

第三セクターの取締役会開催頻度とパフォーマンス —第三セクターのガバナンスに関するアンケート調査を利用した実証分析—*

松 本 守（北九州市立大学）[†]
後 藤 孝 夫（中央大学）^{††}

目次

1. はじめに
2. 先行研究のレビュー
 2. 1. 第三セクターの株式所有構造および取締役会構成とパフォーマンス
 2. 2. 取締役会開催頻度と企業パフォーマンス
3. 分析方法
 3. 1. 実証モデル
 3. 2. データ
 3. 2. サンプル
4. 実証結果
 4. 1. 単変量分析
 4. 2. 回帰分析
5. おわりに

要旨

本稿の目的は、第三セクターの取締役会開催頻度（Board meeting frequency）とパフォーマンス（Operating performance）の関係を実証的に分析することで、第三セクターのガバナンスの実態を明らかにし、第三セクターにおける今後のガバナンスのあり方を考えるうえでの基礎資料を提供することである。分析の結果、上場企業を対象とした先行研究とは異なり、第三セクターのパフォーマンスが取締役会開催頻度に有意な影響を与えていないことが明らかとなった。この結果は、第三セクターにパフォーマンスの低迷といった問題が生じて、少なくとも取締役会において、第三セクターの取締役がそれに応じた対応策について十分な議論を行っていないことを示唆している。

Keyword : 第三セクター, アンケート調査, ガバナンス, 取締役会開催頻度, パフォーマンス

* 本研究は JSPS 科研費（23614030）の助成を受けたものである。本稿の執筆にあたって、福岡市役所総務企画局行政部行政マネジメント課の方々との議論は大変有益であった。ここに記して感謝したい。もちろん、本稿のあり得べき誤謬は全て筆者の責に帰するものである。

[†] E-mail : m_mamoru@kitakyu-u.ac.jp

^{††} E-mail : t-goto@tamacc.chuo-u.ac.jp

1. はじめに

令和元年6月21日、「経済財政運営と改革の基本方針2019～『令和』新時代：『Society 5.0』への挑戦～」(骨太方針2019)が経済財政諮問会議での答申を経て、閣議決定された。この中で(第3章 経済再生と財政健全化の好循環)、公営企業・第三セクター等¹の経営抜本改革が取り上げられ、「公営企業会計の人口3万人未満の団体における更なる適用拡大により、資産を含む経営状況の比較可能な形での把握を一層促すとともに、経営戦略の策定及びPDCA等を通じて、改革工程表に沿って、収入・支出や、管理者の情報の見える化を推進するとともに、繰出基準の精査・見直し、事業廃止、民営化、広域化等及び外部の知見の活用などの抜本的な改革等を加速する。あわせて、総務省は改革の進捗や成果の定量的把握を強力に進め、公営企業の一層の経営基盤の強化とマネジメントの向上を促すとともに、廃止・民営化等の検討にも資するよう、経営比較分析表の充実と一覧して容易に比較できる形での公表を検討する」²という方針が示されている。

そもそも第三セクターは、2006年の北海道夕張市の財政破綻以降、その経営状況に厳しい目が向けられるようになった。地方自治体と民間企業が共同で出資を行う第三セクターは、公共性と企業性を併せ持つ存在であり、「地域において住民の暮らしを支える事業を行う重要な役割を担っている一方で、経営が著しく悪化した場合には、地方公共団体の財政に深刻な影響を及ぼす」ことがこれまで指摘されてきた(「第三セクター等の経営健全化等に関する指針」,平成26年8月5日)。例えば、バブル期の負の遺産とも呼ばれている、「大阪ワールドトレードセンタービルディング」(大阪市)や「シーガイア」(宮崎市)などの経営破綻は自治体財政に大きな打撃を与えることとなった。近年では、青森県青森市の複合商業施設アウガを運営する第三セクターである、青森駅前再開発ビルが経営難に陥り、当時の青森市の鹿内博市長がその責任を取り任期途中で辞職した³。

これまで第三セクターに関しては、とりわけバブル期に甘い見通しの下で設立され、そのガバナンスの問題が長らく指摘されてきたが(赤井(2003),松本・後藤(2010,2014)など)、近年では国や地方自治体の努力も相まって、その法人数は減少傾向にある。図1には、2009年から2017年の期間における第三セクター数と第三セクター新規設立数の推移が示されている。図1から分かるように、第三セクター数は7,335法人(2009年)から6,608法人(2017年)にまで減少している。ただし、年によってバラツキはあるものの、未だに第三セクターが新設されていることが指摘できる。

