

4 政府保有株式の処分

10-79 平成7年度以降における日本電信電話株式会社株式の処分について（答申書）

平成7年11月28日

大蔵大臣 武村 正義 殿

国有財産中央審議会
会長 吉瀬 維哉

答申書

昭和61年5月12日に開催された第40回国有財産中央審議会において諮問を受けた「日本電信電話株式会社の株式の処分」のうち、昭和62年度以降における日本電信電話株式会社株式の処分については、昭和62年6月12日の当審議会において答申し、昭和62・63年度においては、同答申に基づき売却が実施されたところであるが、その後の情勢の変化を踏まえれば、日本電信電話株式会社株式の処分に関し、同答申の内容について変更すべき点があると認められることから、平成7年度以降における日本電信電話株式会社株式の処分について、慎重に審議した結果、別紙のとおり結論を得たので、ここに答申する。

別紙

平成7年度以降における
日本電信電話株式会社株式の処分について

1 基本方針

平成7年度以降における政府保有の日本

電信電話株式会社株式（以下「NTT 株式」という。）の処分は、大規模な株式売却となることにかんがみ、基本的には以下のような考え方で行うことが適当である。

- ① 既に市場価格が形成され多数の株主が存在していることから、売却はできる限り市場価格に悪影響を与えないような方法で行うとともに、その規模を考慮すれば、できる限り広い範囲の投資家を対象として可能な限り円滑に消化できる方法により行う必要がある。
- ② NTT 株式が貴重な国有財産であることにかんがみ、市場価格に準拠した適正な価格により売却する必要がある。
- ③ 株式市場全般に対してもできる限り悪影響を与えないよう、売却実施に当たっては、証券・金融市場の動向に十分配慮して、時期・規模の決定を行う必要がある。

2 売却実施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、売却方法等の決定に際しては、以下の点に留意する必要がある。

(1) 売却方法

NTT 株式の売却は、基本的には、市場価格に準拠し、均一の条件で広範な投資家層を対象として勧誘・売却を行うことができる証券会社による売出しにより行うことが適当である。

売出しの方法としては、基本的には一般企業の時価発行増資等において採用さ

れている引受け方式が適当であると考えられる。引受けを行うに当たっては、投資需要の調査を行う等市場実勢を尊重して適正な発行条件を決定することに努め、引受団を適正に編成する等円滑な消化に努める必要がある。

また、売出しにおいては、一般投資家からある程度大口の購入需要を有する海外を含む機関投資家まで広範な投資家が参加しNTT株式の円滑な消化が図られるようにすることが肝要である。

(2) 売却価格

売出期間中の価格変動に伴い生じる投資家のリスクや証券会社の引受リスクを軽減させ株式の円滑な消化を図るため、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。

この場合の割引率については、市場の実勢、投資需要の動向等を十分に勘案し、決定することが必要である。

(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・金融市場の動向に十分配慮するとともに、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、証券・金融市場の動向、NTT株式に対する投資家の評価等を見極めつつ、市場価格及び株式市場全般に大きな混乱を与えることなく円滑な消化が可能と見込まれる規模とす

る必要がある。

(出所)「第57回国有財産中央審議会答申書」
(平成7年11月28日)。

10-80 平成10年度以降における日本電信電話株式会社株式の処分に当たっての主幹事証券会社の選定について(答申書)

平成10年9月8日

大蔵大臣 宮澤 喜一 殿

国有財産中央審議会
会長 志立 託爾

答申書

昭和61年5月12日に開催された第40回国有財産中央審議会において諮問を受けた「日本電信電話株式会社の株式の処分」のうち、平成7年度以降における日本電信電話株式会社株式の処分については、平成7年11月28日の当審議会において答申したところであるが、このうち株式の引受団における主幹事証券会社の選定の在り方について、慎重に審議した結果、別紙のとおり結論を得たので、ここに答申する。

別紙

平成10年度以降における日本電信電話株式会社株式の処分に当たっての主幹事証券会社の選定について

1. 基本方針

政府保有の日本電信電話株式会社株式(以下「NTT株式」という。)の売却方法については、平成7年11月28日の答申において、基本的には証券会社による引受け方

式により売出しを行うこととし、引受けを行うに当たっては、投資需要の調査を行う等市場実勢を尊重して適正な発行条件を決定することに努め、引受団を適正に編成する等円滑な消化に努めること、また、売出しにおいては、一般投資家からある程度大口の購入需要を有する海外を含む機関投資家まで広範な投資家が参加しNTT株式の円滑な消化が図られるようにすることとしている。

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、海外の投資家を含む限り幅広い範囲の投資家を対象として可能な限り円滑に消化する必要があることを念頭に、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定性的な要素の両者を勘案することにより、証券会社の引受け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。

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。

(1) 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等について審査(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。

(2) 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。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と考えられる。

① 書類審査

書類審査においては、証券会社の経験、引受け能力等を過去の実績等の定量的基準等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。

- (イ) 過去に主幹事等を務めた電気通信事業関係の民営化案件の実績(件数、金額)
- (ロ) 過去に主幹事等を務めた電気通信事業関係以外の民営化案件の実績(件数、金額)
- (ハ) 過去に主幹事等を務めた民営化案件以外の電気通信事業関係案件の実績(件数、金額)
- (ニ) 過去に主幹事等を務めた日本株式会社案件(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)
- (ホ) NTT株式への取組みについての実績
 - ・NTT株式の取扱い実績・保護残り株式数
- (ヘ) その他国内及び海外における販売力等を示す指標

