営再建に向け巨大合併を繰り返し現在の状況に至っている。統合前は10社以上あった都市銀行も今は4行になり、三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行、三井住友銀行、りそな銀行のみとなった。信託銀行も単独で残っているのは住友信託、中央三井信託2行となり、現在その2行の合併の話もニュースになっている。

もう少し銀行再編が必要とされた背景を詳しく説明していこうと思う。菊池英博は『銀行ビックバン』でこう語っている。銀行がバブル崩壊後生き残って行くのに必要な要件として次の三つがある。資本力・財務体力（自己資本の充実度合い、不良債権の処理状況、含み損益後の財務内容）、営業基盤（ホールセール・リテール両面からの顧客取引と取引態様、収益性の評価、営業地盤の成長性）、人的スキルと経営体質（優れた人材の確保、それを生かす人事システム）が必要であると言っている。これを一番早く解決していく方法が銀行統合である。統合によって規模を大きくし資本力と財務体力をつけるとともに顧客層を増やし営業基盤の強化を図る、そして多くの人を抱えそれを取捨選択し優秀な人材を確保するとともに、統合後人事システムなどの大規模の改革をしやすいとするというものである。つまり統合はこれらの問題を解決していくきっかけとなるのではないかと考えられる。私はこれに加え、金融自由化が進められていく中で、海外投資家や海外金融機関に対抗するため、規模の拡大が必要不可欠だったのでは、ないかと考える。実際にCITYBANKは金融自由化後、アメリカの投資銀行に席卷された例がある。このような事態を回避していくためにも銀行統合は進んでいったのではないかと考えられる。

1.1.2 4都市銀行の合併の流れ

ここでは今回主要な分析を行っていく 1.1.1 で書いた 4 都市銀行の再編のについて詳しく見ていくことにする。

図 1-1 三菱東京 UFJ 銀行の統合

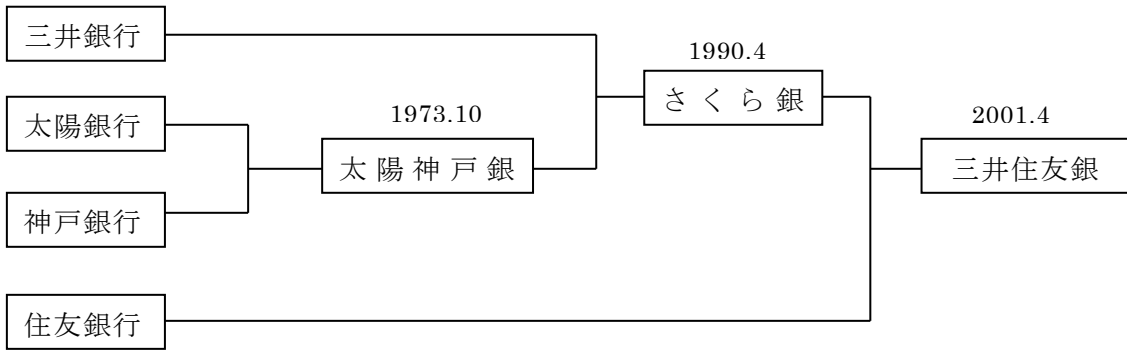


上図のように統合が進み現在の三菱東京 UFJ 銀行にいたる。東京銀行と三菱銀行の統合は国内基盤に優良な顧客をたくさん抱えている三菱銀行と海外に強い東京銀行が統合しお互いの強みを生かしていこうという趣旨の下、東京三菱銀行が誕生した。東京三菱銀行はメガバンクの中でも不良債権比率が一番低く一番強い銀行との評価を受けていた。

UFJ 銀行は当初あさひ銀行と東海銀行の合併の話し合いがもたれ合意していたが、さくら銀行と住友銀行の合併発表、みずほ銀行の統合発表を受け、取り残された三和銀行が東海銀行とあさひ銀行に統合を持ちかけ合意に至ったがあさひ銀行が三和銀行に主導権を握られるのを嫌い離脱。そして三和銀行、東海銀行それに東洋信託を加えた合併となり UFJ 銀行が誕生した。

その UFJ 銀行の経営危機を受け、三井住友銀行と東京三菱銀行の買収争いの末、東京三菱銀行と合併し現在の三菱東京 UFJ 銀行となった。

図 1-2 三井住友銀行の統合

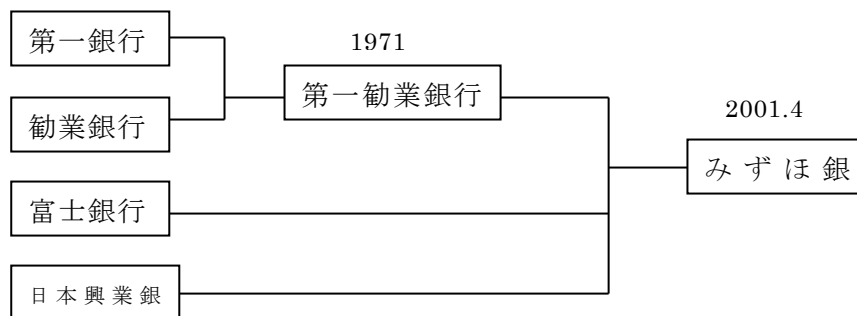


太陽銀行と神戸銀行の合併は合併後、対立が激しく統合がうまくいかなかったとの説もある。両銀行とも規模が大きかったのが原因とされる。この銀行は兵庫県の指定金融機関に指定されていた。

三井銀行の顧客獲得（預金確保）が出遅れ、三井グループに対する資金調達に対し満足な役目を果たせない状況の中太陽神戸銀行と合併を行い規模の拡大、貸出資金の確保を主な目的として合併した。しかし、当初の目的通りの役目は業務効率が悪く発揮されなかったと評価されている。

バブル崩壊後業績悪化が顕著となり、北海道拓殖銀行の次に破綻する可能性のある銀行として言われていた時期もある。しかし、三井グループに対する打撃の多さ、日本経済の景気悪化を止められなくなるとの考えが多数を占め、住友銀行と合併することになる。そして誕生したのが三井住友銀行である。メガバンクの中で唯一参加に信託銀行をもっていない銀行である。ちなみに三井グループの中央三井信託と住友グループの住友信託も今年度合併のニュースに取り上げられ、合併協議に入っている。

図 1-3 みずほ銀行の統合

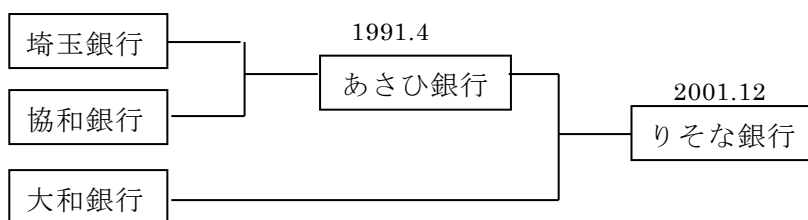


第一勸業銀行は戦後日本初の都市銀行同士の合併として知られる。東京圏中心に店舗を

構えていた第一銀行と地方圏にも多くの顧客を抱えていた勸業銀行の合併で、補完効果が強く見込まれた合併で会った。

バブル崩壊後第一勸業銀行、富士銀行、日本興業銀行三行とも1兆円を超える不良債権を抱えていた。富士銀行は山一証券の破綻を受け危機的状況にあり、第一勸業銀行は当初より富士銀行と親密であったのに加え総会屋事件の発覚などで大きな損失を受けていた。しかし2行とも重視している部分が似通っていたため外資系との争いにリテール基盤がしっかりしていないと勝てないということもあった。リテール部門に力を入れている長期信用銀行の中で、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行2行が破綻し危機感を強めていた、日本興業銀行の三行での統合が進められ現在のみずほフィナンシャルグループが誕生した。

図 1-4 りそな銀行の統合



都銀最下位であった協和銀行と埼玉に強い基盤をもっていた埼玉銀行の合併。都銀最下位であった協和銀行が他行との差を縮めることを第一の目的とし合併した。最初は協和埼玉銀行、1992年に名称をあさひ銀行と変えた。

