

**「金融コングロマリット形成過程における
消費者金融会社との連携意義と企業価値への影響」**

池田 栄治

(株式会社日本総合研究所 研究事業本部コンサルティング営業部副部長)

序章 本論文の意義と目的

第1節 論文の意義

2004年3月23日、日本の銀行業界トップである三菱東京ファイナンスグループ（以下、三菱東京FGと略）と消費者金融業界2位のアコムはリテール分野における戦略的な業務・資本連携を発表した。続いて6月21日、三井住友ファイナンシャルグループ（以下、三井住友FGと略）と消費者金融業界大手のプロミスも同様の戦略的連携を公表した。銀行業界と消費者金融業界の急接近とも思えるこれらの動向は、今後のリテール金融分野の再編やビジネスモデルの転換を予期させるものであった。

確かに戦略的連携による相互のプラス効果は推測される。例えば、機能面で銀行グループにあってはコンシューマーファイナンスでの与信管理強化による生産性や収益性の向上、消費者金融会社にあっては資金調達コストの低減やブランド価値の向上等の相互補完関係がもたらされるであろう。但し、これらの経済効果の測定には時間を要する。金融業界の戦略的連携における経済効果の先行研究には、合併前後5年程度の長期的な計数を用いた都市銀行間の合併効果についての研究やリスク観点からみた金融統合の効果に関する研究がみられる。⁽¹⁾ 今回の戦略的連携は長年、日本の金融リテール分野でポジショニングを分けてきた業界間での連携であることから、その中長期的な経済効果は今後の研究テーマであろう。

本件論文は、日本の金融コングロマリット形成過程における初の大手銀行グループと消費者金融会社の戦略的連携の意図を考察すること、そして連携の公表前後の株価変動に着目し、三菱東京FGとアコム、三井住友FGとプロミスの短期的な企業価値の変化を解明するものである。

第2節 論文の目的

欧米の金融業界では金融コングロマリット形成が急速に進行しており、金融コングロマリット形成の経済効果の実証分析も進められている。日本の場合、持ち株会社規制による制約や事業免許・監督当局の相違などもあり、欧米型の金融コングロマリット形成は遅れたが、90年代後半からの規制緩和と金融再編により日本型金融コングロマリット形成の動

きが見られる。金融当局も「金融重点強化プログラム」のなかで、欧米流の総合金融機関の誕生を促す「金融コングロマリット法」（仮称）を制定し、業態を超えた再編・統合を後押しする方針である。そこで、大手銀行グループと消費者金融会社が戦略的な業務・資本連携に至った背景や意図を探索し、金融コングロマリット形成過程におけるコンシューマーファイナンスの役割と消費者金融業界の事業方向性を考察したい。消費者金融業界の事業方向性については、コモディティ化しつつあるリテール金融業界の中で、独自路線を貫くか、アライアンスによる事業拡大を図るか等、今後の事業ドメインを考える上でも重要な論点になってくる。

さらに、三菱東京FGとアコム、三井住友FGとプロミスの戦略的な業務・資本提携の公表が株価に及ぼす影響についてイベント・スタディ手法に基づいた実証分析を行い、金融コングロマリット形成過程における企業価値への影響を解明する。株価に着目するのは、戦略的提携公表からの期間が短く、市場感応度による企業価値評価が適しているとの判断と戦略的提携公表は株価に変動をもたらすであろうという仮説に基づいている。

第1章 金融コングロマリットにおけるリテール金融部門の位置付け

第1節 金融コングロマリットの定義と期待効果

JPMorganとチェースマンハッタンの合併による巨大銀行の出現やシティグループの肥大化といったように米国金融機関のコングロマリット形成は急速に進んでいる。BNPパリバやアリアンツグループ等の伝統的な欧州のユニバーサルバンクの事業領域拡大も顕著であり、これらの世界的な動向は、規模の経済やリスク分散等の経済効果により誘引され、有機的な資本支配により結びついた事業モデルとして拡大している。証券監督者国際機関によると「金融コングロマリットとは、所有者が共通である会社のグループにおいて、金融業務（証券業、銀行業、保険業、その他の金融サービス業）がそのグループ内の1社又は複数の会社で大規模に行われている場合」と定義されている。

日本における戦前の財閥による企業支配は、産業コングロマリットの特徴をもち、最近の金融持ち株会社解禁による三菱東京FG、三井住友FSの組織支配構造は、フルラインの金融コングロマリット形成を志向した動きであろう。

世界的な金融コングロマリット形成を駆り立てる動機やその経済効果については、前多、

永田による「金融コングロマリットと範囲の経済」で報告されており、規模の経済とリスク分散効果の実証がなされている。⁽²⁾ この報告書では主要金融機関経営者に対し「コングロマリット形成の動機」に関するアンケートを実施している。コングロマリット形成の動機を順にあげると、第1位は、「商品の多様化による収入増加」、第2位は、「商品の多様化によるコストの削減」、第3位は、「規模の拡大によるコストの削減」、第4位は、「商品分散化によるリスク低下」であった。これらの結果をみると、金融機関経営者は、理論面での規模の経済（第3位回答）や範囲の経済（第2位回答）よりも、顧客利便性を高める商品のフルライン化やワンストップサービスによる競争優位の実現をコングロマリット形成の期待効果として重要視していることが伺える。

コングロマリット化の反作用としては、事業部門の価値が独立して把握できなくなった場合に過剰投資や投資配分の失敗等によるコングロマリット・ディスカウントの発生であり、コングロマリットの総企業価値評価が大切になってくる。

第2節 金融コングロマリットにおけるリテール金融部門の位置付け

米国、日本における商業銀行を中心とした金融機関の行動には共通点が多い。米国では商業用不動産融資などの高リスク貸付の不良債権問題に苦しんだ銀行は、80年代後半から90年代半ばにかけて個人向け貸付を強化した。日本の商業銀行においても90年代までは住宅ローン以外のリテール部門には消極的であったが、バブル以降の不良債権処理に悩まされる商業銀行は、ホールセール部門の収益代替策としてリテール部門の収益強化へと戦略的転換を図っている。

リテール金融は、金融商品における商品のフルライン化やワンストップ・ショッピング化による利便性の向上もあり、金融機関の収益の柱となりつつある。実際、シティグループのグローバルリテール戦略や米国スーパーリージョナルバンク最大手のバンク・オブ・アメリカの金融戦略においては、リテール金融が最大の収益源であり、最優先のドメイン分野であると位置付けられている。2002年度決算によると、シティグループの部門別利益のトップは個人金融部門で全体の53%を占めている。また、バンク・オブ・アメリカの部門別利益においても個人金融部門が66%を占めており、リテール部門が企業価値創出の源泉となっている。リテール金融は、不特定多数の顧客を体系的に管理することができれば、安定した収益基盤を築くことができる。金融商品やサービスの脱コモディティ化やクレジッ

