

政府保有 NTT 株式の売却経緯

理財局総務課 課長補佐 小林 鷹之

1. はじめに

昨年9月6日、政府は、日本電信電話株式会社（以下、「NTT」）の自己株式の取得に際し、保有株式112万3,043株の売付けを行った。当該売却をもって、政府が保有する売却可能株式（国債整理基金特別会計に所属）の処分は完了し、NTTの民営化に一つの区切りがついた。売却収入は累計で14兆4,802億円に上り、国債の円滑な償還はもとより、社会資本整備、更には金融安定化にも大きく貢献したものと考えられるが、昭和61年の売却開始から約20年（この間、6度の売出しと5度の自己株式取得に応じた売却を実施）を要した政府によるNTT株式売却の経緯等を以下に紹介することとしたい。

2. NTT 株式売却の経緯

（図表1、図表2、図表3）

昭和57年7月、第2次臨時行政調査会第3次答申において、電電公社の民営化が決定され、昭和59年12月、日本電信電話株式会社法（以下、「NTT法」）が成立、翌年4月に民営化がなされた。NTT法においては、全体の3分の1にあたる株式520万株（産業投資特別会計に所属）について、国に保有義務が課される一方で、全体の3分の2にあたる残りの株式1,040万株（国債整理基金特別会計に帰属。額面5万円）

は売却の対象とされた。資本金7,800億円の我が国最大の企業の誕生であり、売却対象株式の数量、金額ともに前例を見ない大規模なものであったことから、国民各層から多大な関心が寄せられた。

証券取引所への上場については、原則として設立後3年の経過が必要とされているが、NTT株式に関しては、投資家の保護及び株式の公正な流通の場の確保といった観点から、可能な限り早期に上場を行うことが必要であるとの国会等における議論を踏まえ、東京証券取引所により、上場規準の特例が設けられ、会社設立後1年で上場が可能となった（昭和62年2月9日上場）。

しかし、NTTの株価は順調には推移しなかった。NTT株式の初値は160万円をつけ（昭和62年2月10日）、その3ヵ月後には上場来最高値の312万円を付けたが、以後は下落の一途を辿り、上場時に付けた160万円を割り込んだ平成元年には、政府は同年度中の売却の凍結を発表せざるを得なかった。平成2年に入ると、NTT株価は100万円を割り込み、前年に続き売却を断念せざるを得ない状況となった（平成3年も同様）。更に、平成4年8月、日経平均株価が15,000円を割り込む中、NTT株価も50万円を割り込んだため、「総合経済対策」において、「日本電信電話株式会社株式について、平成4年度と平成5年度の2年間、売却を凍結