大和銀行はなみはや銀行、近畿大阪銀行から営業譲渡を受け規模の拡大を図っていた銀行である。

業績悪化に歯止めがかからない2行がなんとか打開策を見つめたく両行が合併することになる。しかし2003年に自己資本比率が4%を大幅に上回る可能性が出てきてしまった。そこで公的資金約2兆円が投入されこれが普通株による資金投入だったため事実上の国有化されてしまった銀行である。

今ある4社に至るまでの統合の流れを説明した。4番目にあるりそな銀行については上記のような事態であるため今回私が分析したいテーマにはあまりそっていないため分析から外し三菱東京UFJフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループの3社に絞って分析しようと思う。

1.2 バブル崩壊後の銀行の問題点と現在の動向

1.2.1 バブル崩壊後の邦銀の問題点

バブル崩壊後、邦銀の経営は大幅に悪化していく。これは貸出先の倒産、保有株式の大幅下落による含み損、担保として持っていた土地の大幅下落などが主な原因として考えられる。これに加えメインバンク制であった日本が株式市場の整備が進み、間接金融から直接金融への動きが重なったため営業利益が激減していった。

今の体制になる直前の 2001 年度スタンダード&プアーズによると邦銀の銀行格付けが低い理由として次の 4 つが挙げられている。

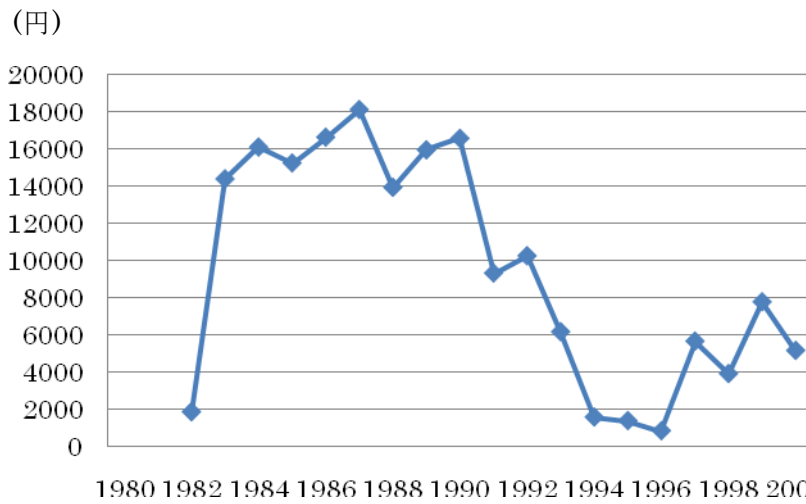
- ① 不良債権の償却割合が高い
- ② 収益力が低く多様性に欠ける
- ③ 自己資本比率が小さい
- ④ 保有株式の危険性が高い

この中で①についてはバブル崩壊後に抱えた不良債権は各行とも処分し、公的資金も返し終わっているので解決されたといってもいいだろう。④については、株式の危険性を図る指標が今回のサブプライムローン問題でも分かるとおりに曖昧であり、世界中で金融機関が打撃を受けたことを考えれば何とも言えないことである。そこで今回は資金調達面からみるということで②と③の問題点を中心に分析を行っていく。

1.2.2 収益力の比較

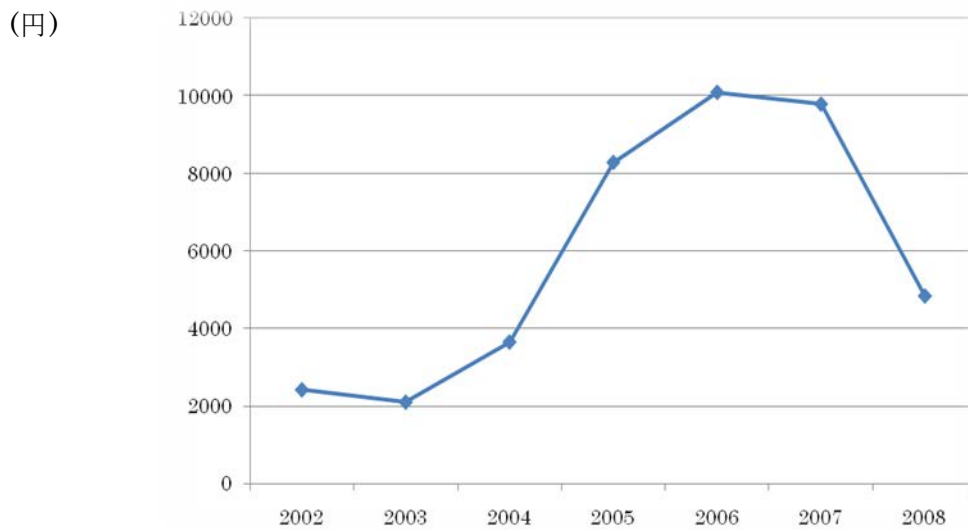
1.2.1②について三井住友フィナンシャルグループ以外は信託銀行を傘下に置いているのに加え、三行とも利益構造の平準化（リテール、法人、その他の部分すべてに力を入れている）を図っており、また、傘下グループ企業間の連携を大幅に強化し多様化利益基盤の多様化を図っている。また、収益力を上げるのには多様性のみならずコストの削減が重要な部分を占めていると考えている。もちろん各行ともシステム統合や人事システムの改革、リストラ、店舗数削減などを行いコスト削減は行われている。実際に合併前と合併後と比較すると以下のようなになる。

図 1-5 1980-2000 年までの全銀行の期中損益/負債および資本の平均



出所：日本銀行統計局ホームページ

図 1-6 2002-2008 年までの全銀行の全銀行の期中損益/負債および資本の平均



出所：日本銀行統計局ホームページ

上記の二つの図を比べてみると、図 1-6 の最初のほうでは公的資金の返済や合併後の諸費用などにより利益率が低いのは説明できる。また 2008 年のサブプライムローン問題で下がっているのもわかる。よって見るべき部分は 2006 年と 2007 年と考えると大体 10000 円程度の収益率である。それに対しバブル崩壊後の銀行平均の一番高い水準は 8000 円程度の収益率となっている。よって少しは改善したように見える。しかしバブル崩壊後の低

下と比べると大幅な改善とは言い難い。ただバブル期は異常だったとの見方もできるので、少し改善できたといえるだろう。しかし、もっと大幅な改善ができるのではないだろうか。例えば目に見えない部分、資金調達コストという面から考えてみるとどうだろうか。銀行は特に多額の資本がありそれにかかるコストを削減するというのには大きな意味があると考えられる。また、企業価値の算出方法には資金調達コストが大きくかかわっていく。よって資金調達コストの算出から企業価値を求めることによって企業価値は上がっているのかどうか、そこを第3章で算定していく。

1.2.3 自己資本比率規制

次に 1.2.1 の③についての現状分析をおこなう。まず自己資本比率について考える時、特に銀行業界には非常に重要なものがある。それが BIS 規制である。BIS 規制とは自己資本比率について決められた程度の自己資本比率を保たないと業務停止などの措置が取られる規制のことであり、その銀行の統合のところで書いたがその規制に引っかかったため、必要な措置を取られた。これは主に銀行の破綻が経済に与える影響を考え作られたもので、日本では 1992 年から導入されている。そして BIS 規制は 2004 年に見直しがなされ、2007 年度よりさらに厳しい規制となっている。ではもう少し詳しく BIS 規制についてみていく。

まず、自己資本比率の計算式は以下のようになっている。

$$\frac{\text{自己資本比率}}{\text{リスク・アセット}}$$

BIS 規制「自己資本比率の測定と基準に関する国際的統一化」と呼ばれ 1980 年金融自由化を推し進めたアメリカで 1984 年に大手銀行であったコンチネンタル・イリノイ銀行が破たんし、この影響が国際的銀行間取引を経て海外にまで波及しそうになった背景から生まれた国際合意「バーゼル合意」で決められた規制である。