トスコアリングやモニタリングといった与信管理機能の向上等の多くの課題を抱えながらも事業ポートフォリオの中核としての位置付けは変わらないであろう。

第2章 三菱東京FGと三井住友FGによるアコムとプロミスとの戦略的連携

第1節 三菱東京FGと三井住友FGの戦略的連携の背景と意図

三菱東京FGは、アコムとの戦略的連携を発表する1ヶ月前の2004年2月に、「ワーブ戦略」というリテール戦略を発表した。これは、日本の金融機関としては初めて世界トップレベルのリテール金融業務への本格参入を目指したものであり、三菱東京FGのリテール事業の一体運営による経済効果の発揮を目的にしている。この背景にはホールセール部門の収益低下や外資系金融機関による多様なリテールサービスへの脅威がある。個人顧客基盤が厚いといわれる三菱東京FGにとっても、個人取引のメインバンク化及びカスタマーライフバリューの向上による長期安定収益の確保は大きな経営課題であり、グループ運営はホールセール部門からリテール部門の強化へと大きな戦略転換を迫られた。また、3年後にグローバルトップ10を目指す三菱東京FGにとっては、シティ・グループのような買収戦略によって成長し続けてきた金融コングロマリットの形成手法を意識せざるを得ない。アコムの株式を15%取得し、持分法適用会社とすることで、短期間にグループ内にコンシューマーファイナンスと収益を取り込もうとする狙いが伺える。以下は絶妙のバランスといわれた両者の提携概要である。

三菱東京FGとアコムとの戦略的業務提携と資本提携の概要（2004/3）

- ①東京三菱銀行のコンシューマーファイナンス業務及びスモールビジネスの決済資金に関する業務のアコムへの債務保証業務委託
- ②アコムの保証業務、サービサー業務などに関し、取引先金融機関や事業法人との業務連携拡大への相互協力
- ③相互のネットワーク・インフラの有効活用
- ④アジア地域を中心とした消費者金融業務の相互協力
- ⑤三菱東京FGによるアコムへの出資（15%）

三菱東京FGとアコムの連携の場合、アコムへの債務保証業務の委託やアジア地域進出への相互協力といったかなり強いパートナーシップを想定しており、補完的な資源の有効

活用による経済効果を追求している。

次に三井住友FGの場合、三井住友銀行単体での個人取引基盤が厚いことから、グループ次元のリテール戦略は三菱東京FGに比べて強固なものではなかった。三井住友カード、クォーク、アットローン等の各社のビジネスを強化し、貸出規模の拡大と収益拡大を図るといった個社別方針に留まっていた。そんな中、2004年6月のプロミスとの戦略的連携を契機に、コンシューマーファイナンス部門でトップの位置を構築していく方針が強く打ち出された。リテール金融強化の背景は、三菱東京FGと同様であるが、収益事業の早期確保と外部環境の脅威にある。三井住友銀行の住宅ローン残高はわが国トップであり、メガバンクの中でもリテール部門の事業ポートフォリオは高い。その上、今回の連携はリテール部門の一層の収益強化に向け、大手消費者金融会社との連携による顧客層や貸出金利帯の拡大といった積極的な水平拡大により、範囲の経済効果や資源の補完を追求している。以下は両者の提携概要である。三井住友FGの西川社長は「消費者金融の審査・回収ノウハウと銀行の顧客基盤を融合し、個人の借り入れニーズに対応し、新たな市場を創設する」と高い期待を示している。三菱東京FGの追隨的な印象は拭えないが、2004年11月に、両社によるアットローンの強化、2004年12月には、プロミスが三井住友銀行に個人ローンの与信ノウハウを提供し、保証及び審査を実施する一方で、事前チェックの済んだ三井住友銀行の口座保有者に銀行ATMを使い融資勧誘していくといった具体案が発表された。

三井住友FGとプロミスとの戦略的業務提携と資本提携の概要（2004/6）

- ①三井住友銀行とプロミスは8～12%程度の金利商品を銀行の販売チャネルで販売
- ②三井住友銀行とプロミスは共同出資により、15～18%の金利商品を提供する消費者金融会社を設立する ⇒2004/11：新会社ではなくアットローンの活用で合意
- ③三井住友FGのジャパンネット銀行とプロミスは包括的な提携（ローン業務提携含む）を進める
- ④三井住友FGとプロミスは、各階層に亘り、人材交流を実施する
- ⑤三井住友FGとプロミスは今後、三井住友カード、さくらカードとプロミスとの協働も含め、業務提携の拡充を図る。
- ⑥三井住友銀行によるプロミスへの出資（当面15%、将来20%）

