

研究ノート

日本郵政グループの新規株式上場について

竹 澤 康 子

1. はじめに
 2. 政府保有株式売却のこれまでの経緯
 3. 我が国IPO市場の動向と価格決定方法
 4. 財政制度等審議会の答申と主幹事証券会社の選定
 5. 日本郵政の新規株式上場計画
 6. 親子同時上場の問題点と課題
 7. 終わりに
- 参考資料

1. はじめに

日本郵政グループは2014年12月26日、株式上場計画を正式に発表した。それによれば、持ち株会社の日本郵政と子会社であるゆうちょ銀行とかんぽ生命保険の金融2社を、2015年度半ば以降を目途に同時上場する予定である。この新規株式公開は次の点で特異性を有している。

まず政府保有株の売却としては、1987年以降のNTT株と1998年以降のJT株以来の巨額な国有財産の処分となることである。新規株式公開（IPO）案件としても、1998年のNTTドコモに匹敵する規模¹⁾となる見込みである。また売却収入は「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（復興財源確保法）」により、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すでに組み込まれている。

さらなる特異点は、今回の新規株式公開が親会社と子会社が同時に上場するという「親子同時上場」となることである。これまで、親子上場かつ大規模上場の例はいくつかみられた。しかし、それらは「子が先に上場し、親が後から上場」または「親が先に上場し、子が後から上場」したケースであり、親子同時上場の例は我が国では見当たらない。

また、ゆうちょ銀行とかんぽ生命保険の金融2社は、それぞれ銀行法・保険法の適用を受ける民

1) 2014年12月23日付日本経済新聞による。

間銀行・民間生命保険会社でありながら、現行郵政民営化法によって、ユニバーサルサービス提供義務を課されている。

本研究ノートでは、2014年12月末時点における日本郵政の新規株式公開に関する議論について、上述のような特異性を中心に整理し、問題点を考察していく。

本稿の構成は、以下の通りである。まず第2章で政府出資と政府保有株式について整理し、主として3公社の民営化に伴う売却収入について見ていく。次に第3章では我が国IPO市場の動向に注目し、併せて売却価格決定方法について述べる。第4章で財政制度等審議会の答申と主幹事証券会社の選定手続きについて概説し、第5章では日本郵政グループの民営化後の経緯とIPO計画について検討する。第6章では、今回のIPOで最も議論になるであろう親子上場についての一般的な問題点を考察し、第7章で簡単なまとめを行う。

2. 政府保有株式売却のこれまでの経緯

2014年現在、日本政府は234法人に対して70.2兆円の出資を行っており、国有財産総額（105.2兆円）の6割以上に及んでいる²⁾。70.2兆円の内訳をみると、特殊会社（22法人）に対して27.2兆円、独立行政法人（96法人）に対して28.8兆円、国立大学法人（90法人）に対して7.0兆円、国際機関（12法人）に対して5.2兆円、金融機関・事業団など（14法人）に対して1.8兆円となっている。このうち、特殊会社以外の機関に対する出資による権利については配当の制度等がなく、市場で売買するために必要な財産的権利とは言えない。そのため、「政府保有株式」という名称は、特殊会社に対する出資に対してのみ用いている。

政府保有株式27.2兆円のうち、法律に基づく保有義務分を除いた額は9兆2,503億円であり、そのうちの8兆2,987億円が日本郵政グループの株式である。

政府保有株式のうち、東京メトロ株式・日本郵政株式・JT株式については、復興財源確保法により売却収入を復興財源にあてることとされており、JT株については2013年3月に売却済である。

また、表1のうち商工中金と日本政策投資銀行については、2008年10月の民営化実施時には5年～7年を目途に全額売却する方針であった。しかし、その後2009年・2011年と2度の見直しが行われ、現行法では2022年度までに完全民営化を行うとし、2014年度末を目途として政府保有株式の保有・処分のある方を検討し、必要な措置を講ずるまで株式を売却しないとされている。政府は、日本政策銀行について完全民営化を事実上棚上げし、当面の間は少なくとも2分の1以上の株を保有する方針を固めたと報道³⁾されており、商工中金についても同様の扱いとされている。すなわち、

2) 財務省理財局（2014.4.14）による。

3) 2014年9月18日付、2014年12月19日付及び2015年1月9日付日本経済新聞による。

表1 政府保有の株式の内訳

特殊会社名	株式総額	政府保有義務	単位: 億円
			政府保有義務分を除く総額
東京外口	2,178	-	2,178
日本郵政	124,481	1/3超	82,987
中部国際空港	320	-	320
成田国際空港	2,297	-	2,297
商工中金	1,513	-	-
日本政策投資銀行	25,166	-	-
高速道路6社	5,113	1/3以上	3,279
JT	20,000	1/3超	-
NTT	17,695	1/3以上	-
日本政策金融公庫	41,844	総数	-
国際協力銀行	23,467	総数	-
新関西国際空港	5,569	総数	-
産業革新機構	2,496	1/2以上	1,182
農林漁業成長産業化支援機構	298	1/2以上	140
その他(3社)	141		116

(資料) 財務省 (2014. 4. 14 「財政制度等審議会・国有財産分科会」における公表資料)

政策金融機関の完全民営化については3度先送りすることとなる。

NTT株とJT株については、現行法上の政府保有義務分以外は、すべて売却済みである。NTT株の第1回売却は民営化後3年目の1987年に実施され、バブル景気に乗って多くの国民が購入に応募した。その後2000年までの計6回に及ぶ市場での売却と、8回の自己株式の取得(自社株買い)によって、2014年3月に終了した。売却総額は15兆1,884円⁴⁾であった。JT株は1994年に売却を開始し、前述のように2013年3月に終了した。JT株の売却総額は2兆436億円であった。