本稿の目的は、2012年に筆者が実施した第三セクターのガバナンスに関するアンケート調査結果を利用して、第三セクターの取締役会開催頻度(Board meeting frequency)と第三セクターのパフォーマンス(Operating performance)の関係を実証的に分析することで、第三セクターのガバナンスのあり方を考えるうえでの基礎資料を提供することである。本稿の分析はこ

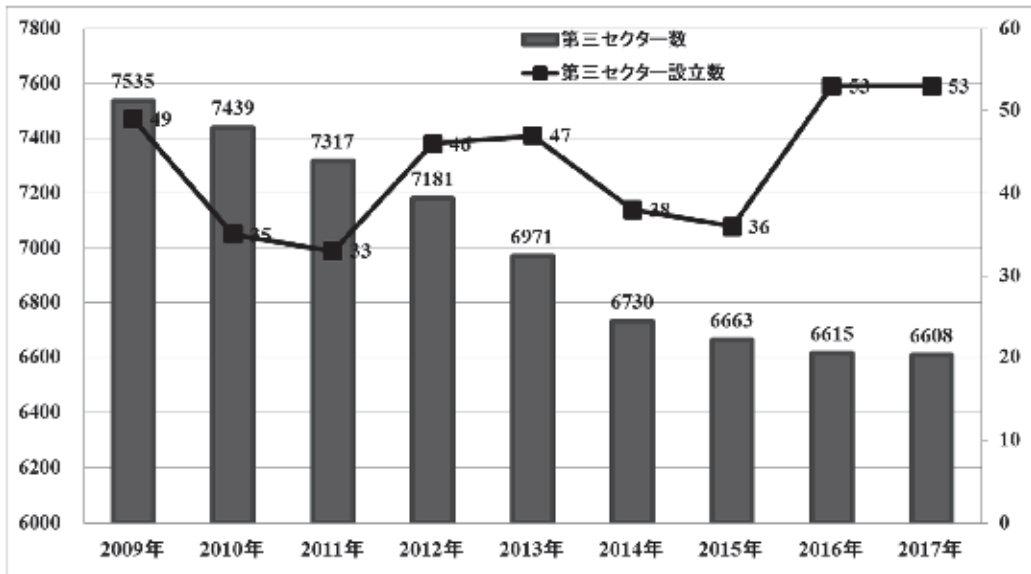
¹ 総務省は第三セクターを、地方公共団体が出資を行っている①一般社団法人および一般財団法人(公益社団法人および公益財団法人を含む)と②会社法人(株式会社、合名会社、合資会社、合同会社および特例有限会社)として定義している。

² 「経済財政運営と改革の基本方針2019～『令和』新時代：『Society 5.0』への挑戦～」, 68ページ。

³ 日本経済新聞, 2016年11月1日。

れまで行われてきた第三セクターのガバナンスに関する研究とは異なる側面からその実態を明らかにしようとするものである。近年では、日本の上場企業における株主総会招集通知において、取締役会開催頻度（年次開催回数）やその構成員である取締役（社外取締役も含む）個人の取締役会出席回数が開示されているケースが多くなっているものの、現状では第三セクターにおける取締役会開催頻度の実態について、窺い知ることはできないであろう。その意味では、本稿は第三セクターにおける取締役会開催頻度の実態を明らかにした初めての研究であろう。

図 1 第三セクター数と第三セクター新規設立数の推移



（出所）総務省「平成 29 年度第三セクター等の出資・経営等の状況に関する調査結果」から筆者作成。

本稿の主要な発見は、上場企業を対象とした先行研究とは異なり、第三セクターにおいては、パフォーマンスが取締役会開催頻度に有意な影響を与えていないことである。この結果は、第三セクターにパフォーマンスの低迷といった問題が生じて、少なくとも取締役会において、第三セクターの取締役がそれに応じた対応策について十分な議論を行っていないことを示唆している。

本稿の構成は以下の通りである。2 節では先行研究をレビューする。3 節では実証分析の方法について説明する。4 節では実証結果を報告し、解釈を行う。5 節では結論を述べ、残された課題を検討する。

2. 先行研究のレビュー

2. 1. 第三セクターの株式所有構造および取締役会構成とパフォーマンス

第三セクターのガバナンスに関するこれまでの研究は、第三セクターの株式所有構造（自治体と民間企業による出資割合）や取締役会構成（取締役会規模や自治体出身取締役・民間企業

出身取締役割合)に焦点が当てられてきたと言える。

第三セクターのガバナンスに関する先駆的な研究である、赤井(2003)は民間出資割合(民間出資額/出資総額)とパフォーマンス(赤字ダミー)の関係について、観光・レジャー分野に属する第三セクター 837 社(2001 年)のデータを利用してクロスセクション分析を行っている。赤井(2003)は民間出資割合がパフォーマンスに有意に負の影響を与えていることを明らかにしたうえで、民間企業の経営ノウハウ導入による正の効果よりも、公的部門(自治体)への甘えから生じるモラルハザードの方が上回り、第三セクターの経営悪化が生じていることを主張している⁴。