日本では上記でも述べたが 1992 年から導入された。8%を超える自己資本比率を持っている銀行のみ国際業務を許可され、4%を下回ると国内業務を停止させられる。2007 年から新 BIS 規制(バーゼルⅡ)と呼ばれるものが使われ、自己資本比率の計算の精緻化、監督当局によるチェック、市場によるチェックの三本の柱によって金融・経済システムの安定化を目指している。具体的にはリスクアセットにオペレーショナル・リスクが追加され、信用リスクの精緻化が行われたのである。

$$\frac{\text{自己資本比率}}{\text{リスク・アセット}} \Rightarrow \frac{\text{自己資本比率}}{\text{リスク・アセット}}$$

(オペレーショナルリスクの追加)

また現行規制のまとめを以下の図で示しておく。

図 1-8 BIS 規制の国際統一水準

自己資本比率の水準	
8%以上	なし
4%以上 8%未満	経営改善計画の提出・実施
2%以上 4%未満	配当禁止・抑制、総資産の圧縮・増加の抑制
0%以上 2%未満	大幅な業務の縮小、合併または銀行業の廃止
0%未満	業務の全部または一部停止命令

出所：全国銀行協会ホームページ

図 1-9 BIS 規制の国内統一水準

自己資本比率の水準	
4%以上	なし
2%以上 4%未満	経営改善計画の提出・実施
1%以上 2%未満	配当禁止・抑制、総資産の圧縮・増加の抑制
0%以上 1%未満	大幅な業務の縮小、合併または銀行業の廃止
0%未満	業務の全部または一部停止命令

出所：全国銀行協会ホームページ

このように現行の基準はなっている。しかし実際にはこの水準以上の水準が求められており、国際水準の 8%を超えていても厳しいとの見方があり、国際業務をするには 10%前後の水準が求められているのが現状である。

1.2.4 各行の自己資本比率の推移

ここでは各行ごとに合併前と合併後自己資本比率にどのような変化が見られたのかを見ていく。

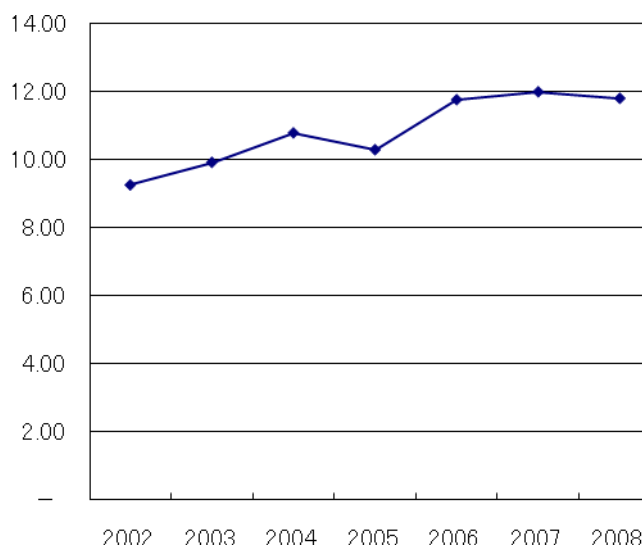
図 1-10 みずほフィナンシャルグループ合併直前の自己資本比率

銀行名	自己資本比率
富士銀行	10.82
第一勧業銀行	10.37
日本興業銀行	10.43

出所： 全国銀行協会

これはみずほフィナンシャルグループになる直前つまり 2001 年 3 月の決算時の三行の自己資本比率である。次にみずほフィナンシャルグループになってからの自己資本比率の推移について見てみる。

図 1-11 みずほ銀行の現在の自己資本比率の推移



出所： 全国銀行協会

これを見ると分かるとおりに最初は統合前よりも自己資本比率は落ちているが、利益率と同様、2006 年、2007 年度からは統合前を越えていることがわかる。BIS 規制が強化され自己資本比率を高い水準にする必要から 2006 年度から大幅に自己資本比率を上昇させた

と読み取ることができる。

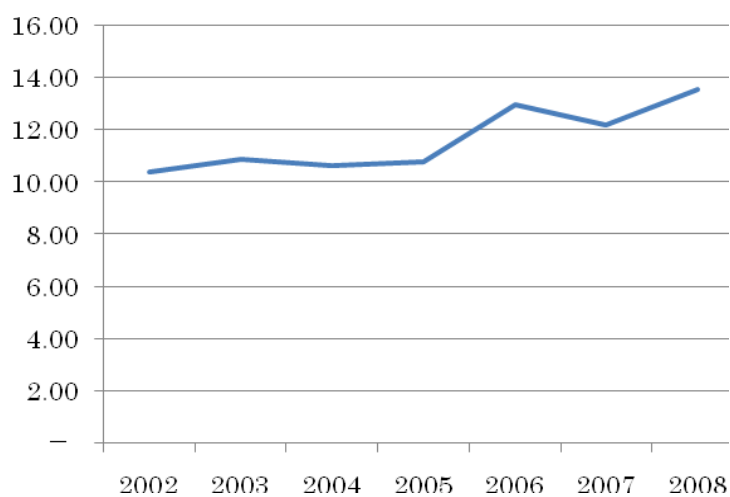
図 1-12 三井住友銀行の合併前の自己資本比率

銀行名	自己資本比率
さくら銀行	11.31%
住友銀行	10.94%

出所： 三井住友銀行ホームページ

これも合併直前、2001 年度 3 月のさくら銀行と住友銀行の自己資本比率である。次に三井住友銀行になってからの自己資本比率の推移を見ていく。

図 1-13 三井住友銀行の自己資本比率の推移



出所： 全国銀行協会

これを見るとわかるとおり、みずほ銀行と同様 2006 年度から自己資本比率は合併前の自己資本比率を超えているのがわかる。これはみずほ銀行と同様、BIS 規制の強化に対し、自己資本比率を上げる必要があったため、上昇したと考えられる。

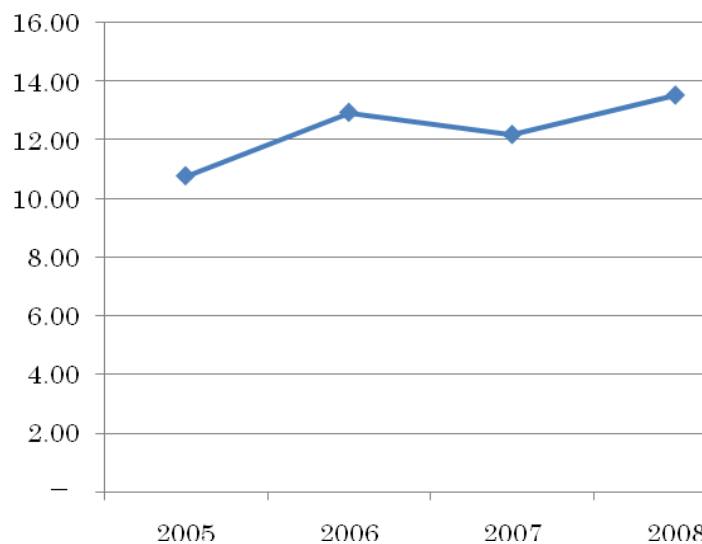
図 1-14 東京三菱銀行と UFJ 銀行の合併前の自己資本比率

銀行名	自己資本比率
東京三菱銀行	11.83%
UFJ 銀行	10.48%

出所： 全国銀行協会

これも合併最後の決算時の東京三菱銀行と UFJ 銀行の自己資本比率である。次に三菱東京 UFJ 銀行の合併後の自己資本比率の推移についてみていく。

図 1-15 三菱東京 UFJ 銀行の自己資本比率の推移



出所： 全国銀行協会

三菱東京 UFJ 銀行も上記 2 行と同様自己資本比率について 2006 年度から合併前の自己資本比率を超える結果となった。これも今までの結論と同様 BIS 規制の強化に対応するために自己資本比率の上昇が起きたと考える。

自己資本比率の上昇は 3 行すべてで見られることとなったが、この自己資本比率の上昇は 2007 年度からの BIS 規制の強化に対し対応したために上昇したと考えられる。つまり、銀行は規制の強化によって自己資本比率が上昇しただけであり、強制的に自己資本比率を上げさせられたと思っても不思議ではない。もちろんこの上昇により倒産する確率は減ることとなる。しかし、自己資本比率の上昇はそれ以外に利益と密接