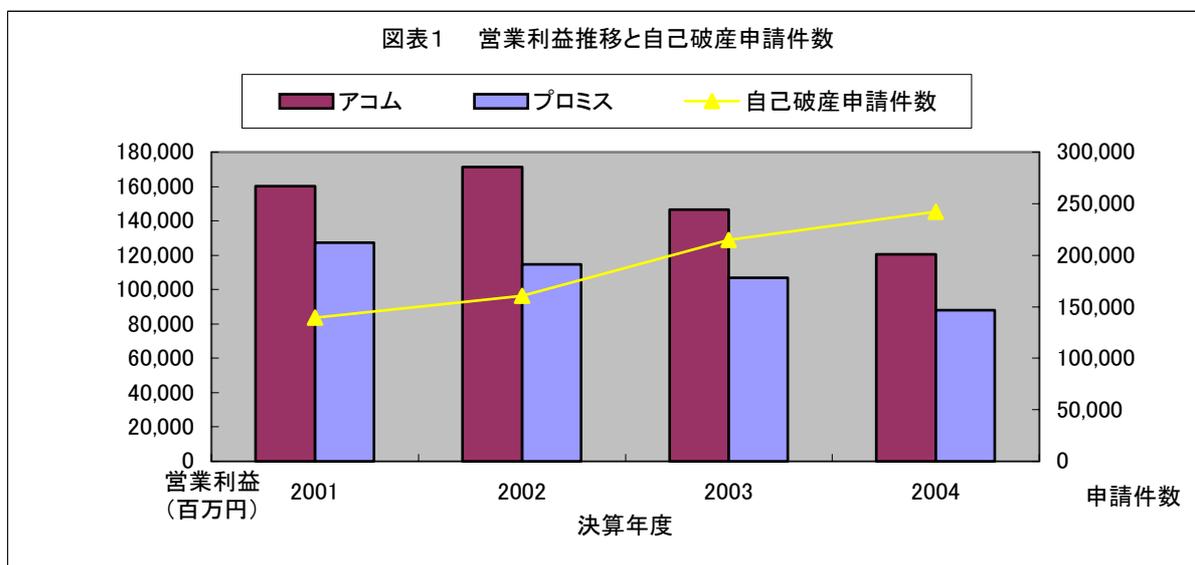
第2節 アコムとプロミスの戦略的連携の背景と意図

アコムは、武富士と並ぶ消費者金融のリーディングカンパニーとして堅実な成長を続けてきたが、2002年度決算において、1996年の株式上場以来初の減益決算となった。2002年は厳しい雇用環境からの資産の劣化や自己破産の急増があり、貸倒れ費用の負担が重くのしかかり、収益構造の転換やビジネスモデルの転換をせまられた。2003年度においても減益傾向は変わらず、貸出金利の上限金利の引き下げ、資金調達コストの上昇傾向、過払金返還リスクの顕在化等今後の経営環境は決して安閑としていられない状況に追い込まれていた。

そこで、2002年3月からアコムは、東京三菱銀行、三菱信託銀行、DCカード、ジャックスの4社と共同出資により、新形態のノンバンクとして「キャッシュワン」を展開し、三菱東京FGとの積極的な協力体制をとってきた。さらに、2004年3月アコムは、三菱東京FGの幅広い営業基盤とアコムのノウハウの相互活用による消費者信用市場での競争力の強化と収益向上を目的として戦略的な提携を結んだ。アコムの木下社長は海外業務に強い三菱東京FGの拠点や情報網を活用し「協力してアジアのリテール戦略を作る」と強い期待を抱いており、金融コングロマリット下での経済効果を享受することにより、リテール金融の戦略基盤を維持・拡大しようとする意図が明確である。

プロミスは業界大手4社の一角として、1996年の株式公開を果たした。2002年以降の経営環境の悪化要因はアコムと同様であり、プロミスも2002年度決算以降は減益傾向が続き、2004年3月決算では、株式公開以来初の営業貸付金残高の減少となった。貸倒れや自己破産の急増は業界の最大の課題であり、コスト削減や事業選択によるリストラ施策も一巡した状況の中で、今期はゴーイング・コンサーンのターニングポイントである。そんな中で、2004年6月の三井住友FGとの戦略的な連携は、プロミスの「金利フルライン化戦略」という中長期ビジョン実現のための経営基盤構築への期待が込められており、金融コングロマリット内での範囲の経済や資源補完的な経済効果の早期実現を図ろうとしている。これらの前進的な連携は株式市場からの一定の評価が得られるものと推測される。しかし、連携に伴う1,000億円規模の増資受け入れにより、株式は希薄化してしまい、一層の投資効率改善が求められることになり、連携の成否は短期的な観察では判断できない。

次の図表 1 はアコムとプロミスの営業利益の推移と自己破産申請件数の推移である。



(出所) 自己破産申請は最高裁判所、営業利益は両社のアニュアルレポートの連結指標をもとに作成。

対比例：2001/3 決算の営業利益には、2000年1月～12月の自己破産件数を対比。

自己破産の件数が営業成績に影響を与えていると言われており、2001年以降の自己破産件数の増加に伴い、明らかに両社の営業利益が減少しており、負の相関性が推測される。このような経営環境は消費者金融業界全体に置かれた外部要因ではあり、大手の消費者金融会社の事業戦略は、単独での収益改善か金融コングロマリットとの積極的な連携による事業拡大や事業再編の二者択一を迫られることになった。

金融コングロマリット連携型を選択したアコムとプロミス。今後、貸出上限金利の引き下げやメガバンクの金利フルライン化が進めば、金融商品、金利、サービス機能のコモディティ化は鮮明になる。両社共通の戦略的な意図は、金融コングロマリットのリテール戦略の中で、消費者金融の独自ノウハウ（与信・回収管理能力）を活かしていくこと、つまり金融コングロマリットの低利な資金調達コスト、ネットワーク、信用力等の事業インフラの上に、独自のアプリケーションを発揮していくことで、差別化された事業システムを構築することであろう。一方、業界大手のアイフルは独自の買収戦略により事業ポートフォリオを構築し、最大手の武富士も単独での専門特化路線にあり、業界大手4社の将来ビジョンや事業戦略の方向性が明らかに変化してきている。単独型・買収型の武富士、アイフルとメガバンク連携型のアコム、プロミスの戦略的相違による経済効果の分析は中長期的な時間軸で分析していくことが必要であろう。

第3章 戦略的連携の公表による企業価値への影響分析

第1節 企業価値評価の概念と分析手法

「企業価値を創造しない企業は市場から淘汰される」といわれ、経営者は多くのステークホルダーから提供された経営資源の効率的な運用を求められる。従来、日本の企業は売上高や売上高利益率に対する関心が高く、バランスシートやステークホルダーへの意識は希薄であった。昨今のガバナンス思考の変化を踏まえ、経営資源の効率性やステークホルダーへの適正な利益還元という視点から「企業価値」を捉えると「企業価値とは資本コストを上回るキャッシュフローを生み出せる力」と定義できる。そこで、ROA、ROE、EVA、MVA、バランスドスコアカード等のあらたな企業価値の評価尺度が次々と採用されてきた経緯にある。また、無形資産としてのブランド価値は企業価値の構成要素のひとつであり、株価にもブランド価値が反映されているという測定結果も報告されている。⁽³⁾

即ち、企業価値を重視するということは、株価や株式時価総額を重視することを意味する。特に、株価の変動は、情報の効率性を前提とするが、ニュースやイベントのインパクトを反映しているものと推測され、企業価値の測定指標として活用されてきた。

次節で展開する戦略的連携の公表における株価への影響分析は、「イベント・スタディ (Event Study)」の手法を活用する。イベント・スタディとは、何らかのイベントが株価に与えた影響を分析するために使われる手法であり、この手法は市場全体の動きの影響を取り除いたそのイベント自身だけによる影響を取り出すことができる。⁽⁴⁾

イベント・スタディを使った分析の例としては、株式公開買い付け (TOB) に対する市場の反応や自己株式取得が株価へ影響を及ぼす影響等がある。⁽⁵⁾ 本論文では、戦略的提携を新聞記事上で公表した際に、株式市場がその企業行動をどう評価したのかを分析するためにこの手法を活用した。

