

令和元年6月18日現在

機関番号：32601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2018

課題番号：15K03547

研究課題名(和文) アジア・欧米の金融M&Aに対する経営戦略、規制及びガバナンス等による評価

研究課題名(英文) Long-term effects of M&A in Asia/EU banks for strategic management, financial regulation and governance

研究代表者

白須 洋子 (SHIRASU, Yoko)

青山学院大学・経済学部・教授

研究者番号：80508218

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：本申請の研究目的は、アジアの銀行M&Aをアジア市場と欧米市場との比較から、経営戦略・金融規制等・ガバナンスの視点から、短期的評価・長期的評価を分析することである。

まず、経営戦略・金融規制については、アジアではターゲット国の金融規制が強靱な場合に、買収銀行は買収後、より低いコストでより健全化を図れることを2つの論文にまとめ、そのうち1つは海外の英文査読雑誌に掲載された。

次に、ガバナンスの観点からアジアの買収銀行の株式所有構造について分析し、同業者である銀行や証券会社が株主の場合のみ、買収後長期の時間を経ても、収益性等の経営改善効果がないことが分かった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

一般事業会社のM&Aの実証的分析は多くあるが、銀行M&Aに関する分析は多くない。銀行M&A分析の多くは米国市場を対象としたものであり、特にアジア地域を対象としたものは、筆者の知る限り、筆者の論文とこのほかに1-2本ある程度にすぎない。日本の銀行は、近年アジアを中心にM&Aを通して海外進出し、アジア地域における銀行M&Aの成果の分析は、銀行経営を判断していく材料として必要不可欠である。このよう状況の中で、買収側銀行の買収後成果について、M&Aと規制の関係、M&Aと機関投資家としての株主のタイプとの関係を、欧州と比較しながら分析し、アジア地域の独自性を新たに示すことができた。

研究成果の概要(英文)：This study empirically examines the effects of the Asian banks' M&A, focusing on the long-term changes in banking management strategies for the acquirer banks comparing with EU markets. Firstly, Target countries have tighter/more stringent legal and regulatory rules to ensure that the acquirer banks enjoy higher equity at lower cost. Most importantly, as part of cross-border deals, strong legal systems and stringent regulations could enable Asian banks to operate effectively by undertaking M&A between countries with different economic systems. I completed two papers including one refereed international academic journal. Secondly, I investigate the ex-post performance effects of banks' M&As on acquirer-banks focusing on their ownership structure of foreign institutional investors. I find that the effects of traditional type investors such as banks and insurance companies, acquirer banks' ROA are generally getting worse in the long run.

研究分野：ファイナンス、M&A、コーポレートガバナンス

キーワード：M&A 金融規制 機関投資家 外国人投資家 買収銀行 投資家のタイプ 不良債権 事業戦略

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

我が国の銀行は、近年、メガバンクのみならず地銀においても、アジアを中心とした海外展開が盛んである。顧客の海外進出に単について行くのみではなく、銀行自らの事業戦略のための海外進出である。3大メガバンクを例にとると、三菱UFJ銀行はフィリピンのセキュリティーバンクやタイのアユタヤ銀行、みずほ銀行はタイのサイアム商業銀行やベトナムのベトコンバンクと、三井住友銀行はカンボジアのアクレダ銀行やインドネシアの年金貯蓄銀行BTPNとM&A・提携を行っている。このような状況の中でアジア地域全体の銀行買収について、自らの事業戦略のために買収を仕掛けたであろう買収側銀行の経済的効果を考え、実証的に検証した。

アジア地域の銀行M&A効果について、金融規制・法制度等の国の特徴、能動的M&Aとも言える経営戦略的視点に加え、ガバナンスを包含した包括的な実証研究の例は、筆者の知る限り存在しない。また、全アジアと欧米とを直接的に比較した既存実証研究も例がない。筆者は既に日本の金融機関(保険会社や銀行)のM&Aについて初期的な分析をしていた。しかし未だ、国際統一規制の問題、規制当局の監督パワーの差、株主ガバナンスの違い、そして規制緩和/個別戦略変化とガバナンスの相互作用の影響などは説明できない課題として残っていた。

