

池尾和人研究会 22期

M&A パート

# 損害保険会社の In-Out 型 M&A の有効性

池尾和人研究会 22期

杉浦健吾 玉谷真人 土屋愛理花 矢作彩実

<目次>

1. 要旨
2. M&A について
  - 2.1. M&A とは
  - 2.2. M&A の分類
  - 2.3. 国内 M&A の動向
3. 保険業界について
  - 3.1. 保険業界の変遷
  - 3.2. 保険業界の現状
  - 3.3. 保険業界の M&A
4. 損保業界における In-Out 型 M&A の有効性の検証
  - 4.1. はじめに
  - 4.2. 先行研究
  - 4.3. サンプルとデータ
  - 4.4. 株価動向の算定方法
  - 4.5. 買収プレミアムの算定方法
  - 4.6. シナジー効果と比較した買収プレミアムの妥当性の検証
    - 4.6.1. 分析①
    - 4.6.2. データ
    - 4.6.3. 結果
    - 4.6.4. 分析②
    - 4.6.5. 検証
    - 4.6.6. 考察
5. 事例研究
  - 5.1. HCC
  - 5.2. SCOR
6. まとめ

<参考文献>

# 1. 要旨

本稿は、M&Aにおける買収プレミアムが株価に与える影響を分析することで、日本の損害保険業界のIn-Out型M&Aの買収価格の設定が適切なものであるのかを検証する。買収プレミアムとは取引発表直前の買収対象企業の市場株価と買収価格の差額のこと、M&Aの取引条件に関する買収企業と買収対象企業の経営陣間の重要な交渉点となる。大きなシナジー効果<sup>1</sup>や経営改善効果が期待される取引では、買収企業には相対的に大きな買収プレミアムを支払う経済合理性が生じる。

アメリカにおいては、買収対象企業の株主は買収プレミアムの形で大きな超過リターンを得ている一方、買収企業の株価動向と買収プレミアムの大きさの間に負の相関があると報告されている。しかし日本において買収プレミアム価格の設定の妥当性について分析した先行研究はほとんどない。そこで我々は、特に金融業界の損害保険会社のM&A取引の分析を通じて、日本におけるM&Aの有効性を株価動向の視点から検証したい。

結論としては、買収プレミアムと株価動向には相関関係は見られないものの、大きな買収プレミアムを支払う取引においては、買収企業から買収対象企業への価値移転説を支持する結果が得られた。また、金融業界全体で見ると買収対象企業が新興国である場合に大きな買収プレミアムを支払う傾向があるのに対し、損害保険会社によるM&Aにおいては、買収対象企業が先進国である場合に多くの買収プレミアムを支払っている特徴が確認された。この理由としては、日本の損害保険会社にとって今後の国内市場の縮小を踏まえると海外事業の拡大は必須命題であり、それにとらわれすぎるあまりシナジー効果以上の買収プレミアムを支払っている傾向があると考えた。事例研究においても、当時の円安の影響などを加味したとしても割高すぎる買収プレミアムの設定となっていることを確認した。

---

<sup>1</sup> 二つ以上のものが作用しあって、効果や機能を高めること。相乗作用。

## 2. M&A について

### 2.1 M&A とは<sup>2</sup>

一般に M&A とは「Mergers&Acquisitions」の略称であり、企業の「合併と買収」を意味している。企業が事業を獲得する方法は 2 種類存在する。一つは設備投資を行い、一から事業を始める場合であり、もう一つは M&A を行うことで企業内部にない事業を外部から獲得する場合である。後者は前者に対して、迅速に事業を組み替えることができる点で優れており、現代の経営戦術として欠かすことのできないものとなっていて、まさに M&A が「時間を買う」と称される所以である。

買収企業が M&A を行うメリットは、先に示した時間の削減と事業の獲得である。この他に、在庫、本社家屋、そして工場といった有形資産だけではなく、買収対象企業が持つノウハウ、取引先関係、顧客、組織といった無形の資産をも獲得できることによつて、その企業とのシナジー効果による経営効率性の改善を通じた新たな利益を創出できることがメリットとして挙げられる。

買収企業が M&A を行うデメリットとしては、不確実性を減じるための緻密な調査にコストがかかることや、M&A 後に重要な人材が退職したり、事前調査で判明していなかった問題が発覚したりすることで、見込んでいたシナジー効果が発揮されずに想定した利益を下回る、もしくは単純に想定以下の利益しか出せないといったリスクがある。また、企業組織や企業文化が異なるため、それを統合していくことが難しく、効率性が悪化し、かえってその統合にコストがかかるリスクが存在する<sup>3</sup>。

買収対象企業が M&A を行うメリットとしては、経営状態が悪化している場合に、その傘下に入ることで経営改善が見込める可能性がある。また、廃業に伴うコストを抑えることも可能となる。さらには、後継者問題が存在している場合でも、事業承継を行いながら会社自体を存続させることができる。

買収対象企業が M&A を行うデメリットとしては、買主によっては従業員の雇用や労働条件が変更されるリスクがある。また、先にも述べた通り、異なる企業文化や企

---

<sup>2</sup> 本節では、以下の文献を参照する

井上光太郎・加藤英明（2006）『M&A と株価』東洋経済新報社

宮島英昭（2007）『日本の M&A』東洋経済新報社

<sup>3</sup> このように、M&A による統合効果を確実にするために M&A 初期段階により統合阻害要因等に対し事前検証を行い、統合後に組織統合マネジメントを行うことを PMI（Post Merger Integration）という。

業組織が経営効率性になんらかの悪影響を与えてしまうリスクが存在している。

表1 M&Aのメリット・デメリット

	メリット	デメリット
買収企業	① 時間の削減と事業の獲得 ② シナジー効果による新たな利益の創出	① 統合によるコストがかかる ② シナジー効果が発揮されないリスクがある
買収対象企業	① 経営改善の可能性 ② 廃業に伴うコスト削減 ③ 会社自体の存続が可能になる	① 従業員の雇用や労働条件が変更されるリスク ② 異なる企業文化や企業組織が経営効率性になんらかの悪影響を与えるリスク

## 2.2 M&Aの分類

M&Aは着目する点によって区分が異なる。

(i) マーケット別の区分としては、買収企業と買収対象企業が国内企業か国外企業かというものである。In-In型は国内企業同士のM&A、In-Out型は国内企業が国外企業に対して行うM&A、Out-In型は国外企業が国内企業に対して行うM&A、Out-Out型は国内企業の現地法人が現地でM&Aを行ったものを指す。

(ii) 次なる区分として、形態別区分がある。形態別区分は買収企業が買収対象企業の経営権に対して、どの程度コミットするかに着目し、取引を5つに分類するものである。各分類とその内容は以下の通りとなる。

表 2 M&A の形態別分類<sup>4</sup>

買収	50%超の株式を取得すること。(株式取得、株式交換など)
合併	複数の会社が契約により1社になること。
事業譲渡	会社資産、従業員、のれんなどからなる事業を譲渡すること。
資本参加	買収と同様の方法で50%以下の株価を取得すること。
出資拡大	資本参加している当事者が50%以下の株式を追加取得すること。

(iii) 次に、「友好的 M&A」、「敵対的 M&A」という区分がある。これは、買収企業側が買収対象企業側の経営陣の合意を得ているか否かという区分である。「友好的 M&A」においては、潜在的な利益相反問題が存在している。一般にそれは、買収対象企業の取締役と株主との間に見られるもので、取締役が対象会社の交渉力を利用して、買収後の会社における役職の確保や報酬の増額、といった形で、本来は株主が享受すべき利益の一部を自らの手中に収めてしまう可能性が存在している。「敵対的 M&A」においては、対象となる企業の経営陣のみならず、従業員・労働組合・取引先企業・下請けなどにとっても利己的な買収が強行されるパターンも往々にして発生する。また、買収側の企業や経営陣がドライな労働環境・労使関係や商慣行で知られていたり、あるいは短期的な利益のために活動しており企業の長期展望など顧みない投資ファンドなどである場合には、先行きに不安を感じた従業員の大量離職が短期間に発生したり、関係の行き詰まりを見越した取引先や下請けが取引を打ち切るなど、買収に様々なリスクが付いて回ることも少なくない。