第2節 実証分析

図表2はイベント日前後における現実の株価の反応を調べてみたものである。

図表2 戦略的提携の公表に関する株価の反応

(単位：円)

	三菱東京FG・アコム			三井住友FG・プロミス		
	2004. 3. 22	→ 3. 23	→3. 24	2004. 6. 18	→ 6. 21	→6. 22
三菱東京FG	9,650	↗9,730	↗10,500	(9,630	↗9,890	↘9,780)
アコム	7,710	↘7,630	↗7,780	(7,030	↘7,070	↘6,980)
三井住友FG	(7,020	↘7,180	↗7,520)	7,610	↘7,480	↘7,350
プロミス	(7,180	↗7,370	↗7,450)	7,360	↗7,450	↘7,290

(出所)東証1部の終値をもとに作成

3月23日に戦略的提携が公表された三菱東京FGとアコムの株価は、3月23日から24日にかけて、三菱東京FGが7.9%急騰、アコムが2.0%上昇した。また、三菱東京FGに続き、金融コングロマリット化が予測される三井住友FGも4.7%の急騰、プロミスも1.1%の上昇を示した。特に銀行サイドの値上がりが見られた。

一方、追随する格好で6月21日に提携を公表した三井住友FGとプロミスの株価は、6月21日から22日にかけて、それぞれ、-1.7%、-2.1%と値を下げる結果であった。

これらの株価のデータを使いインパクトを計測することにより、株価の有意な反応を観測できるかもしれない。これにより金融コングロマリットと消費者金融会社の戦略的提携をめぐる株価の変動と理論的な予測との整合性を解明することができる。

そこで、以下の要領でイベント・スタディによる実証分析を進める。

(1) イベント発生タイミングの特定

イベント・スタディの最も重要なプロセスは、イベント発生タイミングの特定であり、通常はイベントがニュースとして報道された日とする。市場が効率的であれば、100%予想されたイベントは、素早く株価に盛り込まれてしまうので発生時点で全く株価に影響しない。

三菱東京FGとアコムの特協公表は、銀行業界と消費者金融業界にとってはエポック・メイキングであった。従って、これが報じられた3月23日をイベントAとして、両社の株価への影響を分析するとともに、業界のライバル企業への影響を観察するため、三井住友FGやプロミスについても同様の分析をする。次に、三井住友FGとプロミスの特協が公表された6月21日をイベントBとする。こちらも当事者ばかりではなく、先行した三菱東京FGとアコムの株価変動も分析の対象とする。

(2) 分析方法

銀行業界と消費者金融業界の戦略的連携の公表が、当事者の株価にどのような影響を及ぼすのか。また、同業他社の株価にどのような影響を及ぼすのかイベント・スタディを行う。イベント日の株価への影響を調査するためには、イベントがなかった場合の株式収益率と現実の株式収益率の乖離を求める必要がある。イベントがなかった場合の株式収益率は、Market Model Adjustment を用いることにする。

①CAPMによる推定期間における通常の株式収益率の推定

三菱東京FGと三井住友FGにおいては、イベント日(t=0)の60日前(t=-60)から30日前(t=-30)までの30日間を推定期間(イベントから影響を受けない期間)として、通常の株式収益率について、次のマーケットモデルから企業固有の $\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}$ を推定する。⁽⁶⁾

アコムとプロミスにおいては、銀行グループに比べて時価総額が小さいためTOPIXとの相関性を長期的に捉えることが望ましいのではないかとの判断から、イベント日の前月から60ヶ月を推定期間とした。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- ・ $R_{i,t}$ は、i社のt時点での日次株式収益率⁽⁷⁾
- ・ α は定数、 β はi社の市場(TOPIX)に対する相関(個別リスク)
- ・ $R_{m,t}$ は、t時点での市場全体の株式収益率(TOPIX)⁽⁸⁾

②イベント・ウィンドウの設定

イベント・ウィンドウとは、イベント日を中心として、株価に影響が反映されるであろう期間のことを指す。イベントが起こった日（ $t = s$ ）を中心として、イベントの情報が事前に染み始めていると考えられる日（ $t = -X$ ）から、アナウンスの影響がなくなるであろう日（ $t = Y$ ）までの期間（ $X \sim Y$ ）のことをいう。ウィンドウの期間の決め方には定説がないようだが、通常、1day ウィンドウ（当日のみ）、3day ウィンドウ（ $s \pm 1$ ）11day ウィンドウ（ $s \pm 5$ ）21day ウィンドウ（ $s \pm 11$ ）が使われる。

本論文では、イベント日前後5日間の11day ウィンドウの検定を実施した。

③超過収益率の推定

超過収益率は、イベントの発生による日次の株価収益率への影響度合いである。超過収益は以下のような式で求められる。安全資産リターンはゼロで計算している。

$$ER_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t})$$

超過収益率=①で求めた通常の株式収益率 - (i社の定数+i社の市場変動との相関)

イベント・ウィンドウでは、推定期間の終わりからXまでの超過収益（ER）の累積値を、累積超過収益（CAR: Cumulative abnormal Return）と呼んでいる。本論文では、イベント日の5日前から10日間の累積超過収益率を算出した。累積超過収益とは、様々なイベントが株価に対して与えた影響を表しており、負の値が大きいほど株価に対して負の影響をあたえたことを示し、正の値が大きいほど株価に正の影響を与えたものといえる。

(3) 実証結果

分析対象とした4社（三菱東京FG、アコム、三井住友FG、プロミス）について、イベントA（2004.3.23）及びイベントB（2004.6.21）における累積超過収益の推移について分析した。分析への興味は、イベント公表による市場の反応と影響期間及び当事者のライバル企業への影響度合いを分析することである。

イベントA（2004. 3. 23）における分析

図表3は、当事者である三菱東京FGの累積超過収益の推移である。イベント日の4日前より正の累積超過収益を得ており、イベント日翌日の累積超過収益が最も高く、アコムとの戦略的連携の公表が企業価値を引き上げた結果を示している。

図表3 三菱東京FGの累積超過収益の推移（2003. 3. 23～2004. 4. 6）



* 分析データ：回帰分析による自由度調整済み決定係数は0.379であり、モデル信頼性は確保されている。P値は、0.000136であり5%有意である。
推定期間（2003. 12. 22～2004. 29 日次株価）

次の図表4は、当事者であるアコムの累積超過収益の推移である。

イベント日の3日前に正の累積超過収益がピークに達しており、イベント日翌日の累積超過収益は若干の正の動きを示したが、その後の累積超過収益は下降した。これはイベント情報が事前に染み出していたと推測され、イベント公表時における市場インパクトが弱く、公表後においては企業価値をいったん上げたものの、持続性はなかった。