な関係があるとされている。よってこの現状分析の結果を踏まえ第 2 章では自己資本比率が利益に与える影響を理論的に考えた上で自己資本比率の上昇がしっかりと利益の上昇につながっているのかを分析していく。

1.3 第 1 章まとめ

この章では巨大合併の流れ、そして合併前と合併後の主要データの比較を行って生きた。それを追っていくと表面上、銀行業界はいわゆる 3 メガ体制で一応の安定を見せている。しかし、規模の大きさなどに隠れて弊害が出ているのではないか、それとも合併前よりも効率的になり、これから大きく繋がる合併をしているのかを、企業財務の面から理論、実証分析していく。

第2章 自己資本比率からみた統合効果

この章では自己資本比率が利益率に与える影響についての理論モデルを説明し、自己資本比率は BIS 規制によって高い水準をただ維持しているのか、それとも理論にそった自己資本比率上昇の効果が出ているのか、分析する。

2.1 Besanko and Kanatas (1996) モデル

① 銀行は M 種類の資産を運用して利益をだしているとする。

② t 時点で持っている資産ストック額を次のように表す。

$$\{L_{it}\} = \{L_{1t} \dots L_{Mt}\}$$

③ t 時点での資産の新規取得額を次のように表す。

$$\{l_{it}\} = \{l_{1t} \dots l_{Mt}\}$$

これらをこのモデルの基本として考えていく。

① 銀行の株価は、ネットキャッシュフローの割引現在価値と等しく銀行はその株価を最大化するように行動する。

② すべての市場は完全競争市場と仮定する。

③ t 期の銀行の費用は L_{it} の一次同次の凸関数とし、 $C(\{l_{it}\}\{L_{it}\})$ 表すとする。

④ 完全予見とする。

これらの事を仮定して、これからの理論分析を進めていく。

まず仮定の①より次の式を銀行は最大化するように行動する。

$$\max V_{(0)} = \int_0^{\infty} e^{-\rho t} \left[\sum r_{it} L_{it} - d_t \sum L_{it} - C(\{L_{it}\}\{l_{it}\}) \right] \quad (2.1)$$

$$s.t. \quad L_{it} = l_{it}$$

M 個の制約式がこれによって得られる。その乗数を λ_{it} とする。

そうすると横断性条件の成立を仮定し、解いていくとつぎの 2 式が得られる。

$$r_{it} - d_t - C_{t,Li} = -\dot{\lambda}_{it} + \rho \lambda_{it} \quad (2.2)$$

$$\lambda_{it} = C_{t,li} \quad (2.3)$$

(2.2)式をみると λ は資産のレントを表していることになっている。

また(2.2)式を式変形すると次の式となる。

$$\frac{r_{it} - d_t - C_{t,Li}}{\lambda_{it}} + \frac{\dot{\lambda}_{it}}{\lambda_{it}} = \rho \quad (2.4)$$

仮定③の費用の一次同次性より次のことがいえる。

$$\sum (C_{t,Li}L_{it} + C_{t,li}l_i) = C_t(\{L_{it}\}, \{l_{it}\}) \quad (2.5)$$

これを用いて次の式を式変形していく。

$$\frac{d}{dt} \sum \lambda_{it} L_{it} e^{-\rho t} \quad (2.6)$$

(2.6)式は資産のストック額にレントを掛け合わせたものを割引率で割り引いている。よってこれは資産の現在価値を表していることになる。

$$\begin{aligned} (2.6)式 &= \sum (\dot{\lambda}_{it} L_{it} + \lambda_{it} \dot{L}_{it} - \rho \lambda_{it} L_{it}) e^{-\rho t} \\ &= \sum \{L_{it} (\dot{\lambda}_{it} - \rho \lambda_{it}) + \lambda_{it} \dot{L}_{it}\} e^{-\rho t} \end{aligned} \quad (2.7)$$

ここで(2.2)、(2.3)式を代入すると

$$(2.7)式 = \sum (r_{it} L_{it} - d_t L_{it} - C_{t,Li} L_{it} - C_{t,li} l_i) e^{-\rho t} \quad (2.8)$$

これに(2.5)式を使うと

$$(2.8)式 = \sum (r_{it} L_{it} - d_t L_{it} - C(\{L_{it}\}, \{l_{it}\})) e^{-\rho t} \quad (2.9)$$

このように変形できる。この(2.10)式を積分すると

$$\int_0^{\infty} e^{-\rho t} \left[\sum r_{it} L_{it} - d_t \sum L_{it} - C(\{L_{it}\}, \{l_{it}\}) \right] \quad (2.10)$$

これは(2.1)式と同じとなる。

よって(2.1)(2.10)式より

$$\sum \lambda_{i0} L_{i0} = \int_0^{\infty} \sum (r_{it} L_{it} - d_t L_{it} - C(\{L_{it}\}\{\dot{L}_{it}\})) e^{-\rho t} = V(0) \quad (2.11)$$

これは資産のレントに保有資産高を掛け合わせたものの総和はキャッシュフローの現在価値つまり株価と同値事を表している。

また次のように値をおく。

$$L(0) = \sum L_{i0} \quad , \quad w_{i0} = \frac{L_{i0}}{L(0)}$$

前者は資産の0期での資産の保有額を表している。後者は第*i*財の第ゼロ期での保有割合、つまり*i*資産のウェイトを表している。

このウェイトに資産のレントを掛け合わせたものが以下のようになる。

$$\sum w_{i0} \lambda_{i0} = \frac{L_{i0}}{L(0)} \lambda_{i0} = \frac{V(0)}{L(0)} \quad (2.12)$$

この一番右の式が表しているのが自己資本比率である。これからはこの $V(0)/L(0)$ を自己資本比率と考える進めていく。

次に(2.3)式より

$$C_{it} \frac{l_i}{L_i} = \lambda_i \frac{\dot{L}_i}{L_i}$$

が言える。これを使って(2.2)式を変形していく。

$$\begin{aligned} (2.2)の左辺 &= \sum \{r_{it} - d_t - C_{t, Li} - C_{it} \frac{l_i}{L_i} + \lambda_i \frac{\dot{L}_i}{L_i} + \dot{\lambda}_{it}\} \\ &= \frac{1}{L} \sum \{r_{it} L_i - d_t L_i - C_{t, Li} L_i - C_{it} l_i\} + \frac{1}{L} \sum \{\lambda_i \dot{L}_i + \dot{\lambda}_{it} L_i\} \quad (2.13) \end{aligned}$$

これに w_i を乗じる。

$$\begin{aligned} (2.13)式 &= \frac{1}{L} \sum w_i \{r_{it} L_i - d_t L_i - C_{t, Li} L_i - C_{it} l_i\} + \frac{1}{L} w_i \sum \{\lambda_i \dot{L}_i + \dot{\lambda}_{it} L_i\} \\ &= \frac{\pi}{L} + \frac{\dot{V}}{L} \quad (2.14) \end{aligned}$$

(2.13)式の変形するとき w_i を乗じているので(2.2)式の右辺は

$$\text{右辺} = \rho \sum w_i \lambda_i \quad (2.15)$$

これに(2.12)式を代入すると

$$(2.15)\text{式} = \rho \frac{V}{L} \quad (2.16)$$

この(2.16)式と(2.14)式が等しいのでこれを組み合わせると

$$\frac{\pi}{L} + \frac{\dot{V}}{L} = \rho \frac{V}{L} \quad (2.17)$$

となる。(2.17)式が表していることは、インカムゲイン（左辺第1項）とキャピタルゲイン（左辺第2項）の和が自己資本比率に割引率を掛け合わせたものとなる。よって左辺を被説明変数と考え、自己資本比率 $V(0)/L(0)$ を説明変数と考えると、自己資本比率の上昇によりインカムゲインとキャピタルゲインの和つまり、ネットキャッシュフロー（営業利益）が上昇することを表している。つまり自己資本比率は利益率に正の影響を与えることになる。

