

JR未上場4社の完全民営化に関する制度的問題点の検討

特殊会社であるJR4社が経営自立計画を策定した。JR九州の経営が好転し、株式上場の準備に入っている。しかし、完全民営化の実現のため特殊な存在である経営安定基金等をなくした場合の通常方式の試算では、同社の上場基準の達成は容易ではない。他の3社は、通常の上場方式では完全民営化は超長期的な課題になってしまう可能性が高い。一方、最近では上場基準が緩和され、企業の成長を前提とせず安定的な経営であればよかった。政府の助成を維持している特殊な事例もある。そこで、通常的方式による上場ではなく、JR4社の特殊な要素を維持し、とりえず上場する特殊な方式の可能性について制度的に検討する。

キーワード JR完全民営化, 株式上場, 経営安定基金, 株式上場基準, 特殊な上場方式

楠木行雄
KUSUKI, Yukio

運輸法制研究家

1——経営自立計画の策定と超長期化する完全民営化

1.1 経営自立計画の策定

国土交通省は、2011年度に、JR未上場4社(北海道旅客鉄道株式会社(以下「JR北海道」)、四国旅客鉄道株式会社(以下「JR四国」)、九州旅客鉄道株式会社(以下「JR九州」)、日本貨物鉄道株式会社(以下「JR貨物」)、以下「JR4社」)に対して、経営安定基金(以下「基金」)の積み増しや助成金の新規交付など、最長20年の手厚い助成(以下「新助成」)を追加し、固定資産税及び都市計画税(以下「固定資産税等」)の税制特例も5年間延長した。

JR4社は、同省の要請に応じて、表一1にみられるように目標時期等を定めて、経営自立計画(以下「自立計画」)を同年度から開始した。2011年度の経営は、事業計画の達

■表一1 JR4社の経営概況と経営自立計画

単位：億円

	JR北海道	JR四国	JR九州	JR貨物
A	822 (99)	281 (106)	1,907 (101)	1,530 (96)
B	1,129 (101)	375 (103)	1,864 (101)	1,493 (98)
C	-307 (106)	-94 (94)	43 (172)	36 (61*)
D	263 (109)	88 (117)	60 (100)	-35 (90)
E	-44 (92)	-6 (24)	103 (121)	2 (10*)
F/G	1,530/90	517/35	2,908/160	427/190
H	17/50	1/25	202/115	4/9
I	2	0	6	-1
J	2020年度	2020年度 経常利益3	2016年度	2018年度 経常利益 100以上

注：A-Jの見出しは、単体のA営業収入、B営業費、C営業利益、D営業外収益、E経常利益、F純資産、G資本金、連結のH経常利益、I少数株主利益、自立計画のJ自立目標年度等を表す。A-Eの括弧内は、各項目の事業計画達成率(2011年度実績/当初事業計画)であり、*印は、30%以上、下振れしたものである。Fの純資産は、基金を除いた数値である。Hの下段は、中間決算における2013年3月期予想である。Jについては、JR四国は売上高経常利益率1%、JR貨物は上場可能な利益水準と考えられる経常利益としている。A-Iの数値は原則として2011年度決算である。単体の計数は、各社決算公告、連結の計数は、参考文献②、中間決算と自立計画は、各社ホームページ、JR北海道の中間決算は、同社記者発表による。

成度も良好で好転しているが、新助成の期間の長さで自立計画の内容からみて、あとのない計画であると考えられる。

自立計画で最も早い目標年度を掲げているJR九州が、中期経営計画(2012-2016年度)で、2016年度における連結経営数値目標を打ち出し、株式上場の実現を明記しており、国土交通省と同社は完全民営化に向けて検討に入っている模様である^{注1)}。

ただ、自立計画どおりなら、他の3社の上場はかなり遅れそうである。

JR貨物は、目標としている単体で「100億円以上の経常利益」をこれまで達成したことがない。これまでの最高は1990年度の74億円であり、最近では2006年度の15億円である。

JR北海道は、北海道新幹線の開業を待つ姿勢であるが、効果の大きい札幌までの開業は2035年度の予定であり、独立行政法人鉄道建設・運輸施設整備支援機構(以下「機構」)が新助成で発行する特別債券(以下「特別債券」)の20年の終期も越えてしまう。

JR四国は、整備新幹線計画もなく、地元で新幹線基本計画線への期待が報道されるくらい、好転への期待が長期間化している。

さらなる問題は、前述したJR九州の株式上場が、真に可能かどうかである。

国土交通省と同社が、完全民営化についてどのようなコンセプトで検討に臨もうとしているかについて、詳細な内容は分かっていない。三島会社(JR北海道、JR四国、JR九州をいう、以下同じ)に基金があるなど、通常の株式会社と異なる特殊な要素が多く、また三島会社とJR貨物が固定資産税等の優遇を受けているなど、関連する特殊な要素があり、これらを維持したまま上場が可能かどうか

明らかでないからである。

JR4社は、自立計画を推進し目標である経営基盤を固める一方で、これらの特殊要素を整理し、株式上場後も維持できるかどうか仕分けをする必要に迫られている。

1.2 上場基準の規制緩和の流れに従った対応策

そこで、このような問題への対処案を検討するとともに、超長期化しそうなJR4社の完全民営化を早く成し遂げ、真の自立への方策とプロセスはどうあるべきかについて研究する。これが本稿の目的であり、JR4社完全民営化に関する制度的問題点について検討する。

このような問題についての研究は、これまでほとんどなかった。

一時好調であったJR貨物は、その後の景気変動や災害、また、機関車、貨車等の施設への投資不足などの影響で、国の検討会（JR貨物の完全民営化のための基本問題懇談会。1997年報告提出。以下「貨物懇談会」）の期待に応えられなかった^{注2)}。

また、三島会社は、国鉄改革当時から経営が持続できるかどうか危ぶまれ、本州JR3社（東日本旅客鉄道株式会社（以下「JR東日本」）、西日本旅客鉄道株式会社（以下「JR西日本」）、東海旅客鉄道株式会社（以下「JR東海」）をいう。以下同じ）やJR貨物のように旧国鉄債務を負担することなく、逆に、旧国鉄資産から基金の設置を受け、需要の少ない公共交通経営を行うものであり、上場などは本来考えられなかった。

一方で、株式を上場する証券取引所（主として、東京証券取引所（以下「東証」））の上場基準は、国鉄改革時や本州JR3社上場検討時は大変厳しかったが、その後徐々に緩和され、新しい視点からJR4社の基準適合性を検討することも可能となった^{注3)}。

従って、JR4社については、自立計画の遂行にあたり新しい視点で株式上場への道筋を探し、特殊要素について必要不可欠かどうか、どうすれば維持できるかなど、広く事例を集め、東証の上場基準の内容との適合性を研究することが可能である^{注4)}。

なお、本稿の記述は2012年12月1日現在の法令や東証の制度を前提としている。

2——国鉄改革時から今日までの状況

2.1 上場の方向性が具体化したJR九州

国鉄改革当時は、三島会社に多額の基金が積み、基金に年利7.3%の金利がつき、営業外収支を潤す前提であった。しかし、低金利時代となり、三島会社は本業での他の交通機関との競争や景気低迷等による輸送量減対策に加えて、資金運用の努力も必要となった。

これらの問題に対して、三島会社は、実質的な運賃値上げは1996年の1度だけであり、人員の削減、関連事業の拡大、企業グループの育成などの対策を行い、国の支援も受けながら対応して、今日に至っている。

