



GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION

KOBE UNIVERSITY

ROKKO KOBE JAPAN

2008-16

地域金融機関の再編効果とライバル行への影響

荒木 陽子

Current Management Issues



専門職学位論文

地域金融機関の再編効果とライバル行への影響

2008年8月23日

神戸大学大学院経営学研究科
砂川 伸幸 研究室

現代経営学専攻

| | |
|------|----------|
| 学籍番号 | 079B202B |
| 氏名 | 荒木 陽子 |

要旨

本研究は、地域金融機関の合併・再編が合併当事者とライバル行に与える影響について考察したものである。合併当事者とライバル行の企業価値評価に与える影響については、2000年1月から2007年12月までの地域金融機関の合併をサンプルとして抽出し、イベント・スタディを行うことで合併のアナウンスメント効果の検証を行った。また、合併・再編後3年間にわたり、パフォーマンス・スタディを行うことで合併当事者とライバル行の収益性について検証を行った。なお、パフォーマンス・スタディのライバル行に関する調査では、本研究の対象期間中に最も再編が進んだ九州地区の銀行をサンプルとしている。収益性に関しては、総資産利益率(ROA)、総資金利鞘、預貸金粗利鞘等の指標を用いて、合併前年度から合併後3年間にわたる変動幅を算出し、全国の銀行平均の変動幅と比較することで、景気変動要因等をコントロールし分析を行った。

サンプルが少ないなどの問題はあるが、検証の結果、次の4点が明らかになった。第一に、合併行、被合併行ともに、発表直後には超過リターンが得られた。株式市場は、合併のアナウンスメントを概ね好意的に受け止めている。第二に、地域金融機関の合併のアナウンスメントがライバル行の株主に超過リターンをもたらすことは、本研究においては確認できなかった。しかし、競争度や地域の経済環境などの要因によって、ケースによってはライバル行の株価に影響を与えている可能性がある。第三に、合併当事者のパフォーマンスに関して、総資金利鞘と預貸金粗利鞘に若干の改善が見られたものの、業務純益ROAと経費率の指標である業務粗利益経費率(OHR)に明らかな低下は見られず、合併後3年間において、合併効果は見られなかった。第四に、地域金融機関の合併によって、地域の寡占化が進み、ライバル行の預貸金粗利鞘にプラスの影響を与える可能性がある。

| | | |
|-------|--------------------------|-----------|
| 1. | はじめに..... | 1 |
| 2. | 先行研究のレビューと仮説の構築..... | 4 |
| 2.1 | 先行研究のレビュー..... | 4 |
| 2.1.1 | 銀行の静的分析に関する先行研究..... | 4 |
| 2.1.2 | 銀行の動的分析に関する先行研究..... | 5 |
| 2.2 | 仮説と検証内容..... | 6 |
| 3. | データと分析方法..... | 8 |
| 3.1 | サンプルの抽出基準..... | 8 |
| 3.2 | 分析方法..... | 9 |
| 3.2.1 | イベント・スタディ..... | 9 |
| 3.2.2 | パフォーマンス・スタディ..... | 10 |
| 4. | 分析結果..... | 12 |
| 4.1 | イベント・スタディの結果..... | 12 |
| 4.1.1 | 合併行と被合併行..... | 12 |
| 4.1.2 | ライバル行..... | 14 |
| 4.2 | パフォーマンス・スタディの結果..... | 17 |
| 4.2.1 | 合併行と被合併行..... | 17 |
| 4.2.2 | ライバル行..... | 18 |
| 5. | まとめ..... | 21 |
| | 【謝辞】 | 38 |
| | 【参考文献・引用文献】 | 39 |

1. はじめに

本研究では、地域金融機関の合併・再編が、合併当事者とライバル行に及ぼす効果と影響について分析を行う。本研究の目的は（１）地銀、及び第二地銀の合併のアナウンスメントによって、合併当事者の株価とライバル行の株価がどのように反応するかを明らかにすること、（２）合併によってライバル行の利益率にどのような影響を及ぼすのかを明らかにすること、（３）合併によって合併当事者の収益性が改善するのか否かを調べることである。

平成２年以降、バブル経済の崩壊とともに金融業界では再編の動きが活発化した。従来、銀行業は「護送船団方式」と呼ばれていたように、多くの規制によって守られてきたが、1980年代後半以降の自由化により「護送船団」は解体された。具体的には、預金金利の自由化、貸出金利設定方法の見直し、業務規制の緩和が進み、顧客ニーズに合った多様な金融商品の販売が可能になった。一方で、銀行は厳しい競争にさらされるようになった。また、平成10年に銀行持株会社が解禁されたことで銀行の統合・再編の動きはさらに加速した。1998年に10行あった都銀は3大メガバンク体制となり、ひとまず再編を終えている。それに対して、地銀の再編はまだ、現在進行形と言って良だろう（後の図表1を参照）。1997年に、64行あった第二地銀¹は2008年3月時点で45行、信用金庫は410庫から281庫へと事業譲渡や合併によってその数を減らしている。一方で、地方銀行²はまだ、ほとんど再編が進んでおらず、数も64行から変化はない。

都銀の合併は金融のグローバル化、資本市場との競争を視野に入れた財務体質の改善が最大の目的であったと思われる。その一方で、地域金融機関の再編を加速させる要因の一つに、競争激化が挙げられている。持ち株会社を設立し、九州で広域展開を目指しているふくおかフィナンシャルグループの谷社長も2008年を『競』という漢字で表現した。近年は地方では預金は集まるものの、資金需要が乏しく貸出金利の競争へと発展し、利鞘が薄く、収益力の低下を招

¹ 第二地銀とは社団法人第二地方銀行協会の会員であり、金融庁の区分において「地方銀行/第2地方銀行」と区分される銀行で、昔の相互銀行が1989年に一斉に普銀に転換したものを言う。

² 地方銀行とは普通銀行の中で社団法人全国地方銀行協会の会員となっている銀行のことを言い、通称、第一地銀とも言う。

いていると言われている。全国的に預貸金ギャップ³は拡大傾向にあり、パークレイズ・キャピタル証券の資料によると、2008年4月の預貸金ギャップは128兆7000億円と、関連係数が利用可能となった1999年4月以降では最大の水準に拡大している。櫻川（2004）などが指摘するように預金過剰のオーバーバンキングの状態にあり、これが不良貸出先に対する過剰融資や追い貸しを招き、不良債権を発生させる一因ともなった。また、地銀等の地域金融機関の場合、長期的な取引関係を軸に地域の中では特別な存在であり続けてきたが、郵政民営化、地銀の隣接他県への進出、大手行のリテール強化、セブン銀行やイオン銀行など他業種からの銀行業務への参入が相次いでいる。リテール（個人・中小企業取引）分野では、地域におけるネームバリューやブランドだけでは、もはや優位性を確保することは難しく、銀行が選ばれる時代となった。また、コストの増加も再編の要因としてあげられる。商品の多様化に伴うコスト、IT投資の増加、バーゼルⅡやSOX法によるリスク管理や開示コストにかかる費用が増加している。さらには人口減少や少子高齢化などを背景とする市町村の合併による経済の広域化も地域金融機関再編の背景になるだろう。

金融庁も2002年の「より強固な金融システムの構築に向けた施策」において「今後の我が国金融システムをより強固なものとするため、その担い手である金融機関について、収益性の改善等により経営基盤を一層強化するとともに中小企業金融の円滑化を図るため、主として地域金融機関を念頭において、合併促進を中心とした施策を早急に検討する」ことを公表しており、県を超えた地銀・第二地銀の再編を推しすすめている。ただ、これまでの地域金融機関の合併を見てみると、財務面での問題を抱えた救済合併の色彩の強いケースも数多く見られる。最近の例では、多額の有価証券評価損の計上を背景の一つとし、2008年2月に池田銀行と泉州銀行が共同持ち株会社の設立・経営統合を行うことが発表された。2008年5月にも東北で荘内銀行と北都銀行が統合に向けて資本提携することを発表している。今までの多くの地域金融機関の合併は第二地銀や信用金庫、信用組合の合併が多かったが、第一地銀にまで銀行の再編の波が押し寄せてきたと言える。

筆者の勤務する金融機関においても都銀、地銀、信用金庫が貸出先をめぐっ

³ 預貸金ギャップ=預金平残-貸出平残

て、激しい顧客の獲得競争を繰り広げている。その結果、調達コストとリスクに見合わない低金利での融資をせざるを得ないこともあり、収益を圧迫する一因となっている。

こうした現状の中、地域金融機関の再編が合併当事者とライバル行にどのような影響を及ぼし、収益力が低いと言われる地域金融機関のパフォーマンスがどれだけ改善し、企業価値が向上するのか検証する意義は大きいと言える。なぜなら金融庁が推し進める地域金融機関の合併という手法によって本当に収益性の改善や経営基盤の強化がはかれるのか、地域金融機関の合併の有効性を知ることができるからだ。この研究では、地域金融機関の合併に着目し、合併によってライバル行との競争にどのような影響を与えたのか短期の株価効果をイベント・スタディによって、中長期の収益性の変化についてはパフォーマンス・スタディを行って検証した。

検証の結果、次の4点が明らかになった。第一に、合併行、被合併行ともに発表直後には超過リターンが得られ、株式市場が合併のアナウンスメントを速やかに株価に反映し、合併のニュースを概ね好意的に受け止めていることである。第二に、地域金融機関の合併のアナウンスメントがライバル行の株主に超過リターンをもたらすことは、本研究においては統計的には有意な結果は得られなかった。しかし、競争度や地域の経済環境などの要因によって、ケースによってはライバル行の株価に影響を与えている可能性が確認された。第三に、合併当事者のパフォーマンスに関して、総資金利鞘と預貸金粗利鞘に若干の改善が見られたものの、業務純益 ROA と経費率の指標である業務粗利益経費率（OHR）に明らかな低下は見られず、効率化が進んだことによる利益率の改善は確認されなかった。第四に、地域金融機関の合併によって、地域の銀行の数が減少し、寡占化が進み、ライバル行の預貸金粗利鞘に影響を与える可能性が確認された。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、第2章で先行研究のレビューを静的分析、動的分析⁴の観点から行い、本稿における仮説を構築し、検証内容を整

⁴ 岩坪(2003)は、規模や範囲の経済性などを用いて潜在的合併効果を分析する研究を静的分析、合併前後の合併機関と非合併機関の行動比較をする研究を動的分析と分類して用いている。

理する。第3章では仮説の検証に使用したデータのサンプルの抽出基準、分析方法について述べる。第4章では本研究で行ったイベント・スタディの分析結果とパフォーマンス・スタディの分析結果を示し、考察を行う。第5章において本研究の分析結果を考察し、まとめをする。

2. 先行研究のレビューと仮説の構築

2.1 先行研究のレビュー

2.1.1 銀行の静的分析に関する先行研究

一般的に、製造業や流通業などの他業界と同様に、銀行業においても規模の経済性と範囲の経済性が重視されており、それらに関する研究は、日本でも数多く行われてきた。金融機関における規模の経済性とは金融サービスの拡大にともなって費用の占める割合が低下するということであり、範囲の経済性とは複数の金融サービスを一つの金融機関が同時に提供することにより、効率的な経営ができるということである。規模の経済性に関する筒井・野間(1987)の実証研究では1974-1982年度の都銀12行、地銀61行、相互銀行71行を対象として調査を行った結果、規模の経済性が確認されており、その程度は都銀が一番高く、次に地銀、相互銀行という順になっている。その他、橋木・三井・北川(1990)や堀江・浪花(1990)など多くの研究でも銀行における規模の経済性が確認されている。パークレイズ・キャピタル証券の資料でも、2007年度の決算資料を基にした結果、資産規模が大きいほど、経費率の指標であるOHRも低下する傾向を指摘している。範囲の経済性に関する研究においては、村上(1989)の研究のように有意性は低いものの確認されている研究や、逆に高橋(1991)のように範囲の経済性を疑問視する結果も報告されている。

また、地方銀行の競争環境に関連する研究としては、安孫子(2006)が沖縄県企業の金利を全国との比較によって分析している。沖縄県下における民間金融機関は都銀1行、地銀2行、第二地銀1行、信用金庫1金庫と所在銀行数が少なく、都銀の県内シェアが下位であるという金融経済環境下において、企業の借入金利、言い換えれば金融機関の貸出金利が全国平均と比較し高いことを示している。中田・足立(2006)は貸出金利が高い県については、借手側の産業構成、貸出市場の競争環境、貸手側の金融機関の規模の3つの主要な説明要

因があることを示した。本研究では、この3つの説明要因のうち、貸出市場の競争環境に着目し、地域金融機関の再編が競争環境にどのような影響を与えたのか考察を行う。

2.1.2 銀行の動的分析に関する先行研究

規模の経済性と範囲の経済性を前提とすれば、金融機関の合併は有効であり、合併によるシナジー効果が期待できるように思われる。しかし、橋木・羽根田(1999)は都市銀行の合併効果を分析し、合理化が不十分であったため、資金調達コストや収益性、生産性においてプラスの効果はさほど認められなかったと結論付けている。星野(1999)は、1977-1996年度までの11件の銀行の合併を分析対象とし、収益性や効率性など22項目にわたる指標のパフォーマンス・スタディを行った。合併銀行と同程度の預金規模の非合併銀行の合併前から合併後5年にわたるパフォーマンスの変化を差の検定を用いて分析を行っている。そして、合併効果は、総合的に判断すると負の結果であると結論付けている。また、井上(2003)は信用金庫の合併効果を経費削減効果や人員削減効果等の側面から分析を行った。合併した信用金庫と合併等の異動がなく、かつ合併した信用金庫と同じ地区にある信用金庫の平均値の比較を行ったが、合併の効果はある程度の時間をかけなくてはあらわれないと結論付け、総資産利益率等の収益性の向上に結びつくところまでは明らかにできなかったとしている。岩坪(2003)も信用金庫の合併効果に関する研究において、正の合併効果が表れるまでには11年以上を要すると指摘している。合併効果のパフォーマンスに関する研究はアメリカにおいても数多く行われているが、Rhoades(1994)は、1980-1993年の銀行合併のパフォーマンス・スタディを行い、コスト効率や収益性の面で合併効果は確認できなかったとしている。

金融機関の合併に際し、都銀の株式市場の影響をイベント・スタディ⁵によって分析したものには、日次データを用いて合併発表の影響を分析した小林

⁵ M&Aに関してイベント・スタディを使った株価効果の研究は、井上・加藤(2006)をはじめ、日本でも数多く行われている。井上・加藤(2006)は金融を含む全業種を分析対象とし、買収企業がプラスの株価効果、買収対象企業が有意なプラスの株価効果が得られることを明らかにし、株式市場はM&Aが平均して株主価値を増大させる取引であると評価している、と結論付けた。

(2003) や岡田 (2007) 等があり、合併発表後の株価は高騰し、正の超過収益がもたらされることを明らかにしている。アメリカでは銀行合併のアナウンスメントが株価に与える影響を調査した論文は数多く報告されている。Rhoades (1994) は、アメリカにおける銀行の合併に関する論文をまとめ、被合併行の株主には正の超過収益率をもたらすが、合併行の株主には負の超過収益率をもたらすとしている。日本の地域金融機関の合併に関するイベント・スタディを用いた株価効果の研究は、筆者の知る限り、ほとんどない。