松本・後藤(2010)は、赤井(2003)を踏まえて、民間企業による公的部門への甘えから生じる民間企業のモラルハザード問題を、民間出資割合と民間出身役員構成の歪みに着目して分析を行っている。松本・後藤(2010)は、民間出資割合が低いにもかかわらず、取締役会メンバーの多くが民間出身取締役によって占められている第三セクターほどパフォーマンスが悪いことを見出している。

さらに、松本・後藤(2014)は自治体と第三セクター間におけるソフトな予算制約問題に着目した分析を行っている。具体的には、ソフトな予算制約問題を生じさせる要因として、自治体からの補助金・自治体との損失補償契約・自治体からの借入金を取り上げ、とりわけ自治体による補助金交付および損失補償契約といったソフトな予算制約問題を引き起こしうる要因を有する第三セクターほど有意にパフォーマンスが悪いこと、民間出資割合の上昇に伴うパフォーマンスに対する正の効果がソフトな予算制約問題によって弱まっていることを見出している。

2. 2. 取締役会開催頻度と企業パフォーマンス

上場企業を対象とした実証的コーポレート・ガバナンス研究(Empirical Corporate Governance Research)の分野では、取締役会の活動(board activity)を捉える変数として、取締役会開催頻度(Board meeting frequency,あるいは, Number of board meetings)が利用されることがある。

Vafeas(1999)は、1990 年から 1994 年までの米国企業 307 社を対象に、取締役会開催頻度(取締役会の年次開催回数)と企業パフォーマンス(株式収益率・ROA)の関係を分析し、取締役会開催頻度と企業パフォーマンス(特に 1 期前の株式収益率)間には有意に負の関係があることを見出している。表 1 は、Vafeas(1999)で報告されている取締役会開催頻度と時価簿価比率の関係を示している。時価簿価比率(Market-to-book ratio)は株価/一株当たり純資産のことであり、一般に株式市場で高く評価されている企業ほどその値は高くなる。表 1 についてみると、取締役会開催頻度が 4 回以下において(four or less), 平均値および中央値ともに最も時価簿価比率が高く、取締役会開催頻度が増加するにつれて時価簿価比率が低下傾向にあ

⁴ この他に、赤井(2003)は第三セクターの経営悪化要因として、地域における需要競争(同業者との競合)、雇用確保としての設立・継続、地域における政治的圧力を通じた過大投資、情報公開の不備による説明責任の欠如、リゾート法などのマクロ政策による非効率な設立などを挙げている。

ることが分かる。企業業績の低迷など、何らかの問題によって株式市場での評価が低くなっていると考える限り、問題を抱えている企業ほど取締役会が多く開催され、その問題解決に多くの時間が費やされていると考えるのが自然であろう。

Vafeas (1999) は、企業パフォーマンスが低迷し、危機的状況に陥った直後に取締役会の開催頻度が高まるという傾向を、業績の低迷といった問題が生じた後に、その問題を解決するための手段 (fire-fighting device) として、取締役会が開催されていると解釈している。また、このような取締役会開催頻度と企業パフォーマンスの関係はいくつかの研究でも確認されている (Andres and Vallelado (2008), Bric and Chidambaran (2010), Reeb and Upadhyay (2010) など)⁵。

表 1 取締役会開催頻度と時価簿価比率の関係

Annual number of board meetings	Number of observations	Pct. of observations	Market-to-book ratio		Industry adjusted market-to-book ratio	
			Mean	Median	Mean	Median
Four or less	40	13.0	2.37	2.15	0.84	0.72
Five	37	12.1	2.01	1.70	0.61	0.22
Six	57	18.5	1.78	1.52	0.53	0.15
Seven	41	13.4	1.98	1.59	0.40	0.30
Eight	36	11.7	1.63	1.36	0.18	0.02
Nine	37	9.4	1.80	1.51	0.29	0.15
Ten	23	7.2	1.56	1.31	0.03	0.01
Eleven	13	7.6	1.78	1.40	0.32	0.12
Twelve	12	2.9	1.24	1.23	0.24	0.13
Thirteen	9	2.6	1.35	1.30	0.34	0.00
Fourteen or more	8	1.6	1.36	1.28	0.12	0.02