図表4 アコムの累積超過収益の推移 (2003. 3. 23~2004. 4. 6)

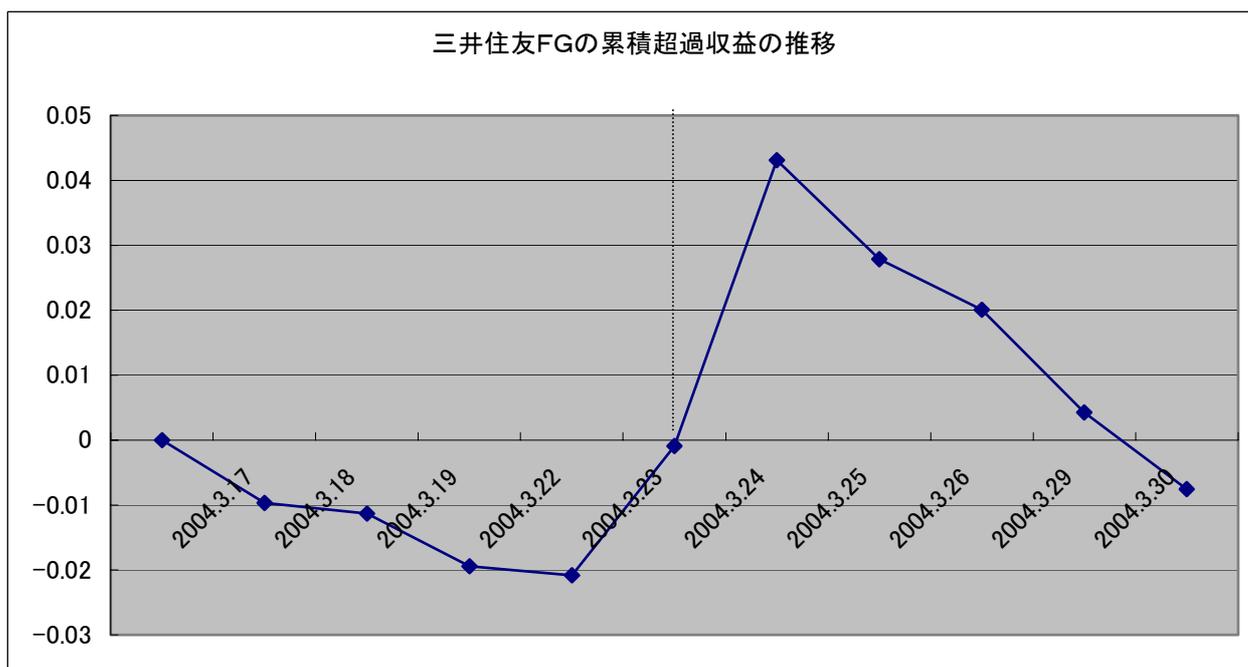


* 分析データ：回帰分析による自由度調整済み決定係数は0.219であり、モデル信頼性は確保されている。P値は、9.694E-05であり5%有意である。

推定期間 (1999. 3~2004. 2 月次株価)

一方、ライバル企業である三井住友FGの累積超過収益の推移は以下の結果となった。

図表5 三井住友FGの累積超過収益の推移 (2003. 3. 23~2004. 4. 6)

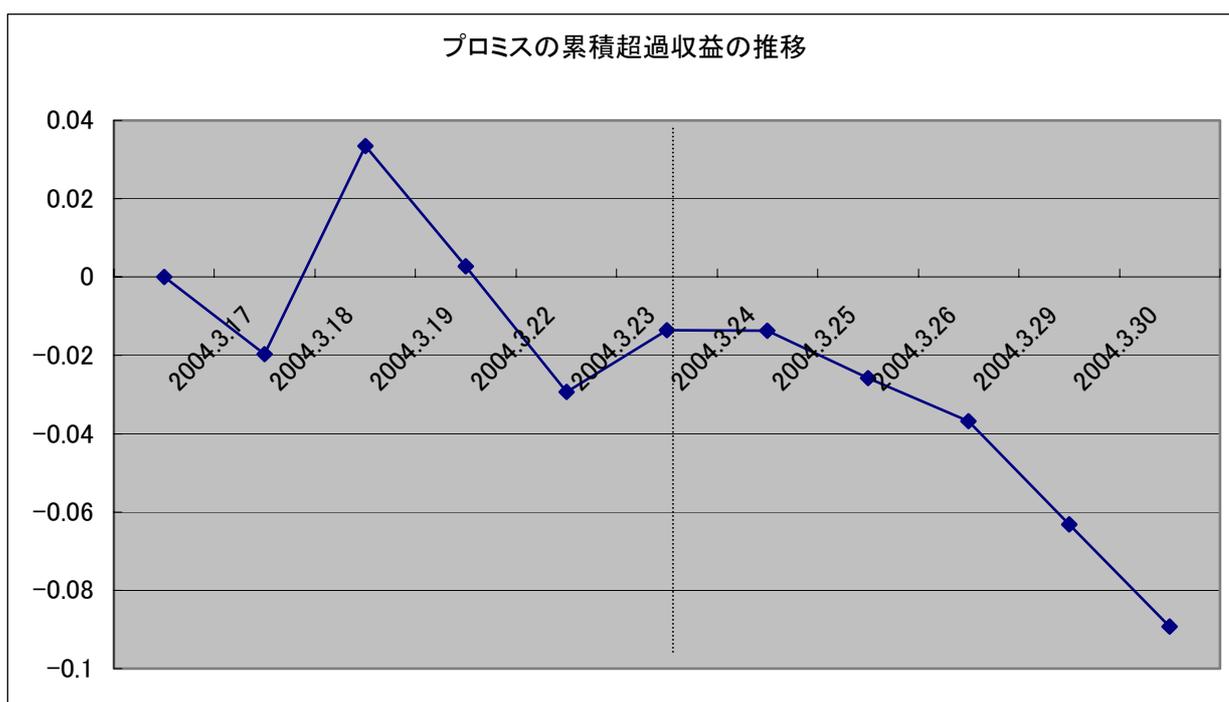


分析データ：回帰分析による自由度調整済み決定係数は 0.428 であり、モデル信頼性は確保されている。P 値は、 $3.887E-05$ であり 5%有意である。

推定期間（2003.12.22～2004.29 日次株価）

三菱東京FGとアコムの連携が公表されたイベント日から翌日にかけて累積超過収益が大幅に上昇しており、ライバル企業である三井住友FGの企業価値を引き上げる結果となった。当事者の三菱東京FG以上に鮮明な株価への反応が見られたことは、三菱東京FGに続き消費者金融大手をグループ内に取り込む期待感から企業価値が上昇したものと思われる。