<sup>4</sup> レコフ社引用より筆者作成

### 2.3. 国内 M&A の動向

図 1 は、1985 年以降の我が国の M&A 取引の件数の推移である。

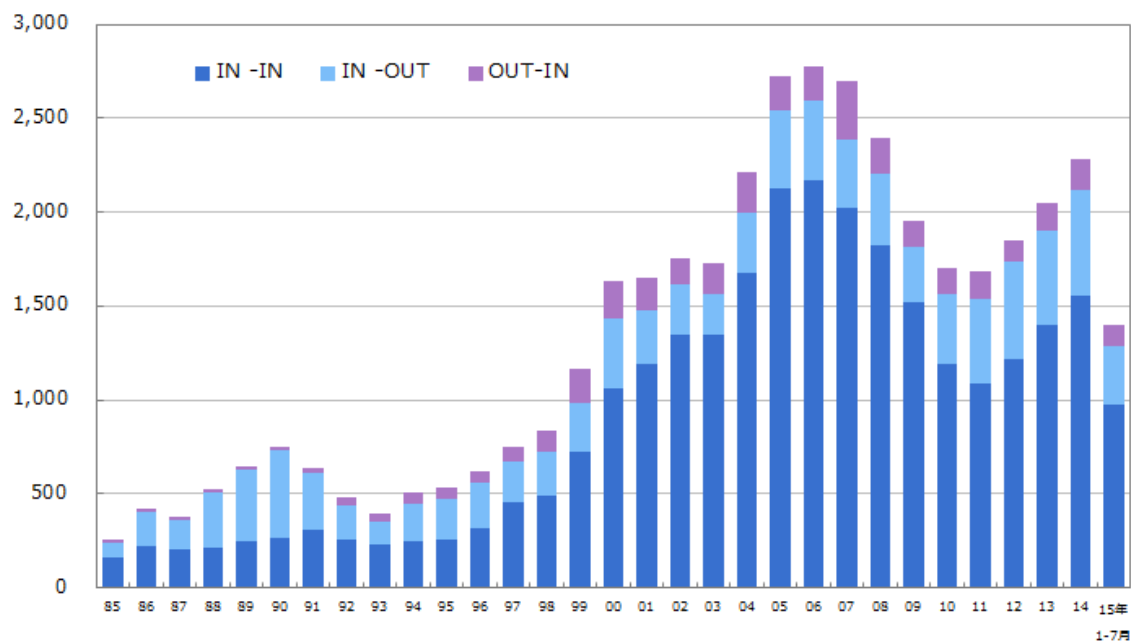


図 1 1985 年以降のマーケット別 M&A 件数の推移<sup>5</sup>

図 1 から分かるように、M&A の総件数は 2006 年まで増加の一途をたどった後、減少傾向へと転じる。ただし、M&A の総件数が減少する中で In-Out 型 M&A の件数はそれほど変化していないことが読み取れる。一方で、In-In 型 M&A は減少してきたことがわかる。その理由としては、サブプライム問題を発端とするリーマンショックなどによる金融不安により資金調達が難しくなったことや、国内市場の成熟化を受け、さらなる企業価値の創出のためには事業を海外へ拡大していく必要があるという状況が挙げられる。

<sup>5</sup> MARR (<http://www.marr.jp/mainfo/graph/>) より引用

次に日本国内における M&A を金額で見してみる。

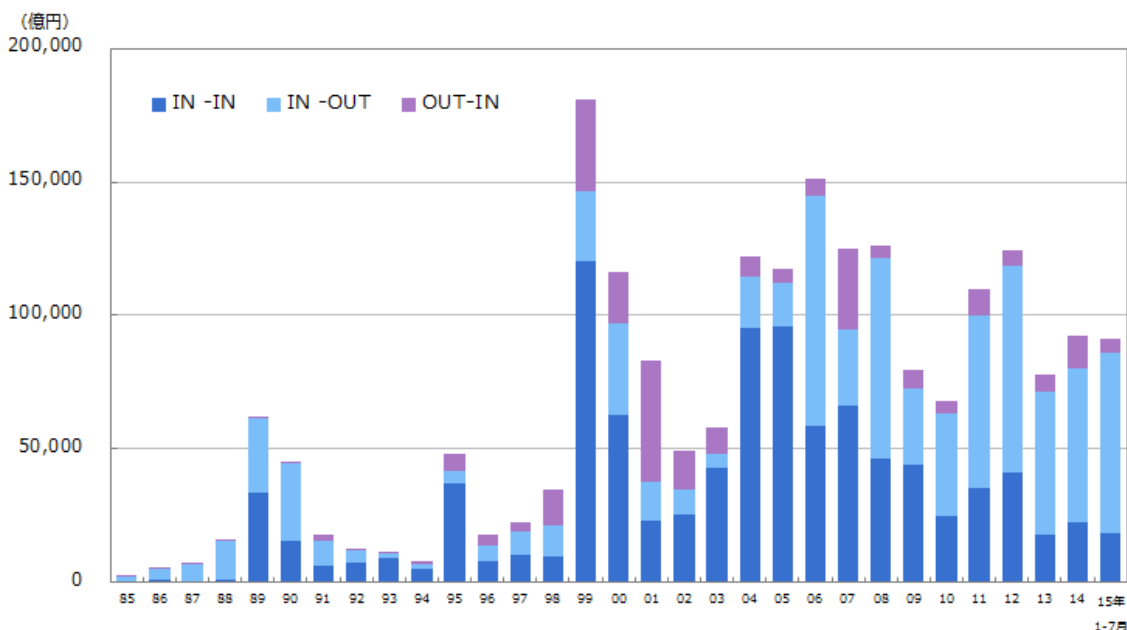


図2 1985年以降のマーケット別M&A金額の推移<sup>6</sup>

図2より、2006年以降In-Out型M&Aの取引金額が増大していることが読み取れる。2006年では金額ベースにしておよそ5～6割を占めていたが、2011年以降、7～8割を占めるまでとなった。図1と図2より、In-Out型M&AはIn-In型M&Aよりも件数は少ないにも関わらず、金額ベースでは大きいことが読み取れる。このことは、In-Out型M&Aの一件あたりの取引金額がIn-In型M&Aに比べてはるかに大きいことを意味する。

今後のM&A件数を考えると、①国内市場が成熟していることや、②グローバル競争に負けないため、国内企業の海外へのM&A件数は増え続けていくことが予想される。これらを踏まえつつ次章以降では、全業界の中でも特にM&Aを積極的に活用している保険業界について、話を進めていくこととする。

<sup>6</sup> MARR (<http://www.marr.jp/mainfo/graph/>) より引用



## 3. 保険業界について

### 3.1 保険業界の変遷

従来、日本の金融業界に対する行政手法は「護送船団方式」と言われ、保険業界についても保険商品にあまり大きな差は存在していなかった。それが、1996年の保険業法の改正によって自由化に大きく舵が切られた。自由化が図られた背景としては、①バブル崩壊②金融の自由化・グローバル化が考えられる。バブルが崩壊して以降、金融機関における不良債権処理は重要な問題となっていた。そこで、日本が活力を保つために、金融システムの改革が求められるようになった。米国では1970年代から金融の自由化が始まっていた中で、日本では『日本版ビッグバン』が行われた。その一角として、金融の自由化が図られるようになったのである。

保険業法改正のポイントとしては、(i) 損保・生保の相互参入(ii) 保険ブローカー制度の導入 (iii) 算定会制度<sup>7</sup>の見直しの3点が挙げられる。以下、各ポイントの詳細について確認する。

(i) 生命保険業と損害保険業は、その商品性の違いから兼営が禁止されていたが、1996年の保険業法の改正により、生命保険会社、損害保険会社双方から、子会社を通じて、相手方の分野に参入することが可能となった。その結果、実際に11社が新規参入を行った。(東京海上あんしん生命、日本火災パートナーズ生命、日動生命、同和生命、千代田火災エビス生命、大東京しあわせ生命、富士生命、興亜火災まごころ生命、共栄火災しんらい生命、三井みらい生命、住友海上ゆうゆう生命)

(ii) 保険会社には所属せずに、保険契約者と保険会社の間に入って契約の仲介を行う業者を保険ブローカーと呼ぶ。

※代理店との違いは？

→代理店は保険会社から委託を受けて、保険会社の代理人として保険募集を行うのに対して、ブローカーは顧客の依頼を受けて、顧客サイドに立って保険契約の媒介にあたる。

(iii) 算定会料率<sup>8</sup>の使用義務が全面的に廃止され、損害保険料率が自由化されることとなった。

---

<sup>7</sup> 算定会制度…公正な利率を算出することを目的として、料率団体法に基づき昭和23年11月に設立された

<sup>8</sup> 算定会料率…保険契約者の利益を保護するために算出される公正な料率

自由化以後の主な出来事をまとめると以下のようになっている。

表 3 自由化以降の保険業界の出来事

年	月	出来事
1996年	4月	保険業法の改正 ・生保相互参入 ・保険ブローカー制度 ・算定会制度の見直し
1996年	10月	子会社方式による生保相互参入
1997年	2月	リスク細分型自動車保険の認可
1998年	7月	算定会料率使用義務の廃止
2001年	4月	保険商品の銀行窓販解禁
2007年	9月	金融商品取引法施行
	12月	銀行窓販全面解禁
2010年	4月	保険法施行

