

商學集志

第96卷 第2号

2026年9月

論文

内部統制評価報告書に記載された違法・不当な財務会計行為に関する
住民監査請求の検討
—大川原化工機株式会社の冤罪事件および関連する
住民監査請求を参考にして— 紺野 卓

破壊的イノベーションに対する適応不全メカニズムの理論的考察 黒澤 壮史

Product Concentration and the Secondary Market
in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification
of Underlying Assets and the Reality of Trading YANATA Suguru

商學集志

第96卷 第2号

2026年9月

目次

論文

- | | | |
|--|---------------|----|
| 内部統制評価報告書に記載された違法・不当な財務会計行為に関する
住民監査請求の検討
—大川原化工機株式会社の冤罪事件および関連する
住民監査請求を参考にして— | 紺野卓 | 1 |
| 破壊的イノベーションに対する適応不全メカニズムの理論的考察 | 黒澤壮史 | 27 |
| Product Concentration and the Secondary Market
in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification
of Underlying Assets and the Reality of Trading | YANATA Suguru | 45 |

JOURNAL OF BUSINESS NIHON UNIVERSITY

Vol.96 No.2
September 2026

Contents

Articles

- | | | |
|--|------------------|----|
| Examination of a Residents' Audit Request Regarding Illegal or Improper Financial and Accounting Practices stated in an Internal Control Evaluation Report: With Reference to the Okawara Kakoki Co., Ltd. Wrongful Prosecution Case and Related Residents' Audit Requests | KONNO Taku | 1 |
| Why Established Firms Fail to Respond to Disruptive Innovation? An Integrative Review through the Lens of Cognitive, Capability, and Power Traps | KUROSAWA Masashi | 27 |
| Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market: On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading | YANATA Suguru | 45 |

【論文】

内部統制評価報告書に記載された違法・
不当な財務会計行為に関する住民監査請求の検討
—大川原化工機株式会社の冤罪事件および関連する
住民監査請求を参考にして—

Examination of a Residents' Audit Request Regarding Illegal
or Improper Financial and Accounting Practices stated
in an Internal Control Evaluation Report: With Reference
to the Okawara Kakoki Co., Ltd. Wrongful Prosecution Case
and Related Residents' Audit Requests

紺 野 卓
KONNO Taku

目次

1. はじめに
2. 内部統制制度の概要
 - 2-1. 金商法における内部統制制度
 - 2-2. 会社法における内部統制制度
 - (1) 大和銀行事件
 - (2) 神戸製鋼所事件
 - 2-3. 株式会社の内部統制制度から自治体内部統制への示唆
3. 自治体における内部統制制度導入の経緯
 - 3-1. 2010 会計検査院報告
 - (1) 背景
 - (2) 所見
 - 3-2. 地方公共団体における内部統制制度の導入に関する報告書（2014 年）
 - (1) 概要
 - (2) 会社法および金商法の影響
 - (3) 自治体に求められる内部統制
4. 内部統制評価報告書の現状と課題および違法・不当な財務会計行為
 - 4-1. 内部統制評価報告書の現状と課題

内部統制評価報告書に記載された違法・不当な財務会計行為に関する住民監査請求の検討

(1) 現状

(2) 課題

4-2. 内部統制評価報告書に記載された違法・不当な財務会計行為

5. 大川原社事件および住民監査請求

5-1. 大川原社事件報告書（日弁連）

5-2. 大川原社事件に関連した住民監査請求

(1) 東京都監査委員の対応

(2) 警視庁の対応

(3) 本件監査請求から得られる示唆

6. 内部統制評価報告書に求められる機能と住民監査請求

7. おわりに

(要旨)

本稿は、地方自治体における内部統制制度の導入から5年以上が経過した現在、内部統制実務がどのように進んでいるのかについて、内部統制評価報告書の公表実務を概観する。また、同報告書に記載されている内容と住民監査請求の連動が可能かどうかについて検討を加えている。同報告書に記載される内容で、それが違法・不当な財務会計行為に該当しており、さらに自治体に損害が発生しているようなケースでは、十分に住民監査請求の対象となりうることを明らかにした。本稿では、上記を明らかにするにあたり、大川原化工機株式会社の冤罪事件を参考にしながら論を進めた。

1. はじめに

2017年、地方自治法（以下、自治法）が改正され、2020年4月1日以降から、地方自治体（以下、自治体）においても、株式会社と同様に内部統制制度が導入されることとなった。

法律の施行と同時に、当初から、制度対象となった都道府県および政令指定都市、また、義務化はされていないものの、いち早く内部統制制度の導入を決めた自治体の首長においては、内部統制の基本方針を定めるとともに、同方針に沿った形での内部統制の整備・運用が求められることとなった（自治法150条1項）。

さらに、制度適用団体の首長においては、毎年度1回以上、内部統制の有効性を評価し

た内部統制評価報告書を作成し議会に提出すること、次に、同報告書について監査委員の審査を受けることが義務付けられている（自治法150条4項・5項・6項）。

本稿では、2020年4月から、すでに内部統制評価報告書の公表が5回を終えた実務を振り返るとともに、内部統制評価報告書と住民の監視機能をリンケージする趣旨において、内部統制評価報告書を利用した住民監査請求の有効性の可否について検討を加える。

なお、本稿では、上記を検討するにあたり、大川原化工機株式会社（以下、大川原社）の冤罪事件（以下、大川原社事件）の内容も利用しつつ、内部統制評価報告書と住民監査請求の隣接点を探る。

2. 内部統制制度の概要

自治体における内部統制の制度化は、主として、国際的な潮流が我が国の法規制に及ぼした影響と、我が国のプライベートセクターの法規制がパブリックセクターの法規制に与えた影響の2つの側面からとらえる必要がある。

以下では、上記の2つの側面を概観したうえで、自治体に求められる内部統制実務の本質について、そして金融商品取引法（以下、金商法）の趣旨を多分に受け継いでいると解釈できる内部統制報告実務について、現状の課題について検討を加える。

2-1. 金商法における内部統制制度

2002年7月に、米国では、エンロン、ワールドコムの大額不正会計事件がきっかけとして、企業改革法（SOX法：サーベンス・オクスリー法）が制定され、財務報告に係る内部統制報告制度が導入された。

我が国においては、2004年の西武鉄道事件、2005年のカネボウ事件など、有価証券報告書虚偽記載事件を契機として、2006年6月、金融商品取引法（以下、金商法）が成立、2008年4月1日から始まる事業年度から内部統制報告制度が開始された。

これにより上場会社は、事業年度ごとに、財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するために必要な体制（財務報告に係る内部統制）の有効性を評価した内部統制報告書を作成し、有価証券報告書と併せて提出することが規定された（金商法24条の4の4第1項）。

ここで改めて会社経営における内部統制とは、経営者が、健全な経営を行っていくうえで欠かせない経営ツールといえるため、各社がそれぞれのやり方にしたがってカスタマイズしながら、経営に生かしているのが実情と

いえるため、本来は法規制に馴染む対象ではないともいえよう。

他方、適時に適切な財務報告が求められる上場会社のディスクロージャー規制の観点からは、仕訳からはじまる簿記一巡を含む経理全般について、さらには法律の求めに応じた財務情報の開示という視点において、他社と著しく異なる会計実務が認められる余地は少ないため（会社ごとの会計方針の相違や原価計算の複雑性などの各論は除く）、財務報告に係る内部統制の有効性を経営者が評価し、当該評価結果の開示を義務化すべきとする現実的なニーズはあったものと解釈できる。

別視点とはなるが、財務報告に係る内部統制の有効性を開示する主な趣旨は、SOX法で導入された宣誓書と同様に、経営者を規律づける効果、あるいは財務報告に係る経営者の責任を明確化する効果のほうがより強かったようにも思われる。

なぜなら、内部統制報告書は、内部統制が有効であるか否かについて、経営者が当該有効性の有無を端的に評価して報告するのみであるため、情報としての実質的な有用性はほとんどない。

このことについてさらに付言するなら、いったん内部統制は有効であると評価しておいたものの、後年度に不正会計が発覚した際には、発覚した年度に、過年度の内部統制報告書の訂正報告書を提出することで、過年度の記載ミスを訂正するという実務も散見される。

そうすると、そもそも情報量が極めて少ない内部統制報告書であるという現状において、さらにその中で唯一情報価値を持つ「有効性の評価」についても、後年度にたやすく訂正報告書で覆されるという実務であっては、ディスクロージャー規制という趣旨においても、あまり優れた点を見いだせない規制内容といえることができるかもしれない。

2-2. 会社法における内部統制制度

1990年代以降、我が国を代表する上場会社において企業不正事件が相次いで発生した。このことを契機として、経営者には、会社全体さらには組織の末端に至るまで、的確にリスクを把握して対応すべき内部統制上の責任があることが、会社法で規定されることとなった。以下では、法律改正のきっかけとなったいくつかの事件のうち大和銀行事件、および神戸製鋼所事件について取り扱う。

(1) 大和銀行事件¹⁾

1995年に、大和銀行ニューヨーク支店の1行員であったAが、1984年から1995年までの間、米国財務省証券の無断取引を行い約11億ドルの損失を発生させたうえ、同損失を隠ぺいするため同支店が保管する米国財務省証券を無断売却し大和銀行に約11億ドルの損害を与えたことが発覚した。

本件は、当時の代表取締役およびニューヨーク支店長の地位にあった取締役について、Aの不正行為を防止し、損失の拡大を最小限にとどめる「内部統制システム」を構築すべき義務があったのにそれを怠った、またその他取締役及び監査役は代表取締役らが内部統制システムを構築しているかを監視する善管注意義務があったのにこれを怠ったとして、役員らに対して損害金11億ドルを同行に賠償するよう求めた株主代表訴訟である。

争点の一つが、被告役員らに内部統制システムの構築に関して任務懈怠行為の有無があったか否かである。大阪地裁は、以下のとおり取締役会に対する内部統制構築義務を判示した（以下、判決文からの抜粋）。

・「…健全な会社経営を行うためには、目的とする事業の種類、性質等に応じて生じる各種のリスク…を正確に把握し、適切に制御すること、すなわちリスク管理が欠かせず、会社が営む事業の規模、特性等に応じたリスク管理体制（いわゆる内部統制シス

テム）を整備することを要する。…そして、重要な業務執行については、取締役会が決定することを要するから、会社経営の根幹に係わるリスク管理体制の大綱については、取締役会で決定することを要し、業務執行を担当する代表取締役及び業務担当取締役は、大綱を踏まえ、担当する部門におけるリスク管理体制を具体的に決定するべき職務を負う」

上記のとおり、健全な会社経営のためには適正な内部統制システムが必要であり、経営者においては、内部統制の基本方針を定めるとともに同方針に沿う形で、具体的な内部統制を整備すべきであったとする趣旨を示している。

大阪地裁は、主として上記した内容を判示するとともに、原告の訴えのうち、事件当時のニューヨーク支店長であった取締役について5億3000万ドル、他役員ら11人に対して総額7億7500万ドルの損害賠償を認容した（その後、現・元経営者らは総額2億5000万円を大和銀行に支払うことで和解）。

(2) 神戸製鋼所事件²⁾

本件は、総会屋対策として、裏金が捻出され、総会屋に対して利益供与が行われた事件である。神戸製鋼所では、長年にわたり、特定の取締役を中心に総会屋対策を行っており、スクラップの簿外売却の方法で裏金を捻出し、総会屋への利益供与が行われていた。

本件は和解により事件は終結したが、和解にあたり裁判所より所見が出されている。以下は、所見の中でも、とりわけ内部統制の必要性等について繰り返し言及した箇所となる。

・「神戸製鋼のような大企業の場合、職務の分担が進んでいるため、他の取締役や従業員全員の動静を正確に把握することは事実上不可能であるから、取締役は、商法上固く禁じられている利益供与のごとき違法行為はもとより大会社における厳格な企業会

計原則をないがしろにする裏金捻出行為等が社内で行われないよう内部統制システムを構築すべき法律上の義務があるというべきである」

- ・「企業会計に関する規定は、会社においては、企業の関係者の利害を保護するための重要な規定であり、とりわけ大会社には会計監査人の監査が義務付けられているなど厳格な規制が整備されていることから、これに反する会計処理は許されるものではない。裏金捻出は、かかる企業会計に反することはもちろんのこと、さらに利益供与等の犯罪の原資になりやすいことからしても、これを特に厳しく防止する必要がある、内部統制システムの構築にあたってはこの点も十分に配慮すべきである。そうであるとするれば、企業のトップとしての地位にありながら、内部統制システムの構築等を行わないで放置してきた代表取締役が、社内においてなされた違法行為について、これを知らなかったという弁明をするだけでその責任を免れることができるのは相当ではない。…利益供与及び裏金捻出に直接には関与しなかった取締役であったとしても、違法行為を防止する実効性ある内部統制システムの構築およびそれを通じての社内監視等を十分尽くしていなかったとして、関与取締役や関与従業員に対する監視義務違反が認められる可能性もあり得る」
- ・「この点につき、被告らは、神戸製鋼所においても一定の内部統制が構築されていた旨を主張する。しかし総会屋に対する利益供与や裏金捻出が長期間にわたって継続され、相当数の取締役及び従業員がこれに関与してきたことからすると、それらシステムは十分に機能していなかったものと言わざるを得ず、今後の証拠調べの結果においては利益供与及び裏金捻出には直接関与しなかった取締役であったとしても、違法行為を防止する実効性のある内部統制システ

ムの構築及びそれを通じての社内監査等を十分に尽くしていなかったとして、関与取締役は関与従業員に対する監視義務違反が認められる可能性もあり得るものである」

2-3. 株式会社の内部統制制度から自治体内部統制への示唆

2005年に商法が改正されて、大会社において、取締役会に内部統制の構築義務が求められることとなった（会社法362条4項6号）。前記した、大和銀行事件、神戸製鋼所事件は、内部統制の必要性について、特に「内部統制」という用語を明示しつつ判決を下しているという点で、法律改正に多大な影響を与えた裁判例といえる³⁾。

本稿との関係では、組織における内部統制の構築義務が経営トップにあることもさることながら、とりわけ、神戸製鋼所事件の判決文内で示されている「被告らは、神戸製鋼所においても一定の内部統制が構築されていた旨を主張する。…それらシステムは十分に機能していなかったものと言わざるを得ず」とする箇所注目できる。

換言するなら、一旦整備した内部統制であっても、もしも機能していないならば画餅に帰すものとなるため、結果として有効な内部統制が整備されていたとはみなされない。内部統制は人間が運用しているため、常に変化する可能性がある。その場合、組織内の内部統制は、当該有効性の有無を常時モニタリングしブラッシュアップし続ける必要がある。

翻って、自治体の内部統制も同様と考えることができる。とりわけ、2020年4月1日以降から導入された内部統制制度に対して、制度対応としての内部統制実務には、各自治体も一通り慣れてきた局面にあると推察できる。すなわち、自治法が求める内部統制については、およそこれくらいの対応をしておけば大丈夫だろう、という具合に実務に対する慣れは十分に浸透してきているようである。

他方、内部統制はそもそも自治法に対応することが目的ではなく、住民主権を標榜する自治法の趣旨に照らすなら、住民に役立つ内容であることが強く求められる。そうであるならば単なる制度対応では足りないはずであり、実質的に実のある内部統制実務に進化していく必要がある。内部統制制度が導入されてから、ちょうど5回目の内部統制評価報告書の公表を終えたこのタイミングで、内部統制の棚卸しが必要であり、自治体の内部統制をさらに実のあるものへとブラッシュアップすべき時期にあると考える。

次に、金商法における内部統制報告制度も取り入れた自治法の内部統制制度であるが、果たして、金商法の実務をそのまま真似るべきかというところはならない。次章以降で触れるが、そもそも自治体で内部統制制度を導入する以前の総務省内の研究会では、内部統制の目的について「内部統制の状況」が住民などに明らかになる必要性を強調している。

繰り返しとなるが、金商法が規定する、経営者が作成する内部統制報告書は、極めてシンプルに、財務報告に係る内部統制の有効性を評価し、当該有効性の有無を開示するだけの実務であるため、詳細に内部統制の状況を報告するたてづけにはなっていない。それどころか、過年度の内部統制の重要な不備⁴⁾が、何年か後で発覚するようなケースでは、訂正報告書を提出することで評価を修正するという、決して参考とすべきでない実務も散見される。

自治体の内部統制実務は、多分に株式会社の内部統制実務の影響を受けてここまで進んできたわけだが、参考にするべき部分と、参考にするべきでない実務があることも的確に区分けして、当該利用の可否を判断すべき局面にあるといえよう。

3. 自治体における内部統制制度導入の経緯

自治体における内部統制制度の導入も、株式会社のそれと同様で、不祥事が契機となっている。とりわけ、自治体の不適正経理等の事案に関しては、例えば、2000年以降を概観しても、カラ出張、架空経費の請求、官官接待による食糧費の不正支給、地方議員の政務活動費の不正請求など全国各地で不適正経理事案は発生している⁵⁾。

そのような中、2006年から2007年にかけて、一部の府県において、長年にわたり不適正な経理処理による資金のねん出が行われていた事態が明らかとなった。これにより、公金を扱う自治体の会計経理に関して社会的な関心が高まり、2007年6月に参議院決算委員会が行った「平成17年度決算審査措置要求決議」⁶⁾において、自治体の裏金問題について、監査が十分に機能していないことなどが背景にあるとして、政府は、自治体の監査に対して積極的に指導を行うべきであるなどが指摘されるに至った。

上記の提言を受ける形で、2010年12月に、会計検査院が公表したのが、「都道府県及び政令指定都市における国庫補助事業に係る事務費等の不適正な経理処理等の事態、発生の背景及び再発防止策について」（以下、2010会計検査院報告）である。

2010会計検査院報告が契機となり、その後、総務省の検討会、地方制度調査会答申、自治法改正とつながっていくこととなるため、以下では、自治体の内部統制制度に一体何が求められているのかについて、2010会計検査院報告を皮切りに検討を加える。

3-1. 2010 会計検査院報告

(1) 背景

2010会計検査院報告の冒頭で示す本報告書の背景は以下の通りである⁷⁾。

- ・「これらの不適正な経理処理による資金のねん出等の事態は、一義的には地方公共団体自身の経理の問題であるが、不適正な経理処理の対象となった公金の中に、国庫補助金が含まれていれば、会計検査院としてもその状況を確認して、必要に応じて是正させる必要がある」
- ・「会計検査院は、19年次に行った検査の結果等を踏まえて、都道府県（全47都道府県）及び財政規模等が県等に匹敵する政令指定都市（全18政令指定都市）⁸⁾を対象として、これらの都道府県及び政令市における国庫補助事業に係る事務費等の経理の状況について、20年次から22年次までの3か年にわたり、会計実地検査を行った。その結果、すべての都道府県市において、不適正な経理処理により需用費が支払われた事態又は補助の対象とならない用途に需用費、賃金若しくは旅費が支払われた事態が見受けられた」

たしかに会計検査院の指摘の通り、本来、自治体内で不適正な経理処理があった場合には、もちろんケースにもよるが、最初から国の機関が対処することは少ないはずであり、一義的には、地方自治の趣旨に則り自治体内で適切な対応がなされるべきであろう。

他方で、本件のように、国が資金提供を行う国庫補助事業に関する不適正な経理処理事案については、国の機関である会計検査院等の適切な対応が求められることになる。

ところで、本件では、結果として調査した全65都道府県市で不適正な経理処理が発覚している。そうすると、仮に会計検査院の検査がなかったならば結果はどうであったのか、場合によっては、自治体内で都合よく処理されることで、問題が明らかにされることもなく、うやむやに終わってしまう可能性もあったのではないかとの合理的な疑念も生じることとなる。

上記の合理的な疑念を示唆する別調査とし

て、同じく、2010年に日本公認会計士協会が公表した「非営利組織の不正調査に関する公表事例の分析」⁹⁾（以下、2010非営利組織の不正調査分析）が参考になる。

2010非営利組織の不正調査分析の冒頭では、「近年、国庫補助金に対する地方公共団体の不適切な事務処理や公的研究費に対する大学教授らの不適切な事務処理の問題が相次いでいる」としており、まさに、2010会計検査院報告で取り扱う内容が一つのきっかけとなり、本件不正調査分析が実施された旨が示されている。

ところで、2010非営利組織の不正調査分析では、「不正」「調査」などといった用語をキーワードに、インターネットで無作為に検索し、行政組織から10団体、特殊法人及び公益法人等から10団体、教育研究機関から10団体の計30団体を選定している。

注目すべきは不正発覚の発端である。ここでは、不正発覚の区分として、「分析対象団体30団体の不正発覚に関して分析した結果、不正発覚の発端は以下のような7つに類型化することができる」として、①会計検査院や議会等からの指摘、②マスコミ報道を受けての調査、③外部からの通報、④内部監査等による発見、⑤後任人事に伴う調査、⑥日常取引からの発見、⑦内部からの通報や自主申告、をあげている。

次に、実際に分析対象団体の不正発覚の発端を集計してみると11団体はその経緯を公表しておらず、公表している19団体のうち8団体は会計検査院など外部調査が発端であったとしている。また、「内部監査、後任人事、日常取引が発端であった事例は、それぞれ1団体に過ぎない」と指摘している。

すなわち、非営利組織は、会計検査院など、外部からの指摘やチェックが働かない限り、自浄作用が働きにくい組織である可能性が指摘できる。本稿の趣旨に戻すなら、適正な内部統制が欠如している状態にあったというこ

とができるのかもしれない。

(2) 所見

最後の「所見」で示す内容は、その後、2017年に自治法で内部統制制度が導入されるにあたっての、まさに端緒といえるため、重要な示唆が得られる箇所を抜粋して掲記する。

・「20年次から22年次の3か年にわたり、65都道府県市における農林水産省及び国土交通省所管の国庫補助事務費等の経理について検査した結果、65都道府県市すべてにおいて、虚偽の内容の関係書類を作成するなど不適正な経理処理により需用費を支払ったり、補助事業の目的外の用途に需用費、貸金又は旅費を支払ったりしている事態が見受けられた。…そして、これらの中には、千葉県のように、預け金の手法により業者に預けた需用費の一部を現金で返金させるなどして、これを別途に経理して業務の目的外の用途に使用するなど公金を不正に使用していた事態があったほか、一部の政令市では、差替えの手法により物品担当職員が業者に指示して契約した物品とは異なるパーソナルコンピュータを納入させ、これを転売してその代金を領得するなど刑事事件に発展した事態もあった。上記のように、このような不適正な経理処理の慣行は、公金の不正使用や職員による公金横領等刑事事件につながるおそれがあり、ひいては公金の使用に対する国民の信頼を著しく失墜させる極めて遺憾な事態となっている」

上記の指摘事項を概観するに、2010会計検査院報告で取り扱うのは、国庫補助事業にかかる不適正な経理処理事案と表現されているが、実際には、刑事事件に発展するような事案も含まれていたことが明らかにされている。

例えば、株式会社において、従業員による

現金の横領があった場合には、もちろんさまざまなステークホルダーが損失ないし影響を被る可能性はあるものの、一般の国民が損失を被るということまでの影響は想定しにくい。

他方で、税金で運営されている自治体行政に関して、例えば、自治体内で刑事事件にもなりうるような公金横領があった場合には、きわめて広く薄くまた僅少ではあるものの、すべての国民が損失を被ったとも観念できるであろう。これは何も自治体だけに限らないが、税金で運営されている組織の運営については、多くの国民が関心を持っていると考えべきであろう。その場合には、まさに内部統制の重要性の認識が自ずと芽生えることとなる。

次に、「所見」における内部統制の重要性の指摘について概観する。

・「65都道府県市において、今回の国庫補助事務費等の不適正な経理処理等の再発を防止するため、職員に対する基本的な会計法令等の遵守に関する研修指導の徹底、契約及び検収事務の厳格化、予算の計画的な執行の励行、会計事務手続における職務の分担による相互けん制機能の強化等を推進するとともにその執行状況を適切に把握することが重要である。会計監査については、物品の納入業者の協力を得て、聞き取りを行ったり、帳簿を取り寄せて納入物品、納入日付等の突き合わせを行ったりするなどの手法を採り入れた監査の実施を検討することが望まれる。また、内部監査、監査委員監査、外部監査が連携を図り、会計機関における内部統制が十分機能しているかについて継続的に監視評価を行うとともに、不適正な経理処理に係る再発防止策が有効に機能しているかなどについても検証を行うなどし、もって会計監査の強化・充実を図ることが望まれる」

上記の通り、所見の最後では、「内部監査、監査委員監査、外部監査が連携を図り、会計

機関における内部統制が十分機能しているかについて継続的に監視評価を行う」ことの重要性を指摘している。ここで言及する、内部監査、監査委員監査、外部監査は、仮にこれを上場会社に置き換えるなら、経営者を支援する機能としての内部監査機能、また、取締役の違法行為等を監視する監査役監査、そして会計専門職による監査人監査とパラレルに比較的できる概念であり、まさに株式会社ないし上場会社における各監査機能、さらに全体としての適正な内部統制を志向する考えの一端がうかがえる。