図表6 プロミスの累積超過収益の推移（2003.3.23～2004.4.6）



分析データ：回帰分析による自由度調整済み決定係数は 0.100 であり、モデル信頼性はかろうじて確保されている。P 値は、0.008 であり 5%有意である。

推定期間（1999.3～2004.2 月次株価）

アコムと同様に3日前に累積超過収益はピークに達しており、イベント日翌日の累積超過収益は若干の正の動き示したが、その後の累積超過収益は下降した。この結果はアコム

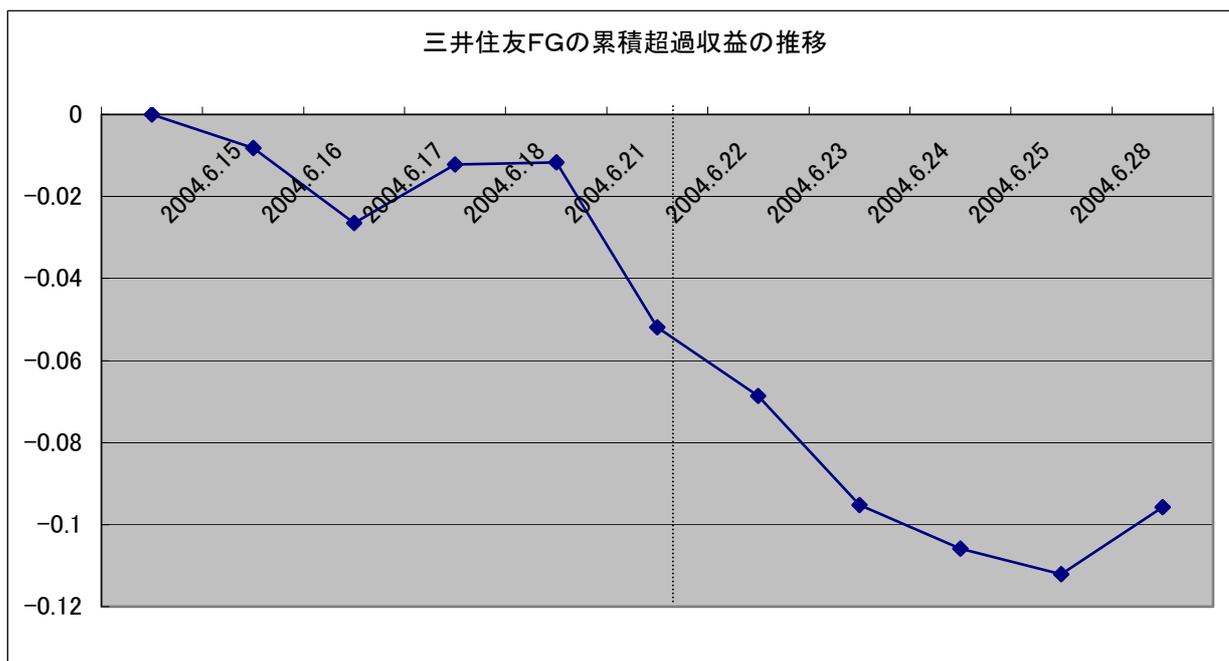
とプロミスの相関性の高さを示しており、アコム企業価値変動がプロミスにも同様の変動効果を与えたと推測される。

イベントAにおける企業価値変動を分析した場合、三菱東京FGと三井住友FGの累積超過収益はイベント公表をきっかけにして上昇し、その後は下降しながらもイベント公表以前よりは高い累積収益率を維持した。これは、株式市場が金融コングロマリット化をすすめる銀行業界への好影響を評価したものと推測される。また、アコムとプロミスの企業価値変動を分析した場合、情報が染み出しと思われるイベント日の3日前にははっきりとした企業価値の上昇が確認されているが、その後の累積超過収益はイベント日を境に下降に転じている。株式市場は消費者金融業界の金融コングロマリットとの連携に対して短期的な好感は示したが、持続的な評価を示さなかった。

イベントB (2004. 6. 21) における分析

図表8は、当事者である三井住友FGの累積超過収益の推移である。イベント公表以前から累積超過収益は下降し、イベント公表における企業価値の変動はみられなかった。追隨的な今回の連携はインパクトに欠け、株式市場の反応は冷ややかな結果となった。

図表8 三井住友FGの累積超過収益の推移 (2003. 6. 21~2004. 7. 5)

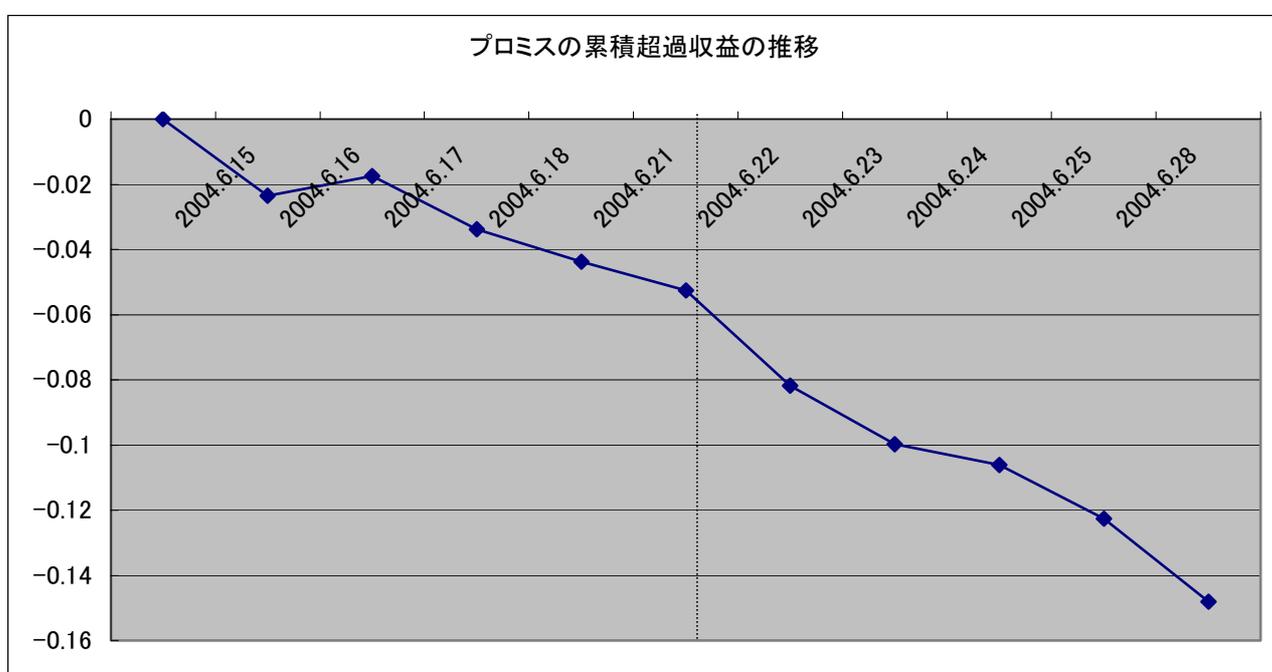


* 分析データ：回帰分析による自由度調整済み決定係数は 0.492 であり、モデル信頼性は確保されている。P 値は、6.542E-06 であり 5%有意である。

推定期間(2004.3.23~2004.5.10 の日次株価)