また、金融自由化・規制緩和を受けて、2001年から業界再編が起こることとなった。

当時の再編については以下の表4の通りまとめる。その理由として、

1. 構造的な変化への対応：多業態や外資参入、業界の垣根を越えた提携や合弁会社設立が推測される。
  2. 規模確保の必要性：外部環境（社会保障制度、経済成長率の低迷）の変化による伸び悩みに加え、保険料率の自由化により価格競争が生じるとそれに耐えうる規模が必要となる。
  3. 経費削減：商品・事務・システムをリストラクチャリング、見直しをすることでコスト削減が可能となる。
- などが考えられる。

表 4 業界再編<sup>9</sup>

時期	合併会社	新グループ・企業	時期	新グループ・企業
2002年4月	東京海上 日動火災	ミレアHD	2008年7月	東京海上HD（改称）
2002年7月	安田火災 日産火災 大成火災	損保ジャパン	2014年9月	損保ジャパン日本興亜HD
2001年4月	日本火災 興亜火災	日本興亜火災		
2001年10月	三井海上 住友海上	三井住友海上	2010年10月	MS&AD HD  あいおいニッセイ同和損害保険株式会社
2001年4月	大東京火災 千代田火災	あいおい損保		
2001年4月	同和火災 ニッセイ損保	ニッセイ同和		

### 3.2 保険業界の現状

この節では、保険業界を生命保険・損害保険に分け、それぞれの市場概況、販売する保険の種類とトレンドについて論じる。

#### I. 生命保険業界

##### ① 市場概況

日本は世界的な生命保険大国であり、年間保険料収入は年額約40兆円で推移している。世界の保険料収入においても約20%を占め、アメリカについで世界第2位である。また、販売チャネルは多様化しており、伝統的な営業職員チャネルに加えて、外資系生保のライフプランナー、損保系生保の代理店、銀行窓販、通信販売、来店型保険ショップなど、保険加入の際の選択肢が広がっている。

<sup>9</sup> 東洋経済新報社のデータより筆者作成

## ② 保険の種類とトレンド

### ・保険の種類

「第一分野」：万が一の死亡に備える保険、終身保険、定期保険、養老保険

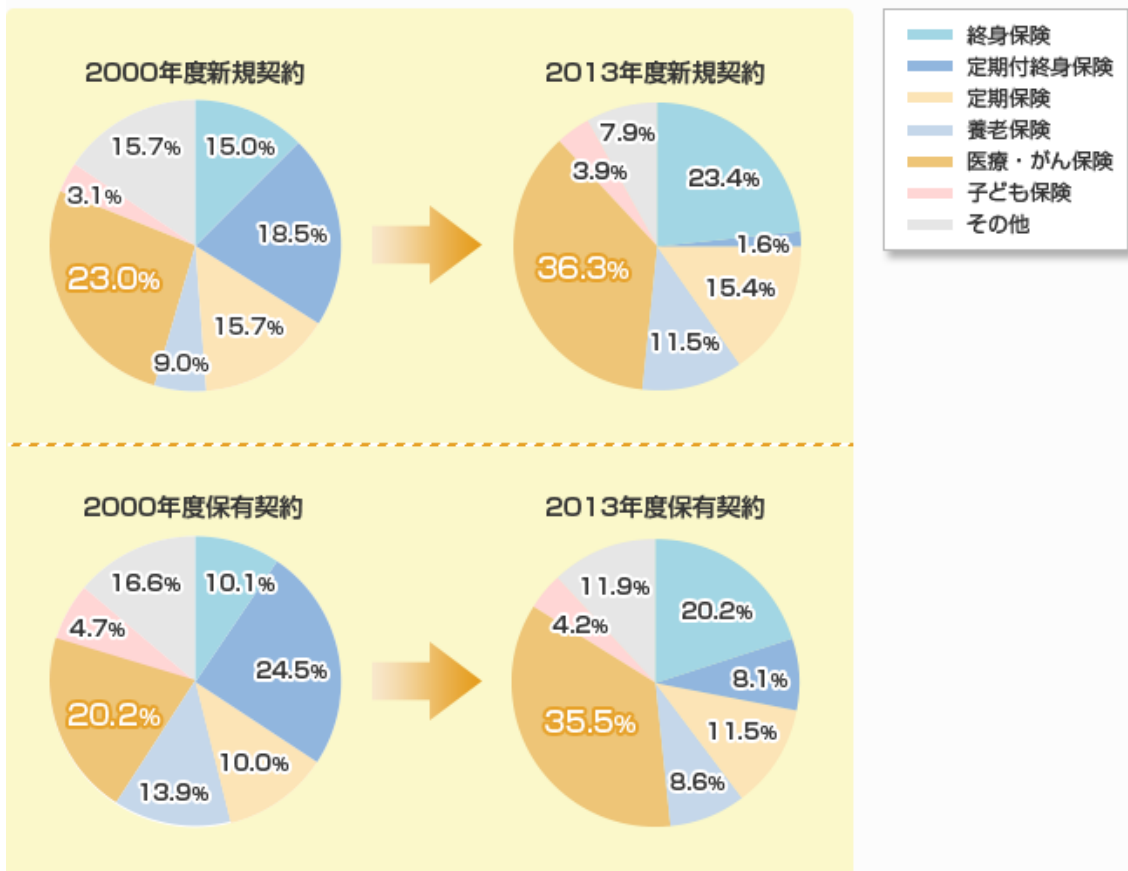
「第二分野」：自動車保険や火災保険といったモノの損害を補償する保険

「第三分野」：病気や怪我に備える保険、医療保険、がん保険、介護保険

### ・トレンド

生命保険は1960年代以降、経済発展と人口増加を背景に普及率が増加し、1970年代には普及率が90%を超えた。一家の主のもしもの備えとして、「第一分野」の商品がこの時代の普及率を牽引していた。しかし、第一分野に属する死亡保障の総保障額である保有契約高は、死亡保障市場の成熟化や中堅生保の規模拡大競争などにより、1996年をピークに現在まで減少傾向にある。代わって90年代後半から伸びているのが、「第三分野」の商品である。下の図3は、個人保険契約の内訳の推移である。

生命保険の主力は第3分野に ～個人保険契約の内訳推移～



(出所) 一般社団法人 生命保険協会 「生命保険の動向(2014年版)」

図3 個人保険契約の内訳の推移

## II. 損害保険業界

### ① 市場概況

国内の損害保険業界の市場規模を表す正味収入保険料は2006年度の7兆5372億円をピークに減少傾向だったが、2011年度以降は増加傾向にあり、2013年度には7兆7713億円と過去最高を記録した。

また、保険種目別では自動車関連の保険が大きなシェアを占めている。自動車保険(48.4%)、自賠責保険(12.8%)で約6割を占めており、これは、国内の自動車保有台数や新車販売台数に大きく左右される。続いて大きなウェイトを占めるのが火災保険(11.9%)で、これも住宅着工件数や企業の設備投資の動向に左右される。

商品の大半は代理店を通じて販売されており、代理店による取り扱いは保険料ベースで約9割を占めている。全国19万の代理店のうち、約3万が保険商品の販売を本業とする「専業代理店」で、残りは自動車関連業や金融業を本業とする「兼業代理店」となっている。

### ② 保険の種類とそのトレンド

損害保険会社の社名に「火災」や「海上」などの文言が入っているように、1960年代頃までは火災保険と海上保険が中心的な保険種目であった。しかし、モータリゼーションの進展で自動車が普及するようになると、自動車保険や自賠責保険が商品の中心となっていった。

下の図4は、1960年から2013年までの正味保険料の種目別構成比の年度別推移であり、この図からも近年では自動車保険や自賠責保険が中心となってきていることが読み取れる。