2. 研究の目的

アジアの銀行M&Aをアジア市場と欧米市場とを比較し、経営戦略・金融規制等・ガバナンスの3つの視点から、短期的評価・長期的評価を分析することである。

研究開始時点で既に筆者は、アジアの銀行のクロスボーダーM&Aについて、補完的貸出戦略や情報公開規制強化の期待を示す可能性を実証的に明らかにしていた。しかし、本研究は、アジアの独自性を欧米との直接的比較からより明確にするため、分析対象をさらに欧米に広げる。金融機関をとりまく金融市場コントロール・金融制度コントロールのアジアの特性・欧米との差異を、経営戦略の他に、新たに規制等や株主/国家ガバナンスの視点から、それらの相互作用をも考慮して包括的に分析した。

3. 研究の方法

本研究の目的は、アジアの銀行M&Aをアジア市場と欧米市場とを比較し、経営戦略・金融規制等・ガバナンスの視点から、実証分析をするものである。実証分析は、証券市場(株式市場)・財務指標からの評価を行う。また、両者を総合して包括的な分析を行う。

(1) 証券市場からの評価は、短期及び長期の両面から分析を行う。ただし、短期的評価は予備的な分析とし、長期的評価をメインとする。長期分析の手法としては、Calendar Time Portfolio Regressions法による超過リターン分析、Buy-and-Hold Abnormal Return (ABHR)の回帰分析による要因分析を行う。

(2) 財務指標からの評価は、長期の分析を行う。Difference in Difference Estimation法やPropensity Score Matching法、Propensity Score Matching Regression Adjustment法等により、非M&A銀行との比較を、ケースに分けて分析する。

これらにより、アジアの特徴を経営戦略・金融規制等・ガバナンスの視点から実証的・包括的に分析する。

4. 研究成果

主な研究成果は以下のとおりである。

(1) アジアの銀行(アジア市場)の証券市場からの分析

まず、銀行業間のみ提携・買収に限って考えてみたい。買収等を仕掛けるにあたり、買収側銀行には戦略があるはずである。買収側銀行は、買収時点において両行のどのような事業戦略の類似性や違いを見込んで買収を仕掛け、市場が長期的にそれをどのように評価しているのだろうか? 買収側銀行の買収後1~3年のAdjusted Buy and Hold Abnormal Returnを求め、ABHRに対する両銀行の戦略の差異を回帰分析で検証する。

その結果、流動性リッチで健全な銀行が、新規ローン獲得戦略や(又はそれに伴う)救済的な戦略をとった場合、市場は高く評価することが判った。また、銀行の多角化を目的としたM&Aは市場に評価されていない。

市場が長期的に評価する銀行M&A案件は、ローンの相互補完的獲得のための資本提携や健全な銀行が買収側としてM&Aを主導する案件である。不良債権等で苦しんでいる弱い銀行を強い銀行が助けるIMF援助プログラムを支援しているようだ。

(2) アジアと欧州の銀行M&Aについて、財務指標及び市場データからの分析

買収銀行の事業戦略の変化について

買収側銀行は、買収前後でどのような事業戦略の変化が生じているか、を考える。Difference in Differences法(DID法)を用いて検証する。その結果、買収側銀行は、買収直後は単に規模の拡大や新規ローンの獲得をするのだが、3年後にはさらに流動性や健全性も増す。一見、事業戦略は成功のようだが、しかし同時に不良債権も増えてしまう。時間の経過と共に獲得した長期ローンのパフォーマンスの悪さが数字に現れるのであろう。さらに、残念なことにMarket to Book RatioやROAなど、経済的収益指標の改善には有意な変化はなかった。