2.2 実証分析のモデル

2.1 の理論分析によって自己資本比率は効率的な経営を行っていれば銀行の利益率に正の影響を与えることが分かった。そこで我が国の銀行は自己資本比率が統合前より高くなっている事がわかっているが、その上昇によって効率的な資金配分が行われているのかを実証分析で調べたい。つまり、統合前の水準と同様な効率性であれば自己資本比率の係数には変化がないということだ。そこで 2.2 では統合前と統合後の自己資本比率の利益率に対する係数の比較を行う実証分析していく。

2.2.1 実証モデル

ここでは重回帰分析を行い、自己資本比率が当期純利益に影響を与えているのかを分析する。つまり、規模が大きくなり、経営の非効率などが起こっていないか分析する。

式で表すと以下の線形モデルを仮定する。

$$y = \sum \alpha_i x_i + \varepsilon$$

ここで説明変数 x_i を以下のようにおく。

y : 経常利益/総資産

x_i : 自己資本比率

x_i : GDP 成長率

とおき重回帰分析を行う。

他にも利益率に影響を与える原因として貸借対照表上の値を入れようと考えたが、自己資本比率の算出の際、その値が使われており、多重共散性が発生し、うまく値が出なかったため、少ない変数ではあるが、この二つの値を使って分析していく。

また、合併初年度を含めたもの、含めないもの二つを導出する。合併後の企業は合併後すべての期間のデータを、合併前の企業は 1994 年から合併直前の年までのデータを使って分析していく。また、 t 値に関しては 1, 5, 10% 有意かどうか判定する。

2.3 実証分析結果

この章では 2.2 で設定したモデルで実証分析を行った結果を見ていく。

2.3.1 みずほ銀行の結果

みずほ銀行に関して日本興行銀行は都市銀行という形態でないため、今回のこの論文では扱わないこととして進めていく。

図 2-1 みずほ銀行合併初年度を含めないもの

	係数	t 値
切片	0.000237	0.053702
自己資本比率	7.16E-05	0.183267
GDP 成長率	0.001266	8.806332*

決定係数 0.96858

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

自己資本比率、GDP 成長率ともに係数はプラスとなっている。ただ、自己資本比率の係数は利益率にたいして 0.007% というほとんど影響のない結果となった。t 値に

関してはGDP成長率は有意な値だったがGDP成長率は有意な水準とはならなかった。決定係数に関してはt値と比べ高すぎるか、自己資本比率がほとんど影響していないというように読み取れる。

図 2-2 みずほ銀行合併初年度を含めたもの

	係数	t 値
切片	-0.03371	-1.95733
自己資本比率	0.003014	1.931297***
GDP 成長率	0.001726	2.273669***

決定係数 0.63021

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

この結果も係数は自己資本比率、GDP成長率ともにプラスの値になった。また係数の大きさも自己資本比率は0.3%とそこそこの影響を与えていて妥当な値なのではないかと思われる。t値に関しては両方とも5%有意をみたしており、決定係数も実証分析として妥当な値を示していると考えられる。

みずほ銀行合併前の銀行結果

図 1-3 第一勧業銀行結果

	係数	t 値
切片	0.005977	0.166808
自己資本比率	-0.00109	-0.31186
GDP 成長率	0.005005	1.597181

決定係数 0.96858

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

まず係数を見ると自己資本比率がマイナスの値となっている。また、t値も有意ではないという結果となった。この結果から、合併前の第一勧業銀行は、景気に大きく左右される企業体質だったといえる。

図 1-4 富士銀行結果

	係数	t 値
切片	-0.07183	-13.2018*
自己資本比率	0.006639	12.49697*
GDP 成長率	0.001497	4.662097*

決定係数 0.96858

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

係数を見ると、自己資本比率 GDP 成長率ともにプラスの値である。また、大きさを見るとみずほ銀行で得られた結果より 2 倍近く大きな 0.6%という値を示している。t 値に関してはすべての値が 1%有意であるという結果が得られた。

みずほ銀行まとめ

まずみずほ銀行に関して合併初年度を含めた結果のほうが t 値係数の大きさの観点から良い結果であるとし、合併初年度を含めた結果のほうが比較していきたいと思う。

次に合併前の企業に関しては両銀行の平均をとり、比較していきたいと思う。そうすると、自己資本比率の平均は約 0.25%となる。大きさを比較するとみずほ銀行のほうが大きくなり、第一勧業銀行の負の影響をカバーし、効率的な事業をできているといえる。これより、富士銀行よりは係数としての値は落ちているが、この統合全体の面からみると、統合前より効率的な運営をできており、この統合に関し、自己資本比率の面からみると、自己資本比率を上昇させ、事業を安定させると共に、利益に対して十分な影響を与える効率的な運営をできていると考えることができる。よってみずほの統合に関し、自己資本比率の面からみて成功したといえる。

2.3.2 三井住友銀行結果

図 1-5 三井住友銀行合併初年度を含めない結果

	係数	t 値
切片	-0.0313	-1.66556
自己資本比率	0.002741	1.759028
GDP 成長率	0.001698	1.866796

決定係数 0.507497

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

係数を見ると自己資本比率、GDP 成長率ともにプラスとなっている。また係数の値も自己資本比率は 0.27%となっており、みずほ銀行の時とおおむね近い値をしているので問題ないと思われる。しかし t 値はどちらとも有意な水準にはなっていない。

図 1-6 三井住友銀行合併初年度を含めた結果

	係数	t 値
切片	-0.03414	-2.47532
自己資本比率	0.002964	2.525008**
GDP 成長率	0.001827	2.656086**

決定係数 0.65289

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

この結果も自己資本比率、GDP 成長率の係数は正の値になっている。また、係数の大きさも合併初年度を含めないもの、みずほ銀行の良い結果に近似している。また、t 値に関しては両係数とも 10%有意になっているという結果が出た。

図 1-7 さくら銀行結果

	係数	t 値
切片	-0.01876	-0.73224
自己資本比率	0.001075	0.478235
GDP 成長率	0.005013	2.349846**

決定係数 0.848595

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

この結果の係数も両係数ともにプラスの影響を示している。しかし、自己資本比率に関しては 0.1%と第一勧業銀行と同じ低い水準となっている。また t 値に関しては GDP 成長率は 5%有意となっているが自己資本比率は有意になっていない。

図 1-8 住友銀行結果

	係数	t 値
切片	-0.06388	-2.01048***
自己資本比率	0.005846	1.800269***
GDP 成長率	0.0025	1.15216

決定係数 0.944515

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

自己資本比率の係数は富士銀行について 2 番目に高い値を示している。t 値についても自己資本比率は 10%有意になった。GDP 成長率も正の値を示しているが t 値について有意ではない。

三井住友銀行まとめ

みずほ銀行の時よりも、t 値や、係数、決定係数を見ると妥当な結果が出たのではないかと考えている。三井住友銀行の自己資本比率の係数は、約 0.3%となっておりみずほ銀行の値とほぼ同じくらいの値を示し、さくら銀行と住友銀行の自己資本比率の係数を平均化すると約 0.25 という結果になった。これもみずほの時同様、住友銀行は

高い値を示しているのに対しさくら銀行は低い値であった。つまり、さくら銀行の非効率性を住友銀行が補い、かつ平均すると効率的に営業されているということだと考えた。よって三井住友銀行の場合もみずほ銀行同様自己資本比率の面からみて倒産リスクを抑えるとともに、利益率に対してもしっかりとした正の影響を与える、効率的な経営ができているといえる。またこの結果は一般的にさくら銀行を住友銀行が救済した形になっているといわれているのに対して肯定する結果となっている。

2.3.3 三菱東京 UFJ 銀行結果

図 1-9 三菱東京 UFJ 銀行結果

	係数	t 値
切片	-0.0032	-0.13746
自己資本比率	0.000541	2.81461**
GDP 成長率	0.00106	2.355365***

決定係数 0.857932

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

三菱東京 UFJ 銀行に関しては合併後の年数が少ないこともあり、合併初年度を含めないと3年間のデータしかなく、回帰分析を行うと解が出てしまうので、合併初年度を含めたもののみを行った。まず、係数は約 0.054%とほかの2行に比べて格段に低い結果となっている。また、t 値は 5%有意となっている。

