



SCB

金融調査情報

No.2023-16

(2024.3.4)

信金中央金庫 地域・中小企業研究所

主任研究員 品田 雄志

03-5202-7671

s1000790@FacetoFace.ne.jp

信用金庫の長期安定に向けた「目標利益率」について

—サステイナブル成長率の概念を用いた考察—

視点

地域銀行において利益率向上が強く求められているのとは対照的に、信用金庫において「どれほどの利益率を目標とするべきか」について包括的に考察された例は極めて少ない。本稿では、信用金庫が長期的に目標とするべき利益率について、「サステイナブル成長率」を用いて考察した。サステイナブル成長率は、企業財務分析の分野で使われてきた手法である。

本稿では、平常時においてサステイナブル成長率が預金増加率を継続して上回る状態が望ましいと提言したうえで、サステイナブル成長率と預金増加率の現状、さらにサステイナブル成長率を考慮する上で重要な構成要素であるROEと純資産配当率（DOE）の現状についてまとめた。加えて、ROEをリスクアセット対当期純利益率（RORA）と財務レバレッジ、DOEを純資産に占める出資金比率と出資配当率にそれぞれ分解して考察した。

要旨

- 営利企業である地域銀行においてはROEなどの利益率向上が株主から経営目標として与えられているのに対し、非営利である信用金庫においては通常、会員から利益率向上が求められることはない。一方で、金融サービスを長期的に安定して提供するためには、一定の利益率の維持が欠かせない。
- 本稿では、サステイナブル成長率（ROE×内部留保率）の概念を用いて、信用金庫の長期安定のために必要な利益率について考察した。
- 自己資本の過小化の防止や経済環境の急変などへの対応を考えると、平常時においてはサステイナブル成長率が預金増加率を上回っていることが望ましい。
- サステイナブル成長率の式は、ROEからDOEを控除したものに变形できる。このため、信用金庫のROEは、預金増加率+DOEを上回る必要がある。この時のROEが目標利益率となる。
- ROEの向上のためにはRORAの向上が、DOEの低下のためには内部留保の積上げや出資配当率の引下げが必要となる。

キーワード

サステイナブル成長率 純資産当期純利益率（ROE） 内部留保率 配当性向 純資産配当率（DOE） リスクアセット対当期純利益率（RORA）

目次

はじめに

1. 信用金庫と地域銀行の利益率とその理論的整理
 - (1) 信用金庫と地域銀行のROEの現状比較
 - (2) 信用金庫と地域銀行の「出資者からの要求利益率」の違い
2. サステイナブル成長率の概念と信用金庫経営への示唆
 - (1) サステイナブル成長率の概念
 - (2) サステイナブル成長率の信用金庫経営への示唆
3. 信用金庫におけるサステイナブル成長率の現状とその要因分解
 - (1) サステイナブル成長率の現状と地域銀行との比較
 - (2) 信用金庫別にみたサステイナブル成長率
 - (3) サステイナブル成長率の要因分解

おわりに

はじめに

本稿では、信用金庫が長期的にどの程度の利益率を目標とするべきかについて、サステイナブル成長率の概念を用いて考察する。

信用金庫は、相互扶助を理念とする非営利の協同組織金融機関である。「非営利」という言葉からしばしば誤解を招くが、ここでの非営利とは、「利益をあげないこと」を意味するのではない。むしろ、一定の利益はあげたうえで、その利益を出資者への金銭的利益のためではなく、地域に提供する金融サービスの維持・向上のために費やし、相互扶助の機能を向上させていくこと¹が、ここで「非営利」が指し示す意味と言える。この点は、株式会社である地域銀行²が、配当や株式時価総額の増加を通じた株主価値最大化を目的としている点と大きく異なる。

一方で、信用金庫が目標とするべき利益率がどれほどなのかという考察や分析は、管見の限りこれまでは存在していない³。これは、後述の通り地域銀行が「ROE 8%以上（いわゆる2014年の伊藤レポート）」や「PBR 1倍以上（東京証券取引所（2023））」を求

¹ 例えば、村本（2015）は、「非営利性という、無利益（利益を得ない）という理解もありうるが、そうではない。組織を形成・維持して、金融サービス業を営むには適正な利潤が必要である。信用金庫が利益を獲得して剰余金を計上するのは、地域との長期にわたる関係を維持し、組織の活動目的を遂行するために必要な費用を内部に留保するため、非営利性と矛盾するわけではない」と指摘している。また、須戸（2022）は、「信用金庫は非営利企業として利益獲得を目指す。その組織行動様式は地域金融市場内で競争に晒されていることを主な理由に、基本的には利潤極大化行動に相当近似した行動をとることが必要である。但し、そこには営利組織とは異なる一定の抑制が働くとともに、事業目的に忠実であるために経済非効率な行動も選択されることがある。また、そういった行動を通じて生じた剰余利益、残余財産は組織構成員の私利、自利ではなく、企業目的である地域経済（事業者・消費者）への貢献と組織利用者たる会員の利益という共益のために分配される」と指摘している。

² 本稿では、地方銀行協会加盟行と第二地方銀行協会加盟行を総称して「地域銀行」と定義する。なお、9割以上の地域銀行が株式市場に上場（親会社である持株会社を通じた上場を含む。）している実態を踏まえ、本稿では、協同組織金融機関である信用金庫と、上場している地域銀行との対比を中心に議論を進める。

³ 海外に目を向けると、協同組合を対象とした持続可能な成長モデルを提示した Hailu and Goddard (2009) や Smart and Briggeman (2017) などがある。

められていることとは対照的と言える。

よって、本稿では、協同組織金融機関である信用金庫が長期的に目標とするべき利益率について、サステナブル成長率と預金増加率を用いて考察をし、平常時の信用金庫においては、サステナブル成長率が預金増加率を上回る状況が望ましいと提言する。その上で、サステナブル成長率から逆算して目標とするべき利益率について考察する。

なお、本稿で提唱するサステナブル成長率を用いた目標利益率の概念については、あくまで考え方の1つであり、絶対的に守るべき指標というわけではないことに留意が必要である。信用金庫が長期的に発展し、地域への金融サービスを維持するという観点から、参考になる指標の1つとして捉えてもらいたい。

1. 信用金庫と地域銀行の利益率とその理論的整理

1章では、信用金庫と地域銀行について、利益率、具体的にはROEの現状を比較する。その上で、信用金庫と地域銀行の間で、出資者からの要求利益率が大きく異なることについて、理論を整理する。

(1) 信用金庫と地域銀行のROEの現状比較

2010年度以降の信用金庫と地域銀行のROE⁴を比較する。期間中、信用金庫のROEは2～4%台で推移しており、3～5%台で推移している地域銀行を一貫して下回っている(図表1)。ただし、その格差は、主に地域銀行における利益減少を背景に縮小傾向にある。