なお、1980年代に実施された3公社(NTT、JR、JT)の民営化に伴う新規株式公開のうち、JR株式については旧国鉄から旧国鉄清算事業団にすべて承継され、政府保有株式の売却という形をとらなかった。旧清算事業団は1993年に第一次売却を開始し、その後JR本州3社(JR東日本、JR西日本、JR東海)の完全民営化に向けての法整備が実施され、2006年までに3社の全株式の売却が終了した(売却代金総額4兆343億円)。3社以外の未上場株(JR北海道、JR四国、JR九州、JR貨物)については、国鉄清算事業を引き継いだ鉄道・運輸機構が保有している。

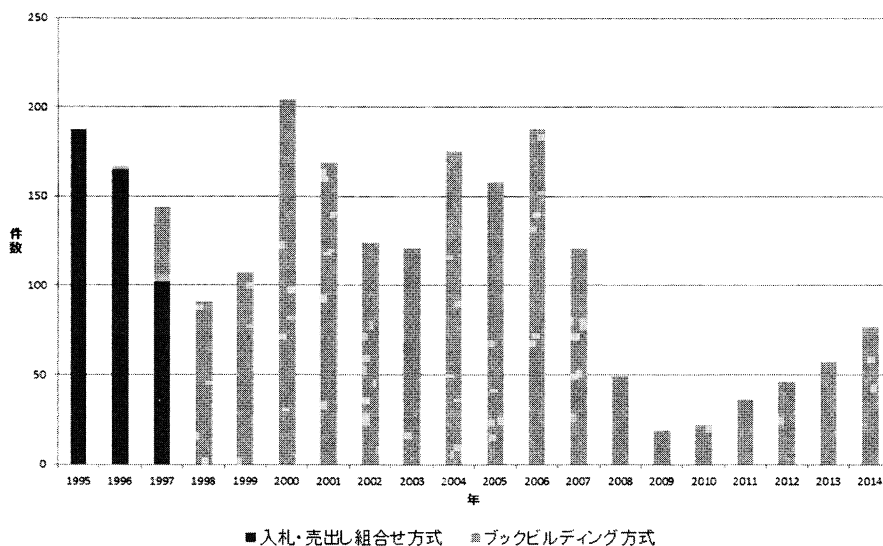
3. 我が国IPO市場の動向と価格決定方法

3-1 我が国IPO市場の動向

図1によって、我が国IPO市場のここ20年間の件数推移をみると、景気変動に基づく企業の資金

4) 政府が保有しているNTT株の約1兆8,000億円は、全株式の3分の1であるから市場での売却収入は時価総額でみれば3兆6,000億円となるはずであるが、実際には15.2兆円の収入となっている。このうちバブル期1987年～88年の3回の売却で約10兆円の収入が得られており、当時いかにNTTが高値で取引されたかが分かる(2014. 4. 14財政制度等審議会国有財産分科会公表資料による)。

図1 我が国のIPO件数の推移



(資料) 財務省 (2014. 4. 14 「財政制度審議会・国有財産分科会」における公表資料) 及び東京証券取引所「新規上場の状況」により作成

需要の動向と株式市場の動向によって大きく変動しているのが分かる。2000年～2001年頃の「通信 (IT) バブル」、2004年～2006年頃のいわゆる「ネットバブル」期において IPO 件数は拡大したが、リーマン・ショックが起きた2008年以降は急速に市場が縮小した。しかし、2012年末の政権交代により株式市場がアベノミクス相場により活況を呈するようになると、IPO 市場も増加傾向を示している。

次に IPO の金額をみておく。表 2 は、これまでの我が国大型 IPO 金額上位 15 件について、時系列で並べたものである。最大値は 1987 年における NTT の 2 兆 2,143 億円、最小値は 2004 年の新生銀行 2,501 億円であり、いずれも東京証券取引所第一部への上場である。表から明らかなように、大型案件は NTT、JR、JT といった民営化に伴う政府保有株式の売却が多くなっている。ただし 1 兆円を越す案件は、バブル期の上場であった NTT を除けば、1998 年の NTT ドコモ (約 2.1 兆円) 及び 2010 年に相互会社から株式会社に転換した第一生命保険 (約 1.0 兆円) の 2 案件のみである。

また大型の IPO では、新規公開の段階から海外投資家に対して直接にマーケティングを行うために「グローバル IPO」という形態がとられることが多くなっている。その際には、おおむね 30%～40% の株式が海外の機関投資家に配分される。残りは国内向けとなるが、そのうち 8 割～9 割が個人投資家に配分されている。

表2 我が国における大型IPO

上場日	企業名	IPO総額 (億円)	グローバル IPO
1987.2.9	日本電信電話	22,143	
1993.10.26	東日本旅客鉄道	7,323	
1994.10.27	日本たばこ産業	5,670	
1996.10.8	西日本旅客鉄道	4,878	
1997.10.8	東海旅客鉄道	4,859	
1998.10.22	NTT移動通信網	21,255	◎
2000.7.26	ローソン	2,635	◎
2004.2.19	新生銀行	2,501	◎
2004.10.6	電源開発	3,748	◎
2006.11.14	あおぞら銀行	3,800	◎
2007.10.11	ソニーフィナンシャルHD	3,480	◎
2010.4.1	第一生命保険	10,089	◎
2012.9.19	日本航空	6,633	◎
2013.7.3	サントリー食品インターナショナル	3,881	◎
2014.3.19	ジャパントディスプレイ	3,347	◎