銀行の合併によるライバル行への影響に関する研究は、筆者の知る限り、日本ではまだ少ない。Copeland (2006) は銀行の合併に際し、合併当事者だけでなく、ライバル行への株価にも影響したことを指摘し、M&A の成否を評価する際にはライバル行の動向を考慮して、比較することの重要性を主張している。ライバル行への株価の影響を調査した海外の論文としては Chehab (2002) などがある。Chehab (2002) は大型合併のアナウンスメントによるマーケットの反応を調査したが、ライバル行の株価の反応は発表当日とその翌日のみで一貫した結果は見出せなかったとしている。また、ライバル行に与えるパフォーマンスの影響を調査した論文に Prager (1998) 等がある。Prager (1998) はアメリカの銀行の水平合併を調査し、合併が起こっていない地域の銀行よりも合併当事者や地域のライバル行の預金金利が低いことを指摘している。

以上、先行研究を整理した結果から明らかになったことは、銀行業における規模の経済性や範囲の経済性を肯定する論文が多い。一方で、合併効果について、パフォーマンスに関しては対象となるサンプルやパフォーマンスの指標によって結果に差があるものの、負の効果を確認している論文や、合併効果が現れるまでに時間を要すると結論付ける論文が多い。イベント・スタディにおいては日本では都銀を対象とした研究においては正の超過収益がもたらされることが確認されているが、地域金融機関を対象とした研究は、筆者の知る限り、まだほとんど行われていない。また、ライバル行への影響を調査した研究も少ない。

2.2 仮説と検証内容

本稿の問題意識と先行研究を踏まえ、本研究においては、主として以下の 2

点について仮説を構築し、検証を行う。

(1) 地域金融機関の合併による合併当事者の株価効果とパフォーマンス

先行研究において、規模の経済性が指摘される銀行業において、地域金融機関同士の合併は、合併当事者の業績効果にプラスの影響を及ぼす可能性がある。銀行業においては、特に近年、IT投資や本部機能に対するコストは大きく、合併することによってこうした経費率を低下させることができれば、業績にもプラスの影響を与え、企業価値を高めることができると考えられる。また、合併が将来的にキャッシュフローを生み、収益性の改善をもたらすこと、さらには‘too big to fail’⁶という概念のもと、倒産確率が低下することで信用リスクが低下し、企業価値にプラスの効果が出ると投資家が判断すれば、株価効果にもプラスの影響が現れ、超過収益が得られると考えられる。以上より、次の二つの仮説を検証する。

仮説1：地域金融機関の合併のアナウンスメントにより、合併行の株主及び被合併行の株主に超過リターンをもたらす。

仮説2：地域金融機関の合併により効率性が増し、収益性が改善する。

(2) 地域金融機関の合併によるライバル行の株価効果とパフォーマンス

競争関係にある企業にとって、合併というイベントはライバルの戦略にも、大きな影響を与える。金融機関の合併に際し、合併当事者のみならず、ライバル行にもたらす影響については2つの対立した仮説が考えられる。ひとつは合併を通じて、規模の経済性、範囲の経済性を高めることで金融機関の効率化がはかられ、コストの削減につながる。その結果、合併当事者は貸出金利を下げることが可能になり、競争活性化が進み、ライバル行もそれに追随せざるを得なくなるという可能性である。もう一つの考え方が銀行の合併によりマーケットにおける競争相手(ライバル行)が減少し、寡占化が進むことによって競争力が低下し、預金金利が下がり、貸出金利が上昇し、結果としてライバル行と合

⁶ 大規模の金融機関は問題が生じても企業や経済に大きな影響を与えてしまうため、つぶしにくいという、いわゆるTBTF問題がある。

併当事者双方の収益性が高まる可能性である。

しかし、日本の地域金融機関の M&A の多くは財務内容、収益力の改善を目的とした合併である。そのため、規模の経済性を高めることによって、コスト削減をし、合併当事者が顧客に有利な金利を設定し、ライバル行がそれに追随する形で貸出金利を下げ、さらなる過当競争に乗り出すとは考えにくい。さらに、先行研究で金融機関数が少ない沖縄において企業の借り入れ金利が高いことが明らかになっている。以上より、次の仮説が導かれる。

仮説 3 : 地域金融機関の合併のアナウンスにより、ライバル行の株主にも超過リターンをもたらす。

仮説 4 : 地域補完性の高い合併は、その地域を主な営業エリアとするライバル行にもプラスの業績効果をもたらす。

3. データと分析方法

3.1 サンプルの抽出基準

本研究に使用したサンプルは 2000 年 1 月から 2007 年 12 月までの地方銀行、第二地方銀行同士の全合併(持ち株会社設立に伴う経営統合を含む)のイベントである。サンプルから「買収」や「事業譲渡」を除いた理由は店舗の一部譲渡や実質破綻先の引き受けなど、本来の企業価値を上げる目的から外れた M&A が多いからだ。サンプル構築の手順は以下のとおりである。

まず M&A の専門情報誌であり、国内の M&A ディールのデータなどを集めた MAAR (マール) を用いて銀行の全 M&A のリストを作成し、その中から M&A の形態を合併に絞ると、37 件となった。さらに、マーケットを IN-IN (国内企業同士が当事者となる M&A) に絞り、合併サンプルから都銀との合併、信託銀行や信用金庫、信用組合が絡む合併を排除し、地方銀行、第二地銀同士の合併に限定した。後に合併を解消したイベントを排除したところ、イベント件数は 11 件となった。さらに、地域補完性のある合併効果とライバル行への影響を検証するという本研究の主旨から、地域の離れた合併である北陸銀行(本店:富山県)と北海道銀行(本店:北海道)の合併イベントを研究対象から外したため、図表 2 の 10 イベントとなった。

3.2 分析方法

3.2.1 イベント・スタディ

合併のアナウンスメント時の株価効果はマーケットモデルを用いたイベント・スタディによって分析を行う。アナウンス日の定義はニュース・リリース、新聞記事などにより外部に明らかになった日となっている。株価データはNIKKEI NEEDS-Financial QUEST を用いて取得した。日次の株価変化率の動向に着目したイベント・スタディでは、株価に何らかの影響を及ぼす可能性がある出来事（イベント）が生じた日の超過収益率が、イベント発生前の株価推移から見て有意に大きければ、対象イベントが企業価値評価に正の影響を与えていると判断する。株価効果の分析は M&A という企業価値に重大な影響を与える取引の経済性を評価する上で客観性の点においてはもっとも優れた手法といえる。これは、市場が効率的であればイベントの影響が即座に株価に反映されることを前提とした分析手法であり、井上・加藤（2006）をはじめとし、業種、イベント内容を問わず、多くの研究者がファイナンスの実証研究において使用している。

手順としては、日次株価の期待収益率（predicted return）の推定のための期間をアナウンスメント日の 21 日前から 140 営業日前までの 120 日間とし、アナウンス日当日を $t=0$ と定義した。アナウンス日が休日の場合は、翌営業日を $t=0$ とした。そしてサンプル企業の株式収益率を、マーケットモデルを用いて推定した。

取引がなく売買が成立せずに推定期間中に欠損値が発生しているケースについては該当日前日の終値を用いて 120 営業日を遡って算出している。ただし、5 日間以上連続して株価の欠損値がみられる企業については、正確な超過リターンの推定が出来ないと判断し、今回のサンプルからは除外した。

株式の超過リターンの算定は下記のとおりである。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

$AR_{i,t}$ は、証券 i の t 日の株主超過リターン、 $R_{i,t}$ は証券 i の t 日の日次株価

収益率、 $E[R_{i,t}]$ は TOPIX との回帰によって求めた t 日のモデル収益率である。また、株式超過リターンの推移をみるために、アナウンスメントの 10 日前から各日の AR (Abnormal Return) を合計して CAR (Cumulative Abnormal Return) を算出した。なお、取引発表日周辺の CAR の算出に当たっては、取引発表日の前日にニュースが市場に伝わっている可能性などを考慮し、発表 1 日前から発表 1 日後 ($t=-1, 1$) を最短の分析ウィンドーとした。

3.2.2 パフォーマンス・スタディ

地域金融機関の合併が合併当事者とライバル行に与えた中長期的な影響を調べるためにパフォーマンス・スタディを行った。パフォーマンス・スタディは合併実施後の数年間にわたって財務的な変化をみるのに適している。

中長期のパフォーマンスの変化を調べるために、NIKKEI NEEDS-Financial QUEST で、地銀各行の財務データを収集した。本研究では業務純益 ROA、総資金利鞘、預貸金粗利鞘を用いて収益性の分析を中心に行った。ROA は金融機関の全体の収益性を把握するため、総資金利鞘は経営効率の良否を判断するための分析指標として用いた。さらに、預貸金粗利鞘は貸出金利回りと預金原価率の差を算出し、金融機関の預貸業務の収益性を測るためにこれらの指標を用いた。本研究における業務純益 ROA は業務純益 ROA=(業務純益/資産合計)で算出している。なお、業務純益とは一般の企業における営業利益と同義であり、金融機関の本来業務での利益を反映したもので、業務粗利益から経費と一般貸倒引当金繰入額を引いて算出する。総資金利鞘は、運用全体・調達全体の状況を表すもので、資金運用利回りから資金調達原価を引いて算出している。預貸金粗利鞘は預貸金粗利鞘= $\{(\text{貸出金利息}/\text{貸出金合計} \times 100) - (\text{預金利息}/\text{預金合計} \times 100)\}$ で算出している。

また、さらに考察を深めるために、合併行のパフォーマンス・スタディでは経費率の指標である OHR (=経費/業務粗利益) を、ライバル行のパフォーマンス・スタディでは預貸金粗利鞘を分解し、貸出金利回り、預金利回り、預貸率を算出し、分析を行った。

合併行のパフォーマンスの変化は、星野(1999)の分析方法を参考にし、合併のアナウンス後ではなく、合併後の最初の決算日を $t=0$ と定義し、3 年間にわ

たって分析を行った。合併の前年 ($t=-2$) からの変化幅を算出し、同期間の合併行を除く全国の銀行平均の変化幅と比較を行った。例えば、2001年4月に合併した北洋銀行と札幌銀行の場合、銀行の決算は3月が多いため、2002年3月を $t=0$ 、2000年3月を $t=-2$ としている。

$$DPM_{i,t} = PM_{i,t} - PM_{m,t=-2}$$

$DPM_{i,t}$ は企業 i の t 年におけるパフォーマンスと合併前年のパフォーマンスとの差（変動幅）、 $PM_{i,t}$ は t 年におけるパフォーマンス、 $PM_{m,t=-2}$ は合併前年のパフォーマンスである。

$$APM_{i,t} = GPM_{i,t} - ZPM_{m,t}$$

$APM_{i,t}$ は、企業 i の t 年の超過パフォーマンスの変動幅、 $GPM_{i,t}$ は合併当事者の t 年の原パフォーマンスの変動幅、 $ZPM_{m,t}$ は t 年の合併行を除いた全国の銀行の平均パフォーマンスの変動幅である。

ライバル行のパフォーマンスについては、同地域で短期間の間に複数回の合併イベントなどがあり、長期的なパフォーマンスにどのイベントが最も影響を与えているのか判断することは困難であった。また、ある時期の合併当事者が、別の合併イベントではライバル行にもなりうるという問題があるため、厳密にライバル行を定義することはできなかった。そのため、本研究の対象期間である、2000年から2007年間で最も合併、統合が進んだ九州地区に焦点をあてた。そして九州地区の合併をしていない銀行のパフォーマンスと九州を除く全国の銀行のパフォーマンスの平均を比較することで分析を行った。なお、今回の分析対象となっている合併のサンプル10件の中で、九州地区の合併は4件となっており、他の地域と比較しても銀行の再編が最も進んだ地域であることが分かる。

伸び幅の比較は今回の分析対象とした2000年から2007年までの各年のパフォーマンスと分析対象の前年である1999年時点のパフォーマンスを比して算

出した。

$$KPM_{i,t} = PM_{i,t} - PM_{m,1999}$$

$KPM_{i,t}$ は企業 i の t 年におけるパフォーマンスと 1999 年のパフォーマンスとの差（変動幅）、 $PM_{i,t}$ は t 年におけるパフォーマンス、 $PM_{m,1999}$ は 1999 年のパフォーマンスである。

さらに、分析対象の期間中は日本の景気変動なども大きく、国内の預貸金ギャップも大きくなった。こうした要因をコントロールするために九州地区のパフォーマンスの変動幅と九州地区を除いた全国の銀行の平均パフォーマンスの変動幅を比較して分析を行った。具体的には、各超過パフォーマンスの算定は下記の算式で求めた。

$$APM_{i,t} = KPM_{i,t} - ZPM_{m,t}$$

$APM_{i,t}$ は、企業 i の t 年の超過パフォーマンスの変動幅、 $KPM_{i,t}$ は九州地区の銀行の t 年の原パフォーマンスの変動幅、 $ZPM_{m,t}$ は t 年の九州地区を除いた全国の銀行の平均パフォーマンスの変動幅である。

なお、全国の銀行の平均パフォーマンスは都銀や信託銀行、ネット銀行などを除き、全国の地銀と第二地銀のうち対象期間にデータの欠損値がない銀行を対象として平均値を算出している。また、スルガ銀行は地銀に分類されるものの、ネットバンキングに力を入れており、他の地銀とビジネスモデルや収益構造が異なり、異常値となることから、銀行平均のサンプルから排除している。

4. 分析結果

4.1 イベント・スタディの結果

4.1.1 合併行と被合併行

地域金融機関の合併のアナウンスメントによる合併当事者の株価効果を合併行と被合併行に分類して分析を行った。今回の分析対象となった 10 件のイベン

トのうち、未上場企業や取引量が少なく5日間以上連続して株価の欠損値があるケースを除いた結果、合併行のサンプル数が9件、被合併行のサンプル数が5件となった。なお、本研究では存続会社を合併行、相手側を被合併行とする。新設合併では、資産規模の大きい方を合併行とする。

合併行の平均超過収益率(AAR)は図表3のとおりである。合併のアナウンス日($t=0$)には1.209%の超過リターンが得られているものの、2日後($t=2$)からはマイナスの数値を示している。また、サンプル数9件のうち、7件のARがプラスの値を示している。AARについてt検定を行ったところ、発表当日のt値は0.635と統計上の有意性は確認できなかった。

CARの平均は図表4のとおりである。発表日と前後1日のARを累積した $CAR(-1, 1)$ で1.373%とプラスの累積超過リターンが得られているものの、時間の経過と共にCARはマイナスとなっている。有意性は確認できなかったものの、 $CAR(-1, 1)$ では、サンプル数9件中7件がプラスの値を示している。アナウンスメント日の10日前から10日後までの21日間のCARの推移を図表5に示している。発表当日には2.252%の超過リターンが得られているが、その後約1週間後には元の水準にまで戻っていることが分かる。株式市場の効率性を前提とすれば、取引発表後に株式市場は合併のニュースに対する反応を速やかに株価に反映していると言えるだろう。