被買収銀行と買収銀行の金融規制、経済システム、法体制の差異について

次に、国による社会・経済システムの違いが買収側銀行の戦略の違いに影響を及ぼすのか、を考える。買収側銀行は、提携・買収を行うに当たり、被買収側銀行の国の投資家保護の有無（法体制の違い）や、経済の自由度の程度、また金融規制の強さなどに関心があるはずである。そこで、再度 DID 法を用い、買収銀行の国のシステムと同じ場合、異なる場合に分け、同一システム又は異なるシステムの場合、買収銀行の買収後の戦略変化があるかどうかを検証する。また、長期の視点から検証したいので、買収の 1 年後、3 年後について、どのような変化が起こったか検証している。

1 年後は驚いた結果となった。法体制など経済・社会体制のレベルが、（買収銀行と被買収銀行とで）同一カテゴリーの場合、買収銀行の Market to Book Ratio は全て正で有意、コスト比率も正で有意な結果となった。つまり、直後の 1 年後、経済・社会システムが同じ国の場合、買収銀行はコスト増にはなっているものの、経済的経営指標は改善されているのである。事業戦略の成果としては上々であろう。

しかし、時間が経過した 3 年後、残念なことに経済的経営指標は有意では無くなってしまふ。むしろ、社会システムが同一の場合には不良債権が増えてしまふ。

一方、経済・社会システムが異なる国の場合、買収銀行の健全性強化につながっている。買収銀行の事業展開にとって、強い投資家保護・強い金融規制（業務範囲規制・新規参入規制）は、（特に）銀行の健全性という観点からは有益なものである。しかし、金融規制のうち、任意情報公開規制の強さについては有意な結果が得られなかった。これはおそらくアジア域内では未だ情報公開規制の効力そのものが不十分なためと推察できる。

銀行のアジアを中心とした進出は、ローンの獲得戦略、資本の充実戦略という点では有意義であった。また、いくつかの法制度や金融規制等も、結果として、それらを後押しする役割を果たしてきた。しかし、より長期的な視点から見ると、経済的収益性という点では疑問が残ると言わざるを得ない。

買収銀行の株主構成（投資家）について

最後に、銀行の M&A の意思決定時点のガバナンスの違いとパフォーマンスについて考える。買収側銀行の株主が機関投資や海外投資家、また、機関投資家の中でもモニタリング能力の優れたファンドの持ち株比率が高ければ、M&A 後の長期パフォーマンスは改善されるはずである。Propensity Score Matching 法、Propensity Score Matching Regression Adjustment 法を用いて ROA、不良債権比率、コストなど銀行の主要指標が改善されたかどうか検証した。また、アジアの銀行中心の金融システムに近い、欧州の市場も併せて分析し比較することによりアジアの特殊性を調べた。

その結果、[図 2](#)、海外機関投資家比率が高いと、欧州では銀行 M&A の成功確率が高く、アジアは逆の結果である。[図 3](#)、アジアの伝統的な海外機関投資家（海外の銀行投資家ということ）以外のすべての海外機関投資家の比率が高いと、買収銀行は不良債権を削減できる。[図 4](#)、アジアでは、投資ファンドの投資家比率が高いと短期的に買収銀行の ROA を引き上げるが、しかし、長期的には引き上げ続けることは出来ず ROA を引き下げてしまふ。ファンド投資家が多いと買収銀行はコストを引き下げに成功する。[図 5](#)、欧州では、ファンド投資家が多いと買収銀行は ROA が引き上げられる。銀行等の伝統的な投資家が多いとコストが引き上げられてしまふ。[図 6](#)、つまり、長期的には、銀行等の伝統的な機関投資家が多いと、アジアでは ROA が下がってしまふ、欧州ではコスト高になってしまふ。海外の投資ファンド投資家やファンド投資家は、買収銀行の M&A に対してプラスのパフォーマンスに寄与するのに対して、銀行投資家等の伝統的機関投資家は、マイナスの影響を与えてしまふ、ということが、実証的に分かった。