(資料) 野村證券 (2014.4.24 「財政制度等審議会・国有財産分科会」公表資料より作成)

3-2 売却価格の決定方法

次に、IPOの際にどのような方法・手順で売却価格が決定されるのかをみておく。東京証券取引所の「有価証券上場規定施行規則」によると、上場前の公募手続きとして(1)ブックビルディング方式、(2)競争入札による公募等(入札・売出し組合せ方式)のいずれかの手続きを行うことと定められている。このうち、ブックビルディング方式は店頭特則市場⁵⁾において1995年に導入され、96年にはじめて2社がブックビルディング方式によってIPOを実施した。東京証券取引所が1997年に同方式を導入して以降は、すべてのIPO案件がブックビルディング方式によるものである(図1参照)。

一見すると公明正大に思える競争入札が、なぜ完全否定されたのか。これは、入札によって価格が上がり、適正な価格形成機能が発揮できないという弊害が大きかったためと言われている。また、入札開始から上場まで時間がかかり、なかなか価格が決まらないという問題もあった。そのため、現行制度上は2つの方法が存在しているものの、ブックビルディング方式が市場慣行として定着している。

前章でみたNTTとJTの政府保有株式の売却に関してみると、ブックビルディング方式導入以前は、当然競争入札・売出し組合せ方式によっていた。1994年のJT株の第1次売却においては、株式市場の悪化もあり、入札によって決定した価格が高すぎて投資家が購入しない事態となった。す

5) ベンチャー企業やニュービジネス企業の育成・支援のための市場。1998年に廃止された。

なわち、割り当てられた株（約67万株）のうち払い込みが行われない「失権株」が約27万株も発生してしまった⁶⁾。この売れ残った株式については1996年に第2次売却が実施され、ブックビルディング方式によってすべて売却された。

ここで、ブックビルディング方式による株式売却方法とは、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IPO時の売出し価格を決定し、その価格で証券会社が株式の引き受けを行い、投資家に売却するという方法である。

ブックビルディング方式のプロセス⁷⁾を簡単に整理する。

Step1 想定発行価格の算定

- ・主幹事証券会社は、発行会社の事業内容・利益計画の検討、類似会社との比較等を行い、上場後に算出される時価総額から「理論価格」を算出する。
- ・「理論価格」に投資家の需要見込みや期間リスクを加味した「想定発行価格案」を発行会社に提示し、協議の上決定する。
- ・この「想定発行価格」は、有価証券届書に記載される資金調達等の金額の見込額の基礎となる。

Step2 仮条件価格帯の決定

- ・有価証券届書の提出後、発行会社が（価格発見能力に優れた）機関投資家に対して自社の内容を説明する「ロードショー」を実施する。
- ・ロードショーを行った先の機関投資家に対し、妥当な株価や申込予定株数等のヒアリングを行い、その結果に基づき「仮条件価格帯」を決定する。
- ・ブックビルディング期間における需要申告の目安として投資家に対して提示する。

Step3 ブックビルディングの実施

- ・仮条件に対して投資家が示す数量・価格について各証券会社が「需要調査」を行う。
- ・シンジケート団の引受人は投資家の需要結果を集計し、主幹事証券会社に報告する。主幹事証券会社は「需要のとりまとめ」を行う。
- ・主幹事証券会社は、ブックビルディングにおいて需要が最も多かった価格の状況や申込みの分布状況など投資家の需要動向を勘案して「公開価格（売出価格）」の案を発行会社に提示し、協議する。
- ・発行会社は協議の結果として合意した価格を「公開価格（売出価格）」として最終決定し、証券会社との間で売出引受契約を締結する。

6) 2014.4.14財政制度等審議会・国有財産分科会議事録による。

7) 財務省（2014.4.14財政制度等審議会・国有財産分科会公表資料）及び日本証券業協会（2014.4.24財政制度等審議会・国有財産分科会公表資料）による。

このように、まず「価格発見能力に優れている」機関投資家の示す仮条件をもとに、次のステップで投資家の需要を把握して公開価格を決定することから、よりマーケットの動向に沿った価格決定がなされるというのがブックビルディング方式の特徴である。今般の日本郵政株の売却方法についても、このブックビルディング方式により売出し価格を決定し、証券会社が引き受けを行うこととされている。

3-3 復興財源確保法とIPO価格

日本郵政株式会社については、「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（復興財源確保法）」により、発行済み株式総数の3分の2についてできる限り早期に処分することとされている。また、2022年度までの売却収入については、復興債の償還財源に充てられることになっている。

この復興フレームの策定にあたって、財務省が「日本郵政株式の売却収入4兆円程度」という見積額を示したために、価格設定前に4兆円という数字が一人歩きをしている。この算出根拠をみると⁸⁾、

① 2000年以降の市場において行われた企業の株式売出し実績は、最大でも1.23兆円（=2000年11月におけるNTTの第6次売却における実績）。それに鑑みて1回の売却額を1.3兆円と仮置きする。

② 過去のNTT、JT等の政府保有株式の売却における平均売却間隔を踏まえて、概ね3年に1回の売却と仮置きする。

①と②を前提に機械的な計算を行うと、2022年度までに最大で3回の売却が可能と想定されるので、

$$1.3兆円 \times 3回 = 3.9兆円 \rightarrow 4兆円程度$$

と試算されているだけのものである。3-2に示したブックビルディング方式によって、今後どのような値付けがされるのかについては、郵政グループの将来を機関投資家がどう評価するかにかかってくるし、株式市況によっても大きく左右されると思われる。

