

信用金庫のガバナンスについての検証

—理事会の構成・運営状況を考慮した実証研究—

名古屋市立大学経済学研究科

大学院博士後期課程 佐々木 均

准教授 坂和 秀晃

准教授 渡辺 直樹

東北学院大学経営学部

講師 棚橋 則子

(キーワード) 信用金庫・理事会・員外理事・ガバナンス

(要旨)

本稿では、協同組織金融機関である信用金庫において、理事会のガバナンス機能が有効に機能しているかどうかを検証することを目的とした実証分析を行う。理事会による経営規律付け機能が働く条件としては、理論・実証の先行研究から、理事長からの独立性の強い員外理事が選任されることが必要となる。それに加えて、理事会がある一定以上の頻度で開催され、活発に運営される場合、理事会による経営規律付け機能は十分に機能することが期待される。後者については、信用金庫の理事会の開催頻度についての情報が十分に公開されていないことから、先行研究の分析は、理事会の独立性のみに注目した経営規律付け機能の分析のみに留まっている。本稿では、理事会の構成・理事会の運営状況の両面から理事会のガバナンス機能を測定する必要性に着眼して、理事会の開催頻度のデータを、郵送アンケートにより収集し、実証分析を行った。本稿の分析の結果、以下の2点が明らかになった。第一に、員外理事比率で測った独立性の高い理事会の方が、経営パフォーマンスが高くなる。第二に、理事会の開催頻度の高い信用金庫の方が、ROEで測った経営パフォーマンスが高まることが明らかになった。これらの結果は、独立性が高く、積極的に運営されている理事会において、理事会による経営規律付け機能が有効に働いていることを示唆する結果となっている。

謝辞

本稿を作成するにあたり、『信金中金月報』の匿名査読者の方から、有益なコメントを頂いた。また、本稿は、科学研究費補助金 若手研究(A) (課題番号：17H04784)、基盤研究(B) (課題番号：17KT0036)の成果の一部である。記して、感謝申し上げたい。なお、本稿に誤りがあれば、それは筆者達の責である。

I. はじめに

昨今、金融業に関するガバナンスの議論が注目を集めている。我が国においても、東京証券取引所では上場企業に対して、「独立役員」の選任状況を含むコーポレート・ガバナンス報告書の提示を求めるなどのコーポレート・ガバナンス改革が進められている。一方で、信用金庫は、「相互扶助」の精神を基にした非営利の協同組織金融機関であり、株式会社である普通銀行とは異なる組織形態をとっている。銀行業など他の業界と比して協同組織金融機関である信用金庫のガバナンスについては、その実態は十分に明らかにはされていない状況である。本稿では、協同経営組織である信用金庫において、普通銀行とは異なるそのガバナンス構造がどのように経営パフォーマンスに影響を与えるかという観点からの実証分析を行い、その実態を明らかにすることを目的とする。

株式会社においては、外部の株主は出資者として、経営は内部経営者に委託する「所有と経営の分離」が進んでいる（Jensen and Meckling [1976]）。「所有と経営の分離」の進む株式会社の下では、経営者に対する経営規律付け（モニタリング）を行うためのコーポレート・ガバナンスの仕組みが重要になる。コーポレート・ガバナンスの仕組みの中でも、経営者に対するモニタリングに関しては、企業内部の経営者との独立性を持った社外取締役の役割が重要になることが理論モデルで示されている（Hermalin and Weisbach

[1998]）。

信用金庫のガバナンスを考察するためには、以下のような普通銀行との違いを考慮して考える必要がある。第一に、出資者は、外部の預金者を中心とする会員であり、会員が1人当たり1票の議決権を持つことになる。出資者である会員の意思決定が、経営者に対して影響を与える場として、年に1回の総代会が開催される。総代会の参加者は、「総代」として選ばれた会員に限定されており、その選任は、取引先企業・地域貢献活動などに興味を持つ会員が多い傾向にある（坂和・佐々木・棚橋 [2015]）。したがって、出資金の多さが総代会の意思決定に直接反映されるわけではないため、株式会社で開催される「株主総会」に比して、出資者の経営監視機能が直接的に反映されにくい傾向にあるといえる。第二に、株式会社における「取締役会」に当たる理事会の経営監視機能についても、2000年代初頭においては、信用金庫の理事会の独立性が十分に担保されておらず、理事会の独立性は経営パフォーマンスに対して、必ずしも正の影響を与えていないことが明らかになっている（家森・富村 [2007] など）。その意味では、信用金庫においては、経営者に対する経営監視機能を期待する理事会の役割が十分に果たされていない可能性がある。以上のような2点の信用金庫の特徴を鑑みると、信用金庫のガバナンスメカニズムが十分に機能していない可能性がある。

本稿では、信用金庫のガバナンスメカニズムの中でも、理事会の経営監視機能に注目し

た分析を行っている。先行研究では、理事の選任が、総代会において行われるため、株式会社に比して、外部の出資者の意向が働きにくい点を指摘している（家森・冨村 [2007]）。このことは、独立性の高い員外理事の選任が少なくなる可能性を示唆しており、アンケートによる調査を行った先行研究でも整合的な結果を得ている（坂和・佐々木・棚橋 [2015]）。一方では、費用関数を用いて経営効率性を測定した実証研究によって、近年の信用金庫では、理事会の独立性には、効率性を高める効果があることが明らかにされている（Yamori, Harimaya, and Tomimura [2017]）。しかし、先行研究では、近年の信用金庫の員外理事の経営監視機能が経営パフォーマンスに有効であるのか、有効であった場合、その効果は、信用金庫の理事会の監視機能度合いによって異なるのかといった点については明らかにされていない。後者を明らかにするため、先行研究に倣い、理事会の監視機能が積極的に機能するかどうかの尺度として、理事会の開催頻度を代理変数として扱う（Andres and Vallelado [2008] , Vafeas [1999]）。

