

銀行テークオーバーの市場規律機能

柏木 敏

要 旨

わが国では、最近の金融機関経営破綻により金融システムが動揺している。金融システムの機能を回復させるために、金融市場に市場規律を導入することが提言されている。市場規律は、金融機関経営のモニタリングを預金者・債権者、株主に委ねることを意味している。しかし、これらの市場規律が十分に機能しない場合、最終的にテークオーバーが行われる。

本稿では、アメリカにおける最近の銀行の買収・合併を、テークオーバーの経営規律機能という視点から考察する。銀行におけるテークオーバーの効果は、非金融会社の場合に比べると明確ではないことが実証分析によって示されている。その原因は、買収・合併政策が緩和されたとはいえ、事業会社に比べるとまだ制限があるためである。しかし、全てを市場に委ねることができないとすれば、それは市場規律の限界であるとも考えられる。

目 次

- | | |
|--------------------------|----------------------|
| I. はじめに | IV. テークオーバーの企業価値創出効果 |
| II. アメリカにおける銀行の買収・合併の動向 | V. 結論 |
| III. エージェンシー・コストとテークオーバー | 参考文献 |

I. はじめに

バブル経済崩壊による金融システムの動揺に対する処方箋として、金融制度調査会は市場規律に立脚した金融システムの確立を求め、規制当局は市場機能の補完的役割に徹すべきことを提言している¹⁾。市場規律を促す方策として

は、ディスクロージャーによる市場のチェック及び預金者の自己責任原則があげられている。しかしながら、預金者の自己責任原則の確立が、銀行破綻に対する預金保険あるいは公的負担の軽減になったとしても、直ちに、それが金融機関の過度のリスク負担行動を抑制するとはいえない。本来、金融機関のリスク負担行動の監視は、株主に委ねられるべきものであるが、

彼らはリスクのモニターというよりは、むしろ過度のリスク負担を好む誘因をもっている。一方、預金者を含めた債権者は、自分の預け金の返済に対して関心があるのであって金融機関のリスクに対しては相応の報酬としてリスク・プレミアムを要求を行っているが、彼らは、それによって金融機関の過度のリスク負担を抑制しようと考えてはいない。

株主、債権者が企業行動をコントロールできないばあい、経営支配権市場において、テークオーバーという形で最終的に市場規律がはたらくことが、すでに、Manne (1965) あるいは Garten (1991) によって指摘されている⁹⁾。アメリカでは1980年代以降、金融機関の買収・合併が急増している。その動機についてはさまざまな仮説がたてられているが、本稿では、金融機関の買収・合併を金融機関経営に対する市場規律という観点から考察し、金融システム安定のうえで、このような外部統制メカニズムが有効に機能しうるかどうかを考えてみたい¹⁰⁾。

II. アメリカにおける銀行の買収・合併の動向

長期的トレンドからみると、アメリカの銀行業は金融サービス業におけるシェアを低下させている¹¹⁾。1946～1990年における金融機関総資産に対する商業銀行のシェアについてみると、1946年の60%弱から、1990年にはほぼ30%強に落ちている。商業銀行はすう勢的にその地位を低下させているが、特に、金融自由化のなかで、ノンバンク、外銀によってそのシェアを奪われた。すなわち、商業銀行以外のその他金融機関の1991年におけるシェアは47%であり、1950年時のシェアの2倍以上の伸びを示してい

る。商業銀行のシェア低下傾向は現在まで続いており、1995年末における非農業、非金融業の負債に占めるシェアは14.5%にすぎない。このような商業銀行のシェア低下の原因の1つは、ノンバンクによる社債、CP購入であった。さらに、同時期における外銀の成長にもめざましいものがあった。1990年における全銀行資産に対する外銀のシェアは21%であったが、それは1970年の4%から比べれば5倍にも伸びている。商業工向け貸付けに占めるシェアでみると、外銀のシェアは1995年には47%にもなっている。

1980年代における商業銀行の買収・合併活動は、ノンバンク、外銀の成長に対抗して、商業銀行が経営効率化を余儀なくされたことによって生じた。商業銀行の買収・合併は、表1にみられるように、1980年より増加し、1987年にピークを示している。1980～1994年の15年間における総合併件数は6,347件、年平均423件であ

表1 銀行買収・合併の推移 (1980～1994年)

| 年 | 合併件数 | 被合併資産額* |
|------|-------|----------|
| 1980 | 190 | 10.18 |
| 1981 | 359 | 34.07 |
| 1982 | 420 | 40.87 |
| 1983 | 428 | 50.05 |
| 1984 | 441 | 69.82 |
| 1985 | 475 | 67.12 |
| 1986 | 573 | 94.41 |
| 1987 | 649 | 123.29 |
| 1988 | 468 | 87.71 |
| 1989 | 350 | 43.39 |
| 1990 | 366 | 43.74 |
| 1991 | 345 | 150.29 |
| 1992 | 401 | 165.42 |
| 1993 | 436 | 103.05 |
| 1994 | 446 | 111.76 |
| 計 | 6,347 | 1,195.17 |

*単位は10億ドル

(出所) Rhoades (1996), pp. 4, 6-7.

り、合併された資産額は1兆1,950億ドルにのぼっている。また、1984～1996年6月までの合併・新設合併を調査した O'Keefe の研究 (1996) によれば、この期間の合併は、9,525件、年平均762件であった。

買収・合併急増の制度的背景は、銀行の支店活動、州際活動に対する規制緩和が進み、支店規制の緩和、複数銀行持株会社 (multibank holding company) の設立を認める州が増加したことである。1984年において2州以上で営業を行っている銀行の全銀行資産に占める割合は33%であったが、1995年になるとその割合は64%にもものぼっていた¹²⁾。一方、単一銀行持株会社のシェアには変動がなかったが、単一銀行・貯蓄金融機関は、同時期にシェアを37.9%から20%弱へと落していた。銀行業内でのシェア変動の原因は、買収・合併活動の結果であった。一方、表2にみられるように、銀行業への新規参入が減少しており、さらに、買収・合

併、経営破綻により銀行数が減少していることから、銀行数は1984年の14,887行から1995年半ばには、9,804行にまで激減している。なかでも、表3にみられるように単一銀行の減少が大きかった¹³⁾。1980年代後半から1990年代初頭の買収・合併は、貯蓄金融機関の経営破綻を反映して、連邦預金保険公社 (Federal Insurance Corporation, FDIC) 主導による救済合併が多かったが、1990年代半ばから、純粋な買収・合併が占めている¹⁴⁾。

従来、銀行合併に対しては独占禁止政策の観点から規制がかけられていた。その理由は、1930年代以降、合併、銀行持株会社、支店設置などの増加により、銀行業の集中が進んだことから、地方銀行、貯蓄金融機関を保護する必要があったためである。その施策として、マクファーデン法 (McFadden Act of 1927)、1933年銀行法 (Banking Act of 1933) が制定され、州際支店設置が禁止された。さらに、1956年銀行持株会社法 (Bank Holding Company Act of 1956) により、1州以上の銀行の取得が禁止され、1960年及び1966年銀行合併法 (Bank Merger Act of 1960 and 1966)