3-4 親引け規制と従業員持株会

IPO時における配分については、①公正性：広く一般の投資家を含めて配分を行うこと、②合理的な理由なく特定の投資家に偏ることがないこと、の2つが基本的なあり方として日本証券業協会配分規則の中に立て付けられている。これに基づき「親引け規制」が当初引受証券会社の自主ルー

8) 財務省（2014.4.14財政制度等審議会・国有財産分科会公表資料）による。

ルとして制定され、現在は日本証券業界の規則となっている。

「親引け」とは、「発行者が指定する販売先への売付けをいい、販売先を示唆する等実質的に類似する行為を含む」ことで、安定株主の確保や円滑な増資の実施を図るねらいから生まれた市場慣行である。親引け規制が導入された1970年代当初は株式持ち合い解消目的であったが、現在は「特定の者への利益供与に当たらないようにする」、という考え方が基本⁹⁾となっている。

この規則に基づき、①資本関係の維持、及び②従業員持株会に関する項目に対してのみ親引けが解禁されていたが、2012年に制度改正が行われ、親引けを例外的に許容する要件が緩和された。それによると、それぞれのIPOの特性やリスクを勘案して、規則の趣旨に反しない親引けであるかどうかを「親引けガイドライン」に基づいて引受証券会社が判断し、情報開示をすることになっている。ただし、短期の利益供与目的での配分を禁止するために、払込期日から180日間のロックアップ（親引けを受けた株券の譲渡禁止）制限が設けられている。

今般の郵政IPOについては、従業員持株会に対する一定の範囲内での優先的割り当て以外に、特定の法人等への優先的な割り当ては認められていない。

4. 財政制度等審議会の答申と主幹事証券会社の選定

4-1 財政制度等審議会国有財産分科会における議論と答申

2014年4月14日、財務大臣は財政制度審議会に対して「日本郵政株式会社の株式の処分について」諮問を行った。諮問は国有財産分科会に付託され、3度の審議の後6月5日に答申書が提出された。審議会における議論の内容や提出資料は、一部を除いて財務省のHPで公開されている。

答申された主な内容は

◎売却に当たり留意すべき事項として

- ・売却方法は、市場慣行として定着しているブックビルディング方式が適当である
- ・売出し株数の割合を一定限度に抑えることが合理的であり、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

◎株主構成について

- ・安定株主形成のために特定の法人等に対して優先的な割り当てを行うことは、適当ではない
- ・従業員持株会に対して一定の範囲内で優先的な割り当てを行うことは、差し支えない

◎主幹事証券会社の選定について

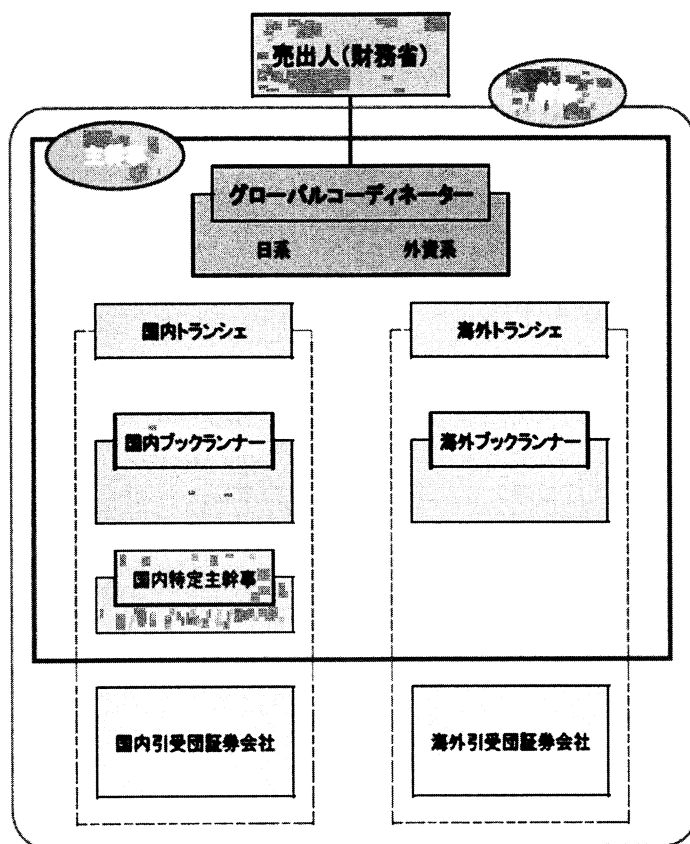
- ・より充実した国内販売網を構築するという観点から、例えば地域に根差した販売網を有する国内証券会社を、これまでとは別途の役割を担う主幹事証券会社として選定することも検討に値

9) 日本証券業協会（2014.4.24財政制度等審議会・国有財産分科会公表資料）による。

する

となっている。2012年の改正郵政民営化法の付帯決議では、郵政株の売却にあたって「広く国民が所有できるよう努めること」と定めている。そのために特定法人への株式の優先割り当てを行わないことや、地場証券を主幹事証券会社として初めて起用することが盛り込まれたと報道されている¹⁰⁾。後に述べるように、今般のIPOでは最終的に2社の地場証券が選定された。地場証券が2社存在することによって、郵政株を「広く国民が所有」できる結果につながるのか、筆者には大いに疑問である。

図2 主幹事証券会社の構成



(資料) 財務省 (2014. 4. 24 「財政制度等審議会・国有財産分科会」公表資料) を引用

10) 2014年6月6日付日本経済新聞による。

表3 日本郵政株式の売出しに係る主幹事証券会社

(国内区分)

(G) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社
大和証券株式会社

(G) 野村証券株式会社
SMB C日興証券株式会社
みずほ証券株式会社

(海外区分)