本稿では、2014年度の信用金庫の経営パフォーマンスに与える理事会の経営監視機能の効果を検証する実証分析を行っている。信用金庫の開催頻度に関するデータについては、2013年11月時点の268金庫に対して、アンケートを行うことで取得した。したがって、本稿のサンプルは、アンケートに回答を行った96金庫になる。

本稿で得られた実証研究の結果は、以下の

2点にまとめられる。第一に、員外理事の人数が多いあるいは員外理事比率の高い信用金庫の方が、経営パフォーマンスが高い結果が得られた。このことは、先行研究が対象とする2000年代初頭と比して、員外理事の登用が進み、その経営パフォーマンスへの寄与度が高まっていることを示唆している。第二に、理事会を開催する頻度が月1回以上と開催頻度の高い信用金庫の方が、ROEで測定した経営パフォーマンスが高いことが明らかになった。このことは、積極的な取締役会の方が、経営パフォーマンスを高めるという金融業の先行研究（Andres and Vallelado [2008]）と整合的な結果になっている。これらの実証結果は、員外理事の登用により、理事会の独立性を高めることに加えて、理事会の開催頻度を高めるといった積極的な理事会の運営が経営パフォーマンスを高めることを示唆している。

本稿の構成は次のとおりである。Ⅱでは先行研究について概観し、Ⅲで検証仮説の設定を行う。Ⅳでは実証方法とサンプルについて説明し、Ⅴで分析結果を示す。そしてⅥでは分析結果のまとめと解釈を行い、今後の課題について述べる。

Ⅱ. 先行研究の流れ

企業統治メカニズムの重要な要素として、外部株主によるモニタリング機能だけでなく、取締役会の経営者に対する規律付け機能である内部ガバナンスの果たす役割は大きい（Jensen [1993]）。銀行業における取締役会

の規律付け機能について、OECD6カ国を扱った先行研究では、社外取締役の存在が経営パフォーマンスに正の影響を与えることを示している (Andres and Vallelado [2008])。一方で、米国の先行研究では、社外取締役比率と経営パフォーマンスについては、有意な結果が得られていない (Adams and Mehran [2012])。我が国の先行研究では、社外取締役比率が高い銀行のパフォーマンスが有意に高まるわけではないものの、その効果は、公的資金注人行の方が小さいことを明らかにしている (Sakawa and Watanabel [2018])。これらの先行研究の結果から、金融業においても、社外取締役の内部ガバナンス機能が重要であることが示唆される。

1990年代以降、「失われた20年」と称される長期不況の影響を受け、日本の金融業を巡る状況は大きく異なっている。前半期間の2000年代までの状況については、数多くの先行研究が存在する (Dow and McGuire [2009], Hiraki, Inoue, Ito, Kuroki, and Masuda [2003], Morck and Nakamura [1999])。2000年代以降の状況については、Hoshi and Kashyap [2010]で詳細にまとめられている。特に、不動産バブル崩壊の影響を受けた金融再編の影響が進むまでの2006年度までの状況においては、取締役会の経営監視機能の弱さが指摘されており、金融庁の2003年度の「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」においても、その改善が

求められている。そのような流れを受けて、日本の金融業においても、取締役会の規模の削減や社外取締役・独立役員の任用などが進められていくようなコーポレート・ガバナンスの改革が行われるようになってきている^(注1)。

このような金融業におけるコーポレート・ガバナンス強化の潮流の中で、信用金庫のコーポレート・ガバナンスの状況についても、関心が高まっているものの、協同組織金融機関である信用金庫のガバナンスに関する先行研究は十分に存在しない状況である。日本の金融業のガバナンスを考える際に、2006年以前の金融再編前の時期とその後の時期では、大きく構造が異なることが先行研究で指摘されている (Hoshi and Kashyap [2010])。金融再編以前の2000年代前半までの理事会の経営パフォーマンスに与える影響を分析した先行研究として、宮村[2000]、家森・富村 [2007]、家森・富村[2008]、家森・富村・播磨谷[2008]、Sakawa, Watanabel, and Tanahashi [2017]が挙げられる。宮村[2000]では、信用金庫の理事長や会長といったトップの長期在職や世襲が監視機能を弱めているのではないかという視点から分析を行い、世襲が信用金庫の業務費用を増加させていることを明らかにしている。家森・富村 [2007]では、非常勤理事のうち信用金庫のOBではないものを社外者理事とし、社外者理事の存在が信用金庫にどのような影響を与えているのか分析を行った。その結果、社外者理事を

(注)1. 金融機関の取締役会構成は、上場企業であることから、東京証券取引所の上場規則に従う必要がある。東京証券取引所では、上場企業に対して、社外取締役などを1名以上選任することを義務化している。また、コーポレートガバナンス・コードにおいては、義務ではないものの上場会社に対し独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきであると定めている。

登用している信用金庫は資産規模が小さいことや収益性が低いことなどを明らかにしている。家森・富村 [2008] は、信用金庫の役員構成について分析を行い、役員数が減少していること、非常勤役員が減少し、役員のプロフェッショナル化が進んでいることなどを明らかにしている。家森・富村・播磨谷 [2008] では、理事会の規模の決定要因と業績への影響を分析し、理事会の規模と信用金庫の資産規模には正の関係があることは明らかにしているが、理事会の規模と業績には何ら関係がないことを示している。Sakawa, Watanabe, and Tanahashi [2017] では、理事への賞与が支給された信用金庫の方が経営パフォーマンスが高いことから、信用金庫において、理事への賞与がインセンティブ報酬として機能していることを示している。

