

株式会社商工組合中央金庫の株式の処分について

令和5年9月20日  
財政制度等審議会

令和5年9月20日

財 務 大 臣  
鈴 木 俊 一 殿

財政制度等審議会  
会 長 十 倉 雅 和

答 申 書

令和5年9月20日に財政制度等審議会が諮問を受けた「株式会社商工組合中央金庫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。

財政制度等審議会 国有財産分科会 名簿

[分科会長]	筒井 義信	日本生命保険相互会社代表取締役会長
[分科会長代理]	若林 茂雄	弁護士
[委 員]	奥田 かつ枝	(株)九段緒方総合鑑定代表取締役
	亀坂 安紀子	青山学院大学経営学部教授
	川口 有一郎	早稲田大学大学院経営管理研究科教授
[臨時委員]	荒谷 裕子	法政大学法学部教授
	大久保 恭子	(株)風代表取締役
	川嶋 三恵子	(株)読売新聞東京本社論説委員
	佐谷 和江	(株)計画技術研究所代表取締役
	滝澤 美帆	学習院大学経済学部経済学科教授
	竹川 正記	(株)毎日新聞社論説副委員長
	松尾 弘	慶應義塾大学大学院法務研究科教授
	村木 美貴	千葉大学大学院工学研究院教授
	持永 勇一	公認会計士
	野城 智也	高知工科大学教授
	山内 弘隆	一橋大学名誉教授
	吉原 祥子	東京財団政策研究所研究員・研究部門主任
[専門委員]	津田 廣喜	公益財団法人資本市場振興財団理事長

# 株式会社商工組合中央金庫の株式の処分について

## 1. 背景

株式会社商工組合中央金庫（以下「商工中金」という。）は、中小企業に対する金融の円滑化を目的とする特殊会社（政策金融機関）である。当初は、昭和 11 年に協同組織金融機関として設立されたが、簡素で効率的な政府を実現するための行政改革の推進に関する法律に基づき、平成 20 年に株式会社へ移行するとともに、将来的には完全民営化すべきものとされている。

なお、商工中金の株主は株式会社商工組合中央金庫法（以下「法」という。）第 6 条において規定され、政府及び中小企業組合等に限定されている。

商工中金の株式（以下「商工中金株式」という。）については、現在、政府が発行済株式の 46.5%を国有財産として保有しているところ、商工中金の財務状況が大きく改善し、信用力が向上したことなどから、中小企業信用保険法及び株式会社商工組合中央金庫法の一部を改正する法律（令和 5 年 6 月 16 日公布。以下「改正法」という。）において、今後、法第 6 条第 1 項第 1 号の政府を削除すると共に、政府保有株式については、改正法の公布日から 2 年を超えない施行日の前日までの間において、できる限り速やかに、全部を売却するよう努める旨が規定されたところ。さらには、その売却状況にかんがみ、公正な価格及び方法での処分を行うために必要があると認めるときは、法制上の措置その他の所要の措置を講ずるとしている。

## 2. 基本方針

商工中金株式が国民共有の貴重な財産であることにかんがみ、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。

## 3. 売却方法についての検討

### （1）証券取引所への上場の可否

商工中金株式は、法第 6 条の規定により、議決権を有することのできる株主の資格が中小企業組合及びその構成員並びに中小企業団体等（以下「中小企業組合等」という。）に限定されているところ、改正法によって政府を削除

することとなっている点を除き、当該枠組みは今後も維持する方針であるため、東京証券取引所の上場審査基準を満たさず、したがって、証券取引所への上場によらずに売却する方法を採ることが適当である。

## (2) 売却方法

証券取引所への上場を行わない場合の売却方法としては、国の契約方式の原則である一般競争入札を行うことが考えられる。この方式による処分は、多数の入札参加者による多様な価格が反映されるものであることから、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優れた方法であり、これまでも日本アルコール産業株式会社及び輸出入・港湾関連情報処理センター株式会社の株式売却において用いているところである。

商工中金株式については、公正・公平な売却方法であるという観点から、国の契約方式の原則どおり、一般競争入札により売却することが適当である。

## (3) 売却数量

商工中金株式については、改正法において、公布日から2年を超えない施行日の前日までの間において、できる限り速やかに、全部を売却するよう努める旨が規定されている。具体的な売却数量については、株主資格を有する中小企業組合等のニーズを踏まえる必要があるが、改正法の趣旨を踏まえれば、複数回に分けて売却を行う猶予も乏しく、政府の保有する株式全てを一度に売却することが適当である。