最近では、九州新幹線鹿児島ルートが2011年3月に全通して、JR九州の経営成績が上向き、悲願であった完全民営化即ち株式上場について、環境整備を図る方向となった。

2.2 JR貨物の上場の構造的問題点

旧国鉄時代は鉄道貨物安楽死論もあつたくらいなので、JR貨物は、国鉄長期債務の負担に関して、会社創設時の純資産との対比では本州JR3社に比べてかなり軽減されており、1995年度に返済を終えたが、旧式の機関車等を引き継ぎ、更新等は借入金に頼らざるをえず、その利息支払いのため営業外収支が赤字の経営を続けている。

また、同社は、旅客会社から線路を借りるので最小限の負担であるアポイダブルコストルール（以下「アポルール」）の適用を受けており、さらに長距離貨物輸送は、旅客会社とのダイヤ調整の困難性も伴う。

最近では、整備新幹線の並行在来線経営主体との間に貨物調整金が増加する問題も生じている⁴⁾。

同社は、速度や安全性の向上、IT化などにより、本業を強化し、関連事業を拡大し、自立計画を進めているが、上場に際しては、次のような問題点もある。

- ①固定資産税等の承継特例は、上場にあたり返上するかどうかの決定を迫られる可能性が高い^{注5)}。
- ②上場すれば、収入管理、予算管理が厳しく問われ、予想が大きく外れた場合は、その旨を公表しなければならない（東証の有価証券上場規程（以下「上場規程」）405条1項）が、これまでそうした予想外れ（表—1にみるような事業計画と実績とのかい離）の多い同社が、東証の上場審査に耐えられるのか。また、上場審査は連結経営を対象に行われるが、同社は企業グループとしての会計監査人の監査を受けていないので、通常なら目標年度の5年以上前から準備する必要がある^{注6)}。

3——JR4社への政府の支援の内容

JR4社への政府の支援は、表—2のとおりである。特に、新助成（表—2の*）で増強された。これらを、一般の株式会社にとって特殊かどうかで分類し、検討する。

3.1 基金

会社純資産の一部である基金は、完全に三島会社の資産であり、100%出資者とはいえ政府の自由になるものではなく、上場条件とは一見無関係であるが、三島会社の経

■表—2 JR4社への支援、優遇措置一覧

単位：億円

	JR北海道	JR四国	JR九州	JR貨物	備考
A	6,822	2,082	3,877	0	計12,731
B	6,751	2,086	3,885		
C	236	73	101		
D	78	74	50		
E	-307	-94	43		
F	-241	-89	147		
G*	2,200	1,400	0	0	20年間、元本を無利子貸付
H*	平年度55 (2011年度16)	平年度35 (2011年度12)			
I	三島、 承継	三島、 承継	三島、 承継	承継	三島77 承継25
J	設備投資*10	設備投資*1		青函用設備* 貨物調整金	最長10年間
K				線路使用料	

出典：各社決算公告、国土交通省ホームページ等から作成
 注：A-Kの見出しは、A基金元本、B同現在資産、C同運用益、Dうち機構運用益(3.2節なお書参照)、E単体営業損益、F連結営業損益、G基金積み増し、H特別債券受取利息(原則年利2.5%)、I税制特例、J助成金、Kその他を表す。*は、新助成である。数値は、原則として2011年度決算である。ただし、IIは、軽減額で2012年度税制改正要望時。このほかに、従前及び今回の4社設備投資等への無利子貸付がある。Iの三島は三島会社の現存資産、承継は旧国鉄からの承継資産に関する優遇である。

営継続の構造的困難性に鑑み旧国鉄資産から設置した経緯から、これなしに経営が成り立つ会社が出現すれば返還の議論が起り得る。

旅客鉄道株式会社及び日本貨物鉄道株式会社に関する法律(以下「JR会社法」)12条は、①会社が基金を管理し、運用収益を事業運営費用に充てる、②基金の経理は他の経理と区分する、③基金は原則取り崩せない、④会社は確実かつ有利な方法で基金を運用すると規定している。

JR会社法がなくなれば、どうなるであろうか。

他の法令の条文においては、組織名称に経営安定基金を使用するもの(社団法人全国畜産経営安定基金)は存在するが、会社資産としての特別な資金を規定したものはなく、三島会社は特殊な事例となる。

会計学者は、基金を抱えた貸借対照表について、いびつな資本構成としていくつかの問題点を指摘したうえで、基金の相当部分を資本の部(筆者注：現在の会社法では、純資産の部)の剰余金の内訳項目として計上することを認め、その理由として、金額が大きく、株主の関心も高いことを挙げている⁸⁾。

従って、外部からの買収等による基金の取り崩しや流用がなければ、上場にあたっての問題はなくなるので、現行法と同程度の規制を確保することを方針として、その方法を検討すればよい^{注7)}。

3.2 経常的助成

損益に係る国等の助成であるが、表—2の税制の三島特例、承継特例は、対象企業に政府が直接恩恵を与えている。その点は、特別債券の利息や助成金も同様である。

このような直接助成については、政府は、それが行われ

ている間は、上場が難しいと考えていると推測される。2012年度における固定資産税等特例の5年間延長に際して「各会社の経営状況や株式上場の動向を勘案し、今後、必要な見直しを行う」としている⁹⁾ので、JR4社の経営状態の好転や上場の動きがあれば見直すこととなる。また、特別債券利息や助成金も期間を限定し、その間に経営基盤が固まるのを待つ前提である。

しかし、東証の上場基準は政府から特別の支援を受けていなければ上場できないとは規定していない。政府出資が未だ残っている日本電信電話や日本たばこ産業をみれば、このことは自明であり、後述するように、上場企業には、長期の税制特例や、政策優遇金利よりも有利な金利による融資を政府系金融機関から受けているものもある。

なお、機構がその助成勘定において基金から借り入れる運用(以下「機構運用」)については、その性格は、三島会社からみると契約に基づく機構との経済行為であり、機構からみると政府の財政投融資が制限されるなかで別途資金借り入れ先を求めたことになる。上記の明らかな助成措置とは異なり、また、JR北海道とJR九州については、表—3にみるように急速に全体額と新規運用額が減少している^{注8)}ので、本稿では原則触れない^{注8)}。

■表—3 機構運用の動向(2011年度)

単位：億円

	JR北海道	JR四国	JR九州
機構への貸付	2,416 (52)	1,830 (99)	1,064 (41)
うち新規貸付	78 (18)	300 (106)	24 (18)

注：各社決算公告による期末数値である。ただし、下段括弧内の数値は、2007年度の数値を100とした場合の2011年度の数値の指数である。

3.3 その他

上記以外のもので、あるプロジェクトに限り政策的効果を狙った一時的な補助金、税制等は、どの企業にも機会はあることなので本稿の検討から除外する。また、表—2のKに掲載されているJR旅客会社との線路使用料も貨物懇談会で論点が整理されているので、上場検討過程とは関係しないと考え省略する。貨物調整金は、大きな問題であるが、別稿⁴⁾で検討したので重複を避ける。

4——従前と同様の方式による株式上場かどうか

4.1 利益配当が前提で高値売却の従前方式

国鉄改革時及び本州JR3社上場時は、上場候補企業の利益や配当が極めて重視されていた。

1983年の東証形式基準では、直前期3年の各年において相当の利益を挙げ、毎年5円(1株50円の場合)以上の配当を上場後も継続できる見込みが必要であった¹¹⁾。

三島会社はこれだけで、上場計画を諦めざるをえなかった。本州JR3社の上場では、国鉄長期債務をできるだけ多く償還するために、市場が弱含みのときには株の売り出しを避け、13年かけて売却した。

その後、東証の基準は1999年に改正され、企業グループの連結経営が審査の対象となり、配当実施や1株あたり利益については、上場規程から撤廃された。しかし、形式基準から撤廃されても、実質審査の基礎となる運用規則においては配当実施を確認することが継続された¹²⁾。