図 1-10 東京三菱銀行結果

	係数	t 値
切片	-0.03231	-2.04355**
自己資本比率	0.003258	1.936483**
GDP 成長率	0.002546	0.302287

決定係数 0.688003

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

東京三菱銀行の結果は上記のような結果となった。自己資本比率の係数はみずほ銀行、三井住友銀行とほぼ同じような水準 0.3%を示している。また t 値も 5%有意である。

図 1-11 UFJ 銀行結果

	係数	t 値
切片	0.011553	2.69562**
自己資本比率	-0.00209	-4.75301*
GDP 成長率	0.000597	1.730235

決定係数 0.958305

* 1%有意 **5%有意 ***10%有意

これが UFJ 銀行の結果となった。自己資本比率の係数は今までの中で一番低い値を示している。また、t 値に関しては 1%有意となっている。これは UFJ 銀行が経営悪化から東京三菱銀行に吸収合併されたことを考えると妥当と考えるだろう。

三菱東京 UFJ 銀行まとめ

三菱東京 UFJ 銀行に関してはほかの 2 行に比べ合併後のデータが少なく、UFJ 銀行についても三井住友銀行と同年度で合併されたため、データは少ない。しかし、結果として出ている値には大きくはずれた値をとっているわけではない。まず、合併前の UFJ 銀行だが、UFJ 銀行は合併前経営悪化の状況にあり、ほぼ吸収合併の形となっている。よって低い水準でも納得がいく。また、東京三菱銀行も 3 メガバンクの一つとして経営しており、三井住友銀行、みずほ銀行と同じ水準を示していることにも納得がいく。また、三菱東京 UFJ 銀行に関しては 3 メガバンクの中で一番大きく、経営状況も優秀なので高い水準を示すことも考えられる。よって、この実証分析のデータは少なかったが成功と呼べると考える。

次に合併前と合併後を比較すると、合併前の平均は約 0.05%だが東京三菱銀行のほうが規模も大きかったので影響が大きかったと考えられる。仮に 0.3%の水準ととるとする。しかし、それでも東京三菱銀行の 0.5%のほうが大きい。また、合併前両行の水準を上回った係数を示したのは三菱東京 UFJ 銀行のみとなった。

この結果から東京三菱銀行の UFJ 合併戦略は成功だったと考え、補完効果、規模

の経済などが働き、合併前よりも効率的な事業展開がなされているかと考えられるのではないか。

2.4 第2章まとめ

この章ではまず、自己資本比率が効率的な経営がなされている企業において利益率に正の影響を与えることを示し、実証分析で回帰分析を行い自己資本比率が利益率に与えている影響つまり、係数を導出し、合併前の企業と合併後の企業で比較検討し、合併後の企業の効率性について合併前の時よりもどのように変化しているかを第2章では求めていった。

結果として、3行すべてについて合併前よりも合併後の方が相対的に効率的な経営がなされているといえる結果となった。ただ、三井住友銀行、みずほ銀行に関してはそれぞれ住友銀行、富士銀行よりも効率性は落ちているといえるだろう。また注目すべき点としてあげられるのが当初の3メガバンク、三井住友銀行、みずほ銀行、東京三菱銀行、に関して自己資本比率の係数が0.3%付近に固まったという点だろう。このことから3メガバンクは同じ水準の効率性を持っていると考える事もできる。

仮に効率性を今の3メガバンク共通で同じ水準と仮定すると、三菱東京UFJ銀行が0.5%、三井住友銀行が0.3%、みずほ銀行が0.3%となっており、三井住友銀行とみずほ銀行の総資産はほぼ同じ資産規模であり、三菱東京UFJ銀行が一行ずば抜けて大きい。よって資産の大きさによって値が大きくなっていることがわかる。つまり、規模の経済が働いている可能性があるということがわかる。

この結果を踏まえると、2.3章では自己資本比率の上昇が倒産確率や倒産コストに影響を与え、企業の健全性を上げるのみならず、利益率に関しても影響を与え、効率的な資源配分が行われているとしたが、そのみならず規模の経済性が自己資本比率の係数に影響を与えている可能性があるということが示唆された。銀行の規模が大きくなればそれだけ自己資本比率が同じだとしても自己資本の額は大きくあがる。その額が大きくなればなるほど、さらに大きな案件や多くの企業と取引できる可能性があると考え、矛盾はない。よって仮に自己資本比率の係数が規模の経済性によって正の影響を受けていると仮定するならば、合併によって規模が大きく上がり自己資本比率が利益率に与える影響を大きくしているといえる。つまりこの三つの合併に関し、自己資本比率の面からみると規模の経済性が働き、かつ企業の健全性の向上をはたせ、効率的な経営もできているので銀行業界にとって、必要で大きく正の影響を与える合併だったと結論付けられる。

ただ、この実証分析は多重共散性の影響などをうけ、説明変数が非常に少なく、結果を見れば一目両全だが実証分析として決定係数が大きすぎるとされる。これを踏まえ、さらに説明変数に改良を加え、検討していく必要があると思われる。

3章 資金調達面から統合効果

この章では企業の資金調達コストについて実証研究と理論分析を行っていく。

3.1 資金調達コストの定義

資金調達コストとは企業が資金を調達する際にかかる費用の事である。資金調達方法には大きく分けて二つの方法があり、ひとつは負債による調達、もう一つは株式による調達方法である。前者の資金調達コストは利子率となり、後者の方は配当率となる。

金融業界は、この資金調達に関して他の会社と大きく違う特徴を持っている。預金や保険料その他の方法による資金調達方法があるからである。銀行は預金を貸し出して利益を得る、保険会社は保険料を運用して利益を得る。このように金融業界以外では見られない資金調達方法が非常に額も大きくなっている。銀行業界では当然預金が重要な資金調達方法となっている。

下記の先行研究でも説明することになるが、一般的な他の均衡と同様、資金調達コストを企業から見て需要、投資から得られる収益を供給と考えると資金調達コストと投資一単位から得られる粗利益は等しくなる。これを基にして資金調達コストを算定していくことにする。

またこの論文では紹介だけにとどめるが銀行の資金調達コストの算定において二つの説がある。一方は当然預金などの負債による資金調達が非常に大きな割合を示しているのだから、資金調達コストには負債から測定していくべきだという考え方。一方はそうではなく、保有している資産から資金調達コストを求めていくべきだとする考え方である。

今回この論文では全社の資金調達コストを負債から測定していくべきだという考え方に基づいて実証を行っている橘木俊昭の論文を紹介し、その後自分で実証分析していく。

3.1 先行研究の紹介

Tachibanaki (1993) の研究では銀行の資金調達コストを比較するために以下のようなモデルを想定している。まず以下のように数値をおく。

MRR : 投資 1 単位の粗収益率

δ : 減価償却率

$\delta = 0$ (金融業については 0 とみなす)

t : 法人実効税率

V : 投資一単位で得られるキャッシュフロー

ρ : 名目割引率

A : 税制による 1 単位当たりの節約

P : 資本一単位にかかる資金調達コスト

まず投資条件から投資 1 単位から得られる粗利益と資本 1 単位にかかるコストが等しいという条件を使うと次の式が得られる。

$$P = MRR - \delta \quad (3.1)$$

次にキャッシュフロー 1 単位の現在価値は投資 1 単位から得られる利益から法人税をひき、残った資本に資本 1 単位にかかる資本コストの割合を現在価値の概念を使い $t = \infty$ まで割り引く。そうすると次の式が得られる。

$$\begin{aligned} V &= \int_0^{\infty} (1-t)MRR \exp\{-(\rho + \delta - \pi)u\} du \\ &= (1-t) \frac{MRR}{\rho + \delta - \pi} \end{aligned} \quad (3.2)$$