2007年以降の金融再編以後の信用金庫のガバナンス構造を巡る実証研究としては、茶野・筒井 [2017]、Yamori, Harimaya, and Tomimura [2017] が挙げられる。茶野・筒井 [2017] では、職員出身者である理事会比率の高い信用金庫の方が、ガバナンスが機能せずに効率性が低いことを示している。Yamori, Harimaya, and Tomimura [2017] では、2009年から2013年までのデータを用いた実証研究によって、理事会の独立性が高い信用金庫の方が効率性が高くなることを示している。これらの研究は2000年代前半までを扱った先行研究と比較して、2007年以降

の時期における信用金庫においては、ガバナンス改革が進み、独立性の高い理事の経営監視機能が期待できる可能性を示している。

最後に、信用金庫の経営実態・理事会の運営状況などを調査するためのアンケート調査を行った先行研究も存在する。宮村 [2008] では、困難な課題に積極的に挑戦するという信用金庫の戦略が預金残高や貸出残高を増加させることを明らかにしている。坂和・佐々木・棚橋 [2015] は、信用金庫はステークホルダーの中でも特に取引先企業を重視していることを明らかにしている^(注2)。加えて、理事会の改革は、理事の定数の削減を中心に行われていることなどを明らかにしている。

Ⅲ. 検証仮説

本節では、信用金庫の理事会が、経営パフォーマンスにどのような影響を与えているのかを明らかにするための実証仮説の導出を行う。理論研究においては、専門性の高い社外取締役を任命した取締役会では、経営監視機能に加えてCEOへの経営アドバイス効果による業績への影響が期待されるとしている (Hermalin and Weisbach [1998])。米国の実証研究では、独立性の高い社外取締役のアドバイス機能による企業業績への正の効果が示されている (Coles, Naveen, and Naveen [2008])。日本の非金融業の実証研究では、社外取締役比率と企業業績の間の正の関係は得られていない (Aman and Nguyen [2012])。

(注)2. 日本企業のコーポレート・ガバナンスは、ステークホルダー重視型のステークホルダー理論で説明できるとされている (Yoshimori [1995])。したがって、信用金庫の取引先重視の姿勢は、信用金庫のコーポレート・ガバナンスは、ステークホルダー理論で説明することが適していることを示唆している。

銀行業に関しては、OECD6カ国の実証研究において、独立性の高い社外取締役が、銀行の経営パフォーマンスに正の効果を与えることが示されている (Anders and Vallelado [2008])。一方、我が国の銀行業では、社外取締役比率と経営パフォーマンスの間に有意な関係が得られていない (Sakawa and Watanabel [2018])。

一方で、信用金庫に関する実証研究も存在する。信用金庫では多くの理事が職員出身者であることから、職員出身者中心の理事会では、ガバナンスが機能していないという指摘がされている (茶野・筒井 [2017])。信用金庫と銀行業を比較した研究では、銀行業では、独立性の高い社外取締役が効率性を高める効果はないが、独立性の高い理事会を持つ信用金庫の方が、効率性が高いという効果があることを発見している (Yamori, Harimaya, and Tomimura [2017])。これらの先行研究の結果から、独立性の高いと想定される員外理事を選任している信用金庫では、理事会に対する経営監視機能が働くことが期待される。すなわち、員外理事は信用金庫の会員ではないため、理事長や理事から独立性が高くなることが想定され、その結果、員外理事を選任している信用金庫の経営に正の効果が表れると考えられる^(注3)。したがって、このような予想に基づき、以下の仮説1を提起する。

仮説1 員外理事の比率(人数)で測った独立性が高い信用金庫の方が、業績は高くなる。

理事会の経営者に対する規律付け機能を考えるに際して、理事長との独立性の高い員外理事が選任されていたとしても、理事会運営自体が有効に機能していなければ意味がない。米国の先行研究では、取締役会の経営監視機能が役割を果たす条件として、取締役会の年間開催頻度が挙げられている (Vafeas [1999])。同論文の帰結について、銀行業における検証を行ったAndres and Vallelado [2008] では、OECDに加盟している6カ国の都市銀行における取締役会の役割について分析している。そのなかで、取締役会が機能しているかどうかの代理変数として取締役会の開催頻度を用い、開催頻度が多いほど業績が高くなることを明らかにしている。これらの先行研究の帰結を適用すると、我が国の信用金庫の理事会においても、理事会が機能するためには、理事会の開催頻度が一定以上であることが必要になると考えられる。したがって、理事会の開催頻度が高いほど、理事会に対する経営監視機能がより強まることが想定され、それが信用金庫の経営に正の効果として表れると考えられる。本稿では、このような予想に基づき、以下の仮説2を提起する。

仮説2 理事会の開催頻度が多いほど信用金

(注)3. 信用金庫法第32条4項では、「理事の定数の少なくとも3分の2は、会員又は会員たる法人の業務を執行する役員でなければならない。」としており、残りの3分の1については会員以外の人を選任することが可能である(朝倉[2010])。すなわち、信用金庫のガバナンス上の理事会の独立性としては、最大3分の1を占める員外理事の役割が期待されることになる。先行研究では、非常勤理事を独立性の高い理事としているが、一方で非常勤理事は減少傾向にあることが指摘されている(家森・富村[2008])。本研究では、減少傾向にある非常勤理事ではなく、独立性が高いと想定される員外理事の独立性の効果を測定する。