## 4. 入札実施に当たっての留意事項

上記の入札による売却を実施するに当たっては、以下の諸点に留意することが必要である。

### (1) 注意喚起

入札に当たっては、入札参加者に対し、商工中金株式が証券取引所へ上場されないものであり、当該株式の取得後の売却手段が、株主資格を有す

る者間での相対取引あるいは一部の証券会社における店頭取引に限定されていること等の注意喚起を、一般的な取引ルールに則って行うことが必要である。

## (2) 申込株式数の最低単位

申込株式数については、できるだけ多くの中小企業組合等が参加し、その落札結果が商工中金株式に対する市場の需給関係を適切に反映したものとする必要がある一方、申込株式数の最低単位に制限を設定せずに入札を実施すれば、応札者が極めて膨大な数になり円滑な入札執行に支障をきたすおそれがあるため、最低申込み単位の設定を検討すべきである。

## (3) 申込株式数の最高数量の制限

これまでも、商工中金株式の民間保有分については、保有制限が付されていないことから、申込株式数の最高数量の制限を設定することは要さないと考えられる<sup>1</sup>。

## (4) 入札予定価格についての考え方

イ 一般競争入札に当たっては、会計法令に基づき、適切に予定価格を設定する必要があり、その算定に際しては、株式の評価が必要となる。株式の評価については、一般的に用いられている方法として、純資産価額方式、類似会社比準方式、収益還元方式及び配当還元方式等がある。

ロ 純資産価額方式は、評価対象会社の帳簿価額に着目して評価する方法である<sup>2</sup>。同方式は、帳簿価額を基礎とした計算であるため、恣意の入る余地が小さく客観的な評価であり、対象会社の事業形態や資産構成などの個別事情により、他の方式では評価が困難であるような場合

---

<sup>1</sup> 令和4年度末時点で、政府を除く商工中金の大株主の発行済株式総数に占める保有割合はいずれの者も1%未満であり想定し難いが、仮に、落札の結果、商工中金の総株主の議決権の5%以上の議決権保有者となろうとする者は、あらかじめ経済産業大臣の認可を要する（法第8条）。

<sup>2</sup> 純資産価額方式には、評価対象会社の会計上の純資産額に基づいて計算する簿価純資産法のほかに、評価対象会社の清算価値等に基づいて評価する時価純資産法があるが、時価純資産法は、通常、解散を前提とする企業に用いられる。

に使用されることがある。

商工中金は、その事業形態や資産構成の特色として、原則取引先が株主である中小企業組合等に限定されている点や、政策金融機関として国から必要な資本を受け入れ、国の政策に基づく業務を担っている点があるものの、基本的な業務内容（貸出・預金・為替）は他の民間金融機関と比較できる面もある。このため、純資産価額方式によってしか適正に評価できない唯一の事業形態とまでは言い難い。

他方で、商工中金株式は、一部の証券会社において店頭扱いによる売買の仕組みが存在し、具体的には、商工中金から提供される純資産価額方式により算出された参考価格をもとに、取引が行われている実態がある。商工中金株式を評価するに当たり、こうした実態にも十分に留意すべきである。

ハ 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、その市場価格をもとに、当該上場会社1株当たりの利益や純資産額等を用いて評価する方法である。

商工中金については、事業形態や資産構成に口のと通りの特色があり、他の民間金融機関との相違も認められる。

したがって、他の民間金融機関の比較の視点は参考としつつも、事業内容、業績、企業規模等全般にわたり商工中金と類似する金融機関を選定することは困難であり、当該方式のみで商工中金株式の適正な評価を行うことには限界がある。

ニ 収益還元方式、配当還元方式等については、商工中金が口のとおり、政策金融機関として国から必要な資本を受け入れ、特殊な業務を担っていることから、これらの方法のみによって評価することは問題がある。

ホ したがって、商工中金株式の評価については、純資産価額方式、類似会社比準方式等いずれかの方法をそのまま適用するのではなく、各評価方法を総合勘案しつつ、一部の証券会社において純資産価額方式により算出した価格を参考に店頭取引が行われている実態にも十分に留意した上で適切に実施する必要がある。

今後、これらの点に加え、金融業を取り巻く足許の市場環境の変化や、新たなビジネスモデルの下での商工中金の収益改善も踏まえ、株式売却に関する専門的な助言及び支援業務等を委託することとなる証券会社（証券アドバイザー）の知見も踏まえて決定することが適当である。

#### （５）入札の実施時期

改正法の趣旨を踏まえて、令和６年度早期の入札の実施を目指すべきである。

### ５．その他売却に当たっての留意事項

商工中金においては、株式売却に当たり、投資家保護等の観点から、金融商品取引法に定められた事項はもとより、財務状況をはじめとしてリスクや経営計画に関する情報など、必要な情報の適切な開示を行うことが引き続き必要である。

また、商工中金株式は、上述のとおり、株主資格制限があり、広く一般の投資家に売却できないにも関わらず、株式数が膨大であることに加え、改正法の公布日から２年を超えない範囲内において、できる限り速やかに全部を売却するよう求められているといった特殊な事情がある。こうしたことを踏まえ、売却に当たっては、円滑な入札執行が可能となるよう配慮すべきである。