ROEに格差が出た背景としては、本来業務での利益力に格差があることが挙げられる。ROA⁵をみると、信用金庫のROAは、おおむね0.2～0.3%台で推移しており、おおむね0.3～0.4%台で推移している地域銀行に比べて低い状態が続いている(図表2)。ただしその格差は、ROEと同様、主に地域銀行における利益減少を背景に縮小傾向にある。

(2) 信用金庫と地域銀行の「出資者からの要求利益率」の違い

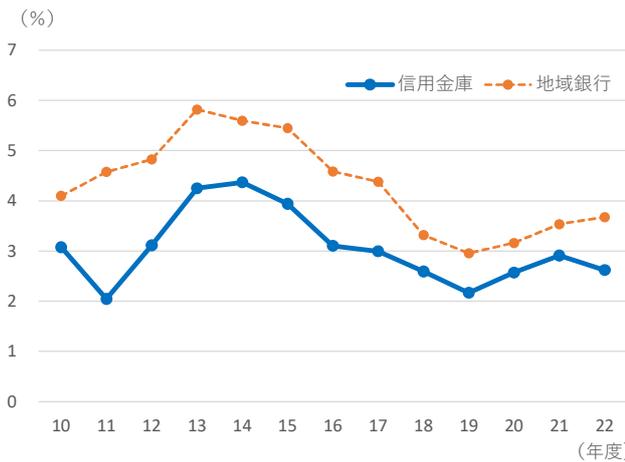
図表1では、信用金庫と地域銀行のROEを図示しているが、本来、信用金庫と地域銀行における「出資者からの要求利益率」は異なるものであるため、ROEを単純に比較することは必ずしも適切ではない。以下では、信用金庫における会員からの要求利益率と、銀行における株主からの要求利益率の違いについて、理論的に整理する。

協同組織である信用金庫においては、純資産、特に内部留保の位置づけが、株式会社である地域銀行とは大きく異なっている。具体的には品田(2019)で説明している通り、信用金庫における純資産、なかでも内部留保は、相互扶助の理念に賛同したこれまでの会員

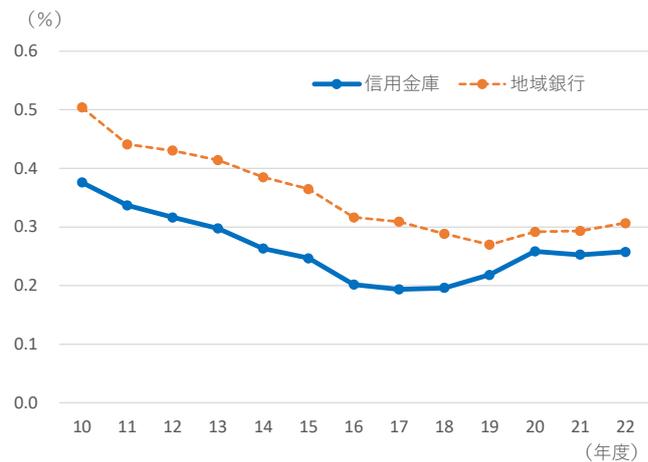
⁴ 本稿では、当期純利益÷期首純資産 と定義した。

⁵ コア業務純益÷期首総資産 と定義した。なお、コア業務純益＝業務純益－債券等5勘定戻し＋一般貸倒引当金純繰入額、債券等5勘定戻し＝国債等債券売却益＋同償還益－同売却損－同償還損－同償却。データの制約から、投資信託解約損益は控除していない。

(図表 1) 信用金庫と地域銀行のROE



(図表 2) 信用金庫と地域銀行のROA



(備考) 全国銀行協会資料、信用金庫ディスクロージャーなどを基に信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成との取引のなかで、信用金庫内に蓄積されたものである。そのため内部留保は、相互扶助の理念に基づき、現在から将来にわたって会員に対して安定的に金融サービスを提供するための原資として活用されるべきものと位置づけられる⁶。

対して、地域銀行における純資産は、その内訳（資本金か内部留保か）にかかわらず、株主の金銭的利益の最大化を達成するためのものとして位置付けられる。いわゆる「伊藤レポート（2014）⁷」における、「最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである。」との指摘や、東京証券取引所（2023）における、「プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE 8%未満、PBR 1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況」との指摘は、株式会社である地域銀行に対して、純資産をより有効活用して高収益を上げるよう求めているものと捉えられよう。

上述の理論について、バランスシートに基づいて考えると図表3のようになる。信用金庫における8兆円強の純資産の中で、出資金は1割程度にとどまっており、残りは内部留保（勘定科目上は、大半が利益剰余金）である。信用金庫は、出資金に対しては出資配当を支払うものの、残りの内部留保については「無コスト資金⁸」として活用することが可能である。一方で、株式会社である地域銀行の場合、株主は、銀行の純資産全体に対して高

⁶ この点について、村本（2015）は、信用金庫の内部留保について「内部留保の蓄積は、次世代のためないしは次世代への移転であり、いわば世代間相互扶助ないし異時点間の内部補助である」と指摘している。また、品田（2022）では、純資産に占める内部留保の比率が高い、つまり過去に利益を積み上げた信用金庫ほど現在の預貸利鞘が低い関係にあることから、信用金庫は、過去から現在、未来といった世代間での相互扶助を実現していると指摘した。

⁷ 正式名称は『「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（伊藤レポート）最終報告書』

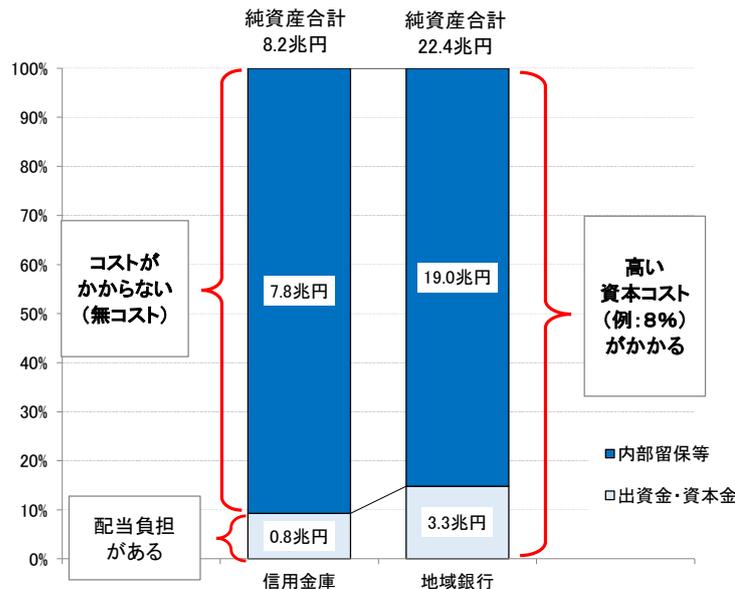
⁸ 実務上でも信用金庫役職員は、内部留保を「無コスト資金」として取り扱っている。例えば、小宮（2013）では、経営企画部門の役職員からの声として、「自己資本（内部留保）さえ蓄えておけば、「無コスト資金」が金庫内に蓄積されているため、これを安全資産に投資しておくことで、一定の収益を安定的に確保することができる。現在のように利ザヤの確保が難しくなってくると、無コスト資金のありがたみを痛切に感じており、今後も少しずつ内部留保（無コスト資金）を蓄えていきたいと考えている」と記載している。