次に被合併行のAARの結果を示したものが図表6である。アナウンスメント当日($t=0$)には2.218%、発表の翌日($t=1$)には3.571%と大きな超過リターンが得られることが分かる。t検定の結果も発表当日が5%水準、発表翌日が1%水準で有意性が確認された。図表7のCARで見ると、発表直後までのARを合計した累積超過リターン $CAR(-1, 1)$ 、 $CAR(-1, 4)$ 、 $CAR(-1, 10)$ 、 $CAR(0, 2)$ では超過リターンが得られている。t検定を行った結果では $CAR(-1, 1)$ と $CAR(0, 2)$ において、5%水準で有意な結果となっている。図表8のCARの推移を見ても、発表日から大きくプラスの方向に転じているものの、発表から6日を過ぎたあたりからマイナスに転じていることが見て取れる。

合併当事者のイベント・スタディの結果をまとめると、合併行、被合併行ともに発表直後には超過リターンが得られ、株式市場が合併のアナウンスメントを速やかに株価に反映し、合併のニュースを概ね好意的に受け止めていること

が分かった。また、合併行と被合併行を対比すると、被合併行の株主の方がより多くの超過リターンが得られることが確認された。こうした傾向は、都銀の株式市場への影響をイベント・スタディで分析した小林（2003）や岡田（2007）の研究と、分析対象は異なるものの、整合的な結果となっている。分析対象となっているサンプルの中には、熊本ファミリー銀行や和歌山銀行、福岡シティ銀行など不良債権比率が高く、財務体質の改善を要する被合併行が多く、金融当局の官製統合のケースもある。こうした合併は、合併行にとってメリットが少ないと市場では受け取られることが多い一方、被合併行は、経営基盤の安定化が図られることを期待される。そのため、被合併行の株主の方がより多くの超過リターンが得られたと推測される。仮説1の地域金融機関の合併当事者に対するアナウンスメント効果については、合併行のAR、CARは共に有意性は確認できなかったが、被合併行のARはアナウンスメント当日のARが5%水準、発表翌日が1%水準で、またCAR(-1, 1)は5%水準で仮説が支持された。

4.1.2 ライバル行

地域金融機関の合併がライバル行の株価にどのような影響を与えるのかを検証した。地域金融機関は本店所在地の周辺を主な営業エリアとして活動することが多いため、合併当事者と同地域に本店を置いている銀行をライバル行として定義した。地域の区分は北海道、東北、関東、中部、近畿、中国、四国、九州、沖縄の9地区で分類した。例えば、北海道に本店を置く、北洋銀行と札幌銀行の合併に際し、北海道に本店を置くその他の銀行をライバル行として位置づけた。なお、研究対象期間中(2003年)に経営破綻した足利銀行は、1999年以降、公的資金の投入を受け、株価も大きく低迷しており、異常値となるためサンプルから排除した。また、日経テレコンを使い、日経四誌に掲載された、決算発表など、企業価値評価に影響を与える可能性のあるイベントが、アナウンス日の前後3日にあったサンプルは除外した。この結果、ライバル行として定義されたサンプルの件数は61件となった。⁷

同地域に本店を置くライバル行の中でも、力を入れているエリアが異なれば、

⁷ 同地域で複数回の合併があった場合、一つの銀行がライバル行として複数回カウントされる。

競争度も異なると推測される。そのため合併当事者と営業エリアがほとんど同じで、より競争が激しいと推測されるライバル行と、いくつかの支店の所在地は近いものの、集中的に出店している区域が若干異なっているライバル行とに分けて分析を行った。具体的には合併行の出店している支店と同一の都道府県に支店を4店舗以上出店している銀行をライバル行A、同地域に本店を持ち、一部店舗の所在都道府県は重なるものの、その店舗数は3店舗以下となっている銀行をライバル行Bとして分類した。この分類の結果、ライバル行Aは36件、ライバル行Bは25件となった。また、今回の研究の対象期間中に最も地域金融機関の合併・再編が進んだ九州地区のライバル行の株価効果についても分析を行った。

ライバル行のイベント・スタディのAARは図表9のとおりである。合併の発表当日の株価には、ライバル行に大きな影響を与えているとは言えず、地域別に定義した全ライバル行とライバル行Bで若干プラスの超過リターンが得られているものの、有意性は認められなかった。しかし、発表翌日のARは全ての指標においてプラスの超過リターンが得られている。発表の翌々日(t=2)には、ARがマイナスの値を示している。図表10のCARの推移を見ると、発表の翌日にプラスの超過リターンを得た後、発表から7日を過ぎた頃には概ね元の水準に戻っていることが見て取れる。図表11の取引発表日周辺のCARを見ても、全ての期間において、ライバル行への影響は有意ではないものの、プラスの値を示している。

図表12にライバル行のCARの順位結果を示す。CAR(-1,1)の分析結果の順位で並べて表示している。千葉興業銀行をはじめとし、三日間のCARが3%を超える銀行が12行ある一方で、▲3%を超える銀行も3行あり、銀行によって大きく結果にバラつきがあることが分かる。ケースによっては、大幅なプラス、もしくはマイナスのリターンが確認され、合併のアナウンスメントがライバル行の株価に何らかの影響を与えた可能性は否定できない。たとえば、長崎県を主な営業エリアとする十八銀行を例に取ると、福岡シティ銀行(本店：福岡県)と長崎銀行(本店：長崎県)の合併や、親和銀行(本店：長崎県)、九州銀行(本店：長崎県)の合併において、CAR(-1,1)で4%を超える大きな超過リターンをもたらしている。当時、重厚長大産業の不振が言われていた長崎県での地域金融機関

の再編を好感したためであると考えられる。一方で、福岡銀行(本店：福岡県)と熊本ファミリー銀行(本店：熊本県)の合併では、CAR(-1, 1)で▲2.02%と、わずかにマイナスの値を示している。十八銀行は福岡県内にも店舗を保有しているものの、主な営業エリアが異なるため、その影響が少なかったためであると考えられる。

ライバル行の株主が超過リターンを得た理由としては以下のことが考えられる。第一に、合併することによって寡占化が進むことで、貸出金利が上昇し、ライバル行の収益性にもプラスの影響が出ると投資家が判断したことである。第二に、二つの銀行が合併することによって、ライバル行にとっては被合併行を合併するというオプションが消滅したことに対し、新たな二つのオプションが生まれ、さらに新たに生まれたオプションの方が消滅したオプションよりも価値が大きいと投資家が判断したことである。そのオプションとは、この合併によって誕生した新たな銀行とさらに合併できるというオプションと、二つの合併した銀行が機能不全に陥った場合、その間に市場のシェアを取りにいけるというオプションである。

逆にライバル行の株主がマイナスのリターンをもたらした理由としては、以下の三つの理由が考えられる。第一に、消滅したオプションが新たに生まれたオプションよりも価値があると判断したことである。第二に、合併によって、顧客や地域にとって信頼性の高い強大な銀行が誕生し、それを脅威として受け取った可能性である。第三に、合併行のコスト削減により、貸出金利が下がり、競争活性化が進んでしまう可能性を投資家が織り込んだ可能性である。

本研究の結果がライバル行へのパフォーマンスへの影響をマーケットが織り込んだ結果なのか、次の合併対象行になり得ることや、新たなオプション価値との比較が株価に反映されたものなのかは、今回の分析では明らかにできなかった。また、ライバル行の分類をさらにライバル行A、ライバル行B、九州地区のライバル行に分けて分析を行ったが、大きな違いは見られなかった。近年、地域金融機関は広域化の傾向があり、今後、市場の集中度や地域別の景気動向、貸出需要などを考慮してライバル行の定義をし直せば、競争度によって異なった分析結果が出る可能性がある。

以上、有意性は確認されなかったため、仮説3の地域金融機関の合併のアナ

ウンスメントがライバル行の株主に超過リターンをもたらすことは、支持されなかった。しかし、その傾向を示す事例はあり、ケースによってはライバル行の株主に対し、超過リターンをもたらしている可能性を示唆する結果となった。

4.2 パフォーマンス・スタディの結果

4.2.1 合併行と被合併行

地域金融機関の合併により、合併当事者のパフォーマンスにプラスの影響があるのか分析を行った。分析対象とした銀行は、合併後の存続行（持ち株会社の設立による経営統合の場合は合併当事者となる両銀行）である。合併した年の決算年月を $t=0$ とし、合併の前年度からの変化幅を算出し、同期間の合併行を除く全国の銀行平均と比較を行った。合併後、3年間にわたるパフォーマンスの変化を算出したが、合併直後であったり、持ち株会社の設立に伴う連結決算により、銀行単体での財務データが入手できないケースがあり、 $t=0$ の分析対象が9件、 $t=1$ が8件、 $t=2$ が6件、 $t=3$ が4件となった。いずれの指標においてもサンプル数が少ないため、傾向をみるにとどめておく。

図表13、図表14、図表15に合併当事者の業務純益ROA、総資金利鞘、預貸金粗利鞘の分析結果を示す。いずれの指標においても、全国の銀行平均と比較し、おおむねプラスの値となっている。まず、業務純益ROAをみると、ごくわずかな伸びにとどまっている。預貸金粗利鞘では合併2年後に大きな伸び幅を示す結果となっている。合併によって銀行の数が減少し、寡占化が進んだことや、銀行の規模が拡大することで交渉力が高まったことなどが要因として考えられる。総資金利鞘における改善がこれらの指標の中では最も改善傾向にあるが、これは、預貸金粗利鞘の改善効果に加え、有価証券の運用等による影響を受けた結果と言えるだろう。

地域金融機関の合併において、もっとも期待される効果がIT投資にかかる費用やリスク管理にかかる費用、人件費などを代表とする経費率に関する効率化である。しかし、総資金利鞘において改善が進んでいるものの、業務純益ROAにほとんど反映されていないことから、経費率に改善が見られない可能性が要因の一つとして考えられる。そこで、合併後の効率化がどれくらい進んでいるのかを検証するために、金融機関が現在最も重視している指標の一つである

OHR(業務粗利益経費率)の合併後の変動幅を本研究において算出した。OHRの推移を示したものが図表 16 である。t=-1(合併前年度)からの OHR の平均値は若干低下していることが分かる。また、全国平均の変動幅との比較を図表 17 に示す。全国平均と比較した変動幅では、合併後 3 年間にわたり、全て平均値においてマイナスの値を示している。しかし、合併 2 年後の OHR が改善した銀行は 6 行中 4 行、合併 3 年後は 4 行中わずか 1 行にとどまっている。この表を見る限りでは、コスト削減が大幅に改善したとは言えず、経営の効率化が進んだとはいえないだろう。

ただし、本分析においては合併後 3 年間を分析対象期間としており、この分析結果から、合併をしても経費率の低下や収益力の強化には効果がないと結論付けるのは早急であろう。なぜなら、岩坪(2003)は合併効果を得るには 11 年以上かかることを指摘しており、合併後の数年間は組織の再編等に伴うコストが生じるため、経費の削減が進んでいない可能性もあるためである。さらには、サンプル数が少ないため、結果の頑健性にも疑問が残る。今後、分析対象を増やし、合併後のパフォーマンス効果をさらに長期的に追っていくと、仮説 2 の合併により効率性が増し、収益性が改善することが確認される可能性はあるだろう。

4.2.2 ライバル行

地域金融機関の合併によって、ライバル行のパフォーマンスに、中長期的にはどのような影響が出るのか分析を行った。ただし、先述したように同地域内で複数回の合併を行っているケースもあり、またパフォーマンスに影響を与えるその他の要因を完全に排除することが難しく、ノイズが入りやすいため、厳密にサンプルの抽出をすることは困難と考えられる。そのため、対象期間中に最も合併が進んだ九州地区の銀行のパフォーマンスの変化と他の地域のパフォーマンスの変化を比較することで分析を行った。九州地区の近年の地域金融機関の再編状況は図表 18 のとおりである。九州地区の分析対象となった銀行の数は、研究の対象となった 2000 年から 2007 年までに合併をした銀行を除いた 11 行となった。

図表 19、図表 21、図表 23 はそれぞれ、1999 年 3 月と各年度の業務純益 ROA、

総資金利鞘、預貸金粗利鞘の変化を比較し、九州の銀行と九州を除いた全国の銀行平均との差を算出したものである。図表 20、図表 22、図表 24 は 2000 年 3 月から 2007 年 3 月までの九州の銀行と九州を除いた全国の銀行平均の各年度の業務純益 ROA、総資金利鞘（国内部門）、預貸金粗利鞘の対 1999 年 3 月比の変化を比較したものである。

今回の分析対象となったサンプルのうち、九州において合併が完了したのは図表 2 に示す通り、2001 年、2003 年、2004 年、2007 年である。したがって、ライバル行のパフォーマンスには 2002 年あたりから徐々に影響が出てくるものと思われる。図表 20 の業務純益 ROA は 1999 年比で全ての年度でプラスの値を示しており、改善が見られる。ただし、全国平均と比較をした図表 19 で見ると、2001 年、2002 年、2004 年においてわずかながらプラスの値を示しているものの、その他の年度ではマイナスの数値を示している。つまり、業務純益 ROA は改善しているものの、全国的にはさらに大きな改善が見られるため、合併効果が業務純益 ROA には表れているとは言えないだろう。検定の結果においても有意性は認められなかった。

図表 22 の総資金利鞘を見ると、九州平均では 1999 年比で 2003 年、2004 年にプラスの値を示しているものの、その他の年度ではマイナスの値を示しており、九州の銀行の総資金利鞘が改善に向かっているとは言えない。全国の銀行の総資金利鞘でも 2001 年以降、マイナスの伸び幅を示しており、九州だけでなく、全国的に総資金利鞘は改善されていないことが分かる。全国平均の総資金利鞘と九州平均の総資金利鞘の伸び幅の差を示した図表 21 を見ると、2004 年まではプラスの値を示したものの、2005 年以降はマイナスの値を示しており、業務純益 ROA と同じく、合併効果が総資金利鞘に表れているとは言えない結果となった。

図表 24 の預貸金粗利鞘で見ると、九州の銀行平均は、2005 年まではプラスの値となっているものの、2006 年以降はマイナスの値を示しており、改善は見られない。全国の銀行平均でも 2005 年以降マイナスの値となっており、全国的にも預貸金粗利鞘の確保は厳しい状況となりつつあることがうかがえる。一方、九州の預貸金粗利鞘と全国の預貸金粗利鞘の伸び幅の比較をした図表 23 を見ると、まだ、合併が進んでいない 2000 年では▲0.00332 と九州の平均預貸

金粗利鞘と全国の預貸金粗利鞘の伸び幅の差の変化はほとんどない。しかし、合併が完了し、その効果が表れはじめたと推測される 2005 年には 0.05675 の差が確認され、2006 年には 0.09785 にまでその差が広がっていることが分かった。1999 年からの改善幅が最も小さかった鹿児島銀行と大分銀行においても 2004 年以降、2007 年にかけてマイナス値が縮小していることが確認された。差の検定を行ったところ、t 値は 2000 年から 2005 年までは有意水準に達しなかったものの、少しずつ改善し、2006 年と 2007 年には 5%水準で有意な結果となっている。つまり、九州地区においても、全国的にも預貸金粗利鞘の確保は厳しい状況となっているが、地域金融機関の再編が最も進んだ九州地区の預貸金粗利鞘は全国平均と比較すると、その減少は軽微であり、合併・再編のライバル行への影響はプラスの効果が出ていると言って良いだろう。