ところが、外国人投資家の増加などグローバル化が進むと、一概に安定配当のみを求めるものではなく、内部留保への選択もあり、2006年の会社法制定による資本概念の変更も受けて、このような運用も2007年に撤廃され、配当の実施は求められなくなった。

こうして、高値売却の論点だけが残り、政府がそれに固執するかどうかが問題となる。

4.2 通常方式又は特殊方式による株式売却

JR4社は、どのようなコンセプトで完全民営化を行うのであろうか。大別して2通りが考えられる。

まず、本州JR3社のときと同様に、機構に相当な売却収入をもたらすよう配慮しつつ、東証の上場基準に合わせ、通常の会社並に条件を整える方式(以下「通常方式」)で行うのが常識的である。

この場合は、一般の株式会社にはない三島会社の基金制度を廃止し、三島会社やJR貨物の固定資産税等の税制優遇などの特別な措置も返上することになる。

次に、東証の上場基準は、以前のように手が届きにくい基準ではなくなった。特に、2012年3月の改正で基準が緩和され、後述するように、未上場JR4社すべてが実質基準の審査に臨めるようになったので、通常方式と別の方式もありうる。

もちろん、これは、前述の諸々の優遇措置を含んだ経営数値を前提にした場合であり、その妥当性を検証しなければならないが、それを踏まえて上場が認められる余地はないか、特殊なケース(以下「特殊方式」)として検討する価値があると考えられる。

5——完全民営化の一語がない自立計画

これまで、JR各社の完全民営化は株式市場への上場であると考えられてきた。機構は、本州JR3社の株式売却実績を示しつつ、JR4社の株式については、「国等の関係機関と連携を図りつつ、各社の今後の経営状況の推移等を見極めながら、適切な処分方法等を検討しております。」(参考文献13)参照)としている(なお、JR4社の上場による完全民営化が法

律上明記されているとする議論が一部にあるが、完全民営化は政府の閣議決定に止まっており、法定されていない)。

一方、JR4社が作成した自立計画には、完全民営化の一語はなく、「経営基盤の確立」とされており、上場も直接の目標にはなっていない(なお、JR貨物の計画目標に上場の一語が登場するが、上場基準が連結ベースなのに、単体の経常利益を目標にしている)。

その理由として考えられることは、国が通常方式にこだわり、JR側が基金の存続に固執している、上場への道筋が見通せないことであろう。その他にも、固定資産税等の特例が無くなれば、経営に甚大な影響がある、外資の乗っ取り対策が必要などの論点もある。

本州JR3社の完全民営化を振り返ると、824万株を4兆343億円で売却し、資本金合計4,120億円の約9.8倍の収入となった。

JR4社の株式は合計95万株であり、資本金は合計475億円なので、もし通常方式で売り出し、本州3社並の倍率で売れば、4,650億円程度の収入が機構に入ることになる。時間がかかってもそうしたいと考えるのが、国有財産に準ずる資産を預かり鉄道年金等に充当しなければならない機構や所管の国土交通省としては当然の思考である。

また、財務省は、政府関係法人による株式売却にも政府所有株との横並びの観点で関与している。2011年度における機構の剰余金1.2兆円の政府施策への召し上げに見られるように、本来、機構の特例業務勘定に属する剰余金は国に納付させられないにも拘わらず、特別立法をして納付させているので、今回も重大な関心を有していると考えられる⁴⁾。

基金は三島会社合計で1.27兆円であるが、2010年の事業仕分けで、その召し上げの可能性の質問が出たことがあり、国土交通省が三島会社経営の窮状等を訴えて事なきを得たが、三島会社が自立すれば議論が息を吹き返す可能性も否定できない¹⁴⁾。

総務省は、固定資産税等の減額をJR4社について行っている。承継特例と三島特例の合計で102億円の減収(2012年度税制改正要望時点)となっており、地方交付税を計算するときに、基礎数値に織り込まれて、減収分相当計算額が当該地方公共団体に交付されている。本州JR3社のときは承継特例の適用を返上したので、通常方式なら、今回はJR4社に返上を促すことになる。なお、2012年度の税制改正要望時に前述の経緯があるので、地方税務当局は通常方式を前提にしている可能性が高いと考えられる。

このように分析すると、通常方式と異なる要素をJR側が主張すれば、自立計画が、当面、上場の前段階で留まるのも頷ける。

6——上場基準の緩和の具体的内容

一方、東証の基準は本州JR3社の上場当時と大きく変化している。まず、上場基準には取引所の審査に入れる条件としての形式基準(上場規程205条)と、実際に審査を受けるときの実質基準(上場規程207条)があるが、会計ビッグバンや会社法の制定など大きな情勢の変化があり、申請企業は個別よりも企業グループの連結経営で判断されることとなった。

さらに、2012年3月に一層の規制緩和があった。東証が新規上場企業(IPO)がリーマンショック後に激減したのを受けて、上場推進部を社内に新設し、上場基準を大幅に改正したのである。

東証が市場関係者向け説明会で使用した資料¹⁵⁾(公開資料)でその趣旨及び内容を見てみよう。

まず、かつてなく厳しい経済環境のもとで、新規産業の育成ばかりでなく、既存産業の活性化を図り、経済環境等を踏まえた新規上場審査の見直しなどを行うとしている。

これについては、「企業が右肩上がりの成長を遂げていることを前提に規定されている基準・審査方法を、現在の経済環境を踏まえて見直し」とし、①「利益の額」基準の見直し:事業そのものの収益力で判定。増益基調を前提としない基準で判定、②「企業の収益性」審査の見直し:上場後において安定的に利益を計上できる会社を上場対象に、などを行う。

次に、上記の①及び②について、同資料は次のように具体的に説明している。

①現行の上場形式基準は、利益が一定水準にあること、又は、それができていないときは、時価総額が一定水準以上であることを要求しているが、今回の見直しで、

(ア)対象利益を、従前の「経常利益及び税引前利益」から「経常利益」に改める(筆者注:従前は、経常利益と税引前利益のいずれか低い方で判断した。また、正確には連結決算における少数株主利益を加減した利益である)。

(イ)利益の対象期間及び水準が、従前の「次の(a)又は(b)を充たすこと。(a)最近2年間において最初の1年間1億円以上かつ最近の1年間4億円以上、(b)最近3年間において、最初の1年間1億円以上、最近の1年間4億円以上かつ最近3年間の合計6億円以上」から、「最近2年間の合計5億円以上」に改める。

(ウ)時価総額を、従前の「1,000億円以上」から「500億円以上」に改める。

また、②実質審査においては、企業の継続性及び収益性の判断として、原則として、経常損益において、安定的に黒字(=ゼロ以上)を計上することができることを確認す

る。ただし、例外的に、事業本来の収益性を確認するために経常損益のみを確認することが適当でない場合、例えば、(ア)配当収入など事業と関係ない営業外収益が毎期発生することにより、経常黒字となっている場合、(イ)ビジネスモデル上、恒常的に特別損失が見込まれる場合、などはその他の利益を考慮する場合もある。(以上)

以上を概観すると、三島会社やJR貨物のように長く事業をそれなりに継続させてきた企業にも着目した改正であり、会社全体に収益力があることが第一義であるものの、一定の黒字さえ結果として安定的に確保できれば、営業外収益(三島会社の場合は、基金)に依存したり、関連事業やグループ会社に頼ってもよいという方向の改正と見受けられる。

なお、上場基準の項目には、上記だけでなく、株主数、株式の流通性、時価総額、株式発行企業の経過年数、純資産、適正な会計監査の実施、様々な規則の遵守などがあるが、JR4社の場合は、既に会社法上の大会社として年数を経ているので、それらは準備可能なものと考え、その検討は省略した。