表2 銀行の参入、退出 (1980～1994年)

| | 新規参入 | FDIC加盟 銀行の破綻 | 買収・合併 |
|------|-------|-----------------|-------|
| 1980 | 206 | 10 | 190 |
| 1981 | 199 | 10 | 359 |
| 1982 | 316 | 42 | 420 |
| 1983 | 366 | 48 | 428 |
| 1984 | 400 | 79 | 441 |
| 1985 | 318 | 120 | 475 |
| 1986 | 248 | 138 | 573 |
| 1987 | 212 | 184 | 649 |
| 1988 | 234 | 200 | 468 |
| 1989 | 204 | 206 | 350 |
| 1990 | 165 | 168 | 366 |
| 1991 | 106 | 124 | 345 |
| 1992 | 96 | 120 | 401 |
| 1993 | 76 | 42 | 436 |
| 1994 | 66 | 13 | 446 |
| 計 | 3,212 | 1,504 | 6,347 |

(出所) U.S. Cong. (1996), p. 133.

表3 銀行数の推移 (1984～1995年)

| 年 | 銀行持株会社 | 単一銀行・貯蓄機関 | 計 |
|------|--------|-----------|--------|
| 1984 | 5,707 | 9,180 | 14,887 |
| 1985 | 5,977 | 8,800 | 14,777 |
| 1986 | 5,984 | 8,331 | 14,315 |
| 1987 | 5,981 | 7,880 | 13,861 |
| 1988 | 5,939 | 7,343 | 13,282 |
| 1989 | 5,915 | 7,021 | 12,936 |
| 1990 | 5,878 | 6,417 | 12,295 |
| 1991 | 5,830 | 5,906 | 11,736 |
| 1992 | 5,713 | 5,537 | 11,250 |
| 1993 | 5,533 | 5,129 | 10,662 |
| 1994 | 5,386 | 4,666 | 10,052 |
| 1995 | 5,323 | 4,284 | 9,607 |

(出所) Holland and others (1996), p. 4, Fig. 3.

により、同一都市における大規模銀行合併が制限された。しかし、銀行合併が規制されることにより、銀行の地理的拡張が制約されることになり、それが銀行業の競争を押えることになった。銀行業における競争制限は、結局、産業、預金者どちらの利益にもならなかった。銀行は価格、商品開発のどちらでも他の金融サービス業に遅れをとり、すでに述べたように、そのシェアを低下させることになった。

しかし、地域経済の振興、経営破綻銀行の救済、あるいは、外銀、ノンバンクへの対抗から、1974年に銀行合併政策が緩和され、1980年代後半には、多くの州が銀行持株会社の州際銀行業務を認めるようになった。そして、マクファデン修正法、ダグラス修正法がこの傾向に拍車をかけた⁹⁾。銀行合併政策の変更を受けて、支店設置の緩和を認める州は、1970年代の6州から、1980年代には22州に増加した。また、複数銀行持株会社を許す州も、1970年代の3州から、11州に増加していた⁹⁾。そして、リーグル=ニール州際銀行業務・支店設置効率化法(Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act in September 1994)の通過は、銀行の地理的分散化の機会をますます増加させることになり、州際銀行が一般的になりつつある。

銀行の買収・合併に対する規制機関は、1960年銀行合併法で定められており、買収・合併を行う銀行によって担当機関が異なっている。すなわち、買収・合併を行う銀行が国法銀行である場合は通貨監督局、また、州法加盟銀行、州法非加盟銀行のときには、それぞれ、連邦準備制度、連邦預金保険公社があたり、各機関の役割はおおよそ以下のとおりである¹⁰⁾。

通貨監督局は国法銀行による合併申請を受け

て、司法省、連邦預金保険公社、連邦準備制度に対して、それぞれの意見を求める。合併の是認にあたって、通貨監督局は銀行システムの健全性の維持と市場競争の促進という観点から評価し、合併銀行、一般利用者にとって合併が有益であればこれを是認する。通貨監督局は、合併が銀行の安全性、健全性に対して好ましい影響を与えており、競争を阻害するものではないと考えており、合併に対して好意的である¹⁰⁾。

連邦準備制度は1956年銀行持株会社法及び1960年銀行合併法により、銀行持株会社が銀行を合併する場合、または、銀行持株会社同士の合併、あるいは、合併によってできた銀行が州法加盟銀行である場合について、これらの合併の評価を行っている。通貨監督局と同様に、連邦準備制度も、競争、合併当事者である銀行の財務的、経営的資源、将来の見通し、地域社会への影響を評価している。連邦準備制度も、その目的を、銀行システムの安定性と健全性の維持においている。そのために資本比率と財務体質の強化に重点をおき、財務的危機に陥った銀行に対する迅速な是正、および完全な州際支店による地理的拡張によるリスクの分散化を求めている¹⁰⁾。

連邦預金保険公社は州法銀行を監督しているが、州際銀行の増加から各州銀行局と協同して銀行の監督にあっている。また、同公社は、通貨監督局、連邦準備制度、貯蓄金融機関監督局(Office of Thrift Supervision)と協調して、1994年リーグル地域社会発展及び規制改善法(Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act of 1994)、305条項を遂行している。同条項は、連邦銀行規制当局が金融機関の一元的検査にあたって、主導的規制機関を選ぶように指示している。そ

ぞれの機関の監督対象銀行を反映して、被買収銀行の総資産額も、連邦準備制度の認可額が最も大きく、全体の85%を占めていた¹⁰⁾。

III. エージェンシー・コストとテークオーバー

アメリカでは、1980年代の金融機関の経営破綻の増加から金融システムを守るために、あるいは、今日の複雑な金融取引を規制当局が、的確に把握することが困難なことから、金融市場に市場規律を導入し、金融機関の監視を市場に委ねるべきであるとして、一連の施策がなされた¹⁰⁾。しかしながら、市場参加者の誰に市場規律を委ねるべきかについては、若干の注意が必要である。一般に、銀行は安価な小口預金によって大部分の資金を調達しているために、株

して、それが大規模な複数州にまたがる金融機関の監督を保証するよう期待されている。大部分の大銀行は、通貨監督局か、連邦準備制度のどちらかによって監督されているから、預金保険公社は預金保険に対するリスクを監視するのに必要な大銀行に関する情報をこれら機関に依存している¹⁰⁾。