- ・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け・販売実績（総額及び海外における引受け・販売金額）
- ・日本株式の売買実績・保護預り株式数

② 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、NTT 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。

(イ) NTT 株式に関する調査・分析の内容等

- ・NTT 株式について適切な分析を行っているか
- ・NTT 株式に関する調査・分析体制は適切か

(ロ) 引受団の編成等についての考え方

- ・国内における売出しに加えて米国公募を含む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
- ・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

(ハ) 売却日程についての考え方

- ・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

(ニ) NTT 株式の販売戦略

- ・投資家の購入意欲を十分に喚起するような説得力のある NTT 株式についての説明を行うこととしているか
- ・投資家への説明会その他の勧誘活動について効果的な方策を提案しているか

(ホ) 投資需要の見込み方

- ・国内及び海外における投資需要の見込み方は適切か
- (ヘ) 需要積み上げの方法等
- ・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
 - ・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
- (ト) 手数料の水準等
- ・手数料の水準、配分方法についての考え方は適切か
- (フ) その他引受姿勢等
- ・法令に従い適正に販売を行い得る体制となっているか
 - ・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
 - ・その他証券会社の引受姿勢

③ 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。

- ・NTT 株式についてのアナリストレポートを作成していない
- ・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
- ・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
- ・NTT と係争中の訴訟案件がある
- ・NTT 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）

(3) 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、複数の評定者が、各々独立に各項目について極力公正・客観的に評価を行うようにすべきである。上記(2)②に挙げた各項目は、必ずしも数値化されたデータを活用し得るとい性格のものではないが、評価に当たっては、極力公正・客観的に各項目について各評定者が評点を付し、これを合算して各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。

(4) その他留意すべき事項

① 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、各年度における市場環境、NTT株式売出しを巡る状況、その時点における市場慣行等を踏まえ適切に判断すべきであるが、平成10年度に予定されている売出しについては、約10年振りに行う大規模の売出しとなること、政府保有株式の売出しとしては初めて米国において公募による売出しを行うこと等を考慮すれば、引受団については、国内、米国及び米国を除く海外の各地域についてそれぞれ編成することとし、主幹事証券会社についても、それぞれの市場に精通した証券会社の中から選定することが望ましい。

② 審査においては、証券会社の企業秘密に係る部分はその対象に含まれることから、審査過程を公表することは適

当でないが、審査過程のより一層の透明性を確保するための方策を検討することが望ましい。

(別添2)

◎小委員会名簿（委員長以外は五十音順）

委員長

木原啓吉（江戸川大学教授）

伊集院礼子（NHK放送文化研究所主任研究員）

岩田規久男（学習院大学教授）※

黒川和美（法政大学教授）※

小津紀美子（東京学芸大学教授）

小早川光郎（東京大学教授）

定森一（社）日本不動産鑑定協会副会長）※

佐藤和男（社）不動産協会政策委員会委員長）※

志立託爾（三菱信託銀行(株)相談役、国有財産中央審議会会長）

高橋勇次（元日本弁護士連合会副会長）

長谷川徳之輔（明海大学教授）※

吉野源太郎（日本経済新聞社論説委員）※

(注) ※印のついた委員は臨時委員

(出所)「第63回国有財産中央審議会答申書」
(平成10年9月8日)。

10-81 日本電信電話株式会社株式の買入消却に応じることによる処分について (答申書)

平成11年6月18日

大蔵大臣 宮澤 喜一 殿

国有財産中央審議会
会長 志立 託爾

答申書

昭和61年5月12日に開催された第40回国有財産中央審議会において諮問を受けた「日本電信電話株式会社株式の処分」のうち、平成7年度以降における日本電信電話株式会社株式の処分については、平成7年11月28日の当審議会において答申したところであるが、その後の情勢の変化を踏まえれば、同答申の内容に追加すべき点があると認められることから、慎重に審議した結果、別紙のとおり結論を得たので、ここに答申する。

別紙

日本電信電話株式会社株式の買入消却に
応じることによる処分について

1. はじめに

(1) 平成7年度以降における政府保有の日本電信電話株式会社（以下「NTT」という）株式の処分について、平成7年11月28日の国有財産中央審議会答申（以下「平成7年答申」という）では、

- ① 既に市場価格が形成され多数の株主が存在していることから、売却はできる限り市場価格に悪影響を与えないような方法で行うとともに、その規模を考慮すれば、できる限り広い範囲の投資家を対象として可能な限り円滑に消化できる方法により行う必要がある
- ② NTT株式が貴重な国有財産であることにかんがみ、市場価格に準拠した適正な価格により売却する必要がある
- ③ 株式市場全般に対してもできる限り悪影響を与えないよう、売却実施に当たっては、証券・金融市場の動向に十分配慮して、時期・規模の決定を行う

必要がある

との基本的考え方を踏まえ、処分の方法としては、基本的には証券会社による引受け方式により売出しを行うことが適当であるとしたところである。

- (2) 平成7年答申では、自己株式の買入消却が当時は一般的ではなかったこともあり、買入消却に応じる形での政府保有NTT株式の売却は念頭に置いていなかったが、その後、自己株式の買入消却は広く行われるようになってきており、平成10年秋には、NTTにより自己株式の買入消却を実施する方針が発表されたところである。