また、株式を上場する相手先には新興企業向けの市場もあるが、同様の理由から、東証の2部への上場申請を念頭に検討する。

7——改正後の東証の形式基準をJR4社が達成

7.1 最近の経営成績は上場基準に適合

最近の経営数値で改正後の東証の形式基準を充たすか試算してみよう。表—4は、過去2年間の実績と足元(2012年度)の予想値を各社毎に示したものである。形式基準は過去の実績をあてはめ、実質基準はそれを前提に今後の事業計画の確実性を審査するものであるので、このような数値を用意した^{注9)}。

これをみると、JR北海道、JR九州、JR貨物の3社が問題なく達成している。

JR四国については、利益の次の物差しである時価総額で判断するのであるが、上場直前でないと株価の関数である時価総額は計算しにくい。ただ、旅客輸送という事業

■表—4 JR4社の東証2部への新規上場可能性判定

単位: 億円

JR	2010年度	2011年度	2年間計	2012年度	形式基準	実質基準
北海道	35	15	50	48	○	○
四国	-7	1	-6	25	△	○
九州	81	196	277	109	○	○
貨物	5	6	11	10	○	○

注: 表中の数値は、上場基準を判定するための「利益」であり、連結経常利益に少数株主利益を加減したものである。ただし、2012年度の数値は、中間決算で各社が予想したものに、2011年度の少数株主利益を加減した。形式基準は、JR四国が、利益では達成できないが、時価総額で達成するので、△とした。なお、上記は、上場基準が実際は極めて詳細かつ多岐にわたるので、最重要事項である上場候補会社の収益性に絞って簡易判断をしたものである。

内容が類似する大手私鉄及び準大手私鉄のうち、上場している15社との比較でみると確実に達成していると考えられる^{注10)}。

なお、従前の基準では、JR北海道が利益判定で落ちるが時価総額で達成し、JR四国は時価総額で1,000億円に届かず、達成できない可能性が高い。

7.2 通常方式での達成は可能か

JR4社すべてが実質審査に進めることとなるが、問題は様々な優遇措置を前提にしたうえでの数値であることなので、通常方式を前提にして再検証する。

通常方式ならば、その前提は基金がなくなり、税制等の優遇措置も廃止される。

基金がなくなれば運用による利益がなくなる。JR北海道やJR四国は、連結経常利益(表—1のH)をどうにか黒字にしているのが基金運用益(表—2のC)であるので、これがなくなれば、経営が成り立たなくなる(なお、JR四国の場合は、特別債券の受取利息がなくなっても連結経常損失になる)。

8——通常方式では上場が困難なJR4社

8.1 基金なしに上場が困難な三島会社

基金は通常の会社にはなく、これを完全民営化する上場企業が引き続き維持することには、各方面から疑問や批判がある。

会計検査院(以下「検査院」)は、2002年の報告で、基金が取り崩しを原則として禁止されていて通常の資産と異なることや、本業の赤字が続き、いつまでも営業外収益にあたる基金の運用収益で賄っているという構造自体に、上場条件の満足に不明な点があるとしている¹⁷⁾。

同業者(JR東海)からは、もしこのまま三島会社が上場すれば、現金資産と鉄道を切り離し、鉄道を放棄して、利益をあげる途を開くことになり、基金のある限り上場など思いもよらないとの指摘がある¹⁸⁾。

証券会社の指摘として伝えられるのは、政府が基金の資産をJRの資本金に組み入れるなど、なんらかの措置をとらない限り、上場は非常に難しいということである¹⁹⁾。

これらの批判は、当時としては有り得る指摘であるが、最近の東証基準を前提に考えると、同業者の指摘が問題として残るので、その対策は後述する。

では、仮に、基金が国に召し上げられるなどしてなくなると、三島の経営は上場の観点から成り立つのであろうか。

自立計画において、3社とも基金の放棄は明記しておらず、むしろ各社中期経営計画では、基金存続を前提としていると考えられるが、通常方式では基金の召し上げが前

提となる^{注11)}。

前述したように、JR北海道とJR四国は難しいので、上場候補としてJR九州が残る。JR九州は、2社のような基金の積み増しによる特別債券の受取利息はなく、機構運用も急速に減少中なので、基金関係では大きな問題はない。

そこで、まず税制特例の影響を検討する。

JR4社の受けている固定資産税等特例は、合計で年間102億円の軽減効果がある。

検査院は、他の事業者等と異なる負担の軽減があるなど政策的に支援を受けており、この点についても上場条件の満足に不明な点があるとしている¹⁷⁾。

この軽減効果については、会社別数値は公表されていないので、先行研究の成果の比率から推計すると、JR九州は、概ね、承継特例で7億円、三島特例で42億円計49億円の軽減と推計される^{注12)}。

加えて営業外損失^{注11)}もあり、これらの金額と全廃となる基金の運用益を2011年度のJR九州の連結営業利益(表—2のF)から差し引くと、44億円の経常損失になり、上場基準は達成できない^{注13)}。

ただ、中期経営計画^{注1)}では、2016年度の連結営業利益が2011年度より約100億円増加することになっている。問題は、その達成の見通しである。

2012年度の連結営業利益予想76億円は、前年度実績147億円に比べて大幅な減少であるが、その理由として、固定資産税等の大幅な増加が挙げられており、税制の三島特例がなくなれば更に拍車をかけることになりそうである²¹⁾。

長崎までの新幹線の全通は2022年度の予定で中期経営計画の期間を越える。中期経営計画の目標が達成できればよいが、現時点で初年度の状況等を見る限り不透明と考えざるを得ない^{注14)}。

これらの試算の結果、通常方式での上場条件の達成の見通しは厳しく、現時点で2016年度の姿を考えても、通常方式を前提に高値売却を政府が考えるには苦しい状況である。

8.2 課題が多く残るJR貨物

JR貨物については、2011年度の連結利益(東証の定義する利益)は、5億円なので、前年度の4億円と合計すると東証基準を満足しているが、前述した計算による承継特例のJR貨物分推計値12億円を控除すると、満足できなくなる。

問題は、線路使用料と貨物調整金である^{注15)}。

同業者(JR東海)からは、東海道本線の修繕費は年間300億円なのに線路使用料は35億円程度との指摘もある^{注16)}、²⁴⁾。

貨物調整金については、参考文献4)に詳しいので重複

は避けるが、金額が毎年100億円と大きく、財源に期限があることが問題である。

以上については、JR貨物の自立計画では言及がない。まだ明言できる段階ではないのである。100億円以上の単体利益水準の設定がその回答とも考えられるが、線路使用料や貨物調整金が減算要素として加われば、赤字の可能性が高い。

9——特殊会社の特殊な株式上場事例

株式市場では一般的な株式会社ばかりで、特殊法人である株式会社(以下「特殊会社」)は、極めて少ない(参考文献25)によれば、2011年現在、26の特殊会社があるが、上場企業は日本電信電話、日本たばこ産業の2社のみである。

一方、1971年まで逆上ると、特殊会社であった企業で2011年現在上場企業であるものは、沖縄電力、JR本州3社、電源開発の5社がある²⁶⁾。

上場企業は、法令、税制など、政府の規制等が関係し、その変動次第によっては、経営に大きな影響が予想される事項がある場合は、有価証券報告書の「事業等のリスク」に掲載することになっているので、上記7社の有価証券報告書を見ると、公的助成について触れているのは、沖縄電力である²⁷⁾。

同社は、「4 事業等のリスク(7)沖縄振興特別措置法等に基づく特別措置について」において次のように記載している²⁸⁾。

「当社は、沖縄振興特別措置法により、沖縄における電気の安定的かつ適正な供給を確保するため、資金の確保等に関する特別措置を受けており、これと併せて、沖縄振興開発金融公庫法、同業務方法書等に基づき同公庫から最優遇金利による融資を受けている。また、当社は、税法上の特別措置(固定資産税の軽減、石炭に係わる石油石炭税の免除)を受けているが、これによる特別措置額は、お客さまに還元されている。当該制度が撤廃された場合、当社グループの業績は影響を受ける可能性がある。」