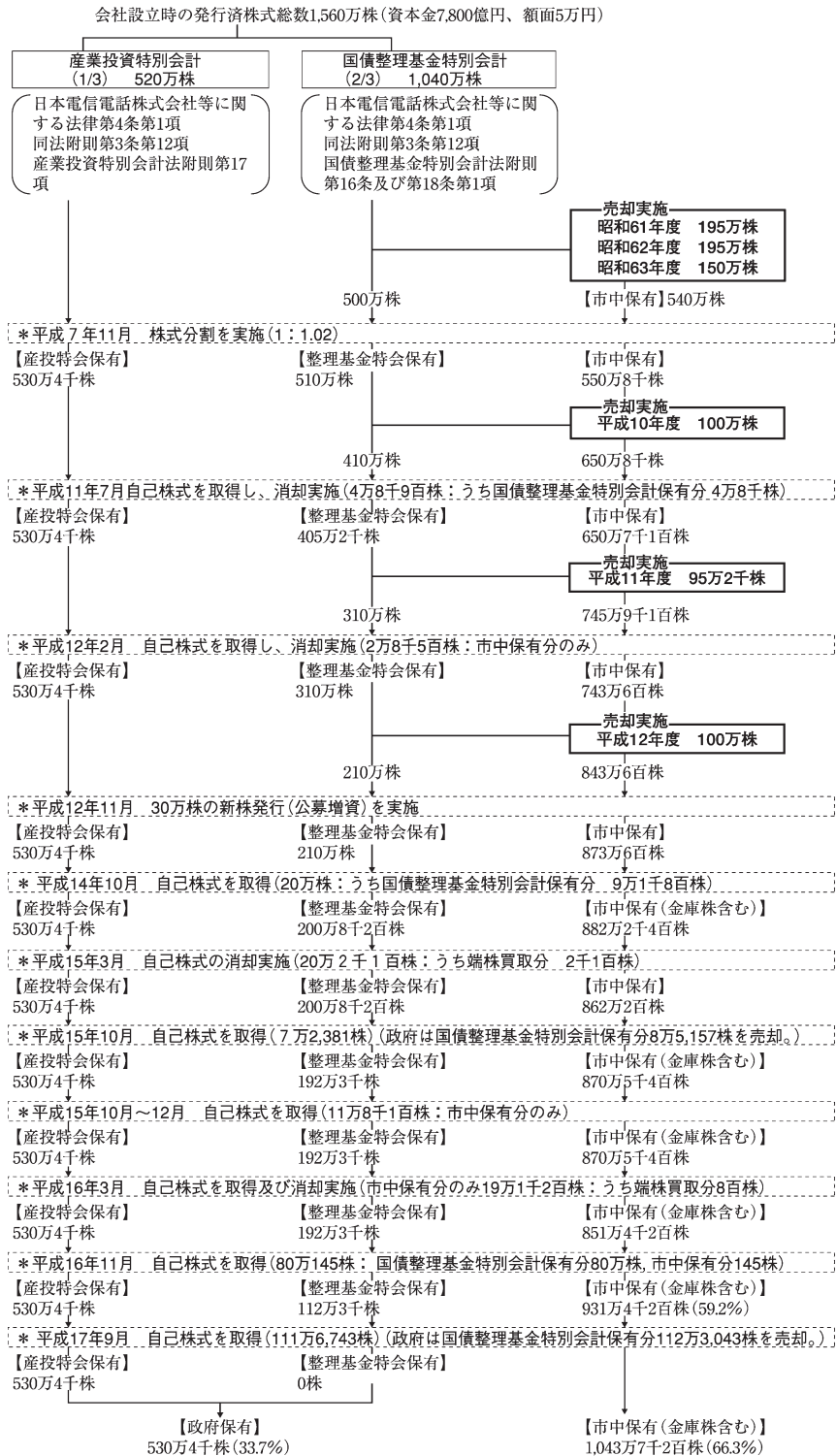
(図表 1) NTT・JT・JR の政府保有株式売却等年表

年度	NTT	JT	(参考) JR 3 社	株価 (年度終値)		
				NTT (万円)	JT (万円)	日経平均 (円)
昭和60	日本電信電話株式会社設立	日本たばこ産業株式会社設立				
昭和61	政府保有株式 1 次売却 (195万株、売出し価格 119万 7 千円) 東京証券取引所等上場			271.0		21,567
昭和62	政府所有株式 2 次売却 (195万株、売出し価格 255万円)		JR 旅客鉄道株式会社設立	240.0		26,260
昭和63	政府所有株式 3 次売却 (150万株、売出し価格 190万円)			155.0		32,839
平成元	株式市場の状況に鑑み、元年度売却見送り発表			116.0		29,980
平成 2	株式市場の状況に鑑み、2 年度売却見送り発表			106.0		26,292
平成 3	株式市場の状況に鑑み、3 年度売却見送り発表			63.6		19,346
平成 4	「総合経済対策 (4 年 8 月 28 日)」により、NTT は 4・5 年度、JT 及び JR 東日本は 4 年度の株式売却見送り			87.7		18,591
平成 5	「総合経済対策 (4 年 8 月 28 日)」で見送り		JR 東日本株式 1 次売却 (250万株)	90.7		19,112
平成 6	JT 1 次売却により、6 年度売却見送り発表	政府保有株式 1 次売却 (394,276株、売出し価格143万 8 千円) 東京証券取引所等上場		74.8	81.1	16,140
平成 7	株式市場の状況に鑑み、7 年度売却見送り発表 NTT 再編問題 * 平成 9 年 6 月 NTT 法改正 (持株会社、東日本、西日本、長距離の 4 社に再編)			78.2	99.0	21,407
平成 8	JT 2 次売却、NTT 株価の低迷により、8 年度売却見送り発表 (8 年度末株価 NTT87万円、日経平均18,003円)	政府所有株式 2 次売却 (272,390株、売出し価格81万 5 千円) (売却可能分の売却完了)	JR 西日本株式 1 次売却 (1,365,656株)	87.1	82.2	18,003
平成 9	証券不祥事、株式市況の低迷により、9 年度売却見送り発表		JR 東海株式 1 次売却 (1,353,929株)	111.0	99.6	16,527
平成10	政府所有株式 4 次売却 (100万株、85万 5 千円)			116.0	115.0	15,837
平成11	自己株取得に応じ、政府所有株売却 (48,000株) 政府所有株式 5 次売却 (952,000株、166万 6 千円)		JR 東日本株式 2 次売却 (100万株)	163.0	73.5	20,337
平成12	政府所有株式 6 次売却 (100万株、94万 9 千円)			80.0	82.8	13,000
平成13	株式市場の状況に鑑み、13年度売却見送り発表			50.4	79.9	11,025
平成14	自己株取得に応じ、政府所有株売却 (91,800株)	JT 法改正 (政府保有義務 2/3 → 1/2 へ)	JR 東日本株式 3 次売却 (50万株) (売却完了)	40.3	70.7	7,973
平成15	「証券市場の構造改革と活性化に関する対応について (15年 5 月 14 日)」により見送り		JR 西日本株式 2 次売却 (634,344株) (売却完了)	59.0	76.1	11,715
	自己株取得に応じ、政府所有株売却 (85,157株)	自己株取得に応じ、政府所有株売却 (44,000株)				
平成16	自己株取得に応じ、政府所有株売却 (800,000株)	政府所有株式 3 次売却 (289,334株、売出し価格84万 3 千円) (売却可能分の売却完了)		46.9	119.0	11,669
平成17	自己株取得に応じ、政府保有株売却 (112万3,043株) (売却可能分の売却完了)		JR 東海株式 2 次売却 (50万株)			