預貸金粗利鞘をさらに分解し、貸出金利回りと預金利回りを分けて分析したものが、図表 25 と図表 26 である。預貸金粗利鞘の分析と同様、1999 年 3 月期との変化幅を比較し、全国平均との差を算出している。預貸金粗利鞘は貸出金利回りと預金利回りの差であるため、銀行の収益性を改善するには貸出金利回りが上昇し、預金利回りが低下する必要がある。貸出金利回り、預金利回りともプラスの値を示し、九州地区では全国平均と比較し、全体的に利率が上がっていることが分かる。しかし、預金利回りと比べ、貸出金利回りはより大きく上昇しており、2006 年 3 月期には 0.12494 の伸び幅となっている。つまり、預金利回りの低下ではなく、貸出金利回りの上昇が預貸金粗利鞘に大きく影響を与えたことが分かる。

預貸金粗利鞘では、全国の銀行平均との変動幅の比較において、一定の合併効果が確認された。しかしながら、総資金利鞘や業務純益 ROA で合併効果が確認されなかった。それは、総資金利鞘には、預貸金以外の運用収支が含まれており、銀行は貸出金の他にも有価証券、コールローン等の運用から利息を得ており、預金の他にも譲渡性預金、コールマネー等で資金を調達し、利息を支払っているためであると考えられる。また、業務純益は、資金運用収支の他、役員取引等収支⁸、特定取引収支⁹、その他業務収支を含むためであると考えられ

⁸ サービスによって受け取る手数料などの収益とサービスを提供するためにかかる費用の差額

る。言い換えれば、預貸業務以外の部分では全国平均並み、もしくは全国平均以下の収益率の伸びとなっているため、総資金利鞘や業務純益 ROA の改善にまでは至らなかったと思われる。合併・再編によるライバル行への影響という観点で考えると、ライバル行への影響が最も出るのは、競争力の変化による貸出金利回りや預金利回りの部分であり、さらに、それらの差を求めた預貸金粗利鞘だろう。預貸金粗利鞘は基本的に預貸率を伸ばすか、貸出金利を伸ばすか、もしくはその両方を伸ばすことによって上昇させることができる。しかし、図表 27 に示すように預貸率の伸び幅は全国平均と比較し、若干 2000 年から 2006 年まで上回るものの、大きな差はない。特に預貸金粗利鞘の伸び幅が全国平均と比較して大きくなった 2005 年から 2007 年にかけて、預貸率ギャップはむしろ縮小している。つまり、ライバル行の数が減少することによって寡占化が進み、貸出金利回りが上昇し、その結果、預貸金粗利鞘にプラスの効果が出ていると考えることができる。したがって、仮説 4 については地域金融機関の合併・再編は営業エリアが重なるライバル行に対し、預貸金粗利鞘の面においてプラスの業績効果をもたらすと言って良いだろう。また、この結果は、中田・足立（2006）が貸出金利の高い県の説明要因の一つとしてあげている「貸出市場の競争環境」が最も直接的に影響する、貸出金利回りや預貸金粗利鞘の指標にプラスの影響を与えたことと、整合的と言える。

5. まとめ

本稿の目的は地域金融機関の合併、再編が合併当事者、ライバル行に対し与える影響をイベント・スタディとパフォーマンス・スタディを行うことで考察することであった。イベント・スタディでは、合併・統合のアナウンスメントが企業価値評価にどのような影響を与えたのか、合併当事者とライバル行の短期の株式市場の反応を見た。また、パフォーマンス・スタディでは、合併後の財務パフォーマンスの変化を業務純益 ROA、総資金利鞘、預貸金粗利鞘等の財務指標を用いて 3 年間にわたる分析を行った。

その結果、次の 4 点が明らかになった。第一に、合併行、被合併行ともに発

⁹ 特定取引勘定を設置している銀行が商品有価証券を売買したことなどから生じた収益と費用の差

表直後には超過リターンが得られ、株式市場が合併のアナウンスメントを速やかに株価に反映し、合併のニュースを概ね好意的に受け止めていることである。合併行のAR、CARは共に有意性は確認できなかったが、被合併行のARはアナウンスメント当日のARが5%水準、発表翌日が1%水準で、また発表前日から発表翌日までの3日間のCAR(-1, 1)は5%水準で超過リターンが株主にもたらされることが分かった。また、合併行と被合併行では被合併行の株主の方がより多くの超過リターンが得られることが確認された。

第二に、地域金融機関の合併のアナウンスメントがライバル行の株主に超過リターンをもたらすことは、本研究において統計的には確認できなかった。しかし、競争度や地域の経済環境などの要因によって、ケースによってはライバル行の株価に影響を与えている可能性がある。AR、CARを見てみると、一部のライバル行の株主は、発表直後に大幅な超過リターンを得ている。今後の課題として、合併のケースごと、さらには「ライバル行」を市場集中度や預金量、地域ごとの特性などを考慮し再定義し、競争度に応じた株価の反応を調査してみる必要があるだろう。

第三に、合併当事者の地域金融機関のパフォーマンスに関して、業務純益ROAにおいて大きな改善は見られなかったが、預貸金粗利鞘と総資金利鞘において改善の傾向が確認された。特に総資金利鞘において改善の傾向が見られたが、総資金利鞘は有価証券の運用益等も含むため、合併効果を反映しているとはいえない結果となっている。また、経費率の指標であるOHRの明らかな改善も確認されず、合併による効率化が進んでいない可能性がある。本分析においては合併後3年間を分析対象期間としたため、今後、合併後のパフォーマンス効果をさらに長期的に追っていくと、合併によりコスト削減や効率性が高まることで、収益性が改善することが確認される可能性はあるだろう。

第四に、地域金融機関の合併によってライバル行の預貸金粗利鞘に影響する可能性である。今回は、厳密に言えばライバル行ではなく合併が最も進んでいる九州地区の銀行のパフォーマンス分析を行った。その結果、預貸金粗利鞘は、減少傾向にあるものの、全国の銀行平均を上回る預貸金粗利鞘の伸び（全国平均を下回る預貸金粗利鞘の減少）が確認されており、一定の合併効果が確認された。一方で、総資金利鞘や業務純益ROAでは合併効果は確認されなかった。

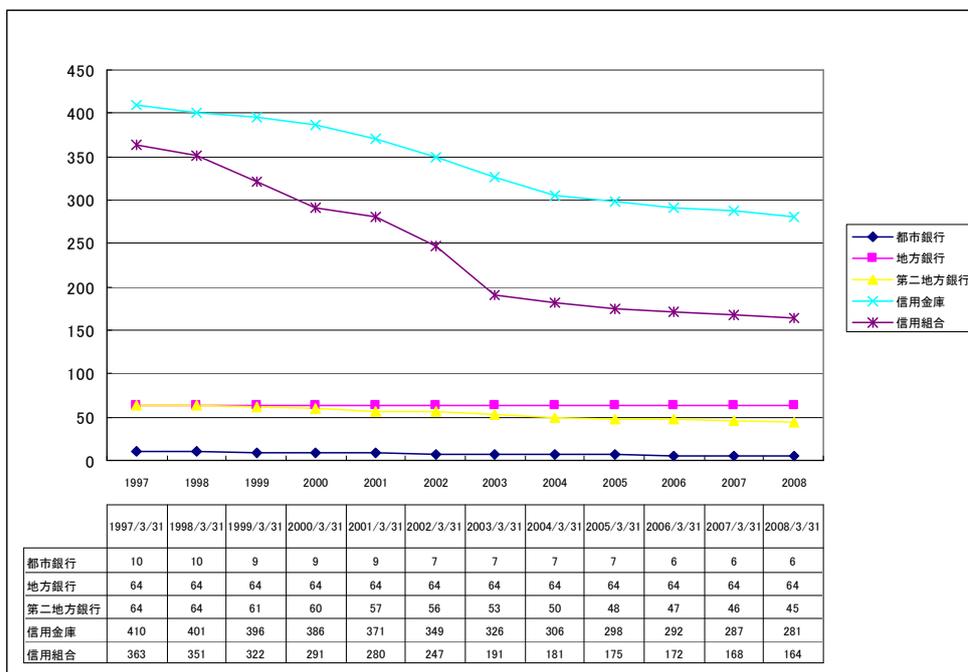
つまり、ライバル行の数が減少することによって寡占化が進み、貸出金利回りが上昇し、その結果、預貸金粗利鞘にプラスの効果が出ていると推測される。

全体的にサンプル数が少なく、分析結果の頑健性に疑問が残ることは否めない。今後、さらにサンプル数を増やし長期的に分析を進めていく必要がある。また、地方によっては地銀や第一地銀だけではなく、都市銀行や信用金庫、信用組合なども互いにライバル関係にある場合も多く、同様に分析を試みる価値があるだろう。

本研究において、全国的にも、合併、再編が進んだ九州においても、預貸金粗利鞘は減少傾向にあることが確認されている。預貸利率が合併により改善しても、預貸金ギャップの縮小ができなければ、預貸金粗利鞘の大幅な改善は難しい。ましてや、本研究において、九州における全国平均と比したROAの改善が見られなかったように、銀行の総合的な収益性の大幅な改善は難しいと言える。貸し出し需要が減少している現状で、地域金融機関の従来型の貸出依存型のビジネスモデルには限界がきていると言えるだろう。

一方で、地域金融機関の合併は、金融機関数を減少させ、預貸利率の過当競争にある程度の歯止めをかけることにおいて合併行・ライバル行の両者にとって意義がある。つまり、金融庁の推し進める地域金融機関の合併という手法は、単なる合併当事者の財務内容の改善を意図したもの以上に同エリアのライバル行にとっても大きな意味があるといえるだろう。逆に、顧客にとっては合併によって直接的には不利益を被る可能性は否定できない。しかし、地方銀行の役割は顧客との共存であり、金融機関に対する顧客の求めるものも経営の安定性である。今後、さらなる地域金融機関の再編が進むことが予想される。こうした状況下、合併という手段は、合併当事者にとって重要な戦略となるだけでなく、ライバル行の収益性や地域経済にもプラスの影響を与えられられる。

図表 1 金融機関数の変遷



図表 2 サンプル一覧

| | アナウンス日 | 合併年月 | 合併行 | 本店所在地 | 被合併行 | 本店所在地 |
|---|------------|----------|---------|-------|-------------|-------|
| ① | 2000/2/9 | 2001年4月 | 北洋銀行 | 北海道 | 札幌銀行 | 北海道 |
| ② | 2000/11/1 | 2004年5月 | 広島総合銀行 | 広島県 | せとうち銀行 | 広島県 |
| ③ | 2000/12/30 | 2001年6月 | 福岡シティ銀行 | 福岡県 | 長崎銀行 | 長崎県 |
| ④ | 2001/3/17 | 2003年4月 | 親和銀行 | 長崎県 | 九州銀行 | 長崎県 |
| ⑤ | 2002/3/12 | 2003年4月 | 関東銀行 | 茨城県 | つくば銀行 | 茨城県 |
| ⑥ | 2002/4/19 | 2004年10月 | 西日本銀行 | 福岡県 | 福岡シティ銀行 | 福岡県 |
| ⑦ | 2004/10/29 | 2007年5月 | 殖産銀行 | 山形県 | 山形しあわせ銀行 | 山形県 |
| ⑧ | 2004/11/20 | 2006年10月 | 紀陽銀行 | 和歌山県 | 和歌山銀行 | 和歌山県 |
| ⑨ | 2005/3/18 | 2007年10月 | 山口銀行 | 山口県 | もみじホールディングス | 広島県 |
| ⑩ | 2006/5/13 | 2007年4月 | 福岡銀行 | 福岡県 | 熊本ファミリー銀行 | 熊本県 |

(注) 存続会社を合併企業、相手側を被合併企業とする。新設合併では、資産規模の大きい方を合併企業とする。

図表 3 合併の取引発表日周辺の平均超過収益率(合併行)

| アナウンス日 | AAR | t値 |
|--------|--------|--------|
| t=-10 | -0.19% | -0.102 |
| t=-9 | 0.41% | 0.214 |
| t=-8 | -0.14% | -0.073 |
| t=-7 | 0.38% | 0.199 |
| t=-6 | -0.45% | -0.236 |
| t=-5 | 0.97% | 0.510 |
| t=-4 | -1.05% | -0.554 |
| t=-3 | 0.44% | 0.232 |
| t=-2 | 0.53% | 0.278 |
| t=-1 | 0.15% | 0.079 |
| t=0 | 1.21% | 0.635 |
| t=1 | 0.01% | 0.007 |
| t=2 | -0.92% | -0.484 |
| t=3 | -0.35% | -0.183 |
| t=4 | -0.50% | -0.262 |
| t=5 | 0.00% | 0.000 |
| t=6 | -0.98% | -0.513 |
| t=7 | -1.11% | -0.581 |
| t=8 | 0.65% | 0.340 |
| t=9 | -0.41% | -0.213 |
| t=10 | 0.43% | 0.224 |

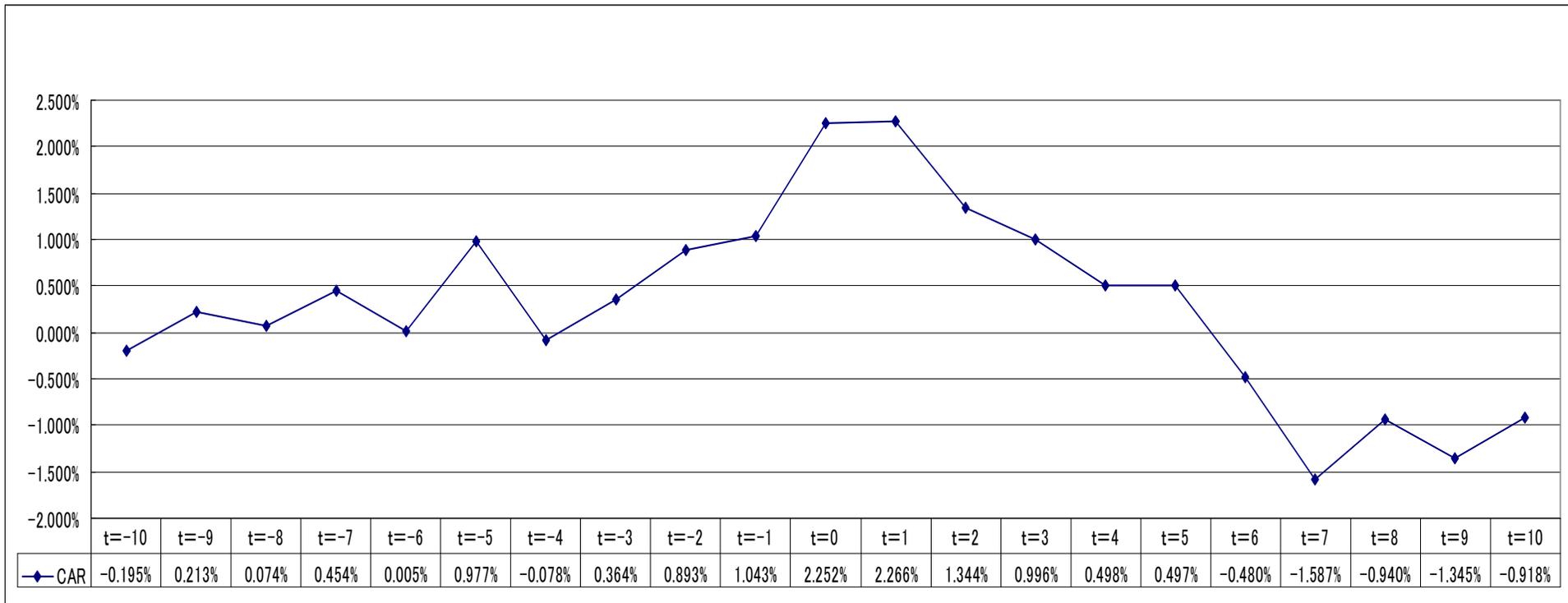
(注) t=0 が取引発表日

図表 4 取引発表日周辺の CAR 平均(合併行)

| 分析期間 | 合併行 |
|----------|---------------------|
| サンプル | 9 |
| -1日～+1日 | 1.373% (0.240) |
| -1日～+4日 | -0.395% (-0.035) |
| -1日～+10日 | -1.811% (-0.079) |
| 0日～+2日 | 0.300% (0.053) |