(G) JPモルガン証券株式会社

(G) ゴールドマン・サックス証券株式会社
シティグループ証券株式会社
UBS証券株式会社

(国内特定区分)

東海東京証券株式会社
岡三証券株式会社

(資料) 財務省報道発表資料 (2014.10.1)

4-2 主幹事証券会社の選定

2014年6月の財政制度等審議会の答申に基づき、財務省は日本郵政株式の売出しに係る主幹事証券会社の選定手続きに入った。8月末に提案書類の提出を締め切ったところ、国内区分：5提案、海外区分：6提案、国内特定区分（地場証券）：10提案、合計21社からの応募があった。財務省が過去の実績など定量的要素について審査を行った結果、国内区分：5提案、海外区分：6提案、国内特定区分（地場証券）：4提案、合計15社に対して口頭審査を行うこととなった。この段階で地場証券6社が落選したことになる。

売出しに関する提案の内容など定性的要素について口頭審査が行われ、2014年10月に主幹事証券会社11社¹¹⁾が発表された。選考過程については公表されていない。通常のIPOにおいては、主幹事証券会社は1～2社程度であり、2013年に行われたJT株の第4次売却の際にでも主幹事証券会社は4社であった。今般の郵政IPOの11社というのは異例の数である。表3の中で（G）とあるのが、今回のIPOでグローバルコーディネーターとしての役割を担う4社である。

11) 口頭審査によって国内区分では応募した5社すべてが主幹事証券会社となったが、海外区分ではパークレイズ証券とメリルリンチ証券、国内特定区分では、SBI証券といちよし証券が落選した。

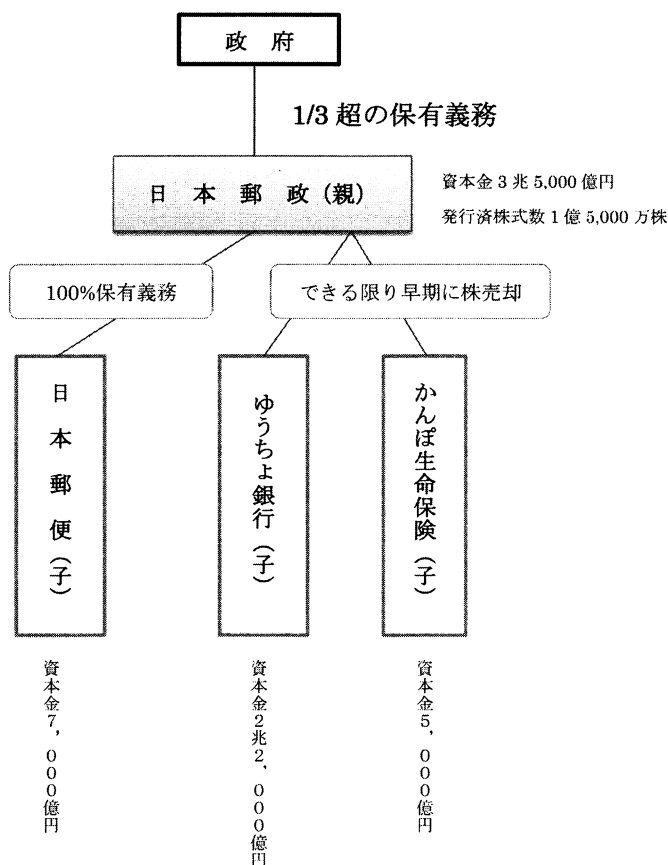
5. 日本郵政の新規株式上市計画

5-1 郵政民営化法成立後の経緯

2005年10月に小泉政権の下で「(旧) 郵政民営化法」が成立し、2007年10月に施行された。これにより郵政事業の民営化・分社化がスタートした。その時点では、グループは日本郵政(持株会社)の下に、郵便事業会社・郵便局会社・ゆうちょ銀行・かんぽ生命保険の4つの子会社という5社体制で、このうち、ゆうちょ銀行とかんぽ生命保険の金融2社について民営化後10年以内(2017年9月末まで)に100%株式を売却する義務が課されていた。日本郵政は、民営化後3年目(2010年度)に金融2社と持株会社を同時に早期上市することを表明し、準備が進められていた。

2009年秋に民主党への政権交代があり、同年12月に「郵政株式売却凍結法」が成立した。これにより、郵政株の売却を凍結した状態で郵政事業のあり方をあらためて議論することとなった。その後、改正法案が国会開会の度に提出されたものの、政権の混迷でなかなか成立せず、2012年4月

図3 日本郵政グループの資本構成



(資料) 日本郵政提出資料(2014.4.14「財政制度等審議会・国有財産分科会」)より作成

によりやく民主党・自民党・公明党の3党合意を受けて「改正郵政民営化法（現行法）」が成立し、郵政株式売却凍結法は廃止された。

2012年10月に改正郵政民営化法は施行され、郵便事業会社と郵便局会社が経営統合して日本郵便株式会社として発足し、図3に示すような現在の4社体制が確立した。新しい法律においては、政府が日本郵政の株を3分の1超保有し残りは売却すること、日本郵便は日本郵政の100%子会社であり続けることに変わりはないが、ゆうちょ銀行とかんぽ生命保険については「できる限り早期に売却する」とだけされ、時期は示されていない。ただし、最終的には完全民営化するにもかかわらず、金融のユニバーサルサービス提供義務を課されており、それが旧法との大きな相違点である。

5-2 日本郵政の資本構成と上場の備えての変更

現行法による、日本郵政グループの全体像は図3に示すとおりである。持株会社である日本郵政は、資本金3兆5,000億円、発行済株式数は1億5,000万株である。持株会社としてグループ各社に対する経営管理が主たる業務であるが、病院（全国14カ所の通信病院）と宿泊施設（かんぽの宿）も管轄している。

