

Title	民営化企業をIPO（株式上場）に導く効果的推進方法についての一考察：鉄道事業者のIPO事例から
Author(s)	矢野, 博之
Citation	年次学術大会講演要旨集, 26: 917-921
Issue Date	2011-10-15
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10119/10264
Rights	本著作物は研究・技術計画学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Science Policy and Research Management.
Description	一般講演要旨

民営化企業を IPO（株式上場）に導く効果的推進方法についての一考察

—鉄道事業者の IPO 事例から—

○矢野博之（財務省主計局）

1. 序論

政府規制をなるべく少なくし、民間企業がもっている活力、効率的な経営手法の導入を目指し、この20数年、多くの政府企業（JR、NTT、JTなど）が民営化され、株式上場を達成した。

しかし、一方で、民営化はしたものの長きにわたり業績が低迷し株式上場まで至らないケースも多い。改革の趣旨を踏まえ、一日も早く株式上場し、完全民営化を達成することが急務となっている。客観的事実として株式上場に必要安定・継続的な経営成績（黒字）を残せないことが最大要因である。一般的にはその原因として少子高齢化などの経営環境の悪化があげられるが、果たしてそれだけだろうか。

本稿では未上場の鉄道事業者をケース・スタディとし、パブリックセクターの技術経営、利潤追求と公益実現、コーポレート・ガバナンス、上場インセンティブなどの側面から分析し IPO¹（株式上場）に導く効果的推進方法について考察することを目的とする。

2. 研究方法・定義

未上場であったこの24年間の当該企業の業績を分析し、公共企業体の経営者の経営思考パターンとして仮説を立てる。検証のフレームワークとして「3円モデル」²（The Three-Circle Model, Davis&Tagiuri（1982）（経営、所有、支配³））を活用する。企業形態別に比較分類し、政府企業の特質（均衡状態）を明確化し検証する。そしてその次に上場への推進力の主要因子として「上場インセンティブ」を定義する。株主、会社双方から3項目ずつを構成要素とする「上場インセンティブ」を数値化し、これを企業形態別に比較分析して総合的な推進方策を考察する。

3. ケース・スタディ企業（JR 3島貨物会社）の経緯と現状

昭和62年の国鉄分割民営化により、旧国鉄は6旅客鉄道会社と1貨物鉄道会社に分割され、それぞれ民営化された。その後、すでに新幹線や大都市圏を営業エリアにもつJR東日本、JR西日本、JR東海の本州3社については証券取引所に上場し、政府保有株式は証券市場にて一般投資家に売却され、完全民営化を達成している。一方、ローカル線主体のJR北海道、JR四国、JR九州及びトラックとの激しい競争を展開しているJR貨物の4社（以下「3島貨物会社」と称す。）については、すでに昭和62年に民営化されてから四半世紀が経過しようとしているが、未だに株式上場は達成していない。

¹ 所有権移転型民営化の代表的な手法が IPO である。IPO とは、Initial Public Offering の略で、企業が新規に証券取引所に上場することによって不特定多数の投資家に株式を取得させることをいう。

² 同族上場企業の分析枠組みとして Davis&Tagiuri（1982）によって提唱されたもの。所有（Ownership）、同族（Family）、企業（Business）からなる。

³ マックス・ウエーバー（Weber, 1956, 1964, pp.157-188）は支配の有力な源泉として同族をとらえているので、ここでは、支配と置き換えて定義する。