(注) 括弧内は t 値

図表 5 CAR の推移(合併行)



図表 6 合併の取引発表日周辺の平均超過収益率(被合併行)

| アナウンス日 | AAR | t値 | |
|--------|--------|--------|-----|
| t=-10 | -0.70% | -0.781 | |
| t=-9 | 0.17% | 0.186 | |
| t=-8 | -1.61% | -1.788 | |
| t=-7 | 1.04% | 1.160 | |
| t=-6 | -1.12% | -1.243 | |
| t=-5 | 0.37% | 0.412 | |
| t=-4 | -0.59% | -0.658 | |
| t=-3 | 0.58% | 0.646 | |
| t=-2 | -0.45% | -0.504 | |
| t=-1 | -0.03% | -0.029 | |
| t=0 | 2.22% | 2.468 | ** |
| t=1 | 3.57% | 3.974 | *** |
| t=2 | 0.74% | 0.824 | |
| t=3 | -1.31% | -1.462 | |
| t=4 | -0.27% | -0.304 | |
| t=5 | 0.72% | 0.803 | |
| t=6 | -0.58% | -0.644 | |
| t=7 | 0.19% | 0.208 | |
| t=8 | -0.43% | -0.477 | |
| t=9 | -0.60% | -0.672 | |
| t=10 | -1.00% | -1.111 | |

(注) ***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示している

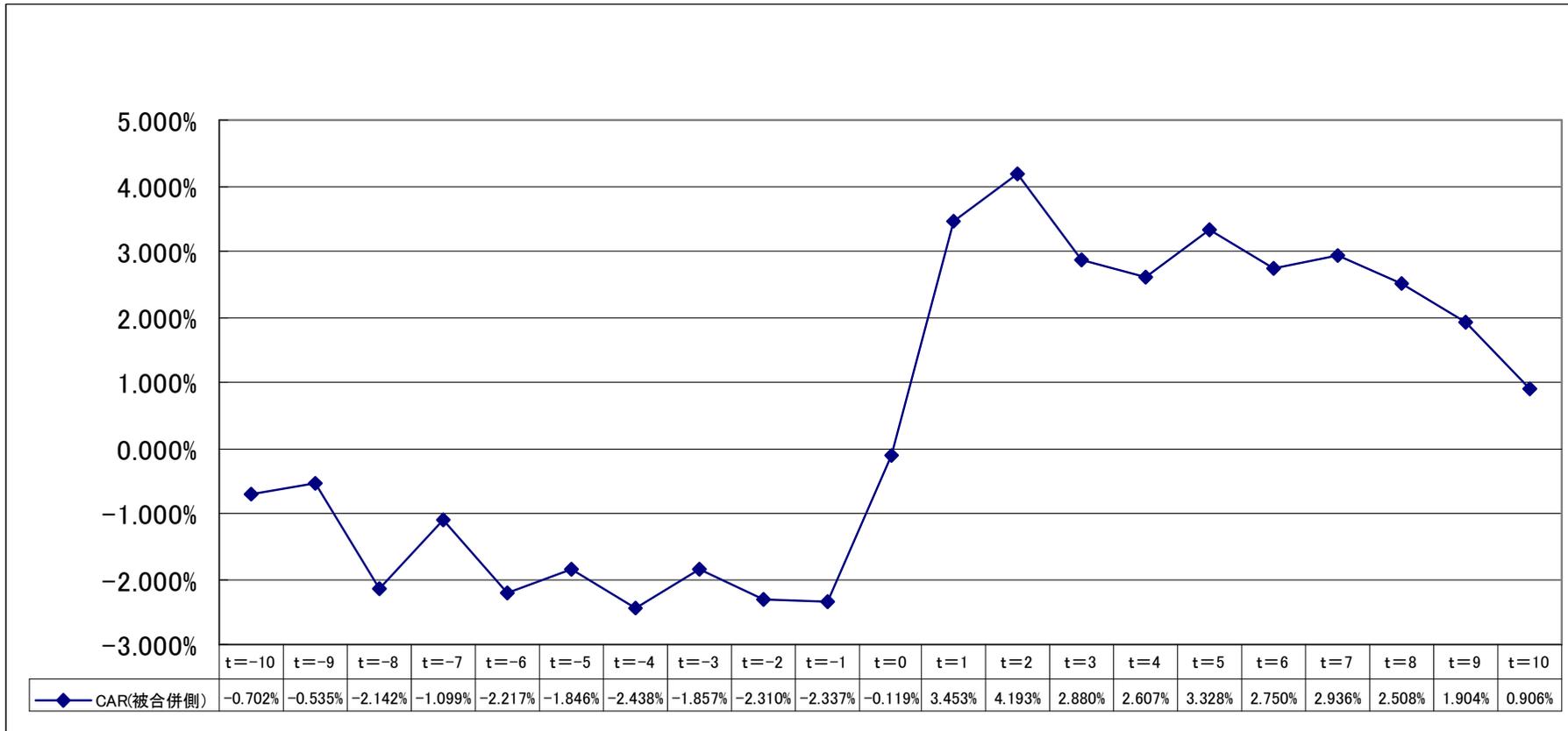
図表 7 取引発表日周辺の CAR 平均

| 分析期間 | 被合併行 |
|----------|----------------------|
| サンプル | 5 |
| -1日～+1日 | 5.763% ** (2.138) |
| -1日～+4日 | 4.917% (0.912) |
| -1日～+10日 | 3.217% (0.298) |
| 0日～+2日 | 6.530% ** (2.422) |

(注) 括弧内は t 値

***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示している

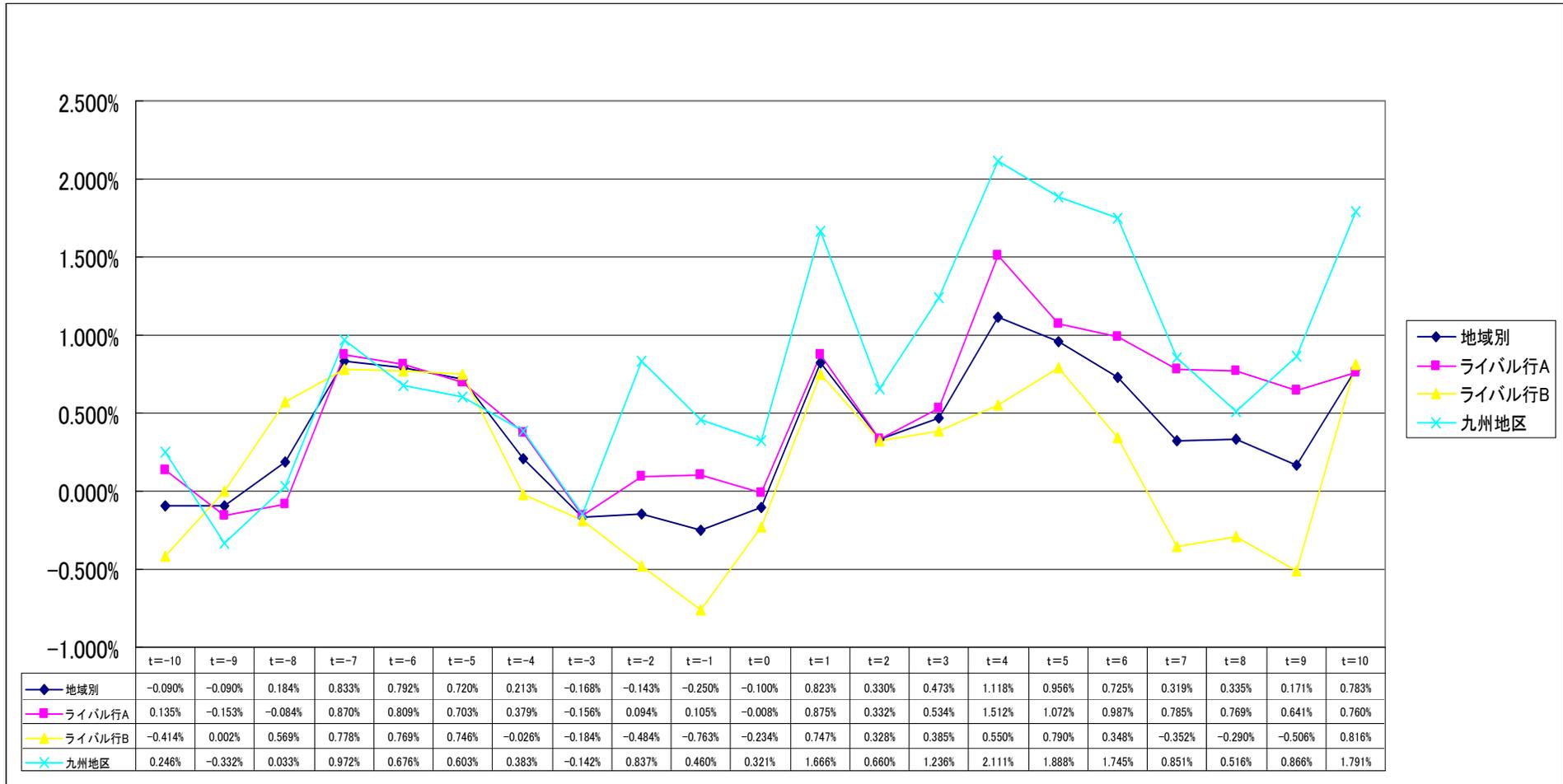
図表 8 CARの推移(被合併行)



図表 9 合併の取引発表日周辺の平均超過収益率(ライバル行)

| アナウンス日 | 地域別 | | ライバル行A | | ライバル行B | | 九州地区 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | AAR | t値 | AAR | t値 | AAR | t値 | AAR | t値 |
| t=-10 | -0.09% | -0.047 | 0.14% | 0.074 | -0.41% | -0.207 | 0.25% | 0.139 |
| t=-9 | 0.00% | 0.000 | -0.29% | -0.158 | 0.42% | 0.208 | -0.58% | -0.326 |
| t=-8 | 0.27% | 0.144 | 0.07% | 0.038 | 0.57% | 0.283 | 0.36% | 0.206 |
| t=-7 | 0.65% | 0.341 | 0.95% | 0.523 | 0.21% | 0.104 | 0.94% | 0.530 |
| t=-6 | -0.04% | -0.021 | -0.06% | -0.034 | -0.01% | -0.005 | -0.30% | -0.167 |
| t=-5 | -0.07% | -0.038 | -0.11% | -0.058 | -0.02% | -0.012 | -0.07% | -0.041 |
| t=-4 | -0.51% | -0.267 | -0.32% | -0.177 | -0.77% | -0.385 | -0.22% | -0.124 |
| t=-3 | -0.38% | -0.201 | -0.54% | -0.294 | -0.16% | -0.079 | -0.53% | -0.296 |
| t=-2 | 0.02% | 0.013 | 0.25% | 0.137 | -0.30% | -0.150 | 0.98% | 0.552 |
| t=-1 | -0.11% | -0.056 | 0.01% | 0.007 | -0.28% | -0.139 | -0.38% | -0.213 |
| t=0 | 0.15% | 0.079 | -0.11% | -0.062 | 0.53% | 0.264 | -0.14% | -0.078 |
| t=1 | 0.92% | 0.486 | 0.88% | 0.484 | 0.98% | 0.489 | 1.35% | 0.758 |
| t=2 | -0.49% | -0.259 | -0.54% | -0.298 | -0.42% | -0.209 | -1.01% | -0.567 |
| t=3 | 0.14% | 0.075 | 0.20% | 0.111 | 0.06% | 0.028 | 0.58% | 0.325 |
| t=4 | 0.65% | 0.340 | 0.98% | 0.536 | 0.17% | 0.083 | 0.88% | 0.493 |
| t=5 | -0.16% | -0.085 | -0.44% | -0.241 | 0.24% | 0.120 | -0.22% | -0.125 |
| t=6 | -0.23% | -0.122 | -0.08% | -0.047 | -0.44% | -0.220 | -0.14% | -0.081 |
| t=7 | -0.41% | -0.214 | -0.20% | -0.111 | -0.70% | -0.349 | -0.89% | -0.504 |
| t=8 | 0.02% | 0.008 | -0.02% | -0.008 | 0.06% | 0.031 | -0.34% | -0.189 |
| t=9 | -0.16% | -0.086 | -0.13% | -0.070 | -0.22% | -0.108 | 0.35% | 0.198 |
| t=10 | 0.61% | 0.322 | 0.12% | 0.065 | 1.32% | 0.659 | 0.92% | 0.521 |

図表 10 CARの推移(ライバル行)



図表 11 取引発表日周辺の CAR 平均

| 分析期間 | ライバル行 (全体平均) | ライバル行A | ライバル行B | 九州の銀行 |
|----------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| サンプル | 61 | 36 | 25 | 35 |
| -1日～+1日 | 0.966% (0.169) | 0.782% (0.143) | 1.231% (0.205) | 0.829% (0.156) |
| -1日～+4日 | 1.261% (0.111) | 1.418% (0.130) | 1.035% (0.086) | 1.274% (0.120) |
| -1日～+10日 | 0.926% (0.041) | 0.666% (0.030) | 1.300% (0.054) | 0.953% (0.045) |
| 0日～+2日 | 0.581% (0.102) | 0.226% (0.041) | 1.091% (0.181) | 0.200% (0.038) |