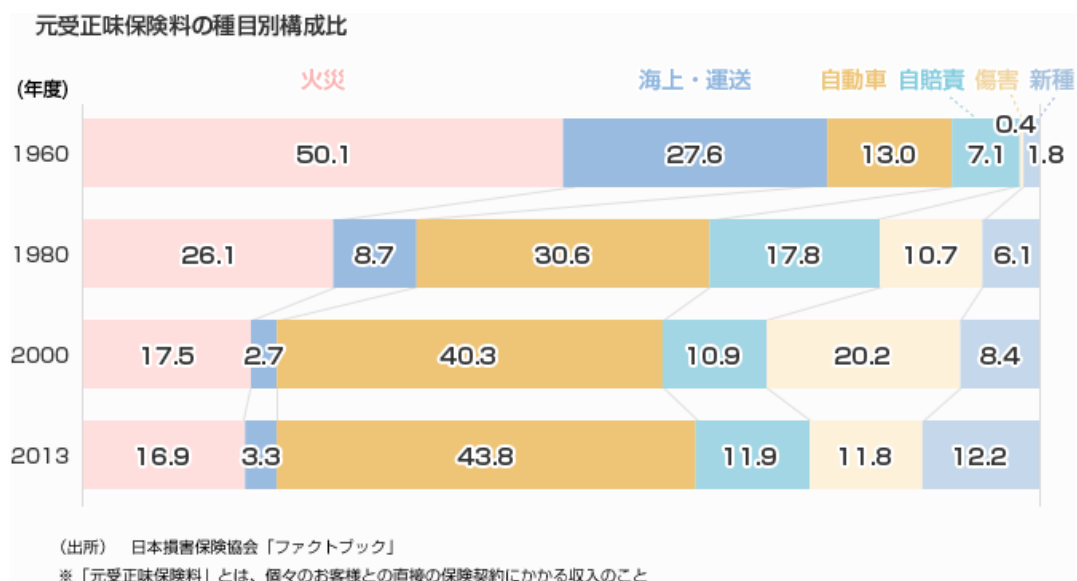


図4 元受正味保険料の種目別構成比

### 3.3. 保険業界の M&A

ここで、生損保の In-Out 型 M&A についてみる。図5は生損保の In-Out 型 M&A 取引件数と金額の推移を表したものであり、「2.3 国内 M&A の動向」で見た結果と同様に、多少の金額の増減の振れ幅はあるにしても、一件あたりにおける M&A の金額は非常に大きな額であるといえる。(詳細は 4.1.にて述べる)

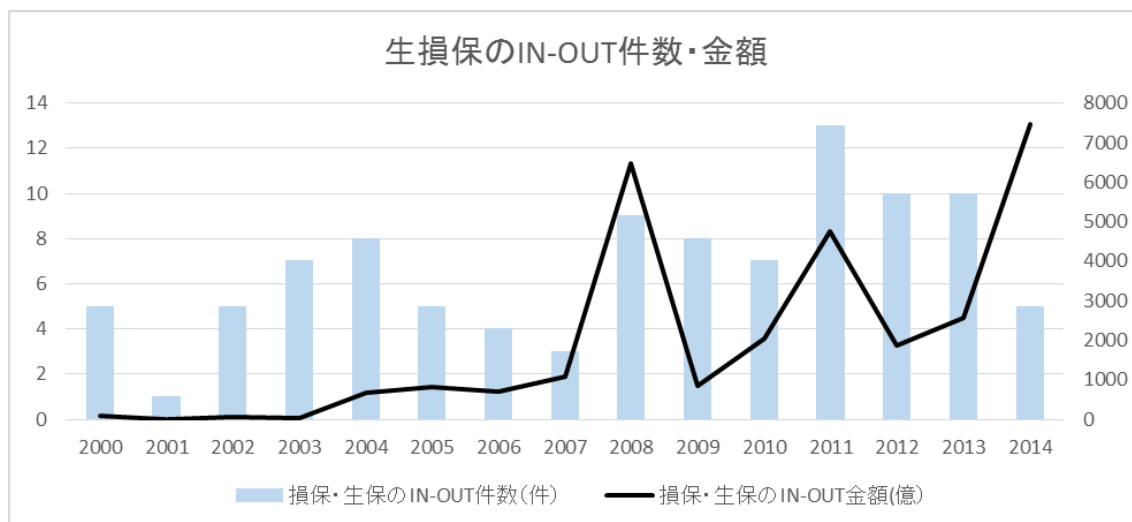


図5 生損保の In-Out 型 M&A 取引件数と金額の推移

また、その In-Out 型 M&A の対象としては、先進国（欧米）と新興国（欧米以外）の 2 種類に分類することができる。以下、それぞれの地域に投資する目的や現状について確認する。

#### 1. 先進国での展開（欧米）

…生産および販売拠点を持つ日系大企業対応を主な目的として、戦前から日系損保が進出していた。現在の拠点は日系企業の生産工場や販売拠点の所在地と対応する形となっている。例えば、米国では自動車産業の集積地であるロサンゼルスやアトランタ、多くの日系企業の米国本社が所在するニューヨークなどに進出している。

先進国の保険会社を買収する目的としては、世界の損害保険市場の 8 割を占めている欧米企業に対して、得意分野・マーケットに特化し、好業績を上げている現地保険会社を買収することで、即時的な利益を得ることが挙げられる（ex. 東京海上 HD による米国フィラデルフィア社買収）。また、収益の獲得に加え、買収先企業の得意分野におけるノウハウの吸収も狙っているといえるであろう。

#### 2. 新興国での展開（アジア、BRICs）

…新興国の保険会社を買収する目的としては、当該国の人口増加や所得水準の上昇に伴う、将来の保険マーケットの成長への投資が挙げられる。進出形態としては 100%出資の現地法人というよりも、すでに一定の顧客基盤や販売網を保有する現地企業と合弁で設立するケースのほうが多くなっている。新興国では、自国産業保護のため外資に対して出資規制などを定めている場合が多いことも、現地企業との合弁が多い理由の 1 つである。

これらを踏まえた上で、現在の国内の 3 メガ損保<sup>10</sup>の海外事業正味収入保険料の地域・事業別割合みると、以下のグラフのようになっており、各社の地域毎の戦略が見えてくる。

---

<sup>10</sup> 東京海上ホールディングス、MS&AD ホールディングス、NKSJ ホールディングス

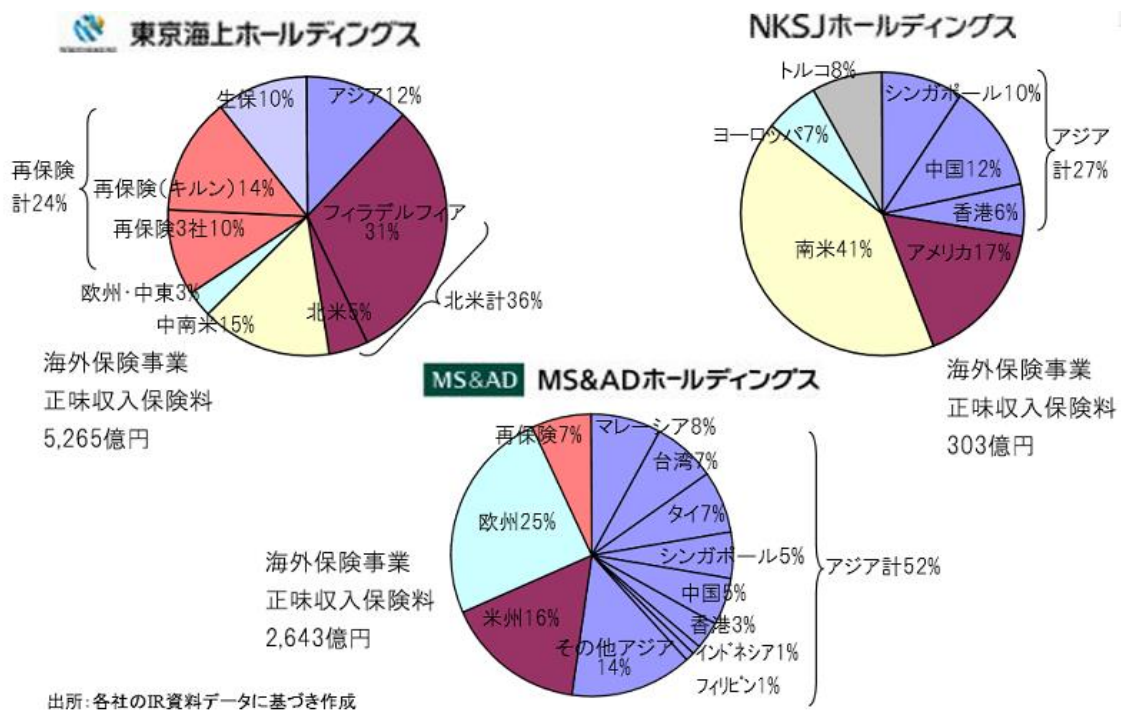


図 6 国内 3 メガ損保の海外事業正味収入保険料の地域・事業別割合

図より、損保ごとに M&A の対象としている地域は大きく異なることがわかる。東京海上ホールディングスは北米、MS&AD ホールディングスは ASEAN、NKSJ ホールディングスは BRICs を中心に力を入れている。

## 4. 損保業界における In-Out 型 M&A の有効性の検証

### 4.1. はじめに

ここ最近、保険業界における In-Out 型の大型 M&A は増加している。表 5 は、2008 年以降の 3 メガ損保の主要 In-Out 型 M&A を年代別にまとめたものである。



