

平成 2 6 年 6 月 5 日

財 務 大 臣
麻 生 太 郎 殿

財政制度等審議会

会 長 吉 川 洋

答 申 書

平成 2 6 年 4 月 1 4 日に財政制度等審議会が諮問を受けた
「日本郵政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。

日本郵政株式会社の株式の処分について

平成26年6月5日
財政制度等審議会

財政制度等審議会 国有財産分科会 名簿

[分科会長]	佃 和夫	三菱重工業(株)相談役
[分科会長代理]	横溝 高至	弁護士
[委 員]	荒谷 裕子	法政大学法学部教授
	佐谷 和江	(株)計画技術研究所代表取締役
	山内 弘隆	一橋大学大学院商学研究科教授
[臨時委員]	緒方 瑞穂	(公社)日本不動産鑑定士協会連合会会長
	角 紀代恵	立教大学法学部教授
	川北 英隆	京都大学大学院経営管理研究部教授
	川口 有一郎	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
	児玉 平生	(株)毎日新聞社紙面審査委員
	林田 晃雄	(株)読売新聞東京本社論説副委員長
	望月 久美子	東急不動産ホールディングス(株)住生活研究所主席研究員
	持永 勇一	新日本有限責任監査法人常務理事
	野城 智也	東京大学生産技術研究所教授
[専門委員]	吉野 直行	慶應義塾大学名誉教授
	林 正和	(株)日本取引所グループ取締役会議長

日本郵政株式会社の株式の処分について

1. 背景・経緯

(1) 郵政民営化については、郵政民営化法¹において「民間に委ねることが可能なものはできる限りこれに委ねることが、より自由で活力ある経済社会の実現に資する」との基本的な考え方が示されている。

日本郵政株式会社（以下「日本郵政」という。）の株式については、現在、政府が発行済株式の総数を国有財産として保有している。郵政民営化をさらに推進するためには、日本郵政株式を売却することにより、極力国の関与を減らし、市場規律の下における公正かつ自由な競争を促進し、多様で良質なサービスが提供されるようにすることが重要である²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（以下「復興財源確保法」という。）においては、日本郵政株式について、「日本郵政株式会社の経営の状況、収益の見通しその他の事情を勘案しつつ処分の在り方を検討し、その結果に基づいて、できる限り早期に処分するものとする」こととされている。また、日本郵政株式会社法においても、「できる限り早期に処分するものとする」こととされている。

復興財源確保法においては、平成 34 年度までの売却収入を復興財源とすることができるとされており、「今後の復旧・復興事業の規模と財源について」

¹ 郵政民営化法（平成 17 年法律第 97 号）（抄）

（目的）

第一条 この法律は、民間に委ねることが可能なものはできる限りこれに委ねることが、より自由で活力ある経済社会の実現に資することに鑑み、株式会社に的確に郵政事業（法律の規定により、郵便局において行うものとされ、及び郵便局を活用して行うことができるものとされる事業をいう。以下同じ。）の経営を行わせるための改革（以下「郵政民営化」という。）について、その基本的な理念及び方針並びに国等の責務を定めるとともに、郵政民営化推進本部及び郵政民営化委員会の設置、新たな株式会社の設立、当該株式会社に関して講ずる措置、日本郵政公社（以下「公社」という。）の業務等の承継等に関する事項その他郵政民営化の実施に必要となる事項を定めることにより、これを集中的かつ計画的に推進することを目的とする。

（基本理念）

第二条 郵政民営化は、内外の社会経済情勢の変化に即応し、公社に代わる新たな体制の確立等により、経営の自主性、創造性及び効率性を高めるとともに公正かつ自由な競争を促進し、多様で良質なサービスの提供を通じた国民の利便の向上及び資金のより自由な運用を通じた経済の活性化を図るため、地域社会の健全な発展及び市場に与える影響に配慮しつつ、公社が有する機能を分割し、それぞれの機能を引き継ぐ組織を株式会社とするとともに、当該株式会社の業務と同種の業務を営む事業者との対等な競争条件を確保するための措置を講じ、もって国民生活の向上及び国民経済の健全な発展に寄与することを基本として行われるものとする。

² 平成 26 年 3 月 28 日 参議院本会議 安倍内閣総理大臣答弁（抜粋）

郵政民営化は、民間に委ねることが可能なものはできる限りこれに委ねることが、より自由で活力ある経済社会の実現に資するとの考え方を基本としています。これを実現するためには、株式処分により、極力国の関与を減らし、市場規律の下における公正かつ自由な競争を促進し、多様で良質なサービスが提供されるようにすることが重要であると考えています。

(平成 25 年 1 月 29 日復興推進会議決定)に基づき、日本郵政株式の売却収入として 4 兆円程度が復興財源フレームに盛り込まれたところである。このように、復興財源の確保の観点からも、日本郵政株式の売却が必要とされている。

(参考) 復興財源フレームに盛り込まれた「4 兆円程度」について

復興財源確保法において、平成 34 年度までの売却収入を復興財源とすることができるとされていることを踏まえて、

- ① 過去に日本で行われた他の企業の株式売出しの事例から、1 回の売却額を 1.3 兆円と仮置きし、
- ② 過去の N T T、J T 等の政府保有株式等の売却における平均の売却間隔を踏まえて、概ね 3 年程度に 1 回の売却と仮置きすると、平成 34 年度までに最大で 3 回の売却が可能と想定されることから、1.3 兆円 × 3 回 ÷ 4 兆円程度と、あくまで機械的に試算したもの。

ただし、実際の売却に当たっては、市場の動向等を踏まえて売却時期、売却規模等を決定するものであり、平成 34 年度までに 1.3 兆円を 3 回に分けて売却することとしているものではない。