このような状況を踏まえ、自己株式の買入消却に応じることにより政府保有NTT株式を売却することがNTT株式の処分方法の一つとして適当かどうかについて、以下の観点から検討を行った。

2. 株式の円滑な消化等

- (1) 買入消却に応じることにより株式を売却する場合、NTTにより一定規模の株式が買い付けられること、NTTが買い付けた株式はすみやかに消却されること等から、基本的には、株式の円滑な消化が見込まれるものと考えられる。
- (2) ただし、NTTがいわゆる事前公表型以外の市場買付けの方法により株式を買い付ける場合には、取引所におけるNTT株式の通常の売買高を勘案して一回当たりの売却株式数を円滑な消化が可能な程度にとどめること、取引所における直前の約定値段等を下回る価格での売却を行わないようにすること等、売却規模及び売却方法について慎重に配慮する必要がある。

また、NTTがいわゆる事前公表型市場買付けの方法により株式を買い付ける

場合には、NTTが公表した価格、数量に即して売却することとすれば、基本的には市場価格に悪影響を与えずに売却することが可能と考えられる。

- (3) なお、平成7年答申ではできる限り広い範囲の投資家を対象に売却することとしているが、これは、株式を円滑に消化するための手段として位置づけられたものであり、買入消却に応じることにより株式を処分する方法は、上記(1)でみたように、このような趣旨に反するものではないと考えられる。

加えて、当該処分方法は、NTTという特定の者に株式を売却するものではあるが、売却した株式はすみやかに消却されることとなることから、特定の者に株式を保有させることを目的とするものではなく、処分の公平性の観点からも問題ないものと考えられる。

3. 売却価格

- (1) NTTが市場買付けの方法により株式を買い付ける場合には、国による株式の売却価格は市場価格と一致することから、国有財産の売却価格として問題ないものと考えられる。

- (2) 他方、NTTが公開買付けの方法により株式を買い付ける場合には、NTTの設定する公開買付価格が国による株式の売却価格となることから、公開買付価格が市場価格に準拠した適正なものであるかどうかについての判断が必要となる。

具体的には、公開買付価格が公開買付期間の末日の市場価格を下回らないことが望ましいが、売出しの方法により処分する場合に通常必要となる手数料、市場価格からの割引等を勘案すれば、公開買付価格が公開買付期間の末日の市場価格を通常の手数料及び割引率程度下回るこ

ととなった場合であっても、差し支えないと考える。

4. 売却規模

- (1) 買入消却に応じて売却する株式の規模については、一般株主が買入消却に応じる機会を奪わないよう配慮すると観点にも留意することが必要である。
- (2) NTTが平成10年秋に発表した買入消却の実施の際には、国が買入消却に応じて売却する株式数としては、NTTが買入付ける株式総数に占める割合が政府保有比率程度（6割程度）となることを目処とすることが考えられる。

5. 結論

NTTが実施する自己株式の買入消却に応じることにより政府保有NTT株式を処分することについては、上記2. から4. までに述べた考え方に合致したものであれば、処分方法として適当であると考えられる。
(出所)「第65回国有財産中央審議会答申書」
(平成11年6月18日)。

10-82 日本たばこ産業株式会社の株式の処分について

蔵理第1506号
平成4年4月15日

国有財産中央審議会
会長 大村 筆雄 殿

大蔵大臣 羽田 孜

貴審議会に下記事項を諮問する。

記

日本たばこ産業株式会社の
株式の処分について

〔諮問事項参考資料〕

日本たばこ産業(株)の株式の処分について

1. 基本的考え方

政府保有のJT株式の売却に当たっては、国有財産の処分であること、その売却規模等からみて国民の関心が高いと見込まれること等に鑑みれば、基本的には以下の各点に配慮して行うことが適当であると考えられるか。

- ① 公正な価格形成
- ② 広く国民に購入機会を提供する公正な売却方法
- ③ 証券・金融市場の動向
- ④ 売却後の早期上場

2. 御審議をお願いする事項

上記基本的考え方を踏まえつつ、NTT株式の第1次売却(61年度)、沖縄電力株式の売却(63年度)の際に採られた、まず一部の株式について一般競争入札を実施し、その結果を参考として売出しを行うという「入札・売出しの組合せ方式」をベースに御検討を進めていただきたいと考えているが、具体的な売却方法等に関し、以下のような問題点が考えられるので、御検討をお願いしたい。

(1) 入札方法

公正な価格形成等の観点から、具体的な入札方法をどう考えるか。

なお、入札においては入札予定価格を設定する必要があるが、株式の評価についてはどのような評価方法を適当と考えるか。

(2) 売却方法

証券・金融市場の動向に配慮しつつ円滑な消化を図るとともに購入希望者に対し公正な売出しを実施する観点から、具体的な売却方法をどう考えるか。

- (3) 適正なディスクロージャーその他株式売却に当たって留意すべき事項
(出所)「第51回国有財産中央審議会」(平成4年4月15日)資料。

10-83 日本たばこ産業株式会社の株式の処分について(答申書)

平成5年6月16日

大蔵大臣 林 義郎 殿

国有財産中央審議会
会長 吉瀬 維哉

答申書

平成4年4月15日開催された第51回国有財産中央審議会において諮問を受けた日本たばこ産業株式会社の株式の処分について、慎重に審議した結果、別紙のとおり結論を得たので、ここに答申する。