3-2. 地方公共団体における内部統制制度の導入に関する報告書（2014年）

（1）概要

2013年、総務省に「地方公共団体における内部統制の整備・運用に関する検討会」が設置され、同年7月16日に第1回検討会が実施され、その後、2014年2月21日まで合計7回の検討会が実施され、自治体における内部統制の導入の可否に関する議論がなされた。ここで取り纏められた内容は、地方公共団体における内部統制制度の導入に関する報告書（以下、2014内部統制の導入に関する報告書）として、2014年3月に公表されている¹⁰⁾。

同報告書は、その2か月後、2014年5月から開始された第31次地方制度調査会の議論のベースになっていることもあり、非常に有用な資料といえる。

ところで、2014内部統制の導入に関する報告書では、将来、内部統制制度が導入された際に、自治体が作成する内部統制に関する報告書名を、「内部統制状況評価報告書」という用語で示している。現在、自治法が定めている「内部統制評価報告書」ではなく、「内部統制状況評価報告書」という報告書名で記載している。

これは、単なる文言の微妙な違いという類

のことではなく、実は大きな意味を有している。すなわち、内部統制を導入する以前の検討段階においては、内部統制の「状況」を報告すべきとする趣旨において、「内部統制状況評価報告書」という用語を使用していたようである。このことは、次節において、2014内部統制の導入に関する報告書の中身を検討していくことで、検討会の真意を理解することができる。

そうすると、前記したような、例えば、金商法所定の財務報告に係る内部統制制度のように、経営者が内部統制の有効性の有無を評価して、その評価結果だけをそのまま内部統制報告書に記載するという実務ではなく、自治体の内部統制の「状況」を報告するという趣旨において、制度設計がなされていた証左が確認できる。

（2）会社法および金商法の影響

内部統制の存在しない組織はないといってよいであろう。もちろんその適正性の良否は様々であろうが、1人で事業運営していたものが、当該組織に2人、3人とほかの人間が加わり、徐々にやるべきことが増えていけば、役割分担や職務分掌が生まれるであろうし、事業の進め方の様々なことがルール化され、また文書化され、組織の中で共通の理解として浸透していくことになる。

上記のような手順で徐々に組織内の業務の有効性や効率性が、相当程度にレベルアップしていった結果として、適正な内部統制が構築できる可能性は高まるものと考ええる。様々な事業組織の中でも、とりわけ株式会社は、その目的が比較的シンプルであり、一義的には、利益を上げつつ継続し続けることにあり、この目的を実現するためには、しっかりとした内部統制の仕組みは不可欠であることは自明といえよう。

他方で、株式会社が大規模化するとステークホルダーの範囲も広がるため、利益を上げ

つつ継続していくためには、環境や社会への配慮や、最近でいえば人権への配慮など、必要とされる内部統制の対象範囲も広がることとなる。

冒頭でも述べたように、本来、内部統制は経営ツールであるため法制化に馴染む種類のものとは言い切れない。しかしながら、大型の企業不正などが多発したことなどが背景となり、株主利益の最大化を主目的としつつも、他方では、社会に対して健全かつ透明性をもった強靱な組織を証明すべく、あたかも外圧としての内部統制制度は必要であったものと解釈できる。

換言するなら、単に利益を上げるツールとしての内部統制から、外から見ても、健全かつ透明性をもった強靱な組織になることが促進されるように、法規制が進められてきたといえることができる。

株式会社は「社会的公器」とも称されるため、利益をあげる以外は好き放題にやるという姿勢はそもそも許されないわけであり、2000年代以降、国際的な法規制の潮流や社会的な動向なども加わり、株式会社において、内部統制制度が導入されたことは、必然であり理に適ったものであったといえよう。

ここで改めて、株式会社の内部統制制度は、その後、自治体の基本法である自治法や、あるいはその他法律に準拠して設立される法人に対しても、広く影響を与えることになったため、内部統制規制のベンチマークといえることができる。

先行するベンチマークである株式会社の内部統制について、2014内部統制の導入に関する報告書における「企業における内部統制の取組みの進展」の箇所では、以下のような記述がみられる。

・「地方公共団体が事務を適正に処理するための体制を整備する上で参考となるのが、大企業において、経営者が業務の適正さを確保するためのツールとして整備している

内部統制の取組みである。大企業においては、会社法等による内部統制制度の導入当初は混乱があったが、近年においては、内部統制体制の整備等が定着している。地方公共団体と企業では組織の目的が異なるため、一概に比較はできないが、適正な事務の処理が求められる地方公共団体についても、大企業と同様に、内部統制の取組みが一層進展することが期待されるところである」¹¹⁾

他方で、あまり多くを期待しすぎることもできないとする以下の記述も見られる。

・「一方、当初から内部統制に過大な期待を持つことは、企業に導入した際に見られた混乱や、費用対効果を無視した過度な内部統制体制の整備につながる懸念もある。これらの期待と懸念を踏まえると、地方公共団体における内部統制の取組みは、その内容が一部のリスクへの対応から始まって徐々に深まっていき、かつ、その範囲が一部の地方公共団体から徐々に広がるような段階的な発展が望ましい。そこで、今回の内部統制制度については、地方公共団体が内部統制を「小さく産んで大きく育てる」ことができるよう設計されるべきである」

上記の指摘は極めて妥当といえよう。営利企業である株式会社の内部統制実務について取り入れるべきところは取り入れる、他方で、参考にならない実務であるならば取り入れないという姿勢である。また、上記で指摘するように「小さく産んで大きく育てる」というタイミングはいつなのかも検討の余地がある。

2020年4月1日以降、5年以上が経過し、すでに内部統制制度の適用団体においては、ちょうど5回目にあたる2024年度の内部統制評価報告書の公表が、2025年中に終了している。まさに、内部統制実務が浸透した今だからこそ、内部統制を大きく育てるタイミングにあるということもできよう。

(3) 自治体に求められる内部統制

自治体の目的は、自治法1条の2で規定する通り「住民の福祉の増進を図ること」にあるため、この点で、営利企業の目的とは、スタートから異なっている。

他方で、法人の目的は異なるものの、それぞれが組織として備えるべき内部統制は相当程度共通しているともいえる。内部統制の目的は、大きく、業務の効率性および有効性、コンプライアンス、財務報告の信頼性、財産の保全で示されることが多いが、これも共通しているといっていよいであろう。

しかしながら、自治体と株式会社を比較するなら、上記の目的のうち、強調すべきポイントは明らかに異なっている。地方公共団体は租税からなる公金で運営されていることもあり、上記内部統制の目的の中でも「資産の保全」、あるいは「財産の保全」がより一層強調されるべきであり、またそのような法解釈は十分可能である（信託概念から導かれる¹²⁾）。もちろんそのためには、事務の運営がムダなく効率的であること、また、法令が順守できていることも当然に求められることになる。さらに、上記した適切な事務の執行が、信頼性を有する財務報告という形で公表されることになれば、住民の様々な意思決定にも資することとなろう。この点で、4つの目的のすべてが重要性を持つことは従来の解釈と変わるものではない。

ここで、改めて2014内部統制の導入に関する報告書に戻すなら、以下が内部統制制度の導入にあたり検討されていた極めて重要な方向性である。

・「…内部統制の対象とするリスクは、内部統制の取組の段階的な発展を促す観点も考慮して、地方公共団体が最低限評価すべき重要なリスクであり、内部統制の取組の発展のきっかけとなるものをまず設定すべきである。具体的には、財務に関する事務の執行におけるリスクは、影響度が大きく発

生頻度も高いこと、地方公共団体の事務の多くは予算に基づくものであり明確かつ網羅的に捕捉できること、民間企業の内部統制を参考にしながら進めることができること等から、当該リスクを最低限評価するリスクとすべきである」

・「首長は、…議会に報告した内部統制状況評価報告書を公表すべきである。このことによって、住民を含め、外部の目にさらすことになり、内部統制の実効性や有効性を高め、ひいては、地方公共団体の事務の処理を付託した住民に対する説明責任にもつなげるものと考えられる」

上記で注目できるのは、まずは「財務の事務」から手始めに制度化を図るべきとする点である。これは上場会社が準拠する金商法所定の内部統制を意識したものと推測できる。たしかに「財務の事務」から始めることは、「民間企業の内部統制を参考にしながら進めることができる等から」との指摘は妥当と思われる。

しかしながら、次章以降で検討を加えるが、財務の事務の有効性の評価のみを簡単に記載するという、まさに金商法での内部統制報告書によく似た実務が広がっていることは憂慮すべきことと思われる。

繰り返しとなるが、財務の事務からスタートすることは妥当だが、小さく産んで大きく育てていくためにも、また、昨今は情報セキュリティの問題や外国人との共生問題など、自治体が抱える問題は多岐にわたっていることも勘案するに、評価対象事務は、財務の事務を超えて、徐々に行政事務の全般に広げていくべきであろう。

また、内部統制の「状況」を「住民を含め、外部の目にさらす」という趣旨において、財務の事務のみの有効性を評価し、その結果を、「有効であると評価した」、「一部有効でない」と判断した」などと画一的に報告するだけでは、住民への説明責任という観点でも極

めて不十分といえる。自治体に求められる内部統制とはどのようなものか、今一度、法制度導入に至る前段階の趣旨に立ち返ってブラッシュアップすべき局面にあるといえよう。

上記に関連して、次に付け加えるべきは、自治法改正について、もっとも影響を持つ地方制度調査会の存在である。

2014 内部統制の導入に関する報告書が、2014 年 3 月に公表されたが、同報告書を受けて、2014 年 5 月 15 日、第 31 次地方制度調査会が発足した。その後、約 2 年間の審議を経て、2016 年 3 月 16 日、地方制度調査会畔柳信雄会長より「人口減少社会に的確に対応する地方行政体制及びガバナンスのあり方に関する答申」¹³⁾が、安倍晋三首相（当時）に手交された。ここでは、内部統制について以下の記述がみられる。

・「地方公共団体についても、内部統制を制度化し、その取組を進めることにより、①マネジメントの強化、②事務の適正性の確保が促されること、③監査委員の監査の重点化・質の強化・実効性の確保の促進、④議会や住民による監視のための必要な判断材料の提供等の意義が考えられる」

・「内部統制の対象とするリスクは、内部統制の取組の段階的な発展を促す観点も考慮して、地方公共団体が最低限評価すべき重要なリスクであり、内部統制の取組の発展のきっかけとなるものをまず設定すべきである。具体的には、財務に関する事務の執行におけるリスクは、影響度が大きく発生頻度も高いこと、地方公共団体の事務の多くは予算に基づくものであり明確かつ網羅的に捕捉できること、民間企業の内部統制を参考にしながら進めることができること等から、当該リスクを最低限評価するリスクとすべきである。財務に関する事務の執行に伴うリスク以外のリスク（例えば、情報の管理に関するリスク）についても地方公共団体の判断により内部統制の対象とす

ることが考えられる。最低限評価するリスクの設定については、地方公共団体が置かれている環境の変化や、内部統制体制の整備及び運用状況を踏まえて、随時、見直しを行うべきである」

・「また、内部統制体制について不断の見直しを行う観点から、長は、その運用状況を自ら評価し、その評価内容について監査委員の監査を受ける必要がある。加えて、長は、その評価内容と監査結果を議会に報告するとともに、それらを公表して住民への説明責任を果たす必要がある」

2014 内部統制の導入に関する報告書および第 31 次地方制度調査会答申を概観するに、そこに通底する考え方の骨子を本稿との関係で整理するなら、自治体の内部統制に強く求められるポイントは、第 1 に、財務の事務を皮切りに徐々に内部統制の対象範囲を拡大させていくべきこと、第 2 に、自治体の主権者である住民に対する説明責任を一層強化すべきことにあると考える。

4. 内部統制評価報告書の現状と課題および違法・不当な財務会計行為

4-1. 内部統制評価報告書の現状と課題

(1) 現状

2020 年 4 月以降、内部統制制度を取り入れている自治体においては、毎年度、首長が作成する内部統制評価報告書、および監査委員が同報告書を審査した結果として、審査意見書が公表されている。

筆者は、一般社団法人日本内部監査協会の協力を得て、これまでに全 5 回に渡って公表されてきた各自治体の内部統制評価報告書について、とりわけその情報量はどの程度か、また、評価対象は財務の事務だけなのか等について評価を行った。また評価結果は、同協会の機関誌に掲載された¹⁴⁾。

主に、上記で得られた研究成果から以下の

ような内容が明らかとなっている。

- a. 財務の事務のみを評価対象とする自治体の内部統制評価報告書は情報量が少ない。
- b. 政令指定都市の方が都道府県よりも内部統制評価報告書の情報量が多い。
- c. さらに、努力義務団体である市町村の方が、都道府県および政令指定都市よりも情報量が多い。

上記で示した内容は、普遍的に必ずそうであるということでは決してないものの、概して、このような状況は明らかな傾向として見られる。例えば、都道府県の内部統制評価報告書において、もっとも典型的にみられる記載方法は、以下のような表示である。

- ・「202×年3月31日において、財務の事務に関する内部統制の有効性の評価を行った結果、内部統制は有効であると判断した」

このようなわずか数行の評価結果を示すのみで、他には何ら言及しない。あたかも1年間の事業年度中に何の問題も発生しなかったようにも錯覚してしまう。このような公表実務であっては、住民の監視機能に資するような報告書とはいえず、実質的に、情報の有用性はないといえよう。

このようなA4で1枚程度、それどころか、1頁に数行程度の記載であるならば実質的な効果は望めない。これと対応して、監査委員の審査についても同様である。

- ・「首長による内部統制の評価実施方法、評価手続きについて審査を実施した結果、首長による評価は適正と判断した」

これは単なるオピニオンレポートであるため、より情報量の多いインフォメーションレポートへと発展していくべきと考える。

他方で、自治体によっては、充実した情報量がみられる実務も存在している。繰り返しとなるが、政令指定都市の方が、都道府県よ

りも総じて内部統制評価報告書の情報量は多いようである。

これはあくまでも仮定の域を出ないが、住民と直接接触する機会の多い基礎自治体の方が、内部統制に係るさまざまなリスクに敏感である可能性は高いと思われる。

またそれ以上に、当初、制度適用されていない努力義務団体において、すなわち内部統制制度の適用を急ぐ必要のない自治体であるのにも関わらず、わざわざ導入を決めた自治体においては、さらに内部統制評価報告書の情報量が多く充実している。

改めて、大規模自治体である都道府県および政令指定都市においては、2020年4月以降、否応なしに内部統制制度が適用されることとなったため、まずは他自治体の動向も確認しつつ、突然やってきた制度に対応するための内部統制実務が実施されてきたものと推察する。その場合には、わざわざ余計なことはしない、制度に対応するためだけの内部統制実務であればそれで十分というムードが、大規模自治体の中の、少なくない数の自治体で暗黙の合意形成がされてきた可能性は高いと思われる。

上記のような解釈が支配的になる自治体においては、簡易な内部統制評価報告書、あるいは審査意見書を公表するという実務に落ち着く可能性は高まると考える。

翻って、努力義務団体においては、制度適用をする必要がないのにもかかわらず、わざわざ積極的に制度導入を決定したという限りにおいても、首長の強い意志の存在は不可欠であったことが予想できる。わざわざ自ら進んで制度導入を決めたのにも関わらず、上記のような簡易な内部統制評価報告書、あるいは審査意見書を公表するというのであれば、あまりにも無意味でありわざわざ制度を導入する意義が失われると考えているのかもしれない。

結果として、努力義務団体であるが早々に

制度適用を決めた自治体の内部統制評価報告書、そして審査意見書は、現状において、量の面からも質の面からも非常に充実した内容になっていると評価できる。

(2) 課題

内部統制を報告するという実務については、先行する金商法の内部統制実務が、自治体の内部統制制度に多大な影響を与えたことは言うまでもない。

2014 内部統制の導入に関する報告書でも指摘しているように、たしかに、金商法所定の内部統制報告制度においては、財務報告に係る内部統制の有効性を経営者が評価して開示するという実務について、制度導入当初、少なからず混乱があったことは事実であったといえよう。

何よりも、すでに財務諸表等を通じて、利益や売上増減等は開示しており、結果として、例えば黒字であった、あるいは赤字であったという事実も開示することになる。そのような中で、当社には内部統制に重要な不備（当時は、重要な欠陥）があるという開示が、本当にできるのかという声は大きかったように思われる。つまり、当社は今年、赤字であるという開示は（財務諸表上の数字を通じた開示のこと）、従前から、普通に存在している実務であるが、当社には内部統制の重要な不備がある、すなわち、当社にはこのような問題があるとする開示が上場会社に本当にできるのかという経済社会からの戸惑いの声、当時広がっていたことは疑いようのない事実である。

このような戸惑いの声に対して、金融庁は、2008 年 3 月、金商法内部統制制度：11 の誤解（以下、内部統制 11 の誤解）¹⁵⁾を公表した。その中で、本稿との関係では、以下の説明箇所注目したい。

・（誤解）：内部統制報告書の評価結果に問題

がある場合、上場廃止になったり、罰則の対象となる。

・（実際）：内部統制に問題（重要な欠陥）があっても、それだけでは、上場廃止や金融商品取引法違反（罰則）の対象にはならない。

・（具体例）：

「重要な欠陥」は上場廃止事由とはならない（東証・上場制度総合整備プログラム 2007）。「重要な欠陥」があっても、それだけでは、金融商品取引法違反とはならず、罰則の対象にもならない（罰則の対象となるのは、内部統制報告書の重要な事項について虚偽の記載をした場合：金融商品取引法 197 条の 2）。

金商法の趣旨としては、内部統制に問題があることが罰則の対象になるのではない、そうではなく、罰則の対象となるのは「内部統制報告書の重要な事項について虚偽の記載をした場合」であるとしている点がポイントとなろう。

たしかに金商法はディスクロージャー規制であることから、内部統制に問題があることが問題視されるのではなく、開示内容に虚偽記載があることこそが罰則の対象になるとしている。

上記をさらに敷衍するなら、開示内容に虚偽記載があることが問題であるとする事と同様に、開示すべき内容を開示しないことも問題とされるべきであろう。

ここで改めて、自治体の内部統制実務の課題としてすでに指摘した内容が、内部統制 11 の誤解で指摘する上記内容と大きく重なってくることになる。

前記した通り、自治体の内部統制実務を概観するに、内部統制評価報告書で報告される内容について大きなバラツキがあることが明らかになっている。

「内部統制は有効であると判断した」、ある

いは「一部有効でないものの、それ以外は有効であると判断した」など、有効性の評価のみを記載する内部統制評価報告書は多く存在する。

しかしながら、自治法の内部統制制度の趣旨は、第31次地方制度調査会答申に依拠するなら「住民の監視機能」に資することであり、さらに2014内部統制の導入に関する報告書によるなら「住民を含め、外部の目にさらす」ことにあるため、内部統制の有効性の評価のみを記載した簡易な内部統制評価報告書の公表であっては、そもそも自治法の趣旨から外れていると解釈できるであろう。

単なる内部統制の有効性の評価だけでなく、自治体内で発生した内部統制上の問題なども、積極的に外部に明らかにする姿勢が求められると考える。

4-2. 内部統制評価報告書に記載された違法・不当な財務会計行為

自治体の住民は、自治体に違法・不当な財務会計行為があると認めるとき、監査委員に対して自治体が被った損害を補填するために必要な措置を講ずべきことを請求することができる（自治法242条）。

ところで、内部統制評価報告書に記載された違法・不当な財務会計行為を端緒として、自治法所定の住民監査請求が可能かどうかであるが、これに反する規定はないため、当然に可能と解釈できる。

問題は、内部統制評価報告書にどの程度の内容（情報量）が記載されているかということに尽きるが、前述の通り、住民への監視機能に資するという目的に沿うなら、当該年度に明らかになった内部統制の重大な不備等の詳細が明らかにされるべきであろう。

ここであえて重大な不備等（以降では、重大な不備とする）としたのは、殊更に、重大な不備を狭小にとらえることで、内部統制評価報告書に記載する情報量が減少することが

あっては、そもそも自治法の趣旨には合致しない。各自治体にあっては、住民に対する適切な説明責任を果たすうえでも、重大な不備を中心としつつとはなろうが、重要性が高いと思われる内部統制上の不備はできる限り明らかにすべきであろう。

次に、過年度の重大な不備が、もしも当年度に明らかになった場合の事務も、各自治体で定まっておらず、現時点ではバラバラである。他方、内部統制ガイドラインによると次のような指針を示している¹⁶⁾。

・「長は、過年度の内部統制評価報告書に記載すべき重大な不備に相当する不適切な事項を把握した場合には、その状況に応じて適時に、監査委員及び議会に説明するとともに住民に公表することが考えられる。また、翌年度の議会に提出される当年度の内部統制評価報告書において、把握した過年度の重大な不備の内容及び原因、是正までの間に当該重大な不備により生じた影響、講じた是正措置の内容、並びに是正を行った後の内部統制の状況等を記載する」

これに沿う形で、例えば、千葉県では、「過年度の不備の把握：ガイドラインの改定を踏まえ、令和6年度からは、評価対象期間中に判明した過年度の不適切な事項（監査、会計検査の指摘等を含む）を、当該年度の「不備あり」として整理することとしました¹⁷⁾」としており、発見した年度（当年度）において、当該年度（過年度）の不備があったことを公表する事務に変更したことを明らかにしている。

翻って、内部統制評価報告書で示される内部統制の重大な不備と、住民監査請求が可能となる違法・不当な財務会計行為の整理が必要となろう。

まずは、自治法150条所定の内部統制制度については、「財務の事務」は必ず対象とされることになっている。果たして、ここでの「財務の事務」とは何を指すのか、自治法

では「財務の事務」という用語そのものを定義づけてはいないものの、自治法第9章財務(208条～243条の5)では、以下の各項目について規定している。

〈第9章 財務〉

- 第1節 会計年度及び会計の区分
(208～209条)
- 第2節 予算 (210～222条)
- 第3節 収入 (223～231条の4)
- 第4節 支出 (232～232条の6)
- 第5節 決算 (233・233の2条)
- 第6節 契約 (234～234条の3)
- 第7節 現金及び有価証券
(235～235条の5)
- 第8節 時効 (236条)
- 第9節 財産 (237～241条)
 - 第1款 公有財産
 - 第2款 物品
 - 第3款 債権
 - 第4款 基金
- 第10節 住民による監査請求及び
訴訟 (242～242条の3)
- 第11節 雑則 (243条・243条の5)

自治法第9章で規定する「財務」が上記で示す内容である以上、自治法150条所定の「財務の事務」は上記の各見出しが該当すると思われるのが穏当な解釈となろう。

そうすると、第1節から第9節に示すような財務の事務の適正性を確保すべく、自治法150条が適用されることとなり、また、それら事務について違法・不当な財務会計行為があった場合には、第10節にある住民監査請求および住民訴訟が可能になるといった具合に、自治法第9章の解釈を中心に内部統制制度と住民監査請求の隣接点を探ることができそうである。

この点で、冒頭の問いに戻るようになるが、内部統制評価報告書に記載された違法・

不当な財務会計行為を端緒として、自治法所定の住民監査請求が可能かどうかについて、より本稿の趣旨に引き寄せるなら、内部統制評価報告書に記載された重大な不備について、それが自治法242条所定の住民監査請求制度で規定する違法・不当な財務会計行為に該当するのであれば、当然に監査請求を提起できるとの判断に至ることになる。

5. 大川原社事件および住民監査請求

大川原社事件では、大川原社が製造する製品の輸出に関して外為法違反があったという嫌疑により、役員が長期にわたり拘束されたものの(その間に役員の一人が病死)、裁判に至る前の第1回公判期日直前に、東京地方検察庁(以下、東京地検)は突然公訴を取り消し、本件刑事事件は公訴棄却決定によって終結するという異例の経過をたどった。裁判が開始する前に、もはや公判を維持できないと判断したわけであり、そもそも違法捜査であった可能性がうかがえる。

大川原社事件は、我が国の刑事司法制度の問題点と公権力の暗部を明らかにした事件であると同時に、住民監査請求を通じた自治体ガバナンスの可能性も明らかにしたという点で、今後の自治体における内部統制、そして監査委員監査に対しても示唆のある事件と考える。

ところで、事件の詳細はここでは割愛するものの、例えば、1983年に発生した免田事件(1983年無罪確定)や1966年に発生した袴田事件(2024年無罪確定)など、冤罪事件は、戦後あるいは高度経済成長期など、昭和の混乱期に発生した刑事司法制度の汚点と捉えられることが多いが、実際のところ、平成・令和の時代にあっても決してなくなっているわけではない¹⁸⁾。

比較的最近あった耳目を集める事件としては、例えば、2009年当時、厚生労働省局長

であった村木厚子氏が、障害者団体向けの郵便料金割引制度を悪用し、虚偽の証明書作成に関与したとして逮捕・起訴される冤罪事件があった。本事件では、村木氏は、一貫して無罪を主張し、2010年9月に大阪地裁で無罪判決が確定している。

被害者の弁護を趣旨とする日本弁護士会連合会（以下、日弁連）は、村木氏の事件に強い問題意識を持つと同時に、このような前近代的な刑事司法制度に警鐘を鳴らすという意味も含めて、「郵便不正・厚生労働省元局長事件（村木事件）」¹⁹⁾と題する報告書を取り纏め公表した。

まさに村木氏の事件と同じ趣旨で、大川原社事件についても、日弁連は何が問題であったのかの詳細を検証する目的で、2025年12月9日、「大川原化工機事件の刑事手続に関する検討報告書」（以下、大川原社事件報告書）²⁰⁾を公表している。