い利益率を要求する(資本コスト⁹⁾)。ROEが資本コストを下回る場合、その銀行は、株主の利益を毀損していると捉えられる。

この資本コストの違いは、実際の社外流出額に表れている。信用金庫においては、近年、市中金利の低下による利鞘収入の減少、ひいては純利益の伸び悩みを主因として配当を抑制する傾向にあり、純利益に占める社外流出額の割合(配当性向)は1割以下である。一方で地域銀行においても純利益自体は伸び悩んでいるものの、株式市場からの収益還元の要請などを受けて、配当性向はおよそ3割程度、総還元性向は4～5割程度と、高止まりする傾向にある(図表4)

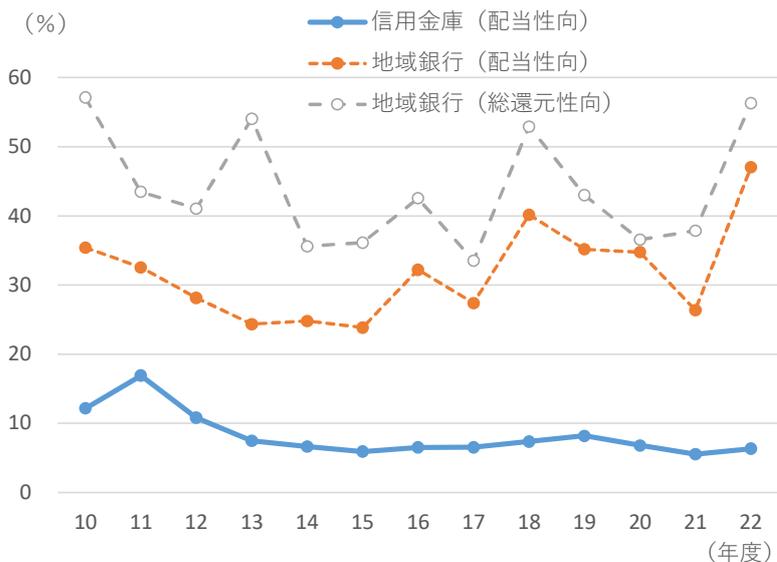
資本コストの違いを整理したうえで次に論点となるのは、信用金庫が経営計画を立てるなかでどれほどの利益率¹⁰⁾を目標とするべきか、という点である。地域銀行においてはROE 8%以上などの利益目標が株主から求められている一方で、信用金庫においては会員から利益の最大化を求められているわけではない¹¹⁾。しか

(図表3) 純資産の構成とコストの違い



- (備考) 1. 全国銀行資料、信用金庫ディスクロージャー誌などを基に信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成
2. 信用金庫、地域銀行とも 2022 年度末

(図表4) 純利益に占める社外流出割合の比較



- (備考) 1. 全国銀行資料、信用金庫ディスクロージャー誌などを基に信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成
2. 配当性向 = 配当 ÷ 当期純利益
総還元性向 = (配当 + 自己株式の取得) ÷ 当期純利益

⁹ 株式会社の資本コストが具体的に何%なのかについては多くの先行研究があるものの、研究者の間では明確な合意形成がなされていないのが実態と考えられる。本稿では、伊藤レポートで「株主は当然のことながら、資本コストを上回る収益性を期待する。収益性を表す指標は多様であるが、(中略)グローバルに通用する有力な指標がROE(自己資本利益率)なのである。」と指摘されていること、加えて多くの市場関係者の間で「資本コスト=8%」という意識が多くあることを紹介するにとどめる。

¹⁰ 実際の信用金庫の経営計画では、利益「率」ではなく利益「額」を目標として設定していることが多いと考えられる。本稿では、信用金庫ごとの規模の違いなどを考慮して、利益「率」を中心に議論を進める。

¹¹ 多胡(2007)は、信用金庫について、「会員は出資者として出資配当の最大化を求めているわけではない(もちろん出資配当が高いに越したことはないが)。したがって、リスクとリターンの最適値を要求する出資者からのプレッシャーはほとんどないといっても過言ではない」と指摘している。

しながら前述の通り、会員に対して安定的に金融サービスを提供していくためには、一定の利益を上げることが欠かせない¹²。そこで2章では、前述の「一定の利益」が具体的にどの程度の水準なのかについて考える。具体的には、信用金庫が目標利益率を考えるうえで参考になるであろう「サステイナブル成長率」の概念を紹介したうえで、サステイナブル成長率が信用金庫の経営に与える示唆について考察する。

2. サステイナブル成長率の概念と信用金庫経営への示唆

(1) サステイナブル成長率の概念

サステイナブル成長率は、コーポレートファイナンスの分野において企業価値を測定するために使用される指標の1つであり、「企業が長期的に持続可能な成長率」と解釈される。具体的には、以下の式で導き出せる(図表5)。ROEが高いほどサステイナブル成長率は高くなる。また、内部留保率が高いほどサステイナブル成長率が高くなるため、配当性向が高いほどサステイナブル成長率は低くなる。

(図表5) サステイナブル成長率の式

$$\text{サステイナブル成長率} = \text{ROE} \times \text{内部留保率}$$

$$\begin{aligned} \text{ただし、ROE} &= \text{当期純利益} \div \text{純資産} \\ \text{内部留保率} &= 1 - \text{配当性向} \\ \text{配当性向} &= \text{配当金} \div \text{当期純利益} \end{aligned}$$