別紙

日本たばこ産業株式会社の
株式の処分について

1. 基本的考え方

日本たばこ産業株式会社(以下「JT」という。)の株式の処分は、基本的には以下のような考え方で行うことが適当である。

- (1) JT株式が国民共通の貴重な財産であること等にかんがみ、その売却は、公正

な価格及び方法により行うことが必要である。

- (2) また、政府の売却する株式が特定の個人・法人に集中せず、広く一般投資家に購入機会を提供し得る公正な売却方法によることが必要である。特に、購入希望者が多数となると予想される場合には、売却株式の割当方法については公平性に十分配慮することが必要である。なお、投資家保護及び円滑な消化を図る観点から、売却に要する日程を極力短縮するよう、可能な限り事務処理の効率化に努めることが必要である。
- (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十分配慮して、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) JT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) 更に、JT株式を売却した後は、投資家保護及び株式の公正かつ円滑な流通の場を確保するという観点から、可能な限り早期に当該株式の上場を実施することが必要である。

2. 売却方法についての基本方針

- (1) 国有財産処分の原則的方法である一般競争入札（以下「入札」という。）は、価格形成が市場原理に基づき行われ、多数の入札参加者による多様な評価が反映されるため、公正な価格及び方法による国有財産の処分という観点からは優れた方法である。特に、株式の処分に当たっ

ては、適正な価格形成に資する見地からできるだけ入札によって株式需給を投合させることが望ましいといえる。また、入札方式は各投資家の独自の投資判断が処分価格に反映されるものであり、証券投資における自己責任原則の見地からも望ましい方法と考えられる。

- (2) 他方、入札方式は、株式の評価について必ずしも専門的な知識、経験を有しない一般投資家にとってなじみがなく、広く一般投資家に購入機会を提供する方法としてはやや難がある。また、広く一般投資家に対して購入機会を提供する観点からは、入札申込株式数について何の制限も設けず、入札の申込みを受け付ける必要があるが、その場合、売却規模からみて売却予定株式数の全量を入札に付すことは、入札件数が膨大となり、円滑な事務処理を図ることは極めて困難である。
- (3) したがって、以上の点を総合勘案すれば、JT株式の売却方法としては、可能な限り多くの株式について入札を行い、その結果を参考として売出価格を決定した上で、残余株式について売出しを実施するという「入札・売出しの組合せ方式」を採用することが適当である。

また、この方式における入札の実施に当たっては、具体的な入札方法について市場におけるJT株式の需給関係が適切に反映されるよう、十分配慮することが必要である。

3. 売却実施に当たり留意すべき事項

上記の「入札・売出しの組合せ方式」により売却を実施するに当たっては、前段階の入札、後段階の売出しについて、それぞれ以下の諸点に留意すべきである。

- (1) 入札の実施に際しての留意点

イ. 入札により売却する株式数

(イ) 上記の基本方針でも述べたとおり、入札は、多数の投資家による多様な評価に基づき、売却株式について適正な価格形成が行われることを期待するものである。

したがって、入札により売却する株式数が過小である場合には、その入札結果は、市場の評価が適正に反映されたものとはならないという事態も予想され、一般投資家が購入する際の売価を定める基礎として用いることが不適当となるおそれがある。

一方、入札により売却する株式数が過大である場合には、入札件数が膨大となり、入札事務の円滑な処理が困難となるという問題があるほか、入札後の売出しにおいて購入を希望する一般投資家が多数に上ると予想される場合には、その需要を満たせないこととなり、上場後の円滑な株価形成に悪影響を与えるおそれがある。

(ロ) ちなみに、日本電信電話株式会社（以下「NTT」という。）の株式の第1次売却（61年度）の際には、売却予定株式数（195万株）の約1割の20万株について入札を実施したところであるが、これに対し、約6倍の入札申込株式数があり、結果的にみて、入札により売却する株式数が過小ではなかったかとの指摘が市場関係者の間にある。

また、証券取引所の規則では、上場前の公募又は売出し（以下「上場前の公募等」という。）については、平成4年4月以降、原則として売却株式数の5割以上を入札に付すこととされている。ただし、当該売却株式数が多大であると認められる場合

には、5割未満とすることもできることとされている。

(ハ) こうした点を参考とすれば、入札により売却する株式数については、売却予定株式総数のおおむね3分の1程度が一応の目安となると考えられるが、今後入札実施時までに証券・金融市場の状況等を総合的に勘案して、市場の需給関係が適切に反映され適正な価格形成がなされるために必要な数量を決定することが望ましい。

ロ. 申込株式数の最低単位

(イ) 入札については、できるだけ多様な投資家が参加し、その落札結果がJT株式に対する市場の需給関係を適切に反映したものとなることが望ましい。

他方、その申込株式数に何の制限も設けず実施した場合には、応札者が極めて膨大な数に上ることが予想され、事務処理が円滑に行われなくなるおそれがあり、そうした事態を避けるため、入札の実施に際しては、申込株式数に最低単位を設定することが適当である。

ただし、申込株式数の最低単位をあまりに大きく設定した場合には、入札参加者が実質的に少数の機関投資家等に限定され適正な価格形成を阻害するおそれがあるため、最低単位の設定に当たっては、多様な投資家の評価が入札結果に反映されるよう、機関投資家等だけでなくある程度大口の個人投資家も入札に参加し得るように配慮する必要がある。