表 5 3メガ損保の主要 In-Out 型 M&A

年月	買収会社	買収対象会社	買収金額（百万）
2007年12月14日	東京海上HD	(英) キルン社	106,100
2008年7月23日	東京海上HD	(米) フィラデルフィア社	498,700
2012年12月21日	東京海上HD	(米) デルファイ社	200,000
2013年12月18日	損保ジャパン日本興和	(英) キャノピアス社	100,200
2015年6月10日	東京海上HD	(米) HCC社	940,000
2015年9月8日	三井住友海上	(英) アムリン社 <sup>11</sup>	6,420,000

これら最近の In-Out 型の大型 M&A 取引の特徴の一つとしては、高い買収プレミアムが挙げられる。買収プレミアムとは、買収対象企業の M&A 発表直前の市場株価に対する買収価格の上乗せ部分を指す。井上・加藤（2006）によれば、買収プレミアムの経済的な意味は、M&A によるシナジー効果（経営改善効果を含む）の一部を、買収プレミアムとして買収対象企業の株主に支払うものと考えられている。買収企業にとっては M&A 実現のために許容可能な取引コストという性格を持ち、買収企業経営陣の想定するシナジー効果が反映されていると期待されるため、重要な分析材料となっている。また、米国の典型的な例では、買収金額が買収対象企業の株主に買収発表直前の株価の 30%か 40%のプレミアムを支払うことが知られているが、実際のプレミアムの分布はきわめて広いものとなっている。

そこで、本章では、損保業界における In-Out 型 M&A の有効性を、①M&A を行ったことによりシナジー効果が生まれているのか、②シナジー効果に対する買収プレミアムの設定が適切なものであるのか、という2つの観点から検証する。また、シナジー効果の指標としては井上・加藤（2006）を参考に、M&A 発表日の前後3日間の累積超過収益率（CAR）の値を使用し、買収プレミアムに対しそれ以上のシナジー効果が期待される場合には CAR が上昇するものとして検証を進める。<sup>12</sup>

<sup>11</sup> 前述のとおり、三井住友海上では元来 ASEAN を中心に海外事業を展開していたが、2015年9月8日に英損害保険会社アムリンの買収に向け交渉していることが明らかとなった。その理由として、世界の保険料収入の約8割を欧米が占めており、ASEAN を中心とした投資を行っていた同社であったがバランスの良い成長戦略を描くうえでその存在を無視することはできないためであると考えられる。

<sup>12</sup> CAR について、詳しくは 4.4 で扱う。

なお、M&A は買収企業による投資取引の一種であることから、買収企業の Net Present Value(NPV)は次の基本式で表される。

$$\text{NPV} = \text{M\&A による付加価値} - \text{付加価値創造に関わるコスト}$$

(4.1)

#### 4.2. 先行研究<sup>13</sup>

買収プレミアムと株価動向の関連についての包括的分析を行った Sirower (1997) は、買収プレミアムは買収企業の株価に対して強いマイナスの影響を持つことを指摘した。この背景には、買収企業経営陣がシナジー効果を過大評価することによる、プレミアムの払い過ぎがあると考えている。経営陣がシナジー効果を正しく評価し、その範囲内で買収プレミアムを支払う場合は、買収プレミアムと買収企業の株価効果の間には負の相関関係は生じえないはずである。

Sirower (1977) 以外にも、米国の Bradley, Desai, and Kim (1988) が、買収対象企業の株主は買収プレミアムの形で大きな超過リターンを得ている一方、買収企業の株価は下がるとの結果を報告されている。井上・加藤 (2006) によれば、この結果は、買収プレミアムが、買収企業から買収対象企業への M&A による付加価値の移転をおこなっているという仮説 (価値移転説) を裏付けている。Roll (1986) は買収プレミアムと株価に負の相関性が生じる理由として、買収企業側が①M&A におけるシナジー効果を過大に見積もっているか、②自らの株価評価を市場での評価より正しいと考えていることが原因であると述べている。<sup>14</sup>

以上、米国における買収価格の設定と株価動向の関連性についての先行研究を見てきたが、日本では、M&A における買収価格の設定と株価動向の関連性について実証分析した研究は井上氏・加藤氏による 1 件のみである。井上・加藤 (2006) は、「M&A 発表日の株価動向に関する要因分析」の一環として、買収プレミアムが M&A の付加価値配分に与える影響を分析・考察した。その際、井上・加藤 (2006) はすべての M&A 取引を救済型・非救済型のどちらかに分類し、非救済型 M&A においては買収プレミアムが大きいほど買収企業は株価動向がマイナスの影響を受け、買収対象企業はプラスの影

<sup>13</sup>本節では、以下の文献を参照する

井上幸太郎・加藤英明 (2006) 『M&A と株価』東洋経済新報社 pp.104-pp.105, pp.122

<sup>14</sup>傲慢仮説。市場株価を大きく上回る買収プレミアムは、買収企業経営陣の傲慢によるものと考えられる。

響を受けるとの結果を出した。これは、株主間で価値移転が発生し、買収株主は M&A の恩恵を受けていないことを示している。一方、救済型 M&A では、市場価格での買収では買収企業にはプラスの株価動向があり、プレミアム価格・ディスカウント価格<sup>15</sup>での買収ではマイナスの変化があらわれた。また、買収対象企業においては、買収プレミアムと株価効果に正の相関が示された。以上より、救済型でもプレミアム価格での売買では価値移転が発生している一方で、ディスカウント価格での買収では、ディスカウントの買収価格によるネガティブな情報効果が存在するという結果となった。

#### 4.3. サンプルとデータ

まず、本研究に使用するサンプルとデータについて説明する。サンプルは、保険業界の M&A が盛んになり始めた 2000 年から現在までのものを使用する。株価の分析期間については、井上・加藤（2006）の研究を踏襲し、M&A の発表 1 日前から 1 日後の 3 取引日期間を使用する。この理由としては、効率的市場仮説より M&A のように証券取引所により情報の周知徹底がされる重要な取引情報は、発表後速やかに株価に反映されるためである。そのため、発表前後 3 日間の測定期間の設定は、M&A 以外の要因による株価の変動（ex. 景気変動）を出来るだけ排除して株価効果を分析するのに適しているといえる。

今回分析に使用したサンプル数は、以下の表 6 のようになっている。

表 6 金融業界における 2000 年以降の海外企業の買収・資本参加・合併件数

保険会社 <sup>16</sup>	先進国	3 件
銀行	先進国	2 件
	新興国	8 件
信託銀行	先進国	1 件
	新興国	2 件
証券会社	新興国	2 件
		計 18 件

<sup>15</sup> プレミアム価格…プレミアム 5% 超の買収価格

ディスカウント価格…ディスカウント 5% 以上の買収価格

<sup>16</sup> 今回はサンプルがとれたものは損害保険会社のみであった。

本論文においては損害保険業界の In-Out 型 M&A の有効性を検証するが、損害保険会社による M&A 取引だけではサンプル数が極めて少なく分析が不可能なことから、分析の対象は金融業界の In-Out 型 M&A に広げる。流れとして、金融業界全体の In-Out 型 M&A の特徴を観察したのち、事例研究として損害保険会社による In-Out 型 M&A を扱い、買収プレミアムとシナジー効果の関係について考察する。

#### 4.4. 株価動向の算定方法

上述したように、シナジー効果をはかる指標としては、M&A 発表が株価へ与える影響を取り上げる。本研究ではそれを、M&A 発表日の前後 3 日間 (-1 日～+1 日) の累積超過収益率 (CAR) で算出する。CAR とは平均超過収益率 (AAR) の合計値であり、AAR は 3 日間の異常リターン (AR) の累積によって算出する。

$$(市場調整モデル) \quad AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_{it}R_{TOPIX,t}$$

$R_{it}$  = 企業 i の t-1 期から t 期の株価変化率

$R_{TOPIX,t}$  = TOPIX の t-1 期から t 期の株価変化率

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

$T_1$  期から  $T_2$  期の CAR は

$$CAR(T_1, T_2) = \sum_{T_1}^{T_2} AAR_t \quad (4.2)$$

ここで、 $\alpha$  はベンチマークを上回る超過リターンを得るための源泉のうちその銘柄固有の特性に基づく部分であり、 $\beta$  は市場全体の変動に基づく部分である。 $R_{it}$  は Bloomberg より各企業の M&A 取引発表前後 3 日間の株価を取り、 $R_{TOPIX,t}$  は東京証券取引所の公表している値を利用した。本研究では、井上・加藤 (2006) の手法を踏襲し、 $\alpha = 0$ 、 $\beta$