(出所) Vafeas (1999), 123 ページから抜粋。

本稿では、株式所有構造や取締役会構成ではなく、第三セクターの取締役会開催頻度に焦点を当て、第三セクターのガバナンスの実態を実証的に分析する。ここでは第三セクターの比較対象として、地方自治体に出資を受けている上場企業について簡単にみてみることにする。表 2 は地方自治体が出資している上場企業の取締役会開催頻度 (年次開催回数) を示している。具体的には、東京電力ホールディングス (東京都) が 19 回、関西電力 (大阪市・神戸市) が 12

⁵ Vafeas (1999) のサンプル (307 社) における取締役会開催頻度 (年次開催回数) の平均値は 7.45 回 (中央値は 7 回) である。Bric and Chidambaran (2010) のサンプル (1999 年から 2005 年までの米国企業 (5,228 firm-years)) における取締役会開催頻度の平均値が 7.26 回 (中央値は 7 回) である (最小値が 1 回, 最大値が 49 回)。1996 年から 2005 年までの各国の銀行をサンプルにしている Andres and Vallelado (2008) によると、取締役会開催頻度の平均値については、イタリアが最も多く 16.10 回、続いてカナダが 12.34 回、イギリスが 10.48 回、スペインが 9.89 回、アメリカが 8.18 回、フランスが最も少なく 7.35 回であった。また、筆者が株主総会招集通知を利用して、日本の銀行業 (2007 年から 2016 年までの 87 銀行 : 781 firm-years) について調べた結果、取締役会開催頻度の平均値が 16.41 回、中央値が 15 回であった (最小値が 6 回, 最大値が 56 回)。

回、北海道ガス（札幌市）が12回、三浦工業（愛媛県）が16回、オリエンタルランド（千葉県）が12回、佐渡汽船（新潟県）が15回、東京都競馬（東京都）が8回である⁶。

そもそも「取締役会は、会社の意思決定を行うとともに、取締役の職務の執行を監督する場」⁷である。つまり、取締役会において、取締役（社外取締役も含む）が経営戦略の協議・策定を行い、経営者をモニタリングする。会社法では、この取締役会のモニタリング機能に資するため、「代表取締役・選定業務執行取締役に3ヶ月に1回以上の頻度で職務執行の状況を取締役に報告する義務を課している」⁸。こうしたことから、取締役会は少なくとも年に4回は開催すべきものと指摘されることがある。表2の取締役会開催頻度についてみると、地方自治体出資企業の多くが12回以上であり、月に1回程度は取締役会が開催されているといっても過言ではないであろう⁹。上場企業を対象としたVafeas（1999）が指摘するように、業績の低迷といった問題が生じた後に、その問題を解決するための手段（fire-fighting device）として、取締役会が開催される可能性が高い。本稿では、業績が低迷している（あるいは赤字の）第三セクターの取締役会開催頻度について実証的に分析する。

表2 地方自治体出資企業の取締役会開催頻度

2018年度	東京電力	関西電力	北海道ガス	三浦工業	オリエンタルランド	佐渡汽船	東京都競馬
取締役会開催頻度（回）	19	12	12	16	12	15	8

（出所）2019年度における各企業の株主総会招集通知から筆者作成。

3. 分析方法

3. 1. 実証モデル

本稿の目的は、第三セクターの取締役会開催頻度の決定要因を分析することで、第三セクターのガバナンスの実態を明らかにすることである。具体的には、本稿の分析と類似しているVafeas（1999）を参考にして、第三セクターの取締役会開催頻度を被説明変数としたパネル分析を行う。本稿では時系列的に不変な企業特性をコントロールするために、固定効果モデルを用いた分析を行う。実証モデルは以下の（1）式である。

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{Meetings}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Performance} + \alpha_2 \text{Log}(\text{Boardsize}) + \alpha_3 \text{Log}(\text{Age}) + \alpha_4 \text{Lever} \\ & + \alpha_5 \text{Log}(\text{Assets}) + \alpha_6 D_Year \end{aligned} \quad (1)$$

被説明変数は取締役会開催頻度（Meetings）であり、第三セクターのパフォーマンス（Performance）を表す変数は、ROA（経常利益／総資産）、adj_ROA（（経常利益－補助金）／