10——特殊方式の事例としての沖縄電力

ここで、表—5により、JR本州3社の上場時を事例とする通常方式と比較する形で沖縄電力を事例とする特殊会社の特殊な上場方式、すなわち特殊方式について比較整理してみよう。

沖縄電力は、旧沖縄振興開発特別措置法(以下「旧沖振法」)により、特殊会社として設立されたが、1988年に同法から根拠条項を削除して政府出資を民間に売却した。配当しやすいようにこの直前に資本金を半額に減資した。

■表—5 通常方式と特殊方式の事例比較

方式	○通常方式 一般の株式会社の上場と同じ 事例：JR本州3社 売却時期：1993-2006年	○特殊方式 特殊会社の特殊な完全民営化 事例：沖縄電力 売却時期：1988-1989年
類似点	A 公益事業、鉄道運賃等事業 法規制 B 資本金を自己資本の60-67%に圧縮	A 公益事業、電気料金等事業 法規制 B 資本金を1/2に減資
相違点	C 東証1部 D 順次売却、資本金の9.8倍の 収入 E 株主構成に特に配慮なし F 固定資産税特例返上 G 通常の政策金融 H 売却益は旧国鉄長期債務償 還に充当 I 事前に新幹線を買い入れて、 上場後の不安定要素をなくす	C 東証2部(当初は、店頭登録) D 一気に売却、額面の5.0倍の 収入 E 株主構成は沖縄県民県内企 業主軸、県は株主に残留 F 固定資産税特例維持、石油 石炭税特例追加 G 特別低利融資制度維持 H 売却益は国の一般財源 I 旧沖振法、沖振法に優遇根拠 を規定

出典：参考文献29)、30)、機構ホームページなどから作成
注：通常方式、特殊方式の名称は、理解が得られやすいよう、筆者が名付けた。

そして、1989年株式を流通させるため売却と同時に店頭登録、1992年東証2部と福岡証券取引所に上場、2002年東証1部に上場した。

注目すべきは、完全民営化以降も一貫して、政府からの優遇措置を受けていることである。現在は、沖縄振興特別措置法(以下「沖振法」)63-65条が主たる根拠となって、沖縄振興開発金融公庫(以下「公庫」)の特別金融と税の減免を規定しており、関連して、租税特別措置法(90条の4の3)、地方税法(附則15条6項)が減免措置を定めている。なお、沖振法は、2002年に制定され、20年間の時限立法である。

まず、固定資産税の減税については、現在の制度は1982年に創設され2014年度までとなっている。沖縄での原子力発電導入の困難性など沖縄特有の理由から軽減を求め、その軽減分は電気料金に盛り込まれておらず、県民負担の軽減につながっているとしている。軽減額は平年度で13億円である。そして、1988年から2008年の間に9回の電気料金値下げを行っている。次に、石油石炭税の免税については、現在の制度は東証1部昇格後の2003年に創設され、2014年度までとなっており、2012年度からLNGも対象に追加された。その軽減分は、電気料金に盛り込まれておらず、県民負担の軽減につながっているとしている。適用対象は、沖縄電力のほか電源開発があり、平年度の免税額は16億円である。なお、上記料金値下げは、本土並みの水準を目指して行ったものである^{注17)}。

これらを三島会社との類似性から検討すると、電力と鉄道公共輸送は、ともに公益事業であり地域住民の生活のインフラである。三島会社の運賃は、1996年の値上げ以来、消費税転嫁を除き値上げされていないので、地域住民の負担の軽減につながっている。また、現在の特例

も国鉄改革の継承主体としてのものであり、沖縄と同様の長期の特別措置法があれば、同様の措置が期待できると考えられる(ただ、沖縄電力のような値下げは行っていない。今後の課題である^{注18)}。

2011年に成立した「日本国有鉄道清算事業団の債務等の処理に関する法律等の一部を改正する法律」(以下「今回法」)の附帯決議をみても、地域の交通体系を守ることに関しても前向きであり、今後大いに検討、研究すべき課題と考えられる^{注19)}。

東証の基準には国等の支援を受ければ上場できないとは規定していないので、沖縄電力の事例のように、事業リスクとして公表し、投資家が納得すれば、問題はないことになる。

次に、配当と優遇措置との関係を分析する。沖縄電力は、2012年3月期有価証券報告書により計算すると10.5億円の配当をしている。固定資産税の平年度軽減が13億円であるから、これだけで配当金を上回り、さらに石油石炭税の免税分が加われば、はるかに配当金を超えることとなる。しかし、一方では、両税の優遇措置による軽減分及び免税分が沖縄電力の営業費に算入されないため、全国最高水準であることに変わりはないものの、沖縄の電力料金が引き下げられているので、政策措置の理由付けとなっている。

そうすると、一般に考えられる理由、すなわち減税という国民の負担で株主に補助をしているという批判はこの限りでは成立せず、三島会社についても同様の政策が成り立つ可能性が考えられる。

一方、JR貨物については、前記の附帯決議は、環境等への配慮を取り上げて、鉄道貨物輸送の必要性を述べている。2006年から施行された改正省エネ法(エネルギーの使用の合理化に関する法律)は大量発送荷主等に省エネ対策の取り組みを義務づけており、結果として、二酸化炭素排出の少ない鉄道輸送は優位にあるが、法律的に鉄道輸送が義務づけられているわけではないので、今後、新しい特別立法があれば、三島会社と同様の議論が可能となろう。

11——基金の維持方策

11.1 基金の維持方策の可能性

第1は、現在の規制をそのまま維持することができるかどうかである。前例によれば、永久ではなく、当分の間ということであれば、JR会社法を廃止する法律の附則で、同法12条と同様の規定が新しく存置できると考えられる(1985年に特殊会社であった日本自動車ターミナルの政府出資を法律事項である政府からの無利子貸付に切り替えるとき

に、「日本自動車ターミナル株式会社法を廃止する法律」を制定し、その附則で、政府所有株式の処分について、必要な新しい規定を書き込んだ前例がある)。

このようなことが考えられる背景には、東証の大原則における政府規制の例外扱いの考え方があり、例えば、新規上場企業は株式の譲渡制限を行うことは原則としてできない(上場規程205条10号)が、例外が規則で定められている。航空法(120条の2)などによる外資規制である。この事例は、国が立法で示している方針と東証の原則との調整措置であり、JR4社についても特例方式をとるならば参考となる。

法律に直接ではなく、法律に根拠を置く何らかの規制の形態もありうる。JR会社法改正時に行われた本州JR3社に対する指針の制定(平成13年国土交通省告示)と同様である。JR4社の完全民営化に伴うJR会社法廃止(又は途中経過としての一部改正法制定)時の法附則で、基金の維持方法を指針として規定することは可能と考えられる。

第2は、拒否権付き種類株式の活用である。

東証上場会社の国際石油開発帝石は、国(経済産業大臣)に同社の種類株式(会社法108条1項8号)を発行し、特殊な事例となっている。

我が国向けのエネルギーの安定的供給の効率的実現のため、外資による同社の経営支配等の可能性を排除する目的で国が拒否権を行使できるものである。仕組みとしては、同社の定款に一定の重要事項の決定については、通常の手続きに加えて、当該種類株主総会の議決を必要とすることを定め、国は、拒否権行使のガイドラインを告示(平成20年経済産業省告示)で定めた基準に従って行使する³²⁾。