(ロ) ちなみに、NTT株式の第1次売却（61年度）の際には、申込株式数の最低単位を100株としたところであるが、個人投資家が入札に参加し

やすいよう、できるだけ100株より引き下げるべきであるとの指摘が市場関係者の間にある。

- (ハ) こうした点を勘案すれば、申込株式数の最低単位については、50株程度が一つの目安となると考えられるが、さらにこれを引き下げるかどうかについては、円滑な事務処理の確保に配慮しつつ検討を進め、今後入札実施時までに投資家の株式投資動向等を勘案して決定することが適当である。

ハ. 申込株式数の最高数量の制限

- (イ) また、入札の結果、少数の者が入札により売却する株式の大部分を落札し、特定者に株式が集中するという事態となることも考えられるが、そうなれば、その入札結果を一般投資家が購入する際の売価を定める基礎として用いることが不適当となるおそれがある。このような事態を避けるため、入札の実施に際しては、申込株式数に最高数量の制限を設定することが適当である。

ただし、国有財産を適正な対価により処分するという観点からみると、申込株式数の最高数量の制限をあまりに小さく設定した場合には、機関投資家等入札参加希望者の応札意欲を削ぐことにもなりかねず、自由な価格形成を阻害するおそれがある。

- (ロ) したがって、申込株式数の最高数量の制限を具体的にどの程度とすべきかについては、入札により売却する株式数の1割程度が一つの目安となると考えられるが、過去の政府保有株式の売却事例を踏まえつつ、今後入札実施時までに入札により売却する株式数、機関投資家等入札参加希望者の購入需要等を総合的に勘案

して決定することが適当である。

ニ. 入札予定価格についての考え方

- (イ) JT株式の入札予定価格の算定に際しては株式の評価が必要となる。一般に用いられている株式の評価方法としては、類似会社比準方式、純資産価額方式等がある。
- (ロ) 類似会社比準方式は、事業内容、業績、企業規模等を総合勘案の上、評価対象会社と類似する上場会社を選び、当該上場会社と評価対象会社の1株当たりの利益、純資産価額等を比較して評価を行う方法であり、上場株式の市場価格を評価の基礎としているため、他の評価方法に比べ継続企業としての価値の把握に適した方法である。また、この評価方法は、民間企業の上場前の公募等において入札を実施する際の下限価格の算定方法として用いられている。

しかしながら、JT株式の場合、JTが我が国においては唯一のたばこ製造企業であること等から、事業内容、業績、企業規模等全般にわたり類似する企業の選定が困難であり、類似会社比準方式のみでJT株式の適正な評価を行うことには限界がある。

- (ハ) 純資産価額方式は、帳簿上の1株当たりの純資産価額に資産評価益を加えた価格で評価するという方法であり、税務上小会社の株式の評価方法として用いられている。

この方法は、基本的には企業の清算価値に着目して評価を行うという性格が強く、継続企業としての価値の把握にふさわしい方法であるとは必ずしも言い難い面がある。

- (ニ) 配当還元方式、収益還元方式等の評価方法についても、配当金等のみ

に着目して評価を行う方法であり、上場を前提としているJT株式の場合、これらの方法のみによって株式の評価を適正に行うことには難点がある。

(ホ) したがって、JT株式の評価は、上記のいずれかの方法をそのまま適用するのではなく、各評価方法の特色に留意しつつこれらの評価方法を総合勘案して適切に実施する必要があると考える。

なお、具体的な評価方法等については、公正な入札実施という観点から入札予定価格について投資家に予断を与えることのないよう、一般の入札の場合と同様非公開とすることが適当である。

ホ. 適切な情報開示

必要な投資情報を提供することによって、入札参加者がJT株式の評価を行うに当たって適切な投資判断の下に入札価格を決定できるよう配慮することが、投資家保護及び自己責任原則の見地から必要である。

このため、入札の実施前に、事業内容等JT株式に対する入札参加者の評価を左右する事柄について情報の適切な開示を行うことが肝要である。

(2) 売出しの実施に際しての留意点

イ. 売出しの方法

(イ) 売出しについては、上記の基本的考え方で述べたとおり広く一般投資家に購入機会を提供する観点から、できるだけ多くの証券会社を通じて行うことが適当である。

(ロ) また、売出しの方法については、基本的には、以下の2点に留意することが必要である。

① 株式が市場で流通していない段

階での売出しであり、かつ、国有財産の適正な処分という観点から、売却株式の割当方法については公平な配分に十分配慮すること。

② 上場前の売却といえども、価格変動リスクが避けられない以上、投資家保護及び円滑な消化を図る観点からできるだけ売出しの日程については短縮することが望ましいこと。

(ハ) 上記の2点を踏まえて売出しの方法を考えた場合、民間企業の上場前の公募等において採用されている引受方式については、売出日程が短期間である点では優れているといえるが、他方、この方式によれば、株式の購入希望者に対する割当てについてある程度各証券会社の裁量に委ねられることとなる。

(ニ) このため、JT株式の売出方法としては、いわゆる「売出しの取扱い」により各証券会社は投資家から購入申込みを受け付け、その申込みを公正な第三者機関が集計して、申込株式数が売出予定株式数を超過した場合には抽選による割当てを行い購入者を決定するという方式により配分の公平性を確保することが適当である。

(ホ) また、抽選が必要となる場合には、売出日程の短縮を図る観点から円滑な事務処理の確保には配慮しつつできるだけ多くの購入希望者が公正に株式を取得できるような方法をとることが望ましい。