5-1. 大川原社事件報告書（日弁連）

2013年10月、経済産業省（以下、経産省）は貨物等省令²¹⁾を改正した。これにより一定の要件を満たす噴霧乾燥器²²⁾は兵器転用の可能性があると考えられたため、今後、これに該当する可能性のある製品を輸出する際には経産省の許可が必要になった。

ところで、本事件における大川原社は噴霧乾燥器メーカーのリーディングカンパニーとして、貨物等省令の改正にあたり経産省にも協力を行ってきたという経緯も確認されている。大川原社事件報告書によると、事件の経緯の時系列は以下の通りとなっている。

〈警視庁公安部による捜査の開始〉

- ・2016年6月2日：大河原社は汎用機である噴霧乾燥器（RL-5）を輸出。
- ・2017年5月ころ：警視庁公安部は経産省の許可を得ずに噴霧乾燥器を輸出した被疑事実で捜査を開始。

- ・2018年2月21日：大川原社は汎用機である噴霧乾燥器（L-8i）を輸出。
- ・2018年10月3日：警視庁公安部はRL-5の輸出に関し、大川原社および代表取締役の自宅らに対して捜索・差押えを実施。
- ・2019年8月8日：警視庁公安部はL-8iの輸出に関し、再度捜索差押えを実施。その後、役員の逮捕、勾留、起訴（その間、勾留中の役員の病死）。

〈公訴取消申立て〉

- ・2021年7月30日、検察官は証拠開示公訴の取消しを申し立てた。裁判所は公訴棄却の決定を出して裁判は終結。

〈国家賠償請求の提起〉

- ・2021年9月8日、大川原社は、国および東京都に対して合計5億6,527万円余りの損害賠償を求めて国家賠償請求を提起。
- ・2023年12月27日、東京地裁は、被告国と東京都に対して約1億6,200万円の支払いを命じる判決（双方、控訴）。
- ・2025年5月28日、東京高裁は、国と東京都に対して約1億6,600万円の支払いを命じる判決（東京都の負担分9,500万円）。
- ・2025年6月11日、国と東京都は上告を断念し、本判決は確定。

大川原社事件は、以上の経過をたどり刑事事件としての冤罪事件そのものは終結したことになる。一連の極めてずさんな刑事司法の在り方について、同報告書の「おわりに」では以下のような課題が示されている。

- ・「大川原社事件は、警察による事件の“捏造”に始まり、検察による警察の追従、さらには裁判所による身体拘束判断におけるこれらの黙認という、現代の刑事司法が抱える問題点が凝縮した事件である。二度とこのような事件を起こさないことは、立場を超えて、刑事司法に携わる全ての者に

として課された課題である」

上記の示す内容はたしかにその通りであり、本事件では、警察の捏造、検察の追従、裁判所の黙認という3重の過失があったものと推定できる。

公序良俗ないし社会の秩序を守るという趣旨において、国民および住民が大きな信頼を寄せるべき警察、検察、裁判所に対して、逆に不信任の方が高まった事件ということができよう²³⁾。

他方で、若干でも、国民および住民の信頼を取り戻すきっかけになったのが、大川原社事件に関連した住民監査請求に対する東京都監査委員の判断であった。次節では、大川原社事件について、監査委員がどのような判断を行ったのかについて検討を加える。

5-2. 大川原社事件に関連した住民監査請求

刑事事件としての大川原社事件は、上記の通り無罪が確定したが、大川原社が提起した国家賠償請求について、ここでは東京都が支払った9,500万円については都が被った損害にあたるため、違法捜査を行った警察官3名に対して、東京都は求償権を行使すべきであるのにも関わらず同権利を行使しないことは「怠る事実」にあたるとして、住民である大川原社が東京都監査委員に対して求償権の行使の勧告を求めたのが本件監査請求である。

なお、本件監査請求の内容は、東京都監査事務局HPにて当該顛末を詳細に示しているため、本稿では同内容を引用しつつ同内容を検討する²⁴⁾。

(1) 東京都監査委員の対応

- ① 2025年11月17日：大川原社による住民監査請求の提起

〈表題〉

- ・「判決確定に伴う賠償金支出について捜査員に対する求償権の行使を求める住民監査請求」

〈要旨〉

- ・「東京都が、国家賠償請求訴訟判決に伴う賠償金支出について、違法捜査を行った捜査員に対して求償権を有するにもかかわらず必要な措置を講じないことは、怠る事実にあたるため、当該捜査員に対し求償権を行使することを求める」

- ② 2026年1月16日：監査委員による監査結果の通知

〈結論〉

- ・請求には理由がある。いわゆる認容。
- ・「請求人が本件請求において対象とする警視、警部及び警部補は、本件捜査について、故意又は重過失があったと認められ、その限りで本件請求には理由があるから、自治法242条5項に基づき、次に掲げる措置を講じることを勧告する」
- ・「監査対象局は、令和8年4月15日までに、本件高裁判決が確定したことにより都が支払った賠償金について、警視、警部及び警部補に対し、必要な検討を行った上で、求償権を行使すること」

(2) 警視庁の対応

東京都監査委員による勧告があったため、警視庁には、自治法242条9項に従い、同勧告に従うか、あるいは従わない場合にはその理由を公表することが義務付けられた。

本件では、2026年1月16日に行われた監査委員による勧告に対して、2026年2月3日、警視総監名で、求償権の行使を実施した旨の回答が監査委員に対してなされている。

以下は、警視総監から監査委員に対する回答書を原文に忠実に記載する²⁵⁾。

令和 8 年 2 月 3 日
東京都監査委員殿

警視總監（公印省略）

「判決確定に伴う賠償金支出について捜査員に対する求償権の行使を求める住民監査請求監査結果」の勧告に基づき講じた措置について令和 8 年 1 月 16 日付 7 監総第 705 号により勧告のあった標記のことについて、地方自治法第 242 条第 9 項の規定に基づき必要な措置を講じたので、下記のとおり通知します。

記

1 対応の内容令和 8 年 1 月 31 日及び同年 2 月 1 日、該当職員（元職員を含む）に対する求償権を行使した。

2 該当職員及び求償額該当職員の表記については「判決確定に伴う賠償金支出について捜査員に対する求償権の行使を求める住民監査請求監査結果」の例による。

(1) F 警視 250 万円

(2) G 警部 250 万円

(3) H 警部補 28 万円

以 上

(3) 本件監査請求から得られる示唆

住民監査請求の趣旨は、住民訴訟に至る前段階で、本来、自治体内で解決すべきことは内部で処理すべきとするものである²⁶⁾。

たしかにこの考えを体现すべく、自治法 242 条の 2 では、住民訴訟を提起するにあたり、その前置手続きとして住民監査請求を行っておくべきこと、すなわち住民監査請求前置主義の規定がおかれている。このことは、まさに上記した通り、煩雑な裁判手続きに至る前に、まずは、自治体で処理できることは処理すべきという法理念である。

何よりも住民監査請求が住民訴訟よりも優れている点は、住民たった一人でも監査請求が可能であるというその機動性もさることながら、住民訴訟はその対象が違法行為に限定されているのに対して、住民監査請求はそれに加えて「不当な財務会計行為」も射程に入

れていることにある。すなわち、決して違法ではないものの、明らかに不当な財務会計行為を差し止める、損害を回収する等、住民訴訟よりもその対象範囲が広がっている。

自治法が住民主権を標榜する以上、住民監査請求の対象範囲が住民訴訟の対象範囲よりも広いということは、住民にとって、住民監査請求の方がより便宜といえよう。

そして、本件監査請求に戻すなら、まさに住民主権の趣旨の通り、住民主導で的確で機動的なガバナンス機能が発揮された好事例といえることができる。

本件監査請求は大きく次の 2 点から高く評価することができる。

1 点目だが、本件監査請求はそもそも警視庁捜査員の違法捜査による冤罪事件に端を発した事案である。おそらくこれまで多くの自治体で見られた住民監査請求事案を概観する

なら、本件監査請求の対象はそもそも違法・不当な財務会計行為ではないとして却下されていた可能性は高いと推察する。

すなわち、違法捜査は非財務会計行為であり、そもそも財務会計行為ではないとして、住民監査請求の要件審査の段階ではじかれる可能性は十分にあったと思われる。他方、本件では、違法捜査の結果として支払った賠償金自体は正当な手続きに従った適正な支出であるため、そこに違法があったとするのではなく、当該賠償金の支払いは所与としつつ、当該賠償金の支払いの原因となった真の加害者（違法な捜査を行った捜査員）に求償権を行使すべきであるのにも関わらず行使しないことが違法であるとして、これが違法・不当な財務会計行為であるとしている点がポイントになる。

当然ながらここでの監査請求ロジックは住民自身が提示したロジックではあるものの、その一方で、住民の請求趣旨を認容したという点において、監査委員の判断は的確であったと考える。

2点目として、本件監査請求は、2025年11月17日に提起されたものであるが、監査結果は、2026年1月16日に通知されているため、監査請求から約2か月の後、住民の請求趣旨の通りに監査委員が勧告を行ったことになる。

そして、2026年2月3日、監査委員による勧告の約2週間後には、同勧告を受けて、警視庁は警視総監の名前の下で、違法捜査を行った3名に求償権行使を実施している。

すなわち、住民監査請求の提起から、実際の求償権の行使まで3か月も経過していないことになる。もしもこれが住民訴訟という裁判の場であったならば、とても3か月程度で終結することはなく、場合によっては、何年もの歳月が費やされた可能性も否定できない。また費やされる年月だけでなく、原告には、裁判を維持するうえで、多大な金銭的負

担が発生した可能性も予想に難くない。

そうすると、主権者である住民の立場からすると、住民監査請求の有効性の確保は、そのまま自治体ガバナンスの適正性の確保に直結する処方箋ともなりうる。住民監査請求が自治体ガバナンスに寄与するのであれば、時間コストや金銭的成本の軽減という効率性の点からも、内部統制の有効性の観点からも望ましいものと考ええる。

6. 内部統制評価報告書に求められる機能と住民監査請求

内部統制評価報告書に求められる機能として、情報提供機能が強く求められることはこれまでの考察から明らかになったといえよう。

内部統制評価報告書において、単に年度末（3月31日）における内部統制の有効性の評価を、「有効と評価した」「一部有効でない部分はあるがそれ以外は有効と評価した」「××があったため有効ではないと評価した」などといった具合に、結果だけの説明であっては住民の監視機能に資する報告書とはいえない。

自治体にある内部統制の不備をどの程度まで明らかにするかについて、現時点での各自治体の事務はあまりにもバラバラであり統一性は図られていない。

しかしながら、各年度において、どのような内部統制上の不備があり、どのように対応したのか、あるいは年度末にどの不備が是正されることなく残ることとなったのか、制度趣旨に立ち返るならば、できるだけ詳細な説明が必要になるとの解釈に至るべきである。

自治法および内部統制ガイドラインにも詳細な説明がないため、自ずと裁量の範囲とはなるが、各自治体においては、内部統制評価報告書のグレードアップを図り、当自治体は他自治体よりもいかに説明責任の点で優れているかに力点をおいて実務を進めるべきであ

る。

大川原社事件における住民監査請求は、2025 年度に発生して、年度末には終結しているため、本件監査請求の結果は、東京都の内部統制評価報告書には記載しないという実務もありうるだろう。他方で、例年、非常に情報量の多い内部統制評価報告書を公表している自治体においては、本件監査請求のような内容は当然に記載される事案といえる。

内部統制上の不備の詳細を記載する事務が正しいのか、記載しない事務が正しいのかは、法令上も明確な規定はないものの、住民の立場からは、詳細な情報があったほうが様々な意思決定に役立つことに間違いはないであろう。

翻って、大川原社事件における住民監査請求においては、自治体において求償権を行使すべきであるのにも関わらず、同行使をしないことが違法・不当な財務会計行為であったとされているため、これ自体は内部統制上の不備であったと解釈できるであろう。

すなわち、もしも住民監査請求がなかったならば求償権の行使は行われなかった可能性が高く、その場合には、F 警視 250 万円、G 警部 250 万円、H 警部補 28 万円についての回収はできなかった可能性が高い。

次に、仮定のケースとはなるが、これが 2025 年度末付近において住民監査請求が提起され、2025 年度 3 月末の時点で、すでに監査委員が勧告を行ったものの、まだ警視庁から警視総監名での求償権の行使がなされていないというケースでは、おそらく年度末に違法・不当な財務会計行為が残っているということで、年度末の内部統制の評価は「一部有効でない」等の評価結果が示される可能性は高いと思われる。

そうすると、年度内に解消された内部統制の不備は一切公表されず、たまたま、年度末に残っている不備は公表されるという実務は、とりわけ、自治体の内部統制の公表とい

う局面において公平性を欠くと考えられる。年度内に発生した、あくまでも重要性の高い内部統制上の不備は、原則的に公表するという実務に向かうべきである。

次に、過年度の内部統制の重大な不備が当年度に発見された場合の実務について検討する。前述の通り、4-1 内部統制評価報告書の現状と課題でも若干の検討を加えたが、都道府県、政令指定都市、努力義務団体（他市町村）の内部統制評価報告書について、情報量という点で比較すると、以下のようになる。

努力義務団体＞政令指定都市＞都道府県

繰り返しとなるが、とりわけ努力義務団体は、内部統制制度の適用がないのにも関わらず、自ら進んで内部統制制度を取り入れた自治体であるため、首長主導での強いリーダーシップの下で、内部統制実務が進められているものと拝察する。そのような自治体の内部統制評価報告書は「有効であると評価した」「一部有効でないと判断した」などの定型的なフォーマットの報告書では決して終わらない、非常に情報量の多い有用な報告書になっている。

ところで、都道府県であれ、政令指定都市であれ、あるいは努力義務団体であれ、情報量の多い内部統制評価報告書には、過年度における内部統制の重大な不備が記載される実務も多く見られる。もしも過年度の不備が発見された場合で、さらに当該内容がまさに大川原社事件のようなケースであった場合には、当該事実が明らかになった時点で住民監査請求の対象になる可能性がある。なぜなら、不法行為に関連する「怠る事実」というケースに限定するが、もしも過年度において不法行為による損害が発生した場合で、当該損害を回収すべきであるのにも関わらずそれを「怠る事実」がある場合には、当該違法・不当な財務会計行為に関しては、住民監査請求の時効制限は及ばないとの解釈が最高裁判

決で示されているためである。以下に同裁判例を概観する。

〈最判平成 14・7・2 民集 56 卷 6 号 1049 頁〉²⁷⁾

本件は、富山県の住民 X らが、平成 3 年 5 月 21 日と同 5 年 6 月 30 日に、県と Y（請負業者）らとの間で締結された水道管理所の監視制御装置更新工事の請負契約は、Y らが談合し落札したものであり、県はこれにより損害を被ったから、Y らに対して不法行為等による損害賠償請求権を有しているにも関わらず、その行使を怠っているとして、県に代位して「怠る事実」に係る相手方である Y らに対して損害賠償を請求した住民訴訟である。

同訴訟に先立ち、X らは、平成 7 年 11 月 27 日、県の地方公営企業の管理者は、損害賠償請求権を行使して県の被った損害を補てんする措置を講ずべきであるのに、これを怠っているとして、措置を講ずべきことを勧告することを求める監査請求を提起したが、監査委員は、平成 8 年 1 月 23 日、同監査請求を却下した。

第 1 審および原審は、本件監査請求は、財務会計上の行為である本件各契約締結の日から自治法が定める 1 年の監査請求期間を徒過した後にされたものである等の理由を示した上で、X らの請求を棄却した²⁸⁾。

これに対して、最高裁は、次の理由を示した上で原審判決を破棄し地裁に差し戻した。「上記の対象事項のうち怠る事実についてはこのような期間制限は規定されておらず、住民は怠る事実が現に存する限りいつでも監査請求できるものと解される。これは、本件規定が、継続的行為について、それが存続する限りは監査請求期間を制限しないこととしているのと同様に、怠る事実が存在する限りはこれを制限しないこととするものと解される」

上記の裁判例の解釈を利用しつつ、再度、

内部統制評価報告書と住民監査請求の隣接点を探るなら、例えば、内部統制評価報告書において、内部統制上の重大な不備が示されており、当該内容が違法・不当な財務会計行為に該当するのであれば住民監査請求の対象となるであろう。

次に、もしも過年度において発生した不法行為を原因とする損害が確認され、当該損害を回収すべきであるのにも関わらず、これを怠る事実がある場合には、監査請求期間の制限は及ばず、いつでも監査請求が可能との解釈ができる（もちろん、自治法 242 条 2 項所定の通り、当該事実を知ってから合理的期間内に監査請求が必要という点は変わらない）。

ところで、筆者がこれまで 5 回に渡って見てきた内部統制評価報告書の公表実務の現場では、特にコロナ禍の混乱期を経過した後において、次のような内容の記載が散見された。

特定の自治体を示すことは避けるため、仮定の話として進めるが、例えば、2026 年度に公表する、2025 年度の内部統制評価報告書において以下の記載があった場合だが、どのような判断が可能か検討を加える。

「当市は、2022 年度、新型コロナウイルス感染症を予防する観点から、当市の要請に従って休業に応じた飲食店に対して市独自の臨時休業補償金の支払いを実施した。2025 年度になり、2022 年に実施した臨時休業補償金につき、実際には飲食店の休業の実態がないのにも関わらず、不正な請求により、市に 5,000 万円の損害が発生していたことが明らかになった」

仮定の話とはしたが、上記のような記載は、内部統制評価報告書の公表実務として実際に見られる記載例である。これまでの考察により、上記で例示した 5,000 万円の損害は不法行為によりもたらされた損害であるため、すでに発覚した時点で 3 年が経過しているものの、当該損害を回収すべきであるのに

も関わらずに回収を怠る事実があるのであれば、住民監査請求の対象になると解釈できるであろう。

このような住民の監視機能が有効に機能するためには、何はさておき、内部統制評価報告書において、詳細な事実が明らかにされていることが必須要件になる。また、内部統制評価報告書においては、報告年度の内部統制上の重大な不備だけでなく、上記で例示したように、過年度の内部統制上の不備についても明らかにすることが求められると解すべきであろう。

これにより、例えば、自治体が被った損害の回収が可能となるなど、自治体における適正な行政の運営が可能になると考えるためである。

7. おわりに

本稿は、自治法で導入された内部統制制度により作成されることとなった内部統制評価報告書の記載事項と住民監査請求制度の隣接点を探ることを企図した研究である。

内部統制評価報告書は、金商法の内部統制報告書を参考にしたものといえるが、そもそも自治法の趣旨としては、住民や議会の監視機能に資することを目的としているため、金商法における同報告書の記載はほとんど参考にならない。

現在の内部統制評価報告書の記載内容は、自治体であまりにもバラバラであり、中に

は、金商法の内部統制報告書のように、年度末に内部統制を評価した結果だけを「年度末における内部統制は有効であると判断した」と記載するなど、情報の有用性がない報告書を公表する実務も目につく。

他方で、数10ページにわたり、自治体で発生した内部統制上の重大な不備を明らかにしている自治体も多くある。主権者である住民の監視機能に役立つ内容であるためには、情報量は多くなければならない。今後の、内部統制報告実務においては、充実した情報量の確保が求められるものと考ええる。

次に、金商法所定の内部統制実務で示された「11の誤解」にも記載の通り、内部統制に不備があることが問題であるのではなく、虚偽の記載があることが問題であるとする内容は参考にすべきであろう。

ここでの虚偽記載は、敷衍するなら、必要なことを記載しないこと、すなわち重要な内部統制上の不備の「意図的な不記載」も含んでいると解すべきであろう。

自治体が作成する内部統制評価報告書においては、様々な内部統制上の課題が明らかにされ、それらが可視化されることで透明性の高い行政事務の運営が可能になると考える。

また、そこで明らかにされた内部統制上の不備について、特に当該内容が違法・不当な財務会計行為に該当する場合には、住民監査請求の対象になるということになれば極めて便宜であり、自治体の適正化に資することになると考える。

(注)

- 1) 大阪地判平成12・9・20判タ1047号86頁。
- 2) 神戸地裁平成14年4月5日商事法務1626号52頁。
- 3) 他にも、三菱商事株主代表訴訟事件（東京地判平成16・5・20判時1871号125頁）、雪印食品株主代表訴訟事件（東京地判平成17・2・10判

- 時1887号135頁）、ダスキン株主代表訴訟事件（大阪高判平成18・6・9判時1979号115頁）、ヤクルト本社株主代表訴訟事件（東京高判平成20・5・21判タ1281号274頁）なども商法改正に影響を与えた裁判例といえる。いずれの裁判でも内部統制の必要性について判示している。
- 4) なお、自治法では「重大な不備」という用語を

内部統制評価報告書に記載された違法・不当な財務会計行為に関する住民監査請求の検討

使用する。

- 5) 戦後の混乱期から現在に至るまでの不適正経理の実態については以下が詳しい。清水雅典「国及び地方自治体における不適正経理と再発防止への取組—決算検査報告に見る不適正経理の歴史的変遷」決算委員会調査室，立法と調査，No.342，2013年7月。
- 6) 「平成17年度決算審査措置要求決議」参議院決算委員会，2007年6月13日 https://www.sangiin.go.jp/japanese/gianjoho/ketsugi/166/k028_061101.pdf (2026年4月10日アクセス)
- 7) 会計検査院法第30条の2の規定に基づく報告書『都道府県及び政令指定都市における国庫補助事業に係る事務費等の不適正な経理処理等の事態，発生の背景及び再発防止策について』会計検査院，平成22年12月 https://report.jbaudit.go.jp/org/pdf/221208_zenbun_1.pdf (2026年4月15日アクセス)
- 8) 2010会計検査院報告の当時は，政令指定都市は全部で18都市であった。
- 9) 経営研究調査会研究報告第43号『非営利組織の不正調査に関する公表事例の分析』日本公認会計士協会，2010年8月。
- 10) 「地方公共団体における内部統制制度の導入に関する報告書」総務省，2014年3月，https://www.soumu.go.jp/main_content/000287115.pdf (2026年4月15日アクセス)
- 11) 2014内部統制の導入に関する報告書，2頁。
- 12) 拙稿「監査実務の課題研究」総務省自治大学校HP，2019年7月，https://www.soumu.go.jp/main_content/000634190.pdf (2026年4月20日アクセス)
- 13) 第31次地方制度調査会答申「人口減少社会に的確に対応する地方行政体制及びガバナンスのあり方に関する答申」総務省，2016年3月，https://www.soumu.go.jp/main_content/000403436.pdf (2026年4月25日アクセス)
- 14) 以下が，直近3回分の研究成果である。拙稿「地方自治法150条に基づく内部統制評価報告書の現状と課題（令和7年公表）—制度導入から5年の区切りにあたり，制度運用上の課題を探索—」月刊監査研究52巻3号，2026年3月，21—30頁。拙稿「地方公共団体における内部統制評価報告書の現状と課題（令和6年公表）—努力義務団体の現状および重要な不備の判断基準を中心として—」月刊監査研究51巻3号，2025年3月，56—65頁。拙稿「地方公共団体における内部統制評価報告書の現状と課題（令和5年公表）」月刊監査研究50巻3号，2024年3月，20—30頁。
- 15) 「内部統制報告制度に関する11の誤解」金融庁総務企画局企業開示課，2008年3月，<https://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20080311-1/01.pdf>
- 16) 「地方公共団体における内部統制制度の導入・実施ガイドライン」総務省，2019年3月（2024年3月改定），25頁。https://www.soumu.go.jp/main_content/000937432.pdf (2026年4月25日アクセス)
- 17) 「令和6年度千葉県内部統制評価報告書」千葉県，2025年7月，<https://www.pref.chiba.lg.jp/gyoukaku/hourei junshu/compliance/naibutousei/documents/r6hyoukahoukoku.pdf> (2026年2月20日アクセス)
- 18) 2007年以降の冤罪事件について，日弁連ウェブサイトではそのいくつかが紹介されている。<https://www.nichibenren.or.jp/activity/criminal/visualisation/falseaccusation.html>
- 19) 「郵便不正・厚生労働省元局長事件（村木事件）」日本弁護士会連合会 <https://www.nichibenren.or.jp/activity/criminal/visualisation/falseaccusation/case1.html> (2026年5月15日アクセス)。
- 20) 「大川原化工機事件の刑事手続に関する検討報告書」日本弁護士会連合会，2025年12月，https://www.nichibenren.or.jp/library/pdf/activity/criminal/visualisation/251209_report.pdf (2026年3月20日アクセス)。
- 21) 正式名は，輸出貿易管理令別表第一及び外国為替令別表の規定に基づき貨物又は技術を定める省令の一部を改正する省令。