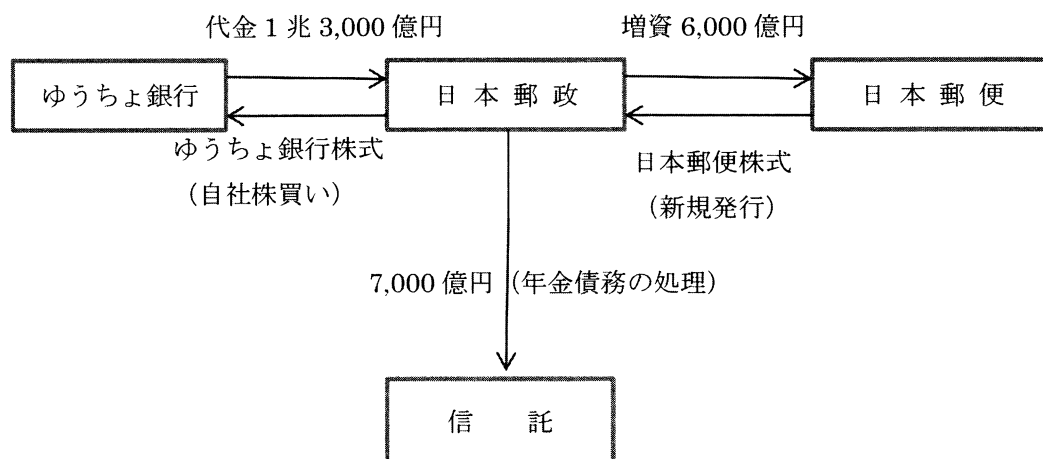
日本郵便は正社員だけでも20万人を超える巨大企業であり、郵便・物流業務のほか金融2社から窓口業務の委託を受けている。また、民営化後は物販業と不動産業にも進出しており、特に不動産業については事業の第4の柱として大都市におけるオフィスビルの建設を進めている。ゆうちょ銀行には直営店が234店舗、かんぽ生命保険には79の直営店しかなく、職員数もそれぞれ13,500人、7,000人程度である。つまり、基本的には日本郵便が経営する全国24,500の郵便局に銀行窓口業務・保険窓口業務を委託しており、金融業において「製販分離」という極めて特殊な形態をとっている。

民営化後からこれまで日本郵便の資本金は1,000億円、発行済株式数400万株、ゆうちょ銀行の資本金は3兆5,000億円、発行済株式数は1億5,000万株であったが、2014年9月にゆうちょ銀行が1兆3,000億円の大規模な自己株式取得を行い、資本構成が変更された。図4にみるように、まず自社株買いの代金としてゆうちょ銀行から日本郵政に振り込まれた1兆3,000億円のうち、7,000億円で「退職給付信託」を設定し、国営時代の年金債務（1958年以前から郵政で働いていた人に支払う恩給相当の負担）を一括処理する。さらに残りの6,000億円で日本郵便の増資（新株発行）を引き受ける。

今回の処理によって、以下の3点について効果があると発表されている。

- ① 日本郵政が抱えていた7,000億円の整理資源をオフバランス化することにより、バランスシートの整備とキャッシュフローの改善が図られ、将来にわたる支払い負担として投資家から問題視されていた上場時の課題がひとつ解決される。
- ② 郵便事業は過去の累積赤字によって資本基盤が弱く、成長分野への投資資金が大幅に不足し

図4 日本郵政グループにおける資本構成の変更



(資料) 2014. 9. 29日本郵政報道資料をもとに作成

ていた。今回の増資によって経営基盤を強化し、郵便・物流ネットワークの再編や不動産開発事業への投資など、成長のための投資が行える。

- ③ ゆうちょ銀行は民間銀行と比較して過剰資本が問題視されてきたが、今回の自社株買いによって、自己資本比率が53.8%から46.4%へと低下し、ROEは2.1%から2.4%へと上昇¹²⁾する。

6. 親子同時上場の問題点と課題

6-1 親子上場の一般的な問題点

今回、日本郵政と金融2子会社は、親子の資本関係を維持したまま同時に上場する計画になっており、いわゆる「親子上場」という状態になる。この親子上場という慣行は、株式持ち合いやメインバンク制、企業系列制などと並んで我が国株式市場にみられる伝統的特徴として長く受け入れられてきた。しかし1990年代後半以降、持ち合い解消やメインバンク関係の希薄化などが進み、残された親子上場に対して「利益相反」の観点から批判的な見解が寄せられるようになってきた。また近年、最も大きな取引シェアを占める海外の投資家から、日本市場の特異性として親子上場を問題視する声も出ている。

実際に親子上場数をみると2006年度末の417社をピークに減少し、最近では企業グループ再編の一環として子会社を上場廃止にする動きが広まってきており、2014年9月末には285社となっている。これは、東証一部上場企業数の1割弱である。

12) 2014. 9. 29日本郵政社長記者会見発言による。

国際的にみると、親子上場を認めていない国は皆無であり、東京証券取引所によればヨーロッパ・アジアでは盛んに行われているとされる。しかし、アメリカ・イギリスではスピントフの前段階として行われる（親子関係を解消するための準備行為としての親子上場）のみである。