したがって、抽選割当てを行う場合における具体的な実施方法については、投資家が購入申込みを行う際申込番号を付した受付証を交付し、抽選結果についてその番号をもって発表するという申込番号方式を採用

するとともに、申込者数が売出予定株式数を上回った場合の割当方法については、申込株式数に比例して割当てを行うのではなく、NTT株式の第1次売出し時同様、申込株式数の多寡にかかわらず平等に割当てが行われるよう1株目の抽選割当てを行い、仮に申込者全員に1株ずつ割当てた後残株がある場合には2株目以降順次同様の割当てを行っていく方法をとることが適当である。

ロ. 売出価格

(イ) 売出価格の決定に当たっては、入札が適正かつ妥当な価格形成に資するために行われるものであることにかんがみると、JT株式に対する入札者の評価をできる限り適切に反映させることが必要である。

(ロ) 上記の観点からは、一般的には、落札価格を加重平均した価格あるいは最も多くの株式が落札された価格を売出価格とすることが考えられるが、落札結果がどのようなものとなるかは事前には予測し難いため、入札実施後、落札結果を十分勘案し国有財産中央審議会に諮った上、一般投資家に対する売出価格として適切な価格を設定することが適当と考える。

ハ. 適切な投資勧誘

(イ) JT株式の売出しに当たっては、上記で述べたとおり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以下の点に十分留意することによって、投資家が自己責任原則に

基づいてJT株式の購入申込みを行うよう配慮することが必要であると考ええる。

① 一般に株式は価格変動リスクを伴う商品であり、JT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うることを十分説明すること。

② 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。

4. 株主構成等

(1) 安定株主対策についての考え方

JT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、

① 証券取引所の規則では、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」）が禁止されていること

② 売却実施後も法律の規定により政府が株式の大部分を保有していること

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、証券取引所の規則においても認められているところである。

したがって、JTの従業員持株会が購入を希望する株式の割当てについては、職員の士気高揚や安定株主対策の一環と

して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. 適切なディスクロージャー及び株式の早期上場

(1) 適切なディスクロージャー

JT株式の売却、上場に当たっては、一般投資家が自己責任原則に基づき的確な判断が可能となるように、JTが適切なディスクロージャーを行うことが肝要である。

この場合において、JTは民営化され株式会社となってから8年以上経過する中で、経営の合理化を着実に進め、財務内容も充実しているが、「我が国たばこ産業の健全な発展を図り、もって財政収入の安定的確保及び国民経済の健全な発展に資する」という政策目的の一端を担っているため、国内における製造独占、葉たばこ買取制度、政府による公的関与及び政府の株式一定割合保有義務など、JT株式に対する投資家の判断を左右する事柄について、一般投資家にとってはわかりにくい部分があることにも留意する必要がある。このため、投資家保護の観点及び幅広くJT株式投資への積極的な参加を求める観点から、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、事業内容等につき法令に基づく事項のほか、必要な情報を有価証券届出書等において適切に開示することが不可欠であると考えられる。

(2) 株式売却後の早期上場

JT株式を売却した後は、投資家保護及び株式の公正かつ円滑な流通の場を確保するため、可能な限り早期に当該株式の上場を実施することが必要である。

6. 市場動向への配慮等

(1) 証券・金融市場の動向に対する配慮

JT株式の売却については、政府が保有している株式の民間保有を進めることにより会社の経営の一層の活性化を図るという見地からも可能な限り早期に実施されることが望ましいが、売却時期の決定に当たっては、今後の証券・金融市場の動向等に十分配慮することが必要である。

また、売却規模については、円滑な消化を図るため、株式市場の状況等を十分見極めつつ政府において適切に判断すべきであるが、売却予定株式数(約66万6千株)の量からみて、基本的には一括して売却することが望ましい。

なお、売却時期の決定後入札あるいは売出しの実施までの間に、株式市場の混乱等不測の事態が生じた場合には、入札あるいは売出しの実施時期を変更する等弾力的に対応することが必要である。

(2) 入札及び売出しのスケジュール

株式は市況商品であり、価格変動リスクを伴うものである以上、上場前の株式の売却といえども、投資家保護及び円滑な消化を図る観点から、入札及び売出しのスケジュールについては、公正性に十分配慮しつつ可能な限り事務処理の効率化に努めることが必要であると考ええる。

また、売出しについては、入札結果に基づき価格を定めて行われるものであり、売出価格が市場の実勢を反映したものであるためにも入札実施後可能な限り早期に実施する必要があると考ええる。

(出所)「第53回国有財産中央審議会答申書」
(平成5年6月16日)。

10-84 日本たばこ産業株式会社株式の処分
に関し留意すべき点について（答申書）

平成6年6月21日

大蔵大臣 藤井 裕久 殿

国有財産中央審議会
会長 吉瀬 維哉

答申書

平成4年4月15日開催された第51回国有財産中央審議会において諮問を受けた「日本たばこ産業株式会社株式の処分」に関し、昨年の答申以降の情勢を踏まえ、処分に当たり留意すべき点について慎重に審議した結果、別紙のとおり結論を得たので、ここに答申する。