(注) 1. JR 株式は (独) 鉄道建設・運輸施設整備支援機構 (旧国鉄清算事業団) に帰属するため、国有財産ではない。また、売却も同機構が行っている。

2. 各々第 1 次売却の際には、売出しの前に入札による売却が行われている。

(図表2) NTT株式の概況



(注) 株式数は百株未満の四捨五入により合計が一致しない場合がある。

する。」とされる結果となった。

平成5年4月に、日経平均株価は20,000円台に回復するものの、株価は安定せず、平成6年度においても株式市場の状況に鑑み、売却が見送られた。こうした中、平成7年に入るとNTT再編問題の議論が本格化したため、平成9年6月にNTT法が改正されるまで、結果として売却には手を付けられなかった。平成10年度に入り、ようやく株価が持ち直し、上昇の兆しを見せる中、平成12年度まで3年連続で売却が行われたが、NTTの株価は再び低下局面を迎え、過去最低の株価（37.8万円）を記録した平成14年2月以降、先般の売却完了に至るまでは、市場への供給圧力を回避する観点からも、NTTの自己株式の取得に応じて売却する形をとることとなった。

このように、NTT株式の売却に関する一連のプロセスが長期に亘ったことについては、NTT株式売却の時期が、バブル崩壊後の景気

低迷期に重なってしまったことが大きな要因であったと考えられる。

参考

NTT株については、現行NTT法において、適切かつ安定的な電気通信役務の提供の確保等の公共的役割の重要性に鑑み、政府に発行済株式の3分の1以上を保有する義務が課されており、完全民営化を行うには同法の改正が必要。

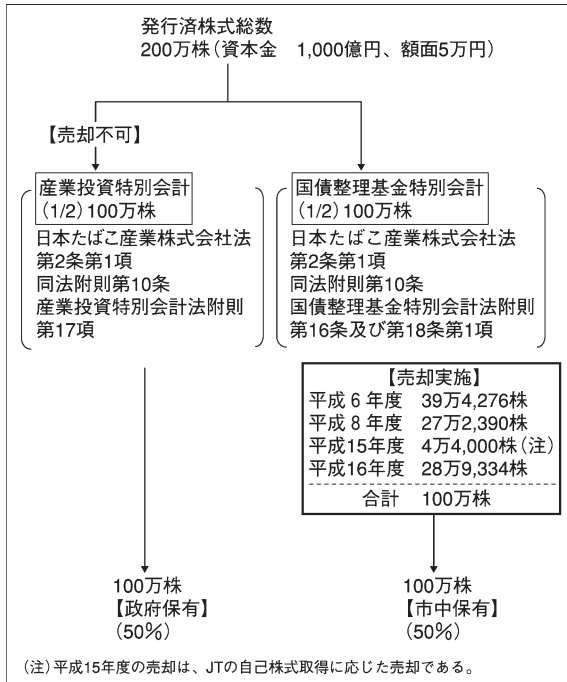
参考

JT株については、平成6年に、政府による第1次売却が行われた（図表4、5）。約67万株の売却を予算計上していたが、国内株式市況の低迷等から大量の失権株が生じ、入札・売出し併せて約39万株の売却に留まることとなった。残る約27万株については、平成8年度に売却が行われ、JT法

(図表3) NTT 株価及び日経平均 (週次終値ベース)