1980~1994年における、各規制機関ごとの買収・合併認可件数と買収資産額をまとめた表4によれば、連邦準備制度の総認可件数は4,507件にのぼっている。通貨監督局、連邦預金保険公社のそれぞれ972件、863件に比べると、連邦準備制度が圧倒的に大多数の買収・合併を認可していた。それは、主として銀行持株会社が地理的拡張の手段として買収・合併を利用しており、連邦準備制度がこれら銀行持株会社の規制を行っていたことを反映している。また、それ

表4 買収件数と買収資産額* (認可規制機関別) (1980~94年)

| 年 | 通貨監督局 | | 連邦準備制度 | | 連邦預金保険公社 | | 計 | |
|------|-------|---------|--------|-----------|----------|--------|-------|-----------|
| | 件数 | 資産額 | 件数 | 資産額 | 件数 | 資産額 | 件数 | 資産額 |
| 1980 | 32 | 1,443 | 116 | 6,252 | 42 | 2,486 | 190 | 10,182 |
| 1981 | 68 | 17,865 | 252 | 13,741 | 39 | 2,462 | 359 | 34,068 |
| 1982 | 85 | 9,315 | 279 | 28,481 | 56 | 3,076 | 420 | 40,872 |
| 1983 | 60 | 9,172 | 305 | 30,985 | 63 | 9,890 | 428 | 50,047 |
| 1984 | 66 | 8,968 | 331 | 59,424 | 44 | 1,428 | 441 | 69,820 |
| 1985 | 58 | 6,507 | 376 | 58,917 | 41 | 1,695 | 475 | 67,120 |
| 1986 | 50 | 3,723 | 467 | 87,628 | 56 | 3,056 | 573 | 94,407 |
| 1987 | 45 | 2,574 | 544 | 117,765 | 60 | 2,953 | 649 | 123,292 |
| 1988 | 75 | 5,717 | 333 | 72,926 | 60 | 9,065 | 468 | 87,709 |
| 1989 | 96 | 4,345 | 217 | 37,834 | 37 | 1,206 | 350 | 43,386 |
| 1990 | 73 | 15,968 | 188 | 22,033 | 105 | 5,740 | 366 | 43,741 |
| 1991 | 35 | 3,788 | 224 | 142,177 | 86 | 4,321 | 345 | 150,286 |
| 1992 | 66 | 3,670 | 288 | 159,626 | 47 | 2,125 | 401 | 165,421 |
| 1993 | 99 | 16,598 | 283 | 83,038 | 54 | 3,417 | 436 | 103,052 |
| 1994 | 64 | 12,032 | 304 | 94,658 | 78 | 5,068 | 446 | 111,759 |
| 計 | 972 | 121,686 | 4,507 | 1,015,485 | 868 | 57,990 | 6,347 | 1,195,161 |

* 資産額の単位は100万ドル

(出所) Rhoades (1996), p. 18.

主、債権者への依存が低いという特徴をもっている。預金者はもともとリスク負担の度が小さいいうえに、小口預金者は預金保険の下で元本が保証されているために、金融機関をモニターする誘因が小さい。また、大口預金者、債権者は、自分達の貸付金の返済に対してのみ関心をもっており、金融機関のリスク補償分だけのプレミアムを要求するが、それは本来、金融機関のリスク負担行動を抑制するものであるとは考えられていない。

金融機関はリスク回避的資金を集合し、規模の経済を利用してリスクを分散させることによってリスク負担を行っている。したがって、金融機関には一定のリスク負担を求められているのであるから、金融機関の経営監視は、株主に委ねられるべきものである。金融機関経営に対する市場規律が株主に委ねられると、彼らはリスク愛好者であるから、金融機関により多くのリスク負担を求めるようになるかもしれない¹⁰⁾。このような場合、金融機関の資金調達を大部分を占めている預金者、債権者はリスク回避者であるから、株主との間で利益の対立が生じることになる。

証券保有者による金融機関のモニタリングが有効に機能しない場合、最終的には、テークオーバーという形で外部統制メカニズムがはたらくことになる。この外部統制メカニズムは経営支配権市場 (market for corporate control) とよばれており、委任状争奪戦 (proxy fights)、公開買付による買収、合併という3つの形態がある。

経営支配権市場に関する Manne (1965) の議論は、所有と経営が分離している現代大企業では、株主と経営者の利益が対立することに注目している。株価と企業経営の効率とのあいだ

に正方向の関係が存在することを仮定すると、経営効率悪化による株価下落が、会社のファンダメンタル価値と株価の乖離をもたらす。そして、もし、外部者が、この会社のファンダメンタル価値が株価よりも高いことを知りえたならば、彼はこの会社をテークオーバーし、より効率的に経営することによって株価を引き上げ、利益を得ることができるはずである。

しかし、効率的市場仮説を受け入れるならば、この Manne の考え方は明らかに成立しない。なぜなら、市場が効率的であれば、あらゆる情報は株価に瞬時に反映され、外部者が市場に先立って買収対象会社のファンダメンタル価値を知ることはできないことになる。また、企業の価値を最もよく知りうる立場にいるのは経営者であるから、もし自社が買収対象になっていることを知ったならば、彼は自社のファンダメンタルズを直ちにディスクロージャーすることによって、株価を引き上げ、買収を妨害するであろう。したがって、株式市場が効率的であるかぎり、企業のファンダメンタル価値以下でテークオーバーを行うことはできないことになる。

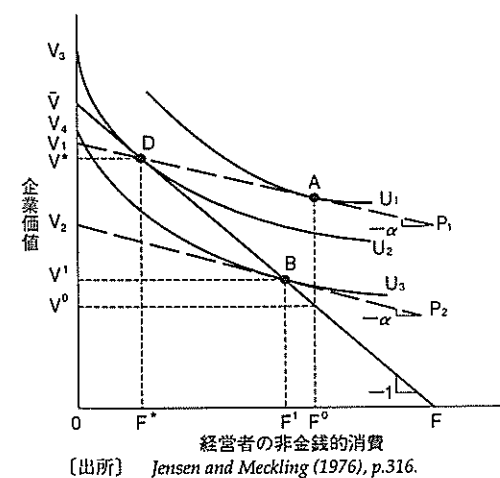
それにもかかわらずテークオーバーが行われるのは、所有と経営が分離することによって、株主と経営者との利益の不一致から、エージェンシー・コストが発生しているためである。経営者が株主の代理人として企業経営にあたる場合、たとえ経営者が職務に精励して良好な企業業績を実現したとしても、その成果を全て自分の手に入れるというわけにはいかない。彼らは実現した成果の一部を経営者報酬として受け取るのにすぎず、大部分は株主、債権保有者、あるいは別の経営者に分配される。そのために、経営者の側からすれば、金銭的報酬の不足分を、非金銭的形態により自己のために支出しよ

うとする誘因がはたらくことになる。この支出部分は会社にとっては非生産的支出であって、株主と経営者の利益不一致から生じるエージェンシー・コストとよばれている。このようなエージェンシー・コストの増加が企業価値の低下をまねくことは、Jensen and Meckling (1976) で論証されている。

企業の株式の全てを所有している経営者の効用は、企業の価値と経営者の地位からもたらされる個人的な非金銭的消費から得られる¹¹⁾。企業価値と非金銭的消費のあいだには、1対1のトレード・オフ関係があり、非金銭的消費を増加させると、企業価値が低下する。したがって、このときの経営者の効用は、企業価値の増加によって得られる限界効用と、非金銭的消費の増加による限界効用が等しくなったときに極大になる。図1は経営者の効用が、彼の効用をあらゆる無差別曲線と企業価値と非金銭的消費とのトレード・オフ関係をあらゆる予算制約線との接点Dにおいて極大となり、このときの非金銭的消費水準がF*であり、また、企業価値がV*であることを示している。

ここで、経営者が持株の一部を外部者に売却

図1



〔出所〕 Jensen and Meckling (1976), p.316.