別紙

日本たばこ産業株式会社株式の処分に関し
留意すべき点について

1. はじめに

日本たばこ産業株式会社株式（以下「JT株式」という。）の処分については、昨年6月16日の当審議会において答申したところであり、基本的にこれに基づき実施されることが適当であるが、昨年の答申以降の情勢を踏まえれば、JT株式の処分に関し、更に明確にすべき点があると認められる。このため、今般、JT株式の処分に関し留意すべき点として、上場の際しての値付け株の取扱い等についての考え方を取りまとめ、上記答申に追加することとしたものである。

2. 上場の際しての値付け株の取扱い

(1) 民間企業の株式の新規公開においては、上場時に主要な株主から弾力的に保有株式が放出されることが多いが、平成元年度の新規公開制度の見直しに伴い、入札実施銘柄については、証券取引所からの売委託同意株式（いわゆる値付け株、以下「値付け株」という。）の要請は行われなくなり、値付け株自体は、現在、制度的には予定されていないものである。

また、JT株式については、売却可能株式数について法律上、全体の1/3が限度とされ、予算上もこれが上限とされている。このため、JT株式については、この限度を超えて上場時に市場の状況に応じて弾力的に株式の放出を行うことは不可能である。

更に、JT株式の場合、これまでに実施された日本電信電話株式会社株式（以下「NTT株式」という。）等に比べ売却される株式数が少ないため、値付け株として売却される株式を相当数留保すれば、入札後の売出しにおいて広く一般投資家に購入機会を提供する観点から問題が生ずるほか、値付け株の放出により投資家に過剰な期待が生じ、上場時の価格形成がゆがめられる場合もあるのではないかな等の指摘もある。

(2) こうした点を勘案すれば、今回のJT株式の上場の際しては、政府において値付け株を留保することは困難であり、値付け株がないことについて、投資家及び市場関係者に対し、予め周知を図っておくことが必要と考えられる。

3. 入札後の売出しにおいて払い込みが行われなかった株式等の取扱い

(1) JT株式の入札後の売出しを実施する際、NTT株式等の場合と同様、抽選による割当てを受けても、実際には代金払込み

が行われない株式が一部生ずることが予想される。また、売却日程短縮のため、申込番号方式による抽選方法を用いることから、抽選割当ての段階で割当て残株式等が生ずることも予想される。

- (2) これらの株式については、できるだけ多くの希望者に購入の機会を提供する観点及び前述の値付け株の取扱いに関する考え方を踏まえれば、NTT株式の売出しの際と同様、予め順位を定めて補欠割当ての通知を行っておき、実際に払込みが行われなかった株式等の数に相当する補欠番号まで割当てを行うこととするのが適当である。この場合、補欠割当てを行ったうえで、なお払込みが行われなかった株式については、政府において上場時に、市場に影響を与えないよう、当初から成行売委託を行って処分しても差し支えないと考える。なお、補欠割当ては、できるだけ効率的に実施し、売却日程が長期化しないよう努める必要がある。

4. 売却実施及び上場に関し配慮すべき点

- (1) JT株式の上場に当たっては、上場時の円滑な価格形成に資する観点から、多数かつ多様な投資家による多様な投資行動が行われることが望ましい。このため、より多数かつ多様な投資家が上場前にJT株式を取得することができるよう、入札に付する株式数等についても、特に配慮することが適当と考えられる。
- (2) このため、昨年6月16日の当審議会答申において、政府において決定することとされている入札により売却する株式数、入札の申込株式数の最低単位及び申込株式数の最高数量の制限については、昨年の答申の考え方を基本としつつ、以下のような考え方により決定することが望ましい。

イ. 入札により売却する株式数については、過去の政府保有株式等の処分の事例を踏まえ、その割合を更に若干引き上げること考えられるが、入札後の売出しにおいて購入を希望する一般投資家の需要についても配慮する必要があることから、売却予定株式総数の3分の1程度とすることが適当と考えられる。

ロ. 申込株式数の最低単位については、円滑な事務処理の確保が可能な範囲内において、50株よりなるべく引き下げよう努めることが望ましい。

ハ. 申込株式数の最高数量の制限については、過去の政府保有株式等の処分の事例も勘案した上で、入札により売却する株式数の1割よりある程度引き下げることが適当と考えられるが、機関投資家等入札参加希望者の応礼意欲を削ぎ、自由な価格形成を阻害することのないよう配慮する必要がある。

- (3) また、JT株式の売出しを取り扱う証券会社においては、売出しにおける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JT株式の購入申込みを行うよう一層配慮するとともに、上場時においても、投資家に対し、より適切な投資勧誘を行うことが望まれる。
- なお、上場時の円滑な価格形成に関しては、様々な観点からの議論がなされているところであり、各関係者においても、より円滑な上場を図るための所要の検討が行われることが望まれる。
- (出所)「第54回国有財産中央審議会答申書」
(平成6年6月21日)。

10-85 日本たばこ産業株式会社株式の売出価格について（答申書）

平成6年8月31日

大蔵大臣 武村 正義 殿

国有財産中央審議会
会長 吉瀬 維哉

答申書

平成4年4月15日開催された第51回国有財産中央審議会において諮問を受けた「日本たばこ産業株式会社の株式の処分」のうち、日本たばこ産業株式会社株式の売出価格について、慎重に審議した結果、別紙のとおり結論を得たので、ここに答申する。

別紙

日本たばこ産業株式会社株式の
売出価格について

1. はじめに

日本たばこ産業株式会社株式（以下「JT株式」という。）を売出しの方法により処分する場合の処分価格（以下「売出価格」という。）について、昨年6月16日の本審議会答申では、