(図表4) JT株式の概況



に定められた保有義務分（発行済株式の3分の2）を除いた売却が一旦完了した。その後、JT法の改正により、政府保有義務を2分の1まで縮小することとされた結果、更に約33万株が売却可能となり、平成15年度の自己株式取得に応じた売却を経て、平成16年6月に残りの約29万株全てを売却した。

3. 売却方法の工夫

政府保有株式に関して、戦後、政府は日本航空（JAL）や沖縄電力といった法人についても売却を実施してきたが、NTT及びJTの株式の売却は、これらの売却とはその規模や国民の注目度という点において大きく異なっていたことから、時としてその売却には困難が伴い、それを克服するための創意工夫がなされてきた。

(図表5) JT株価及び日経平均（週次終値ベース）



その例として、入札・売出しの組合せ方式、ブック・ビルディング、グローバル・オフリングといった新たな売却手法の導入が挙げられるので、以下に紹介したい。

①入札・売出しの組合せ方式の導入（昭和61年10月 NTT 第1次売却時）

先述のとおり、NTT 株については、国民各層から多大な関心が寄せられただけに、売却方法については、単なる国有財産の売却という観点のみならず、証券市場等に関する問題も含め、広範囲にわたり検討する必要があると考えられた。このため、各界の有識者から広く意見を求めるために設置された大蔵大臣の私的研究会（昭和60年9月）により「電電株式売却に関する意見」が取りまとめられ、「公正な価格形成」及び「広く国民に購入機会を提供する公正な売却方法」といった事項に配慮すべきとされた。

特に、公正な価格形成という点については、従来の IPO (Initial Public Offering) 時の売出し価格の決定では、事業内容、財務内容、経営成績等において類似する上場企業と一株当たりの配当、利益、純資産額を比較して評価を行うのが一般的であったが、当時は、NTT と同種の上場企業が存在しなかったことから、一部の株式について一般競争入札を行い、その結果を参考として決定された価格で売出しを実施する「入札・売出しの組合せ方式」が適当とされた。この答申に従い、昭和61年度に売却された195万株のうち、20万株が価格形成のための入札に充てられ、残りの株式については、入札により形成された落札価格に基づき（加重平均により）算出した価格での売出しが行われた。なお、売出しは証券会社が売れ残りの株式を引き受ける方法（残株引受方式）をとった。（近年は証券会

社が全株式を引き受けた後に募集、売出しを行う買取引受方式が主流となっている。残株引受方式、買取引受方式のいずれの場合においても株式の売れ残りのリスクは証券会社が負う。）

②ブック・ビルディング方式の導入（平成8年6月 JT 第2次売却時）

バブル崩壊後の株式市場の低迷や証券市場の変化に対応するため、売却手法については更なる改善が行われた。その一つがブック・ビルディング（需要積上げ）方式の導入である。

それまでの NTT 株式の第2次（昭和62年）、第3次（昭和63年）売却では、証券会社による引受を基本として、当時一般的であった方法、つまり市場の終値から一定率をディスカウントした価格（当時の市場慣行により、価格決定日前日の終値から3.5%をディスカウントした価格が用いられていた）で売出す方法が採用されたが、この方法については、①日程、発行株数等が予め公表されており、途中で市場環境が変化しても発行条件の変更が不可能であるため、証券会社の引受けリスクが大きいこと、②売却価格の決定日を目指して、カラ売りを仕掛けられること、といった問題が指摘されていた。

このような中、バブル崩壊後の公募増資の再開にあたり、民間企業ではマーケット・メカニズムに立脚した機動的な発行方式として、ブック・ビルディング方式が導入・定着しており、株式の売出しや新規公開の際にも導入されるようになってきていたことから、平成8年度の JT 第2次売出し時に初めて導入され、以後 NTT 第4・5・6次、JT 第3次売出しの際にも採用された。

参考

ブック・ビルディング方式とは、株式や債券の新規発行や売出しに際し、投資家の需要調査を行い、その結果を基に発行額や売出し額を決める方式。国内株式の売出しでは平成5年7月のクライスラー社による三菱自動車株式売出しの際に初めて導入された。政府保有株式の売却では、JT第2・3次、NTT第4・5・6次において採用された。ただし、IPO時については、現在、民間企業においては同方式が例外なく採用されているものの、政府保有株式については実績がない。

③グローバル・オフアリングの導入（平成8年6月JT第2次売却時）

また、JT第2次売却の際には、ブック・ビルディングの導入と併せて、グローバル・オフアリングが取り入れられた。これは、平成6年のJT第1次売却時に、国内株式市場の低迷等から大量の失権株が生じたことへの反省である。グローバル・オフアリングにより、海外市場においても株式の売却が可能となり、以後、売出し規模の大きなNTT・JT株式の市場における消化が容易になった。

