

2020 年度の政策保有株式

— 縮減が進む一方で資本業務提携による増加も —

Short Review

2021 年 10 月

社会システム研究所
アナリスト 高橋 龍生
主任研究員 寺山 恵

■当社では、コーポレートガバナンス・コードをベンチマークとして、日本の時価総額上位 109 社のコーポレート・ガバナンスの取組みを評価しており、2020 年度における政策保有株式の動向を各社の有価証券報告書を元に調査を行った。調査の結果、売却額が取得額を上回り、政策保有株式の縮減に動いた企業が 64 社確認された。一方で、取得額が売却額を上回り、政策保有株式を増やした企業が 23 社確認された。なお、残りの 22 社に関しては、政策保有株式の増減はなかった。

1. 政策保有株式は全体的に縮減傾向

日本の時価総額上位 109¹社を対象とした調査結果から、2020 年度では政策保有株式²の売却額が取得額を上回った企業が 64 社確認された。また、調査対象 109 社の政策保有株式の、売却額から取得額を控除した純売却合計額は昨年度の約 1 兆 1,000 億円に引き続き、約 7,700 億円に上り、政策保有株式は全体的に縮減傾向にある。

このように日本企業が政策保有株式の売却を進める背景には、コーポレートガバナンス・コードが導入されたことも大きい。来年度の東証市場改革も政策保有株式の縮減圧力となっている。株式持ち合いを含む政策保有株式は、資本効率性の観点から、株主資本が他社株式への投資に回り、事業投資に有効活用されなくなる問題がある。これを受け、コーポレートガバナンス・コードでは資本コストを用いた保有合理性の検証のうえ縮減方針の開示を上場企業に求めている。

また、来年の 4 月に始まる東証市場区分再編に際して、政策保有株式³が流通株式にカウントされなくなることも政策保有株式の縮減圧力になっていると考えられる。多くの自社株を政策保有株として保有されている企業は、流通株式 35%基準であるプライム上場への足かせとなってくる他、インデックスにおける構成ウェイトの低下が避けられないためである。

2. 2020 年度に政策保有株式が増加した企業

しかし、今回の調査で 109 社のうち過半数の 64 社で政策保有株式の縮減が確認できた一方で、増加した企業も 23 社みられた。このうち 10 社が資本業務提携によるもので、取引関係の維持・強化を目的

¹ 調査対象 109 社の一覧は Appendix.1 に記載している。

² 政策保有株式は、有価証券報告書における「株式の保有状況」の中で、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」のうち「非上場株式以外の株式」を指す。

³ 東京証券取引所の流通株式数の計算方法における「国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式」に該当する。

に持ち合いを増やした企業よりも多かった。とりわけ、日本電信電話とトヨタ自動車が、スマートシティ事業における大規模な戦略的資本業務提携を結ぶ動きがあり、2020年度は資本業務提携による政策保有株式の増加が顕著であった。なお、これら23社の政策保有株式の主な増加理由の内訳は、追加出資を含む**資本業務提携**が10社、**取引関係の維持・強化**が7社、**取引先持ち株会による取得**が2社、**退職給付信託による取得**が1社、その他の理由による増加が3社となっている(図表1)。

図表1 政策保有株式が増加した23社

NO.	企業名	㉑取得額(百万円)	㉒売却額(百万円)	純取得額(百万円) (㉑-㉒)	主な増加理由
1	日本電信電話	269,152	0	269,152	資本提携
2	トヨタ自動車	252,214	35,239	216,975	資本提携
3	三菱重工業	97,877	5,987	91,890	資本提携
4	MS&ADインシュアランス	136,886	101,227	35,659	その他※1
5	イオン	27,544	33	27,511	退職給付信託
6	住友不動産	16,494	3,743	12,751	取引関係の維持・強化
7	ソフトバンク	12,734	73	12,661	その他※2
8	KDDI	10,121	3,767	6,354	資本提携の強化(追加出資)
9	東海旅客鉄道	4,951	0	4,951	取引関係の維持・強化
10	ソニーグループ	5,002	562	4,440	資本提携
11	伊藤忠商事	4,882	2,265	2,617	資本提携の強化(追加出資)
12	ゆうちょ銀行	1,000	0	1,000	取引関係の維持・強化
13	大塚ホールディングス	2,142	1,194	948	取引先持ち株会
14	東日本旅客鉄道	2,217	1,349	868	資本提携
15	アイシン精機	750	0	750	取引関係の維持・強化
16	アサヒグループホールディングス	817	153	664	取引関係の維持・強化
17	リクルートホールディングス	5,450	4,804	646	取引関係の維持・強化
18	三井物産	4,123	3,695	428	その他※3
19	シマノ	400	0	400	取引関係の維持・強化
20	セコム	329	3	326	資本提携
21	Zホールディングス	474	187	287	資本提携の強化(追加出資)
22	NTTデータ	210	0	210	資本提携
23	ユニ・チャーム	13	0	13	取引先持ち株会