庫の業績は高くなる。

IV. サンプルと実証方法

1. サンプル

本稿では、坂和・佐々木・棚橋 [2015] が行ったアンケートに回答した信用金庫に対して分析を行う^(注4)。分析に用いられる員外理事の人数や理事会の開催頻度はアンケートの回答結果から、総資産などの財務データは日経NEEDSから2014年3月期のデータを抽出している。なお、員外理事の人数や理事会の開催頻度等の値が得られたサンプル数は96信用金庫であったため、最終的に分析に用いられるサンプルは96信用金庫である。

2. 推定方法と分析モデル

仮説1、2の検証を行うために、以下の(1)式の推定を行う。今回のサンプルは2013年11月時点における全268信用金庫を母集団とし、そのうちアンケートに回答した96信用金庫のデータを標本として用いる。アンケート調査の性質上、標本が母集団の特性と異なるバイアスが生じる可能性が否定できない。信用金庫は、地域金融機関として、地域中小企業への資金供給を行うことから、営業地域によって、その経営状況が異なることが想定される。母集団と比して、アンケートデータにおいて、地域毎のサンプルに偏りがある場合、正確な結果が得られない可能性が

ある。したがって、本研究では、OLS推定に加えて、地域毎のサンプリングウェイトに重み（ウェイト）を付けた推定を行う^(注5)。

$$\begin{aligned} Performance_i = & \beta_0 + \beta_1 Outside_i \\ & + \beta_2 Frequency_i + \beta_3 (Outside_i) * (Frequency_i) \\ & + \beta_4 \ln(Asset_i) + \beta_5 \ln(Board Size_i) \\ & + \sum_j \gamma_j (Regional Dummy) + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

上記(1)式の被説明変数としては、信用金庫の経営パフォーマンスを表す変数を用いる。具体的には、ROA、ROEの2変数を採用する。ROAは2014年3月期の期末総資産に占める経常利益の割合として、ROEは2014年3月期の会員勘定に占める当期利益の割合として計測される。

推定式(1)における仮説1、2を検証するため、員外理事の比率・人数と理事会の開催頻度の2変数を説明変数として用いる。まず、仮説1に関しては、理事長からの独立性が高いと想定される員外理事の人数比率が高いあるいは人数の多い理事会の方が、経営監視機能が高いことが想定される。理事会の独立性を示すための指標として、員外理事人数(Outside Director)と員外理事の人数を理事会の人数で除して計算した員外理事比率(Outside Ratio)を採用している。

次に、仮説2を検証するために理事会の活動状況の代理変数として、理事会の開催頻度のデータを用いている。理事会の開催頻度を測定するために、理事会開催頻度ダミー

(注)4. 本稿で用いられるデータを取得するためのアンケートは2013年11月時点のわが国の全信用金庫(268信用金庫)に対する郵送アンケートである。アンケートの詳細な結果については、坂和・佐々木・棚橋[2015]、坂和・佐々木・渡辺[2020]を参照されたい。
5. OLS推定の追加推定として、統計パッケージStata16によるサーベイデータセット(svy)を用いて、サンプルの分析結果が母集団の分析結果と一致するように、地域毎のサンプリングウェイトに重み（ウェイト）を付けた推定を行っている。詳しくは、石黒(2014)等を参照されたい。

(Frequency) を採用している。理事会の開催頻度のデータに関しては、各信用金庫からは公開されていない。したがって、本稿では、坂和・佐々木・棚橋 [2015] と同様のアンケートデータを利用して測定している。理事会開催頻度ダミー (Frequency) は、理事会の開催頻度が毎月かそれ以上と回答した場合は1、そうでない場合は0のダミー変数である。理事会の活動状況に加えて、理事会の開催頻度の多寡によって員外理事の関与が経営パフォーマンスに与える影響は異なるかどうかについての考察を行うために、員外理事比率 (人数) と理事会開催頻度ダミーの交差項をモデルに追加している。

最後に、コントロール変数としては、資産規模の対数値 ($\ln(\text{Asset})$) と理事会の規模の対数値 ($\ln(\text{Board Size})$) と地区ダミーを採用している。資産規模の対数値については、資産規模が大きい信用金庫の方が高い経営パフォーマンスを上げる可能性をコントロールしている (Sakawa, Watanabel, and Tanahashi [2017])。次に、理事会の規模 (Board Size) の効果については、信用金庫の効率性に影響を与える可能性があるとして、先行研究でも採用されている (Yamori, Harimaya, and Tomimura [2017])。したがって、本稿では、信用金庫の理事会の規模については、経営パフォーマンスに対するコントロール変数として扱う。地区ダミーについては、以下の理由で採用している。信用金庫の経営パフォーマ

ンスは前述のコントロール変数では十分にコントロールできず、他の個別要因からも影響を受ける可能性がある。特に、信用金庫は都市銀行や地方銀行とは異なり、地域の中小企業を中心に資金供給を行うという役割を担っている地域金融機関である。したがって、信用金庫の地域特性が業績に影響を与える可能性があることから、地区ダミーをコントロール変数として採用した^(注6)。本稿で扱う変数の定義に関しては、**図表1**にまとめられている。

図表1 変数の定義

変数	定義
被説明変数	信用金庫の経営パフォーマンスの変数
ROA	経常利益を資産規模で除した値 (%)
ROE	当期利益を会員勘定で除した値 (%)
説明変数	
$\ln(\text{Board Size})$	理事会人数 (規模) を対数変換した値
Outside Ratio	員外理事の比率 (員外理事/理事会規模)
Outside Director	員外理事の人数
Frequency	理事会開催頻度が多い信用金庫を1、少ない信用金庫を0とするダミー変数
$\ln(\text{Asset})$	信用金庫の総資産を対数変換した値