=1 とした市場調整モデルで ARR、CAR を算定する。

#### 4.5. 買収プレミアムの算定方法

買収プレミアムの算定方法としては、取引発表前日の買収企業株価に合併比率を乗じて得られる買収対象企業の理論株価と、取引発表前日の買収対象企業の株価との差を、同じく取引発表前日の株価で除す。CAR 同様、買収プレミアムの算出も井上・加藤(2006)を踏襲している。

$$\text{買収プレミアム} = \frac{P_A \times r - P_r}{P_r} \quad (4.3)$$

$P_A$  : 取引発表前日の買収企業株価  
 $P_r$  : 取引発表前日の買収対象企業株価  
 $r$  : 合併比率

#### 4.6. シナジー効果と比較した買収プレミアムの妥当性の検証

##### 4.6.1 分析①

本節では、サンプルの取引についてその特性に注目したグルーピングを行うことで株価動向と比較した買収プレミアムの妥当性の検証を行う。検証の方法としては、累積超過収益率 (CAR) を株価動向の指標とし、各 M&A 取引において支払われた買収プレミアムの値と、M&A 発表日前後 3 日間の CAR の値との相関を見る。株価動向と比較した買収プレミアムの価格設定に対する妥当性は、以下の通り判断する。

##### 買収プレミアムが正の値の場合

1 > 相関係数 > 0	買収プレミアムを過小評価
相関係数 = 0	買収プレミアムとシナジー効果の関係は個々により異なる
-1 < 相関係数 < 0	買収プレミアムを過大評価

#### 買収プレミアムが負の値の場合

1 > 相関係数 > 0	買収プレミアムを過大評価
相関係数 = 0	買収プレミアムとシナジー効果の関係は個々により異なる
-1 < 相関係数 < 0	買収プレミアムを過小評価

#### 4.6.2 データ

全取引 18 件において、各 M&A 取引において支払われた買収プレミアムの値は計算式 (4.3) に従って算出した。累積超過収益率 (CAR) についても、計算式 (4.2) に従い求めた。 $R_{it}$  は Bloomberg より各企業の M&A 取引発表前後 3 日間の株価を取り、 $R_{TOPIX, t}$  は東京証券取引所の公表している値を利用した。

#### 4.6.3. 結果

全サンプルである 18 取引について、4.7.1 の通り買収プレミアムと CAR の相関関係を調べた結果、以下の通りとなった。表 8 の値は買収プレミアムと CAR の相関係数を示している。また、相関係数を調べるにあたり、この節では

- ① 全サンプル 18 件全体の買収プレミアムと CAR の相関
- ② 正の買収プレミアムを支払った取引 9 件の買収プレミアムと CAR の相関
- ③ 負の買収プレミアムを支払った取引 9 件の買収プレミアムと CAR の相関
- ④ 買収企業が保険会社である取引 3 件の買収プレミアムと CAR の相関
- ⑤ 買収対象企業が先進国である取引 6 件買収プレミアムと CAR の相関

の 5 つのグルーピングを行った。

表 8 買収プレミアムに対する CAR の相関係数

①全サンプル	②買収プレミアムが正	③買収プレミアムが負	④保険業界	④ 欧米
-0.043138	-0.068971	-0.144341	0.069936	0.104337

表を見ると、どのグループにおいても相関係数はほぼ 0 に近い値となり、買収プレミアムと CAR には相関が見られないことが読み取れる。つまり、今回分析対象にしている 2000 年以降の金融業界における M&A 取引では、この節で行った 5 つのグルーピングにおいては買収プレミアム額とシナジー効果との相関は見られないということになる。4.7.1 に従えば、これは各取引により買収プレミアムとシナジー効果の関係は異なり、一概にその傾向を表すことはできない、ということが考えられる。

#### 4.6.4 分析②

本節では、買収プレミアムの額に注目したグルーピングを行うことで、シナジー効果

と比較した買収プレミアムの妥当性の検証を行う。

基本式 (4.1) に基づけば、買収企業が、M&A の際に支払った買収プレミアム以上のシナジー効果を生み出せれば、買収企業にとって M&A はプラスの NPV 取引となり、株価効果もプラスとなることが予想できる。つまり、M&A 時の買収プレミアムについて市場が、シナジー効果と比較して割高と判断するか割安と判断するかで株価効果が決まる。例えば、シナジー効果と比較して買収プレミアムが高いと評価すれば株価効果はマイナスとなり株価は下がる。

井上・加藤 (2006) によれば、買収企業の株価効果と買収プレミアムの関係については、2つのケースが成立しうる。

第1のケースは、買収企業経営陣と株式市場はシナジー効果に対する等しい期待を持っており、経営陣の期待するシナジー効果に比例して買収プレミアムが決定されているケースである。この場合は、買収プレミアムの大きさにより買収企業の株価効果はマイナスの影響を受けない。

第2のケースは、買収企業経営陣は、シナジー効果に対して株式市場より楽観的であり、過大な買収プレミアムが価値移転を引き起こし、買収企業の株価効果にマイナスの影響を与えるケースである (価値移転説)。第2のケースでは、買収プレミアムが大きいほど、買収企業経営者はシナジー効果に対して楽観的に見積もっているリスクが高まる。

本分析においても、「4.6. 検証 1 M&A を行ったことによりシナジー効果が生まれているのか」の分析結果から、2000年以降の金融業界の M&A においては、M&A しなかった場合に比べて M&A した場合に株価効果にマイナスの影響が出ている。そこで我々は、本節において、2002年以降の金融業界の M&A 取引ではシナジー効果を企業経営陣が楽観的に見積もった結果算定された割高の買収プレミアムが、買収企業から買収対象企業への価値移転を起こしたという価値移転説を仮定し、検証を行う。

検証仮説：大きな買収プレミアムは、買収企業から買収対象企業への価値移転を引き起こす過剰支払いへの懸念から、買収企業の株価効果にマイナスの影響を持つ。

なお、検証においては井上・加藤 (2006) の分析を参考にした。

#### 4.6.5. 検証

サンプル全体の株価効果（CAR）は以下のとおりである。発表日前後の3日間（-1日～+1日）で買収企業・買収対象企業とも、統計上優位ではないもののプラスの株価効果となっており、M&Aが全体として株主価値を増大していることを示している。

表9 サンプル全体のCAR

	N	買収企業	買収対象企業
サンプル全体	18	0.142712	3.812215

日本のM&Aにおいて、買収企業・買収対象企業ともプラスの株価効果になっていることは、サンプル全体として買収企業のプラスの株価効果が、買収対象企業からの価値移転ではなく（価値移転説）、M&Aによる付加価値への株価の期待に基づくことを示しており、一見すると4.7.4で立てた仮説と相反する結果となっている。

分析②では、井上・加藤（2006）を参考に、支払われた買収プレミアムの額に注目し、全取引をプレミアム3%超のグループ（「プレミアム価格グループ」）、プレミアムがほぼゼロと言えるプレミアム-3%以上3%以下のグループ（「市場価格グループ」）、そしてディスカウント3%超のグループ（「ディスカウント価格グループ」）の3つに分け、それぞれの平均3日間CARを調べた。

検証結果は以下の通りである。

表10 プレミアム率別 株価効果の結果

	N	買収企業	買収対象企業
a)プレミアム価格グループ	7	-0.03485 (-0.11701)	9.24854 (1.23655)
b)市場価格グループ	6	0.802054 (0.599421)	2.158563* (2.391648)
c)ディスカウント価格グループ	5	0.295908 (0.147642)	-2.30395 (-0.7644)

買収企業について、プレミアム価格グループではマイナスとなっているのに対し、そのほかのグループではプラスのCARとなった。特に、市場価格グループは最も大



きいプラスの CAR となっている。一方、買収対象企業について、ディスカウント価格グループでは唯一マイナスとなっている。逆に市場価格グループでは最も大きなプラスとなっており、市場価格グループでは有意にプラスとなっている。

つまり、各グループに関して以下のことが言える。

**a)**プレミアム価格グループ…高い買収プレミアムが支払われる M&A 取引においては、買収企業はマイナスの株価効果を得る一方、買収対象企業ではプラスの株価効果を得る。特に買収対象企業のプラスの株価効果は他グループに比べてもとびぬけて大きいことがわかる。

**b)**市場価格グループ…市場価格での M&A(=買収プレミアムが支払われない)では、買収企業・買収対象企業ともにプラスの株価効果となる。特に買収対象企業では買収企業の3倍弱のプラスとなっている。

**c)**ディスカウント価格グループ…マイナスの買収プレミアムが支払われる場合(=時価よりも安く M&A できた場合)、買収企業にはプラスとなる一方、買収対象企業では大きなマイナスとなった。

#### 4.6.6. 考察

2の結果を踏まえ、各3グループの買収プレミアムとシナジー効果についてそれぞれ考察する。

##### a)プレミアム価格グループ

プレミアム価格グループに含まれる取引は以下の7つである。

買収企業	買収対象企業
三菱 UFJ 信託	AMP キャピタル
三菱東京 UFJ 銀行	ベトナム産業貿易構造商業銀行
三井住友銀行	コタック・マヒンドラ銀行
三井住友銀行	バークレイズ・ピーエルシー
東京海上	HCC
東京海上	フィラデルフィア
損保ジャパン	スコール

