

# 東京地下鉄株式会社の株式の処分について

令和4年3月28日  
財政制度等審議会

令和4年3月28日

財 務 大 臣  
鈴 木 俊 一 殿

財政制度等審議会  
会 長 榊 原 定 征

答 申 書

令和3年12月8日に財政制度等審議会が諮問を受けた「東京地下鉄株式会社の株式の処分について」について、国有財産分科会に付託し、慎重に審議を行ったところであるが、結論を得たので、ここに答申する。

財政制度等審議会 国有財産分科会 名簿

[分科会長]	小林 健	三菱商事(株)取締役会長
[分科会長代理]	若林 茂雄	弁護士
[委 員]	奥田 かつ枝	(株)九段緒方ホールディングス代表取締役
	亀坂 安紀子	青山学院大学経営学部教授
	川口 有一郎	早稲田大学大学院経営管理研究科教授
[臨時委員]	荒谷 裕子	法政大学法学部教授
	大久保 恭子	(株)風代表取締役
	川嶋 三恵子	(株)読売新聞東京本社論説委員
	児玉 平生	(株)毎日新聞社毎日フォーラム編集部委員
	佐谷 和江	(株)計画技術研究所代表取締役
	滝澤 美帆	学習院大学経済学部教授
	松尾 弘	慶應義塾大学大学院法務研究科教授
	持永 勇一	公認会計士
	野城 智也	東京大学生産技術研究所教授
	山内 弘隆	一橋大学名誉教授
[専門委員]	津田 廣喜	(株)日本取引所グループ取締役会議長

# 東京地下鉄株式会社の株式の処分について

## 1. 背景・経緯

- (1) 東京地下鉄株式会社（以下「東京地下鉄」という。）については、現在、政府及び東京都が発行済株式の総数を保有しており、東京地下鉄株式会社法<sup>1</sup>において「できる限り速やかにこの法律の廃止、その保有する株式の売却その他の必要な措置を講ずるものとする」とされている。
- (2) 東日本大震災からの復興のための施策を実施するために必要な財源の確保に関する特別措置法において、令和9年度までに生じた政府が保有する東京地下鉄株式の売却収入は、復興債の償還に要する費用に充てるとされており、復興財源の確保の観点からも、東京地下鉄株式の売却が必要とされている。
- (3) 令和3年7月、「東京圏における今後の地下鉄ネットワークのあり方等について」（国土交通省交通政策審議会答申第371号）（以下「国交省審議会答申」という。）がとりまとめられ、上記の背景・経緯を踏まえ、東京地下鉄株式の売却を早期に進めていく必要があるとされている。

## 2. 基本的考え方

東京地下鉄株式の処分に当たっては、基本的には以下のような考え方で取り組むことが適当である。

- (1) 東京地下鉄株式の売却については、国民共有の貴重な財産であることに配慮しつつ、公正な価格及び方法により行うことが必要である。

---

<sup>1</sup> 東京地下鉄株式会社法（平成14年法律第188号）（抄）

附則

（この法律の廃止その他の必要な措置）

第二条 国及び附則第十一条の規定により株式の譲渡を受けた地方公共団体は、特殊法人等改革基本法（平成十三年法律第五十八号）に基づく特殊法人等整理合理化計画の趣旨を踏まえ、この法律の施行の状況を勘案し、できる限り速やかにこの法律の廃止、その保有する株式の売却その他の必要な措置を講ずるものとする。

（政府等への無償譲渡）

第十一条 営団が出資によって取得する会社の株式は、会社の成立の時に、政府及び営団に出資している地方公共団体に、営団への出資の金額の営団の出資の総額に対する割合に応じて、無償譲渡されるものとする。

- (2) 可能な限り政府の売却する株式が特定の個人・法人に集中することなく、広い範囲の投資家を対象として円滑に消化できる方法により行う必要がある。
- (3) 売却の実施に当たっては、政府において証券・金融市場の動向等に特段の配慮をして、売却時期等については慎重に判断することが必要である。
- (4) 東京地下鉄においては、投資家保護等の観点から、上場企業にふさわしい一層の効率的経営に努めるとともに、事業内容等について、法令に基づく事項のほか、必要な情報の適切な開示を行うことが必要である。
- (5) 国交省審議会答申<sup>2</sup>において示された以下の考えに留意することが必要である。