(備考) 各種資料を基に信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

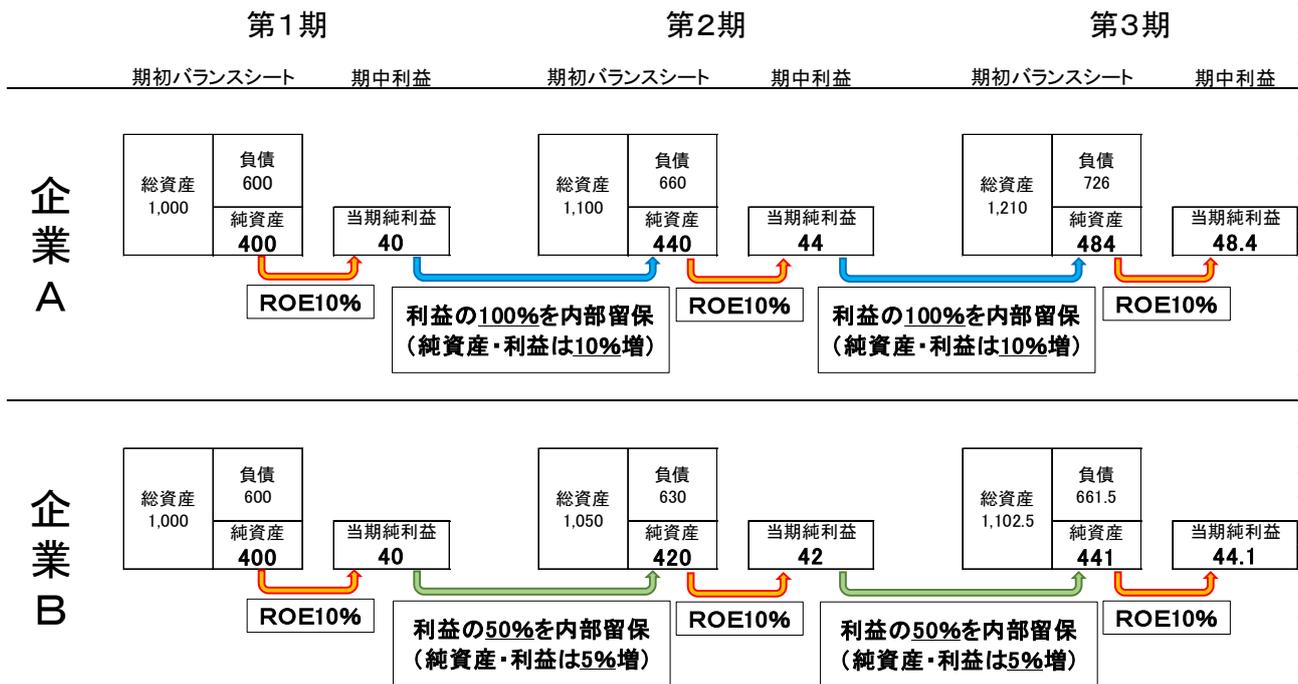
配当性向とサステイナブル成長率の関係を中心に、具体的な数値例を挙げて図表6で解説する。その際の前提として、ROEやROAなどの利益率、負債比率、負債利子率、法人税率などは一定とする。

まず、第1期の期初の時点で、総資産が1,000、負債が600、純資産が400、ROEが10%の企業Aがあったとする。この時、企業Aの第1期の利益は40(400×10%)となる。配当を行わない(つまり、内部留保率が100%)場合、第2期の期初には純資産が440となる。負債比率が変わらないことから、外部から負債を60調達して負債は660、総資産は1,100となる。ROEが10%のままなので、第2期の利益は44(440×10%)と、第1期と比較して10%増加する。以下、第3期の利益は第2期の利益から10%増えて48.4((440+44)×10%)となり、利益は每期10%ずつ増加していく。ここでのサステイナブル成長率は10%である(ROE10%×内部留保率100%)。

次に、総資産1,000、負債600、純資産400、ROE10%は先ほどと同様だが、每期、利益のうち50%を配当に充てる企業Bがあったとする。企業Bの場合、第1期の利益が40な

¹² 品田(2019)では、前述の無コスト資金について、「ここでの「無コスト」とは、あくまで出資者に対して配当等を通じて金銭を直接支払う必要がない、という意味であり、実際には、現在や次世代の会員である中小企業や個人、ひいては地域に対して安定的に金融サービスを提供するために活用される。」と指摘している。

(図表6) サステイナブル成長率と内部留保率(配当性向)との関係に着目した具体的な数値例



(備考) 各種資料を基に信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

のは企業Aと同様だが、利益の50% (20) が外部流出するため、第2期の期初の純資産は420である。ROEが10%のままなので、第2期の利益は42 (420×10%) と、第1期と比較して5%増加する。以下、第3期の利益は第2期の利益から5%増えて44.1 ((420+21)×10%) となり、利益は毎期5%ずつ増加していく。ここでのサステイナブル成長率は5%である (ROE10%×内部留保率50%)。このように、内部留保率が高いほどサステイナブル成長率が高く、配当性向が高いほどサステイナブル成長率は低くなる。

もっとも、サステイナブル成長率の考え方についてはいくつかの批判もある。代表的なものが、①ROEが長期的に安定推移するという考え方は非現実的¹³、②企業が成長するにあたって、外部から資本調達をせずに内部留保だけ用いるという考え方は非現実的、というものである。これらの欠点を受け、野崎 (2020) は「サステイナブル成長率は、あくまでも理論的な目安である」と理解すべき」としている。

このような批判はあるものの、本稿では、サステイナブル成長率という指標は、信用金庫経営、とりわけ長期的な目標利益率を考えるにあたって一定の有用性があると考えられる。その理由は、以下の手法ならびに考え方を採用することに基づいている。

まず、批判①を踏まえ、10年間という長期を分析対象にすることによって、信用金庫全体ならびに信用金庫ごとのサステイナブル成長率を算出する。これにより、単年度のブレをある程度は排除することが可能となる。批判②については、そもそも信用金庫は、銀行

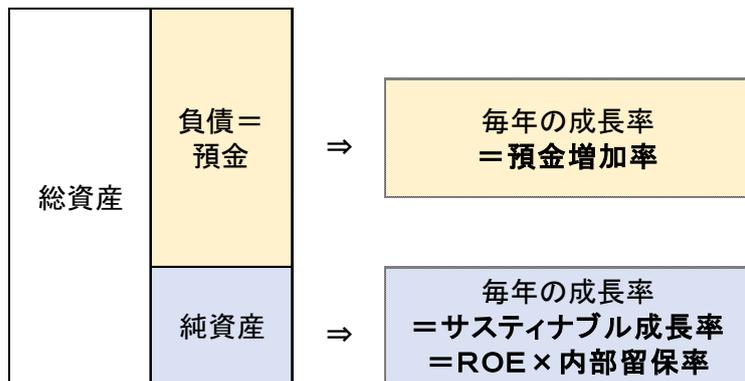
¹³ 例えば石川 (2020) は、ROEに平均回帰する性質がある (つまり、ある時点でROEが高い企業はその後の増益率が低下する傾向にあり、反対にROEが低い企業はその後の増益率が上昇する傾向にある。) ことを踏まえ、企業価値評価の際にサステイナブル成長率を無批判に使用することに対して注意を促している。

と比較して市場から資本を調達することへのハードルが高い¹⁴。このため、「外部からの資本調達を考慮していない」というサステイナブル成長率に対する批判は、信用金庫経営に応用する際にはさして問題にならないと考えられる。