⁶ 地方自治体名については、各企業の有価証券報告書から入手した。

⁷ 伊藤・大杉・田中・松井（2015）、176 ページ。

⁸ 伊藤・大杉・田中・松井（2015）、176 ページ。

⁹ 東京都競馬においては、取締役会以外に、グループ内の常勤取締役および常勤監査役等が出席する社内役員会が同期間中に11回開催されている。

総資産), D_Akaji_NI (当期損失であれば 1, そうでなければ 0 となるダミー変数) の 3 つである。ROA は業績のパフォーマンスを表すポピュラーな指標である。Adj_ROA は自治体からの補助金を差し引いた調整後の経常利益を利用している点が特徴である。これは第三セクター単独で稼ぎ出した経常利益を反映させるためのものであり, 松本・後藤 (2014) と同様の意図によるものである。 D_Akaji_NI は分析対象が公共性と企業性を併せ持つ第三セクターであることを考慮して採用されている。赤字ダミーを採用しているのは, ①第三セクターのパフォーマンスを分析している赤井 (2003) でも使用されており, 結果の比較可能性が高まること, ②官民共同出資に特徴付けられる第三セクターが通常の民間企業とは異なる目的で設立され, 政治的意図による経営への介入 (サービス価格の引き下げや損失補填) が行われる可能性があり, 単純に利益の規模だけでは経営の効率性を十分に表すことができないこと (赤井 (2003)), に起因する。

本稿ではまた, コントロール変数として, 取締役数 (*Boardsize*), 営業年数 (*Age*), 負債比率 (*Lever*), 総資産 (*Assets*), 年度ダミー (D_Year) を実証モデルに加えている。なお, 被説明変数の取締役会開催頻度 (*Meetings*) と説明変数の取締役数 (*Boardsize*) には 0 が含まれており, そのままでは対数変換できないため, 取締役会開催頻度と取締役数に 1 を加えて対数変換を行っている。表 3 には変数の定義がまとめられている。

表 3 変数の定義

変数名	定義
Meetings	取締役会開催頻度: 当該年度に開催された取締役会の開催回数
Boardsize	取締役人数
Age	営業年数: 設立年度から基準年度までの経過年数
Assets	総資産
Lever	負債比率: 負債総額/総資産
ROA	経常利益/総資産
adj_ROA	(経常利益－補助金)/総資産
D_Akaji_NI	当期損失(当期利益が負)であれば1, そうでなければ0となるダミー変数

3. 2. データ

本稿の分析で最も重要なデータは, 取締役会開催頻度である。筆者が知る限り, 第三セクターの取締役会開催頻度は公表されていない。筆者は, 2012 年において, 総務省より公表されている「第三セクター等の状況に関する調査結果」のデータベースをもとに, 業務分野が観光・レジャー分野に属する約 1,000 社の第三セクターに対して, 企業内部のガバナンスに関するアンケート調査を実施した¹⁰。本稿ではこのアンケートから得られた調査結果を利用して分析を行

¹⁰ アンケートを送付して回答 (返送) があったのは 129 法人であった (取締役会開催頻度について未回答の企業も含む)。このアンケート調査では 2003 年度から 2012 年度の 10 年間を対象としたが, 第三セクターの財務データの連続性が確保できなかったため, 2006 年度から 2012 年を分析対象期間とした。なお, アンケートの調査項目は, 取締役会開催頻度に加えて, 取締役の属性 (性別・国籍・専門性) や役員報酬についてである。

う。また、本稿で利用している財務データは全て「第三セクター等の状況に関する調査結果」(総務省)から入手している。

3. 3. サンプル

本稿の分析では、2006年から2012年までにおける観光レジャー分野に属する第三セクターのうち、株式会社法人で、かつ必要なデータ(取締役会開催頻度と財務データ)が入手可能であった第三セクターを対象にしている¹¹。株式会社法人を対象としているのは松本・後藤(2010, 2014)と同様であり、本稿が取締役会開催頻度の決定要因を分析するためである。この結果、74社の第三セクターがサンプルとして残った。本稿では、第三セクターのガバナンスに関するアンケート調査で得られた取締役会開催頻度に関するデータと総務省が公表している第三セクターの財務データを統合して作成したパネルデータ(unbalanced panel data)を利用して分析を行う¹²。

表 4 記述統計

	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	N
Meetings(回)	3.264	3	2.571	0	16	500
Assets(千円)	581071.3	68091.5	2952204	3644	24980884	500
Boardsize(人)	8.002	8	2.872	0	18	500
Age(年)	17.992	16	9.805	4	50	500
Lever(%)	43.496	33.466	40.048	0.466	332.754	500
ROA(%)	-2.339	0.601	19.432	-234.932	48.046	500
adj_ROA(%)	-6.362	0.331	56.708	-1129.327	48.046	500
D_Akaji_NI	0.44	0	0.497	0	1	500

表 4 は記述統計を示している。取締役会開催頻度の平均値は 3.264 回であり(中央値は 3 回)である。ただし、最小値の 0 回から最大値の 16 回まで大きな開きがある。取締役会規模を表す取締役数の平均値は 8.002 人である(中央値は 8 人)。設立からの営業年数の平均値は 17.992 年である(中央値は 16 年)。サンプル企業の 44% が当期損失を計上している。本稿はパフォーマンスの低迷が取締役会開催頻度に与える影響を実証的に分析するため、本稿のサンプルはそうした分析に適していると言えよう。