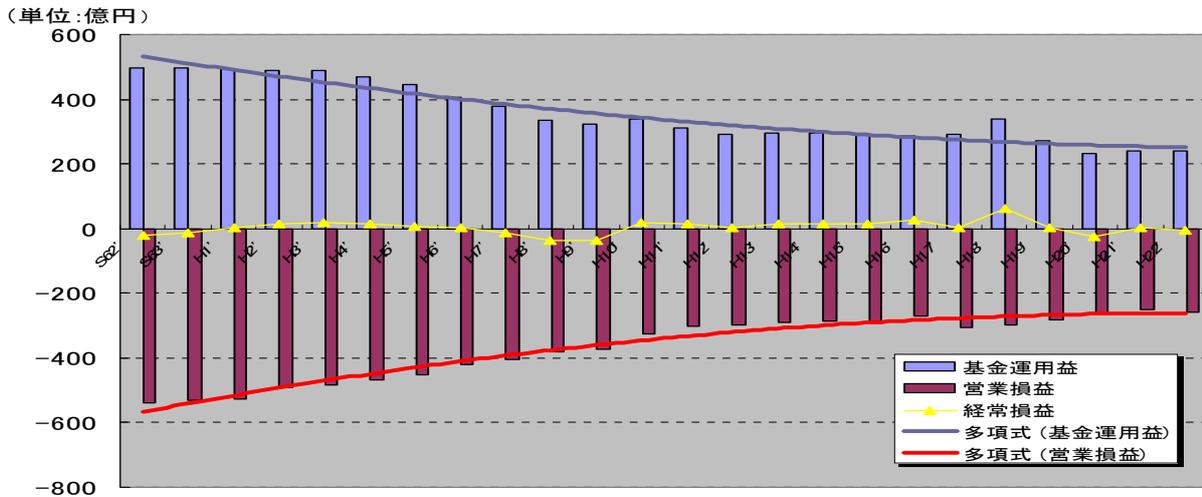
4. 民営化後 24 年間の経営成績と公共企業体経営者の経営トラップ (Trap) 仮説

4.1 民営化後 24 年間の経営成績

ケース・スタディーとして 3 島貨物会社の中から J R 北海道を例示する。

【図表 1】は、J R 北海道の民営化後 24 年間の経営成績である。同社は昭和 6 2 年の国鉄分割民営化の際にその営業エリア等から厳しい経営が予測された。発足後 5 年間の経営見通しにおいて大幅な営業赤字が見込まれたため、これを利子収入 (利率 7.3%) で損失を補填し一定の利益を計上できるようファンド (経営安定基金) 6,822 億円が設定され今日に至っている。

【図表 1】 JR北海道 民営化後24年間の基金運用益、営業損益及び経常損益の推移



【出所】JR北海道の決算資料をもとに筆者作成

昭和 6 2 年当時まだ高かった運用利率 (7.3%) もその後の低金利時代に突入し、平成 2 2 年度には 3.53% に低下、その結果、年々ファンドの利子収入も減少し 498 億円 (S62') が 240 億円 (H22') と半分以下となっている。

ところが驚くべきことに営業損益も▲538 億円 (S62') から▲259 億円 (H22') へと半減し、改善しており、そして両者は毎年度ほぼ同額相殺され経常利益は 2 4 年間ほぼゼロの水準で推移している。(経営安定基金をもつ J R 四国、J R 九州についても同様の議論が展開可能。)

4.2 公共企業体経営者の経営トラップ (Trap) 仮説

営業損益と基金運用益の間にはもともと相互に何ら因果関係はない。にもかかわらず、基金運用益が減少するにつれて、同じ割合で営業損益が改善 (リストラが進む) し、結果としてそれらが相殺されて毎年度、経常利益がほぼゼロになる。このことは何を意味しているのでしょうか。

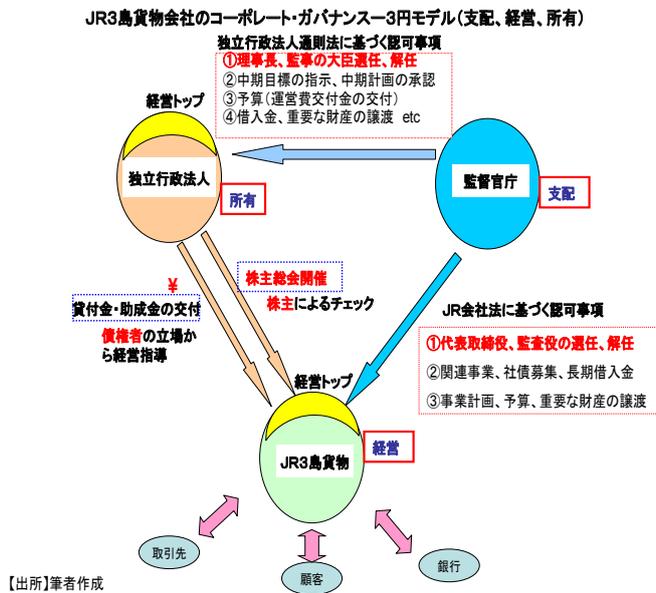
毎年度の経営成績に関して経営者の人為的な作用が働いていると考えられる。つまりその年度に入ってくる利子収入を見込み、営業赤字の赤字幅はその範囲内に収める。この逆もあり、景気が上向き営業収入が予定以上に増えた年においては、利益分は費用として支出し、最終的には経常利益 $\div 0$ にする (ファインチューニング)。これは、純粋な民間企業の発想ではない。つまり、利益が出れば株主に「配当」するのでなく、「公益」に還元する姿勢である。一方、独立した企業体をとっているため赤字経営も回避する必要がある。すると、経常利益 $\div 0$ の水準が均衡点となり、2 4 年間、経営者が誰になっても何度交代しても同じ結果となる。