内部統制評価報告書に記載された違法・不当な財務会計行為に関する住民監査請求の検討

- 22) 同報告書の説明では、噴霧乾燥器（スプレードライヤー）とは、液体を乾燥し粉体にする装置。液体を細かい霧状に噴霧し、熱風と効率よく接触させることで水分を蒸発させ、乾燥製品にするもの。牛乳を噴霧すれば粉ミルク、コーヒーを噴霧すればインスタントコーヒーなどさまざまな液体を粉にすることができる装置をいう。
- 23) 警視庁は大川原社事件について以下の検証報告書を公表している。「国家賠償請求訴訟判決を受けた警察捜査の問題点と再発防止策について」警視庁、2025年8月7日、https://www.keishicho.metro.tokyo.lg.jp/about_mpd/keiyaku_horei_kohyo/oshirase/taisaku.files/report.pdf（2026年3月15日アクセス）。
- 24) 監査請求の内容および監査結果の詳細は、東京都監査事務局から次の通り公表されているので参照されたい。「判決確定に伴う賠償金支出について捜査員に対する求償権の行使を求める住民監査請求監査結果」東京都監査事務局、2026年1月、<https://www.kansa.metro.tokyo.lg.jp/documents/d/kansa/7jumin15>（2026年4月20日アクセス）。
- 25) 『「判決確定に伴う賠償金支出について捜査員に対する求償権の行使を求める住民監査請求監査結果」の勧告に基づき講じた措置について』警視庁、2026年2月3日、https://www.kansa.metro.tokyo.lg.jp/documents/d/kansa/7jumin15_sochi（2026年4月20日アクセス）。
- 26) 最2小判昭和62・2・20民集41巻1号122頁。
- 27) 最判平成14・7・2民集56巻6号1049頁。
- 28) 富山地判平成9・4・16判例タイムズ965号156号。名古屋高判平成10・4・22判例

（参考文献）

- 「平成17年度決算審査措置要求決議」参議院決算委員会、2007年6月、https://www.sangiin.go.jp/japanese/gianjoho/ketsugi/166/k028_061101.pdf
- 経営研究調査会研究報告第43号『非営利組織の不正調査に関する公表事例の分析』日本公認会計士協会、2010年8月。
- 「内部統制報告制度に関する11の誤解」金融庁総務企画局企業開示課、2008年3月、<https://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20080311-1/01.pdf>
- 会計検査院法第30条の2の規定に基づく報告書『都道府県及び政令指定都市における国庫補助事業に係る事務費等の不適正な経理処理等の事態、発生の背景及び再発防止策について』会計検査院、2010年12月、https://report.jbaudit.go.jp/org/pdf/221208_zenbun_1.pdf
- 「地方公共団体における内部統制制度の導入に関する報告書」総務省、2014年3月、https://www.soumu.go.jp/main_content/000287115.pdf
- 第31次地方制度調査会答申「人口減少社会に的確に対応する地方行政体制及びガバナンスのあり方に関する答申」総務省、2016年3月、https://www.soumu.go.jp/main_content/000403436.pdf
- 「地方公共団体における内部統制制度の導入・実施ガイドライン」総務省、2019年3月（2024年3月改定）、25頁。https://www.soumu.go.jp/main_content/000937432.pdf
- 「令和6年度千葉県内部統制評価報告書」千葉県庁、2025年7月、<https://www.pref.chiba.lg.jp/gyokaku/houreijunshu/compliance/naibutousei/documents/r6hyoukahoukoku.pdf>
- 「郵便不正・厚生労働省元局長事件（村木事件）」日本弁護士会連合会 <https://www.nichibenren.or.jp/activity/criminal/visualisation/falseaccusation/case1.html>
- 「大川原化工機事件の刑事手続に関する検討報告書」日本弁護士会連合会、2025年12月、https://www.nichibenren.or.jp/library/pdf/activity/criminal/visualisation/251209_report.pdf

内部統制評価報告書に記載された違法・不当な財務会計行為に関する住民監査請求の検討

- 「国家賠償請求訴訟判決を受けた警察捜査の問題点と再発防止策について」警視庁，2025年8月，https://www.keishicho.metro.tokyo.lg.jp/about_mpd/keiyaku_horei_kohyo/oshirase/taisaku.files/report.pdf
- 「判決確定に伴う賠償金支出について捜査員に対する求償権の行使を求める住民監査請求監査結果」東京都監査事務局，2026年1月，<https://www.kansa.metro.tokyo.lg.jp/documents/d/kansa/7jumin15>
- 『判決確定に伴う賠償金支出について捜査員に対する求償権の行使を求める住民監査請求監査結果』の勧告に基づき講じた措置について』警視庁，2026年2月，https://www.kansa.metro.tokyo.lg.jp/documents/d/kansa/7jumin15_sochi
- 紺野卓「監査実務の課題研究」総務省自治大学校 HP，2019年7月，https://www.soumu.go.jp/main_content/000634190.pdf
- 紺野卓「地方自治法 150 条に基づく内部統制評価報告書の現状と課題（令和 7 年公表）—制度導入から 5 年の区切りにあたり，制度運用上の課題を探る—」月刊監査研究 52 巻 3 号，2026 年 3 月，21–30 頁。
- 紺野卓「地方公共団体における内部統制評価報告書の現状と課題（令和 6 年公表）—努力義務団体の現状および重要な不備の判断基準を中心として—」月刊監査研究 51 巻 3 号，2025 年 3 月，56–65 頁。
- 紺野卓「地方公共団体における内部統制評価報告書の現状と課題（令和 5 年公表）」月刊監査研究 50 巻 3 号，2024 年 3 月，20–30 頁。
- 清水雅典「国及び地方自治体における不適正経理と再発防止への取組—決算検査報告に見る不適正経理の歴史の変遷」決算委員会調査室，立法と調査，No.342，2013 年 7 月。
- 最判昭和 62・2・20 民集 41 巻 1 号 122 頁。
- 最判平成 14・7・2 民集 56 巻 6 号 1049 頁。
- 大阪高判平成 18・6・9 判時 1979 号 115 頁
- 名古屋高判平成 10・4・22 判例タイムズ 1002 号 165 号。
- 東京高判平成 20・5・21 判タ 1281 号 274 頁
- 富山地判平成 9・4・16 判例タイムズ 965 号 156 号。
- 大阪地判平成 12・9・20 判タ 1047 号 86 頁。
- 神戸地裁平成 14・4・5 商事法務 1626 号 52 頁。
- 東京地判平成 16・5・20 判時 1871 号 125 頁
- 東京地判平成 17・2・10 判時 1887 号 135 頁
- 東京地判令和 5・12・27（令和 3 年（ワ）第 23302 号 国家賠償請求事件）

(Abstract)

This paper investigates an overview of current internal control practices in local governments by examining the actual practices surrounding the publication of internal control evaluation reports. It also explores the connection between the contents of these reports and residents' audit requests. The study revealed that if a report details actions constituting illegal or improper financial accounting act that result in financial loss to the local government, such matters can indeed serve as grounds for residents' audit requests. To illustrate these points, this study used the wrongful accusation case involving Okawara Kakoki Co., Ltd..

【論文】

破壊的イノベーションに対する 適応不全メカニズムの理論的考察

Why Established Firms Fail to Respond to Disruptive Innovation? An Integrative Review through the Lens of Cognitive, Capability, and Power Traps

黒澤 壮史
KUROSAWA Masashi

目次

- 1 はじめに
- 2 レビュー方法
 - (1) 対象ジャーナルと選定基準
 - (2) 検索方法とスクリーニング
- 3 年代別の理論的展開
 - (1) 基盤期 (1984-1995)
 - (2) 確立期 (1996-2005)
 - (3) 再編期 (2006-2017)
 - (4) 拡張期 (2018-現在)
 - (5) 年代別展開の総括
- 4 内容面での再整理：三つの「罠」
 - (1) 認知の罠
 - (2) 能力の罠
 - (3) 権力の罠
 - (4) 三つの罠の外で(1)：理論そのものへの批判的検討
 - (5) 三つの罠の外で(2)：罠からの脱出をめぐる処方箋
 - (6) 三つの罠の整理——相互関連性と診断的順序
- 5 統合的考察：年代軸とアプローチ軸の交差
 - (1) 四段階における三つの罠の布置
 - (2) 罠どうしの対立点
- 6 実践的含意と残された研究課題
 - (1) 実践的含意

(2) 残された研究課題

7 結論

参考文献

(要旨)

破壊的イノベーション (disruptive innovation) および非連続的な技術変化を前にして、なぜ既存の優良企業は適応に失敗するのか。本稿は、この経営学上の中心的な問いをめぐる主要研究を、統合的レビューのスタイルで (1) 年代別の理論的展開、(2) 内容面での論点という二つの軸で整理・統合する。約 30 本の中核論文を対象に、Hannan & Freeman (1984) の構造慣性論から Simsek et al. (2024) のデジタル変革研究まで、40 年間の蓄積を通史的にたどった。年代軸からは、「基盤期」「確立期」「再編期」「拡張期」という四段階が浮かび上がり、純粋な技術論から組織アイデンティティ・エコシステム論へと重心が移っていく様子が見て取れる。内容軸では、適応不全の因果を、組織が変化を「気づけない」のか「できない」のか「許されない」のかという問いに即して、認知の罣・能力の罣、そして従来散在していた諸力を束ねる権力の罣という三つの罣へと再整理した。これらは互いに対立するというより、互いに連動し相互に強化し合う複合メカニズムとして働く。さらに、理論そのものの妥当性を問う批判的検討と、罣からの脱出をめぐる処方箋を取り上げる。

キーワード：破壊的イノベーション、パワー・ポリティクス、イノベーターのジレンマ、統合的文献レビュー

1 はじめに

合理的に経営されている優良企業が、なぜ破壊的技術への対応に失敗するのか、という Christensen (1997) の問いは戦略論とイノベーション論の中心にあり続けてきた。既存企業がラディカルな技術的不連続性に直面したときパフォーマンスが低下するという現象は、数多くの実証研究によって繰り返し確認されている。

この適応不全の背景には、複数の理論的ルーツが折り重なっている。本稿の狙いは、これら多角的な理論の系譜を、年代別の展開と内容面の論点という二つの軸から再構成することにある。とりわけ後者については、適応不全をもたらす因果を「認知の罣」「能力の罣」「権力の罣」という三つの罣へと整理し直

すことを試みる。この三分法は、まったく新しい概念を提示するものではない。コンピテンシー・トラップ (Levitt & March, 1988) や資源依存理論といった既存の概念を借りた再整理であり、その点では控えめな貢献にとどまる。ただし、その再整理のなかでも権力の罣は、認知の罣・能力の罣が繰り返し主題化されてきたのに比して、独立した範疇として明示的に括られることが少なかった。外部の資源依存（顧客・資本市場）と内部の政治過程という、従来は別個に論じられてきた諸力を、組織が変化を「許されない」という一点において束ね、認知・能力と並ぶ第三の罣として定位すること。これが本稿のレビューのもっとも独自に踏み込んだ主張である。さらに本稿は、これら三つの罣が単に並列するのではなく、組織が変化を「気づけない」のか「できない」のか「許されない」のかとい

う問いに対応しつつ、互いを正当化し強化し合う自己強化的な構造をなすという仮定を提示する。Christensen et al. (2018) が多重メカニズムの相互作用を指摘したのを受け、その相互作用に一定の見通しを与えるを試みる。

2 レビュー方法

(1) 対象ジャーナルと選定基準

本稿のレビューは、特定領域の全文献を網羅的に収集・選別する厳密な意味でのシステマティック・レビューではなく、領域の代表的な研究に言及しつつ、主要研究の批判的な整理と総合を通じて新たな視座を導く統合的レビュー (integrative review) の系譜に位置づけられる (Elsbach & van Knippenberg, 2020)。対象としたジャーナルは、経営学領域の国際的なトップジャーナルに掲載された査読付き学術論文である、Academy of Management Journal (AMJ), Academy of Management Review (AMR), Administrative Science Quarterly (ASQ), Strategic Management Journal (SMJ), Organization Science (OS), Management Science, Journal of Management Studies (JMS), Research Policy を中核に据えた。これに加え、Christensen 批判論争や両利き経営をめぐる重要な議論がしばしば実務寄りの査読誌で展開されてきた事情を踏まえ、Harvard Business Review, MIT Sloan Management Review, Journal of Product Innovation Management (JPIM), Research in Organizational Behavior (ROB), Strategic Entrepreneurship Journal (SEJ) も含めている。

(2) 検索方法とスクリーニング

検索データベース (Wiley Online Library, JSTOR, AOM Journals, INFORMS Pubs-Online, ScienceDirect, EBSCO, Web of Sci-

ence, Google Scholar) において、「disruptive innovation/technology」「incumbent failure」「organizational inertia」「core rigidity」「architectural innovation」「absorptive capacity」「ambidexterity」「managerial cognition」「dynamic capabilities」「organizational identity」「technological discontinuity」を軸とするキーワードを組み合わせで検索した。さらに、重要論文の引用ネットワーク (forward/backward citation tracking) を遡行・追跡することで、関連文献を補った。

選定にあたっては三つの基準を設けた。査読付き学術論文または同等の影響力を持つ実務誌論文であること、既存企業が技術的・市場的不連続性に対応する／失敗する組織内メカニズムを論じていること、そして1984年以降の発表であること、の三点である。可能なかぎり原典に当たり、二次引用は最小限にとどめた。こうして本稿の中核をなす約30本の論文を選定した。ただし本稿は、各段階の収穫・除外件数を逐一記録するPRISMA型のフローには依拠しておらず、採録は領域における代表性と被引用の影響力に基づく目的的な選択である。したがって本稿の主眼は、文献の網羅ではなく、適応不全をめぐる分断された理論的視点の全体像を整理することにある。

なお、本稿と問題関心を共有する先行のレビューとして、Eggers & Park (2018) がある。同レビューは「なぜ既存企業の応答が企業ごとに分かれるのか」という異質性を軸に据え、能力・知識・ポジション・認知という諸要素と、直面する技術変化の性質との適合関係から研究群を配置する。そのうえで、異なる理論的視点がそれぞれ独立に発展した結果として、産業ごとの詳細な知見が断片的に積み上がり、メカニズム相互の連結と境界条件の特定が果たされていないと診断している。本稿はこの現状診断を共有するが、整理の軸を異にする。第一に、同レビューが企業

間の応答の差を説明する変数の配置を主題とするのに対し、本稿は一つの変化が実行に至るまでにくぐる関門に即して研究群を配置する。第二に、同レビューが精緻なコンティンジェンシーの積み上げを今後の方向として示すのに対し、本稿はむしろ三つの罫という粗い分類への集約を試みる。第三に、同レビューがポジションとして扱う外部依存の要素を、本稿は組織内部の政治過程と束ね、変化が「許されない」という単一の問いのもとに第三の罫として定位する。

3 年代別の理論的展開

破壊的イノベーション研究の40年におよぶ蓄積は、四つの段階に区分できる。各段階は前段階の知見を受け継ぎながらも、それぞれ固有の問題関心と理論的焦点を抱えている。以下では、各段階の代表的研究、理論的特徴、そして前段階からの発展を順に見ていく。

(1) 基盤期 (1984–1995)：組織慣性と技術的不連続性の発見

Christensen 以前の組織理論の伝統に立つこの時期の研究は、後続の議論の土台を築いた。関心の中心は破壊的イノベーションそのものというより、「なぜ組織は環境変化に機敏に適応できないのか」という、より一般的な変革の困難さにあった。

個体群生態学（ポピュレーションエコロジー）の研究では、慣性を組織の欠陥ではなく生態学的選択の帰結として捉え直していた。Hannan & Freeman (1984) の構造慣性の議論は、信頼性と説明責任を担保する標準化ルーティンこそが変化への抵抗を生むと説き、慣性を「淘汰を生き延びた組織が支払う代償」として位置づけた。これと並行して、技術変化の側にも目が向けられる。Tushman & Anderson (1986) は技術進化が漸進的変化と不連続的ブレークスルーの交替として進

むこと、後者がとりわけ（既存）能力破壊型（competence-destroying）の場合に既存企業を窮地へ追い込むことを示し、Henderson & Clark (1990) はその破壊性が技術の急進性ではなく組織知識との適合性に宿ることを、アーキテクチャ知識という概念で論じていた。

やがて慣性の所在は、組織が蓄えた能力そのものへと掘り下げられていく。Cohen & Levinthal (1990) の吸収能力、March (1991) の探索と活用のトレードオフ、そして Leonard-Barton (1992) のコア硬直性（Core-Rigidity）は、いずれも過去の成功が将来の足枷へ転じる機序を、異なる角度から照らし出した。これらの概念装置の中身は、第4節で三つの罫として改めて検討する。基盤期の終わりには、後の Christensen 理論の骨格をなす価値ネットワーク概念が Christensen & Rosenbloom (1995) によって提示され、合理的な投資判断であるほど次なる対応の失敗を招くという逆説が、新たな中心命題として準備された。

(2) 確立期 (1996–2005)：古典理論の確立と多視点的拡張

Christensen の破壊的イノベーション論が学界と実務界の双方で支配的パラダイムへと普及する一方、それを補完し拡張する多様な視点が並行して育った時期である。この時期の問いは「破壊的イノベーションへの失敗を説明する具体的メカニズムは何か」へと精緻化されていく。

この時代を方向づけたのは、優良企業の敗北を経営者の判断ミスではなく資源配分プロセスの合理性そのものに帰した Christensen & Bower (1996) であった。既存顧客と既存株主の要求が社内の投資選別ロジックを介して破壊的技術への投資を構造的に押しとどめるというこの説明は、本領域の支配的フレームとなる。これを軸に、複数の系譜が枝分かれしていった。ダイナミックケイパビリ

ティ論は Teece, Pisano & Shuen (1997) から Eisenhardt & Martin (2000) へと操作化が進み, Ocasio (1997) は組織の認知能力が競争力の源泉となる議論 (Attention-Based View) を確立する。Tripsas (1997) は補完資産が既存企業の生存を支える緩衝装置となることを示し, 能力決定論に一定の留保を加えた。

この時期に現れた重要な研究として挙げられるのは, 認知を慣性の源として鮮烈に描いた Tripsas & Gavetti (2000) の Polaroid 研究, 需要側から破壊性を捉え直した Adner (2002), 効率追求そのものが探索を締め出すロジックを定式化した Benner & Tushman (2003), そして「組織的慣性」を資源硬直性とルーティン硬直性へ分類した Gilbert (2005) である。とりわけ Gilbert は, Christensen & Bower (1996) の資源配分論と Leonard-Barton (1992) の能力論を一つの枠組へ接続することで, 後続の統合的理解への道を開いた。

(3) 再編期 (2006–2017) : 理論の限界と両利き経営の台頭

Christensen 理論の支配的地位に向けられた批判的検討と, 複数の理論視点を束ねようとする統合の試みがこの時期を特徴づける。この時期の問いは「Christensen 理論はどこまで一般化できるのか」「異なる視点をいかに統合するのか」へと移っていく。

理論の射程をめぐる問い直しが通奏低音となった。Markides (2006) は破壊を技術・ビジネスモデル・ラディカル製品の三類型へ区別すべきだと説き, Henderson (2006) は資源配分による説明だけでは足りず, 組織コンピテンスの欠如こそが本質だと指摘する。一方で統合の機運も高まり, O'Reilly & Tushman (2008, 2013) は両利き経営 (organizational ambidexterity) をダイナミックケイパビリティの一形態として定式化し, 「破

壊的イノベーションが強固な環境では両立不可能」とする Christensen 流の悲観論に反論した。

分析の射程も二方向へ広がる。一方では Tripsas (2009) が組織アイデンティティへ, Eggers & Kaplan (2009) が CEO の注意配分へと, 認知の内側を掘り下げた。他方では Benner (2010) および Benner & Ranganathan (2012, 2017) が, 証券アナリストと大株主の期待という組織の外部へ目を転じ, それまで内部に閉じていた適応不全の議論を組織境界の外側へ押し広げた。

(4) 拡張期 (2018–現在) : プラットフォーム経済と新たな破壊

この段階を彩るのは, それまでの研究に関する総合的な整理と, デジタル・プラットフォーム・AI といった新たな破壊的イノベーションの形態への理論拡張である。この時期の中核的な問いは「破壊概念は新時代の現象をどこまで説明できるのか」「組織アイデンティティとデジタル変革はいかに絡み合うのか」へと向かう。

この段階を象徴するのが, Christensen, McDonald, Altman & Palmer (2018) によるレビューである。資源配分・アーキテクチャ・ダイナミックケイパビリティ・認知という諸概念は, そのいずれかが一つが真因なのではなく, 多重のメカニズムとして絡み合って作用するものであり, 本領域が単一原理の探求から複合的理解へと成熟したことを論じている。

適応不全に関連してアイデンティティ論は, さらに分解が進む。Kammerlander, König & Richards (2018) は, ドイツの出版社のデジタル化対応から, 「何をする会社か」を問うドメイン・アイデンティティと「誰のために存在するか」を問うロール・アイデンティティの相互作用が応答の異質性を生むと論じ, Tripsas (2009) の議論を一步進めた。

さらに Gilbert (2005) の知見も再検証される。Graf-Vlachy et al. (2021) は、脅威フレームが資源硬直性を緩めるのは経営陣がコントロール可能性を中程度に感じている場合に限られると、その境界条件を特定している。

この時期は破壊概念そのものも、デジタル経済の文脈で一定のアップデートを迫られる。Antonio & Kanbach (2023) は需要・市場構造・規制・エコシステムといった文脈要因を束ねる系統的レビューを提示し、Simsek, Heavey, König & Stam (2024) は AI・プラットフォーム・エコシステムを新たな破壊力と位置づけ、戦略的アントレプレナシップの

枠組へと再定式化した。

(5) 年代別展開の総括

四段階を貫いて、本領域の研究は三つの方向へ展開してきた。第一に、分析単位の拡張として、個別企業の意思決定から組織・顧客・資本市場・エコシステムへと重心が移った。第二に、説明変数の多様化として単一の慣性源（構造慣性）から、相互作用する複数のメカニズム（認知・資源・ルーティン・アイデンティティ）へと変化した。第三に、規範的処方箋の精緻化として「分離か統合か」の二者択一から、状況適応型のマネジメント

表 1 破壊的イノベーション研究の年代別展開

時期	中心的問い	代表的研究	理論的焦点
基盤期 (1984-1995)	組織はなぜ環境変化に機敏に対応できないか	Hannan & Freeman (1984); Tushman & Anderson (1986); Henderson & Clark (1990); Cohen & Levinthal (1990); March (1991); Leonard-Barton (1992); Christensen & Rosenbloom (1995)	構造慣性、技術的不連続性、アーキテクチャ知識、吸収能力、探索/活用、コア硬直性、価値ネットワーク
確立期 (1996-2005)	破壊的イノベーションへの失敗を説明する具体的メカニズムは何か	Christensen & Bower (1996); Teece et al. (1997); Ocasio (1997); Tripsas (1997); Tripsas & Gavetti (2000); Eisenhardt & Martin (2000); Adner (2002); Benner & Tushman (2003); Gilbert (2005)	資源依存、ダイナミックケイパビリティ、注意配分、補完資産、認知的慣性、需要側の視点、プロセス管理の罫、資源/ルーティン硬直性の分離
再編期 (2006-2017)	Christensen 理論はどこまで一般化可能か。複数視点をどう統合するか	Markides (2006); Henderson (2006); O'Reilly & Tushman (2008, 2013); Tripsas (2009); Eggers & Kaplan (2009); Benner (2010); Benner & Ranganathan (2013, 2017); Lepore (2014); King & Baatartogtokh (2015)	ビジネスモデル破壊との区別、組織コンピテンス論、両利き経営、組織アイデンティティ、CEO の注意配分、資本市場・アナリスト圧力、Christensen 理論への批判
拡張期 (2018-現在)	破壊的イノベーション概念は現代の現象をどこまで説明できるか	Christensen et al. (2018); Kammerlander et al. (2018); Graf-Vlachy et al. (2021); Antonio & Kanbach (2023); Simsek et al. (2024)	多重メカニズムの相互作用、ドメイン/ロール・アイデンティティ、Gilbert 理論の境界条件、エコシステム・文脈要因、AI・プラットフォーム破壊

出所) 筆者作成。

へと変化していく。これらの変化を表1に整理する。

4 内容面での再整理：三つの「罠」

年代軸が理論の継承と発展を映し出すのに対し、内容面では、適応不全をもたらす因果が複数の異なる水準に存在することが見えてくる。先行する諸研究を読み解くと、それらは結局のところ三つの問いに収斂すると考えられる。組織は変化に「気づけない」のか、実行「できない」のか、それとも実行を「許されない」のか、という問いである。ここでは、この問いに即して既存研究を三つの罠、すなわち認知の罠・能力の罠・権力の罠へと再整理する。これは「ものの見方」「組織の能力」「組織を取り巻く力関係」という、慣性の発生源の違いに対応する分類でもある。

(1) 認知の罠 (Cognitive Trap) —— 「気づけない」

第一の罠は、経営陣が外部環境の変化をどう解釈し意味づける（センスメイキングする）かに宿る。鍵となる概念は、ドミナント・ロジック、組織アイデンティティ、そして注意配分である。組織が破壊を見落とすのは情報がないからではなく、手にした情報を映し出す認知の鏡が歪んでいるからだ、というのがこの立場の核心にある。

この罠を最も鮮やかに体現するのが、Tripsas & Gavetti (2000) の描いた Polaroid の事例だろう。早くから世界水準のデジタル技術を抱えながら、同社は「レーザー & ブレード」モデルへの強固な認知的拘束ゆえに、デジタルカメラの商業化を繰り返し退け、先送りにした。象徴的なのは、経営陣が一貫して資金を注いだ Helios (医療用画像診断システム) の顛末である。高価な専用レーザーフィルムを消費させ続けるその構造は、既存の認知モデルにびたりと合致していた。