¹¹ 第三セクターを対象とした分析を行っている赤井(2003)や松本・後藤(2010, 2014)でも観光・レジャー分野の第三セクターを対象としている。なお、観光・レジャー分野には、観光開発公社、観光物産振興公社、観光振興公社、観光バス会社、レジャー施設の管理運営を行う法人、ホテル・旅館業などが含まれる。

¹² 本稿では、各年の財務データ(「第三セクター等の状況に関する調査結果」と一緒に記載されている、第三セクターの会社名や所在地(住所)などに関する情報を利用して、各第三セクターを識別し、その財務データに取締役会開催頻度のデータを結合させることでパネルデータを作成した。

表 5 第三セクターの取締役会開催頻度(単位：回)

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
平均値	3.19	3.14	3.25	3.38	3.25	3.30	3.33
中央値	3	3	3	3	3	3	3
標準偏差	2.53	2.40	2.64	2.87	2.62	2.55	2.46
最大値	13	13	13	16	13	13	13
最小値	0	0	0	0	0	0	0
N	70	71	71	72	71	73	72

(出所) 筆者によるアンケート調査結果から作成。

表 5 は年別の第三セクターの取締役会開催頻度を示している。表 5 についてみると、2006 年から 2012 年にわたって、平均値および中央値ともにほとんど変動がないことが指摘できる（中央値が全ての期間において 3 回）。当期損失を計上している企業がサンプルの 44% を占めることを考えると、Vafeas（1999）が指摘しているように、第三セクターがこうしたパフォーマンスの低迷（赤字）に応じて取締役会でその対応策を議論しているのであれば、取締役会開催頻度に年別でバラツキがあることが予想される。しかしながら、取締役会開催頻度の平均値および中央値ともにほとんど変動していないという事実は、取締役会が形式的に開催されているのに過ぎないことを示唆しているように思われる。実際、全ての期間において同一の回数であるケースが散見される。例えば、取締役会開催頻度が全ての期間において、0 回の企業や 13 回の企業が存在している。また、本稿のアンケート調査では、対象期間中（2006 年～ 2012 年）、取締役会開催頻度が同一の回数である（変動がない）のは 42 社であり（74 社中）、実に 57% に上る（これら 42 社のうち、全期間にわたって当期損失を計上していた企業が 2 社、当期利益を計上していた企業が 5 社であった）。

4. 実証結果

4. 1. 単変量分析

ここでは、Vafeas（1999）と同様に、取締役会開催頻度ごとに第三セクターのパフォーマンスを観察することで、取締役会開催頻度とパフォーマンスの間にシステムティックな関係があるかどうかを分析する。表 6 に結果が示されている。

表 6 取締役会開催頻度とパフォーマンスの関係

Meetings(回)	N	ROA(%)	adj_ROA(%)	Akaji_NI(%)
0	55	-9.58	-34.40	36.36
1	79	-1.79	-3.41	44.30
2	73	1.58	1.39	41.10
3	76	-3.73	-3.99	50.00
4	101	-2.83	-6.19	50.50
5	59	-0.79	-1.80	30.51
6	23	-1.11	-1.62	47.83
7	7	0.33	-0.28	57.14
8	6	-2.51	-2.51	66.67
9	4	-0.09	-0.09	75.00
10	2	0.70	0.70	50.00
11	2	2.35	-10.47	50.00
12	5	3.56	3.56	0.00
13	7	1.99	1.99	42.86
16	1	0.30	-44.05	100.00

(注) ROA と adj_ROA は平均値である。Akaji_NI は当期損失を計上している企業の割合である。

まず、表 6 の第三セクターの取締役会開催頻度についてみると、4 回が最も多い (101firm-years)。また 5 回以下である企業が大部分であり (全体のおよそ 90%)、7 回以上の企業は極端に少ないことが分かる。表 2 にある自治体出資企業の取締役会開催頻度と比較すると、第三セクターのそれは少ないと言えるだろう。

ROA と adj_ROA についてみると、取締役会開催頻度が低いほど値が小さくなっている (パフォーマンスが悪い) ようにも見える。Akaji_NI は取締役会開催頻度に関係なく一定の割合であり (30% ~ 50%)、赤字企業が多く存在していることが分かる。最も取締役会開催頻度が多い 4 回については (101firm-years)、ROA と adj_ROA いずれも有意に負である (ROA では 5% 水準で有意 ($t = -1.9851$), adj_ROA では 1% 水準で有意 ($t = -3.2695$))。興味深いのは、取締役会開催頻度が 0 回において、ROA と adj_ROA が突出して低い点である (そのうち 36.36% が赤字である)。