(注) 括弧内は t 値

図表 12 CAR 順位

| 順位 | イベント 番号 | ライバル行 | CAR(-1, 1) | CAR(-1, 4) | CAR(-1, 10) | CAR(0,2) |
|----|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 1 | 5 | 千葉興業銀行 | 9.589% | 15.039% | 18.465% | 12.212% |
| 2 | 3 | 十八銀行 | 6.839% | 6.930% | 2.679% | 7.050% |
| 3 | 3 | 宮崎銀行 | 5.331% | 6.951% | 3.319% | 3.146% |
| 4 | 3 | 鹿児島銀行 | 5.199% | 8.644% | 4.627% | 1.704% |
| 5 | 5 | 横浜銀行 | 4.929% | 2.530% | 2.274% | 3.776% |
| 6 | 3 | 大分銀行 | 4.185% | 7.813% | 6.540% | 3.180% |
| 7 | 4 | 十八銀行 | 4.036% | 11.024% | 11.487% | 1.403% |
| 8 | 4 | 西日本銀行(西日本シティ) | 4.027% | 3.982% | 3.922% | 0.491% |
| 9 | 4 | 佐賀銀行 | 3.849% | 6.291% | 2.487% | 4.827% |
| 10 | 2 | 山陰合同銀行 | 3.371% | -1.314% | 4.178% | 2.640% |
| 11 | 5 | 東日本銀行 | 3.140% | -3.991% | -2.481% | -0.099% |
| 12 | 9 | 広島銀行 | 3.017% | 2.090% | -0.459% | 0.716% |
| 13 | 4 | 宮崎銀行 | 2.906% | 2.703% | 1.326% | -0.247% |
| 14 | 2 | 中国銀行 | 2.757% | 0.770% | -2.787% | -2.369% |
| 15 | 7 | 七十七銀行 | 2.089% | 2.346% | 3.056% | 2.547% |
| 16 | 9 | 鳥取銀行 | 1.807% | -0.199% | -0.766% | 0.324% |
| 17 | 5 | 東京都民銀行 | 1.794% | 2.319% | -3.326% | -2.560% |
| 18 | 10 | 大分銀行 | 1.791% | -0.246% | 2.638% | 1.479% |
| 19 | 7 | 東邦銀行 | 1.658% | 1.832% | 1.672% | 5.037% |
| 20 | 3 | 肥後銀行 | 1.587% | 2.067% | 2.091% | -0.715% |
| 21 | 9 | トマト銀行 | 1.398% | 1.434% | -1.840% | 1.188% |
| 22 | 5 | 東和銀行 | 1.282% | 0.665% | 2.984% | -0.120% |
| 23 | 5 | 京葉銀行 | 1.060% | 0.128% | 3.607% | -1.700% |
| 24 | 8 | みなと銀行 | 0.951% | -0.485% | 1.463% | -0.012% |
| 25 | 2 | 広島銀行 | 0.913% | 0.234% | 1.638% | 0.992% |
| 26 | 5 | 常陽銀行 | 0.903% | -0.583% | -5.818% | 0.521% |
| 27 | 7 | 東北銀行 | 0.847% | -0.013% | -3.014% | -1.454% |
| 28 | 10 | 鹿児島銀行 | 0.775% | 0.579% | 4.595% | 1.397% |
| 29 | 3 | 福岡銀行 | 0.724% | 4.323% | 9.143% | 0.888% |
| 30 | 3 | 佐賀銀行 | 0.701% | 3.576% | 0.152% | -0.964% |
| 31 | 5 | 栃木銀行 | 0.618% | 2.724% | 3.750% | 1.134% |
| 32 | 7 | 山形銀行 | 0.616% | -0.091% | -1.623% | 0.712% |
| 33 | 10 | 佐賀銀行 | 0.579% | -0.002% | -2.494% | -0.085% |
| 34 | 8 | びわこ銀行 | 0.523% | 4.717% | 6.568% | 0.480% |
| 35 | 5 | 千葉銀行 | 0.451% | -1.919% | -2.752% | 0.152% |
| 36 | 9 | 中国銀行 | 0.285% | 3.145% | 0.262% | -0.687% |
| 37 | 10 | 宮崎銀行 | 0.275% | -1.588% | 0.019% | 0.334% |
| 38 | 5 | 武蔵野銀行 | 0.175% | -1.319% | 3.840% | -2.197% |
| 39 | 6 | 豊和銀行 | 0.065% | 0.128% | 0.036% | 0.064% |
| 40 | 6 | 熊本ファミリー銀行 | 0.035% | -0.168% | -0.302% | 0.038% |
| 41 | 3 | 親和銀行 | 0.000% | 2.025% | -0.432% | 1.295% |
| 42 | 7 | 北日本銀行 | -0.143% | 2.150% | 1.538% | 5.065% |
| 43 | 9 | 山陰合同銀行 | -0.184% | -1.355% | -5.982% | 1.050% |
| 44 | 7 | 青森銀行 | -0.213% | -0.399% | -1.670% | -0.088% |
| 45 | 7 | 岩手銀行 | -0.306% | 1.788% | 0.298% | 3.020% |
| 46 | 2 | 山口銀行 | -0.461% | 1.002% | -3.900% | 2.371% |
| 47 | 6 | 福岡銀行 | -0.490% | -4.963% | -3.013% | -6.381% |
| 48 | 4 | 鹿児島銀行 | -0.646% | 2.787% | 3.452% | 0.496% |
| 49 | 10 | 肥後銀行 | -0.671% | -1.959% | -1.164% | -0.397% |
| 50 | 4 | 福岡銀行 | -0.815% | -5.002% | 9.727% | -2.274% |
| 51 | 1 | 北海道銀行 | -1.009% | 0.121% | -0.211% | -1.720% |
| 52 | 7 | 大東銀行 | -1.146% | 12.026% | 17.919% | -0.966% |
| 53 | 3 | 西日本銀行(西日本シティ) | -1.401% | -1.023% | -8.906% | 1.887% |
| 54 | 4 | 大分銀行 | -1.470% | 0.116% | -0.617% | 4.176% |
| 55 | 10 | 十八銀行 | -2.020% | -2.265% | -4.205% | -1.350% |
| 56 | 6 | 宮崎銀行 | -2.368% | -5.151% | -9.098% | -2.807% |
| 57 | 5 | 群馬銀行 | -2.508% | -1.909% | -2.850% | 0.440% |
| 58 | 4 | 肥後銀行 | -2.829% | -3.811% | -3.282% | -1.521% |
| 59 | 10 | 西日本シティ銀行 | -3.035% | -6.113% | -1.668% | -8.325% |
| 60 | 3 | 九州銀行 | -3.121% | -0.717% | -5.413% | -2.992% |
| 61 | 7 | 秋田銀行 | -3.329% | -3.506% | -5.198% | -0.790% |
| | | Ave. | 0.966% | 1.261% | 0.926% | 0.581% |

(注) イベント番号は図表 2 の対応するサンプル番号と一致する。

図表 13 合併当事者の業務純益 ROA の変化幅（全国平均との比較）

| | 北洋銀行 | 札幌銀行 | もみじ銀行 | 西日本シティ銀行 | 長崎銀行 | 親和銀行 | 関東つくば銀行 | 西日本シティ銀行 | 紀陽銀行 | Average | 6行のAverage | 4行のAverage |
|------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|---------|------------|------------|
| 合併年月 | 2001年4月 | 2001年4月 | 2004年5月 | 2001年6月 | 2001年6月 | 2003年4月 | 2003年4月 | 2004年10月 | 2006年10月 | | | |
| 比較年 | 2000年 | 2000年 | 2003年 | 2000年 | 2000年 | 2002年 | 2002年 | 2003年 | 2005年 | | | |
| t=0 | 0.00681 | 0.00066 | 0.01171 | 0.00156 | 0.00238 | -0.00276 | 0.00421 | -0.00136 | -0.00119 | 0.00245 | 0.00262 | 0.00135 |
| t=1 | 0.00430 | 0.00113 | 0.00817 | 0.00112 | -0.00594 | -0.00052 | 0.00326 | -0.00070 | | 0.00135 | 0.00090 | -0.00052 |
| t=2 | | | -0.00526 | 0.00368 | -0.00055 | 0.00319 | 0.00102 | 0.00053 | | 0.00044 | 0.00044 | 0.00183 |
| t=3 | | | | -0.00024 | 0.00204 | 0.00451 | 0.00506 | | | 0.00284 | | 0.00284 |

図表 14 合併当事者の総資金利鞘の変化幅（全国平均との比較）

| | 北洋銀行 | 札幌銀行 | もみじ銀行 | 西日本シティ銀行 | 長崎銀行 | 親和銀行 | 関東つくば銀行 | 西日本シティ銀行 | 紀陽銀行 | Average | 6行のAverage | 4行のAverage |
|------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|------------|------------|
| 合併年月 | 2001年4月 | 2001年4月 | 2004年5月 | 2001年6月 | 2001年6月 | 2003年4月 | 2003年4月 | 2004年10月 | 2006年10月 | | | |
| 比較年 | 2000年 | 2000年 | 2003年 | 2000年 | 2000年 | 2002年 | 2002年 | 2003年 | 2005年 | | | |
| t=0 | 0.05185 | -0.04815 | -0.12576 | 0.01185 | 0.17185 | 0.34609 | 0.02609 | 0.10424 | -0.02359 | 0.05716 | 0.08906 | 0.13897 |
| t=1 | -0.04696 | -0.00696 | -0.16272 | -0.01696 | 0.27304 | 0.37543 | -0.11457 | 0.11728 | | 0.05220 | 0.07859 | 0.12924 |
| t=2 | | | -0.19935 | 0.02793 | 0.57793 | 0.34848 | -0.03152 | 0.13065 | | 0.14236 | 0.14236 | 0.23071 |
| t=3 | | | | 0.08728 | 0.79728 | 0.24185 | 0.02185 | | | 0.28707 | | 0.28707 |

図表 15 合併当事者の預貸金粗利鞘の変化幅（全国平均との比較）

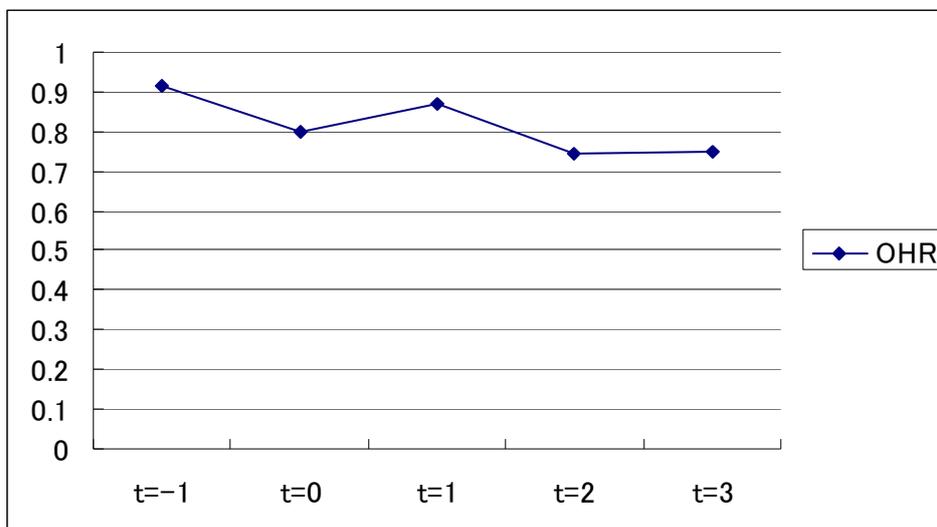
（貸出金利息/貸出金合計×100）－（預金利息/預金合計×100）

| | 北洋銀行 | 札幌銀行 | もみじ銀行 | 西日本シティ銀行 | 長崎銀行 | 親和銀行 | 関東つくば銀行 | 西日本シティ銀行 | 紀陽銀行 | Average | 6行のAverage | 4行のAverage |
|------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|------------|------------|
| 合併年月 | 2001年4月 | 2001年4月 | 2004年5月 | 2001年6月 | 2001年6月 | 2003年4月 | 2003年4月 | 2004年10月 | 2006年10月 | | | |
| 比較年 | 2000年 | 2000年 | 2003年 | 2000年 | 2000年 | 2002年 | 2002年 | 2003年 | 2005年 | | | |
| t=0 | 0.08878 | 0.10023 | 0.12734 | 0.34239 | 0.51366 | 0.25328 | -0.12314 | -0.34130 | -0.16272 | 0.08873 | 0.12871 | 0.24655 |
| t=1 | 0.02469 | 0.17845 | -0.07965 | 0.34698 | 0.35358 | 0.24892 | -0.23250 | 0.15676 | | 0.12465 | 0.13235 | 0.17924 |
| t=2 | | | -0.19193 | 0.43949 | 0.53302 | 0.28885 | -0.25787 | 0.07896 | | 0.14842 | 0.14842 | 0.25087 |
| t=3 | | | | 0.00568 | 0.43667 | 0.25059 | -0.30117 | | | 0.09794 | | 0.09794 |

（注）6 行の Average はもみじ銀行・西日本シティ銀行・長崎銀行・親和銀行、
関東つくば銀行・西日本シティ銀行の平均値である。

4 行の Average は西日本シティ銀行・長崎銀行・親和銀行・関東つくば銀行の平均値である。

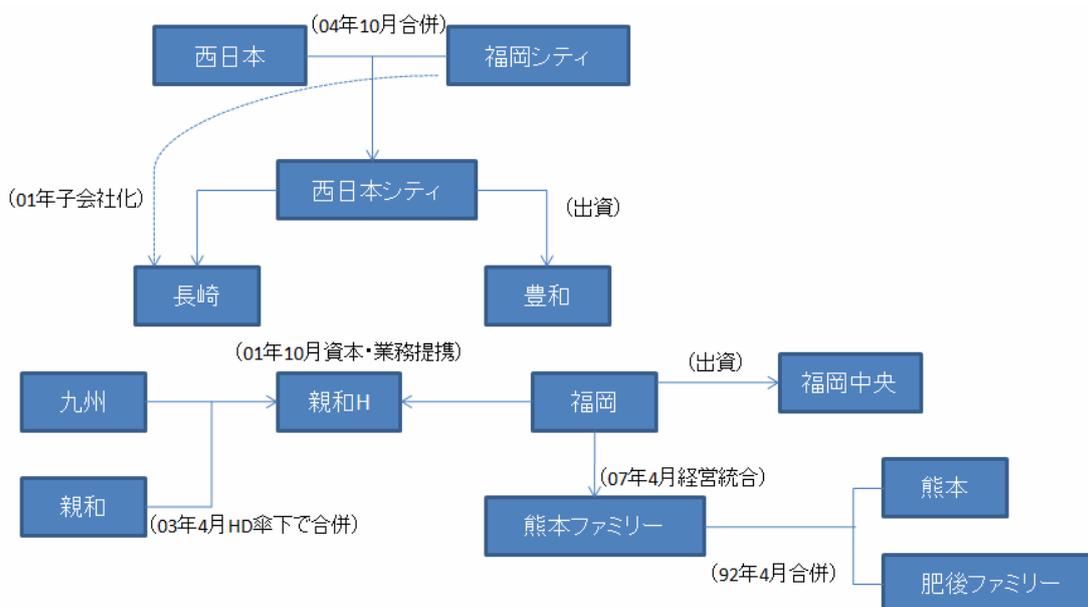
図表 16 OHR の推移 (合併行の平均)