だからこそ、商業的には惨敗に終わったにもかかわらず優先されたと考察されている。シニア層の認知的慣性が現場の適応的な見方を押し潰す、階層間の解釈の乖離 (dissonance) がそこには存在していたという解釈である。

この階層間の乖離が、感情によって媒介されることを示したのが Vuori & Huy (2016) の Nokia 研究である。2005 年から 2010 年にかけての同社では、組織の注意構造と歴史的な経緯とが、経営陣と中間管理職とに異質な恐れを共有させていた。経営陣が恐れていたのは外部の競合と株主であり、中間管理職が恐れていたのは上司や同僚という内部の集団である。外向きの恐れを抱えた経営陣は、外部脅威の深刻さを十分に開示しないまま中間管理職へ圧力をかけ、そこから上がってくる報告を偏った仕方と解釈した。中間管理職の側は、果たせない約束をしてでも上司の不興を避けようとし、基本ソフトの開発能力をめぐる否定的な情報は上層へ届かなくなる。その帰結が、短期の端末開発への注意の集中と、長期的にはより有効な領域からの注意の撤退であった。認知の罠が単なる解釈の誤りではなく、組織内部の力関係と感情に支えられて再生産されることを、この研究は示している。

この認知的制約を組織レベルへ引き上げれば、組織アイデンティティの問題にも関連づけられる (Tripsas, 2009)。「自分たちは何者か」という自己規定は、注意を一点に集める利点を持つ反面、それに背く技術を視界から締め出す刃でもある。Kammerlander et al. (2018) はこれをドメインとロールの二次元に腑分けし、企業ごとに応答が分かれる理由を説明してみせた。

注意配分の側面は、Ocasio (1997) の ABV (注意基盤観) と Eggers & Kaplan (2009) の実証が裏づけるとおり、それ自体が組織のダイナミックケイパビリティを構成する。CEO の注意が新技術へ向くか既存技

術にとどまるかで、参入の速度は大きく変わる。さらに、部門ごとの認知の隔たりが「思考世界 (thought worlds)」を生み、技術と市場の知識統合を阻むという指摘 (Dougherty, 1992) も、同じ系譜に連なる。

認知の罫は、能力論とも交差する。Danneels (2002) が「顧客ケイパビリティの罫」と呼んだ現象では、既存顧客向けの技術提供に能力が特化するあまり、新市場を開拓するためのマーケティング能力が育たない。汎用技術を手にしていても、新たな顧客へ近づく術を欠くために、そのポテンシャルは宙に浮いてしまう。

(2) 能力の罫 (Capability Trap) —— 「できない」

第二の罫は、組織が長年かけて蓄えてきた能力・ルーティン・構造そのものが、いかにして変化への抵抗源へ転じるかに関わる。たとえ変化が「見えて」いても、それを実行に移す能力やルーティンが既存事業に最適化されているために動けないという Levitt & March (1988) のいうコンピテンシー・トラップが、ここでの基調をなす。

その代表が、Leonard-Barton (1992) のコア硬直性だろう。中核的能力を成す四次元 (従業員の知識・スキル、技術システム、管理システム、価値観・規範) は、成功の反復を通じて経路依存的な自己補強ループを描き、やがて硬直性へと転じる。破壊的新技術の最初の提案は、とりわけ価値観と規範の次元に触れるがゆえに、「品質が低い」「自社のブランド水準に合わない」として正統性を奪われる。非正統化の罫である。

構造的な硬直のメカニズムをより精緻に示すのが、Henderson & Clark (1990) のアーキテクチャル・イノベーション論である。同じ製品構成のもとで改良を重ねるうち、組織のコミュニケーション経路と情報フィルターは、その特定のアーキテクチャに最適化され

ていく。やがてアーキテクチャが変わっても、要素技術は従来どおりであるために漸進的变化と誤認され、研ぎ澄まされた情報フィルターは、新しい結合関係が放つ微弱な信号を雑音として切り捨てることになるという。

能力の罫の根源には、学習をめぐるトレードオフがある。March (1991) によれば、探索 (新たな可能性の探求) と活用 (既存の確実性の精緻化) は資源を奪い合う関係にあり、活用が確実で即時の報酬をもたらすために、組織は活用へ傾き、長期の探索能力をすり減らしていく。Cohen & Levinthal (1990) の吸収能力論はこれを別角度から照らす。外部知識を取り込む力は過去の知識ストックに依存するため、価値ネットワークの異なる新技術ほど吸収が難しい。

効率を追い求めること自体が探索を排除するという逆説を、最も明快に定式化したのが Benner & Tushman (2003) である。シックスシグマや TQM, ISO9000 の核心は、プロセスを可視化・標準化し、ばらつきを統計的に削ぎ落とすことにある。それは知の深化を極大化する一方で、不確実性とばらつきを必要とする知の探索を組織から閉め出す。プロセス管理が全社を覆えば、確実で即時的で予測可能な成果を偏重する空気が醸成され、抜本的転換の力は麻痺してしまう。

これらを Gilbert (2005) は資源硬直性とルーティン硬直性へと整理し直し、両者が環境認識に対して逆向きの関係を持つことを示した。脅威認識が強まれば資源の硬直は緩む反面、脅威硬直性効果 (threat-rigidity effect) によってルーティンの硬直はむしろ増す。Graf-Vlachy et al. (2021) はこの関係に条件を付し、脅威フレームが資源硬直性を緩めるのは、経営陣のコントロール可能性の認識が中程度のときに限られることを明らかにしている。組織の構造それ自体が慣性を生むという視点は、すでに Hannan & Freeman (1984) の構造慣性論が説いていたところでもある。

(3) 権力の罠 (Power Trap) —— 「許されない」

第三の罠は、組織を取り巻く力関係に根ざす。変化が「見えて」おり、それを実行する「能力」があってもなお、組織がそれを許されない場合がある。生存に必要な資源を握る者が、組織の選択を外から、あるいは内から縛るからだ。この罠は資源依存理論 (Pfeffer & Salancik, 1978) を理論的支柱とし、外部の権力と内部の権力という二つの顔を持つ。

外部の権力を最も鋭く描いたのが、Christensen & Bower (1996) である。企業の戦略を実際に形づくるのは、経営トップの意図というより、生存に必要な資源を握る主流顧客の側だと主張している。破壊的技術の黎明期、その小型・軽量といった特性は、大型コンピュータメーカーのような主流顧客にとって何の価値もない。だからボトムアップの資源配分は持続的イノベーションへ流れ、市場が小さすぎるという理由で破壊的技術は退けられる。Christensen & Rosenbloom (1995) の価値ネットワーク概念は、こうした外部依存の構図を最も包括的に表現したものであった。

外部の権力は、顧客の先にある資本市場へと連なる。Benner (2010) および Benner & Ranganathan (2012, 2017) が描き出したのは、証券アナリストと大株主が既存企業の慣性を外側から固めるさまである。アナリストは既存技術を延ばす活用的戦略に好意的な関心を寄せ、不連続な新技術への探索的戦略は初期にはほぼ黙殺するか、低く評価する。安定収益を期待される企業がそこへ大きく投げれば、自らのカテゴリー・アイデンティティへの違背と見なされ、市場価値の下落という罰を受ける。資本市場への恐れが、適応に必要な探索を経営者に手控えさせるのである。

権力は組織の内部にも巣くう。不確実性が極限まで高まる局面では、客観的合理性に代わって解釈の抗争が立ち上がる。Kaplan

(2008) の言うフレーミング・コンテストであり、自部門の利益や認知を優位に置こうとするアクターたちが、日常のツールを通じて言説闘争を繰り広げ、政治的覇権を握った者のフレームが最終的な意思決定を左右する。組織内の権力配分が組織設計を規定するという Astley & Zajac (1991) の議論も、この内部権力の系譜に位置づけられる。外部と内部、二つの権力が交差するところに、適応の自由度は狭まっていく。認知の罠と能力の罠が既存研究で繰り返し光を当てられてきたのに対し、これら外部・内部の権力を一つの罠として括り出し、独立した第三の範疇として前景化する視座は、これまで必ずしも共有されてこなかった。

(4) 三つの罠の外で(1)：理論そのものの批判的検討

ここまでの三つの罠は、破壊的イノベーションへの適応不全のメカニズムを整理するものであった。以下では理論そのものに対する批判を整理する。

破壊的イノベーション理論の研究群に対して批判の口火を切ったのは Danneels (2004) であった。破壊的技術の定義の曖昧さ、予測力、既存企業生存の説明、顧客志向の含意、スピノフ処方箋の妥当性という五つの論点から、彼は批判的に検討を加えた。Markides (2006) もまた、技術破壊・ビジネスモデル破壊・ラディカル製品破壊を区別すべきだとして、統一理論としての限界を突いている。Lepore (2014) もまた、ケース選択のバイアス、反証を許さない循環論法、予測力の欠如、史実の誤認を体系立てて指摘している。

さらに最も体系的な実証的反証は、King & Baatartogtokh (2015) であろう。彼らは Christensen が 2 冊の著書 (The Innovator's Dilemma および The Innovator's Solution) で挙げた 77 事例を 79 名の専門家に照らし、4 要件の適合率を測った。その結果は持続的イ

ノベーションの軌道上にある既存企業 53/77, 顧客ニーズの過剰充足 17/77, 対応能力を持ちながら活かさない 47/77, 破壊の結果としての凋落 48/77 であり, 4 要件すべてを満たすのは, わずか 7/77 (9%) にすぎなかった。調査結果を踏まえて, 経営者の近視眼への警鐘としては有用でも, 決定論的予測モデルとしては成立しない, というのが結論である。これに対し Christensen, Raynor & McDonald (2015) は, 定義の厳格化 (ローエンドあるいは新市場から入り, 漸進改善で上方移動するもの, と規定し, Uber は破壊的ではないと断じた) で応じたが, King & Baatartogtokh や Lepore の核心に十分に答えているとは言い難い。

(5) 三つの罍の外で(2): 罍からの脱出をめぐる処方箋

三つの罍が「なぜ動けないのか」を説くのに対し, ここで取り上げる研究群は「どうすれば動けるのか」を問う。診断ではなく処方箋であるがゆえに, これもまた罍の議論とは区別して扱う。

処方箋の中心にあるのが, ダイナミックケイパビリティ論と両利き経営である。Teece, Pisano & Shuen (1997) はダイナミックケイパビリティを, 環境変化に応じて内外の能力を統合・構築・再配置する力と定義し, Eisenhardt & Martin (2000) は製品開発・戦略意思決定・提携といった特定可能なプロセスへと操作化した。これを具体的な組織形態として描いたのが, O'Reilly & Tushman (2008, 2013) の両利き経営である。それを機能させるには三つの要件が要る。第一に構造的分離 (探索ユニット/深化ユニット) を, 物理的にも文化的にも評価制度の上でも切り離し, 新事業を既存のプロセス管理やマージン評価から守ること。第二に上位層での統合として, 分かれたユニットのあいだでブランドや製造技術, 顧客データを共有しシナ

ジーを引き出せるよう, 双方を束ねるシニアチームを置くこと。第三に共通運命に基づく報酬設計として深化部門の責任者が探索部門を「敵」ではなく「パートナー」と見なすよう, 全社的な長期インセンティブを組むこと, である。

ただし, 「破壊には常に独立組織を新設せよ」という Christensen 流の単一処方箋には, 留保がつく。Habtay & Holmén (2014) のコンティンジェンシー論によれば, 採るべき構造は破壊の性質次第で変わる。新しい科学的・工学的原理に立ち, 従来資産を陳腐化させる技術主導型であれば構造的分離が要る場合もあるだろうが, 顧客の再定義やバリュープロポジションの転換に発する市場主導型であれば, 既存のインフラとコア能力を再利用できる分, むしろ既存ユニットへの統合の方が功を奏することもあるだろう。処方箋は一樣ではなく, 罍の所在に応じて選び分けられねばならない。

(6) 三つの罍の整理——相互関連性と診断的順序

ここまで言及してきた三つの罍を表 2 にまとめる。ここで強調したいのは, 三つの罍が独立した障壁の寄せ集めではなく, 二つの性質をあわせ持つ一つの構造をなすという点である。第一に, 三つの罍は互いを生み出し合う循環をなしている (相互関連性)。第二に, 「気づけない/できない/許されない」という並びは, 原因の深さの順位ではなく, 変化が実行に至るまでにくぐる関門の順序を表す (診断的順序)。

第一に, 相互関連性である。三つの罍のうちどれが最も根深い原因かは, 論者によって見立てが分かれる。Christensen & Bower (1996) は資源配分というパワーを上流に置き, そこから認知も能力も規定されると説くが, Eggers & Kaplan (2009) は経営陣の注意配分という認知こそが駆動因だと見る。原

因の優劣が定まらないのは、三つが一行に並ぶ階層ではなく、互いを原因とも結果ともする循環だからである。その循環は次のようにも考えられる。「自社は高品質の会社だ」という認知の罣の自己規定が、低品質に映る新技術への投資を退ける権力の罣の判断を正当化する。その判断が反復されるほど、既存事業に最適化された能力の罣である硬直したルーティンが強固になり、そのルーティンが翻って「我々はこういう会社だ」という自己規定を再生産する。こうして認知・権力・能力は閉じた輪を描く。Gilbert (2005) が資源硬直性とルーティン硬直性のあいだに見出した逆説的な連関は、この輪の一断面にほかならない。Vuori & Huy (2016) が描いた、上司への恐れが情報の伝達を歪め、その歪みが翻って経営陣の楽観を支えるという連鎖も

また、認知の罣と権力の罣が互いを支え合う一断面である。

第二に、診断的順序である。では、循環に因果の前後がないとすれば、「気づけない／できない／許されない」という並びは何を意味するのか。それは、どの罣が先に働くかを述べる因果の順序ではなく、一つの変化が実行に移されるまでにくぐらねばならない関門を、実務者が順に点検するための順序である。まず変化が認知の関門で視界から締め出され（気づけない）、それを越えても能力の関門が実行を阻み（できない）、実行しうる能力があつてなお権力の関門がそれを許さない（許されない）。一つの関門を通過しても次が控えているという入れ子の構造こそが、適応不全をこれほど頑健なものにしている。

以上から本稿は、Christensen et al.

表2 内容面での再整理——三つの罣

罣の種類	根源的な問い	中心概念・分析焦点	代表的研究	理論基盤
(1) 認知の罣	変化に「気づけない」	ドミナント・ロジック、組織アイデンティティ、注意配分、思考世界	Tripsas & Gavetti (2000); Tripsas (2009); Ocasio (1997); Eggers & Kaplan (2009); Danneels (2002); Kammerlander et al. (2018); Dougherty (1992); Vuori & Huy (2016)	認知論, ABV, 組織アイデンティティ論
(2) 能力の罣	変化に対応「できない」	コア硬直性, アーキテクチャ知識, 探索/活用, 吸収能力, プロセス管理, 資源/ルーティン硬直性, 構造慣性	Leonard-Barton (1992); Henderson & Clark (1990); March (1991); Cohen & Levinthal (1990); Benner & Tushman (2003); Gilbert (2005); Graf-Vlachy et al. (2021); Hannan & Freeman (1984)	RBV, 組織学習論, コンピテンシー・トラップ, 組織エコロジー
(3) 権力の罣	変化が「許されない」	顧客パワー, バリューネットワーク, 資本市場・アナリスト圧力, 株主期待, 組織内政治・フレーミング・コンテスト	Christensen & Bower (1996); Christensen & Rosenbloom (1995); Benner (2010); Benner & Ranganathan (2012, 2017); Kaplan (2008); Astley & Zajac (1991)	資源依存理論, 制度論, 権力論

出所) 筆者作成。

(2018) が多重メカニズムの相互作用と呼んだものに、相互強化的な循環という構造と、それを実務へ橋渡しする三段の診断的順序という、二つの見通しを与える。逆にいえば、(5) で見た処方箋が効くかどうかは、自社を縛る輪のどこに重心があるのか——認知か、能力か、権力か——を正しく見定められるかにかかっている。

5 統合的考察：年代軸とアプローチ軸の交差

年代軸とアプローチ軸を交差させると、本領域がたどった理論的成熟のプロセスがいつも鮮明に浮かび上がる。

(1) 四段階における三つの罣の布置

まず基盤期 (1984–1995) には、三つの罣の基本要素がほぼ出揃っていた。構造慣性 (Hannan & Freeman)、アーキテクチャ知識 (Henderson & Clark)、コア硬直性 (Leonard-Barton)、吸収能力 (Cohen & Levinthal)、探索/活用 (March) が能力の罣を、価値ネットワーク (Christensen & Rosenbloom) が権力の罣を、それぞれ先取りしている。もっとも、この段階では各系譜が並行して発展するにとどまり、相互の参照は乏しかった。

続く確立期 (1996–2005) には、Christensen & Bower (1996) の枠組が学界・実務界の双方で支配的な参照点となる。論文が掲げた「顧客のパワー」はまさに権力の罣の核心の一つであり、それを補完するかたちで各罣が磨かれていく。認知の罣を体現する Tripsas & Gavetti (2000)、能力の罣を定式化した Benner & Tushman (2003)、そして資源硬直性とルーティン硬直性を切り分けて権力の罣と能力の罣を架橋した Gilbert (2005) が、その代表である。各系譜は独立性を保ちながらも、相互参照と統合的読解を進めた。

再編期 (2006–2017) には、理論そのもの

への批判が顕在化する一方で、両利き経営 (O'Reilly & Tushman, 2008, 2013) が三つの罣からの脱出を束ねる規範的フレームとして確立する。Benner (2010) 以降の資本市場研究は、それまで組織内部に閉じていた議論を境界の外へ押し広げ、権力の罣の射程を顧客から資本市場・アナリストへと拡張した。

そして拡張期 (2018–現在) に至り、Christensen et al. (2018) が示すとおり、いずれか一つの罣の単独主張ではなく、相互強化的な複合メカニズムとしての把握が標準となる。Kammerlander et al. (2018) は認知の罣のアイデンティティ論を二次元化し、Graf-Vlachy et al. (2021) は能力の罣をめぐる Gilbert (2005) の境界条件を切り出し、Simsek et al. (2024) は AI・プラットフォームという新たな破壊源を理論の射程へ取り込んだ。

(2) 罣どうしの対立点

もっとも、罣を支える諸理論のあいだには、容易に統合しえない対立も残されている。第一に、「組織は変わらない」とする Hannan & Freeman の生態学論 (能力の罣の悲観論) と、「ダイナミックケイパビリティによって変わりうる」とする Teece の適応論との緊張である。第二に、Christensen の供給側決定論と Adner (2002) の需要側決定論との差異である。第三に、原因は認知 (認知の罣) にあるのか、それとも資源配分の構造 (権力の罣) にあるのかという、因果の優先順位をめぐる論争である。最後の点について、Gilbert (2005) や Kammerlander et al. (2018) は、両者が相互に強化し合う複合メカニズムだと結論づけている。

6 実践的含意と残された研究課題

(1) 実践的含意

本レビューから引き出せる実践的含意は、

次の四点に集約される。

第一に、診断を複層化すること。経営陣は、三つの罣を同時に診断する必要がある。変化に気づいていないのか（認知の罣）、見えていても実行できないのか（能力の罣）、実行しうのに顧客や資本市場、組織内で許されないのか（権力の罣）。具体的には、経営陣のメンタルモデルが既存事業の枠組へ固着していないか、既存ルーティンが新規事業を物理的に阻んでいないか、既存顧客の KPI や資本市場の期待、社内のカニバリゼーションに資源配分が過剰に紐づいていないか、という三つを切り分けて評価することが望ましい。

第二に、構造分離を慎重に設計すること。O'Reilly & Tushman 型の構造的両利き (separate units + senior team integration) を採るにあたっては、脅威認知を強めすぎるとルーティン硬直性がかえって悪化するという Gilbert (2005) の発見を忘れてはならない。新規部門は既存ルーティン・指標から物理的にも予算的にも切り離し、Graf-Vlachy et al. (2021) の境界条件（コントロール可能性の認識）を意識して設計する。

第三に、補完資産を戦略的に活かすこと。Tripsas (1997) に倣い、専門化された補完資産（顧客基盤・ブランド・サービス網）を、新規事業の差別化資源として明示的に動員する。これこそが既存企業の構造的優位の源泉となる。

第四に、状況に応じて応答を変えること。Habtay & Holmén (2014) のコンティンジェンシーモデルに従い、破壊の源泉が技術主導型か市場主導型かを見極め、前者には構造的分離を、後者には既存ユニットへの統合を充てる。King & Baatartogtokh (2015) の適合率（77 事例中 7 件）に鑑みれば、「破壊的イノベーション」という単一ラベルに寄りかかるのは賢明でない。むしろ Markides (2006) の 3 類型（技術破壊・ビジネスモデル破壊・ラディカル製品破壊）で診断を切り分け、そ

れぞれに異なる応答戦略を割り当てるべきである。

(2) 残された研究課題

本領域には、なお取り組むべき課題がいくつも残されている。

第一に、メカニズム間相互作用の定量化。資源硬直性・ルーティン硬直性・認知慣性・アイデンティティ慣性の相対的な重みが、産業・組織規模・脅威の種類によってどう変わるのか。Gilbert (2005) の二分法を拡張する大規模実証が待たれる。

第二に、ステークホルダーの拡張である。ESG や気候変動規制といった「非技術的破壊」への Christensen 枠組の妥当性、そして規制環境の変化に対する既存企業の応答メカニズムの理論化は依然として十分とはいえない状況にある。

7 結論

経営学の国際的トップジャーナルにおける 40 年あまりの議論は、破壊的イノベーションへの組織の適応失敗を、複数の水準で連動するシステムの慣性の産物として描き出してきた。本レビューは、年代軸において「基盤期」「確立期」「再編期」「拡張期」という四段階を、内容軸において組織が変化を「気づけない」のか「できない」のか「許されない」のかに対応する「認知の罣」「能力の罣」「権力の罣」という三つの罣を、それぞれ腑分けして提示した。あわせて、理論そのものへの批判的検討と、罣からの脱出をめぐる処方箋を、失敗のメカニズムとは区別して三つの罣の外に位置づけている。

二つの軸を交差させてみると、本領域が単一原理による説明から多重メカニズムの相互強化的な理解へと成熟してきたこと、そして純粋な技術論から組織アイデンティティ・エコシステム論へと重心を移してきたことが見

て取れる。本稿のささやかな貢献は、その多
重メカニズムを三つの罫へ整理し直し、それ
らが並列ではなく、一つを解いても次が残る
入れ子をなしつつ、全体としては互いに強化
し合う循環的な構造を描く、という見通しを
与えた点にある。これは新概念の提唱ではな
く既存概念の再配置にすぎないが、錯綜した
知見に一本の補助線を引く試みである。とり
わけ、外部の資源依存と内部の政治過程を
「許されない」という一点に束ね、認知・能
力と並ぶ第三の罫として権力の罫を明示的に
立てたことは、本稿の再整理がもっとも独自
に踏み込んだ点である。同時に、King &
Baatartogtokh (2015) に代表される批判研
究は、Christensen 理論を決定論的処方箋と
して用いることの限界を露わにし、状況適応

型のマネジメントの必要性を浮かび上がらせ
た。

組織がこの構造的な課題を乗り越え、非連
続な未来を生き延びるためには、自社を縛る
慣性の重心が三つの罫のどこにあるのか、経
営陣の認知（認知の罫）か、業務ルーティン
と能力（能力の罫）か、顧客や資本市場との
力関係（権力の罫）か、を見定めねばならな
い。そのうえで、直面する破壊の波が供給側
の根本的再構築を伴う技術主導型なのか、既
存資産をレバレッジできる需要側の市場主
導型なのかを正しく分類し、構造的両利きと統
合型の状況適応戦略とを使い分けるダイナ
ミックケイパビリティを、絶えず組織へ組み
込み続けること。それこそが、本領域の学術
的分析が指し示す、最も精緻な処方箋である。

(参考文献)

- Adner, R. (2002) "When are technologies disruptive? A demand-based view of the emergence of competition," *Strategic Management Journal*, Vol. 23, No. 8, pp. 667-688.
- Antonio, J. L. and D. K. Kanbach (2023) "Contextual factors of disruptive innovation: A systematic review and framework," *Technological Forecasting and Social Change*, Vol. 188, 122274.
- Astley, W. G. and E. J. Zajac (1991) "Intraorganizational power and organizational design: Reconciling rational and coalitional models of organization," *Organization Science*, Vol. 2, No. 4, pp. 399-411.
- Benner, M. J. (2010) "Securities analysts and incumbent response to radical technological change: Evidence from digital photography and internet telephony," *Organization Science*, Vol. 21, No. 1, pp. 42-62.
- Benner, M. J. and R. Ranganathan (2013) "Divergent reactions to convergent strategies: Investor beliefs and analyst recommendations during technological change," *Organization Science*, Vol. 24, No. 2, pp. 378-394.
- Benner, M. J. and R. Ranganathan (2017) "Measuring Up? Persistence and Change in Analysts' Evaluative Schema Following Technological Change," *Organization Science*, Vol. 28, No. 4, pp. 760-780.
- Benner, M. J. and M. L. Tushman (2003) "Exploitation, exploration, and process management: The productivity dilemma revisited," *Academy of Management Review*, Vol. 28, No. 2, pp. 238-256.
- Christensen, C. M. (1997) *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*, Boston: Harvard Business School Press.
- Christensen, C. M. and J. L. Bower (1996) "Customer power, strategic investment, and the failure of leading firms," *Strategic Management Journal*, Vol. 17, No. 3, pp. 197-218.
- Christensen, C. M. and R. S. Rosenbloom (1995) "Explaining the attacker's advantage: Technological paradigms, organizational dynamics, and the value network," *Research Policy*, Vol. 24, No. 2, pp. 233-257.
- Christensen, C. M., R. McDonald, E. J. Altman and J. E. Palmer (2018) "Disruptive innovation: An intellectual