なお、東証は、当初このような方式について、株主平等の原則との関係から難色を示したが、一定の条件のもとで、これを認めたものである³³⁾。

この事例と同様に考えれば、地域公共交通の確保に不可欠な鉄道輸送を守るため三島会社が定款に基金の維持確保を規定したうえ、国に種類株式を発行し、基金の維持確保に問題が起りそうな事案には国が種類株主総会において拒否権を行使できる方式が可能となる。行使基準は、上記第1の指針で定めることも、別途つくることも可能である。

以上のような方式が考えられるので、特殊方式の要素として、研究、検討することは意義がある。

ただ、これらの方式は、基金を残したままの上場であり前例のない方式なので、制度づくりの過程において会計学上のその性格について政府が明確化するなど適切な措置を講ずる必要がある。

11.2 基金を活用した助成と上場との関係

沖振法は、沖縄電力への援助について規定(63条-64条)を置いている。これは、沖縄電力の完全民営化を決める旧沖振法改正の国会で特別低利融資制度維持として強く要望されたものであり、附帯決議もある。

これを受けて、沖縄電力は公庫から年2回程度、特別有利な条件で貸付を受けている(2012年4月の事例では、100億円を年利1.15%、3.5年据置、その後、11.5年償還)。これは、公庫の貸付のなかで最も優遇されている産業開発資金よりもさらに優遇されている(参考文献34)によれば同時期の産業開発資金の貸出金利は、14年超15年以内なら、1.40%である)。

このように、東証上場企業が金融的に相当優遇されていても通常は上場条件に抵触することはない。

そこで、三島会社について、まず、助成の内容を分類して検討し、同様のものがあれば、JR貨物についても併せて検討する。

①特別債券

表一2の基金への積み増しは、当初の基金と異なり、元本を渡しきりにせず、機構から会社に無利子貸付した貸付金をもとに会社が特別債券を購入し、その利息(年利2.5%)を受け取る仕組みである。

特別債券に係わる法的根拠は、日本国有鉄道清算事業団の債務等の処理に関する法律(以下「債務処理法」)附則4条であり、財源が機構の特例業務勘定で機構の自主財源であるため、政府から許容されたと思われるが、20年で2社の経営の安定化を行う。

②助成金及び無利子貸付

この2つの支援は、債務処理法附則5条が根拠であり、三島会社及びJR貨物(青函トンネル関係を含む)の老朽化鉄道施設の更新や整備に充てられる。

経営の安定度が低いJR北海道とJR四国、それに青函トンネル関係の事業費の半額には助成金が交付されるが、残る半額とJR九州及びJR貨物本体には、無利子貸付が交付される。

以上の①②はいずれも時限的措置であり、一時的な政策助成と性質は変わらない。

③JR4社への政府の助成方針と今後の課題

三島会社のうちJR九州については、政府の態度は、前述した基金の存否以外は明確である。上場を目標に前向きに検討中である。

しかし、JR九州については、基金の維持こそ地域公共交通確保のため大きな問題であり、また他の3社もこのまま放置してよいのであろうか。自立計画に加えて、さらに、自立を加速する仕組みを検討する必要がある。

特に、JR四国については、自認しているように整備新幹

線計画もなく、今後への展望がない。20年経過しても自立できなければ、どうするのであろうか。

現在以上の特別金融措置は、困難である。特別債券の金利2.5%だけでも、沖縄電力の金融優遇幅を越えている。最長20年の金融を活用しながら、途中の過程における自立を求めて改善を続けるしか道はない^{注20)}。

ただ、特殊方式なら、基金や税制特例は残る可能性がある。

11.3 特殊方式への方向

そこで、特殊方式で国保有株式を一部残して、まず上場し、上場企業としての行動力がついてから、完全民営化する段階方式を検討する。

政府ばかりでなく、地方自治体や住民、関係企業に株主として関与してもらい、同時に上場企業としての行動力をJR4社に涵養させることにするのである。

今のままでは、JR発足後30年は、JR4社から新しい上場企業を出すことなく速やかに経過してしまう恐れが強い。国やJR4社は、いたずらに、成長を追い求めることなく、安定を第一とし、関係者の協力を得て、段階的に完全民営化を進める必要がある。上場企業になれば、政府のみが株主の現状とは異なり、地域等の株主や取引所など新たな関係者との適切な関係の構築が必要となる。特殊方式で、それを進めることが極端に難しくはないことは、先例が示している。

12——まとめ(2段階方式検討の勧め)

東証の基準は緩和され、残るは政府の柔軟な姿勢への変更である。今のままでは、JR発足30年の2017年に先頭企業の上場も危ういので、特例方式による段階的完全民営化の検討を提案する。

まず、特例をほとんど維持したまま、地域や関係先等の協力を得て、半分程度の株式を放出する。これでとりあえず上場するが、配当は当面ゼロ又は必要最小限とする。国は高値売却にこだわらない。地域公共交通を維持するための特別立法をすれば、少なくとも、基金は維持できると考えられる^{注21)}。

そして、第2段階までに、徹底した上場企業としての行動力を涵養させるのである。様々な論点が予想されるが、まず一歩進めて上場という国鉄改革時の目標を達成し、その後完全民営化へ進む方向で、さらなる方策を研究し、検討すべきである^{注22)}。

企業の寿命は30年という諺が業界にはあるようだが、まだまだ準備不足のJR4社をみると、このような新しい方式で国が手を離していく必要がある。機構にある国鉄改

革時の財源の年数や資金には、限度があることを忘れてはならない⁴⁾。

(追記)なお、直近の報道³⁷⁾によれば、JR九州は、基金や税制特例がいまのままの上場を望んでいるとしている。

注

注1)鷹野恵一[2012]¹⁾は、2016年度の連結経営目標(括弧内は単体目標)を、営業利益250[150]億円、経常利益300[200]億円としており、いずれも2011年度決算より約100億円の増加と見込み、その源泉を鉄道運輸収入以外の20%成長に求めている。

注2)貨物懇談会の報告は、現行線路使用料の完全民営化までの維持、ダイヤ調整は旅客会社と対等の立場で自主的に行う、株主は旅客会社や通運事業者などの関係者が望ましいとしつつ、株主間の利害の対立がないよう配慮するなどとし、株式上場基準である経常利益76億円の早期達成を求めた³⁾。

なお、1999年までは、上場直前期に1株あたり20円の利益が形式基準上必要であった。

注3)上場基準の内容は、証券取引所により違いがあるが、本州JR3社の上場検討時にあった地域管轄が1990年代後半になくなり、東証への集中が進むなかで、2013年には、東証と大阪証券取引所が合併する情勢であるので、本稿では、専ら東証の基準により記述する。

注4)本稿は、このような視点と必要性から、主として制度的に、JR4社の上場についての問題点を検討するものであるが、公表された資料等と筆者の経験から分析して記述したものであり、関係官庁、機構、JR各社などの関係者がさらに情報を公開して、これらの問題点について解説していただくことを望むものである。

注5)固定資産税等の承継特例が2002年度の税制改正で軽減率を1/2から3/5とされたときの理由付けは、国鉄改革から15年が経過して経営基盤がよくなったというものであった⁵⁾。

注6)東証では、上場申請に際して最近5年間の連結財務諸表を添付する(参考文獻6)、p. 194)。また、上場後は、売上高や営業費用が10%以上、利益が30%以上、計画や予算に対して、変動した場合は、開示しなければならない。JR貨物は、表一の2011年度など、2007年度からの5年間に、営業利益及び経常利益の決算が事業計画より30%以上、下振れした年度が4回ある(事業計画の目標は、参考文獻7)による)。

注7)大坂直樹[2011]⁹⁾によれば、「上場への課題は少なくない。たとえば、経営安定基金をもらった状態で上場は可能なか。(中略)もし国から返上を迫られれば経常赤字に陥りかねない」と指摘したのに対して、同社社長は「上場に際しては、先ず経営安定基金の性格を明確にすること。国に召し上げられる可能性があるといった不安定な位置づけでは株主の理解は得られない。上場後は、(中略)外国人持ち株比率などについて被買収対策も講じる必要がある、場合によっては法整備も必要となる。このような不安定要素を取り除いて初めて上場できる」としている。