すると、経営者は自分の非金銭的消費の一部を外部株主に負担させることができることから、エージェンシー問題が発生する。いま、経営者=所有者が持株のうち $(1-\alpha)$ 、 $(0 < \alpha < 1)$ を、外部株主に売却しようとしているとしよう。このとき、株式の買い手は、経営者が株式売却前と同額の非金銭的消費を行おうとしていることを知っていれば、彼らは株式に対してこのときの企業価値の $(1-\alpha)$ 比率、すなわち $(1-\alpha)V^*$ の支払いを行うであろう。したがって、経営者からみると、自分の非金銭的消費のコストは $\alpha \times \$1$ で、予算制約線の傾斜は $-\alpha$ となり、 $\bar{V}F$ から V_1P_1 にシフトする。経営者は株式売却代金を手に入れる一方で、株式売却前と同水準の非金銭的消費が可能であるから、新しい予算制約線 V_1P_1 はD点を通過している。

新しい予算制約線の下で、経営者は非金銭的消費を拡大することにより効用を極大化することができる。経営者の効用極大化は、 V_1P_1 と無差別曲線 U_2 よりも上方に位置する U_1 との接点Aにおいて達成される。効用極大化点はDからAへ右方にシフトしており、経営者の非金銭的消費は F^* から F^0 に増加する一方で、企業価値は V^* から V^0 に低下している。この企業価値の低下額 $V^* - V^0$ は、持株を外部者に売却したことによる経営者の非金銭的消費の増加からもたらされたものである。株式市場が効率的であると仮定すれば、株式の買い手は、経営者の持株が減少することによって、彼の非金銭的消費が増加し、企業価値の低下がもたらされることを知っていることになる。買い手は、 V^* の企業価値がもはや存在していないことを知っているのであるから、 $(1-\alpha)V^*$ の支払いに応じることはありえない。外部株主が支払いに応

じ、しかも、経営者の効用が極大になるのは、もとの経営者の予算制約線 $\bar{V}F$ 上のB点である。そこで企業価値は V' で、外部株主の支払い額は $V'(1-\alpha)$ であり、また、経営者=所有者の非金銭的消費は F' である。

外部者への持株の売却によって生じた企業価値の低下 V^*-V' は経営者によって負担されているが、経営者の持株化率 α が低くなるほど、非金銭的支出に対する自己負担が低くなり、浪費が助長される。企業価値の低下額 V^*-V' は、経営者と外部株主とのエージェンシー関係によって生じたものであり、経営者自らがモニタリング・コスト、ボンディング・コストを負担することによって縮小させることができる。しかし、エージェンシー・コストを節約するこれらの方法は、経営者が株主の監督に服したり、それに従わない場合には解雇されるのでなければ十分に機能しない。

経営者に対する監視にあたって、内部統制メカニズムとして取締役会が制度化されている。取締役会には、経営者の雇用、解雇に関する権限が与えられている。しかし、取締役を選任しているのは経営者であり、また、選任された取締役も顧問弁護士であったり、会社との何らかの関係者であることが多く、彼らは現経営者の下で会社と金融的利害関係をもっている。また、彼らが株主に対して経営者の監視について忠実義務を果たそうとしても、経営者が株主の利益を極大化するような行動をとっているかどうかを判断するのに十分な知識を備えていないことが多い。また、経営者の監視に必要な情報を収集するためのコストも膨大となり、取締役が自らそれを負担することはないであろうし、経営者も情報の提供を行わないであろう。結局、内部統制メカニズムは、経営者の行動監視

に効果的とはいえない¹⁸⁾。

テークオーバーは、経営者がエージェンシー・コストを低下させ、企業価値の増加を図るような経営を行わない場合、彼らに解雇の脅威を与えることができる。すなわち、ビッドが現在の経営者の下での企業価値=株価とファンダメンタルな企業価値とをモニターし、株価の方が低い場合、彼らは企業を買取り、経営者の交替を迫ることによって、企業のパフォーマンスを改善し、株価を上昇させることにより利益が得られるのである。

テークオーバーの成功は、ビッド、株主が企業価値についての確かな情報を持っていることが前提になっている¹⁹⁾。ビッドは企業価値低下の原因が、経営者の職務怠慢、あるいは企業環境の悪化のどちらによるものか判断する材料を持っていないと仮定しよう。このとき、株主は経営者の怠慢に対してはペナルティを課すことができるが、企業環境の悪化に対してはペナルティを課さないとするれば、彼等は経営者にペナルティを課すことはできない。そのために、経営者の側には常に、職務を怠け、自己を利するような行動をとる誘因がはたらくであろう。

一方、ビッドは企業価値低下の原因について適格な判断材料を持っていると仮定しよう。企業価値低下の原因が経営者の怠慢によるものと彼らが判断すれば、テークオーバーにより経営者を更迭することにより、企業効率を改善し企業価値を高めることができるであろう。ここで、株主は企業価値が低いことを既に知っているから、すすんでテークオーバーに応募するはずである。反対に、企業価値の低下が企業環境の悪化によるものであるとすれば、経営者を替えても効果はないのであるから、テ

クオーバーが行われることはありえない。こうして、社会的にみて価値のあるテークオーバーのみが行われ、資源の効率的配分が行われるのである。

テークオーバーの経営規律機能は、被買収会社におけるエージェンシー問題に注目しており、テークオーバーを行う会社については言及されることがない。しかし、Jensen (1986) は、テークオーバーを行う会社にもエージェンシー問題が発生しており、その解決の1つの方法としてテークオーバーが利用されていることを指摘している。

実証分析の結果によれば、テークオーバーによって、ビッド、被買収会社株主の双方ともが利益を得ていた。すなわち、テークオーバーのプレミアムの源泉は、エージェンシー・コストの削減によるものであって、企業価値の創出であることがみとめられている。テークオーバーの応募株主には、株式の市場価値以上のプレミアムが支払われ、また、ビッドもエージェンシー・コストの減少による株価の上昇が、応募株主に支払われたプレミアムよりも大きく、その差額を得ていた。さらに、非応募株主も、テークオーバー後の株価上昇の恩恵を受けていた²⁰⁾。