この7件では、高い買収プレミアムを支払った買収企業はマイナスの株価効果となる一方、買収対象企業ではプラスの株価効果を得る。これは高い買収プレミアムが、買収企業株主から買収対象企業の株主への価値移転を引き起こしているという、ケー

ス2で仮定した価値移転説を支持する結果であり、4.7.4。で示した検証仮説を棄却する結果となった。

7件の内訳をみても、7件中4件が新興国を対象としたM&Aであることがわかる。3.3で示した通り、新興国を対象としたM&Aにおいては、将来の保険マーケットの成長への投資を取引目的としている場合が多い。買収プレミアム算定時に推定値として組み込まれる当該国の人口増加や所得水準の上昇に関する予測は、未来という不確実なものに対する予測である。既に好業績をあげている保険会社を買収して即時的な利益を得ることを目的とした先進国とのM&Aに比べ、未来の予測・リスク算定が求められる新興国とのM&Aにおいて企業経営陣は株式市場より楽観的にシナジー効果を評価しているのではないかと考える。成長性が魅力的なだけに買収相場は跳ね上がり、その結果支払われた過大な買収プレミアムが価値移転を引き起こし、買収企業の株価効果にマイナスの影響を与えていると我々は考える。

また、7件中先進国を対象とした残りの3件が損害保険会社によるものであることに注目したい。冒頭で述べた通り、昨今損害保険会社によるM&Aは件数を増しており、その大きな特徴の1つとして多額の買収プレミアムが挙げられる。しかし、分析結果からもわかる通り、高い買収プレミアムを支払う場合は買収企業はマイナスの株価効果を得る一方、買収対象企業ではプラスの株価効果を得るという価値移転を起こしている。今回分析に使用した3件は、国内需要が縮小する中で海外に活路を見出すための、いわばM&A競争の中で行われた取引である。最近の損害保険会社は、必須命題となった海外事業の拡大の成功にとらわれすぎるあまり、シナジー効果以上の買収プレミアムを支払っている傾向があると考えられる。

**b)市場価格グループ…**買収プレミアムが支払われない、市場化か腕のM&Aでは、買収企業・買収対象企業ともにプラスの株価効果となっていることから、3グループの中では最も望ましい状態でシナジー効果が生み出されていると考える。特に買収対象企業では買収企業の3倍弱のプラスの株価効果が出ている点については、経営改善効果の表れではないかと考える。M&Aに伴う経営者交代は非効率的な企業を退出させ、企業破綻よりもコストが低く経営性が高い点で望ましいと言われている。今回の分析においても、特に買収対象企業の大木亜プラスの株価効果は、業績良好な買収企業によるM&Aの結果、非効率的な経営者が交代し、倍手対象企業の効率性が向上したためと考える。

c)ディスカウント価格グループ…マイナスの買収プレミアムが支払われる場合の多くは、経営困難や赤字決済となった企業や部門の救済型 M&A であると考えられる。そのうえで、買収対象企業では株価効果が大きなマイナスとなっていることは、救済手である買収企業への市場での評価が低いことの表れであると考えられる。つまり、買収企業が赤字企業である買収対象企業の経営改善や効率性向上を図ったところであまり効果はなく、買収対象企業の価値は向上しないと市場が評価しているのではないかと。

## 5. 事例研究

### 5.1. HCC

HCC 買収はなぜ市場にマイナス評価（3 日間 CAR : -3.72）されたのかを考えていきたい。

#### 5.1.1 買収の背景

(1) 東京海上グループは、海外保険事業の規模・収益の拡大をグループ全体の成長ドライバーと位置づけ、先進国および新興国の両市場において、内部成長力の強化と戦略的な M&A の推進により、グローバルな成長機会と分散の効いた事業ポートフォリオの構築、持続的な収益成長を可能とするより安定的なグループ経営の基盤構築を目指している。

(2) HCC 社は米国全州および、英国・スペイン等で事業展開する世界トップクラスの優良スペシャリティ保険グループであり、1974 年の創業以来一貫して高い収益性・成長性・安定性・健全性を実現してきている。

スペシャリティ保険…一般の保険ではカバーされないような特定のリスクを対象とし、専門性の高いアンダーライティング力や技術力を必要とする保険。

アンダーライティング力…保険契約の引き受けに際して保険会社の危険の選択、つまり当該契約の引き受けの可否を判断するとともに、引き受けること

が可能であるとすれば、どのような引受金額、引受条件で、またいくら料率で引き受けるかなどを判断する等の一連の業務のこと。

### 5.1.2 HCC 社の特徴

- (1) HCC 社は、高度なアンダーライティング力等の自らの強みを発揮できるスペシャリティ保健分野に特化し、参入している多くの市場でマーケットリーダーとして強固な競争優位性を確立している。
  - (2) 具体的には医療・傷害保険、会社役員賠償責任保険、航空保険、保証・信用保険、農業保険、といった相互に相関性が低いスペシャリティ保険種目を 100 種類以上扱っている。
  - (3) 以上の通り、HCC 社の事業ポートフォリオは、収益性が高くかつ分散の効いたものとなっており、結果として高い収益性・成長性・安定性・健全性を実現している。
- ・収益性：収益が高く、分散の効いた事業ポートフォリオという特徴に加え、他社対比トップクラスの低い経費率を維持することにより、過去 10 年間（2005－2014）の平均合算比率は 86%、平均 ROE は 12% と高い収益率を維持している。

合算比率（コンバインドレシオ）…損害保険会社の正味損害率、正味事業費率の合計を指す。保険料収入に対する保険金の支払いや事業費の支出の割合を示すもので、損害保険会社の収益力を示す重要な指標の 1 つ。100%を以下であれば、保険会社の収入が支出を上回っていることになり、100%以上の場合は、保険金の支払いなどがかさみ、収益がマイナスになっていることを表す。

- ・成長性：過去 10 年間の税引後利益の年平均成長率は 11.1%と高い成長性を実現している。
- ・安定性：過去 10 年間の合算比率の変動率（標準偏差）は 3.5%と安定している。

・健全性：良好な財務健全性を保持しており、民間の格付け会社からも高い保険財務力格付

を取得している。(S&P：AA、AMBest：A<sup>+</sup>、Moody's：A1、Fitch:AA)

### 5.1.3 買収の戦略的目的

(1) より安定的なグループ経営の基盤構築の実現—資本効率の向上と収益の持続的成長  
上記 HCC 社の事業ポートフォリオの特徴に加え、東京海上グループの既存事業と HCC 社の事業が補完的かつオーバーラップも限定的であることから、買収によって、より一層事業ポートフォリオの分散が進み、資本効率の向上と収益の持続的な成長を可能とする安定的な経営の基盤が構築できる。2015 年度予想に基づき修正 ROE を試算すると、修正 ROE は 9.3%に上昇する（買収前対比+1.5%）

(2) 事業基盤の一層の強化を通じた海外保険事業の規模・収益の拡大  
HCC 社の買収により、母国市場である日本に加え、世界最大の保険市場である米国における事業基盤が一層強固なものとなる。特に東京海上グループが注力してきたスペシャリティ保険分野においては、キルン・フィラデルフィア・デルファイ各社と合わせ、世界でも有数の強固な事業基盤を構築することが可能となる。具体的には、海外で本格的に参入していなかった医療・障害保険、会社役員賠償責任保険、農業保険等の保険分野でマーケットリーダーとしての地位が確立できる。

HCC 買収の結果、海外保険事業の収益は買収前対比 38%増の約 1750 億円へと大きく増加し、グループ全体に占める海外保険事業の割合も 38%から 46%へと上昇する。

以上が、東京海上 HD の HCC 買収の案件を IR 資料に基づいて作成したものである。HCC の保険分野の特徴、企業としての成長性・安定性・収益性など、株主を納得させる内容が盛り込まれている。これらに加えて、国内市場の縮小によって国際戦略を実行するための収益源が減少することも買収理由として挙げられる。その最たる例が自動車保険である。国内の少子高齢化に伴って高齢者の事故が増加し、事業率の上昇が見込まれ、若年層の車離れも進んでいる。また、東京海上 HD が展開する保険事業は自動車保険、火災保険といった一般的な損害保険商品が主体であるため、今回の買収を後押ししたと思われる。

### 5.1.4. なぜ市場は M&A をマイナス評価したのか

最後になぜ市場が今回の買収をマイナス評価したのかについて考えていきたい。

1. 現状円安（買収時レート 1 ドル=122 円）基調であることによって買収価格が高くなったこと。

2. 買収プレミアムの価格設定は先述した IR 資料の報告によるものやシナジー効果の見通しなど、非常に多くの要因によって決定されるために、そのプレミアムの妥当性を評価するのは株主にとって難しいこと。