図表 9 は、当事者であるプロミスの累積超過収益の推移である。連携相手先の三井住友 FG 同様、イベント公表以前から累積超過収益は下降し、イベント公表における企業価値の変動はみられず、株式市場は今回の連携を評価していない結果となった。

図表 9 プロミスの累積超過収益の推移 (2003.6.21~2004.7.5)

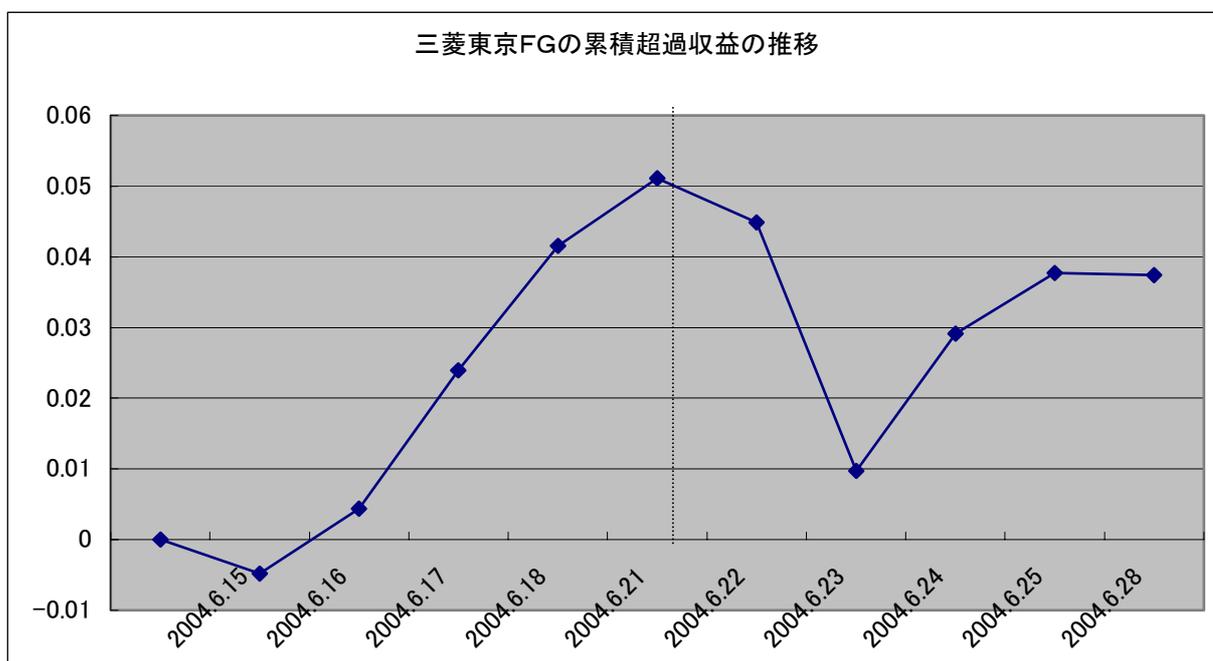


* 分析データ：回帰分析による自由度調整済み決定係数は 0.100 であり、モデル信頼性はかろうじて確保されている。P 値は、0.0080 であり 5%有意である。

推定期間 (1999.6~2004.5 の月次株価)

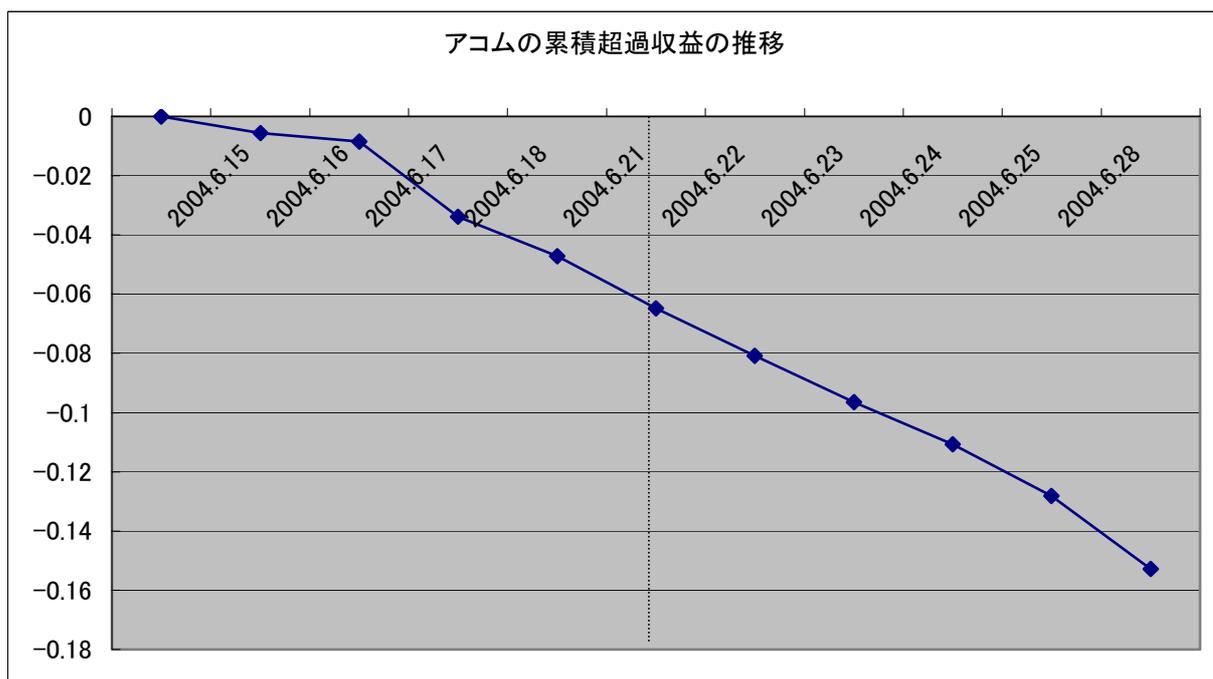
次の図表 10 は三菱東京 FG の累積超過収益の推移である。イベント日に向け正の累積超過収益を示し、イベント公表日を境に累積超過収益は一時下降した。三井住友 FG とプロミスの連携が三菱東京 FG に脅威を与えるとの観測から企業価値を下げたものと推測される。