投資家としての銀行は、外部からの規律付けが強い外国人投資家といえども、モニタリングや株式売却の脅威等を使い、M&A 後に長期的に銀行経営を効率的にする株主としての力は弱いようだ。

5 . 主な発表論文等

主な発表論文、学会発表等は以下のとおりである。

〔雑誌論文〕(計 4 件)

- [Yoko Shirasu](#), “Long-Term Strategic Effects of Mergers and Acquisitions in Asia-Pacific Banks” Finance Research Letters, Vol.24, (2018), pp.73-80[査読付き]
[Yoko Shirasu](#), “The Strategic Change after Asian Bank M&A: Evidence form PSM Methods” 経済研究, Vol.9, (2017), pp.211-233[査読無し]
[Yoko Shirasu](#), “Liquidity Risk of Japanese Corporate Bonds and Bank Funding” Global Economy and Finance Journal, Vol. 9. No. 1, (2016), pp. 38 – 55[査読付き]
[Yoko Shirasu](#), “Asian-Pacific Bank’s Long Term M&A Effects” 経済研究, Vol.8, (2016), pp.185-199[査読無し]

〔学会発表〕(計 12 件)

Yoko Shirasu, Yukihiro Yasuda, Which types of foreign institutional investors promote the performance effects of bank M&As, MFA Winter Finance Conference, 2019年1月7日, サンファン (プエルトリコ)

Yoko Shirasu, Yukihiro Yasuda, Which types of foreign institutional investors promote the performance effects of bank M&As?, Australasian Finance and Banking Conference, 2018年12月12日, シドニー (オーストラリア)

Yoko Shirasu, Yukihiro Yasuda, Which types of foreign institutional investors promote the performance effects of bank M&As?, 経営財務学会, 2018年10月6日, 東京 (日本)

Yoko Shirasu, Yukihiro Yasuda, The performance effects of bank mergers and acquisitions: The foreign institutional investors matter in Asian-Pacific countries", European Financial Management Association, 2018年6月28日, ミラノ (イタリア)

Yoko Shirasu, Yukihiro Yasuda, The performance effects of bank mergers and acquisitions: The foreign institutional investors matter in Asian-Pacific countries, Multinational Finance Society, 2018年6月25日, ブダペスト (ハンガリー)

Yoko Shirasu, Yukihiro Yasuda, The performance effects of bank mergers and acquisitions: The foreign institutional investors matter in Asian-Pacific countries, World Finance Conference, 2017年7月26日, カリアリ (イタリア)

Yoko Shirasu, Asia-pacific Banks' M&A effects and strategies: Evidence from Long-Term Aspects", Paris Financial Management Conference, 2016年12月12日, パリ (フランス)

Yoko Shirasu, Asia-pacific Banks' M&A effects and strategies: Evidence from Long-Term Aspects, 一ツ橋大学ファイナンス研究会, 2016年10月22日, 東京 (日本), 招聘講演

Yoko Shirasu, Asia-pacific Banks' M&A effects and strategies: Evidence from Long-Term Aspects, 経営財務学会東日本部会, 2016年7月2日, 東京 (日本), 招聘講演

Yoko Shirasu, Asia-pacific Banks' M&A effects and strategies: Evidence from Long-Term Aspects, Multinational Finance Society, 2016年6月28日, ストックホルム (ノルウェー)

Yoko Shirasu, Asia-pacific Banks' M&A effects and strategies: Evidence from Long-Term Aspects, 日本ファイナンス学会, 2016年5月21日, 横浜 (日本)

Yoko Shirasu, Asia-pacific Banks' M&A effects and strategies: Evidence from Long-Term aspects, Southern west Finance Association, 2016年3月11日, オクラホマシティ (米国)

〔その他〕

ホームページ

白須洋子, “アジア域内の銀行M&Aの長期効果” MARR, Vol.264 (2016), <https://www.marr.jp/marr/category/aspect/entry/6434>

6. 研究組織

研究代表者のみの個人研究

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。