- history and directions for future research,” *Journal of Management Studies*, Vol. 55, No. 7, pp. 1043-1078.
- Christensen, C. M., M. E. Raynor and R. McDonald (2015) “What is disruptive innovation?,” *Harvard Business Review*, Vol. 93, No. 12, pp. 44-53.
- Cohen, W. M. and D. A. Levinthal (1990) “Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation,” *Administrative Science Quarterly*, Vol. 35, No. 1, pp. 128-152.
- Danneels, E. (2002) “The dynamics of product innovation and firm competences,” *Strategic Management Journal*, Vol. 23, No. 12, pp. 1095-1121.
- Danneels, E. (2004) “Disruptive technology reconsidered: A critique and research agenda,” *Journal of Product Innovation Management*, Vol. 21, No. 4, pp. 246-258.
- Dougherty, D. (1992) “Interpretive barriers to successful product innovation in large firms,” *Organization Science*, Vol. 3, No. 2, pp. 179-202.
- Eggers, J. P. and S. Kaplan (2009) “Cognition and renewal: Comparing CEO and organizational effects on incumbent adaptation to technical change,” *Organization Science*, Vol. 20, No. 2, pp. 461-477.
- Eggers, J. P. and K. F. Park (2018) “Incumbent adaptation to technological change: The past, present, and future of research on heterogeneous incumbent response,” *Academy of Management Annals*, Vol. 12, No. 1, pp. 357-389.
- Eisenhardt, K. M. and J. A. Martin (2000) “Dynamic capabilities: What are they?,” *Strategic Management Journal*, Vol. 21, Nos. 10-11, pp. 1105-1121.
- Elsbach, K. D. and D. van Knippenberg (2020) “Creating high-impact literature reviews: An argument for ‘integrative reviews’,” *Journal of Management Studies*, Vol. 57, No. 6, pp. 1277-1289.
- Gilbert, C. G. (2005) “Unbundling the structure of inertia: Resource versus routine rigidity,” *Academy of Management Journal*, Vol. 48, No. 5, pp. 741-763.
- Habtay, S. R. and M. Holmén (2014) “Incumbents’ responses to disruptive business model innovation: The moderating role of technology- vs. market-driven innovation,” *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, Vol. 18, No. 4, pp. 289-309.
- Hannan, M. T. and J. Freeman (1984) “Structural inertia and organizational change,” *American Sociological Review*, Vol. 49, No. 2, pp. 149-164.
- Henderson, R. (2006) “The innovator’s dilemma as a problem of organizational competence,” *Journal of Product Innovation Management*, Vol. 23, No. 1, pp. 5-11.
- Henderson, R. M. and K. B. Clark (1990) “Architectural innovation: The reconfiguration of existing product technologies and the failure of established firms,” *Administrative Science Quarterly*, Vol. 35, No. 1, pp. 9-30.
- Kammerlander, N., A. König and M. Richards (2018) “Why do incumbents respond heterogeneously to disruptive innovations? The interplay of domain identity and role identity,” *Journal of Management Studies*, Vol. 55, No. 7, pp. 1122-1165.
- Kaplan, S. (2008) “Framing contests: Strategy making under uncertainty,” *Organization Science*, Vol. 19, No. 5, pp. 729-752.
- King, A. A. and B. Baartogtokh (2015) “How useful is the theory of disruptive innovation?,” *MIT Sloan Management Review*, Vol. 57, No. 1, pp. 77-90.
- Graf-Vlachy, L., A. König and M. Schöberl (2021) “Opportunity/threat perception and incumbent inertia in response to discontinuous change: A replication and extension of Gilbert (2005),” *Journal of Management*,

Vol. 47, No. 3, pp. 771-816.

- Leonard-Barton, D. (1992) "Core capabilities and core rigidities: A paradox in managing new product development," *Strategic Management Journal*, Vol. 13, No. S1, pp. 111-125.
- Levitt, B. and J. G. March (1988) "Organizational learning," *Annual Review of Sociology*, Vol. 14, pp. 319-340.
- Lepore, J. (2014) "The disruption machine: What the gospel of innovation gets wrong," *The New Yorker*, Vol. 90, No. 17, pp. 30-36.
- March, J. G. (1991) "Exploration and exploitation in organizational learning," *Organization Science*, Vol. 2, No. 1, pp. 71-87.
- Markides, C. (2006) "Disruptive innovation: In need of better theory," *Journal of Product Innovation Management*, Vol. 23, No. 1, pp. 19-25.
- Ocasio, W. (1997) "Towards an attention-based view of the firm," *Strategic Management Journal*, Vol. 18, No. S1, pp. 187-206.
- O'Reilly, C. A. and M. L. Tushman (2008) "Ambidexterity as a dynamic capability: Resolving the innovator's dilemma," *Research in Organizational Behavior*, Vol. 28, pp. 185-206.
- O'Reilly, C. A. and M. L. Tushman (2013) "Organizational ambidexterity: Past, present, and future," *Academy of Management Perspectives*, Vol. 27, No. 4, pp. 324-338.
- Pfeffer, J. and G. R. Salancik (1978) *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, New York: Harper & Row.
- Simsek, Z., C. Heavey, A. König and W. Stam (2024) "Leading digital transformation in incumbent firms: A strategic entrepreneurship framing," *Strategic Entrepreneurship Journal*, Vol. 18, No. 1, pp. 91-102.
- Teece, D. J., G. Pisano and A. Shuen (1997) "Dynamic capabilities and strategic management," *Strategic Management Journal*, Vol. 18, No. 7, pp. 509-533.
- Tripsas, M. (1997) "Unraveling the process of creative destruction: Complementary assets and incumbent survival in the typesetter industry," *Strategic Management Journal*, Vol. 18, No. S1, pp. 119-142.
- Tripsas, M. (2009) "Technology, identity, and inertia through the lens of "The Digital Photography Company"," *Organization Science*, Vol. 20, No. 2, pp. 441-460.
- Tripsas, M. and G. Gavetti (2000) "Capabilities, cognition, and inertia: Evidence from digital imaging," *Strategic Management Journal*, Vol. 21, Nos. 10-11, pp. 1147-1161.
- Tushman, M. L. and P. Anderson (1986) "Technological discontinuities and organizational environments," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 31, No. 3, pp. 439-465.
- Vuori, T. O. and Q. N. Huy (2016) "Distributed attention and shared emotions in the innovation process: How Nokia lost the smartphone battle," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 61, No. 1, pp. 9-51.

(Abstract)

Why do established, well-managed firms fail to adapt to disruptive innovation and discontinuous technological change? This paper reviews major studies from top international journals, organizing approximately 30 core papers along two axes: chronological development and substantive logic. The chronological axis identifies four phases over four decades, tracing a shift from a purely technological focus toward organizational identity and ecosystems. The substan-

tive axis reorganizes the causes of maladaptation into three traps—cognitive, capability, and power—corresponding to whether an organization “cannot see,” “cannot act,” or “is not permitted to act”. Notably, the power trap, which integrates external resource dependence and internal politics, is foregrounded as a distinct third category. Rather than competing, these traps operate as an interdependent, mutually reinforcing loop. Finally, the paper examines critical appraisals of the theory and prescriptive remedies, underscoring the necessity of contingency-based management.

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market: On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading

日本のセキュリティトークン（ST）市場における
商品偏在と流通市場

—裏付け資産の拡散と流通の実体をめぐって—

YANATA Suguru

築田 優

Contents

- 1 Introduction
- 2 Institutional Framework for Security Tokens
 - (1) Forms of Securities and Tokenization
 - (2) Legal Status under the Financial Instruments and Exchange Act and Industry Regulations
 - (3) Platforms Supporting Issuance and Secondary Trading
- 3 Quantitative Concentration in the Issuance Market
 - (1) Expansion of Market Size
 - (2) Concentration by Security Type
 - (3) Concentration of Market Participants
 - (4) Institutional Factors Behind Concentration
- 4 Qualitative Diffusion of Underlying Assets
 - (1) Expansion into the Entertainment Sector
 - (2) Technological Characteristics Supporting Diffusion
 - (3) The Question of the “Substance of a Security”
- 5 The Reality of Trading in the Secondary Market
 - (1) The Establishment of START
 - (2) The Relationship Between Concentration and Liquidity
 - (3) Trading in the Over-the-Counter Market
- 6 Changes in Market Structure and Outlook
 - (1) Diversification of Secondary Market Products

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading

(2) Institutional Adjustment

(3) The Outlook for Settlement Infrastructure

7 Conclusion

References

(Abstract)

This paper examines the coexistence of “quantitative concentration” and “qualitative diffusion” in Japan's security token (ST) market, using primary- and secondary-market data. By the end of 2025, cumulative issuance reached about 342.4 billion JPY, of which STs backed by beneficiary certificate-issuing trusts, mostly real estate, accounted for about 76.5%, or roughly 88% with corporate bond STs included. This concentration stems primarily not from technological feasibility or investor preferences but from institutional factors: the tax treatment and the structure of rights under private law. A similar concentration among a few entities appears at every stage of distribution, trusteeship, and platform provision. Meanwhile, tokenized assets have widened to include film production rights and artworks, some emphasizing non-monetary value and not premised on secondary trading. Drawing on data from “START,” a PTS operated by the Osaka Digital Exchange (ODX), this paper finds that its annual turnover ratio is one to two orders of magnitude below that of listed securities, with trading remaining inactive even as issues and market capitalization grow. This thinness characterizes both the PTS and the over-the-counter market, each skewed toward beneficiary certificate-issuing trusts. The diversification of underlying assets is thus confined to issuance, while concentration persists in the secondary market, revealing a significant divergence between apparent diversification and the reality of trading.

Keywords: security tokens, digital securities, secondary market, liquidity, product concentration, beneficiary certificate-issuing trust

1 Introduction

Security tokens (hereinafter “STs”) are a general term for digital securities issued and transferred electronically using distributed ledger technology (hereinafter “DLT”). Although “digital securities” is a broader concept, this paper focuses on STs that use DLT, and hereinafter refers to this market consistently as the ST market. The amended Financial Instruments and Exchange Act (hereinafter the “FIEA”), which came into effect in May 2020, did not itself define the term “ST”; rather, it brought rights to be indicated on electronically recorded transferable securities (those transferable electronically through DLT and similar technologies) within the regulatory perimeter and established rules governing their issuance and handling. In April 2021, SBI Securities issued a digital corporate bond as the first publicly

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading

offered ST aimed at retail investors. Taking this as the starting point, Japan's ST market has entered its sixth year as of mid-2026. Over this period, cumulative issuance has grown year by year, and in terms of scale the experimental phase has already passed. The global market for tokenizable illiquid assets is projected to reach USD 16.1 trillion by 2030 on a conservative estimate, and up to USD 68 trillion at the high end (Kumar et al., 2022, p. 7).

A closer look at the composition of Japan's ST market, however, reveals a concentration that the headline growth in scale conceals. Specifically, the majority of ST issuance is concentrated in beneficiary certificate-issuing trusts backed by real estate, which account for more than three-quarters of the total by security type. In other words, although the market is expanding, its substance is largely confined to small-lot investment products backed by real estate. At the same time, the range of underlying assets has been widening: corporate bonds, film production investment rights, and equity interests tied to issuer perks are being tokenized, and artworks are also discussed as future candidates. Thus, when the composition of issuance value is placed side by side with the range of underlying assets, the reality of the market is far from uniform.

What, then, do these two contrasting facts, the concentration and diffusion of underlying assets, mean for the securities market? This is the central question of this paper. To state the conclusion in advance, the diffusion of asset types is confined to the issuance stage, while concentration persists at the secondary stage where trading actually takes place. What this paper seeks to demonstrate, drawing on secondary-market trading data, is precisely this divergence between issuance and trading.

To examine this divergence, it is necessary to recall the long-standing understanding of the functions of the securities market. These functions are conventionally divided into two: the primary market, which serves as a venue for raising capital, and the secondary market, which gives liquidity to securities once issued. If the secondary market is thin, investors are deterred by the low liquidity, and demand in the primary market weakens; where it has depth, price formation establishes asset values and draws new issuance. Issuance and secondary trading thus stand in a mutually complementary relationship.

In Japan's ST market, the primary market has grown to a cumulative scale of several hundred billion JPY, yet the secondary market lacks depth commensurate with that expansion. The aim of this paper is to determine whether this imbalance is a temporary, transitional phenomenon or is rooted in the structure of the market.

Prior research on the ST market falls into two strands: studies of the regulatory environment and market analyses. As to the former, Wakazono (2020, 2021) systematically organizes the U.S. SEC's regulation of token offerings. As to the latter, Nikami (2025) surveys the Japanese ST market as a whole, analyzing the concentration in real estate and beneficiary certificate-issuing trusts, the tax background behind it, the oligopoly among platforms, and the opening of the secondary market. There are also numerous market analyses by securities firms and think tanks (Uchino et al., 2021; Taniguchi, 2022). All of these, however, place their weight on the scale of the issuance market and on the institutional framework, and do not

examine what is actually traded in the secondary market, or in what volume. The thinness of trading is often noted, but no study has been found that substantiates it with transaction data.

Against this background, the paper proceeds as follows. Section 2 outlines the institutional position of STs. Section 3 examines the concentration of the issuance market and its causes, and Section 4 organizes the diffusion of underlying assets through specific cases. Section 5 examines whether this diffusion is matched by the reality of the secondary market, drawing on trading data from “START,” a Proprietary Trading System (PTS) for STs operated by the Osaka Digital Exchange (ODX). Given the scale of the data, formal quantitative testing is difficult; the paper therefore depicts the current stage of the market structure by organizing publicly available data and reasoning grounded in the nature of the products. Section 6 looks ahead to changes from 2026 onward, and Section 7 concludes.

2 Institutional Framework for Security Tokens

(1) Forms of Securities and Tokenization

Tracing historically how securities have existed and have been transferred, we can distinguish three broad stages. The first is the certificated security: the right is represented on a paper certificate and transferred by delivery of that paper. The second is the book-entry security, recorded electronically in the accounts of the Japan Securities Depository Center and transferred by book entry; the physical delivery of paper disappeared, but the recording and management of rights remained concentrated in a central book-entry institution. The third is the tokenized security, in which the right is recorded on a distributed ledger using DLT.

Of these, the tokenized security differs markedly from the two earlier forms in its mechanism for recording and transferring rights. Specifically, a register containing holders' names and addresses is recorded electronically, so that the issuer can access this information in near real time. With certificated securities, a paper procedure is required at each transfer of rights; even with book-entry securities, a time lag arises before the issuer can identify the holder. Tokenization completes both recording and transfer on a single ledger. To understand these features accurately, tokenization must be placed within the long process of the dematerialization of securities.

Japan's securities market has already moved from an era premised on paper certificates such as share and bond certificates, through dematerialization under the book-entry system, to a stage at which the location of rights was grasped through ledger records. Tokenization replaces the keeper of these records, shifting from a ledger centrally managed by a particular book-entry institution to a new bookkeeping mechanism, the distributed ledger. In this sense, tokenization is a continuous change along the trajectory of the dematerialization of securities, not a rupture that remakes the legal nature of securities themselves. This understanding aligns with Aldasoro et al. (2023), who conceive of tokenization as a “tokenisation continuum” that varies with the type of underlying asset and the recording mechanism.

(2) Legal Status under the Financial Instruments and Exchange Act and Industry Regulations

In Japan, the amended FIEA, effective May 2020, clearly positioned STs within the framework of securities. What should be noted is that the amendment created no new rights. Its substance was to define those securities already subject to regulation that are represented as tokens using DLT as “rights to be indicated on electronically recorded transferable securities, etc.,” and to establish provisions on their issuance and handling.

These rights to be indicated on electronically recorded transferable securities, etc., are further divided into three categories. The first is tokenized securities: Paragraph (1) Securities (Article 2, paragraph (1) of the FIEA), such as shares, corporate bonds, investment trusts, and beneficiary certificates of beneficiary certificate-issuing trusts, that have been tokenized. The second is electronically recorded transferable rights: Paragraph (2) Securities (Article 2, paragraph (2) of the Act), such as collective investment scheme interests and trust beneficial interests, that have been tokenized. Paragraph (2) Securities are by nature treated as having low liquidity and are subject to lighter regulation than Paragraph (1) Securities; because tokenization raises their liquidity, however, they are in principle made subject to disclosure and business regulation equivalent to that for Paragraph (1) Securities. The third is exempt electronically recorded transferable rights: rights excluded from electronically recorded transferable rights under Cabinet Office Ordinance by technically restricting their transfer or acquisition, which are treated as Paragraph (2) Securities and in principle entail no disclosure obligation¹⁾.

This classification corresponds directly to business regulation. To deal in tokenized securities or electronically recorded transferable rights as a business, registration for Type I Financial Instruments Business (more precisely, a change of registration) is required. Self-regulation is undertaken by the Japan Security Token Offering Association (JSTOA). As to disclosure, issuance and continuous disclosure obligations are imposed where the offering is public and the issued amount is 100 million JPY or more. In addition, rules addressing risks specific to tokens are required, such as the obligation to segregate customer assets from proprietary assets and arrangements to manage information in cold wallets to prevent the leakage of private keys.

As set out above, regulation is provided for each of the three categories; yet actual issuance is extremely skewed toward tokenized securities that use beneficiary certificate-issuing trusts. The reasons for this concentration are examined separately below.

(3) Platforms Supporting Issuance and Secondary Trading

The issuance and transfer of rights in STs take place on blockchain-based platforms. According to the JSTOA, seven platforms were active as of the end of 2025 (JSTOA, 2026a). Among the major ones, ibet for Fin, operated by BOOSTRY Co., Ltd., takes a consortium form in which financial institutions and financial instruments business operators participate and make decisions jointly. By contrast, Progmatt, operated by Progmatt, Inc. (to which the business

was transferred from Mitsubishi UFJ Trust and Banking in October 2023), is an infrastructure usable in both private and consortium forms, and integration with fund settlement using stablecoins is also planned.

In addition, there are Securitize (operated by the Japanese subsidiary of the U.S. firm Securitize), ADDX of Singapore, Hash DasH Chain of the Hash DasH Group, OwnerShip (in the Digital Securities Co., Ltd. group), and STLINK (provided by an IT vendor). As for technical infrastructure, several distributed ledger technologies coexist (GoQuorum, Corda, Hyperledger Fabric, and others), and interoperability between platforms has not been established. Of these, OwnerShip is the only platform on which secondary trading between investors can be completed in full. Most platforms place their emphasis on issuance and the recording of rights, and their secondary-trading functions were designed to be limited from the outset. The very structure of the platforms is closely linked to the thinness of the secondary market examined later (JSTOA, 2026a).

3 Quantitative Concentration in the Issuance Market

(1) Expansion of Market Size

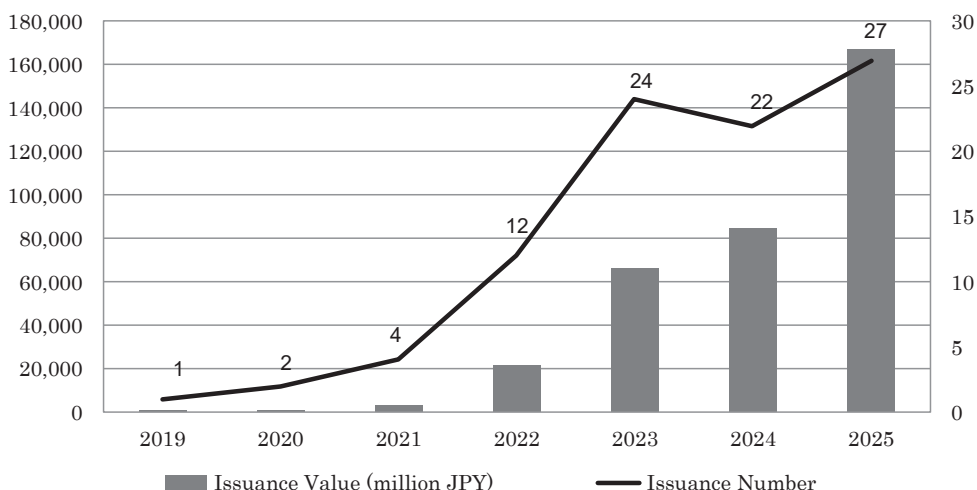
Before entering the reality of this concentration, we first confirm the trend in market size itself. According to JSTOA statistics,²⁾ the annual issuance value of the ST market grew from about 3.2 billion JPY in 2021 to about 66.3 billion JPY in 2023 and about 84.5 billion JPY in 2024, reaching about 167.2 billion JPY in 2025. On a cumulative basis since 2019, issuance amounts to about 342.4 billion JPY across 92 issuances (JSTOA, 2026a). As Figure 1 shows, while issuance value has grown rapidly in recent years, the number of issuances has not necessarily moved in step.

The trend in the number of issuances does not match the movement in value. It fell from 24 in 2023 to 22 in 2024, and stood at 27 in 2025. That the value rose even in years when the number stagnated reflects the issuance of large deals with a high value per case. In other words, the market's expansion is supported not by an increase in the number of deals but by the appearance of large-scale deals.

Indeed, since 2023, large real estate STs and corporate bond STs exceeding 10 billion JPY per deal have driven the growth in market size. While total issuance for the market also rose in 2024 on a calendar-year basis, issuance of beneficiary certificate-issuing trusts alone fell that year. Nikami (2025) explains that the annual issuance of beneficiary certificate-issuing trusts nearly halved, from about 82.5 billion JPY in fiscal 2023 to about 44.2 billion JPY in fiscal 2024, because the trust banks serving as registrars temporarily held back from structuring new deals. The reason lay in uncertainty over the tax treatment surrounding the accounting rules for beneficiary certificate-issuing trusts.

Cumulative issuance, however, is a one-sided indicator of market size. It shows only the total amount of STs issued to date; how much remains outstanding, and whether it is being traded in the market, are separate questions. Even as the outstanding balance accumulates, it

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading



Source: Compiled from JSTOA, Security Token Statistics (2025), March 31, 2026 (aggregate basis).

Note: The 2025 issuance value uses the cumulative figure in JSTOA (2026a) annual aggregation table (¥167,181 mn), which differs by ¥125 mn from the chart value in the same statistics (¥167,306 mn); this paper adopts the aggregation-table value built up from the breakdown by security type.

Figure 1. Annual Issuance Value and Number of Issues of Security Tokens (2019–2025)

does not signify market depth unless it is traded repeatedly. To gauge the size of the market quantitatively, one must look not only at total issuance but also at its breakdown.

(2) Concentration by Security Type

While the headline figures alone suggest the market is expanding steadily, the breakdown tells a different story. Looking at cumulative figures by security type as of the end of December 2025, STs structured as beneficiary certificate-issuing trusts, most of which are backed by real estate, reached about 261.9 billion JPY, or 76.5% of the entire market (Figure 2). Adding corporate bond STs, at about 39.3 billion JPY (11.5%), the top two categories alone account for about 88%. GK-TK (godo kaisha-tokumei kumiai) schemes, classified as electronically recorded transferable rights, reach about 38.4 billion JPY (11.2%), a scale comparable to corporate bond STs. Unlike the trust and bond categories, however, they consist overwhelmingly of self-offerings and private placements, with public offerings of only about 4.9 billion JPY, so they add little to the publicly offered market. The other categories are small: tokenized equity STs (three cases, about 0.1 billion JPY), together with LPS (limited partnership for investment) schemes and a few minor categories, account in total for under 1% (JSTOA, 2026a). Even as the market as a whole expands, its substance remains concentrated in beneficiary certificate-issuing trusts.

This concentration might be seen as a temporary phenomenon arising from the market's immaturity, since in a new market trading typically begins with products of high institutional certainty and the range broadens over time. In Japan's ST market, however, the concentration

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading

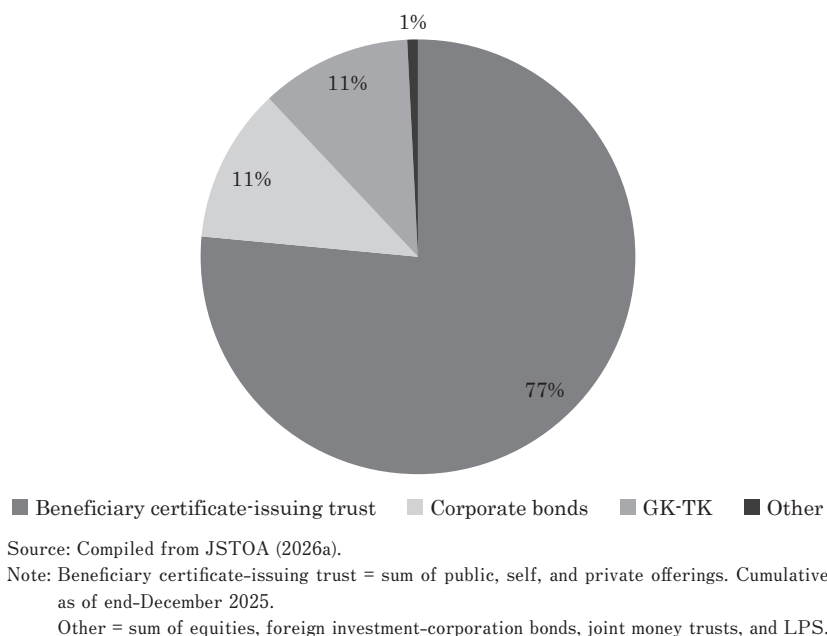


Figure 2. ST Issuance Value and Composition by Security Type

has not dissolved even five years after inception. The fiscal 2024 composition presented by Nikami (2025) likewise shows the same bias toward beneficiary certificate-issuing trusts. This concentration is not temporary; it is taking root as a structural feature of the market.