IV. テークオーバーの企業価値創出効果

Rose (1989) によれば、買収・合併を行った銀行は次のように要約される。すなわち、買収・合併を行っていた銀行の平均規模が大きく、被買収・合併銀行との間に規模格差が存在していた。買収・合併を行っていた銀行は、積極的に経営されていたが、低収益性、低成長、

貸付の質および生産効率の低下、長期資本不足といった問題を抱えており、これらの問題を解決するために買収・合併を行っていた。一方、被買収・合併銀行は買収・合併を行った銀行よりも収益性と自己資本に対するリスク資産の比率が低く、また、信用リスクが高かった。被買収・合併銀行は、買収・合併されなかった銀行、買収・合併を行った銀行よりもパフォーマンスが劣っていた。また、買収・合併を行った銀行は、そうでなかった銀行よりも高いパフォーマンスをあげていたということではなかった。

テークオーバーの実証分析には2つのアプローチがある²¹⁾。第1のアプローチは会計学的アプローチである。このアプローチでは、従属変数にテークオーバーのプレミアムあるいは会社のパフォーマンスをあらわす利益率をとり、買収会社・被買収会社の特性、たとえば、収益性、資本、成長、経営者持株比率などによって説明している。

第2のアプローチは株価データを利用しており、event study とよばれている。このアプローチは、買収会社、被買収会社に生じた異常収益率を分析している。テークオーバーによるこの富効果によって、買収・合併の価値創出効果を測定することができ、その源泉を推測することもできる。本稿では、主に株価データによるアプローチを考察する。

Jensen and Smith (1985) は、テークオーバーによる買収・合併会社、被買収・合併会社の株主の富に対する影響を、非金融会社についての実証分析の成果を展望している。それによれば、敵対的買収におけるターゲット会社の株主に30%ものプレミアムが支払われており、一方、買収・合併会社株主にも4%ほどの

プレミアムが生じていた。したがって、テークオーバーによる企業価値の創出額は、双方の株主のプレミアムを併せて、約34%と推測されている。また、Bhide (1993) によれば、敵対的テークオーバーのターゲットとなった会社の経営者持株比率は低く、友好的テークオーバーの15%強に対して6.5%にすぎなかった。さらに、ターゲット会社のテークオーバー前のパフォーマンスは低く、自己資本利益率は同業他社に比べて2.2%、また、株式収益率も市場平均に比べて4%低かった。これらの証拠は、エージェンシー・コスト理論と斉合的であるといえる。

1980年代の銀行の買収・合併に対する event study の成果は、銀行買収・合併のターゲットになった銀行の株主に5~25%の異常収益率が生じていたことを示している。一方、テークオーバーを行った銀行の株主については、非金融会社と異なり、一致した結果が得られていなかった。Palia (1994) のサーベイによれば event study 17ケースのうち、10ケースが負の異常収益率を、また、6ケースが正の異常収益率を報告していた。残りは買収・合併を行った銀行に異常収益率が生じていなかったことを示していた。たとえば、Baradwag, Fraser, and Furtado (1990) の実証分析結果は、敵対的買収のターゲット銀行の株主に、アナウンスメント日に12.29%の異常収益率が発生していたが、買収を行った銀行の株主にはアナウンスメント後2~5日に-1~-4%の異常収益率がみられたことを報告している。同様の結果は、Wall and Gup (1989), においてもみられる²³⁾。

株主の利益の性質は、被買収・合併銀行の株主の利益と買収・合併前の経営非効率性との関

係を検討することによって知ることができる。それは買収・合併アナウンスメント前のパフォーマンスが悪化している銀行と、良好な銀行に対する買収・合併アナウンスメントの反応を比較することによって行われる。たとえば、Hawawini and Swary (1990) は、1968年1月5日~1987年6月26日のあいだに買収された452銀行を分析した。買収・合併アナウンスメント前の銀行のパフォーマンスを、アナウンスメント前58週から6週前までの52週の累積異常収益率によって測定している。最もパフォーマンスが高い20銀行からなるポートフォリオと最もパフォーマンスが低い20銀行からなるポートフォリオの比較が行われた。測定結果の表5によれば、アナウンスメント前のパフォーマンスが低いターゲット銀行は高いターゲット銀行に比べると、アナウンスメント週に5.94%以上の収益をあげていた。この結果は、パフォーマンスの低い銀行ほどテークオーバーのターゲットになりやすいという Moore (1996) の会計データによる分析結果と斉合的である。この現象は、アナウンスメント近傍11週にも生じており、平均すると、アナウンスメント前にパフォーマンスが低かった被買収・合併銀行は、パフォーマンスが高い銀行よりも10.94%の収益をあげていた。一方、買収・合併を行った銀行についてみると、パフォーマンスが低い銀行を買収したとき、パフォーマンスが高い銀行を買収する場合よりも、平均して9.99%の収益をあげていた。この結果は、パフォーマンスの低い銀行の買収・合併には、企業価値の創出がみられるが、パフォーマンスが高い銀行を買収・合併しても企業価値は増加せず、買収・合併銀行の株主からターゲット銀行の株主への富の移転にすぎないことを示唆している。事実、Hou-

表5 ターゲット銀行のパフォーマンス^{1),2)}

| | 上位20ケース | | 下位20ケース | | 収益率格差 | |
|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|
| | 収益率 (%) | t 統計量 | 収益率 (%) | t 統計量 | 収益率 (%) | t 統計量 |
| 被買収・合併銀行 | | | | | | |
| CAR [-5, -1] | 5.85* | (3.58) | 7.24* | (4.92) | -1.39 | (0.35) |
| AR [0] | 7.75* | (8.04) | 13.69* | (18.38) | -5.94 | (1.88) |
| CAR [+1, +5] | -4.47 | (1.48) | -0.95 | (0.39) | -3.52 | (1.59) |
| CAR [-5, +5] | 8.35 | (3.71) | 19.29* | (8.46) | -10.94 | (1.96) |
| 買収・合併銀行 | | | | | | |
| CAR [-5, -1] | -0.60 | (0.25) | 2.73 | (1.76) | -3.33 | (1.25) |
| AR [0] | -2.29* | (2.73) | 0.85 | (0.79) | -3.14* | (2.24) |
| CAR [+1, +5] | -2.43 | (1.61) | 1.33 | (0.84) | -3.76 | (1.67) |
| CAR [-5, +5] | -5.09* | (2.04) | 4.90 | (1.99) | -9.99* | (2.98) |

1) 被買収合併銀行の市場パフォーマンスとして CAR [-58, -6] が利用されている。
 2) 期間は1968.1-1987.6. *は5%水準で有意。
 (出所) Hawawini and Swary (1990), p. 142.