次にキャッシュフロー 1 単位にかかるコストを C とすると C は 1 から法人税による節税効果をひいたものとなるので以下の式になる。

$$C = 1 - A \quad (3.3)$$

そして最後にキャッシュフロー 1 単位にかかるコストとキャッシュフロー 1 単位の価値が等しくなるという完全競争化の均衡条件 $MC = MR$ を使うと次の式が得られる。

$$V = C \quad (3.4)$$

(3.1),(3.2),(3.3),(3.4)より資本一単位を次のようにあらわすことができる。

$$P = \frac{(1-A)(\rho + \delta - \pi)}{1-t} - \delta \quad (3.6)$$

この式を使って P を算定し分析する。

Tachibanaki (1993)は ρ は資本一単位にかかるコストを加重平均することによって

求めている。それにあたり資本を次の4パターンにわけそれぞれの項目ごとに算定式を以下のようにおき、 ρ を定義している。

図 3-1 名目割引率の各割引率

項目名	式	概要
ρ_1 (預金・譲渡性預金・債券)	$(i+x)(1-t)$	i :預金率 x :コスト
ρ_2 (コールマネー・借入金)	$i(1-t)$	i :利率
ρ_3 (資本金・法定準備金・剰余金)	$i(1-t)(1-m)$	m :預金に対する限界実行税率
ρ_4 (新株払込金)	θ	配当率

出所 *Tachibanaki* (1993)

上記の式を使い資金調達コストを合併前後五年間につき求め、全銀行のデータを標準化し、全銀行の平均と比べどの程度の差があるのかで資金調達コストを評価している。よって以下の図のような結果が得られた。

図 3-2 *Tachibanaki* 合併前企業結果

行名	期間	標準変化量
日本勧業銀行	67-70	0.24
第一銀行	67-70	0.24
神戸銀行	68-72	-0.71
太陽銀行	68-72	-1.22
三井銀行	85-89	-0.33
太陽神戸銀行	85-89	-0.44

出所 : *Tachibanaki* (1993)

図 3-3 *Tachibanaki* 合併後企業結果

行名	期間	標準変化量
第一勸業銀行	71-76	-0.35
太陽神戸銀行	73-77	0.35
さくら銀行	90-94	1.24

出所： *Tachibanaki* (1993)

この結果をみると第一勸業銀行は標準変化量が負の値を示しているので資金調達コストは改善されたとみることができる。太陽神戸銀行、さくら銀行については合併前より悪化したという結果が出ている。

3.2 資金調達コストの実証分析

この節では 3.2 の橘木 (1993) で行われていた実証分析のモデルを使い、資金調達コストを算定していく。しかし、資金調達コストを比較するにあたり、都市銀行の数が現在 4 行しか存在していない。よってその部分を考慮しなければならない。全行の平均をとり、標準偏差で比較するという形ではなく、そこから株価と資金調達コストを使い企業価値を算定することによって景気変動や、全体の動向を考慮し比較していきたいと考える。

3.2.1 企業価値の算定方式

企業価値を算定する方法は様々ある。おもに挙げられるのが DCF 法と呼ばれるものと類似企業比較法の二つである。

DCF法は、将来の一定期間までの予測フリーキャッシュフローを、資本コストで現在価値に割引き、さらに一定期間後の継続価値を算出して事業価値を求める方法である。特徴として挙げられるのは、多様な要因を織り込んだ感度分析が可能で、価値の

範囲のイメージが湧きやすいため、第三者に対しての説得力が高い。ただし、フリーキャッシュフローの予測や自己資本ベータ算出等、過程が複雑で、計算も難しいため専門知識が必要となる手法である。

一方類似企業比較法は、自社の事業領域と近い上場企業（類似企業）を複数選定し、評価倍率を求めて自社の事業価値を算出する方法である。特徴として挙げられるのは、類似企業の評価倍率から自社の事業価値を算出する、価値評価の簡便法であり、比較的算出しやすいただし、類似企業と、評価倍率の選択のポイントを明確にしないと、恣意的な価値評価に陥る危険がある手法である。今回の企業価値の算出方法はDCF法を採用し、資本コスト＝資金調達コストと考え最後の企業の比較に使っていきこうと考えている。

予測フリーキャッシュフローに関しては資金調達コストの同時期の純利益が将来続くと仮定し求めていく。よって、今回の実証分析では合併前後5年間について（出来ない場合はできる年数のみ）DCF法で企業価値を算出し、その平均によって合併前と、合併後で比較して分析していく。

3.2.2 各行の資金調達コスト結果

今回の実証分析のデータの引用先としては、全国銀行協会ホームページ上にある銀行の財務諸表データから連結決算のデータを使った。 ρ の算出については財務諸表データを橋木の手法に沿って項目ごとに分け、預金率などは銀行全体の平均として算出し、コールレートや利回り率なども年度の4月に発表されたデータ（出所：全国銀行協会、統計局ホームページより）を用いて算出した。

3.2.2.1 みずほ銀行結果

はじめにみずほ銀行の合併前と合併後のデータ結果を見ていく。

図3-4 みずほ銀行結果

	第一勧業銀行	富士銀行	みずほ銀行	
1997	1.546757332	1.350929	2002	1.162055889
1998	1.835023317	1.662333	2003	0.963778844
1999	1.752893544	1.53539	2004	1.472766592
2000	1.516407248	1.219378	2005	0.956986194
2001	0.974911321	0.975644	2006	1.035081848
平均	1.525198552	1.348735	平均	1.118133873

注 単位%

みずほ銀行の資金調達コストは次のようになった。全体としてみずほ銀行の方が低い値を示していることがわかる。これは資金調達コストに関してみずほ銀行は改善が見られたという結果となった。しかし、これは経済的な要因も含まれているかもしれない。つまり好景気の時の方が資金調達コストは高くなるのだが、それを含め比較しなければならぬので利益という物を含め企業価値を算定し、上がっているのか下がっているのかを調べていく。

図3-5 みずほ銀行企業価値結果

	第一勸業銀行	富士銀行	合計	みずほ銀行	
1997	323085.4532	320394.6	643480.1	2002	236883.8379
1998	178593.165	192784.3	371377.5	2003	483194.0362
1999	345780.2471	264580.5	610360.7	2004	434979.5272
2000	346266.4836	246052.8	592319.3	2005	364420.043
2001	267145.0251	344753	611898	2006	431082.9649
平均	292174.0748	273713.0513	565887.1	平均	390112.0819

注 単位%

このような結果となった。これを見るとみずほ銀行の企業価値は合併前の合計と比べて小さくなっていることがわかる。この原因として考えられるのがシステム統合の際の費用がかかった、補完効果があまりなく、顧客層に共通の部分が大きくあったなどが原因として考えられる。ただ、今回みずほ銀行の実証分析には前述のとおり、日本興行銀行を含めておらず、またみずほコーポレート銀行のことも含めていない。よってこのような結果となってしまったのかもしれない。

3.2.2.2 三井住友銀行結果

この節では三井住友銀行の資金調達コストの結果と企業価値の結果についてみていく。

図3-6 三井住友銀行資金調達コスト結果

	さくら銀行	住友銀行	三井住友銀行	
1997	1.370741	1.327255	2001	1.01419299
1998	1.737102	1.580492	2002	1.107245888
1999	1.626573	1.461805	2003	1.084624769
2000	1.239017	1.15818	2004	1.325676545
			2005	1.098775797
平均	1.493359	1.381933	平均	1.126103198

注 単位%

三井住友銀行の合併前と合併後の資金調達コストについてみていく。三井住友銀行に関しても資金調達コストは減少していることが示されている。しかし、今回も同様みずほ銀行の時のような可能性があるので企業価値についても見ていく事とする。またこの結果を見ると1998年以降さくら銀行の資金調達コストが大きく住友銀行の資金調達コストを上回る結果となった。これは現状分析でも述べたが住友銀行が半救済のような形でさくら銀行と合併したという事を裏付けるひとつの指標となっている。

図3-7 三井住友銀行銀行企業価値結果

	さくら銀行	住友銀行	合計	三井住友銀行	
1997	293776.6	308075.7	601852.3	2001	678809.9858
1998	172945.3	220155.4	393100.7	2002	875509.8928
1999	328082.4	350576.5	678658.9	2003	1000130.915
2000	411375.8	580291.8	991667.6	2004	1291970.674
				2005	810591.9012
平均	301545	364774.9	666319.9	平均	931402.6739