3. 予想される符号

本稿の仮説1、2から、 β_1 、 β_2 の符号は正值になることが符号条件として、期待される。一方で、 β_3 の符号に関しては、以下の2つの可能性がある。まず、員外理事の人数が多く、開催頻度も多い場合は、員外理事による積極的な理事会への関与が経営監視機能として、適切に発揮されている場合が考えられる。この場合は、符号条件は正になることが想定される。一方で、先行研究では、取締役

(注)6. 全国の信用金庫を、「北海道・東北」、「関東」、「中部」、「近畿」、「中国」、「四国」、「九州」の7地域に大別したダミー変数を作成している。

会の人数が増えた場合は、意見の調整が難しく、コーディネーションコストが大きくなり、企業価値に正とはならない場合があることが示されている (Eisenberg, Sundgren, and Wells [1998], Jensen [1993])。これらの先行研究を鑑みると、多くの員外理事がいる理事会の開催頻度を増やした場合、意見のコーディネーションが上手くいかず、経営パフォーマンスには負の効果を与える可能性がある (Eisenberg, Sundgren, and Wells [1998], Jensen [1993])。したがって、 β_3 の符号条件に関しては、予想を行わない。

コントロール変数については、資産規模の大きい信用金庫の方が、規模の経済の効果から経営パフォーマンスが高まる可能性があることから、 β_4 の符号に関しては、正になる。理事会規模 (Board Size) については、先行研究では、相反する結果を得ている。まず、取締役会の規模の効果については、先行研究でも定かではない。人数が多いと取締役会が非効率な運営になるとする先行研究

(Yermack [1996]) と専門性の高い取締役からのアドバイスの役割が期待されるという先行研究 (Adams and Mehran [2012] 等) などその解釈は分かれている。次に、信用金庫に対する先行研究でも、理事会の規模と経営パフォーマンスについては、有意な結果が得られていない (家森・富村・播磨谷 [2008])。したがって、 β_5 の符号条件に関しては、予想を行わない。

V. 分析結果

1. 記述統計量

図表2には、分析に用いる変数の記述統計量を示している。まず、信用金庫の業績を表す変数であるROAとROEを見ると、それぞれ平均値は0.290%、0.219%となっている。次に、理事会の規模は、平均12.7人程度であり、2009年から2013年の信用金庫の理事会の平均人数を13.1人と報告している先行研究と比しても大きな差はない。また、員外理事比率は平均5.22%程度であり、員外理事数の

図表2 記述統計量

変数	観測数	平均	標準偏差	メディアン	Q1	Q3
ROA	96	0.290	0.197	0.272	0.186	0.354
ROE	96	0.219	0.172	0.194	0.144	0.273
Board Size	96	12.771	2.618	12.000	11.000	14.000
ln(Board Size)	96	2.528	0.195	2.485	2.398	2.639
Outside Ratio	96	5.220	10.406	0.000	0.000	7.418
Outside Director	96	0.531	1.239	0.000	0.000	1.000
Frequency	96	0.729	0.447	1.000	0.000	1.000
Asset	96	441303	597334	222774	145405	425435
ln(Asset)	96	12.515	0.895	12.314	11.887	12.961

(備考) 変数の定義に関しては、図表1を参照されたい。図表2におけるQ1は、第一分位点、Q3は第三分位点の値を意味している。

図表3 相関係数行列

変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1. ROA	1						
2. ROE	0.969*	1					
3. ln(Board Size)	0.070	0.048	1				
4. Outside Ratio	-0.075	-0.113	0.066	1			
5. Outside Director	-0.025	-0.063	0.231*	0.921*	1		
6. Frequency	-0.011	0.018	-0.087	0.062	0.054	1	
7. ln(Asset)	-0.042	-0.063	0.463*	0.128	0.187	0.212*	1

(備考) *p値<0.05。変数の定義に関しては、図表1を参照されたい。

平均値は0.531人となっている。このことは員外理事を選任している信用金庫はかなり少ないことを示している。理事会の開催頻度ダミーについてみると、平均値は0.729となっており、理事会は毎月かそれ以上の回数を開催している信用金庫が多いことが示されている。サンプルとなる信用金庫の資産規模については、平均値が、4413億円程度である。先行研究で扱った2005年時点の信用金庫の資産規模の平均値が4000億円弱であることから、本稿で扱うサンプルに大きく偏りが無いことが明らかになった（家森・富村 [2008]）。

図表3は、本稿で用いる変数間の相関関係を示している。ピアソンの相関係数行列の結果から、先行研究と同様に、資産規模の大きい企業ほど理事会の規模が大きいという相関関係が有意水準5%で確認できる（家森・富村・播磨谷 [2008]）。加えて、資産規模と理事会の開催比率には、有意に正の相関があることが示される。

2. 分析結果

信用金庫における理事会の経営監視機能が経営パフォーマンスに与える影響を分析するために、(1) 式の推定を行う。図表4では、(1) 式の推定結果を示している。仮説1の員外理事比率の係数はROA、ROEの業績変数について、有意水準5%で正の値を示している。員外理事人数についても、同様に、ROA、ROEの業績変数について、有意水準5%で正の値が得られた。この結果は、仮説1と整合的な結果である。したがって、2007年以降の金融再編以降の時期においては、員外理事は経営パフォーマンスに正の効果を与えていることが明らかになった。また、理事の独立性が効率性に正の効果を与えるとする先行研究と整合的な結果が得られている（Yamori, Harimaya, and Tomimura [2017]）。

次に、仮説2の開催頻度の係数については、8モデルの内、モデル(2)、(4)、(6)、(8)の4モデルについて、5%水準で有意に正の結果を得ることができた。残りの4モデルについては、正の符号ではあるものの、有意な