経常利益≒0という均衡点に収斂してしまい上場推進力が働かなくなる上記事象（以下、「公共企業体経営者の経営トラップ（trap）仮説」と称す。）を次の3円モデルを使って検証する。

5. 3円モデル（The Three-Circle）の均衡と上場推進力

5.1 政府未上場企業（ケース・スタディー/J R 3 島貨物会社）の3円モデル

【図表 2】

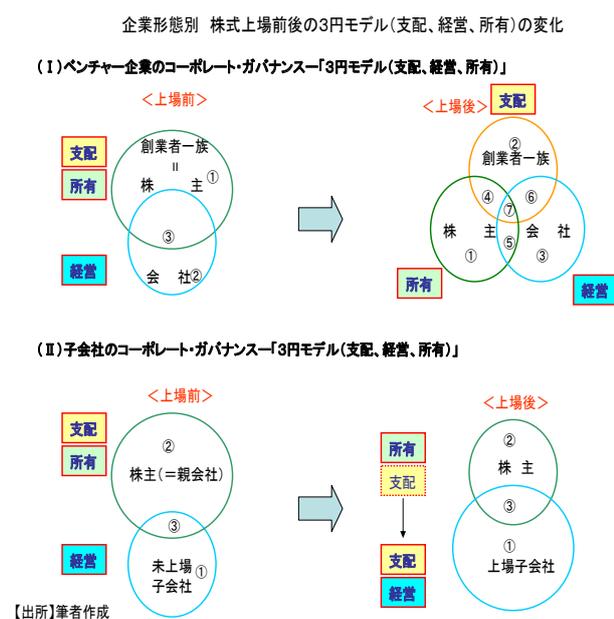


【図表 2】は、J R 三島貨物会社の所有、経営、支配の3円モデルを記したものである。監督官庁は、許認可行政を通じて企業活動を監督するいわば「支配」権を行使している。また、独立行政法人は、株式を全て「所有」し、株主総会を通じて権限を行使すると同時に、貸付金や助成金の交付行為を通じて債権者の立場からも監督官庁の許認可行政を補完する形で経営チェックを行う。J R 三島貨物会社は、これら一定の制限下で企業「経営」を行っている。これら、「支配」「所有」「経営」の3権限がうまく均衡しており、重複部分はない。

5.2 ベンチャー企業や子会社の上場の3円モデル

それでは【図表 3】で一般的な上場のケースであるベンチャー企業や子会社の上場について3円モデルを使って考察してみる。

【図表 3】



上場前後で、(I)ベンチャー企業の3円モデルは、「支配」と「所有」の分離が進み、「支配」「所有」「経営」の3円が形成されていく。一方、(II)子会社の場合は、創業者一族はいるため親会社による「支配」と「所有」の分離が進み、子会社側の「経営」に「支配」権が移っていく格好となる。共通していることは、①いずれも上場の前後で上場への「推進力」が働き、「支配」権の移動が起きること、②「経営」「所有」「支配」の重なる部分、があること、つまり、少なくとも2要素以上（3要素もある）の立場から企業の将来を見る人が存在することを意味し、この「重複」の存在は、先行研究からも業績向上に貢献す

ることが明らかになっている〔1〕。企業業績を向上させ、上場への推進役の役目を担うのは「重複部分」ということになるが、政府未上場企業の場合には、バランスよく3者均衡が保たれ、重複部分がない。