注 単位%

三井住友銀行に関しては上記のような結果となった。これを見ると合併後の方が平均を見ると高い値を示している。しかし合併前最終年のみを考えると三井住友銀行の平均よりも合計した企業価値の方が高くなっていることがわかる。これを考えてみると、合併の際業績が良い銀行の方が有利な条件で合併できる。みずほ銀行の企業価値と比較しても、1999年から2000年にかけてこの両行ほど大きな上昇は見せていない。そこで考えられるのが何らかの資産を売却するなどして利益を上昇させたためにこのような結果となったのではないかと考えられるのではないか。

しかし、みずほ銀行の時とは違い、三井住友銀行に関しては合併後企業価値の上昇、資金調達コストの減少がみられるのでこの合併は資金調達面からみても成功だったといえる。

3.2.2.3 三菱東京UFJ銀行結果

図3-8 三菱東京UFJ銀行資金調達コスト結果

	東京三菱銀行	UFJ銀行	三菱東京UFJ銀行	
2000	1.467964317		2005	0.631774356
2001	1.350382009	0.8572	2006	1.427143577
2002	1.106890913	1.483626	2007	1.843178347
2003	1.043670585	1.100466	2008	2.23540621
2004	1.975671132	2.851656		
平均	1.388915791	1.573237	平均	1.227500498

注 単位%

三菱東京UFJ銀行は上記のような結果となった。これを見ていくと上記の2行同様合併後の資金調達コストの方が低くなっていることがわかる。ただ上記の2行のような大幅な改善は見られない。特に東京三菱銀行との差はほとんどないことがわかる。しかし現状分析も踏まえると東京三菱銀行が圧倒的に有利な合併であり、ほぼ吸収合併のような形での合併だったのでこのような結果となったのかもしれない。

ただ合併後、他の2行は同水準の資金調達コストで推移しているのに対して、三菱東京UFJ銀行は年々大幅に増えていっているという点が少し気になる結果となった。

図3-7 三菱東京UFJ銀行銀行企業価値結果

	東京三菱銀行	UFJ銀行	合計	三菱東京UFJ銀行	
2000	273958.532			2005	663316.4
2001	442316.6496	455957.1	898273.8	2006	899764.6
2002	461854.8931	446612.5	908467.4	2007	828227.2
2003	466811.9563	361172.9	827984.9	2008	728055.8
2004	524296.0243	677122.1	1201418		
平均	433847.6111	388172.9	959036.1	平均	779841

注 単位%

この結果を見ていく。そうすると、三菱東京UFJ銀行もみずほ銀行の時同様企業価値が減少している結果となった。合併前の企業価値を見てみると、UFJ銀行は2002年より少しずつ東京三菱銀行に差を広げられているが、合併最終年非常に大きな値を示した。これは、この時期UFJ銀行が関連会社の売却、資産の売却が行われていたため、その分利益が上昇しこのような結果になったと推測される。そして、この合併前最終年を除くとほぼ同じ様な平均値となっていることがわかる。これはUFJ銀行の規模を縮小した、つまり、関連会社の統廃合が行われたと考えられるのではないか。また、この二つのことを合わせると、三菱東京UFJ銀行に関して合併が失敗だったとは考えにくい結果となった。

3.3 第3章まとめ

第3章では資金調達コストが合併後と合併前でどのように変化したかを求めると共にそこから景気要因などを考えるため企業価値を求めて実証分析を行っていった。

結果として資金調達コストに関しては3メガバンクともに減少しているという結果

が得られた。企業価値に関しては各結果につけたように考えるとあまり減少したと考えることはできない。しかし、自己資本比率の時のように明確に規模が大きくなったからといって正の規模の経済性が存在し、企業価値が上がるといったことはみられなかった。また、全体を通して注目できるのが合併初年度の企業価値の低さである。合併初年度は全3銀行ともその後と比べると格段に低い企業価値を示していることがわかる。これは合併に際して諸経費が大きくかかるためだと考えられる。

第3章の結論として資金調達コストの面から考えると全銀行とも資金調達コストが減少し改善されているという結果が得られたが、企業価値に関しては、三井住友銀行は成功と呼べるが他の2行に関してはあまり成功したと呼べないのではないかと考えた。

第4章 結論

第1章でも述べたが今回この卒業論文では一見安定していて問題なく進んでいるように見える現在の銀行業界、それが生まれる原因となったバブル崩壊後の銀行統合の流れ、銀行の問題点を指摘し、それが発表されている主要な指数では解決されているがもっと深く見たらどうなのかということを考えてこの論文を書いていた。

第2章では自己資本比率の面から見て自己資本比率の上昇はBIS規制の強化などによって起こっていたが、それによって資本分配の非効率や経営の非効率が起こっているのではないかとその点に注視し実証研究を行った結果、3行ともに合併前と同水準かそれ以上の結果を示していた。よって、その結果から自己資本比率の上昇によって経営の安定性の確保、また相対的な利益率の上昇、そして規模の経済性の可能性があるかと結論付け自己資本比率の面からみて巨大都市銀行合併は成功したと結論付けた。

第3章では利益率の上昇が見られた現在の3メガバンク。しかし、さらに改善の余地があるのではという疑問から始め、資金調達コストに注目し、実証分析を行うとともに、その資金調達コストから算出される企業にとって一番重要な値である企業価値を算出していった。結果的にみずほ銀行に関しては企業価値は上がっていないが、諸原因があるとした。一方資金調達コスト面からみれば合併後のコストの方が低いため成功しているといえるだろう。三井住友銀行に関しては資金調達コスト、企業価値ともに合併前より優秀な値を示しており、さくら銀行と住友銀行の合併については成功したと呼べる結果となった。三菱東京UFJ銀行に関しては資金調達コストについては前記2行と同様合併前より優秀な値を示しており成功と呼べる。また企業価値に関しても吸収合併と考えると成功したと呼べる結果となった。

今回の論文で実証分析を行っていった結果、現在の銀行業界になる最後の巨大3大合併に関しては成功し、合併前よりも良い状態になっているとの結論が出た。

最後に次に住友信託銀行と中央三井信託銀行の巨大合併が行われる。この合併が成功するかどうか、また三井住友銀行との今後合併などの事が起こるかどうか楽しみなどである。

参考文献

- Toshiaki Tachibanaki (1993)“*Cost of Capital in the Banking Industry in Japans and a Comparison with the U. S. Banks*” ,Japan’s Financial Markets Business One Irwin, 287－309.
- David Bensaco George Kanatas(1996) “*The regulation of bank capital Do capital standards promote bank safety*“ Journal of Financial Intermediary 5 160-183 .
- 橘木俊詔・羽根田明博 (1999)『都市銀行の合併効果』 .
大蔵省財政金融研究所「フィナンシャル・レビュー」 .
- 筒井義郎(1996)『金融市場と銀行業』東洋経済新報社.
- スタンダード&プアーズ(2002)『日本の金融業界 2003』東洋経済新報社.
- 松村勝弘 (2003)『バブル崩壊後の日本銀行の収益力分析』
第 41 卷 第 6 号 立命館経営学 P181 - 212.
- 菊池英博 (1997)『銀行ビックバン』東洋経済新報社.
- 全国銀行協会ホームページ <http://www.zenginkyo.or.jp/>
- 三井住友銀行ホームページ <http://www.smbc.co.jp/>
- 日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/>

あとがき

石橋研究会で産業組織論を学び、パートゼミで企業財務を学び、本論文では銀行統合というテーマで書き、パートゼミで学んだこと、ゼミで学んだことを存分に生かして書くことができたと思う。

実際に研究を終えてみて、統合評価の難しさ、また、このような分析を行ってするM&Aなどの難しさを学ぶと共に人への見せ方など様々なことを学べたと思う。

最後に、本論文の作成において指導教官である石橋孝次先生やゼミの同期、先輩、後輩に大変お世話になった。特に、プロポーザルから始まり、夏合宿や中間発表での先生のアドバイスがあり、時には厳しいお言葉を頂戴することもありました。しかし、それがあつたからこそ論文を書き上げることが出来たと思います。本当にありがとうございました。