注8)機構運用は、世間一般の利率より高いため、旧鉄道整備基金を使ってそこまでする必要はあるのか指摘されたこともある¹⁰⁾。

しかし最近では、JR四国を除き急速に減少している。これは、新助成が開始されたこと、JR九州の経営が好転し基金の運用も堅調であること、機構の助成勘定の運用財源の年数や規模に限界があることなどが理由と考えられる。

注9)実質審査は、今後2年間の事業計画を審査する(参考文獻6)、p. 58)が、2年目は、自立計画の3年目で、軌道に乗っており事業環境は2年目の2012年度以上であるものと考えた。

注10)時価総額は、上場会社である大手及び準大手の私鉄15社中13社において自己資本を上回り、自己資本に対する時価総額の比率が最も低いものでも73%(新京成電鉄)であり、15社平均では自己資本の1.67倍である。

自己資本は、純資産又は株主資本とほぼ同義とされている¹⁶⁾。

JR四国の2011年度連結純資産2,662億円には基金資産2,085億円が含まれているので、通常方式によりこれがないものと仮定すると、577億円となり、500億円を超え、かつ上記倍率を乗ずると963億円となって、基準を達成する。

なお、15社とは、大手民鉄16社から非上場の西武鉄道、東京地下鉄を除き、阪急と阪神が阪急阪神ホールディングスとして上場しているため13社となり、準大手の新京成電鉄、山陽電気鉄道の2社を加えたものである。

注11)JR九州は、中期経営計画で、2016年度の単体の営業利益を150億円、経常利益を200億円としているが、同社は、基金以外の一般営業外損益で、毎年度、数10億円の赤字(2011年度は▲41億円で、出向社員人件費差額47億円の影響)があるので、基金なしに50億円の上乗せはとも考えられない。

注12)香川正俊[2007]²⁰⁾では、固定資産税等の軽減額は、2005年度において、

JR4社全体で100億円(三島特例69億円、承継特例31億円)、うちJR九州は三島特例38億円、承継特例9億円と推定し、JR貨物は承継特例15億円としている。注13)2011年度の連結経常損益は、44億円(連結営業利益から、基金運用益、固定資産税等軽減額、一般営業外損失を控除した額=147-101-49-41)の赤字となる。

注14)JR九州の連結営業利益は、出向社員人件費差額の取扱いが営業外に変更された年度以降で、比較が可能な2002年度から2011年度までは、順に、-3、15、40、50、74、82、75、19、20、147億円と上下動が激しい²²⁾。

現在の中期経営計画は、2011年度から2016年度の5年間に103億円の増加を見込んでいるが、2012年度が予想どおりなら4年間で174億円の増加目標となる。ところが、過去の5年間及び4年間の最大増加額は2002年度からの85億円、77億円であり、4年間でみると、過去最大値の2.2倍を目標としていることになる。

注15)線路使用料については、貨物懇談会報告でも、アポルールを当面維持するものの、完全民営化後は、旅客と貨物の両者が民間会社として自立経営を妨げない範囲内で、ルール見直しも有り得ると記述している。検査院も資料¹⁷⁾でアポルールによる線路使用料の算定は、上場条件の満足に不明な点があるとしている。

注16)香川正俊[2006]²³⁾によれば、線路使用料はアポルールによる全体額で年間平均166億円(1987-2004年度の平均)程度であるので、フルコストの支払いに応じれば経営は極めて厳しい。

注17)経済産業省の平成24年度税制改正要望資料³¹⁾によると、電気料金は省令に基づき算定されており、固定資産税の軽減額分及び石油石炭税の免税額分については、料金原価に織り込まれておらず、沖振法の趣旨に基づき、他社より割高な沖縄の電気料金の低減に寄与しており、県民の負担の軽減となっている。

なお、徴収された石油石炭税は、一般会計を経由して、同額がエネルギー対策特別会計のエネルギー需給勘定に繰り入れられ、燃料安定供給対策、エネルギー需給構造高度化対策の原資となる仕組みであるので、沖縄電力への優遇措置は、この勘定の対策費を減らすだけであり、固定資産税の軽減措置は、対象となる地方公共団体が不交付団体でなければ、地方交付税で相当程度填補される。

注18)三島会社は、1度運賃値上げを行っており、本州JR3社よりその分運賃が高くなっている。また、大手民鉄である西日本鉄道と比較すると、JR九州は、博多を起点にした場合、14kmの二日市では運賃が安い(JR270円と西鉄330円)が、36kmの久留米(720円と600円)、69kmの大牟田(1,250円と1,000円)では高いので、住民の負担軽減をどう考えるかの問題が残る。

注19)衆議院国土交通委員会(2011.5.27)及び参議院国土交通委員会(2011.6.7)の附帯決議は、ともに、今回法の採決にあたり、次のように求めている(関係部分のみ)。

三 地域住民の足を守り、環境等に配慮した交通体系を推進するため、JR北海道、JR四国及びJR九州並びにJR貨物の経営が中長期的に安定するよう、本法に基づく支援措置を着実に実施し、経営自立の達成に万全を期すこと。

六 並行在来線については、地域の足としての重要性、我が国物流の大動脈としての役割、新幹線鉄道ネットワークの補完・充実に資する機能等に鑑み、引き続き、沿線自治体等と協力しつつ、その維持及び経営の安定化に十分配慮すること。

注20)「週刊ダイヤモンド」[2011]³⁵⁾は、「JR九州は今後、収益アップの実績ができれば、早ければ3年後にも上場を果たしたいとしているが、残るJR北海道とJR四国(中略)は上場にはほど遠い。(中略)いままら上場3社と合併させるわけにもいかず、このまま国が支援を続けるしかないだろう」としている。

注21)この第1段階の提案においては、次のことに留意する必要がある。

①投資家はリターンを要求し、会社はそれに応えることが一般的な責務である。しかし、近年の傾向は上場企業に無配の会社が増加している³⁶⁾。

また、配当は、注10)で引用した私鉄15社の最近の事例でみると、5円(いわゆる10%配当)が過半数であるが、それ以外は、6円と4円以下に2極化しており、中には2010年3月期と2011年3月期の名古屋鉄道のように1.5円のものもあり、かなり低位のものがある。

そこで、内部留保等を考えて配当ゼロにするか、必要最小限の配当を行うか、慎重に検討する必要がある。

②ただし、会社が配当を行う場合は、国の所有株式を劣後株たる後配株とすることを検討する必要がある。上場中の特殊会社における後配株の事例としては、旧日本航空株式会社法(1953年8月1日公布)10条の例がある。

③地域等の株主には、地方公共団体、住民、地元企業などが考えられるが、これらと一般投資家との間で出来る限り利害の相克が起こらないよう工夫する必要がある。

この場合、株主間の均衡をとる方式として、政府保有の沖縄電力株式の県

民主軸による売り出しの先例が参考になると考えられる³⁰⁾。

なお、沖縄県の株式保有比率は、政府とともに株主であった当時は0.01%であり、2011年度末は4.97%で信託銀行に次いで第2位である。

④また、特別立法には、環境等に配慮した貨物輸送の維持も併せて検討する必要がある。

注22)このような方式の提案に対しては、沖縄電力はJRと異なり地域独占であり、これを特殊方式と考えるのは問題ではないかなど様々な指摘が予想される。

本稿は、JR4社が創設後30年を経過しようする段階で国鉄改革当時に想定した完全民営化を達成できないと予想されるため、一歩でもそれに近づく方策を研究するものであるが、基本方向を示した段階であり、今後は交通基本法案(2011年3月に閣議決定して国会に提出されたが、2012年11月衆議院解散で廃案)の動向の注視などにより、様々な観点から検討し、研究をする必要がある。