図表4 推定結果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
ln (Board Size)	0.157 (1.16)	0.135 (1.07)	0.174 (1.17)	0.159 (1.13)	0.139 (0.98)	0.111 (0.84)	0.165 (1.03)	0.144 (0.95)
Outside Ratio	0.007 * (2.29)	0.007 * (2.32)			0.007 * (2.04)	0.007 * (2.10)		
Outside Director			0.072 * (2.27)	0.070 * (2.28)			0.071 * (1.99)	0.070 * (2.05)
Frequency	0.100 (1.63)	0.112 * (2.01)	0.097 (1.64)	0.110 * (2.01)	0.100 (1.77)	0.114 * (2.53)	0.095 (1.73)	0.109 * (2.49)
Outside Ratio	-0.009 + (-1.94)	-0.010 * (-2.13)			-0.011 (-1.95)	-0.011 * (-2.17)		
* Frequency								
Outside Director			-0.084 * (-2.06)	-0.088 * (-2.21)			-0.092 (-1.89)	-0.098 * (-2.06)
* Frequency								
ln (Asset)	-0.019 (-0.81)	-0.021 (-0.93)	-0.022 (-0.89)	-0.024 (-1.03)	-0.014 (-0.50)	-0.015 (-0.64)	-0.017 (-0.58)	-0.019 (-0.73)
定数項	0.060 (0.31)	0.058 (0.36)	0.044 (0.21)	0.029 (0.16)	0.046 (0.19)	0.049 (0.24)	0.009 (0.03)	0.001 (0.00)
観測数	96	96	96	96	96	96	96	96
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	Survey	Survey	Survey	Survey
修正済み R2	0.188	0.240	0.183	0.229	0.211	0.261	0.198	0.238
F 値	3.20 **	3.22 **	2.93 **	2.99 **	1.70	1.52	1.53	1.48
Strata の数					7	7	7	7

(備考) *p値<0.10、*p値<0.05、**p値<0.01。推定には地域ダミーを入れて推定を行った。変数の定義に関しては、図表1を参照されたい。推定方法については、(1)から(4)まではOLS推定を行っている。(5)から(8)については、サーベイデータのサンプリングウェイトを加味した推定を行っている。OLSについては、標準誤差のオプションは県単位で修正を行った。

結果を得ることはできなかった。すなわち、業績指標についてはROEに関してのみ、5%水準で有意に正の結果が得られている^(注7)。この結果は、仮説2を弱い意味で支持する結果である。したがって、理事会が積極的に開催される理事会ほど、経営パフォーマンスが高いことを示唆しており、海外の銀行業の結

果と整合的である (Andres and Vallelado [2008])。

一方で、員外理事数 (比率) と理事会開催頻度ダミーの交差項の係数推定値をみると、モデル(2)、(3)、(4)、(6)、(8)の5モデルについて、5%水準で有意に負の結果を得ることができた^(注8)。これらの結果は、理事会の開

(注)7. 経済産業省[2014] (通称「伊藤レポート」)では、日本企業の経営パフォーマンスの指標として、ROEを高めることの重要性が指摘されている。その意味では、理事会の開催頻度で測定する理事会の積極的な活動が、ROEを高めるという実証結果は、近年行われているガバナンス改革における方針と整合的な結果である。したがって、信用金庫の理事会の積極的な活動は、ガバナンス構造を強化する意味で重要な役割を果たしていると解釈することも可能である。

8. 先行研究では、信用金庫の地域間の業績変動をコントロールしたRROA(Regional-adjusted ROA)、RROE(Regional-adjusted ROE)を用いた分析(Sakawa, Watanabai, and Tanahashi[2017])も行っている。RROA、RROEは、信用金庫が地域間競争をしており、同地域のROAやROEよりも高い業績を出すことを目標としている効果をコントロールする業績指標である。この指標を収益性の変数とした場合も、本稿と同様の結果を得ることができる。

催頻度が高い場合には、員外理事が多いほど信用金庫のROEで測った業績が下がることを意味している。取締役会におけるコーディネーションの効果を検証した先行研究と整合的な結果を示唆している(Eisenberg, Sundgren, and Wells [1998], Jensen [1993])。

コントロール変数の推定結果については、理事会の規模については、有意な結果を得ることができなかった。これは、先行研究である家森・冨村・播磨谷 [2008] と整合的な結果である。同様に、資産規模についても、有意な結果は得られなかった。

3. ロバスト性の検証

本稿のロバスト性を示すための追加分析として、3点の分析を行っている。第一に、「信用金庫」は、協同組織金融機関であるため収益性以外を重視する特性がある。その特性を反映した指標として、「前年からの貸出伸高」を採用した分析を行った。しかしながら、この変数については、仮説1、2ともに有意な結果を得ることができなかった。家森 [2018] では、協同組織金融機関としての信用金庫の特徴の一つとして「非営利性」を指摘しているものの、「収益性」の重要性を指摘している。収益性が重視される理由として、たとえば顧客を満足させるサービスを提供したとしても、「採算割れ」となれば、経営自体が立ち行かず、結果的に顧客に貢献できなくなる点を指摘している(家森[2018])。

本稿のサンプル期間の信用金庫の分析は、信用金庫は、非営利性のみならず収益性を重視しているという家森 [2018] と整合する結果であると解釈することができる。

第二に、理事会の独立性の指標として、「員外理事」の代わりに、「職員外理事」を説明変数とした推定を行っている。結果として、仮説1、2とも有意な結果を得ることができなかった。この結果は、「職員外理事」より独立性の高い「員外理事」の登用が、信用金庫の収益性を高めるために重要であることを示唆している。