このような傾向は Vafeas (1999) と大きく異なるものであり、取締役会開催頻度とパフォーマンスの間にシステマティックな関係があるとは言えないであろう。

4. 2. 回帰分析

ここでは第三セクターの取締役会開催頻度の決定要因を分析する。実証結果は表7と表8にまとめられている。表7は第三セクターのパフォーマンスを表す変数（ROA, adj_ROA, D_Akaji_NI）のラグを取っていない結果であり、表8は第三セクターのパフォーマンスを表す変数（ROA(t-1), adj_ROA(t-1), D_Akaji_NI(t-1)）の1期ラグを取っている結果である。パフォーマンスを表す変数の1期ラグを取っているのは、Vafeas（1999）と同様であり、取締役会の反応にラグがあることも考えられるためである。先行研究（Vafeas（1999）など）と同様に、パフォーマンスの低迷といった問題が生じた後に、その問題を解決する手段として取締役会が開催されているのであれば、取締役会開催頻度とパフォーマンスには負の関係が観察されるはずである。具体的には、ROA（ROA(t-1)）とadj_ROA（adj_ROA(t-1)）の係数の符号は負となることが予想され、D_Akaji_NI（D_Akaji_NI(t-1)）の係数の符号は正となることが予想される。

まず、第三セクターのパフォーマンスを表す3つの変数についてみてみよう。ラグを取っていない表7（ROA, adj_ROA, D_Akaji_NI）とラグを取っている表8（ROA(t-1), adj_ROA(t-1), D_Akaji_NI(t-1)）の係数をみると、概ね予想した通りの符号を示しているものの、いずれも有意にゼロとは異なっていない。この結果は上場企業を対象とした先行研究とは異なり、第三セクターではそのパフォーマンスが取締役会開催の決定要因とはなっていないことを示唆している。つまり、第三セクターにパフォーマンスの低迷といった問題が生じても、少なくとも取締役会において、第三セクターの取締役がそれに応じた対応策について十分な議論を行っていないことが示唆されている。したがって、第三セクターのパフォーマンスが低迷したとしても、その問題解決の場として取締役会が機能していないと考えられる¹³。

¹³ 本稿では、取締役会開催頻度が0回の企業を除外して同様の分析を行ったが、結果は変わらなかった。

表 7 取締役会開催頻度の決定要因(ラグなし)

被説明変数	Log(Meetings)		Log(Meetings)		Log(Meetings)	
モデル	(1)		(2)		(3)	
推定方法	Fixed Effects		Fixed Effects		Fixed Effects	
ROA	-0.023 (-1.19)					
adj_ROA			-0.002 (-0.32)			
D_Akaji_NI					0.016 (1.10)	
Log(Boardsize)	-0.069 (-1.87)	*	-0.069 (-1.87)	*	-0.069 (-1.87)	*
Log(Age)	0.034 (1.53)		0.033 (0.52)		0.034 (0.53)	
Lever	0.020 (0.82)		0.022 (0.84)		0.018 (0.68)	
Log(Assets)	0.007 (0.57)		0.002 (0.13)		0.003 (0.24)	
Constant	1.224 (5.69)	***	1.288 (6.56)	***	1.273 (6.56)	***
D_Year	Yes		Yes		Yes	
Sample Size	499		499		499	
R-squared(within)	0.030		0.029		0.032	

(注) *** : 1% 水準で有意, ** : 5% 水準で有意, * : 10% 水準で有意。なお, () 内は t 値であり, robust standard error を用いて計算されている。

表 8 取締役会開催頻度の決定要因(ラグあり)

被説明変数	Log(Meetings)		Log(Meetings)		Log(Meetings)	
モデル	(1)		(2)		(3)	
推定方法	Fixed Effects		Fixed Effects		Fixed Effects	
ROA(t-1)	-0.013 (-0.59)					
adj_ROA(t-1)			-0.0002 (-0.04)			
D_Akaji_NI(t-1)					-0.002 (-0.16)	
Log(Boardsize)	-0.057 (-1.43)		-0.057 (-1.44)		-0.057 (-1.44)	
Log(Age)	0.028 (0.13)		0.026 (0.12)		0.025 (0.11)	
Lever	0.008 (0.28)		0.008 (0.27)		0.008 (0.29)	
Log(Assets)	0.002 (0.11)		0.0002 (0.01)		-0.00003 (-0.00)	
Constant	1.285 (2.15)	**	1.311 (2.28)	**	1.318 (2.24)	**
D_Year	Yes		Yes		Yes	
Sample Size	426		426		426	
R-squared(within)	0.023		0.022		0.022	