イ 東京地下鉄株式の売却に当たっては、東京地下鉄の役割を踏まえて段階的に進めていくことが適切とされ、具体的には、国及び東京都が当面株式の2分の1を保有することが適切である。

ロ その後の東京地下鉄株式の売却について国と東京都は、これまでの閣議決定や法律において完全民営化の方針が規定されていることを堅持しつつ、その中で、首都の中核エリアを支える地下鉄の公共性や地下鉄ネットワーク整備の進展を踏まえながら対応することが求められる。

ハ 国と東京都が共同で手続きを進め、同時・同率で売却することが重要である。

---

<sup>2</sup> 「東京圏における今後の地下鉄ネットワークのあり方等について」(令和3年7月15日国土交通省交通政策審議会答申第371号)(抄)

3. 東京メトロの役割を踏まえた株式売却のあり方について

(1) 株式売却に当たっての基本的な考え方について

東京メトロの完全民営化の方針は、既にこれまでの累次の閣議決定や東京地下鉄株式会社法において規定されているところである。

東京メトロ株式の上場は、東京メトロ完全民営化の効果を最大限発現させるためのものであり、より多様な株主を受け入れることによる多角的な事業運営を通じて、利用者サービスの更なる向上を図る観点や、経営のレジリエンスを高める観点、そして企業価値の向上を図る観点からも進めていく必要がある。

また、復興財源確保法において国が保有する東京メトロ株式の売却収入を復興債の償還費用への充当期限が令和9年度と規定されているところ、復興財源を確保し、将来世代に負担を先送りしないためにも、株式売却を早期に進めていく必要がある。

(2) 具体的な株式売却のあり方について

(略) 東京メトロ株式の売却に当たっては、(略) 東京メトロの役割を踏まえて段階的に進めていくことが適切である。具体的には、東京8号線の延伸及び都心部・品川地下鉄構想の整備期間中には両路線の整備を確実なものとする観点から、国と東京都が当面株式の1/2を保有することが適切である。その間、東京メトロは企業価値向上に向けた体制強化やガバナンス向上を図るとともに、国と東京都は株主として東京メトロの経営方針を適切に支えていく必要がある。

その後の東京メトロ株式の売却について国と東京都は、これまでの閣議決定や法律において完全民営化の方針が規定されていることを堅持しつつ、その中で、首都の中核エリアを支える地下鉄の公共性や地下鉄ネットワーク整備の進展を踏まえながら対応することが求められる。

なお、東京メトロ株式の売却に当たっては、公正な価格・方法で売却する観点からも、東京メトロの企業価値の向上や財務の健全性の確保を図るとともに国と東京都が共同で手続きを進め、同時・同率で売却することが重要である。

### 3. 売却実施に当たり留意すべき事項

#### (1) 売却方法

イ 東京地下鉄が上場を目指している東京証券取引所においては、新規公開に伴う公募等の手続きとして、ブックビルディング方式及び競争入札による公募等による方式の2つの方式が認められている。

ロ 我が国における株式会社の新規公開においては、平成9年の東京証券取引所の規則改正によりブックビルディング方式が取り入れられて以降、すべてこの方式が採用されており、これが市場慣行として定着した方法といえる。

ハ 新規公開時、第2次以降の株式売却時にかかわらず、ブックビルディング方式においては、一般投資家からある程度大口の購入需要を有する機関投資家まで広範な投資家に対する需要状況の調査を通じて、需要の積み上げを行い、その結果に基づいて売出価格を決定する等、合理的な価格形成を行うことができる。

ニ 以上の点を勘案すれば、東京地下鉄株式の売却方式としては、ブックビルディング方式により売出価格を決定し、証券会社が引受けを行うことが適当である。

#### (2) 売却価格

ブックビルディング方式のプロセスにおいては、想定発行価格、仮条件の価格帯及び売出価格をそれぞれ決定することとなる。

東京地下鉄株式の売却価格を公正なものとするためには、上記の価格等の決定についても、売出人たる財務省及び東京都が、主幹事証券会社から関係する情報の提供を十分に受け、合理的なものであると確認した上で決定することが必要である。