(2) サステイナブル成長率の信用金庫経営への示唆

ここまでの議論を踏まえ、信用金庫経営を考えるに当たって、サステイナブル成長率をどう活用しうるのかについて考察する。まずは図表7のようにバランスシートを単純化して考える。なお、ここでは、預金以外の負債は存在しない¹⁵ものとして考える。またここでは、資産構成が変化せず、B I S規制上のリスクアセットの増加率とバランスシート上の総資産の増加率は、それぞれ等しいものになると仮定している¹⁶。

(図表7) サステイナブル成長率と預金増加率



(備考) 信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

ここで、負債 (= 預金) の増加率は、預金以外の負債が存在しないことから、預金増加率と等しい。また、純資産の増加率は、サステイナブル成長率 (ROE × 内部留保率) で求められる。この時、サステイナブル成長率と預金増加率の関係により、その信用金庫の資本構成は以下の3通りに変化していく。①サステイナブル成長率が預金増加率を上回る場合、純資産の増加率が負債の増加率を上回るため、バランスシート上の自己資本比率 (B I S規制上の自己資本比率ではない) が上昇する。②サステイナブル成長率と預金増加率が等しい場合、純資産の増加率と負債の増加率が等しくなるため、バランスシート上の資本構成は変化しない。③サステイナブル成長率が預金増加率を下回る場合、純資産の増加率が負債の増加率を下回るため、バランスシート上の自己資本比率が低下する。

ここで問題となりうるのは③のケースである。純資産の増加率が負債の増加率を下回ってバランスシート上の自己資本比率が低下した場合、そのほかの条件が同じであれば、B I S規制上の自己資本比率も低下する。そのため、信用金庫としては以下の2つのどちらか、あるいは両方の対応が迫られる。1つは、資産構成を変更してリスクウエイトの低い

¹⁴ 信用金庫は、「協同組織金融機関の優先出資に関する法律」に基づき、優先出資証券を発行することが可能である。しかし、発行対象を特定の機関ではなく幅広い市場関係者とする場合には、出資者の募集や情報公開などに多大なコストがかかる。このため、個別の信用金庫が市場から資本を調達するというのは現実的ではないと考えられる。

¹⁵ 信用金庫の負債のうち 96%が預金 (2023 年3月末時点) であるため、この仮定は非現実的なものではない。

¹⁶ 2010年度から2022年度における信用金庫のリスクアセット÷総資産をみると、若干のブレはあるものの、40~45%の範囲内で安定して推移している。よって、この仮定は非現実的なものではないと考える。

資産の比率を増やす対応であり、もう1つは、事業地域の中小企業者や地域住民に対して出資を要請する対応である。

しかし、どちらの対応にも問題点がある。前者のリスクウエイト引下げについて、リスクウエイトの低い資産は、一般的には収益力の低い資産であることが多い。このため、リスクウエイト引下げ¹⁷は、収益力の低下によってサステイナブル成長率をさらに下げることにつながりかねない。また、本業である貸出においては、プロパー貸出より保証協会付貸出の割合を増やす必要がある。これは、現在求められている「担保・保証に過度に依存しない融資」とは逆行するものであろう。また、後者の出資要請については、配当負担¹⁸によって内部留保率が低下し、これもサステイナブル成長率の引下げ要因となる。

なお、これまでの議論では、長期的に利益率が安定していることを前提としているが、実際には経済の大きな変化（具体的には、リーマンショックやコロナ禍明け後の海外金利の急上昇など）によって損失を出し、純資産が一時的に毀損されることもありうる。

こうした点を踏まえると、平常時における信用金庫は、**図表 8** で示すように、サステイナブル成長率が預金増加率を継続的に上回っている状況が望ましい、と考えられよう。言い換えれば、長期にわたって継続的なサービスを提供していくためには、一定水準のROEを達成し、かつ配当を適正な水準に抑えていくことが必要となろう。

そこで3章では、信用金庫におけるサステイナブル成長率について、預金増加率と比較しながら検討する。また、サステイナブル成長率について要因分解を行う。

(図表 8) 信用金庫が長期的に維持すべきサステイナブル成長率と預金増加率の関係式

$$\text{サステイナブル成長率} > \text{預金増加率}$$

(備考) 各種資料を基に信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

3. 信用金庫におけるサステイナブル成長率の現状とその要因分解

(1) サステイナブル成長率の現状と地域銀行との比較

まず、信用金庫業界全体のサステイナブル成長率について、預金増加率と比較しながら概観する(**図表 9**)。2010年度以降をみると、2020年度を除き、サステイナブル成長率は預金増加率をほぼ一貫して上回っている。なお、2020年度にみられた預金の大幅増は、コロナ禍に起因した無利子無担保融資や給付金が滞留したという特殊要因であることから、サステイナブル成長率は、総じて問題のない水準で推移していると考えられる。

次に、信用金庫と地域銀行を比較する。信用金庫のサステイナブル成長率は、地域銀行の社外流出を配当のみと定義した場合のサステイナブル成長率を2017年度までは下回っ

¹⁷ その他、残存期間の長い国債を保有するなどし、金利リスクを負う必要などが出てこよう。信用金庫は、地域銀行と比較すると保有有価証券における金利リスク量の対自己資本比率が高く(地域銀行が25%程度に対し、信用金庫が35%程度。日本銀行「金融システムレポート(2023年10月号)」より)、追加で金利リスクを負う場合には慎重な対応が必要と考えられる。

¹⁸ 出資配当率は信用金庫によってまちまちではあるが、直近(2022年度決算)では約8割の信用金庫で2~4%となっている。

ているものの 2018 年度以降は上回っている。また、地域銀行の社外流出に自己株式の取得を加算した場合は、ほぼ一貫して信用金庫のサステイナブル成長率が地域銀行のサステイナブル成長率を上回っている（図表 10）。社外流出には自社株式の取得を含めるのが一般的であることを踏まえると、近年の信用金庫のサステイナブル成長率は、地域銀行を上回っているといえよう。

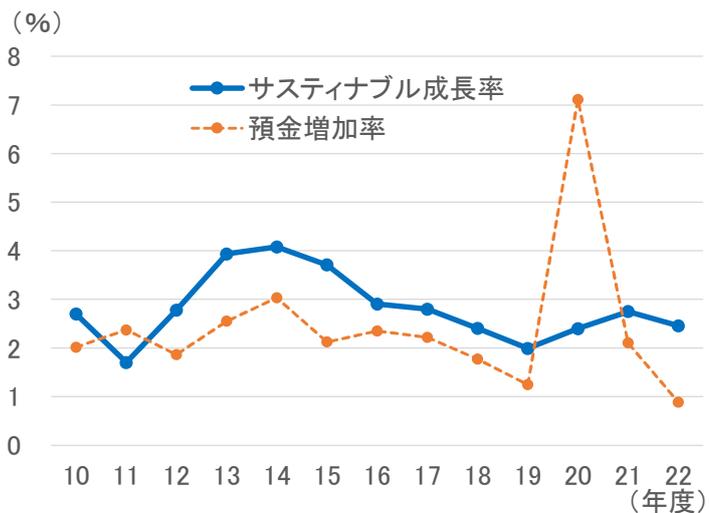
ここまですべてを整理すると、信用金庫は、地域銀行と比較して、図表 1、2 で示した通り ROE や ROA といった利益率ベースでは下回るものの、図表 3、4 で示した通り資本コストや社外流出割合の低さを背景に、サステイナブル成長率では上回っている。信用金庫としては、これを経営上の強みとして、地域への金融サービスの維持・向上に注力することが可能であるし、また、地域から求められている状況にあるといえよう。