2. 基本的考え方

日本郵政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) 日本郵政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。
- (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、広く国民が所有できるよう³、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 郵政民営化法等の一部を改正する等の法律案に対する附帯決議（平成 24 年 4 月 26 日 参議院総務委員会）（抄）

政府は、本法の施行に当たり、次の事項についてその実現に努めるべきである。

二、金融二社の株式について、その全部を処分することを目指し、金融二社の経営状況、ユニバーサルサービスの確保に係る責務の履行への影響等を勘案しつつ、できる限り早期に、処分するものとするとの規定に基づき、日本郵政株式会社がその処分に向けた具体的な説明責任を果たすこととなるよう努めること。また、日本郵政株式会社の株式も含め、これらの株式が国民全体の財産であることに鑑み、その処分に当たっては、ユニバーサルサービスの確保に配慮しつつ、可能な限り株式が特定の個人・法人へ集中することなく、広く国民が所有できるよう努めること。

- (3) 日本郵政の企業規模に鑑みれば、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、売却規模等については慎重に判断することが必要である。
- (4) 日本郵政においては、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) 日本郵政が保有しているゆうちょ銀行株式会社及びかんぽ生命保険株式会社（以下「金融２社」という。）の株式は日本郵政の資産の大部分を占めているため、特に新規公開時においては、金融２社株式の売却の在り方が日本郵政の株式価値の毀損につながることにならないよう、主幹事証券会社等の専門的立場からの意見を参考としつつ、政府及び日本郵政は適切に対応すべきである。また、対応の結果については、政府及び日本郵政において、国民への説明責任を十全に果たすとともに、市場における透明性を確保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

(1) 売却方法

イ 日本郵政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 新規公開時のブックビルディング方式は、平成９年の東京証券取引所の規則改正により取り入れられた。他方、競争入札による公募等による方式については、「入札が新規公開株の一部についてのみ行われること等もあり、発行済株式数全体の需給を反映したものとはならず、そのため、公開価格が高く設定されがちであり、公開後の円滑な流通に支障をきたすとの指摘」⁴があるとされている。現に、平成９年の東京証券取引所の規則改正以降、我が国における株式会社の新規公開については、すべてブックビルディング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。

⁴「会員におけるブックビルディングのあり方等について」（平成１９年１１月２１日日本証券業協会）

ハ 新規公開時、第二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、需要の積上げを行い、その結果に基づいて売出価格を決定するなど、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、日本郵政株式の売却方法としては、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。

日本郵政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、第二次売却以降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、証券・金融市場の動向、日本郵政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。

その場合、日本郵政の企業規模や過去の民間企業の株式の売出規模に鑑みれば、発行済株式数に対する売出株式数の割合を一定程度に抑えることが合理的である。そのため、証券取引所の上場基準に特例が設けられることが望ましい。

(5) 適切な投資勧誘

イ 日本郵政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日本郵政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、日本郵政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。

(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。

ハ 日本郵政グループ各社においては、金融商品を取り扱う場合もあることから、不適切な投資勧誘が起こらないよう、各社においてコンプライアンスの徹底を図ることが必要である。

(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、日本郵政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、日本郵政においては、情報開示に関する投資家の期待を踏まえ、日本郵政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、日本郵政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、株式の発行体である日本郵政や日本郵政グループ各社、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。

4. 株主構成等

(1) 安定株主対策についての考え方

日本郵政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、

イ 日本証券業協会の自主規制ルールでは、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」）が原則禁止されていること

ロ 売却実施後も日本郵政株式会社法の規定により、政府が発行済株式数の3分の1超を保有し続けること

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、日本郵政従業員持株会⁵が購入を希望する日本郵政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

政府保有の日本郵政株式の売却方法については、上記の通り、ブックビルディング方式により売価を決定し、証券会社が引受けを行うことが適当である。

⁵ 日本郵便株式会社法において、日本郵便株式会社（以下「日本郵便」という。）の発行済株式の総数を日本郵政が保有することとされており、日本郵便の従業員が日本郵便株式を購入する機会を持ち得ないことから、日本郵政従業員持株会には、日本郵便の従業員も参加している。

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 日本郵政の企業規模に鑑み、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。

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。

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。

- A 過去に主幹事等を務めた陸運業、銀行業及び保険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、銀行業及び保険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、銀行業及び保険業関係案件の実績（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 日本郵政株式への取組みについての実績（新規公開時を除く）
 - (A) 日本郵政株式の取扱い実績・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け・販売実績（総額及び海外における引受け・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、日本郵政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 日本郵政株式に関する調査・分析の内容等

- (A) 日本郵政を取り巻く環境について適切な分析を行っているか
- (B) 日本郵政について、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) 日本郵政株式に関する調査・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 日本郵政株式の販売戦略

- (A) 日本郵政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) 主幹事として、親子上場等複雑な案件を担当し得る体制はあるか

(C) 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 日本郵政株式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 日本郵政と係争中の訴訟案件がある

E 日本郵政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、日本郵政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。

また、郵政民営化法等の一部を改正する等の法律案に対する附帯決議（平成 24 年 4 月 26 日参議院総務委員会）において、日本郵政株式について、「広く国民が所有できるよう努めること」とされていることを勘案すると、より充実した国内販売網を構築するという観点から、例えば地域に根差した販売網を有する国内証券会社を、いわゆるグローバルコーディネーターやブックランナーとは別途の役割を担う主幹事証券会社として選定することも検討に値する。その際は、当該証券会社の規模等を勘案し、評価すべき項目に差異を設けることが適当である。

（ロ）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、審査過程を全て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。

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。日本郵政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。