参考

グローバル・オフアリングとは、株式の売出しを国内市場のみならず海外市場においても行うこと。国内市場の需要だけでは売出し株式の消化が困難である場合に有効である点や、今後海外での知名度を高めた会社にとっては海外投資家との接点を得られアピールすることが可能である点などがメリット。一方、目論見書等必要書類の作成やプレマーケティングなどに時間がかかり、売出し期間が長期化せざるを得ず、

価格下落リスクが大きい点や、国内市場だけでなく海外市場においても売出しを行うため、法令の遵守や複数言語での目論見書の作成など必要とされる事項が多く、事務作業が煩雑となる点がデメリット。

④自己株式の取得への対応

さらに、平成12年度のNTT株式の第6次売却後は、市場における売却ではなく、NTTの自己株式の取得に应ずることで処分を行ってきた。NTTの自己株式取得は、平成11年から行われているが、その当時には、会社による自己株式の取得は、消却目的とストックオプション目的に限定されていたところ、平成13年の商法改正によりその目的の如何にかかわらず会社が自己株式を保有することを広く認める、いわゆる金庫株の解禁がなされた。これを受け、平成13年度の財政制度等審議会の答申において、「NTTによる自己株式の取得については、同社の経営判断によるところであるが、これに政府が応じることは、NTTにより一定規模の株式が買い付けられることにより株式の円滑な消化が見込まれるものと考えられることから、売却価格、売却規模等に留意する限りにおいて、適切な処分方法と考えられる」とされたことから、平成14年度以降はNTTの自己株式取得に应ずる形で売却を行ってきた。

4. 総括

以上のように、売却の開始から約20年の年月を経て、政府保有NTT株式の売却は完了した。この間、日本経済についてはバブルの発生・崩壊といった大きな動きがあり、NTTを取り巻く環境についても、分社化、携帯電話の爆発的浸透、IT革命、電話事業への新規参入といっ

(コラム) 昨年 9 月に行われた NTT による自己株式取得について

政府は、平成17年度予算において112万3,043株の売却可能全株式数の授権を得ていた。一方、NTTは、昨年6月28日の定時株主総会において、最大125万株、取得金額6,000億円を上限とする自己株式の取得について承認を得て、9月5日の株式市場終了後、翌日午前8時20分から東京証券取引所の前日終値取引、ToSTNeT-2において、1株48万3千円で124万2,236株の自己株式の買付けを行う旨、発表した。政府としては、自己株式の取得に応じた売却は、市場における需給関係に悪影響を与えることなく売却が可能であることに加え、NTTの取得予定株式数124万余株に対し政府が売却可能な株式全てを売付けたとしても、過去の実績を踏まえ、一般株主の売却機会を奪わないとの点に十分に配慮がなされていると考えられたことから、売却可能な全株式112万3,043株を売却した。9月6日の約定結果は、政府が112万3,043株を全て売却、NTTが111万6,743株を買付けとなり、6,300株は一般投資家が取得した模様である。

(参考)

ToSTNeT (Tokyo Stock exchange Trading Network system) とは、機関投資家等の大口の取引ニーズに応えるため、東京証券取引所において立会い時間外 (① 8:20-9:00、② 11:00-12:30、③ 15:00-16:30の3時間帯) を利用して東証のネットワークを通じて行わせる取引で、ToSTNeT-1とToSTNeT-2に分かれる。

	ToSTNeT-1	ToSTNeT-2	<u>(事前公表型自己株取得)</u>
取引時間	① ② ③	① ② ③	① <u>のみ</u>
取引方法	売・買い手が個別交渉	注文時間優先で取引	<u>前日に実施内容を公表</u>
取引価格	直前の終値の±7%内	<u>直前の終値</u>	

(注) ToSTNeT-2を利用した事前公表型自己株取得の場合、買い手は前日に買付け株数を公表することを義務付けられる。

た大きな変化があった。このようにめまぐるしく状況が変化する中で、政府保有 NTT 株式が着実に売却されてきたのは、長年にわたる関係者の努力の賜である。今後は、東京地下鉄株式会社や成田国際空港株式会社、更には平成19年10月に設立予定の日本郵政株式会社等の政府保

有株式について、上場基準の達成や株式市場の動向等を踏まえつつ、売却を実施していくことになる。これらの売却にあたっては、これまでの政府保有株式の売却で培ってきたノウハウを活用しつつ、その時々状況に最も適した売却方法で臨んでいく必要があると考える。