（2）信用金庫別にみたサステイナブル成長率

次に、信用金庫別の状況について、以下の要領で分析を行う。

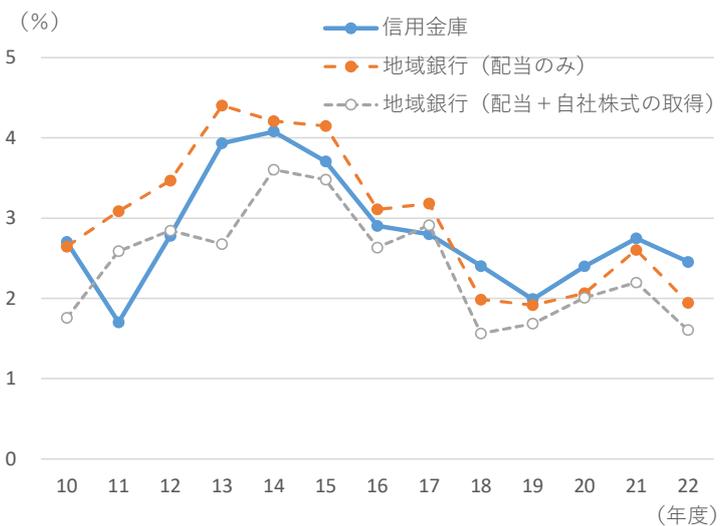
- ①分析期間は 2013 年度から 2022 年度のうち、2020 年度を除いた 9 年間とする。2020 年度を除外するのは、前述の通りコロナ禍による特殊要因があったためである。
- ②分析期間中に合併があった信用金庫については、合併前の信用金庫の計数を単純合算する。このため、分析対象とするのは現時点で存在する 254 金庫である。また、合併があった年度については分析対象から外す。
- ③金庫別に、分析期間中の 9 年分のサステイナブル成長率と預金増加率について、それぞれの中央値¹⁹をその金庫における「平常時のサステイナブル成長率と預金増加率」と定義

（図表 9）信用金庫におけるサステイナブル成長率と預金増加率



（備考）信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

（図表 10）サステイナブル成長率の比較



（備考）信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

¹⁹ つまり、分析期間中に合併がなく 9 年分のデータがある場合、上からも下からも 5 番目の値である。分析期間中に合併を経験した金庫の場合、8 年分（複数回合併している場合は 7 年分以下）のデータ数で中央値を算出している。なお、平均値ではなく中央値を用いた理由は、平均値の場合、大口の不良債権処理や貸倒

する。

これらの分析の結果として、254 金庫について平常時のサステイナブル成長率と預金増加率をプロットしたのが図表 11 になる。分析期間中、平常時のサステイナブル成長率と預金増加率の全国平均は、それぞれ 2.80%、2.13%²⁰であった。また、平常時のサステイナブル成長率が預金増加率を上回ったのは 200 金庫、下回ったのは 54 金庫になった²¹。

このことから、およそ 8 割の 200 金庫においては平常時のサステイナブル成長率が預金増加率を上回っている一方で、残り 2 割の 54 金庫においては、ROE の上昇、もしくは内部留保率の上昇（配当性向の低下）が求められていると考えられる。

そこで次節では、サステイナブル成長率を要因分解し、サステイナブル成長率の改善に向けた大まかな方向性について考察する。

（3）サステイナブル成長率の要因分解

サステイナブル成長率は図表 5 で示した通り ROE × 内部留保率に分解されるが、本稿では、信用金庫経営により即した示唆を得るべく、以下の通りサステイナブル成長率を定義し直す。

まず、定義により

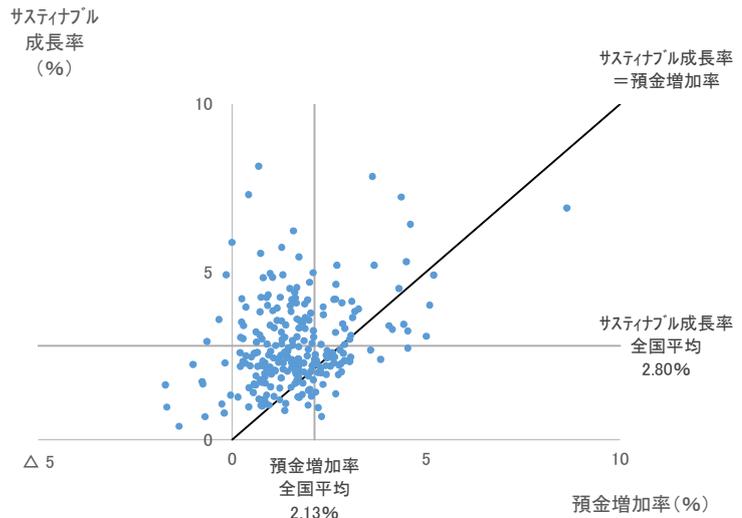
$$\text{サステイナブル成長率} = \text{ROE} \times \text{内部留保率}$$

である。ROE = $\frac{\text{当期純利益}}{\text{純資産}}$ 、内部留保率 = $1 - \text{配当性向}$ 、配当性向 = $\frac{\text{配当金}^{22}}{\text{当期純利益}}$ であることから、

$$\text{サステイナブル成長率} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{純資産}} \times \left(1 - \frac{\text{配当金}}{\text{当期純利益}}\right)$$

と書き換えられる。分配法則²³により、

（図表 11）信用金庫における平常時のサステイナブル成長率と預金増加率



（備考） 1. 信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成
2. 欄外に 1 金庫存在する。

引当金の戻入益などといった、特殊要因による外れ値の影響を大きく受けてしまうためである。

²⁰ 2013 年度から 2022 年度のうち、2020 年度を除いた 9 年間についてそれぞれ全国平均（加重平均）を算出し、その中央値を採用した。

²¹ サステイナブル成長率が預金増加率を上回った金庫は、太い斜線（45 度線）の上方に位置する。下回った金庫は、太い斜線の下方に位置する。

²² 本稿では、単純化のために優先出資については捨象して普通出資と普通出資配当金のみを考慮し、それぞれ「出資金」「配当金」と定義している。

²³ $a(b - c) = ab - ac$ の関係が成り立つこと。この例では、 $a = \frac{\text{当期純利益}}{\text{純資産}}$ 、 $b = 1$ 、 $c = \frac{\text{配当金}}{\text{当期純利益}}$ である。

$$\text{サステイナブル成長率} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{純資産}} - \left(\frac{\text{当期純利益}}{\text{純資産}} \times \frac{\text{配当金}}{\text{当期純利益}} \right)$$