(注) ** : 5% 水準で有意。なお, () 内は t 値であり, robust standard error を用いて計算されている。

次に、取締役会規模を表す取締役数 (Log(Boardsize)) の係数は、有意性が低いものの、有意に負となっている (表 7 では 10% 水準で有意)。つまり、取締役会規模が大きいほど取締役会開催頻度が低い (開催回数が少ない) 傾向があることを示唆している。この結果は上場企業を対象とした Vafeas (1999) とは逆の結果である。Vafeas (1999) は、取締役会規模が取締役会開催頻度に有意に正の影響を与えていることを報告しており、取締役会が定型業務 (routine task) によって時間を取られてしまうため、それを補うために取締役会規模が大きい企業ほど取締役会開催頻度が高くなる (開催回数が多くなる) と主張している。

一般に、取締役会規模が大きくなると、それぞれの取締役の影響力が弱まり、フリーライダー問題が生じることで、取締役会は実効的に経営者をモニタリングできない可能性があることが知られている (Hermalin and Weisbach (2003))。この主張に基づけば、取締役会規模 (常勤 + 非常勤) が大きい第三セクターほど取締役会開催頻度が低いというのは、取締役会規模が大きすぎるためにフリーライダー問題が生じ、取締役会が経営上の議論を行う場として機能していないことを示唆していると思われる。

最後に、表 7 と表 8 のいずれにおいても、営業年数、企業規模、資本構成を表す変数の係数は有意ではない。つまり、第三セクター設立以降の経過年数や企業規模の大きさは取締役会開催頻度に影響を与えていないと言える。

5. おわりに

本稿の目的は、第三セクターのガバナンスのあり方を考えるうえでの基礎資料を提供することである。具体的には、本稿では、2012 年に筆者が実施した第三セクターのガバナンスに関するアンケート調査結果を利用して、第三セクターの取締役会開催頻度とパフォーマンスの関係を実証的に分析した。分析の結果、上場企業を対象とした先行研究とは異なり、第三セクターの取締役会開催頻度とパフォーマンス間には有意な関係が確認されなかった。この結果は、第三セクターにパフォーマンスの低迷といった問題が生じて、少なくとも取締役会において、第三セクターの取締役がそれに応じた対応策について十分な議論を行っていないことを示唆していると考えられる。この結果はまた、第三セクターの取締役会が十分に機能していないことを示唆しており、第三セクターが経営努力を行うインセンティブが乏しいことも示唆しているように思われる。第三セクターの取締役会が形骸化していることを示唆する本稿の実証結果を考慮すると、取締役会開催頻度は経営上の問題等について議論が交わされた客観的な情報となる可能性があるため、多くの上場企業がそうするように、取締役会開催頻度に関しても情報開示の対象としてもよいのではないだろうか。

最後に、本稿の課題について述べる。本稿では、取締役会開催頻度という側面から、第三セクターのガバナンスについて実証分析を行った。しかしながら、本稿では、先行研究で取り上げられている株式所有構造や取締役会構成といった内部ガバナンス・メカニズムと取締役会開催頻度の関係を分析の対象とはしていない。加えて、本稿では取締役会の活動を捉えるために取締役会開催頻度 (回数) に着目したが、取締役会の時間数を分析の対象とすることも可能であろう。また、第三セクターの取締役会規模 (取締役数) について、本稿では常勤と非常勤の区別をせずに分析を行っている。これらの点を踏まえて分析することは今後の課題である。

【参考文献】

- Andres, P. and E. Vallelado (2008) , “Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors,” *Journal of Banking & Finance*, Vol.32, pp. 2570-2580.
- Brick, I.E. and N.K. Chidambaran (2010) , “Board meetings, committee structure, and firm value,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.16, pp.533-553.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (2003) , “Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature,” *Economic Policy Review*, Vol.9, pp.7-26.
- Reeb, D. and A. Upadhyay (2010) , “Subordinate Board Structure,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.16, pp.469-486.
- Vafeas, N. (1999) , “Board meeting frequency and firm performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.53, pp.113-142.
- 赤井伸郎 (2003), 「第三セクターの経営悪化の要因分析ー商法観光分野の個票財務データによる実証分析ー」, ESRI Discussion Paper Series No.32.
- 伊藤靖史・大杉謙一・田中亘・松井秀征 (2015), 『会社法 第3版』, 有斐閣.
- 松本守・後藤孝夫 (2010), 「観光産業における第三セクターのガバナンスに関する経済分析ー株式会社法人のパフォーマンスの決定要因ー」, 『運輸と経済』, 2010年9月号, pp.60-70.
- 松本守・後藤孝夫 (2014), 「ソフトな予算制約問題と第三セクターのパフォーマンスー運輸分野を対象とした実証分析ー」, 『交通学研究』, 第57号, pp.57-64.