なお、上場後における東京地下鉄株式の売却では市場価格が形成されているが、その際、過去の政府保有株式売却や一般企業の時価発行増資の場合と同様に、市場価格を基準価格としてそれを若干割り引いた価格を売却価格とすることは差し支えないと考える。

### (3) 売却時期

市場価格及び株式市場全般に対する悪影響をできる限り回避しつつ株式の円滑な消化を図るため、売却時期の決定に際しては証券・金融市場の動向等に特段の配慮をするとともに、売却開始までの間に株式市場の混乱等不測の事態が生じた場合には、時期を変更する等の弾力的対応が必要である。

### (4) 売却規模

売却株式数については、国交省審議会答申に基づき、

イ 新規公開時においては、売出人である財務省及び東京都が同時・同率にてその保有する株式の2分の1を売却すること

ロ その後の売却においては、国と東京都の協議を踏まえて対応すること

が適当である。

なお、売却の実施に当たっては、証券・金融市場の動向等を見極めつつ、市場価格及び株式市場全般に大きな混乱を与えないよう円滑な消化に十分配慮する必要がある。

### (5) 適切な投資勧誘

イ 東京地下鉄株式の売却に当たっては、証券会社が投資家の購入申込みを受け付けることとなるが、それに先立って有価証券届出書の提出後、証券会社により投資勧誘活動が行われる。

ロ 証券会社は、この投資勧誘活動に際して、投資家が自己責任原則に基づいて東京地下鉄株式の購入申込みを行うことができるように、投資家保護の観点から、以下の点に十分配慮することが必要である。

(イ) 一般に株式は価格変動リスクを伴う商品であり、東京地下鉄株式の場合においても、上場後の市場における取引を通じて価格が変動していくものである以上、購入者に損失をもたらす場合もあり得ることを十分説明すること。

(ロ) 各投資家の株式投資に対する意向、投資経験、資力等を十分考慮し、各投資家に対して適切な投資勧誘を行うこと。

#### (6) 適切な情報の開示及び保秘

ブックビルディング方式における価格形成を適正なものとするとともに、投資家を保護するため、東京地下鉄株式の購入希望者等に対して、必要かつ十分な情報が適時に開示されることが必要である。このため、東京地下鉄においては、情報開示に関する投資家の期待を踏まえ、東京地下鉄のビジネスモデルをより明確に説明することが必須である。

他方、東京地下鉄株式の売却に当たっては、その公平性・公正性を担保することもまた極めて重要である。このため、売出人である財務省及び東京都、株式の発行体である東京地下鉄及び東京地下鉄グループ各社、主幹事証券会社、引受証券会社その他の関係者は、それぞれにおいて、守秘義務に係る情報の管理の徹底を図ることが必要である。

#### (7) 売出人間の連携

東京地下鉄株式の売却に当たっては、売出人である財務省及び東京都が共同で手続きを進めることから、両者の間で十分な調整を図ることが必要である。

### 4. 株主構成等

#### (1) 安定株主対策についての考え方

東京地下鉄株式の売却に当たり、会社の経営基盤の安定に資する見地からいわゆる安定株主形成のために特定の法人等（従業員持株会を除く。）に対し優先的な割当てを行うことについては、日本証券業協会の自主規制ルールにおいて民間企業の上場前の公募等において新規上場申請会社が指定する者への割当て（いわゆる「親引け」）が原則禁止されていること等を勘案すれば、適当ではないと考える。

#### (2) 従業員持株会に対する割当て

上場前の公募等の実施に当たって、新規上場申請会社の従業員持株会に対して一定の範囲内で優先的な割当てを行うことについては、日本証券業協会の自主規制ルールにおいても認められているところである。