となる。右辺のカッコの中を整理すると、

$$\text{サステイナブル成長率} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{純資産}} - \frac{\text{配当金}}{\text{純資産}}$$

になる。 $\frac{\text{配当金}}{\text{純資産}}$ は純資産配当率（DOE²⁴）を指し、配当性向と並んで配当負担を示す指標の1つである。

結果、サステイナブル成長率の定義式である図表5を信用金庫経営に即して定義しなおすと、図表12の式に変形される。

さらに、図表8のサステイナブル成長率が預金増加率を上回るべきであるとの記述を併

（図表12）サステイナブル成長率についての変形式

$$\text{サステイナブル成長率} = \text{ROE} - \text{DOE}$$

$$\begin{aligned} \text{ただし、ROE} &= \text{当期純利益} \div \text{純資産} \\ \text{DOE} &= \text{配当金} \div \text{純資産} \end{aligned}$$

（備考）各種資料を基に信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

せると、ROEベースでみた信用金庫が目標とするべき利益率は、図表13の通りとなる。

図表12からは、サステイナブル成長率（全国平均2.80%）を上昇させるためには、ROE（図表13）信用金庫の目標利益率（ROEベース）

$$\text{ROE（目標利益率）} > \text{預金増加率} + \text{DOE}$$

（備考）各種資料を基に信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

E（同2.99%）の向上か、DOE（同0.19%）の低下が必要となる。また、図表13からも、DOEが高い場合には、目標とするべきROEも高くなることが示唆される。

次に、ROEとDOEについてそれぞれ分解することで、サステイナブル成長率と目標利益率についてより精緻化を試みる。まずROEは、RORA²⁵（当期純利益÷リスクアセット、同0.42%）と財務レバレッジ（リスクアセット÷純資産、同7.18倍）に分解²⁶される。このため、ROEを上昇させるためには、RORA²⁷と財務レバレッジのどちらか一方

²⁴ Dividend on Equity Ratio の略

²⁵ リスクアセット対当期純利益率。Return on Risk-Weighted Assets の略

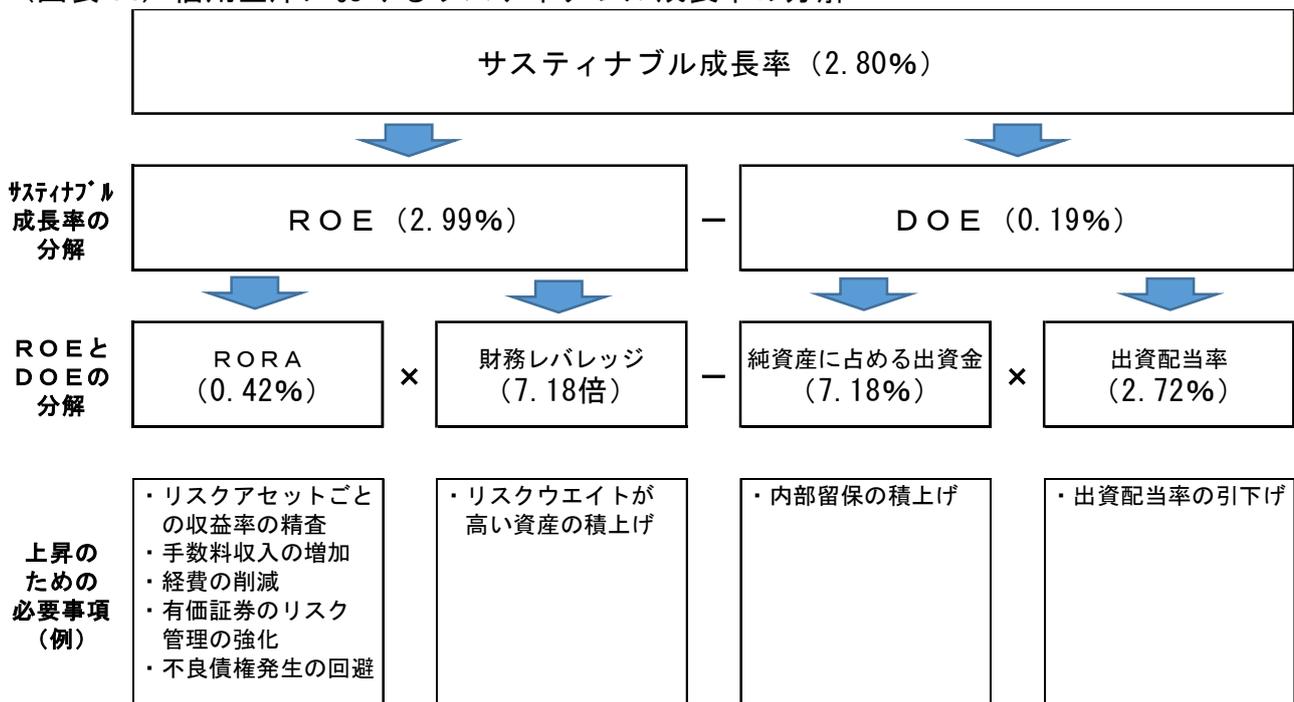
²⁶ ROEの分解について、一般事業会社を対象とする場合はデュポンスシステムによる3分解（①収益性（売上高当期純利益率）、②効率性（総資産回転率）、③健全性の逆数（財務レバレッジ））が一般的だが、預金取扱金融機関でデュポンスシステムを採用している例は、管見の限り存在しない。一方で、RORAと財務レバレッジによる2分解は、メガバンクや地域銀行など多くの銀行で採用されている。

²⁷ RORAをさらに分解することも可能である。例えば、① $\frac{\text{業務粗利益}}{\text{リスクアセット}}$ × ② $\frac{\text{コア業務純益}}{\text{業務粗利益}}$ × ③ $\frac{\text{当期純利益}}{\text{コア業務純益}}$ と分解すれば、①でリスクアセット対比の収益性、②で経費効率性、③でその他要因（有価証券売買損益、不良債

もしくは両方の上昇が必要となる。また、DOEは、純資産に占める出資金の比率（出資金÷純資産、同7.18%）と、出資配当率（配当金÷出資金、同2.72%）に分解される。このため、DOEを低下させるためには、出資金÷純資産と出資配当率のどちらか一方もしくは両方の低下が必要となる（図表14）。