参考文献

- 1) 鷹野恵一[2012], “JR九州グループ中期経営計画「つくる2016」の概要”, 「JRガゼット」, 第70巻, 第6号, pp. 74-75.
- 2) 交通新聞社[2012], “特集 平成23年度決算の概要”, 「JRガゼット」, 第70巻, 第7号, pp. 3-8, pp. 23-36.
- 3) 交通新聞社[1997.6.16], “JR貨物懇談会意見”, 「交通新聞」, p. 1.
- 4) 楠木行雄[2012], “整備新幹線財源の持続可能性に関する法制的問題点の検討”, 「運輸政策研究」, Vol. 15, No. 3, pp. 29-39.
- 5) 梶元伸[2002], “改正税法詳解平成14年度地方税関係の改正について 固定資産税関係の一部改正”, 「税務弘報」, 第50巻, 第7号, pp. 203-204.
- 6) (株)東京証券取引所上場推進部IPOセンター[2012], 「2012 新規上場の手引き市場第一部・第二部編」, 東京証券取引所.
- 7) 交通新聞社[2007-2011], “特集 2007年度-2011年度計画の概要”, 「JRガゼット」, 各5月号.
- 8) 坂井弥生[2003], “JRグループの完全民営化—会計の視点から—”, 「高山短期大学研究紀要」, 第26号, pp. 29-40, 特にp. 38.
- 9) 大坂直樹[2011], “JR九州新幹線全通で見た株式上場への道筋”, 「週刊東洋経済」, 第6345号, p. 79.
- 10) 高橋伸夫[2000], 『鉄道経営と資金調達』, 有斐閣, pp. 89-92.
- 11) 鈴木武雄・河本一郎[1984], 『証券取引法(新版)』, 有斐閣, p. 431.
- 12) 東京証券取引所調査部[1990], “株券上場審査基準の一部改正”, 「証券」, 3月号, pp. 35-36.
- 13) (独)鉄道建設・運輸施設整備支援機構[2012], “JR株式の処分”, (オンライン), <http://www.jrtt.go.jp/02Business/Settlement/settle-kabu.html>, 2012/12/24.
- 14) 内閣府 行政刷新会議事務局[2010], “行政刷新会議ワーキング・グループ「事業仕分け」WG-A(A-19)4月27日議事録”, p. 13の速水評価者の発言, (オンライン), <http://www.cao.go.jp/sasshin/shiwake/detail/gijiroku/a-19.pdf>, 2012/12/22.
- 15) (株)東京証券取引所[2012], 「中堅・中小企業のIPO活性化のための上場制度の整備等について(市場関係者様向け説明会資料)」.
- 16) 日本経済新聞社[2012], 『日経会社情報2012-IV秋号』, p. 23.
- 17) 会計検査院[2002], “平成14年度検査報告 第4章 特定検査対象に関する検査状況 第15北海道, 四国及び九州各旅客鉄道株式会社の経営状況について”, (オンライン), <http://report.jbaudit.go.jp/org/h14/2002-h14-0931-0.htm>, 同じく“第16日本貨物鉄道株式会社の経営状況について”, (オンライ

- ン), <http://report.jbaudit.go.jp/org/h14/2002-h14-0960-0.htm>, 2012/12/21.
- 18) 葛西敬之[2001], 『未完の「国鉄改革」』, 東洋経済新報社, p. 329.
- 19) 財界さっぽろ[2000], “難関山積JR北海道の株式上場”, 「財界さっぽろ」, 3月号, pp. 54-56.
- 20) 香川正俊[2007], “2007年度以降における三島会社とJR貨物に関する諸問題と不可欠な支援の必要性について”, 「熊本学園論集『総合科学』」, 第13巻, 第2号, p. 9.
- 21) JR九州[2012], 「平成23年度決算について 平成24年4月27日」, p. 3.
- 22) 交通新聞社[2003-2012], “特集 平成14年度-平成23年度決算の概要”, 「JRガゼット」, 各7月号.
- 23) 香川正俊[2006], “2007年度以降のJR貨物に関する政策提言”, 「熊本学園商学論集」, 第12巻, 第2・3号, p. 39.
- 24) 前掲書18), p. 321.
- 25) (一財)行政管理研究センター[2012], 『独立行政法人・特殊法人総覧 平成23年度版』.
- 26) 行政管理庁行政管理局[1971], 『特殊法人総覧 昭和46年版』, 行政管理庁.
- 27) 日本電信電話(株)/日本たばこ産業(株)/沖縄電力(株)/JR東日本/JR西日本/JR東海/電源開発(株)[2012], “第一部 第2の4 事業等のリスク”, 「有価証券報告書 2012年3月期」.
- 28) 沖縄電力の前掲書27), p. 12.
- 29) 堀籠秀昌[1988], “沖縄電力の民営化”, 「立法と調査」, 第148号, pp. 32-36.
- 30) 大塚芳司[1989], 『国有財産 法と制度と現状と』, 大蔵省印刷局, pp. 398-401.
- 31) 経済産業省[2011], “税制”, 平成24年度税制改正要望(地方税), pp. 153-156, 同“国税”, pp. 148-153, (オンライン), <http://www.meti.go.jp/topic/data/110930aj.html>, 2012/12/1.
- 32) 国際石油開発帝石(株)[2012], 「有価証券報告書 2012年3月期」, pp. 32-36.
- 33) 東京証券取引所[2006], “買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について”, (オンライン), <http://www.tse.or.jp/rules/comment/060124jojo.pdf>, 2012/12/24.
- 34) 沖縄振興開発金融公庫[2012], “産業開発資金の貸し出し金利”, (オンライン), <http://www.okinawakouko.go.jp/>, 2012/12/24.
- 35) ダイヤモンド社[2011], “国の支援で経営を維持「3島会社と貨物」の今後”, 「週刊ダイヤモンド」, 第4390号, p. 55.
- 36) 宮川壽夫[2010], “日本における安定配当政策の意義と歴史的背景”, 「月刊資本市場」, 第297巻, p. 21.
- 37) 土屋亮[2013.7.9], “地域発企業発, 活路探して豪華列車”, 「朝日新聞朝刊」, p. 9.
- 38) 太陽ASG有限責任監査法人[2009], 『株式上場準備の実務』, 中央経済社.
- 39) あらた監査法人[2011], 『株式上場ガイダンスQ&A』, 中央経済社.
- 40) 佐藤信之[2012], “JR貨物の25年”, 「鉄道ジャーナル」, 第553号, pp. 131-135及び第554号, pp. 131-137.
- 41) 沖縄電力, JR北海道, JR四国, JR九州及びJR貨物のホームページ, 特に, JR4社の決算公告, 決算短信, 事業計画.

※38) - 41) は全般的に参考。

(原稿受付 2013年1月8日)

Examining Institutional Problems about Complete Privatization of Four Non-Listed JR Companies

By Yukio KUSUKI

Among four JR companies which are yet-to-be listed on the stock exchange, JR Kyushu has started preparation for getting listed. However, in the absence of management stabilization fund, it is estimated that it would not be easy for the company to attain self-sustaining accounting figures. For other three JR companies, it is likely that the privatization through usual process of listing would involve even more longer term issues. On the other hand, as the initial listing requirement is eased recently, the goal of complete privatization is attainable if the growth of the company remains healthy under stable management. In this article, instead of the standard process of listing, the possibility of tentative listing with specific institutional arrangement maintaining the special characteristics of four JR companies is examined.

Key Words : railway privatization, Initial Public Offering(IPO), management stabilization fund, standards for IPO, special system for IPO