最後に、「業績が良い信金は余裕があるために、員外理事を招聘しやすい」といった逆の因果関係の可能性があるので、その点についての分析を行った。結果として、平均値の差の検定では、員外理事のいる信用金庫としない信用金庫の間には、ROA、ROEに有意な差を見出すことはできなかった。加えて、員外理事のいる信用金庫を1、いない信用金庫を0とするダミー変数を被説明変数として、ROA、ROEなどの業績変数などを説明変数とするロジット分析を行ったが、その分析でも有意な結果を得ることができなかったことから、逆の因果関係は成立しないと判断できる^(注9)。

VI. 結論

本稿では、2013年から2014年の信用金庫において、員外理事と理事会の運営状況が業

(注)9. これらのロバスト性についての匿名査読者のコメントに感謝いたします。また、ロバスト性に関する推定結果については、本稿での記載は省略しています。これらの結果の参考図表について、希望される方は、著者らにご連絡ください。

績に与える影響について分析を行った。近年、金融機関を含む上場企業では、社外取締役の導入など取締役会の経営監視機能の強化が進められている。信用金庫においては、理事会の経営監視機能は、理事長との独立性が高いと想定される員外理事を選任することによって高まると考えられる。この点を加味して、本稿では、第一に、信用金庫では、員外理事が経営パフォーマンスにどのような影響を与えているのかという点を分析している。第二に、理事会の運営状況により、信用金庫の業績が影響を受けるのかという関係についての検証を行っている。

本稿では先立って行われた信用金庫に対するアンケートに基づく分析を行った。銀行と同じ金融機関でも協同組織金融機関である信用金庫でも、理事会の経営監視機能を進める観点から、1名以上の職員外理事の任用などを進める施策が打ち出されている（全国信用金庫協会 [2015]）。このような施策に沿う形で、信用金庫においても、株式会社における社外取締役の役割を担う理事の選任が期待されている。員外理事は会員ではないため独立性が高いことが想定され、理事会に対して経営監督機能が働くことが期待されている。また、信用金庫の理事会の開催頻度といった指標については、理事会の活動度合いを測る指標であるものの、米国の先行研究のように、その回数が公開されている状況ではない。

分析の結果、以下の2点が明らかになっ

た。第1に員外理事の数が多いあるいは員外理事比率の高い信用金庫ほど、経営パフォーマンスが高まるという仮説1が成立する結果が明らかになった。この結果は、2000年代後半の信用金庫において、理事の独立性が経営効率性を高めることを示した茶野・筒井 [2017] , Yamori, Harimaya, and Tomimura [2017] と整合的である。信用金庫の理事会の独立性については、職員外理事の登用を奨励する施策（全国信用金庫協会 [2015]）を鑑みれば、「員外理事」よりも独立性の弱い「職員外理事」の登用により、信用金庫へのガバナンス機能は高められるのではないかとの考え方もある。本稿では、職員外理事を説明変数とした推定を行い、仮説1、2については有意な結果が得られなかった。茶野・筒井 (2017) では、「理事会に外部出身者を入れる必要がある」と指摘し、全国信用金庫協会 (2015) の「1名以上の職員外理事の登用」の施策に対して、「一定の評価ができる」とはするものの、「より一層積極的に外部からの人材の理事登用」が求められるとしている^(注10)。したがって、信用金庫の経営監視機能を十分に発揮しその経営パフォーマンスを高めるためには、独立性の高い員外理事や職員外理事の登用は、重要であると解釈できる。

第2に、理事会の開催頻度が高まると、ROEで測定した信用金庫の経営パフォーマンスが有意に高まることが示される。ROA

(注)10. 員外理事については、独立性の観点から当該信用金庫と利害関係を有する理事を含まないため、より厳格にその要件が定められている。一方で、職員出身の理事の場合は、職員ではない理事としているだけで、期待されていた信金の経営者との独立性が損なわれる可能性がある。

に関しては、5%水準で有意な結果が得られなかったため、仮説2は弱い意味で支持されたと考えられる。この結果は、OECD6カ国の金融機関において、取締役会の開催頻度が高いほど、取締役会の活動が積極的になり、経営パフォーマンスを高めることを示した Andres and Vallelado [2008] と整合的な結果である。この点については、信用金庫の理事会の開催頻度が、理事会の実質的な議論を行う上で重要であることを示唆していると解釈することができる。2018年度版の金融行政方針によれば、取締役会の形骸化が指摘されている（金融庁 [2018]）。しかしながら、本稿の実証結果を見る限り、一定以上の頻度で理事会が開かれた場合は、理事会の議論が実質的なものになりやすく、結果として、経営パフォーマンス向上に資することを示唆する結果である。その意味では、理事会の開催頻度などについても、政策的なインプリケーションを得ていると考えられる。加えて、日本企業におけるROE重視型経営を行うために、ガバナンス改革が重要であるとする伊藤レポート（経済産業省 [2014]）の内容は、信用金庫業界のガバナンスと経営パフォーマンスの関係にも適用可能であることを示唆している。

最後に、今後の課題について提示する。まず、本稿では、員外理事のバックグラウンドによって、その経営監視機能が変化するかどうかといった点については、検証を行っていない。行政出身者・大手金融機関出身者・中央機関出身者・専門性の高い弁護士・会計士などのバックグラウンドによって、収益性に与える影響が異なる可能性がある。この点の解明については、重要な研究課題であると考えられる。次に、近年ではコーポレート・ガバナンス改革の一環として、2015年には、「ガバナンス強化に向けた業界の自主的取組み」が開始されている。その中では、総代会や理事会についての情報開示の増加が企図されており、従来はその実態が明らかにされることの少なかった総代会や理事会の状況が明らかになりつつある。本研究の結果はアンケート結果を用いた分析を行ったものの、将来において、理事会の開催頻度といった情報が開示される可能性がある。このような情報開示が行われた時点において、再検証を行うことにより、理事会の活動が信用金庫のガバナンスにどのような影響を与えるのかについて、より正確な結果を得ることが可能になると考えられる。今後の研究課題となる。