したがって、東京地下鉄従業員持株会が購入を希望する東京地下鉄株式の割当てについては、職員の士気高揚等のために行われるものと認められるところであり、一般投資家の購入機会を阻害しないよう十分配慮したものであれば、差し支えないと考える。

## 5. 主幹事証券会社の選定について

### (1) 基本方針

東京地下鉄株式の売却方法については、上記のとおり、ブックビルディング方式により売出価格を決定し、証券会社が引受けを行うことが適当である。

この売却に当たっては、その円滑な消化を図る観点から、以下の方針に則ることが適当である。

イ 投資需要の調査を綿密に行う等市場実勢を尊重した適正な売出条件の決定に努めること。

ロ 東京地下鉄株式の円滑な消化を図るため、国内の一般投資家からある程度大口の購入需要を有する海外を含む機関投資家まで広範な投資家の参加を可能とすること。

ハ 引受団は、以上の内容を反映し得る適正な編成とすること。

このような売却方法による場合、引受団を主導する役割を担う主幹事証券会社を適正に選定することが重要となる。選定に当たっては、主幹事証券会社には様々な役割があることに鑑み、国内証券会社はもとより外国証券会社を含む多くの証券会社を対象に、過去の実績等の定量的要素と、売出しに関する提案の内容等の定性的要素の両者を勘案することにより、証券会社の引受能力等を総合的に判断し、公平・公正に選定する必要がある。

また、売出人である財務省及び東京都は十分な調整を図り、共同で主幹事証券会社を選定することが適当である。

## (2) 主幹事証券会社の選定に当たり留意すべき事項

上記のような基本的考え方を踏まえると、主幹事証券会社の選定に際しては、以下の点に留意する必要がある。

### イ 選定手順

主幹事証券会社の選定手順としては、まず、証券会社からの提案書を募集することとなるが、幅広い証券会社を審査の対象とするため、募集要領については、一定の要件を満たし参加希望を有するすべての証券会社に配付すべきである。

また、提案に対する審査については、海外の民営化案件等において広く行われているように、提案書に記載される過去の実績等の定量的要素について審査（書類審査）した後、証券会社との面接により売出しに関する提案等を聴取・審査（口頭審査）する、との手順を踏むことが適当である。その際、書類審査の段階で、口頭審査を実施する対象とする証券会社の数を一定数に絞り込むこととしても差し支えない。

### ロ 審査基準

書類審査及び口頭審査に当たっては、以下のような審査基準により審査を行うことが適当である。

#### (イ) 書類審査

書類審査においては、証券会社の経験、引受能力等を過去の実績等の定量的要素により判断することとなることに鑑み、以下の項目を基準とすることが適当である。

A 過去に主幹事等を務めた陸運業関係の民営化案件の実績（件数、金額）

B 過去に主幹事等を務めた陸運業関係以外の民営化案件の実績（件数、金額）

C 過去に主幹事等を務めた民営化案件以外の陸運業関係案件の実績（件数、金額）

D 過去に主幹事等を務めた日本株式案件（海外において募集・売出しが行われたもの）の実績（件数、金額）

E 東京地下鉄株式への取組みについての実績（新規公開時を除く）

(A) 東京地下鉄株式の取扱い実績・保護預り株式数

F その他国内及び海外における販売力等を示す指標

(A) 海外において募集・売出しが行われた日本株式案件における引受・販売実績（総額及び海外における引受・販売金額）

(B) 日本株式の売買実績・保護預り株式数

(ロ) 口頭審査

口頭審査においては、証券会社の主幹事としての能力に加え、東京地下鉄株式売出しに当たっての方針等を評価することとなることに鑑み、以下の項目を基準とすることが適当である。