「売出価格の決定に当たっては、入札が適正かつ妥当な価格形成に資するために行われるものであることにかんがみると、JT株式に対する入札者の評価をできる限り適切に反映させることが必要である」

「上記の観点からは、一般的には、落札価格を加重平均した価格あるいは最も多くの株式が落札された価格を売出価格と

することが考えられるが、落札結果がどのようなものとなるかは事前には予測し難いため、入札実施後、落札結果を十分勘案し国有財産中央審議会に諮った上、一般投資家に対する売出価格として適切な価格を設定することが適当と考える」

との考え方を示したところである。

2. 入札結果

本年8月15日から18日までの間に申込みを受け付け、同月29日に落札決定が行われたJT株式の一般競争入札の結果は、

最高落札価格	2,110,000円
最低落札価格	1,362,000円
最多落札価格	1,400,000円
加重平均落札価格	1,437,991円

となっている。

今回の入札は多数の投資家の参加により、かつ、複数の価格による入札で行われたものであり、その価格・株式数の分布も全体としておおむね正常となっている。また、落札も入札者全体の約4分の1に当たる4,229人に達する投資家の判断により行われており、その顔ぶれも金融機関（42社）その他の法人（822社）、個人（3,365人）と広い範囲にわたっている。

3. 売出価格についての考え方

(1) 上記のとおり、今回の入札は入札者の分布等に特に問題があるとは認められないので、昨年の答申で示したとおり、加重平均落札価格あるいは最多落札価格のいずれかにより売出価格を定めることが適当と考える。

(2) 最多落札価格については、140万円という価格において9,320株が落札されているものの、入札に付した株式数の規模（23万株）を勘案すると、これが落札価格の水準を代表するものとは言い難いの

みならず、141万円、138万円でもそれぞれ、9,280株、8,880株が落札されていること等を考えれば、今回これを売出価格とすることは必ずしも適当とはいえない面がある。

(3) 加重平均落札価格については、算定に恣意の入る余地がないことから社会的に理解の得やすい客観的な価格であり、今回の落札状況からは、その結果をより適切に反映する売出価格であると考えられる。

(4) 以上のとおり、国有財産であるJT株式の適正な処分価格としては、今回の落札結果からは加重平均落札価格がより適切であると考えられ、JT株式の売出価格については、入札による処分価格の加重平均値を基準として設定することが適当と考える。

(出所)「第55回国有財産中央審議会答申書」
(平成6年8月31日)。

10-86 平成7年度以降における日本たばこ産業株式会社株式の処分について (答申書)

平成7年11月28日

大蔵大臣 武村 正義 殿

国有財産中央審議会
会長 吉瀬 維哉

答申書

平成4年4月15日に開催された第51回国有財産中央審議会において諮問を受けた「日本たばこ産業株式会社の株式の処分」のうち、平成7年度以降における日本たばこ産業株式会社株式の処分について、慎重に審議した結

果、別紙のとおり結論を得たので、ここに答申する。

別紙

平成7年度以降における

日本たばこ産業株式会社株式の処分について

1 基本方針

平成7年度以降における政府保有の日本たばこ産業株式会社株式（以下「JT株式」という。）の処分は、上場後における大規模な株式売却となることにかんがみ、基本的には以下のような考え方で行うことが適当である。

① 平成6年度の場合とは異なり、既に市場価格が形成され多数の株主が存在していることから、売却はできる限り市場価格に悪影響を与えないような方法で行うとともに、その規模を考慮すれば、できる限り広い範囲の投資家を対象として可能な限り円滑に消化できる方法により行う必要がある。

② JT株式が貴重な国有財産であることにかんがみ、市場価格に準拠した適正な価格により売却する必要がある。

③ 株式市場全般に対してもできる限り悪影響を与えないよう、売却実施に当たっては、証券・金融市場の動向に十分配慮して、時期・規模の決定を行う必要がある。

2 売却実施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、売却方法等の決定に際しては、以下の点に留意する必要がある。

(1) 売却方法

上場後におけるJT株式の売却は、基本的には、市場価格に準拠し、均一の条件で広範な投資家層を対象として勧誘・売却を行うことができる証券会社による

売出しにより行うことが適当である。

売出しの方法としては、基本的には一般企業の時価発行増資等において採用されている引受け方式が適当であると考えられる。引受けを行うに当たっては、投資需要の調査を行う等市場実勢を尊重して適正な発行条件を決定することに努め、引受団を適正に編成する等円滑な消化に努める必要がある。

また、売出しにおいては、一般投資家からある程度大口の購入需要を有する海外を含む機関投資家まで広範な投資家が参加しJT株式の円滑な消化が図られるようにすることが肝要である。

(2) 売却価格

売出期間中の価格変動に伴い生じる投資家のリスクや証券会社の引受リスクを軽減させ株式の円滑な消化を図るため、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。

この場合の割引率については、市場の実勢、投資需要の動向等を十分に勘案し、決定することが必要である。

(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・金融市場の動向に十分配慮するとともに、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、証券・金融市場の動向、JT株式に対する投資家の評価等を見極めつつ、市場価格及び株式市場全般に大きな混乱を与えることなく円滑な消化が可能と見込まれる規模とする必要がある。

(出所)「第57回国有財産中央審議会答申書」
(平成7年11月28日)。