次に、それぞれの指標にかかる改善策を考える。まずROEに関連して、RORAが低い場合は、リスクウエイトごとの利益率を把握して効率化に努める、手数料収入の比率を高める²⁸、経費率（ここでは預金経費率ではなく、OHR（経費÷業務粗利益）を指す。）を下げる、などの対策が考えられる。これらの取組みを通じて、RORAを高めていくことが求められよう。これに対し、財務レバレッジが低い場合にこれを高めるべきとは一概には言い難い。銀行の場合は、ROEの低さが財務レバレッジの低さによってもたらされ、結果として株主の要求利益率（資本コスト）を満たしていないのであれば、株主の利益を毀損しているといえる。この場合、配当や自社株買いを通じた純資産の削減や、リスクウエイトの高い資産の積上げが求められよう。一方で信用金庫の場合は、1章で触れたように内部留保は無コストであるため、財務レバレッジの低さ自体が経営上問題であるとは言えない。むしろ、財務レバレッジの高さが長期的な経営の安定性を損なうリスクを考慮する必要がある。各信用金庫が財務レバレッジを決定する際には、地域の経済状況や自金庫

（図表14）信用金庫におけるサステナブル成長率の分解



（備考） 1. 信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成
 2. カッコ内の数値は、それぞれ2020年度を除く2013年度から2022年度の9年間の全国平均（加重平均）の中央値。各項目で中央値を取っているため、「サステナブル成長率とROE-DOE」、「ROEとRORA×財務レバレッジ」、「DOEと純資産に占める出資金×出資配当率」の数値の間には、それぞれわずかに誤差が生じることがある。

権処理費用など）を計測できる。本稿では、煩雑になることを防ぐため、そこまでの分析は行わない。

²⁸ ただし、手数料収入増加への取組みが金融機関経営にとって必ずしもプラスに働いていないとの先行研究も存在する。例えば品田（2023）では、経常収益に占める役務取引等収益やその他の役務収益の比率が高い信用金庫ほど、収益性や健全性が低くなっていることを示した。

のリスク管理能力、または本稿で提唱したサステイナブル成長率の概念などのバランスを考慮することが望ましいと考えられる。

次にDOEに関連して、純資産に占める出資金の割合が高い場合は内部留保の積上げが、出資配当率が高い場合は配当率の引下げが、それぞれ求められよう。ここでの留意点は、信用金庫の配当負担を考えるうえで、出資配当率をみるだけでは不十分だということである。具体的には、同じ出資配当率でも、純資産に占める出資金の割合の高低によって負担は大きく変わってくる。例えば、出資配当率が3%の信用金庫が複数あったとして、純資産に占める出資金の割合が5%なら純資産配当率（DOE）は0.15%（3%×5%）なのに対し、出資金の割合が30%ならDOEは0.9%（3%×30%）に達する。配当率を決定する際に、近隣他金庫の配当率を参考にすることはよく行われていると思われるが、今回の分析からは、DOEに基づく配当率決定の有用性が示唆される²⁹。特に、純資産に占める出資金の割合が全国平均（7.18%）よりも高い金庫では、配当率を決定する際にDOEを参考にするのも選択肢となろう。

おわりに

本稿では、信用金庫が長期的に目標とするべき利益率について、サステイナブル成長率という企業財務分析の手法と、預金増加率という預金取扱金融機関に特有の計数とを組み合わせることで考察した。

本稿では「平常時においては、サステイナブル成長率が預金増加率を上回るべきである」と定義し、さらにサステイナブル成長率を高めるためにROE引上げやDOE引下げが必要であるとの主張を展開している。しかしながら、現在の信用金庫経営に照らし合わせると、まだ考察不足な点もあると考えられる。例として、「預金の減少局面が到来した場合、目標利益率をどう設定すればよいか」という課題がある。足元での信用金庫の預金は、2020年度における急増の反動を受けて、増加率が0%近辺にとどまっている。

そもそも「信用金庫の目標利益率」という概念自体、今まではあまり考えられてこなかったものである。しかし、信用金庫が地域に対して継続的に金融サービスを提供していくためには、適切な利益率の確保が不可欠であるということは論を待たない。各信用金庫が利益目標を設定するにあたって、サステイナブル成長率を参考にするという本稿の考え方が参考になれば幸いである。

以上

²⁹ 関連して、福島（2015）では、信用金庫の財務健全性に与える影響を考察する上で、普通出資配当率や配当性向と比較してDOEのほうが優れていることから、信用金庫に対する監督・モニタリング行政に当たってDOEに着目すべきと主張している。

＜参考文献＞

- ・ Hailu, G. and Goddard, E. (2009). "Sustainable Growth and Capital Constraints: The Demutualization of Lilydale Co-operative Ltd." *Journal of Cooperatives*, 23, pp.116-129
- ・ N, Smart and B.C. Briggeman "Sustainable Growth Rates for Cooperatives" ACCC Fact Sheet Series - Paper #11
- ・ 石川博行 (2020) 「サステイナブル成長率を考える」『証券アナリストジャーナル』58(9), pp. 45-50
- ・ 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（伊藤レポート）」（2014）「最終報告書」（2024年2月18日閲覧）
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/itoreport.pdf
- ・ 小宮啓二郎 (2013) 「営業推進のための信用金庫の『現場力』」経済法令研究会
- ・ 品田雄志 (2019) 「信用金庫における純資産の充実動向とその意義について —配当政策等における地域銀行との比較—」『信金中金月報』18(11), pp. 4-10
- ・ 品田雄志 (2022) 「信用金庫における預貸利鞘の決定要因」『生活経済学研究』55, pp. 63-78
- ・ 品田雄志 (2023) 「信用金庫における収益と資産構成の変化が経営健全性に与える影響」『生活経済学研究』57, pp. 15-27
- ・ 須戸裕治 (2022) 「「経済組織としての信用金庫」—信用金庫の活動事例に基づく信用金庫の理念と企業行動の検討—」
- ・ 多胡秀人 (2007) 『地域金融論—リレバン恒久化と中小・地域金融機関の在り方』金融財政事情研究会
- ・ 東京証券取引所 (2023) 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」（2024年2月18日閲覧）<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20230331-01.html>
- ・ 日本銀行 (2023) 「金融システムレポート（2023年10月号）」（2024年2月18日閲覧）
<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr231020.htm>
- ・ 野崎浩成 (2022) 『教養としての「金融&ファイナンス」大全』日本実業出版社
- ・ 福島宏樹 (2015) 「信用金庫の配当政策の決定要因—政策目標としてのDOEの有用性—」『平成27年度財政経済理論研修論文集』, pp. 285-316
- ・ 村本孜 (2015) 『信用金庫論—制度論としての整理』金融財政事情研究会

本レポートは発表時点における情報提供を目的としており、文章中の意見に関する部分は執筆者個人の見解となります。したがって、投資・施策実施等についてはご自身の判断をお願いします。また、レポート掲載資料は信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。なお、記述されている予測または執筆者の見解は予告なしに変更することがありますのでご注意ください。