〈参考文献〉

- ・朝倉敬二『三訂 信用金庫役員の権限と責任』経済法令研究会（2010）
- ・石黒格編著『改訂 Stataによる社会調査データの分析 入門から応用まで』北大路書房（2014）
- ・金融庁「変革期における金融サービスの向上にむけて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針（平成30事務年度～）」（2018）
<https://www.fsa.go.jp/policy/For_Providing_Better_Financial_Services.pdf>参照2019-12-23)
- ・経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの最終報告書（2014）（<https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokutekiseicho/pdf/report01_01_00.pdf>参照2019-8-7）
- ・坂和秀晃・佐々木均・棚橋則子「地域金融機関の問題点と革新」『オイコノミカ第51巻第1号』名古屋市立大学経済学会（2015）
- ・坂和秀晃・佐々木均・渡辺直樹「地域金融機関の企業統治についての萌芽的研究」『国際地域経済研究第19号』名古屋市立大学経済学研究科附属経済研究所（2020）
- ・茶野努・筒井義郎「信用金庫の従業員主権的なガバナンス構造は効率性にどのように影響するか」『金融経済研究第39号』日本金融学会（2017）
- ・全国信用金庫協会『ガバナンスの強化に向けた業界の自主的取り組みについて』（2015）<<http://www.shinkin.org/news/pdf/20150427governance.pdf>>（参照2019-8-7）
- ・宮村健一郎「協同組織金融機関におけるコーポレートガバナンスー「世襲」と「長期政権」の問題ー」『経営論集第51号』東洋大学（2000）
- ・宮村健一郎「信用金庫の営業戦略とパフォーマンスへの影響」『生活経済学研究No.28』生活経済学会（2008）
- ・村本孜「信用金庫論ー制度論としての整理ー」『信金中金月報第13巻第2号』信金中央金庫（2014）
- ・家森信善「信金・信組生き残りの条件 識者に聞く「三大条件」」、（2018）<<https://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/yamori-nobuyoshi/04.html>>（参照2019-12-23）
- ・家森信善・富村圭「信用金庫の理事会構成と経営の特徴ー社外者理事の役割の検討ー」『月刊金融ジャーナル10月号』金融ジャーナル社（2007）
- ・家森信善・富村圭「信用金庫のガバナンスと役員構成ー非常勤理事と監事の役割の比較を中心にー」『生活経済学研究No.28』生活経済学会（2008）
- ・家森信善・富村圭・播磨浩三「協同組織金融機関のガバナンス改革ー信用金庫の理事会規模と経営パフォーマンスー」『RIETI Discussion Paper Series 08-J-044』独立行政法人経済産業研究所（2008）
- ・Adams, R. B., and Mehran, H., *Banking Board Structure and Performance: Evidence for Large Bank Holding Companies*, Journal of Financial Intermediation, 21, 243-267, 2012.
- ・Aman, H., and Nguyen, P. *The size and composition of corporate board in Japan*. Asian Business Management, 11, 425-444, 2012.
- ・Andres, P. D., and Vallelado, E., *Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors*, Journal of Banking and Finance, 32, 2570-2580, 2008.
- ・Coles, J. L., Naveen, D. D., and Naveen, L., *Boards: Does one size fit all?* Journal of Financial Economics, 87, 329-356, 2008.
- ・Dow, S., and McGuire, J., *Propping and tunneling: Empirical evidence from Japanese keiretsu*. Journal of Banking and Finance, 33, 1817-1828, 2009.
- ・Eisenberg, T., Sundgren, S., and Wells, M. T., *Larger board size and decreasing firm value in small firms*. Journal of Financial Economics, 48, 35-54, 1998.
- ・Hermalin, B. E., and Weisbach, M. S., *Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO*. American Economic Review, 88, 96-118, 1998.
- ・Hiraki, T., Inoue, H., Ito, A., Kuroki, F., and Masuda, H., *Corporate governance and firm value in Japan: Evidence from 1985 to 1998*. Pacific Basin Finance Journal, 11, 239-265, 2003.
- ・Hoshi, T., and Kashyap, A., *Will the U.S. bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan*. Journal of Financial Economics, 97, 398-417, 2010.

- Jensen, M., *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system*. Journal of Finance, 48, 831-880, 1993.
- Jensen, M. and W. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 3, 305-60, 1976.
- Morck, R., and Nakamura, M., *Banks and corporate control in Japan*. Journal of Finance, 54, 319-339, 1999.
- Sakawa, H., and Watanabel, N., *Board Structures and Performance in the Banking Industry: Evidence from Japan*, International Review of Economics and Finance, 56, 308-320, 2018.
- Sakawa, H., Watanabel, N., and Tanahashi, N., *Relation between Executive Compensation and Performance: Evidence from Japanese Shinkin Banks*, Economics Bulletin, 37, 1310-1317, 2017.
- Vafeas, N., *Board meeting frequency and firm performance*. Journal of Financial Economics, 53, 113-142, 1999.
- Yamori, N., Harimaya, K., and Tomimura, K., *Corporate Governance Structure and Efficiencies of Cooperative Banks*, International Journal of Financial Economics, 22, 368-378, 2017.
- Yermack, D., *Higher market valuation of companies with a small board of directors*. Journal of Financial Economics, 40, 185-212, 1996.
- Yoshimori, M., *Whose Company Is It? The Concept of the Corporation in Japan and West*, Long Range Planning, 28, 33-44, 1995.