ston and Ryngaert (1994) は、買収対象銀行に生じた正の株式収益率が、買収銀行の負の株式収益率によって相殺され、買収によって常に企業価値創出が行われるとは限らないことを示している²⁴⁾。

テークオーバーの価値創出効果を評価するためには、さらに、債権者・株主間での富の移転の可能性も考慮しておかなければならない問題である。非金融会社の買収・合併を対象とした Asquish and Kim (1982) は、ターゲット会社の株主には利益が生じていたが、その他の証券の保有者には利益も損失も生じておらず、富の移転が存在していなかったことを実証している。しかし、銀行の場合、預金保険によって元本が保証されている負債が存在し、それが株主の富に影響を与えている可能性を否定することもできない。すなわち、実際には負債に損失が生じていたかもしれないが、それを預金保険がカバーしていた可能性も否定できないということである。

買収・合併を行った銀行に正の異常収益率がみられない原因は、これらテークオーバーを

行った銀行の方にエージェンシー問題が存在しているためである。エージェンシー理論によれば、経営者の持株はエージェンシー・コストの軽減に寄与するが、持株がある水準をこえると経営者の地位が固定化され、経営者のための支出が増加する傾向がみられるからである。

Palia (1994) は、異常収益率にビッド・プレミアムを回帰させ、ビッド・プレミアムと異常収益率との間に負の関係があることを発見した。しかし、この負の関係が統計的にみて有意でなかったことから、買収・合併銀行の経営者の持株の中位値を計算し、その中位値3.185%を基準にして買収・合併銀行を2つのグループに区分した。第1グループは経営者の持株比率が3.185%よりも小さいグループであり、また、第2グループはその値よりも大きいグループである。2グループに対して、再び、異常収益率にビッド・プレミアムを回帰させると、経営者持株が中位値よりも低いグループでは、異常収益率とビッド・プレミアムの間に何ら有意な関係が存在していないことがわかった。一方、持株比率が中位値よりも大きいグループで

は、異常収益率とビッド・プレミアムとの間に統計的に有意な負の関係が発見された。したがって、経営者の持株比率が増加すると、買収・合併にあたって、過大な支払いがなされる傾向があることがわかる。そのために、異常収益率が低くなっていると推測されるわけである。

エージェンシー理論によれば、経営者の持株比率と企業のパフォーマンスの間には、正方向の関係が予測される。事実、Morck, Sleifer and Vishny (1988) は、経営者の持株比率が低下すると株主と経営者の利益が乖離し、企業価値が低下することを非金融企業について実証している。また、銀行についての Schranz (1993) の推定では、経営者持株比率1%の上昇が、利益率を2.3%増加させることが示されており、エージェンシー理論と斉合的であった。一方、非経営者の株式保有比率は、銀行のパフォーマンスに何ら影響をおよぼしていなかった。

しかし、経営者の持株が増加しすぎると経営者の地位が固定され、やはり株主と経営者の利益が乖離することになる。経営者持株比率が買収・合併アナウンスメントに及ぼす影響は、Allen and Cebenoyan (1991) において詳細に検討されている。ここでは、買収・合併を行った銀行の株主に富の創出が行われなかった原因を、買収・合併側のエージェンシー・コストに求めており、ビッドの経営者の持株比率がモニタリング機能とかかわっていることが示されている。経営者の持株比率が増加すると、経営者と株主の利益が一致し、エージェンシー・コストが低下することは事実である。しかし、経営者の持株が増加することは、一方において、経営者としての地位が強化されることでもあり、外部株主のモニタリングが低下し、

テークオーバーによって解雇される脅威が少なくなることもである。それによって企業効率の改善に緩みが出るとすれば、経営者持株比率の増加が、かえってエージェンシー・コストの増加につながることも予想される。現在、持株比率の低い経営者は、自らの地位を強化するために、企業価値を減少させるようなテークオーバーを行い、外部株主の持株の希薄化を図ろうとするかもしれない。また、すでに十分持株比率が高い経営者は、テークオーバーによって企業価値の増加を図ろうとする必然性をもっていない。しかし、ここでは、テークオーバーのターゲットとなった銀行における経営者持株についてどうであったかは、明らかにされていない。

一方、外部株主の持株比率もテークオーバーに影響を与える。すなわち、外部株主の持株比率が低ければ、経営者に対するモニタリングが弱くなり、企業価値増加となる以上の買収が行われる可能性があるし、また、反対に、外部株主の保有比率が高すぎると、テークオーバー件数が低下することになる。したがって、経営者持株比率と外部株主の持株比率とのあいだには、望ましい組み合わせが存在する。Allen and Cebenoyan の推定によれば、経営者持株比率0.7%、外部株主保有比率12%以上のとき、買収・合併アナウンスメントに対して、買収会社に1.22%の累積異常収益率がみられた。

銀行の買収・合併がなぜ一般事業会社と異なるかを、Prowse (1995) は銀行合併に対する規制によって説明している。すでに述べたように、規制当局が銀行の買収・合併に好意的であるといっても、銀行合併法によって、銀行を取得しようとする者に制限が加えられている。すなわち、商業銀行の買収を行えるのは商業銀行に限られており、非銀行と商業銀行との買収・

性を比較して、テークオーバーが活発な州ほど銀行の収益性が高く、テークオーバーが企業パフォーマンスを改善していることを発見した。

Schranz は支店設置と複数銀行持株会社が認められるようになった前年の1979年と、現在の規制が適用されている1987年のクロスセクション・データを集めた。母集団は、1979年の357銀行と1987年の602銀行である。そこからサンプルとして、1979年、1987年について、それぞれ112、85銀行を任意に抽出した。モデルでは、銀行の利益率を、銀行資産規模、資産の集中度を示す Herfindal 指数であらわされる競争の度合をコントロール変数とし、それぞれ支店変数、テークオーバー環境、州際活動をあらわす3つのダミー変数、非経営者の株式保有比率、経営者持株比率、銀行リスク、などの変数によって説明している。推定結果によれば、テークオーバー市場をもつ州の銀行の税引前利益率は、制限的な州の銀行よりも12%ほど高かった。

V. 結 論

エージェンシー理論によれば、テークオーバーは全ての参加者に利益を与えるはずである。銀行の買収・合併では、買収・合併のターゲットになった銀行の株主には正の異常収益率が生じていたが、買収・合併を仕掛けた銀行の株主については正あるいは負の異常収益率が報告されており一致した結論に至っていない。この結果は、買収銀行の株主から被買収銀行の株主への、あるいは、株主から債券保有者への富の移転が存在していたであろうことを想像させている。したがって、エージェンシー理論が示唆するような価値創出効果は存在しておらず、

表6 会社支配権の変化

(単位 %)

| | 非金融会社 (454社) | 銀行持株会社 (234社) |
|----------------------|-----------------|------------------|
| 敵対的テークオーバー 経営者の交替 | 8.8 | 1.7 |
| 友好的合併 | 20.5 | 10.2 |
| 経営支配権市場総計 | 7.5 | 10.7 |
| 規制介入 | 36.8 | 22.6 |
| 規制介入 | 0 | 14.1 |
| 経営支配権変化の合計 | 36.8 | 36.7 |

[出所] Prowse (1995), p. 28.