従って、なんらかの「変化」がない限りは、均衡が破れず、上場への推進力が働かない。以上の通り、上記 4.2 公共企業体経営者の経営トラップ (Trap) 仮説は、3円モデルで検証することができた。

6. 企業の株式上場インセンティブ

それでは3円(「支配」「経営」「所有」)モデルの均衡を崩し、株式上場を推進する力の源泉となる「株式上場インセンティブ」について考察する。一般に企業の株式上場インセンティブはどのような場合に働くのであろうか。上場インセンティブを本稿では次のように定義し企業形態別に比較を行った。

【定義】 株式上場インセンティブ = a)株主のメリット + b)会社のメリット

a)の構成要素として①会社債務の個人保証からの開放②創業者利潤の獲得③株式の流動性の向上、一方 b)の構成要素として①資金調達方法の多様化と資金調達力の向上②上場株式売却益の活用③会社経営の自由度の向上、の3要素ずつを設定、それぞれ20点満点として各要素を単純合計したものが【図表4】であり、これをグラフ化したものが【図表5】【図表6】である。これをみると政府企業の上場インセンティブが子会社の上場やベンチャー企業の上場と比較して小さく、各要素間のバランスも見劣りすることがわかる。もともと政府企業は「外発的」な上場インセンティブが弱く、企業業績を向上させて上場させようという「推進力」がなかなか働かないことが理解できる。

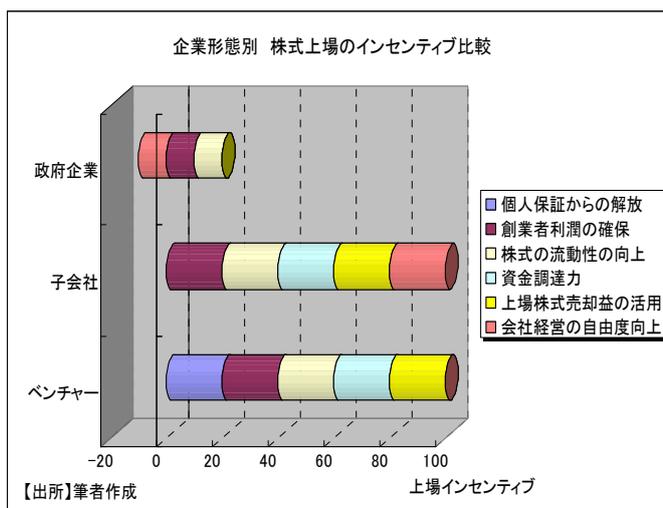
【図表4】

		ベンチャー企業の上場	子会社の上場	政府企業の上場
		株主保有者=創業者一族	株主保有者=親会社、銀行、取引先、従業員	株主保有者=政府
株主のメリット	①会社債務の個人保証からの開放	(ex)ソフトバンク、ファーストリテイリング ◎ 上場前は、銀行からの会社借入金について社長の個人保証をとられており、上場を契機に解除されることになっているケースが多い。	× 想定されず	× 想定されず
	②創業者利潤の獲得(又はステークホルダー)	◎ 上場以前は、創業者一族が多くの株式を保有しており、上場を契機に売却することにより売却益が獲得可能となる。キャピタル・ゲイン税制も整備。	◎ 創業者ではなく、 親会社、銀行、取引先、従業員 などステークホルダーが株式売却益を獲得。	○ 株主保有者は政府であるため、政府が売却益を獲得し 企業体自身は獲得できない 。 株主としての政府はただ職務の使命感でのみ遂行。(国庫納付の場合) 国庫納付せずそれを財源に事業展開する場合のみ政府による創業者利潤の獲得インセンティブが働く。
	③株式の流動性の向上	◎ 上場することにより、公正な株価が形成されることになり、より資産価値が明確化され、換金性が向上する。	◎ 左 同	○ 政府保有株100%放出後は全て換金化されるので、本メリットはなくなる。 政府保有が残っている場合は日々、株価が形成されるメリットがあり、売却金額の把握が容易。
	小計	60	40	20
会社のメリット	①資金調達方法の多様化と資金調達力の向上	◎ 上場前は、銀行等の間接金融に依存してきたが、上場後は、資本市場から 新株や社債発行 など多様な資金調達が可能となる。	◎ 左 同	一 政府内企業である方が政府支援を受けることが容易。上場すると名実ともに政府から独立することになるので 政府からの支援や補助はなくなる 。 (変化せず) 逆に、資本市場から 新株や社債発行 など多様な資金調達が可能となる。
	②上場株式売却益の有効活用	◎ 上場と同時に行われる 新株発行 を通じ新規事業や新たな設備投資資金へ回したり、借入金返済に活用できる。	◎ 左 同	× 上場と同時に増資を行うと 希薄化 を通じて既存株主である 国の株式売却収入が減少 するため、通常はありえない。
	③会社経営の自由度向上	一 上場後も創業者一族の株式保有が多(変化)数を占める状況では、会社経営の自由度は 上場前後ではそれほど変化なし	◎ 株式上場することにより 親会社から独立 、あるいは グループ内で独立 することになるので経営の自由度は向上する。	▼ ステークホルダーが一気に拡大するので様々な立場の株主の要求に傾聴せざるを得ず、一人株主のときよりもかえって 会社経営の自由度は狭くなる 。 ○ 利益配分の自由度 を手中にすることができると、業績がよければ、会社経営の自由度は向上する場合もある。
	小計	40	60	-10
合計		100	100	10