図表 17 合併当事者の OHR の変化幅 (全国平均との比較)

| | 札幌銀行 | もみじ銀行 | 西日本シティ銀行 | 長崎銀行 | 親和銀行 | 関東つくば銀行 | 西日本シティ銀行 | 紀陽銀行 | Average | 6行のAverage | 4行のAverage |
|------|---------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|------------|
| 合併年月 | 2001年4月 | 2004年5月 | 2001年6月 | 2001年6月 | 2003年4月 | 2003年4月 | 2004年10月 | 2006年10月 | | | |
| 比較年 | 2000年 | 2003年 | 2000年 | 2000年 | 2002年 | 2002年 | 2003年 | 2005年 | | | |
| t=0 | 0.03840 | -0.17435 | -0.00996 | 0.01812 | -0.15882 | -0.24599 | 0.02996 | -0.07554 | -0.07227 | -0.09017 | -0.09916 |
| t=1 | 0.10293 | 0.02567 | 0.05869 | 0.03253 | -0.22645 | -0.23359 | -0.02630 | | -0.03807 | -0.06157 | -0.09221 |
| t=2 | | 0.26690 | -0.01097 | 0.02165 | -0.31766 | -0.24222 | -0.07513 | | -0.05957 | -0.05957 | -0.13730 |
| t=3 | | | 0.08865 | 0.04897 | 0.11875 | -0.28133 | | | -0.00624 | | -0.00624 |

図表 18 九州の地銀再編状況

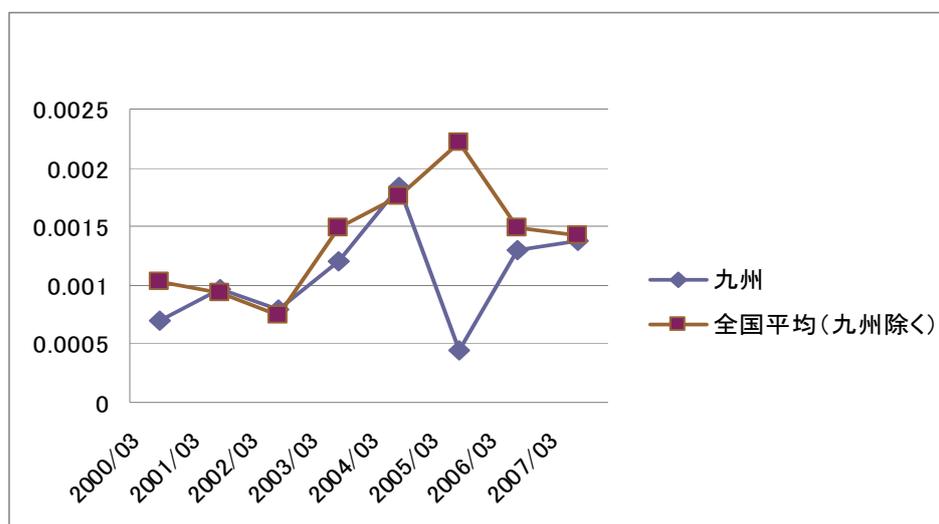


図表 19 ライバル行の業務純益 ROA の変化幅（全国平均との比較）

（業務純益/資産合計）

| | 鹿児島銀行 | 大分銀行 | 宮崎銀行 | 肥後銀行 | 佐賀銀行 | 十八銀行 | 筑邦銀行 | 福岡中央銀行 | 南日本銀行 | 豊和銀行 | 宮崎太陽銀行 | Average | t値 |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 2000/03 | 0.00086 | -0.00033 | -0.00175 | -0.00111 | 0.00183 | -0.00074 | -0.00140 | 0.00053 | 0.00019 | -0.00125 | -0.00041 | -0.00033 | -0.31328 |
| 2001/03 | 0.00104 | -0.00072 | 0.00023 | -0.00093 | 0.00387 | -0.00154 | 0.00091 | 0.00062 | 0.00044 | -0.00263 | -0.00093 | 0.00003 | 0.035043 |
| 2002/03 | 0.00058 | -0.00023 | -0.00182 | -0.00043 | -0.00160 | 0.00164 | 0.00128 | 0.00229 | 0.00160 | -0.00239 | -0.00035 | 0.00005 | 0.045196 |
| 2003/03 | -0.00110 | -0.00634 | -0.00044 | 0.00074 | 0.00200 | 0.00058 | 0.00028 | 0.00045 | -0.00002 | -0.00063 | 0.00138 | -0.00028 | -0.24404 |
| 2004/03 | -0.00041 | 0.00050 | -0.00117 | -0.00082 | 0.00752 | 0.00028 | 0.00033 | -0.00217 | -0.00080 | -0.00152 | -0.00083 | 0.00008 | 0.081866 |
| 2005/03 | -0.00191 | 0.00044 | -0.00052 | -0.00096 | 0.00049 | -0.00453 | -0.00084 | -0.00150 | -0.00158 | -0.00710 | -0.00134 | -0.00176 | -1.82097 |
| 2006/03 | -0.00072 | -0.00137 | -0.00083 | -0.00112 | 0.00376 | 0.00216 | -0.00024 | -0.00278 | -0.00062 | 0.00108 | -0.00149 | -0.00020 | -0.19078 |
| 2007/03 | -0.00010 | 0.00113 | -0.00197 | -0.00184 | 0.00221 | 0.00185 | -0.00015 | -0.00104 | 0.00097 | -0.00081 | -0.00075 | -0.00005 | -0.04583 |

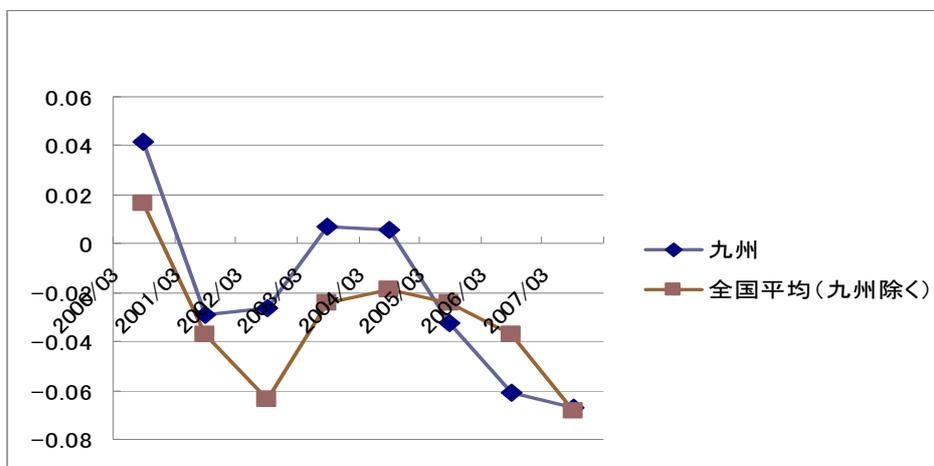
図表 20 業務純益 ROA の変化幅



図表 21 ライバル行の総資金利鞘（国内部門）の変化幅（全国平均との比較）

| | 鹿児島銀行 | 大分銀行 | 宮崎銀行 | 肥後銀行 | 佐賀銀行 | 十八銀行 | 筑邦銀行 | 福岡中央銀行 | 南日本銀行 | 豊和銀行 | 宮崎太陽銀行 | Average | t値 |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 2000/03 | 0.09338 | 0.01338 | -0.01662 | -0.03662 | -0.02662 | 0.05338 | 0.00338 | 0.08338 | 0.14338 | -0.03662 | 0.00338 | 0.02520 | 0.798873 |
| 2001/03 | 0.16735 | -0.06265 | -0.16265 | -0.02265 | 0.01735 | 0.01735 | 0.04735 | 0.16735 | 0.11735 | -0.14265 | -0.05265 | 0.00826 | 0.166009 |
| 2002/03 | 0.12338 | -0.08662 | -0.15662 | -0.03662 | 0.02338 | 0.08338 | 0.09338 | 0.15338 | 0.16338 | 0.01338 | 0.03338 | 0.03702 | 0.642909 |
| 2003/03 | 0.05412 | -0.14588 | -0.17588 | -0.06588 | 0.01412 | 0.06412 | 0.09412 | 0.13412 | 0.13412 | 0.18412 | 0.05412 | 0.03139 | 0.503346 |
| 2004/03 | 0.01912 | -0.15088 | -0.15088 | -0.06088 | -0.03088 | 0.11912 | 0.06912 | 0.08912 | 0.19912 | 0.18912 | -0.02088 | 0.02457 | 0.372516 |
| 2005/03 | -0.01574 | -0.20574 | -0.12574 | -0.07574 | -0.06574 | 0.07426 | 0.02426 | 0.19426 | 0.10426 | 0.10426 | -0.10574 | -0.00846 | -0.12015 |
| 2006/03 | -0.03294 | -0.16294 | -0.24294 | -0.07294 | -0.15294 | 0.09706 | 0.00706 | 0.20706 | 0.10706 | 0.10706 | -0.12294 | -0.02385 | -0.32867 |
| 2007/03 | 0.13853 | -0.10147 | -0.23147 | -0.01147 | -0.17147 | 0.08853 | 0.03853 | 0.24853 | 0.10853 | 0.05853 | -0.15147 | 0.00126 | 0.0188 |

図表 22 総資金利鞘(国内部門)の変化幅



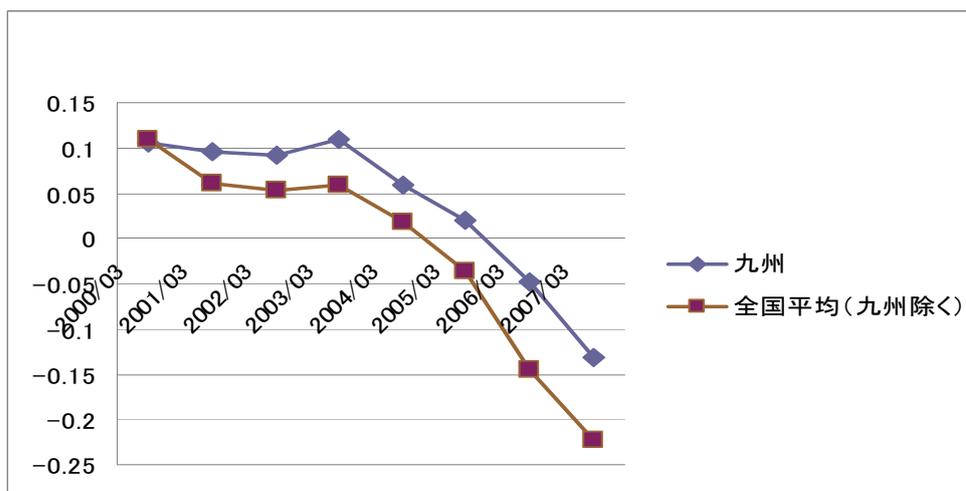
図表 23 ライバル行の預貸金粗利鞘の変化幅(全国平均との比較)

(貸出金利息/貸出金合計×100) - (預金利息/預金合計×100)

| | 鹿児島銀行 | 大分銀行 | 宮崎銀行 | 肥後銀行 | 佐賀銀行 | 十八銀行 | 筑邦銀行 | 福岡中央銀行 | 南日本銀行 | 豊和銀行 | 宮崎太陽銀行 | Average | t値 |
|---------|----------|----------|---------|----------|----------|---------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|--------------|
| 2000/03 | -0.03786 | -0.07270 | 0.07915 | -0.05163 | -0.05081 | 0.08122 | 0.02921 | -0.01093 | 0.05413 | -0.05703 | 0.00070 | -0.00332 | -0.10941 |
| 2001/03 | -0.04204 | -0.10797 | 0.06432 | -0.03394 | -0.06191 | 0.21454 | 0.07258 | 0.04747 | 0.18720 | -0.01012 | 0.04860 | 0.03443 | 0.9108015 |
| 2002/03 | -0.18968 | -0.14579 | 0.00105 | -0.15175 | -0.03353 | 0.15548 | 0.10419 | 0.07087 | 0.44952 | 0.10926 | 0.06475 | 0.03949 | 0.8320943 |
| 2003/03 | -0.31432 | -0.18226 | 0.10213 | -0.20214 | -0.06758 | 0.09829 | 0.15929 | 0.09032 | 0.47840 | 0.22815 | 0.17148 | 0.05107 | 0.9699012 |
| 2004/03 | -0.33676 | -0.24451 | 0.16743 | -0.08593 | -0.07381 | 0.16873 | 0.12584 | -0.08980 | 0.48248 | 0.19262 | 0.13557 | 0.04017 | 0.6906696 |
| 2005/03 | -0.26627 | -0.18602 | 0.16813 | -0.09467 | -0.11074 | 0.16414 | 0.12490 | 0.08226 | 0.46155 | 0.14404 | 0.13687 | 0.05675 | 1.0836782 |
| 2006/03 | -0.29842 | -0.20510 | 0.11032 | -0.10269 | -0.07894 | 0.22553 | 0.12625 | 0.16943 | 0.50526 | 0.48135 | 0.14340 | 0.09785 | 1.7612803 ** |
| 2007/03 | -0.21216 | -0.16379 | 0.06636 | -0.06876 | -0.04497 | 0.27037 | 0.19311 | 0.19388 | 0.52433 | 0.12047 | 0.13347 | 0.09203 | 1.7382417 ** |

(注) **、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示している

図表 24 預貸金粗利鞘の変化幅



図表 25 ライバル行の貸出金利回りの変化幅

| | 鹿児島銀行 | 大分銀行 | 宮崎銀行 | 肥後銀行 | 佐賀銀行 | 十八銀行 | 筑邦銀行 | 福岡中央銀行 | 南日本銀行 | 豊和銀行 | 宮崎太陽銀行 | Average | t値 |
|---------|----------|----------|---------|----------|----------|---------|---------|----------|---------|----------|---------|---------|--------------|
| 2000/03 | -0.00702 | -0.04820 | 0.13325 | -0.02200 | -0.01608 | 0.03512 | 0.07239 | 0.04073 | 0.03783 | -0.01442 | 0.02116 | 0.02116 | 0.775704 |
| 2001/03 | 0.00172 | -0.07140 | 0.12403 | 0.02212 | -0.01756 | 0.11443 | 0.11694 | 0.08984 | 0.14655 | 0.03320 | 0.04662 | 0.05514 | 1.703563 ** |
| 2002/03 | -0.10742 | -0.10724 | 0.09156 | -0.07918 | -0.00652 | 0.07552 | 0.17626 | 0.14804 | 0.34569 | 0.14153 | 0.20502 | 0.08030 | 1.931762 ** |
| 2003/03 | -0.18755 | -0.13535 | 0.22599 | -0.12260 | -0.01886 | 0.04418 | 0.25048 | 0.17019 | 0.35034 | 0.24976 | 0.23462 | 0.09647 | 2.020256 ** |
| 2004/03 | -0.20228 | -0.18522 | 0.29946 | 0.00042 | -0.01929 | 0.11695 | 0.22372 | -0.01571 | 0.34658 | 0.23182 | 0.20509 | 0.09105 | 1.594786 * |
| 2005/03 | -0.13589 | -0.13568 | 0.29735 | -0.01443 | -0.06080 | 0.11019 | 0.21463 | 0.11488 | 0.32160 | 0.18231 | 0.19181 | 0.09873 | 2.127437 ** |
| 2006/03 | -0.18229 | -0.17092 | 0.22732 | -0.03773 | -0.04337 | 0.15514 | 0.19590 | 0.15148 | 0.39357 | 0.50444 | 0.18084 | 0.12494 | 2.539305 *** |
| 2007/03 | -0.10990 | -0.15199 | 0.16633 | -0.01000 | -0.02892 | 0.17796 | 0.24331 | 0.16437 | 0.40453 | 0.11559 | 0.16171 | 0.10300 | 2.256205 ** |