合併が禁止されている。さらに、銀行業界の買収・合併であってもその実現に時間がかかり、買収者の数の制限とともに買収コストの増加要因となっている。

表6は銀行業と製造業における会社支配権の変化を比較したものである。この表でみるかぎり、会社支配権の頻度はどちらも変わらない。しかし、会社支配権の変化をもたらすメカニズムは大きく異なっている。製造業における会社支配権の変化454ケースのうち、36.8%がテークオーバーによるマーケット・メカニズムによるものであったのに対し、銀行持株会社234ケースのうち、マーケット・メカニズムにもとづくものは22.6%であった。一方、製造業では規制介入による会社支配権の変化が1件もなかったのに対し、銀行持株会社では14.1%が規制によるものであった。また、マーケット・メカニズムの内容をみると、銀行持株会社では敵対的買収が非常に少ないことがわかる。こうしてみると、銀行持株会社の会社支配権の変化は市場メカニズムというよりは、規制によるものであって、テークオーバーの市場規律機能が、製造業よりも弱いことがわかる。

さらに、Schranz (1993) は、活発なテークオーバー市場をもつ州とそうでない州の銀行の収益

テークオーバーの市場規律機能が、少なくとも銀行については働いていなかったかもしれないことを示している。

テークオーバーの市場規律機能が銀行については有効に働かない理由は、銀行の特殊性に存在する。銀行の場合、負債の大部分が預金保険によって元本が保証されている小口預金で構成されていることから、株式、債券への依存度が低くもともと市場規律機能が働きにくいことが指摘される²⁰。さらに、規制当局がテークオーバーに対して好意的な態度を示していたとしても、銀行の所有者になることができるのは、銀行、銀行持株会社、個人に限られており、非金融会社が銀行をもつことは許されていない。このために、銀行の所有者の分布に制限があり、リスク負担を行う株主が限定されているためである。しかしながら、各種ステイクホルダーとともに、テークオーバーが銀行の行動を規律する1つの方策であることは否定することができない。

わが国の場合、銀行に限らず、テークオーバーが必ずしも好意的に受け取られておらず、その防御策としての株式持合いによって、資本市場のモニタリング機能が弱体化している。かわって、メイン・バンクのモニタリング機能が評価されているが、これまで銀行に対するモニターは金融当局以外にはありえなかった。規制の効果には限界がある以上、資本市場のモニタリング機能を向上させることが急務であるといえる。

注

- 1) 金融制度調査会, 1996, 11頁, 参照。
- 2) 一般に、友好的買収は合併、敵対的買収が買収とよばれ、2つをあわせてテークオーバーと称する。本稿では、テークオーバーあるいは買収・合併という用語を、それぞれの文脈にあわせて用いている。
- 3) 銀行合併に関するさまざまな仮説は、Hawawini

- and Swary (1990), chapter II. で紹介されている。
- 4) Testimony of Eugene A. Ludwig, Comptroller of the Currency, in U. S. Cong. (1996), pp. 89-90, 参照。Saunders (1994), p. 50, 418, 参照。
- 5) Holland and others (1996), p. 2, 参照。
- 6) Testimony of Ricki Helfer, in U. S. Cong. (1996), pp. 49-50, 参照。
- 7) O'Keefe (1996), p. 20, 参照。
- 8) Lovett (1992), 邦訳, pp. 30-31, 参照。
- 9) Amel (1989), p. 122, 参照。
- 10) Lovett (1992), 邦訳, pp. 175-176, 参照。
- 11) Testimony of Robert L. Clarke, in U.S. Cong. (1992), pp. 154-163, 参照。
- 12) Testimony by John P. LaWare, in U.S. Cong. (1992), pp. 164-188, 参照。
- 13) Testimony by Ricki Helfer, in U.S. Cong. (1996), p. 65, 参照。
- 14) Rhoades (1996), pp. 19-20, 参照。
- 15) 柏木 (1996), 54-55頁, 参照。
- 16) Garten (1991) は、銀行にリスク負担を行わせるために、株主によるモニタリングが必要だと主張している。
- 17) Jensen and Meckling (1976), pp. 315-319, 参照。モデルのテキスト的説明は、Douma and Schreuder (1991), 邦訳, 第6章を参照。
- 18) Shleifer and Vishny (1988), pp. 8-9, 参照。
- 19) Scharfstein (1988), 参照。Grossman and Hart (1980), (1981) は、テークオーバーによって現行の経営者が更迭され、より効率的な経営者に企業が委ねられる場合を allocational bids, 一方、現在の経営の下で企業がそのファンダメンタル価値よりも過小評価されているという情報をビッドが独占的もっている場合に行われるテークオーバーを acquisitional bids とよんでいる。後者の場合、情報をもたない株主からビッドへの価値の移転にすぎず、何ら価値の創出が行われていないし、また、テークオーバーに資源が費されるために、社会的にみて浪費でもある。投資家はこの2種類のテークオーバーが存在するために、投資を控えるようになる。株主は、少数株主が会社の改善へのただ乗りを阻止する定款を定めることによって、acquisitional bids を排除することができる。
- 20) Easterbrook and Fischell (1981), 参照。
- 21) 会計アプローチでは市場価値が勘案されていないが、全ての銀行が上場されているとは限らないので、多くの買収・合併銀行を対象とすることができる。一方、株価データによる event study は、株価にあらゆる関連情報が反映されているというメリットをもっている。したがって、買収・合併を行った銀行の利益、損失を把握することができる。しかし、上場されている銀行しか分析対象とすることができない。Palia (1994), p. 44, 参照。
- 22) 1984~1987年の全合併銀行を分析した Palia (1994) においても、合併アナウンスメント前後11日間の平均異常収益率は-1.50%であった。
- 23) Siems (1996) は、買収・合併を行った銀行に負の異

常収益率が生じていたことをみとめているが、支店が重なっている銀行同士の合併では2.80%の異常収益率がみられることを示した。一方、支店が重なっていない銀行同士の合併では-3.66%の異常収益率がみられた。

