

東京地下鉄株式会社の株式の処分の基本的な考え方

3 都市基調第 871 号
令和 4 年 3 月 28 日

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) 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第 371 号答申）（以下「国交省審議会答申」という。）が取りまとめられ、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 基本的な考え方

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。

- (1) 東京地下鉄株式の売却については、都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。
- (2) 可能な限り東京都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。
- (3) 売却の実施に当たっては、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。
- (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ものとする。
- (5) 国交省審議会答申において示された以下の考えに留意し、処理する。
 - 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二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、全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 以上の点を勘案し、東京地下鉄株式の売却方式として、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とする。

(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、上記の価格等の決定についても、売出人たる東京都及び財務省が、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。

(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を図ることとする。

(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、売出人である東京都及び財務省が同時・同率にてその保有する株式の2分の1を売却する。

ロ その後の売却においては、東京都と国の協議を踏まえて対応する。

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こととする。

(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とする。

(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、売出人である東京都や財務省、株式の発行体である東京地下鉄や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。

これらを踏まえて、対応する。

(7) 売出人間の連携

東京地下鉄株式の売却に当たっては、売出人である東京都及び財務省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。

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し、実施しない。

(2) 従業員持株会に対する割当て

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、一般投資家の購入機会を阻害しないよう配慮することとし、日本証券業協会の自主規制ルールを踏まえることとする。

5 主幹事証券会社の選定について

(1) 基本方針

東京都保有の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とする。

この売却に当たっては、その円滑な消化を図る観点から、以下の方針にのっとる。

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。

また、共同の売出人である財務省と十分な調整を図り、共に主幹事証券会社を選定する。

(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。

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全ての証券会社に配付する。

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。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。

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。

(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。

- 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 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・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。

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る。

A 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。

B 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。

C 東京地下鉄と係争中の訴訟案件がある。

D 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する。

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ごとの口頭審査における総合評点とする。

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。

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る。