3. 今回の買収案件は保険業界の中で歴代最高の買収価格となっており、株主の不安を煽ったこと。

これらの要因によって、市場でのマイナス評価がなされたと思われる。

## 5.2. SCOR

SCOR 買収はなぜ市場にプラス評価（3 日間 CAR : 4.17）されたのかを考えていきたい。

### 5.2.1 買収の背景

損保ジャパン日本興亜は、かねてから海外保険事業戦略を「グループの成長戦略の一翼を担う事業」と位置づけ、ステークホルダーに対し説明を重ねてきた。そしてこれまでも損保の再保険は手がけていたが、この出資を機に、生保の再保険にも参入する。当該会社史上最大の出資であり、人口減少で国内市場が頭打ちとなる中、海外事業を強化する狙いがある。

### 5.2.2 SCOR 社の特徴

スコールは世界 5 位の再保険会社で、特に損保ジャパン日本興亜が手掛けていない生保の再保険に強みを持っている。持ち分法適用会社にする事で、損保ジャパン日本興亜HDの連結純利益は 17 年 3 月期以降に年 100 億円程度上乗せされることが見込まれる。

### 5.2.3. なぜ市場は M&A をプラス評価したのか

最後になぜ市場が今回の買収をプラス評価したのかについて考えていきたい。

- 1 買収価格が高くなったが、株主は長期的円安の影響を理解していたため。
- 2 中期経営計画に沿った買収だったため。

これらの要因によって、市場でのプラス評価がなされたと思われる。

## 6. まとめ

本論文では、これまで特に損害保険会社による M&A 取引についてその特徴や、取引時に支払われる買収プレミアムの妥当性について中心に議論をしてきた。そのうえで、本論文での分析結果をこれまでの内容と合わせて本章でまとめ、終章とする。

### ・4章での分析結果

1. 買収プレミアム額とシナジー効果に相関はみられない
2. プレミアム価格グループ（買収プレミアム 3%超）では、価値移転説がみられる。

### ・買収プレミアムについて

損害保険会社…先進国・新興国に対して共に、割高な買収プレミアムの評価を行う。  
損害保険会社以外…先進国には割高、新興国には妥当な買収プレミアムの評価を行う。  
→今後の国内市場の縮小を考慮すれば、損害保険業界の In-Out 型 M&A はやむをよない戦略ではあるが、円安の影響を鑑みても割高すぎる買収プレミアムの設定となっている。

### ・事例研究

#### ・HCC（米国）

1. 現状円安（買収時レート 1 ドル=122 円）基調であることによって買収価格が高くなったこと。
2. 買収プレミアムの価格設定は先述した IR 資料の報告によるものやシナジー効果の見通しなど、非常に多くの要因によって決定されるために、そのプレミアムの妥当性を評価するのは株主にとって難しいこと。
3. 今回の買収案件は保険業界の中で歴代最高の買収価格となっており、株主の不安を煽ったこと。  
→市場に評価されなかった。

#### ・SCOR（仏国）

1. 買収価格が高くなったが、株主は長期的円安の影響を理解していたから。
2. 中期経営計画に沿ったものであったため、株主の理解を得ることができたから。  
→市場に評価された。

## <参考文献>

- ・井上光太郎・加藤英明（2006）『M&A と株価』東洋経済新報社
- ・宮島英昭（2007）『日本の M&A—企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新聞社
- ・『生保・損保特集 2014 年版』（週刊東洋経済増刊 2014 年 10/8 号）東洋経済新報社

使用データ、URL（11/1/2015）

- ・データベース『Bloomberg』
- ・「Yahoo! ファイナンス」 Yahoo! JAPAN< <http://finance.yahoo.co.jp/>>
- ・「統計月報」 東京証券取引所  
<<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/monthly/index.html>>
- ・「国債金利情報」 財務省<[http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest\\_rate/](http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/)>
- ・「米国資産運用会社 Janus Capital Group Inc. への出資および業務提携について」 第一生命<[http://www.dai-ichi-life.co.jp/company/news/pdf/2012\\_027.pdf](http://www.dai-ichi-life.co.jp/company/news/pdf/2012_027.pdf)>
- ・「BlackRock, Inc. の株式取得について」 みずほフィナンシャルグループ  
<[http://www.mizuho-fg.co.jp/company/info/pdf/20101112\\_2release\\_jp.pdf](http://www.mizuho-fg.co.jp/company/info/pdf/20101112_2release_jp.pdf)>
- ・「英 RBS、海外事業を大幅縮小」 THE WALL STREET JOURNAL  
<<http://m.jp.wsj.com/articles/SB12081608772373954249104580485462267084180?mobile=y>>
- ・「みずほ、RBS の北米企業向け融資枠など約 4 兆円分を 3500 億円で買収」 NEWS PICS< <https://newspicks.com/news/848138/body>>
- ・「コタック・マヒンドラ銀行の増資引受並びに同行との業務提携について」 三井住友銀行<[http://www.smbc.co.jp/news/pdf/j20100630\\_01.pdf](http://www.smbc.co.jp/news/pdf/j20100630_01.pdf)>
- ・「香港・東亜銀行への追加出資について」 三井住友銀行  
<[http://www.smbc.co.jp/news/j510342\\_01.html](http://www.smbc.co.jp/news/j510342_01.html)>
- ・「インドネシア・PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk の株式取得について」 三井住友銀行<[http://www.smbc.co.jp/news/j510412\\_01.html](http://www.smbc.co.jp/news/j510412_01.html)>
- ・「ソシエテジェネラル信託銀行の全株式取得について」 三井住友銀行  
<[http://www.smbc.co.jp/news/j600763\\_01.html](http://www.smbc.co.jp/news/j600763_01.html)>
- ・「香港・東亜銀行への出資について」 三井住友銀行  
<[http://www.smbc.co.jp/news/j600567\\_01.html](http://www.smbc.co.jp/news/j600567_01.html)>
- ・「パークレイズ・ピーエルシーへの出資について」 三井住友銀行



<[http://www.smbc.co.jp/news/j600329\\_01.html](http://www.smbc.co.jp/news/j600329_01.html)>

・「シティバンク銀行のリテールバンク事業取得に関する 三井住友銀行とシティの合意について」 三井住友銀行

<[http://www.citigroup.jp/japanese/press\\_release/2014/20141225\\_02\\_jp.pdf](http://www.citigroup.jp/japanese/press_release/2014/20141225_02_jp.pdf)>

・「ヴィエティンバンクとの資本・業務提携について」 三菱東京 UFJ 銀行

<<http://www.bk.mufg.jp/news/news2012/pdf/news1227.pdf>>

・「タイ大手商業銀行アユタヤ銀行の株式取得について」 三菱東京 UFJ 銀行

<<http://www.bk.mufg.jp/news/news2013/pdf/news0702.pdf>>

・「ヴィエティンバンクとの資本・業務提携について」 三菱東京 UFJ 銀行

<<http://www.bk.mufg.jp/news/news2012/pdf/news1227.pdf>>

・「海外ファンド管理会社 Butterfield Fulcrum Group の取得について」 三菱東京 UFJ 銀行<[http://www.tr.mufg.jp/ippan/release/pdf\\_mutb/130621\\_1.pdf](http://www.tr.mufg.jp/ippan/release/pdf_mutb/130621_1.pdf)>

・「三井住友信託銀、インド金融グループに出資」 日本経済新聞

[http://www.nikkei.com/article/DGXLASGC25H2E\\_V21C14A2EE8000/](http://www.nikkei.com/article/DGXLASGC25H2E_V21C14A2EE8000/)

・「三菱UFJ信託、ヘッジファンド管理参入 専門の米社買収」 日本経済新聞

<[http://www.nikkei.com/article/DGXNASGC20017\\_Q3A620C1MM8000/](http://www.nikkei.com/article/DGXNASGC20017_Q3A620C1MM8000/)>

・「三菱UFJ信託、豪AMPキャピタルに340億円出資―株15%取得」 Bloomberg

<<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-LVWPY96KLVR401.html>>

・「損保JPNK：再保険大手、仏スコール株15%取得―15年度中に」 Bloomberg

<<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-NKRO0Q6JIJVE01.html>>

・「三菱UFJ信託銀、英アバディーン株を最大19.9%取得へ」 Reuters

<<http://jp.reuters.com/article/2008/10/02/idJPJAPAN-34066020081002>>

・「国泰君安証券の香港現地法人への出資に関するお知らせ」 東海東京フィナンシャルホールディングス

<<http://www.tokaitokyo.co.jp/pdf/company/news/s20100708.pdf>>