(注) ***, **, *はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示している

図表 26 ライバル行の預金利回りの変化幅

| | 鹿児島銀行 | 大分銀行 | 宮崎銀行 | 肥後銀行 | 佐賀銀行 | 十八銀行 | 筑邦銀行 | 福岡中央銀行 | 南日本銀行 | 豊和銀行 | 宮崎太陽銀行 | Average | t値 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|------------|
| 2000/03 | 0.03083 | 0.02450 | 0.05410 | 0.02963 | 0.03473 | -0.04610 | 0.04318 | 0.05166 | -0.01630 | 0.04261 | -0.01350 | 0.02140 | 1.305851 * |
| 2001/03 | 0.04376 | 0.03657 | 0.05971 | 0.05606 | 0.04435 | -0.10011 | 0.04436 | 0.04237 | -0.04066 | 0.04333 | -0.00199 | 0.02071 | 0.927333 |
| 2002/03 | 0.08226 | 0.03855 | 0.09051 | 0.07256 | 0.02701 | -0.07997 | 0.07207 | 0.07717 | -0.10383 | 0.03227 | 0.14027 | 0.04081 | 1.524836 * |
| 2003/03 | 0.12677 | 0.04691 | 0.12386 | 0.07954 | 0.04872 | -0.05411 | 0.09118 | 0.07987 | -0.12806 | 0.02161 | 0.06314 | 0.04540 | 1.567035 * |
| 2004/03 | 0.13447 | 0.05929 | 0.13203 | 0.08635 | 0.05452 | -0.05178 | 0.09788 | 0.07409 | -0.13590 | 0.03920 | 0.06952 | 0.05088 | 1.643531 * |
| 2005/03 | 0.13038 | 0.05034 | 0.12922 | 0.08024 | 0.04993 | -0.05395 | 0.08973 | 0.03262 | -0.13994 | 0.03827 | 0.05494 | 0.04198 | 1.38826 * |
| 2006/03 | 0.11613 | 0.03418 | 0.11700 | 0.06496 | 0.03557 | -0.07039 | 0.06966 | -0.01795 | -0.11170 | 0.02309 | 0.03745 | 0.02709 | 0.976477 |
| 2007/03 | 0.10227 | 0.01180 | 0.09997 | 0.05876 | 0.01605 | -0.09241 | 0.05020 | -0.02951 | -0.11980 | -0.00488 | 0.02824 | 0.01097 | 0.404201 |

(注) ***, **, *はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示している

図表 27 ライバル行の預貸率の変化幅

| | 鹿児島銀行 | 大分銀行 | 宮崎銀行 | 肥後銀行 | 佐賀銀行 | 十八銀行 | 筑邦銀行 | 福岡中央銀行 | 南日本銀行 | 豊和銀行 | 宮崎太陽銀行 | Average |
|---------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|----------|
| 2000/03 | 0.01336 | 0.01995 | -0.00945 | -0.00692 | 0.00863 | 0.01012 | 0.00644 | 0.02149 | 0.06195 | 0.03943 | 0.01412 | 0.01629 |
| 2001/03 | 0.01100 | 0.03085 | 0.03971 | 0.00458 | 0.01164 | 0.01312 | 0.02726 | 0.01202 | 0.07155 | 0.05201 | 0.01772 | 0.02650 |
| 2002/03 | 0.02019 | 0.01225 | 0.04436 | 0.02120 | -0.01155 | -0.02332 | 0.00208 | 0.00659 | 0.06714 | 0.08339 | 0.04096 | 0.02394 |
| 2003/03 | 0.05313 | 0.01102 | 0.03679 | 0.03733 | 0.02071 | 0.00385 | -0.00255 | 0.00077 | 0.05496 | 0.09910 | 0.03929 | 0.03222 |
| 2004/03 | 0.05622 | 0.03672 | 0.01313 | 0.03355 | 0.03365 | -0.02329 | -0.01560 | 0.05367 | 0.05940 | 0.09210 | 0.05265 | 0.03565 |
| 2005/03 | -0.00296 | 0.01392 | 0.00661 | 0.02990 | -0.00606 | -0.03354 | -0.03479 | 0.03100 | 0.05671 | 0.09956 | 0.05034 | 0.01915 |
| 2006/03 | 0.02952 | 0.02388 | 0.02387 | 0.03195 | -0.01509 | -0.07681 | -0.04987 | 0.01822 | 0.04571 | 0.01494 | 0.03316 | 0.00723 |
| 2007/03 | 0.01915 | 0.00176 | 0.03225 | 0.02500 | -0.03376 | -0.11144 | -0.06933 | -0.00631 | 0.02745 | 0.04084 | 0.02753 | -0.00426 |

【謝辞】

本論文は、神戸大学の MBA における集大成ともいえるものです。本稿の執筆において、いつも温かく、時には厳しくご指導いただいた、神戸大学大学院経営学研究科の砂川伸幸教授をはじめ、大川先生や TA の方々、1 年半にわたり苦楽を共にしてきた砂川ゼミのみなさまには、いつも貴重なアドバイスをいただきました。この場を借りて、心より御礼を申し上げます。また、大変厳しい MBA 生活を影からいつも支えてくれた家族、職場の方々、友人に心より感謝申し上げます。

【参考文献・引用文献】

- Chehab, Adham (2002), "Market reaction to large bank merger announcements in oligopolies," *Journal of Economics and Finance* 26, 63-76.
- Prager, R. and Hannan, T. (1998), 'Do substantial horizontal mergers generate significant price effects? Evidence from the banking industry.' *Journal of Industrial Economics* 46, 433-452
- Rhoades, Stephen A. (1994), 'A Summary of Merger Performance Studies in Banking, 1980-93, and an Assessment of the "Operating Performance" and "Event Study" Methodologies,' *Board of Governors of the Federal Reserve System*
- T Copeland (2006), "Financial Management Association Roundtable on Stock Market Pricing and Value-Based Management," *Journal of Applied Corporate Finance*
- 安孫子勇一 (2006), 「沖縄県企業の相対的な高金利－全国との比較による定量分析」, 『RIETI Discussion Paper Series 06-J-041』
- 井上有弘 (2003), 「信用金庫の規模の経済性と合併効果」, 『信金中金月報』
- 井上 光太郎・加藤 英明, 「M&A と株価」, 『東洋経済新報社』
- 岩坪加紋 (2003), 「平均費用における信用金庫の合併効果」, 『国民経済雑誌』 Vol. 187, No. 4, 1-15
- 岡田多恵 (2007), 「銀行合併の動機とその効果」, 大阪大学 Discussion Paper 07-18
- 木下貴雄, 太田誠 (1991), 「日本の銀行業における範囲の経済性, 規模の経済性および技術進歩: 1981— 1988 年度」, 『フィナンシャル・レビュー』, 大蔵省財政金融研究所
- 金融庁 (1991), 「地域金融機関を中心とした合併等を促進する施策について」
- 小林毅 (2003), 「大手銀行の合併・経営統合に対する株式市場の反応」, 『金融経済研究』, 20, 35-52
- 櫻川昌哉 (2004), 「銀行部門の縮小と株式市場の活性化」, 『フィナンシャル・レビュー』, 財務省財務総合政策研究所 129-152
- 高橋豊治 (1991), 「金融機関の費用構造分析 - 規模の経済性と範囲の経済性」

ワーキングペーパー出版目録

| 番号 | 著者 | 論文名 | 出版年 |
|---------|-------|-------------------------------------------------------------|---------|
| 2007・1 | 小杉 裕 | シーズ型社内ベンチャー事業へのVPCの適用 ～株式会社エルネットの事例～ | 4/2007 |
| 2007・2 | 岡本 存喜 | マネジメントシステム審査登録機関 Y 社 のVCP (Value Creation Path) の考察 | 4/2007 |
| 2007・3 | 阿部 賢一 | F 損害保険会社における VCP (Value Creation Path) の考察 | 3/2007 |
| 2007・4 | 岩井 清一 | S 社における VCP (Value Creation Path) の考察 | 4/2007 |
| 2007・5 | 佐藤 実 | 岩谷産業の VCP 分析 | 4/2007 |
| 2007・6 | 牛尾 滋昭 | (株) 森精機製作所における VCP(Value Creation Path)の考察 | 4/2007 |
| 2007・7 | 細野 宏樹 | VCP (Value Creation Path) によるケー ススタディー ケース：株式会社 電通 | 4/2007 |
| 2007・8 | 外村 衡平 | VCP フレーム分析による T 社の知的資本経営に関する考察 | 4/2007 |
| 2007・9 | 橋本 敏行 | 企業における現金保有の決定要因 | 10/2007 |
| 2007・10 | 森本 浩嗣 | 百貨店 A 社グループのシェアードサービス化と その SS 子会社によるグループ貢献の VCP 分析 | 4/2007 |
| 2007・11 | 山矢 和輝 | みずず監査法人の知的資本の分析 | 4/2007 |
| 2007・12 | 山本 博紀 | S 社の物流 (航空輸出) に関する VCP(Value Creation Path)の 考察 | 4/2007 |
| 2007・13 | 中 智玄 | A 社における VCP(Value Creation Path)の考察 | 5/2007 |
| 2007・14 | 村上 宜洋 | N T T 西日本の組織課題の分析 ～Value Creation Path 分析を用いた経営課題の抽出と提言～ | 5/2007 |

| | | | |
|---------|---------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|---------|
| 2007・15 | 宮尾 学 | 健康食品業界における製品開発 －研究開発による「ものがたりづくり」－ | 5/2007 |
| 2007・16 | 田中 克実 | 医薬品ライフサイクルマネジメントのマップによる解析評価 －Product-Generation Patent-Portfolio Map の提案－ | 9/2007 |
| 2007・17 | 米田 龍 | サプライヤーからみた企業間関係のあり方 ～自動車部品メーカーの顧客関係についての研究～ | 10/2007 |
| 2007・18 | 山田 哲也 | 経営幹部と中間管理職のキャリア・パスの相違についての一考 察 ー日本エレクトロニクスメーカーの事例を基にー | 10/2007 |
| 2007・19 | 藤原 佳紀 | 供給サイドにボトルネックが存在する場合の企業間連携の評価 ー原子力ビジネスにおいてー | 10/2007 |
| 2007・20 | 加曾利 一樹 | 通信販売ビジネスにおける顧客接点複合化の検討 ～株式会社ゼイヴェルの事例をてがかりに～ | 11/2007 |
| 2007・21 | 久保 貴裕 | 高付加価値家電のデザイン性のマネジメント | 12/2007 |
| 2007・22 | 川野 達也 | 「自分らしい消費」を促進するアパレル通販 ーインターネット・メディアとの連動ー | 11/2007 |
| 2007・23 | 東口 晃子 | 1994年～2007年のシャンプー・リンス市場における マーケティング競争の構造 | 12/2007 |
| 2007・24 | 茂木 稔 | デバイスマーケットのデファクト・スタンダード展開 ～後発参入でオープン戦略をとったSDメモリーカード～ | 12/2007 |
| 2007・25 | 芦田 渉 | 地域の吸引力～企業誘致の成功要因～ | 12/2007 |
| 2007・26 | 滝沢 治 | 製薬企業の新興市場戦略『中国医薬品市場における「シームレ ス・バリュー・チェーン」の導入』 | 12/2007 |
| 2007・28 | 南部 亮志 | eコマースにおけるパーソナライゼーション ～個々の顧客への最適提案を導く仕組みと顧客情報～ | 12/2007 |
| 2007・29 | 坪井 淳 | ホワイトカラー中途採用者の効果的なコア人材化の要件に關す るー考察 | 12/2007 |
| 2007・30 | 石川 眞司 | アップルとサプライヤーとの企業間関係に関する考察 | 1/2008 |
| 2008・1 | 石津 朋和 白松 昌之 鈴木 周 原田 泰男 | 技術系ベンチャー企業の企業価値評価の実践ーダイナミック DCF法とリアル・オプション法の適用ー | 5/2008 |
| 2008・2 | 荒木 陽子 井上 敬子 | 医薬品業界と電機業界におけるM&Aの短期の株価効果と長期 の利益率 | 5/2008 |

杉 一也
染谷 誓一
劉 海晴

| | | | |
|---------|-------|-----------------------------------------------------------|---------|
| 2008・3 | 堀上 明 | ITプロジェクトにおける意思決定プロセスの研究 ークリティカルな場面におけるリーダーの意思決定行動ー | 9/2008 |
| 2008・4 | 鈴木 周 | M&Aにおける経営者の意思決定プロセスと PMI の研究 ーリアル・オプションコンパウンドモデルによる分析ー | 10/2008 |
| 2008・5 | 田中 彰 | プロスポーツビジネスにおける競争的使用価値の考察 プロ野 球・パシフィックリーグのマーケティング戦略を対象に | 10/2008 |
| 2008・6 | 進矢 義之 | システムの複雑化が企業間取引に与える影響の研究 | 10/2008 |
| 2008・7 | 戸田 信聡 | 場の形成による人材育成 | 10/2008 |
| 2008・8 | 中瀬 健一 | BtoB サービスデリバリーの統合～SI 業界のサービスデリバリ ーに関する研究～ | 10/2008 |
| 2008・9 | 藤岡 昌則 | 生産財マーケティングアプローチによる企業収益性の規定因に 関する実証研究 | 11/2008 |
| 2008・10 | 下垣 有弘 | コーポレート・コミュニケーションによるレピュテーションの 構築とその限界：松下電器産業の事例から | 11/2008 |
| 2008・11 | 小林 正克 | 製薬企業における自社品および導入品の学習効果に関する実証 研究 | 11/2008 |
| 2008・12 | 司尾 龍彦 | マネジャーのキャリア発達に関する実証研究 管理職昇格前の イベントを中心として | 11/2008 |
| 2008・13 | 石村 良治 | 解釈主義的アプローチによるデジタル家電コモディティ化回避 | 11/2008 |

| | | | |
|---------|--------|-------------------------------------------------|---------|
| 2008・14 | 浅田 賢治郎 | ソフトウェア開発における品質的欠陥発生要因と対策 | 11/2008 |
| 2008・15 | 小林 誠 | 原材料市況の変動が及ぼす企業投資行動への影響－素材 4 産業 のマイクロデータ実証分析－ | 11/2008 |
| 2008・16 | 荒木 陽子 | 地域金融機関の再編効果とライバル行への影響 | 11/2008 |