図表 1 0 三菱東京FGの累積超過収益の推移 (2003. 6. 21~2004. 7. 5)



* 分析データ：回帰分析による自由度調整済み決定係数は0.432であり、モデル信頼性は確保されている。P値は、3.498E-05であり5%有意である。
推定期間(2004. 3. 23~2004. 5. 10の日次株価)

図表 1 1 アコムの累積超過収益の推移 (2003. 6. 21~2004. 7. 5)



* 分析データ：回帰分析による自由度調整済み決定係数は0.219であり、モデル信頼性は確保されている。P値は、9.69E-05であり5%有意である。

推定期間（1999.6～2004.5の月次株価）

アコムの場合、イベント公表以前から累積超過収益は下降し、イベント公表における企業価値の大きな変動もみられなかった。三井住友FGとプロミスの連携公表がアコムの企業価値を下降方向に作用させたことは推測できる。

イベントBにおける企業価値変動を分析した場合、イベント日以前から、三井住友FGとプロミスはともに累積超過収益が下降しており、イベント日での反応も薄い。分析結果で見える限りは、第2段となった金融コングロマリットと大手消費者金融会社との戦略的連携は、市場インパクトが弱く、評価が得られなかった。イベント日の10日前頃より市場では三井住友FGとプロミスが連携交渉に入ったとの噂が流れ、連携内容も市場が想定する範囲内であったとの報道もあり、イベント日以降の下降は「期待はずれ」の反応を示しているものと思われる。また、ライバル会社で先行して連携発表した三菱東京FGにおいては企業価値への変化が見て取れたが、アコムには強い反応は見られなかった。結果的にはイベント日Bにおいては、戦略的連携発表の当事者へのプラス効果は検出できず、ライバル企業へのマイナス効果が推測することができた。

終章 議論の総括と今後の研究課題

第1節 議論の総括

本論文では、2004年の3月と6月に公表された日本初の手元金融グループと大手消費者金融会社の戦略的連携の問題を扱った。戦略的な連携に至った背景には、成熟化しつつあるリテール金融マーケットを資源補完的な連携により打開していこうという意図が確認できた。さらに、イベント・スタディによる企業価値変化の分析では、業界初の公表となった3月の三菱東京FGとアコムの連携公表はインパクトが強く、4社ともに株式収益率の良好な反応を確認することができた。特に大手金融グループサイドへの良好な反応が持続した。一方、続く6月の三井住友FGとプロミスの連携公表は、イベント公表の市場反応を

はっきりと検出することはできなかったが、当事者及びライバル企業の累積超過収益を下げたことが確認できた。

以上の分析結果から、金融業界の再編やコングロマリット化による業界横断的な統合や連携において、株価は史上初のイベント公表については、当事者企業のみならず、追随するであろうライバル企業にも有意な反応を示すと判断できる。また、追隨的なイベントはイベント公表のインパクトが弱く、イベント情報もかなり推測されることから、公表時の当事者の企業価値変動は顕著ではなく、むしろライバル企業の企業価値変動に影響を及ぼすのではないかと思われる。

第2節 今後の研究課題

日本型の金融コングロマリットの形成過程において、銀行サイドにとってリテール戦略における消費者金融会社とのアライアンス戦略の有効性を検証すること、消費者金融会社サイドにとって、独自経営の維持か合併・アライアンスによる拡大戦略を取るべきか、いずれも中長期的な分析が必要であろう。イベント・スタディによる企業価値への変化については、個別企業の事情と今回の実証結果がどのように対応しているかは、詳細な研究が必要と思っている。

<参考文献>

- 前田真一郎『米国金融機関のリテール戦略』 [2004] 東洋経済新報社
- 沼田優子『図解 米国金融ビジネス』 [2002] 東洋経済新報社
- 江夏一郎 小林麻里『消費者信用ビジネスと消費者保護』 [1996] 敬文堂
- 増淵正明『よくわかるクレジット&カード業界』 [2004] 日本実業出版社
- 家森信善『日本の金融機関と金融市場の国際化』 [1999] 千倉書房
- アコム株式会社 アニュアルレポート 2004年3月期
- プロミス株式会社 アニュアルレポート 2004年3月期、中間決算資料
- 三菱東京FG ディスクロージャー誌 2004年3月期
- 三井住友FG ディスクロージャー誌 2004年3月期

<脚注>

-
- (1) 橋木俊詔 羽根田明博「都市銀行の合併効果」 フィナンシャルレビュー1999年12月
大橋一成 濱田秀夫 隅田慶子「リスクの観点からみた金融統合の効果と影響」
2001年1月
- (2) 前多康男 永田貴洋「金融コングロマリットと範囲の経済」2003年9月
金融研究研修センター・ディスカッションペーパー
- (3) 93年シカゴ大学のサイモンとサリバンによる研究報告では、株価からブランドエクイティの推定を行った結果、一般的に高いブランドを有する企業で高いブランド価値が推定された。コーポレートブランド経営 [2003] 伊藤邦夫 日本経済新聞社
pp135-139 にて紹介
- (4) イベント・スタディの解説としては、Campbell, Lo, and Mackinlay(1997)「The Econometrics of Financial Markets」に具体的な手法事例がある。
- (5) 徳永俊史「株式公開買い付け(TOB)に対する市場の反応」 [2004]
三菱信託銀行 視点4月号
- (6) Campbell, Lo, and Mackinlay(1997)「The Econometrics of Financial Markets」p158
及び『日本の金融機関と金融市場の国際化』 [1999] 家森信善 千倉書房 p180
- (7) 日時株式収益率は、東証株式指数(TOPIX)より個々の株価の日時(営業日)データを得て計算した。t期の株式収益率 R_t は、次のような式で求められる。
$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$
- (8) 市場の株式収益率を計算するための代理変数としてTOPIXを使用した。TOPIX(東証株価指数)は、東京証券取引所が算出、公表している株価指数であり、東証市場全体の動きを表している。