Most beneficiary certificate-issuing trusts are backed by real estate. As Nikami (2025) also notes, publicly available data show that real estate STs make up the vast majority. In cumulative issuance, too, beneficiary certificate-issuing trusts have consistently accounted for the majority; other types, such as corporate bond STs and GK-TK, have been issued as early as 2021 but remain limited in both amount and number (JSTOA, 2026a).

(3) Concentration of Market Participants

The concentration is not confined to product types; the same concentration is found among the key market participants (Figure 3). Looking at cumulative handling amounts by financial instruments business operator through the end of 2025, Daiwa Securities stands out at about 173.6 billion JPY and Nomura Securities at about 84.2 billion JPY, the two together accounting for about two-thirds (roughly 67%) of the aggregated handling amount by operator, a figure that includes the double-counting of jointly handled deals (see note). Among the trust companies that act as trustees for beneficiary certificate-issuing trusts, Mitsubishi UFJ Trust and Banking is the largest, with 32 cases totaling about 147.4 billion JPY, or about 56% of the handling amount among all trust companies; the remainder is shared by Mizuho Trust & Banking, SMBC Trust Bank, Sumitomo Mitsui Trust Bank, and others, none of which approaches the scale of Mitsubishi UFJ Trust. Among the platforms that support issuance, Progmart (about

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading

A. By securities business operator

Operator	Amount
Daiwa Securities	173,569
Nomura Securities	84,240
Mitsui & Co. Digital Asset Management	41,421
SBI Securities	26,113
Tokai Tokyo Securities	15,328
SMBC Nikko Securities	13,716
Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities	11,000
Digital Securities	9,165
Mizuho Securities	3,433
Okasan Securities	1,990
Starts Securities	1,327
LINE Securities	1,000
Hash DasH	908
Rakuten Securities	404
Phillip Securities	368
Sony Bank	256
Total	384,238

B. By trust company
(beneficiary certificate-issuing trusts)

Trust company	Amount
Mitsubishi UFJ Trust and Bank	147,380
Mizuho Trust & Banking	37,983
SMBC Trust Bank	23,494
Sumitomo Mitsui Trust Bank	16,903
Alterna Trust	15,157
Resona Bank	9,695
Nomura Trust and Banking	8,000
Starts Trust	2,655
Shinsei Trust	2,445
Total	263,712

C. By platform

Platform	Amount
Progmatt	195,252
ibet for Fin	105,512
OwnerShip	34,944
Securitize	3,155
Hash DasH Chain	1,815
ADDX	1,699
STLINK	0
Total	342,377

Note: Handling amounts are on an underwriting / offering / private-placement basis. Operator and platform figures include double-counting from jointly handled deals, so the totals do not equal total issuance value (¥342,353 mn). The trust-company column covers beneficiary certificate-issuing trusts only; its total (263,712) differs slightly from the issuance value of beneficiary certificate-issuing trusts (261,885) owing to the presentation in the source.

Source: Compiled from JSTOA (2026a), pp. 6, 8, 10.

Figure 3. Concentration of ST Handling Amounts (cumulative 2020–2025, million JPY)

195.3 billion JPY, 37 issues) and ibet for Fin (about 105.5 billion JPY, 21 issues) together account for about 88% of the handling amount by platform. From sales through trusteeship to platform provision, every layer of the market is concentrated among a few large players³⁾.

This concentration of participants leads to uniformity in product design. When the trusteeship of beneficiary certificate-issuing trusts gathers in a few trust banks such as Mitsubishi UFJ Trust and Banking, the legal and commercial frameworks of the STs structured also come to resemble one another. The issues on the market are nearly identical in scheme, differing only in the underlying property. As discussed later, the scarcity of price movement and product differentiation in the secondary market is not unrelated to this standardization.

That concentration has advanced in both the types of products and the entities that handle them is also bound up with the thinness of the secondary market. If participants are limited at the issuance stage, finding a counterparty at the trading stage becomes correspondingly difficult.

Similar concerns have been raised internationally. BIS and CPMI (2024) argue that, in token arrangements, risks stemming from conflicts of interest and from concentration may arise because multiple functions are consolidated within a single entity and activity concentrates in a few arrangements (BIS and CPMI, 2024, p. 4). The concentration of participants in Japan's ST market (the roughly 88% duopoly of Progmatt and ibet for Fin among platforms, and the con-

centration of trusteeship in a few trust banks) can be seen as a case in which the concentration risk that BIS and CPMI (2024) flag, from the standpoint of global financial stability, has surfaced ahead of others in an actual local market.

(4) Institutional Factors Behind Concentration

The concentration in beneficiary certificate-issuing trusts arises not merely from technical constraints or investor preferences but primarily from institutional factors. This section examines them under two heads: the tax treatment and the structure of rights under private law.

① Tax-related factors

The first is taxation. An ST that uses a beneficiary certificate-issuing trust falls under Paragraph (1) Securities and, like listed shares, is subject to separate self-assessment taxation. Because loss offsetting and loss carry-forward are available for capital gains and losses and for distributions, it is advantageous in terms of investors' after-tax returns. By contrast, an ST that uses a GK-TK or similar structure is classified as an electronically recorded transferable right, a tokenized Paragraph (2) Security. Its distributions are in principle subject to comprehensive taxation at progressive rates, up to about 55% including local inhabitant tax, as against the roughly 20% flat rate under separate self-assessment taxation (JSTOA, 2025a). When the tax treatment differs so greatly even though both are tokenized securities, it was natural for issuers to lean toward the beneficiary certificate-issuing trust, which appeals more readily to investors. After-tax return, this single factor, drew issuance strongly toward one type.

That said, there were tax constraints on the beneficiary certificate-issuing trust side as well. As Nikami (2025) discusses, the calculation rules for beneficiary certificate-issuing trusts contained no provision for redeeming the principal portion of the trust beneficial interest during the term, so that such redemptions were taxed as distributions of profit. The Trust Companies Association moved to revise the calculation rules, and a request for the necessary tax measures was included in the Tax Reform Outline; before that, however, this had been a factor leading trust banks to hold back temporarily from structuring. As for corporate bond STs, the fiscal 2024 tax reform brought them within the same withholding-tax exemption as book-entry bonds, and in January 2025 NTT and TC Lease issued the first corporate bond STs to benefit from this exemption (10 billion JPY) (Nikami, 2025). Taxation has worked not only on preferences among product types but also on the feasibility of structuring individual products.

② Structure of rights under private law

The second is the private-law question of whether rights can be asserted against third parties. In a beneficiary certificate-issuing trust, being recorded as a holder in the register of beneficial interest allows one to assert the acquisition of the beneficial interest against third parties. This makes the location of rights clear and preserves the security of transactions. To the fundamental question on which a market depends, namely who owns a tokenized right, the beneficiary certificate-issuing trust scheme could supply a clear answer within the existing

framework of private law. For issuers and investors alike, this clarity was reason enough to choose it.

The concentration in beneficiary certificate-issuing trusts is not the result of market participants' preferences happening to converge there, but the outcome of institutional conditions, the tax treatment and the structure of rights under private law, narrowing the field to the vehicle that imposes the lightest burden on issuers: the beneficiary certificate-issuing trust. Because the vehicles able to meet the practical requirements essential to securitization (avoiding double taxation, satisfying the requirements for asserting rights against third parties) are limited, issuance converges of itself on particular types. What matters here is that these institutional factors operate independently of the possibilities that technology affords. Tokenization confers the technical latitude to subdivide any asset electronically into small lots. Yet only as much of that latitude is actually exercised as the institutions permit and as cost reductions allow. Even when a new technology appears in the market, what ultimately directs which products are chosen and which entities carry the market is the institutional framework within which that technology is placed.

4 Qualitative Diffusion of Underlying Assets

(1) Expansion into the Entertainment Sector

While issuance value is skewed toward a single category, the opposite movement is under way in what serves as the underlying asset: the range is widening beyond real estate into areas alien to traditional securities.

One example is the expansion into the entertainment sector. For the film Takarajima (English title: Hero's Island), released in September 2025, anonymous-partnership investment interests in the production committee were tokenized as electronically recorded transferable rights and sold in small lots to individual investors by Phillip Securities Japan. Total issuance was 368 million JPY, with 3,680 units offered at 100,000 JPY per unit⁴⁾. What is notable is the composition of the returns to investors. Alongside distributions from box-office revenue, the perks include having one's name in the end credits, invitations to limited events, and the provision of non-commercial items such as the script and press kit. Here the ST is at once a revenue-generating investment product and a means of engaging with the work through one's investment.

In fact, the film did poorly at the box office. According to Kogyo Tsushinsha, box-office revenue stood at about 680 million JPY as of early December 2025; against the production cost of 1.32 billion JPY stated in the ST sales materials, the possibility of a loss of principal for investors has been noted (Ichii, 2025). That the monetary return was uncertain shows that the center of gravity of this product's value lay in the non-monetary side, participation in the work, rather than in revenue.

This product design is bound up with the technical characteristics of digital securities. Because holder information is kept in the register of beneficial interest or an equivalent

record, the issuer can keep track of its investors continuously. Using this feature, it becomes easy to offer investors perks and opportunities to take part in a community directly. Ichihara (2023) likewise notes that, drawing on the ability to identify holders' names and addresses through the register, product designs can be conceived, such as local government bonds, that return regional specialty goods to holders. Tokenization gives securities the property of identifying their holders, creating room to build in value beyond monetary return.

The same tendency appears in STs whose very aim is to build a relationship between issuer and investor, so-called "fan marketing" STs, where the emphasis is on non-monetary value, such as attachment to the issuer or a sense of belonging to a community, rather than on monetary return. Abroad, the range is wider still. In the United States, there is a case in which prints by Andy Warhol were divided into tokens so that they could be bought in small amounts (Takahashi, 2023). From the standpoint of the tokenization of real-world assets (RWAs), the range is coming to include not only real estate but art, infrastructure, and various monetary claims.

This diffusion does not contradict the concentration of issuance value. The tokenization of film investment rights and artworks appears in the count of cases, but the scale per case is small and its share of the market's total value remains slight. The value-based concentration seen in Section 3 and the diffusion of types seen in this section are compatible because their denominators differ. Measured by the quantity of issuance value, the market tilts toward real estate; measured by the quality of underlying-asset types, it is widening.

(2) Technological Characteristics Supporting Diffusion

Behind the reach of this diffusion lie two properties of tokenization. One is that the mechanism of recording rights electronically can turn even small, low-value assets, those that did not previously justify the cost of securitization, into fractionalized, tradable form at low cost. The other is that, because smart contracts can process the transfer and distribution of rights automatically, even complex rights relationships that do not fit the mold of standard securities can be placed in the same container, the token. Seen from the technical side, anything with economic value can become a candidate for tokenization.

Yet what is technically possible is not the same as what holds together as a market. If fractionalization and automation lower the hurdle to issuance, a diverse range of assets is indeed securitized. But this also means that products lacking the scale or standardization to withstand valuation in the secondary market come onto the market in the form of securities. What the technology has lowered is the cost of issuance; it does not thereby furnish the depth of supply and demand, or the price-formation mechanism, that sustains a secondary market.

We must recall the point made in Section 3. Although tokenization grants such wide latitude in the type of underlying asset, the bulk of issuance value was concentrated in a single category, the beneficiary certificate-issuing trust. While the technology opens the possibility of fractionalizing any asset, issuance actually headed toward the category in which institutional conditions, the tax treatment and the structure of rights under private law, made the burden of

structuring lightest. In short, what can be tokenized is decided by technology, but what is actually issued is decided by institutions. The ease of issuance holds both the possibility of broadening the market's base and the danger of multiplying issuance that lacks substance; which of the two becomes real is governed, again, not by the technology itself but by conditions on the market and institutional side.

(3) The Question of the “Substance of a Security”

A question arises here from the standpoint of securities-market theory. For a securities market to function, it is an important condition that liquidity be secured, that prices be formed, and that the discipline of investor protection operate. The ease of tokenization, however, makes it possible to “just turn an asset into a security and sell it” before that discipline is in place. That a considerable part of the value offered to investors in the tokenization of film investment rights or artworks lies not in convertibility through secondary trading or in valuation by market price, but in perks and a sense of participation in the work, plainly tells of this precariousness. These STs are designed as products that conclude within the relationship at the moment of issuance, without a secondary market. The OECD (2025), which comprehensively organized the factors impeding the market development of tokenized assets, likewise cites such matters as the fragmentation of liquidity due to a lack of interoperability, arguing that a market does not function through an expansion of asset types alone, and suggesting that widening the range of assets and establishing the conditions for a market to function are problems of a different order.

This state of affairs leads to a reexamination of the very outline of the concept of a security. On the traditional understanding, a security has been premised on the trading of the right it represents in a market and its valuation through price; it was marketability and price formation that distinguished a security from a mere contractual claim. Tokenization, however, makes it possible to place even rights that scarcely anticipate marketability or price formation within the same legal container of the security. That products which conclude the relationship among the parties at the point of issuance, and which do not anticipate secondary trading from the outset, are issued as “securities” means that the outer edge of the concept of a security is being pushed outward by technology. That the range of asset types widens may itself look like a market's richness. However varied the underlying assets become, no market depth arises unless buyers and sellers continue to appear for each product and prices are formed. In the next section, drawing on START's trading data, we examine concretely whether this diffusion is accompanied by the reality of secondary trading.

5 The Reality of Trading in the Secondary Market

(1) The Establishment of START

A venue for secondary trading of STs came into being in December 2023, when ODX began trading on START, a PTS for STs. ODX had obtained registration for Type I Finan-

cial Instruments Business and authorization to operate a PTS in April 2022; with the opening of START, a trading venue was at last provided for Japan's ST market, in which issuance had hitherto run ahead.

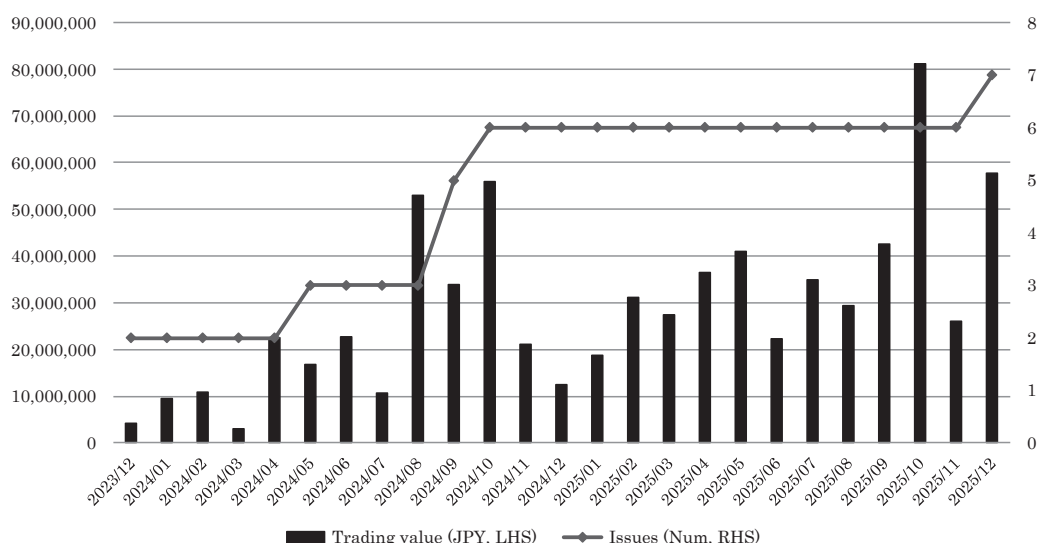
Until then, an ST could only be handed over bilaterally after issuance, and there was almost no venue where investors could buy and sell at will while referring to a market price. That a mechanism, even in the form of a PTS, was put in place to aggregate buy and sell orders continuously and to display prices means that the institutional premise for secondary trading advanced a step. Even so, providing a venue and trades actually taking place within it are separate matters. Even if a venue is prepared, the market remains largely nominal unless orders actually accumulate there.

How much trading, then, has appeared in this venue? According to the ODX secondary-market trends compiled by the JSTOA, START's monthly trading value totaled about 270 million JPY for the year in 2024 and about 450 million JPY in 2025 (JSTOA, 2026a). By month, even October 2025, the most active, came to 81.22 million JPY, and most months fall within a range of 20 to 40 million JPY (Figure 4). Converted to a per-business-day basis, this remains around one million JPY or less in many months. Given that the outstanding issuance balance has reached several tens of billions of JPY, the scale of trading is extremely small.

The monthly swings also reveal the market's thinness. The roughly 81.22 million JPY of October 2025 stands out at about two to three times the neighboring months, yet still falls short of 100 million JPY. Conversely, in March 2024, the monthly trading value fell to 3.02 million JPY. Whether or not just a few trades are concluded moves the monthly figure substantially, which shows that the market is sustained not by continuous supply and demand but by sporadic trades. This is not unique to Japan. The Financial Stability Board (FSB) too notes that many tokenization projects have not expanded greatly without sufficiently demonstrating their benefits, and that use at present remains limited, centered on permissioned platforms and lacking interoperability between platforms (FSB, 2024, p. 1). The thinness of secondary trading in Japan's ST market is also a manifestation of one of the constraints that tokenization faces worldwide.

This thinness becomes sharper still when measured by the turnover ratio (Figure 5). Dividing annual trading value by year-end market capitalization gives about 1.45% for 2024 and about 1.95% for 2025. The market capitalization used here is a reference value obtained by multiplying the benchmark price by the number of outstanding units; because it differs in nature from the market capitalization of listed securities, this is not a strict comparison. Even so, given that the annual turnover ratio of listed shares and J-REITs generally runs from several tens of percent to over 100%, it is clear that START's turnover ratio is one to two orders of magnitude lower⁵⁾. START was launched as a trading venue, but trading there has remained thin.

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading



Source: Compiled from JSTOA (2026a), p. 11

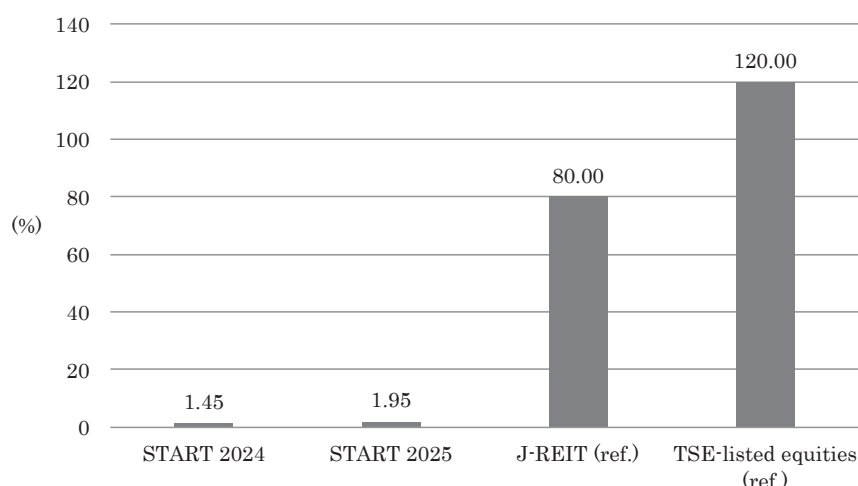
Figure 4. START: Monthly Trading Value and Number of Issues (Dec 2023–Dec 2025)

(2) The Relationship Between Concentration and Liquidity

A further point is that trading does not become active in step with growth in the number of issues or in market size (Figure 4). The issues handled on START grew from two at launch to six at the end of 2024 and seven in December 2025. Market capitalization, too, stood at about 18.7 billion JPY from late 2024 through most of 2025 and then expanded to about 23 billion JPY after a new listing in December 2025. Yet monthly trading value continues to move up and down at a low level, with no sign of accumulating in step with the rise in the number of issues or in market capitalization. Placing products on the market does not, of itself, give rise to liquidity.

This phenomenon is the obverse of the product concentration seen in Section 3. Through the end of 2025, the issues handled on START were all real estate-backed beneficiary certificate-issuing trust STs. A real estate ST is backed by the rental income generated by a specific property, and its value generally moves stably in line with the appraised value of the underlying asset. Indeed, the month-end benchmark price of each issue stays within a narrow band around 100,000 JPY. Price stability is not in itself bad for a product. From the side of the secondary market, however, scant price movement means there is little to motivate investors to seek profit through short-term trading. In addition, many real estate STs have a fixed maturity or trust period, and investors tend to buy them on the premise of holding to maturity. Moreover, as Nikami (2025) notes, some real estate STs (those backed by a specific Japanese inn or hotel, for instance) grant investors a utility token (UT) conferring preferential-use rights in proportion to the amount invested. Where part of the value offered to investors lies in such non-monetary use rights, there is all the more reason to continue holding rather than to resell,

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading



Note: Turnover Ratios = trading value ÷ period-end market capitalization

Source: START figures computed from JSTOA (2026a). J-REIT and listed-equity figures are approximate reference values (the basis for market capitalization differs, so this is not a strict comparison).

Figure 5. Comparison of Annual Turnover Ratios

working in the same direction as the tendency to hold to maturity. Stable prices, scant price movement, and an investor base premised on holding to maturity: when these overlap, secondary trading is very likely to stay subdued. The concentration of products thus structurally produces the scarcity of liquidity.

This point is easier to grasp by contrast with listed REITs. A J-REIT is backed by a portfolio incorporating many properties; it is listed on a stock exchange, and its price moves daily, reflecting the trend of the financial market as a whole and changes in interest rates. Precisely because the price moves, investors form judgments about whether it is cheap or dear, and trades are concluded. By contrast, many real estate STs are backed by a single property, and their valuation tracks the appraisal price and stays stable. Price movement reflecting the overall market tone is scant, and investors can hardly expect capital gains from short-term trading. Though both are backed by real estate, the design of the product as a financial instrument largely divides their behavior in the secondary market.

The data alone do not reveal this causal link; it emerges only from the nature of the products. What Figure 4 shows is no more than a correlation: the increase in the number of issues and the stagnation of trading value occurring at the same time. To answer why the former does not resolve the latter, one must return to the point that the listed products all share the same character. No matter how many real estate STs that are scant in price movement and premised on holding to maturity are lined up, investors' motive to trade does not grow. Only when products with varied price movements and differing risk characteristics coexist do investors have an incentive to switch issues, and trading arises. A collection of issues alike not in type but in character will not become a source of liquidity, however many are added.

The meaning of secondary trading this thin becomes clearer still in light of how market liquidity arises in the first place. In general, for a market to possess liquidity, there must be participants who keep posting quotes that connect the two sides, so that a trade can be concluded even when seller and buyer pass each other in time. In the market for listed shares, a diverse mix of investors differing in investment policy and time horizon coexists, and the very difference in their trading motives generates order depth. In Japan's ST market, however, holdings are confined almost entirely to investors who hold homogeneous products such as beneficiary certificate-issuing trusts over the long term and for similar motives, leaving little room for trades to arise from differences in timing or valuation. Nor have participants who continuously post quotes developed, and orders appear only sparsely. Moreover, where homogeneous products with little price movement are all that line up, investors who trade on price changes do not gather either, and the very function of price discovery works only with difficulty. The low turnover ratio can be understood as the surfacing, as thinness of trading, of this homogeneity of the investor base and immaturity of price formation. The concentration at the issuance stage and the want of liquidity at the trading stage are not two problems that arose separately; they are two aspects of the same market structure.

(3) Trading in the Over-the-Counter Market

The thinness of circulation is not confined to START, a PTS. Looking at circulation in the over-the-counter (OTC) market, that is, bilateral trading, at securities firms, sales to investors came to only about 2 billion JPY for the year in 2024 and about 2.6 billion JPY in 2025 (JSTOA, 2026a).⁶⁾ Moreover, nearly the whole of this consists of beneficiary certificate-issuing trusts, while OTC circulation of corporate bonds and other types scarcely appears in the record. On both the PTS and over the counter, secondary trading is thin and skewed toward beneficiary certificate-issuing trusts. The concentration observed in the primary market is repeated exactly in the secondary market.

When the two channels, the PTS and the OTC, are compared, another point of interest emerges. Against START's annual trading value of about 450 million JPY in 2025, OTC sales for the same year are about 2.6 billion JPY, so that the OTC is in fact the larger in scale. The center of secondary trading is not a public venue resembling an exchange, but the over-the-counter, where securities firms sell STs to investors bilaterally. This means that secondary trading exists less as a market in which prices are formed continuously by supply and demand than as an extension of bilateral selling, in which issuers and securities firms relay STs held as inventory to individual investors one by one. The function of transparent price formation, which a securities market ought properly to bear, is not working adequately here.