A 東京地下鉄株式に関する調査・分析の内容等

(A) 東京地下鉄を取り巻く環境について適切な分析を行っているか

(B) 東京地下鉄について、経営戦略、成長性、株式価値、株主還元等総合的な分析、評価を行っているか

(C) 東京地下鉄株式に関する調査・分析を担当するアナリスト等の体制は適切か

B 引受団の編成等についての考え方

(A) 国内における売出しに加えて海外売出しを行うこととなることに鑑み、円滑・確実な消化が十分行い得るような適切な引受団の編成を提案しているか

(B) 国内売出し分と海外売出し分の比率等についての考え方は適切か

C 売却日程についての考え方

(A) 株式市場への影響、需要の極大化等の観点を踏まえて円滑な売却が見込めるような売却日程を提案しているか

D 東京地下鉄株式の販売戦略

- (A) 東京地下鉄株式の魅力が投資家に十分正確に理解されるような説得力のある説明を提案しているか
- (B) 投資家への情報提供及び勧誘活動について、投資家の適正な期待形成に資する効果的な方策を提案しているか
- (C) アフターマーケットについての考え方は適切か
- (D) 株式市場全般に対する悪影響をできる限り回避するような提案となっているか

E 投資需要の見込み方

- (A) 国内及び海外における投資需要の見込み方は適切か

F 需要積み上げの方法等

- (A) 需要積み上げの方法及び売却価格の決定方法についての考え方は適切か
- (B) 引受団間、引受団内及び投資家に対する株式の配分方法についての考え方は適切か

G 手数料の水準等

- (A) 手数料の水準、配分方法についての考え方は適切か

H 内部体制

- (A) 担当チームは、主幹事としての事務を行っていく上で適切な組成となっているか
- (B) 法令等遵守体制は適切か

I その他引受姿勢等

- (A) その他証券会社の引受・売買姿勢

(ハ) 欠格条項

書類審査又は口頭審査のいずれかの段階で、以下のいずれか一に該当することが明らかとなった社については、主幹事として適当でないことから、審査対象から除外すべきである。

- A 東京地下鉄株式会社についてのアナリストレポートを作成していない（新規公開時を除く）
- B 需要見込みの裏付けとなっている国内・海外の投資家の調査を行っていない
- C 審査の段階で、公的機関（海外を含む）から、引受業務等の制限等主幹事としての事務を行う上で障害となるような処分を現に受けている
- D 東京地下鉄と係争中の訴訟案件がある
- E 東京地下鉄株式の売出しとの間で利益相反の関係が生じる案件において主幹事等を務めている（又は務めることが予想される）

#### ハ 評価方法

書類審査に当たっては、過去の実績等について原則として数値データにより客観的に得点化を行い、その総合評点により評価を行うことが適当である。

口頭審査に当たっては、上記（２）ロ（ロ）の各項目が、必ずしも数値化されたデータを活用し得るという性格のものではないことに鑑み、複数の評定者が、各々独立に、かつ、極力公正・客観的に各項目について評点を付し、これを合算して証券会社毎の口頭審査における総合評点とすることが適当である。

最終的な主幹事証券会社の選定に当たっては、書類審査における評点と口頭審査における評点の両者を総合的に勘案した上で、最もふさわしい社を選定することが適当である。

#### ニ その他留意すべき事項

- (イ) 選定する主幹事証券会社の数、引受団の編成等については、基本的には、売却時における市場環境、東京地下鉄株式売出しを巡る状況、その時点における市場慣行を踏まえ適切に判断すべきである。なお、売出しにおいて、国内証券会社たる主幹事と外国証券会社たる主幹事との果たすべき役割の相違に鑑み、国内証券会社と外国証券会社とで評価すべき項目に若干の差異を設けることは差し支えない。

(ロ) 審査に当たっては、主幹事証券会社の具体的な選定方法を記載した審査要領を公表する等透明性の確保に留意すべきである。

この文書は、日本国内におけるいかなる有価証券の売付けの申込み又は買付けの申込みの勧誘（以下、「勧誘行為」という。）を構成するものでも、勧誘行為を行うためのものでもありません。東京地下鉄株式の実際の売却を行う際には、金融商品取引法等の関連法令上必要な手続に従って、これを行うこととなります。また、この文書は、米国における証券の募集を構成するものではありません。上述の証券は 1933 年米国証券法に従って登録がなされたものでも、また今後登録がなされるものでもなく、1933 年米国証券法に基づいて証券の登録を行い、又は登録の免除を受ける場合を除き、米国において証券の募集又は販売を行うことは許されません。