ここで、親子上場に関する先行研究をみておく。まず親子上場の機能については、新田（2010）によれば、そのプラス面としては組織選択の自由度、親子間のシナジー効果、親会社によるモニタリング・信用保証などがあり、マイナス面として、親会社による子会社少数株主の搾取が制度的に排除できない点が指摘されている。すなわち親会社の都合で子会社が不利な、通例的でない取引が実行されれば、子会社の少数株主の利益が損なわれる。しかしこれは支配株主の問題であり、親子上場特有の問題ではないとされる。

次に、宮島・新田・宍戸（2011）においては、我が国の親子上場に問題があるか否かを、上場子会社と独立企業のデータを用いて詳細な実証研究を行っている。そこでは「トービンのq」や「ROA」などのパフォーマンス指標について両者を計量分析によって比較することにより、上場子会社と独立企業のどちらのパフォーマンスが優位であったかを明らかにしている。それによれば、①1990年代以降の親子上場は、親会社に対して組織設計の合理的な選択肢を提供してきたこと、②子会社上場は、子会社少数株主からみても、コストよりベネフィットの方が大きいこと、③銀行危機以降の局面でも、親子上場を維持する成熟した子会社のパフォーマンスは独立企業よりも高く、これは親会社とのシナジーと親会社によるモニタリングの効果であること、等々の結果が示されている。

太田（2011）は、法律家・実務家の立場から親子上場に関する問題点について、①親・子会社の利益相反と親会社の「搾取」、②「情報の非対称性」を利用した恣意的な子会社上場とゴーイング・プライベートを用いた資本市場の悪用、③親会社と子会社の株式時価総額の逆転など「株価の歪み」、の3点をあげて論じている。

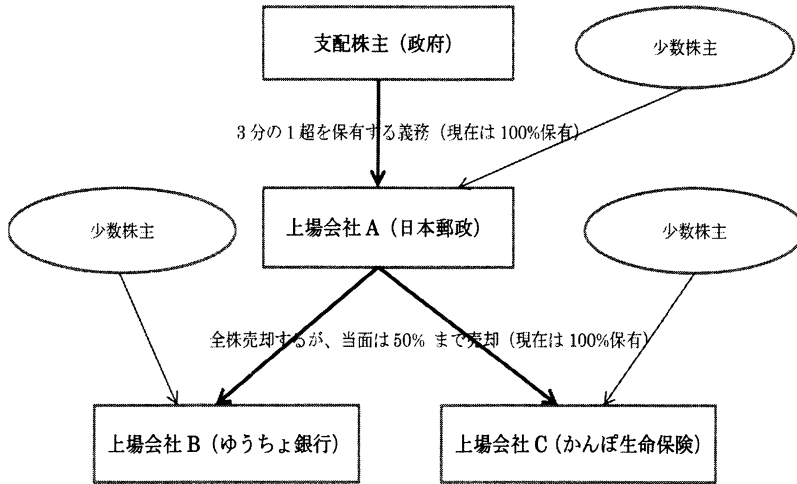
また高橋（2013）も、法学者の立場から、ソフトローとしての役割を果たしている東京証券取引所の「上場審査等に関するガイドライン」を紹介し、親子上場会社固有の問題である少数株主保護に焦点を当てている。そこでは、子会社が上場申請する際には、親子会社間での一定の独立性の確保が重要であることが強調されている。

このように親子上場に関しては、コーポレートガバナンスの観点から経済・法律の両面から検討されているが、先行研究はあまり多くはない。特に親子同時上場に関しては、これまで一例もないことから先行研究は皆無である。

6-2 ストック・ピラミッド問題

前述した新田（2010）や宮島・新田・宍戸（2011）によれば、親子上場に特有の問題として、「ストック・ピラミッド問題」と呼ばれる階層的支配構造に対する批判がある。これは、親子上場システム

図5 ストック・ピラミッド（日本郵政グループの場合）



（資料）：新田（2010）をもとに作成

そのものに、コントロール権（会社支配権）とキャッシュフロー権（利益請求権）の乖離を可能とする仕組みが内包されていることから起こる問題である。このピラミッド構造は、大陸ヨーロッパ諸国の一部や東南アジア諸国などで多く見られ、アメリカやイギリスでは非常に例が少ない。近年では、前述のように海外投資家を中心に親子上場の不透明性に対する批判が高まっており、親子上場の割合が多い我が国証券市場に対する信認を低下させているという議論がある¹³⁾。

単刀直入に、日本郵政グループを具体例として検討していく。図5にみるように、支配株主（今般の事例では政府）が上場会社A（日本郵政）の株式を3分の1超保有しており、さらに上場会社Aは傘下に上場会社B（ゆうちょ銀行）とC（かんぽ生命保険）を持つ。AはBとCの株を全額売却する法的義務はあるものの時期は明言されておらず、当面は経営の自由度を確保するため50%の売却をめざしている。政府が日本郵政の株式を3分の2売却しても、Aの議決権（コントロール権）と利益請求権（キャッシュフロー権）を3分の1有しており、実質的に経営支配権は支配株主の手中にある。

このとき、まだAがBとCの株を50%所有しているとすると、子会社の経営支配権も親会社の支配株主が握っているが、支配株主はキャッシュフロー権については17%程度しか持っていない。すなわち、親子上場があると、コントロール権とキャッシュフロー権の乖離が大きくなるのである。

13) ただし太田（2011）によれば、アメリカやEUにおいては上場会社の間で種類株式が広く利用されている。たとえば経済的価値は同じでも議決権が10倍ある種類株式を創業者とマネジメント、従業員だけが保有し、一般株主はそれを保有できないとすれば敵対的買収の心配はない。すなわち世界の資本市場を見た場合、必ずしも親子上場だけが問題視されている訳ではない。