24) Shome and others (1986), Prowse (1995), 参照。

参考文献

- Allen, Linda and A. Sinan Cebenoyan, 1991, "Bank Acquisitions and Ownership Structure; Theory and Evidence," *Journal of Banking and Finance* 15, pp. 425-448.
- Amel, Dean F., 1989, "Trends in Banking Structure Since the Mid-1970s," *Federal Reserve Bulletin* 75, pp. 120-133.
- Arshadi, Nasser and Thomas H. Eysell, 1995, "On Corporate Governance; Public Corporations, Corporate Takeovers, Defensive Tactics, and Insider Trading," *Financial Markets, Institutions & Instruments* 4, pp. 74-103.
- Asquith, Paul and E. Han Kim, 1982, "The Impact of Merger Bids on the Participating Firm's Security Holders," *Journal of Finance* 37, pp. 1209-1228.
- Baradwaj, Babu G., Donald R. Fraser, and Eugene P. H. Furtado, 1990, "Hostile Bank Takeover Offers; Analysis and Implications," *Journal of Banking and Finance* 14, pp. 1229-1242.
- Bhide, Amar, "The Causes and Consequences of Hostile Takeovers", in *The New Corporate Finance; Where Theory Meets Practice*, ed. by Donald H. Chew, McGraw-Hill, 1994, pp. 502-525.
- Cornett, Marcia Millon and Hassan Tehranian, 1992, "Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisi-

tions," *Journal of Financial Economics* 31, pp. 211-234.

Dennis, Debra K. and John J. McConnell, 1986, "Corporate Mergers and Security Returns," *Journal of Financial Economics* 16, pp. 143-187.

Douma, Sytse and Hein Schreuder, 1991, *Economic Approaches to Organizations*.

Prentice Hall International, 1991. (岡田和秀等訳『組織の経済学入門』文真堂 1994.)

Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischell, 1981, "The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer," *Harvard Law Review* 94, pp. 1165-1174.

Garten, Helen A., 1991, *Why Bank Regulation Failed; Designing a Bank Regulatory Strategy for the 1990s*, Quorum Books.

Grossman, Sanford J. and Oliver D. Hart, 1980, "Takeover Bids, the Free-Raider Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics* 11, pp. 42-64.

Grossman, Sanford J. and Oliver D. Hart, 1981, "The Allocational Role of Takeover Bids in Situations of Asymmetric Information," *Journal of Finance* 36, pp. 253-270.

Hannan, Timothy and Stephen A. Rhoades, 1987, "Acquisition Targets and Motives; the Case of the Banking Industry," *Review of Economics and Statistics*, pp. 67-74.

Hawawini, Gabriel and Itzhak Swary, 1990, *Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry*, Elsevier Science Publishers.

Holland, David and others, 1996, "Interstate

- Banking : the Past, Present and Future," *FDIC Banking Review* 9, pp. 1-17.
- Houston, Joel F. and Michael D. Ryngaert, 1994, "The Overall Gains from Large Bank Mergers," *Journal of Banking & Finance* 18, pp. 1155-1176.
- James, Christopher M. and Peggy Wier, 1987, "Returns to Acquirers and Competition in the Acquisition Market: the Case of Banking," *Journal of Political Economy* 95, pp. 355-370.
- Jensen, Michael, 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review* 76, pp. 323-329.
- and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- and Clifford W. Smith, 1985, "Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory," in *Recent Advances in Corporate Finance*, ed. by Edward I. Altman and Marti G. Subrahmanyam, Richard D. Irwin. pp. 93-131.
- Lovett, William A., 1992, *Banking and Financial Institutions Law in a Nutshell*, 2nd ed. (松尾直彦, 山西雅一郎訳『アメリカ金融機関法』木鐸社, 1994)
- Madura, Jeff and Kenneth J. Wiant, 1994, "Long-term Valuation Effects of Bank Acquisitions," *Journal of Banking & Finance* 18, pp. 1135-1154.
- Manne, Henry G., 1965, "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy* 73, pp. 110-120.
- Moore, Robert R., 1996, "Banking's Merger Fervor; Survival of the Fittest?," *Federal Reserve Bank of Dallas Financial Industry*, December, pp. 9-15.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 20, pp. 293-315.
- , —, —, 1989, "Alternative Mechanisms for Corporate Control," *American Economic Review* 79, pp. 842-852.
- O'Keefe, John P., 1996, "Banking Industry Consolidation: Financial Attributes of Merging Banks," *FDIC Banking Review* 9, pp. 18-38.
- Palia, Darius, 1994, "Recent Evidence on Bank Mergers," *Financial Markets, Institutions & Instruments* 3, pp. 36-59.
- Prowse, Stephen D., 1995, "Alternative Methods of Corporate Control in Commercial Banks," *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, Third Quarter, pp. 24-36.
- Rhoades, Stephen A., 1986, "The Operating Performance of Acquired Firms in Banking Before and After Acquisition," *Board of Governors, Staff Study* 149.
- , 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, Staff Study* 167.
- , 1996, "Bank Mergers and Industrywide Structure, 1980-94," *Board of Governors, Staff Study* 169.
- Rose, Peter, 1989, "Profiles of U.S. Merging Banks and the Performance Outcomes and Motivations for Recent Mergers," in

- Bank Mergers; Current Issues and Perspectives*, ed. by Benton E. Gup. Kluwer Academic Publishers, pp. 3-28.
- Saunders, Anthony, 1994, *Financial Institutions Management; A Modern Perspective*, Irwin.
- Scharfstein, David, 1988, "The Disciplinary Role of Takeovers," *Review of Economic Studies* 60, pp. 185-199.
- Schranz, Mary S., 1993, "Takeovers Improve Firm Performance: Evidence from the Banking Industry," *Journal of Political Economy* 101, pp. 299-326.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, 1988, "Value Maximization and the Acquisition Process," *Journal of Economic Perspectives* 2, pp. 7-20.
- Shome, Dilip K., Stephen D. Smith, and Arnold A. Heggestad, 1986, "Capital Adequacy and the Valuation of Large Commercial Banking Organizations," *Journal of Financial Research* 9, pp. 331-341.
- Siems, Thomas E., 1996, "Bank Mergers and Shareholder Wealth: Evidence from 1995's Megamerger Deals," *Federal Reserve Bank of Dallas Financial Industry*, August, pp. 1-12.
- U.S.Cong. House. Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, 1992, *Bank Mergers; Hearings*, U.S. Government Printing Office.
- U.S.Cong. House. Committee on Banking and Financial Services, 1996, *Recent Trends in Bank Consolidation and Interstate Mega-Mergers; Hearing*, U.S. Government Printing Office.
- Wall, Larry D. and Benton E. Gup, 1989, "Market Valuation Effects of Bank Acquisitions," in *Bank Mergers: Current Issues and Perspectives*, ed. by Benton E. Gup. Kluwer Academic Publishers, pp. 107-120.
- 金融制度調査会, 1996, 「金融システム安定化のための諸施策」『金融』(587) 10-19頁。
- 柏木敏, 1996, 「銀行リスクと預金者の市場規律」, 『証券経済研究』(2) 51-69頁。
- 松尾直彦, 1996, 『アメリカ金融制度の新潮流』金融財政事情研究会。

(当所東京研究所図書館部次長)