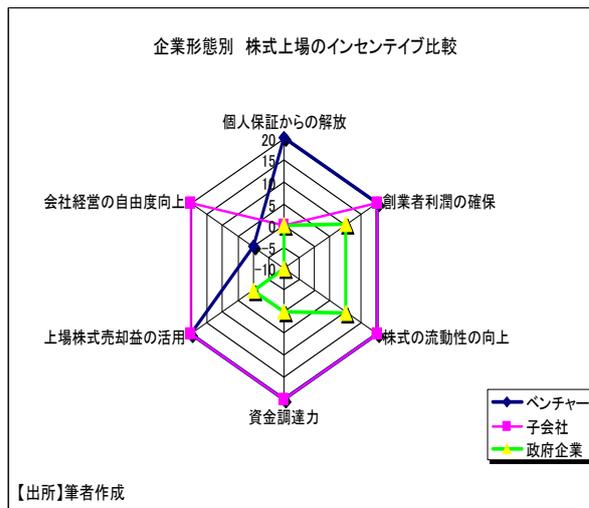
【注】 ◎インセンティブ増加 強 20点
○インセンティブ増加 弱 10点
▼インセンティブ減少 強 マイナス10点

【出所】筆者作成

【図表 5】



【図表 6】



7. IPO 推進方策の考察 (まとめ)

政府企業の収益性が低く、そもそも政府企業は上場インセンティブが低いという条件の中で、どうすれば IPO が実現できるのでしょうか。上記検討から導き出される結論として以下の3点を挙げることにしたい。

① 上場へ向けた均衡を破る推進力の造成

上記5. で検証した通り、3円モデル (The Three-Circle) の均衡を破る上場推進力の造成が必要になることである。「所有」と「経営」の重複箇所がないのであれば、あえてこの重複箇所をつくる。具体的にはストックオプションを制度化し、上場インセンティブを高めていくことなどがあげられる。

② 支配権の移動を通じて均衡を破る

監督官庁が持っている支配権を企業業績の目標達成状況に応じて序々に緩和し、上場インセンティブとして会社経営の自由度を与え、業績向上につなげていく。

③ 公共企業体経営者の経営トラップ (Trap) の逆応用

収支管理のファインチューニングに優れた能力を発揮する公共企業体経営者の性質を応用する。例えば、毎年の政府支援額を段階的に縮小させることや新たに小額ながらも配当実績を積み重ねていく等、経営成績の後戻りをさせない工夫やしかけ (必ず前年度より良い経営成績を達成する) を制度化していくことが重要と考える。

【参考文献】

- [1] 今村光雅、坂和秀晃、渡辺直樹 (2007) 「商法改正は取締役会のモニタリング機能を高めるか」 法学、経済学の観点からの検証」法と経済学会第5回全国大会論文集
- [2] J R 北海道公表決算資料 (S62'~H22')
- [3] 野田由美子 (2004) 「民営化の手法 PFI から PPP へ」日本経済新聞社
- [4] 吉村賢、齋藤正章 (2009) 「コーポレート・ガバナンス」放送大学教育振興会