支配株主にとっては強いコントロール権を持つのにキャッシュフロー権が少ないので、上場子会社を搾取しようとするインセンティブが強まるとされている。

このように、親子上場についてはストック・ピラミッド構造が存在するために、コントロール権とキャッシュフロー権の乖離を利用した子会社搾取が技術的には可能である。我が国株式市場において、実際に搾取が問題視された事例はないが、制度にこうしたリスクを内包していること自体が、市場の不透明性を高めているという批判もある。なお郵政事業に関しては、これまでも常に政治リスクに晒されてきており、政権交代の度に経営トップが更迭されてきた現実がある。そのため、特に海外投資家がこうしたストック・ピラミッドを嫌って郵政IPOに参加しない可能性は、決して低くはない。

6-3 利益相反の防止策と「中核的な子会社」

親子上場は、親会社にも子会社にも少数株主が存在することとなり、少数株主間での利益相反は避けることの出来ない構造的な問題である。そのため、我が国証券取引所は、「親子上場は必ずしも望ましい資本政策ではない」というスタンスをとっている。その弊害を取り除くため、上場審査¹⁴⁾においては、

- ・子会社の少数株主保護の観点から、子会社の親会社からの独立性をチェック
 - 親会社と子会社が妥当な条件で取引を行っているか
 - 親会社が同業務の複数の子会社間で不当に事業調整をしていないか
- ・親会社の少数株主保護の観点から、企業集団としての内部管理体制が機能しているかどうかをチェック
 - 子会社の不祥事によって親会社が大きな不利益を招くことを防ぐ目的

というように、親会社・子会社それぞれの少数株主保護の観点からの審査を行うことになっている。

さらに、親子上場に関しては「中核的な子会社上場」という特殊な問題も発生する。これは、一般的には親会社と子会社と2度の上場によって新規公開に伴う利得を二重に得る行為を指している。そのため、中核的な子会社の上場については各企業グループ、子会社の事業特性、事業規模、過去の業績、将来の収益見通しなど通常よりも慎重な審査を行って詐欺的な行為を防いでいる。

ゆうちょ銀行とかんぽ生命保険の金融2社は、日本郵政グループの収益の8割を占めており、まさに「中核的な子会社」に該当する。勿論、想定されているような詐欺的ケースとは異なるが、金融2社の株式処分は、親会社である日本郵政の企業価値に多大な影響を与える。そのため、東京証券取引所は、上場審査にあたって親会社の情報開示の内容、子会社の処分スキーム、処分スケ

14) 東京証券取引所の「上場審査等に関するガイドライン」による

ジュールなどを踏まえて、金融2社の上場審査にあたることを表明している。

なお、今般の親子同時上場にあたって、日本郵政は金融2社IPOの主幹事証券会社を自社と全く同じ11社とすることを発表している。

7. 終わりに

以上、今般の郵政IPOについて、主幹事証券会社の選定、親子上場の問題点を中心に考察してきた。郵政IPOはかつてない大規模案件であり、しかも親子同時という過去に例のない上場である。11社を数える主幹事証券会社と発行会社である日本郵政の協議は、スムーズに運ぶのであろうか。3社同時の値付け作業は、2015年秋に予定されている上場開始まで紆余曲折が予想される。

日本郵政グループの収益構造は御饅頭やシュークリームのような、とよく例えられている。シュークリームの皮の部分が持株会社の日本郵政であり、中のカスタードクリームの部分が子会社であるゆうちょ銀行とかんぽ生命保険である。金融2社の株式を市場に売却するということは、美味なクリームをどんどん抜いていくということである。中身を抜く予定のシューをよい値段で買ってくれる人はいるのだろうか。

カスタードクリームを売った代金で、日本郵政は自社株買いを行う予定である。しかし、いつ、どの程度シューがシワシワになっていくのか、原形をとどめることは果たして可能なのか、現時点では明らかになっていない。日本郵政が、少しでも早く郵政事業全体の将来像と金融2社の株式最終処分計画を明確に示さない限り、投資家が的確に判断することは難しいのではないだろうか。

〈参考資料〉

- 太田洋 [2011], 「親子上場問題」について, 神田・小野・石田編『コーポレートガバナンスの展望』第5章, 中央経済社
- 財務省「財政制度等審議会・国有財産分科会」提出資料、議事録 (2014.4.14, 2014.4.24, 2014.5.15)
- 財務省「財政制度等審議会」答申 (2014.6.6)
- 財務省報道発表資料 (2014.9.5, 2014.10.1)
- 高橋均[2013], 「親子上場と子会社少数株主保護」, 小林秀之・高橋均編『コーポレートガバナンスにおけるソフトローの役割』第3章, 中央経済社
- 鉄道・運輸機構HP「JR株式の処分」
- 東京証券取引所「財政制度等審議会・国有財産分科会」提出資料 (2014.4.24)
- 新田敬祐 [2010], 「株式市場における親子上場の存在感とその功罪」, 『NLI Research Institute Report November 2010』 pp.22-28.
- 日本経済新聞 (2014.6.6, 2014.9.18, 2014.9.29, 2014.12.19, 2014.12.23, 2014.12.27, 2015.1.9)
- 日本証券業協会「財政制度等審議会・国有財産分科会」提出資料 (2014.4.24)
- 日本郵政株式会社報道発表資料、社長記者会見 (2014.9.29, 2014.12.26)

野村證券「財政制度等審議会・国有財産分科会」提出資料（2014. 4. 24、2014. 5. 15）

宮島英昭・新田敬祐・穴戸善一 [2011], 「親子上場の経済分析—利益相反問題は本当に深刻なのか—」, 宮島英昭編著『日本の企業統治』第7章, 東洋経済新報社