This is the central argument of this paper. The range of underlying assets has indeed widened, but what is actually traded is confined almost entirely to real-estate-backed beneficiary certificate-issuing trust STs, and even that trading is thin. The range that widened at issuance has not reached the trading stage: the diffusion is, after all, only apparent, unaccompanied by the substance of market depth.

6 Changes in Market Structure and Outlook

(1) Diversification of Secondary Market Products

Notwithstanding the thinness of the secondary market seen up to Section 5, several movements of change have begun to appear in the ST market in recent years. Here we take up the movements toward diversification of products in the secondary market, institutional adjustment, and the building of settlement infrastructure. We begin with the diversification of products in the secondary market. In March 2026, START began handling a corporate bond ST for the first time, in addition to real estate STs. A corporate bond ST issued at a total face value of about 10 billion JPY (SBI Holdings' 1st ST Bond) was brought onto the trading venue, so that the object of secondary trading, until then limited to real estate STs, at last began to widen to another type (ODX, 2026)⁷⁾. In the primary market, too, public-offering corporate bond STs on the order of 10 billion JPY came one after another in 2025, and the presence of corporate bond STs is growing (JSTOA, 2026a).

It would be premature, however, to think that this diversification will translate at once into substance in trading. Looking at the trading of the corporate bond ST on START, the trading value was about 2.25 million JPY in March 2026, when handling began, and only about 14.95 million JPY even in the following April (ODX, 2026). For an issue with a face value of 10 billion JPY to be listed, secondary trading is extremely scant. These figures cover only the first two months after listing and may partly reflect early-stage friction, such as limited investor awareness or delays in account linkage; even so, they suggest that adding a new product type has not, in itself, shifted secondary-market liquidity. As in the previous section, adding one type does not immediately raise liquidity, and continued tracking of the data is needed.

(2) Institutional Adjustment

The second movement is institutional adjustment. In response to the policy, set out in the government's growth strategy and its regulatory-reform implementation plan, of invigorating the issuance and secondary markets for unlisted shares of startups and the like, the Japan Securities Dealers Association amended its rules to relax regulation of registered-PTS issues, whose eligible customers are limited to those with high risk tolerance and capacity for investment judgment. In response, the JSTOA, a self-regulatory organization, also partially amended its "Rules Concerning the Trading, etc., of Electronically Recorded Transferable Rights on Proprietary Trading Systems" in March 2026 (JSTOA, 2026b). This is one example of how arranging the circulation environment for unlisted securities, including the ST market, has begun to be positioned as a policy task.

That said, the JSTOA judged that deregulation to the same effect as that of the Japan Securities Dealers Association was unnecessary, and the present amendment goes no further than tidying up the points where the rules were inconsistent regarding the handling of electronically recorded transferable rights in intermediary-type registered-PTS business. It

clarified that electronically recorded transferable rights handled as private placements, and exempt electronically recorded transferable rights, do not fall within intermediary-type registered-PTS business, because the range of their investors is limited to certain persons specified by Cabinet Office Ordinance and transfer to anyone outside those investors is prohibited (JSTOA, 2026b). The amendment is strongly technical in character, a matter of tidying consistency, and the institutional development of the circulation market is still at the stage of such fine adjustments.

(3) The Outlook for Settlement Infrastructure

The third is the building of settlement infrastructure. On the major platforms of the ST market, integration with fund settlement using digital currencies such as stablecoins is envisioned. If both the transfer of rights in a tokenized security and the settlement of the funds in consideration for it can be completed on a single ledger, the efficiency of transactions rises, and this could also contribute to invigorating secondary trading. BIS and CPMI (2024) likewise focus on the possibility of achieving delivery versus payment (DvP), the simultaneous delivery of securities and funds, on a single platform, and raise, as a question for central banks, how central bank money is to be used as the settlement asset (BIS and CPMI, 2024, pp. 20–22). Nikami (2025) too points out that, now that the tax issues have been settled to a certain degree, the next focus of the ST market lies in the advancement of settlement.

These challenges, however, are not unique to Japan. The OECD (2025) cites the safety of settlement assets and the lack of interoperability as questions that tokenized assets face worldwide. The situation in which multiple platforms proliferate, each using a different technical base, applies directly to Japan's ST market as well. BIS and CPMI (2024) also pose the question of how central banks are to promote interoperability where token arrangements develop in a fragmented manner (BIS and CPMI, 2024, p. 21). Part of the liquidity problem that Japan's ST market faces is also a reflection of these internationally common technical and institutional challenges.

Yet excessive expectation is unwarranted as to how far the advancement of settlement can fill the want of liquidity. Making settlement more efficient reduces the administrative friction after a trade is concluded; it does not work directly on the fundamental problem this paper has identified: that the motive to trade is scant in the first place. If a mechanism for the simultaneous delivery of securities and funds (DvP) and final settlement in central bank money is put in place, the credit risk and administrative friction attending trades will fall, and an environment in which institutional investors can more readily take part will be prepared. But unless the situation in which only homogeneous products with little price movement line up changes, there is no guarantee that trading will become active. The advancement of settlement, while one of the necessary conditions for generating liquidity, is not by itself a sufficient condition for bringing depth to the secondary market.

Overall, Japan's ST market can be seen as moving from a first stage, concentration in real estate and beneficiary certificate-issuing trusts, toward a second stage in which product diver-

sification and institutional development proceed. As the analysis in this paper shows, however, an increase in the number of product types does not of itself give rise to secondary-market depth. For the market to acquire substance, conditions must be in place for price formation to work and for diverse investors to participate continuously. Both the diversification of products and the advancement of settlement are necessary conditions for that, but not sufficient ones.

7 Conclusion

This paper has focused on the paradoxical coexistence of quantitative concentration and qualitative diffusion in Japan's ST market, and has examined its structure from data on both the primary and secondary markets.

Three points have become clear. First, in the primary market, owing to institutional factors, the tax treatment and the structure of rights under private law, issuance is markedly skewed toward beneficiary certificate-issuing trusts. The majority are backed by real estate, and at every phase (sales, trusteeship, and platform) the market is concentrated among a few entities. Second, the types of assets tokenized have widened to include film investment rights and artworks, among them products that center on non-monetary value and presuppose neither secondary trading nor valuation by market price. Third, turning to the secondary market, START's turnover ratio is one to two orders of magnitude lower than that of listed securities, and trading does not become active even as the number of issues and the market capitalization increase. This thinness is common to both the PTS and the over-the-counter market, and both are skewed toward beneficiary certificate-issuing trusts.

When these are set side by side, it becomes clear that in Japan's ST market the diffusion of underlying-asset types does not, as such, signify market depth or maturity. The diffusion stays at the issuance stage, while at the trading stage the concentration in real estate and beneficiary certificate-issuing trusts still runs through. Between the apparent diversification and the reality of trading lies a wide gap. Behind that gap is the character of the technology of tokenization, which made it possible to securitize diverse assets before market discipline was established.

The findings of this paper also carry an implication for the general understanding of securities markets: that it is insufficient, as a measure of a securities market's development, to look only at primary-market indicators such as issuance value or the variety of products. Whether a market has matured must be measured by how smoothly the securities issued are traded in the secondary market and how far prices are formed. Japan's ST market, viewed only through primary-market indicators, appears to be growing steadily; but once the reality of the secondary market is taken into account, it must be assessed as still at an early stage of development. In evaluating the market for a new financial product, a perspective that views issuance and circulation together is indispensable.

Moreover, the argument this paper has made repeatedly, that "institutions regulate market structure," is not confined to the ST market. Institutional conditions such as tax treatment and

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading

the structure of rights under private law steer which products are chosen and which entities carry the market. Even when a new technology appears, what ultimately decides the shape of the market is the institutional framework within which that technology is placed. This paper observes that the technological innovation of tokenization, joined to existing institutions, has produced the coexistence of concentration and diffusion. This offers one case for considering the relationship between technology and institutions.

As 2026 begins, signs that could move the structure have started to appear: the entry of corporate bond STs into secondary trading, the amendment of rules, and moves toward more advanced settlement. Even so, as the data of this paper repeatedly show, the diversification of products does not immediately translate into the invigoration of secondary trading. Whether the ST market can advance from the first stage of expanded issuance to a mature market endowed with depth of trading depends not on product diversification alone, but on whether such conditions are met as the establishment of the price-formation function, the diversification of the investor base including institutional investors, and the building of settlement infrastructure. How these conditions will change the reality of the secondary market remains to be seen; tracking this in light of continuing data is an important task for future research.

Notes

- 1) Under Article 9-2 of the Definitions Cabinet Office Ordinance, these rights are excluded from electronically recorded transferable rights because technical restrictions on transferees and on transfer suppress their wide circulation. Treated as Paragraph (2) Securities, they entail no disclosure obligation in principle.
- 2) The JSTOA's security token statistics are compiled by an industry association from publicly disclosed materials; they are neither official statistics nor a complete enumeration. This paper uses them as the publicly available data continuously obtainable at present.
- 3) Handling amounts by operator and by platform double-count deals handled jointly by more than one entity, so their totals (about 384.2 billion JPY by operator, about 342.4 billion JPY by platform) need not equal the double-counting-free issuance total (about 342.4 billion JPY). The ratios in the text are shares within each classification, not shares of issuance value.
- 4) This case is the "Film Digital Securities, Filmmakers Project 1—HERO's ISLAND." The issuer is CPF Film Fund LLC, the fund manager FGI Capital Partners Co., Ltd., and the offeror Phillip Securities Japan, Ltd. In a two-tier structure, the issuer invests through an anonymous partnership (operator: Cross Media Co., Ltd.) into the film production committee; the investment period is about three years from August 2024. The perks comprise nine items, including end-credit listing, invitations to previews and limited events, non-commercial items (script, press kit, promotional materials, image boards), and special limited footage, each in proportion to units subscribed.
- 5) From the ODX secondary-market trends in JSTOA (2026a), START's turnover ratio (annual trading value ÷ year-end market capitalization) is about 1.45% in 2024 and 1.95% in 2025. This market capitalization is a reference value (benchmark price × units outstanding) and differs in nature from that of listed securities. The figures for listed shares and J-REITs (Tokyo Stock Exchange data) serve only as a rough guide to the

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading

order-of-magnitude difference; they use period-average rather than year-end market capitalization, so the two do not strictly coincide.

- 6) In the JSTOA statistics, “sales” refers to the sale (including brokerage, agency, and intermediation) to investors of electronically recorded transferable rights acquired by members after issuance, excluding PTS transactions. The amount shown thus indicates over-the-counter transactions of STs in post-issuance circulation, not amounts acquired at issuance.
- 7) Trading volume for corporate bond STs is from the bond-ST figures in the March and April 2026 issues of the ODX “START Monthly Report” (which tallies real estate STs and bond STs separately). The security is the SBI Holdings 1st ST Corporate Bond (face value traded on START: 10 billion JPY; trading began March 25, 2026).

References

- Aldasoro, I., S. Doerr, L. Gambacorta, R. Garratt and P. Koo Wilkens (2023) “The tokenisation continuum,” *BIS Bulletin*, No. 72, Bank for International Settlements, April. <https://www.bis.org/publ/bisbull72.pdf>
- Bank for International Settlements and Committee on Payments and Market Infrastructures (2024) *Tokenisation in the Context of Money and Other Assets: Concepts and Implications for Central Banks*, Report to the G20, October. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d225.pdf>
- Financial Stability Board (FSB) (2024) *The Financial Stability Implications of Tokenisation*, October 22. <https://www.fsb.org/uploads/P221024-2.pdf>
- Ichihara, K. (2023) “デジタル証券とRWAトークンの動向,” Advanced Technology Laboratory, The Japan Research Institute, Limited, November 7. <https://www.jri.co.jp/file/advanced/advanced-technology/pdf/14593.pdf> [in Japanese]
- Ichii, J. (2025) “劇場版『宝島』に出資した映画ファンドに待つ運命—日本初の『映画 ST』に元本割れの懸念、興行収入 10 億円超でも難しい投資家への利益分配,” *Toyo Keizai Online*, December 24. <https://toyokeizai.net/articles/-/925754> [in Japanese]
- Japan Security Token Offering Association (JSTOA) (2025a) セキュリティトークン統計 (2024 年), March 24 (revised May 28). <https://jstoa.or.jp/files/news/2dd2fb5b4733924377e0e52a0b74351daed2c3f34455ca463d61d4d0392823a1> [in Japanese]
- (2026a) セキュリティトークン統計 (2025 年), March 31. <https://jstoa.or.jp/files/news/ee4e76a08fa2905e749f42a82e9cbc2d3c80fc6663873e8bf72751547df7234f> [in Japanese]
- (2026b) “「私設取引システムにおける電子記録移転権利等の取引等に関する規則」等の一部改正について,” March 16. <https://jstoa.or.jp/files/news/25595f09257f964a21b4d845642b6c5488f656f2be25b9c7cf18dcf3be054106> [in Japanese]
- Kumar, S., R. Suresh, D. Liu, B. Kronfellner and A. Kaul (2022) *Relevance of On-chain Asset Tokenization in 'Crypto Winter'*, Boston Consulting Group and ADDX. <https://web-assets.bcg.com/1e/a2/5b5f2b7e42dfad2cb3113a291222/on-chain-asset-tokenization.pdf>
- Nikami, K. (2025) “発足 5 年目に入るセキュリティ・トークン (ST),” *Shoken Report*, No. 1750, Japan Securities Research Institute, June. https://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1750/1750_01.pdf [in Japanese]
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2025) “Tokenisation of Assets and Distrib-

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market:
On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading

- uted Ledger Technologies in Financial Markets: Potential Impediments to Market Development and Policy Implications,” *OECD Business and Finance Policy Papers*, No. 75, OECD Publishing, Paris, January. https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/01/tokenisation-of-assets-and-distributed-ledger-technologies-in-financial-markets_be149012/40e7f217-en.pdf
- Osaka Digital Exchange (ODX) (2026) *START 月次レポート*, March and April 2026 issues. https://www.odx.co.jp/st/ja/market_info/market_report/ [in Japanese]
- Takahashi, C. (2023) “アート分割投資のフリーポート、ウォーホル作品を証券トークンに,” *Atarashii Keizai*, March 31. <https://www.neweconomy.jp/posts/306673> [in Japanese]
- Taniguchi, E. (2022) “セキュリティトークンの概要と市場拡大に向けた課題,” *Research Focus*, No. 2022-034, The Japan Research Institute, Limited, September 22. <https://www.jri.co.jp/file/report/researchfocus/pdf/13703.pdf> [in Japanese]
- Uchino, H., K. Kinoshita and M. Kiyota (2021) “デジタル証券が生み出す新たなフロンティアの可能性,” *Daiwa Institute of Research Quarterly Review*, Autumn 2021, Vol. 44, pp. 22–41, October 21. https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20211021_030092.pdf [in Japanese]
- Wakazono, C. (2020) “Token Offering を巡る SEC の規制的対応,” *Journal of Securities Economics*, No. 112, Japan Securities Research Institute, December, pp. 1–20. https://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/112/112_01.pdf [in Japanese]
- (2021) “第 12 章 資本市場のデジタル化：Token Offering を巡る規制環境”，*現代金融資本市場の総括的分析*, pp. 292–392, Japan Securities Research Institute [in Japanese].

(要旨)

日本のセキュリティトークン (ST) 市場では、量的な集中と質的な拡散が併存している。発行額でみると、2025 年末までの累計約 3,424 億円のうち、不動産を裏付けとする受益証券発行信託が 76.5%，社債 ST を加えると約 88% を占め、販売・受託・プラットフォームのいずれの段階でも少数の主体に集中している。集中の背景には、分離課税と第三者対抗要件という制度的要因がある。他方で、裏付け資産の種類は映画製作著作権や美術品にまで広がり、二次流通や市場価格による評価を前提としない、非金銭的価値を中心とする商品も現れている。しかし、この拡散は発行段階にとどまる。大阪デジタルエクスチェンジ (ODX) が運営する PTS「START」の取引データをみると、年間回転率は上場証券より 1～2 桁低く、銘柄数や時価総額が増えても取引は活発化しない。この薄さは PTS と相対 (OTC) 市場に共通し、いずれも受益証券発行信託に偏る。すなわち、発行段階で広がったはずの多様性は流通段階に及んでおらず、見かけの多様化と取引の実体との間には大きな乖離がある。本稿はこの乖離を、何をトークン化できるかは技術が決めても、何が実際に発行され取引されるかは制度が決める、すなわち制度が市場構造を規律するという視点から論じる。

日本大学商学部『商学集志』及び『総合文化研究』の編集及び発行に関する要項

平成24年5月24日制定

平成24年4月1日施行

平成26年6月5日改正

平成26年4月1日施行

令和8年3月14日改正

令和8年4月1日施行

(趣 旨)

第1条 この要項は、商学部（以下「本学部」という）における学術の発展に寄与することを目的とした『商学集志』及び『総合文化研究』の編集及び発行について必要な事項を定める。

(発 行)

第2条 『商学集志』及び『総合文化研究』の発行者は、商学部長（以下「学部長」という）とする。

2 『商学集志』は年4回、『総合文化研究』は年3回発行する。ただし、編集委員会（第3条に定める編集委員会をいう）が必要と認めたときは、この限りでない。

3 『商学集志』及び『総合文化研究』の英文表記は、次のとおりとする。

① 『商学集志』 JOURNAL OF BUSINESS, NIHON UNIVERSITY

② 『総合文化研究』 JOURNAL OF HUMANITIES AND SCIENCES, NIHON UNIVERSITY

(編集委員会)

第3条 『商学集志』及び『総合文化研究』の編集及び発行業務を行うため、商学部研究委員会内規第10条に基づき、本学部研究委員会に『商学集志』及び『総合文化研究』編集委員会（以下「編集委員会」という）を置く。

(編集委員会の構成)

第4条 編集委員会は、次の者をもって構成し、委員及び幹事は、学部長の承認を得て委員長が委嘱する。

① 委員

(1) 委員長 1名

(2) 副委員長 2名

(3) 委員長が指名する者 若干名

(4) 研究事務課長

② 幹事 若干名

(委員長及び副委員長)

第5条 委員長は、研究担当とする。

2 副委員長は、委員長を補佐し、『商学集志』及び『総合文化研究』の編集責任者となる。

3 委員長に事故あるとき又は欠けたときは、副委員長又はあらかじめ委員長の指名した

委員がその職務を代行する。

(委員の任期)

第6条 委員長、副委員長及び委員の任期は、1年とする。ただし、再任を妨げない。

2 補充の委員の任期は、前任者の残任期間とする。

(編集委員会の招集)

第7条 編集委員会は、委員長が招集し、その議長となる。

(投稿資格)

第8条 『商学集志』及び『総合文化研究』へ投稿できる者は、本学部専任教員及び指導教員から推薦された日本大学大学院商学研究科在籍学生とする。

2 編集委員会が認めたときは、前項以外の者を投稿者とすることができる。

(原稿)

第9条 『商学集志』及び『総合文化研究』に投稿することができる原稿の種別は、次のとおりとする。

① 『商学集志』

- (1) 論文 (Articles)
- (2) 研究ノート (Notes)
- (3) 研究資料 (Research Materials)
- (4) 書評 (Book Reviews)
- (5) 共同研究報告 (Reports of Joint Research)

② 『総合文化研究』

- (1) 論文 (Articles)
- (2) 研究ノート (Notes)
- (3) 研究資料 (Research Materials)
- (4) 書評 (Book Reviews)
- (5) 翻訳 (Translations)
- (6) 翻刻 (Adaptations)
- (7) 共同研究報告 (Reports of Joint Research)

2 投稿できる原稿は、各号につき前項のいずれか1編とする。ただし、編集委員会が必要と認めたときは、この限りでない。

3 投稿原稿の執筆形式は、別に定める「日本大学商学部『商学集志』『総合文化研究』執筆要領」による。

4 投稿原稿のうち論文は、邦文及び英文の要旨 (abstract) を付すものとする。ただし、編集委員会が認めたときは、邦文、英文以外の言語による要旨も可とする。

5 投稿者は、紙媒体と電子媒体にした投稿原稿に所定の申請書を添えて、投稿締切日までに編集委員会に提出するものとする。

6 編集委員会が認めたときは、特定の一つのテーマに複数人が投稿する企画 (以下「特集」という) を組むことができる。

7 前項の特集を希望する場合は、所定の申請書を添えて、編集委員会に申し出るものとする。

(審 査)

第10条 投稿原稿の審査は、すべて編集委員会で行うものとする。

2 編集委員会は、受理した投稿原稿1編につき2名の審査員を編集委員会委員のうちから選任し、審査を委託する。ただし、編集委員会は、投稿原稿の専門領域に応じて、編集委員会委員以外の者を選任することができる。

3 審査員は、当該審査結果について、所定の「審査結果報告書」を作成し、編集委員会に報告する。

4 編集委員会は、前項の報告に基づき投稿原稿掲載の可否及び種別について審議し、決定する。

5 編集委員会は、投稿原稿の種別を変更した場合又は掲載不可と決定した場合は、投稿者と協議するものとする。

(編集及び校正)

第11条 投稿原稿の掲載順序は、原則として、その種別、資格別の五十音順とする。

2 掲載が決定した投稿原稿の校正は、二校までとし、発行日の2週間前までに行うものとする。

(禁止事項)

第12条 投稿者は、日本大学における研究活動の不正行為対策に関する内規第2条に掲げる研究不正行為をしてはならない。

(著作権)

第13条 『商学集志』及び『総合文化研究』に掲載された論文、研究ノート、研究資料、書評、翻訳、翻刻及び共同研究報告等（以下「論文等」という）の複製権、翻訳・翻案権、公衆送信・伝達権及び二次的著作物の利用に関する権利は、本学部に帰属するものとする。

2 前項の論文等について複製、翻訳・翻案、公衆送信・伝達及び二次的著作物の利用を行おうとする者は、あらかじめ編集委員会の許諾を得なければならない。

(謝 礼)

第14条 投稿者に対しては、謝礼を支払わない。ただし、第8条第2項に定める投稿者のうち、編集委員会の承認を経て、発行者が執筆を依頼した投稿者に対しては、編集委員会及び学部長の承認を得て、1編5万円（税込み）を上限として謝礼を支払うことができる。

2 審査員のうち、本学部専任教員以外の者には、投稿原稿1編につき2万円（税込み）の謝礼を支払う。

(発行媒体)

第15条 『商学集志』及び『総合文化研究』は、日本大学リポジトリに登録するとともに、本学部のホームページに掲載する。

(所 管)

第16条 『商学集志』及び『総合文化研究』の発行に関する事務は、研究事務課が行う。

附 則

この要項は、令和8年4月1日から施行する。

執筆者紹介（執筆順）

Introduction of Authors (in the order of contribution)

紺 野 卓	日本大学商学部教授
KONNO Taku	Professor, Nihon University
黒 澤 壮 史	日本大学商学部准教授
KUROSAWA Masashi	Associate Professor, Nihon University
築 田 優	日本大学商学部准教授
YANATA Suguru	Associate Professor, Nihon University

『商学集志』『総合文化研究』編集委員会

委員長	教授	鈴木	由紀子	委員	教授	竹村	亮
副委員長 (商学集志担当)	教授	紺野	卓	委員	准教授	D. H.	ケネディ
副委員長 (総合文化研究担当)	准教授	畑	憲治	委員	准教授	吉田	隆弘
委員	教授	林	健治	委員	准教授	藤田	恵里子
委員	教授	濱本	明	委員	准教授	黒澤	壮史
委員	教授	水野	学	委員	研究事務課長	間宮	和彦
委員	教授	S. J.	パイスイエイ	幹事	研究事務課	伊藤	今日子
委員	教授	高橋	意智郎	幹事	研究事務課	永江	行弘

商学集志 第96巻 第2号

JOURNAL OF BUSINESS

NIHON UNIVERSITY

令和8年9月26日印刷

令和8年9月30日発行(非売品)

発行者 長谷川 勉

発行所 日本大学商学部

〒157-8570 東京都世田谷区砧五丁目2番1号

電話 03-3749-6718

FAX 03-3417-9680

印刷所 株式会社エデュプレス

〒110-0005 東京都台東区上野3-7-5 天野ビル4階

COLLEGE OF COMMERCE, NIHON UNIVERSITY

5-2-1 KINUTA, SETAGAYA-KU, TOKYO 157-8570 JAPAN

PHONE +81-3-3749-6718

FAX +81-3-3417-9680

JOURNAL OF BUSINESS NIHON UNIVERSITY

Vol.96

September 2026

No. 2

Articles

Examination of a Residents' Audit Request Regarding Illegal or Improper Financial and Accounting Practices stated in an Internal Control Evaluation Report: With Reference to the Okawara Kakoki Co., Ltd. Wrongful Prosecution Case and Related Residents' Audit Requests

KONNO Taku

Why Established Firms Fail to Respond to Disruptive Innovation? An Integrative Review through the Lens of Cognitive, Capability, and Power Traps

KUROSAWA Masashi

Product Concentration and the Secondary Market in Japan's Security Token (ST) Market: On the Divergence between the Diversification of Underlying Assets and the Reality of Trading

YANATA Suguru

COLLEGE OF COMMERCE

NIHON UNIVERSITY