※1) 出資先の企業を買収した企業との株式交換による取得

※2) グループ会社から株式譲渡による取得

※3) 保有していた未上場株の新規上場や現物配当による増加

(出所) 各企業の有価証券報告書から日興リサーチセンター作成

2.1 提携関係の構築や強化を目的とした資本業務提携を行った企業

①NTTとトヨタ自動車による4,000億円規模の資本業務提携－スマートシティ事業－

政策保有株式は一般的に、取引関係の維持・強化を理由に取得が行われるが、2020年度では、資本業務提携による増加が目立った。中でも、日本電信電話(以下、NTT)とトヨタ自動車の資本業務提携による株式取得額が最も大きかった。両社は2020年3月に、スマートシティ事業における戦略的資本業務提携で合意し、株式取得額はそれぞれ約2,000億円規模と、両社合計で約4,000億円に上った。

自動車業界はCASE⁴と呼ばれる変革が急務で、IoT技術や5Gといった通信技術が必要不可欠となってくる。そこで、トヨタ自動車は2017年にCASEの一つであるコネクテッドカーの共同開発を行う

⁴ CASEとは、C(コネクテッド)、A(自動運転)、S(シェアリング&サービス)、E(電動化)を指す。

ため、NTT と業務提携を結んでいたが、静岡県でのスマートシティ実験の本格化に伴って NTT との資本業務提携に踏み切った形だ。

②ソニーグループが KADOKAWA とコンテンツ事業のグローバル展開

KADOKAWA が、2021 年 2 月にソニーとサイバーエージェントに対してそれぞれ 50 億円の第三者割当増資を行い、資本業務提携が結ばれた。書籍、映画、アニメおよびゲームといったコンテンツ事業のグローバル展開を目指している KADOKAWA が、同様のコンテンツ事業でグローバル展開に成功したソニーと連携を強化したい狙いがある。

③東日本旅客鉄道は EC 事業の強化で千趣会と連携

東日本旅客鉄道は、2020 年 9 月に EC 事業の強化を理由に通販大手の千趣会の株式を約 20 億円取得した。同社は、新型コロナウイルスの感染拡大による上場以来初の赤字を受け、鉄道事業への依存からの脱却を目指しており、その一環として EC 事業の展開に着手した。

④セコムは同業の共栄セキュリティーサービスと警備事業を強化

セコムは、2020 年 5 月に共栄セキュリティーサービスの株式を約 1 億 3,000 万円取得した。両社は、この資本業務提携により、常駐型の施設警備のノウハウやセキュリティーシステムの共有を行い、連携を図りたい考えだ。

⑤NTT データはデータウェアハウスに強みを持つ Snowflake 社に出資

NTT データは、2020 年 9 月にクラウドコンピューティング技術のデータウェアハウス事業を展開している Snowflake 社(米)と資本業務提携を結び、約 2 億 1,000 万円の株式取得を行った。AI を活用したビッグデータ分析に必要な膨大なデータの管理に、Snowflake 社のデータウェアハウスを活かす考えだ。

2.2 経営への参画が目的と考えられる資本業務提携を行った企業

①再生可能エネルギー分野で海外企業との連携を強める三菱重工業

三菱重工業の約 980 億円が、資本業務提携による取得額で次に大きかった。同社はカーボンニュートラルを掲げ、再生可能エネルギー分野での事業基盤の強化に動いており、洋上風力発電機で世界シェア 1 位の Vestas Wind Systems 社(デンマーク)および、水を電気分解してグリーン水素を製造する装置の生産開発を行う HydrogenPro 社(ノルウェー)の株式をそれぞれ取得した。Vestas Wind Systems 社との資本業務提携は、同社と設立した合併会社の持分株式と交換する形で、株式を 900 億円規模で取得し、同社に社外取締役を派遣した。また、HydrogenPro 社の株式は約 14 億円で取得し、燃やしても温室効果ガスを排出しない CO₂ フリーの水素を自家の火力発電事業に活用する狙いがある。

②伊藤忠商事は繊維と再生可能エネルギー分野で海外企業への出資を増加

伊藤忠商事は海外の提携先企業との資本関係の強化に動き、2015年に戦略的資本業務提携を結んだベトナム最大の繊維国営企業である Vietnam National Textile and Garment Group 社の株式を2018年に次いで追加取得した(既にベトナム政府に次ぐ第2位の筆頭株主である)。近年、ベトナムの繊維産業は中国に次ぐ生産拠点として発展しており、ファーストリテイリング、INDITEX や H&M といった世界的なアパレル企業が相次いで進出している。これを受けて、川上から川下に至るまでの生産を担う OEM 事業を強化するため、資本業務提携に至ったと考えられる。

また、再生可能エネルギー発電に必要な蓄電システムを開発している Eguana Technologies Inc. 社(カナダ)と資本業務提携を結んだ。両社は2015年に業務提携を結んでいるが、再生可能エネルギー発電の需要拡大に伴い資本関係を強化し、同事業のグローバル展開に本腰を入れる構えだ。

2.3 取引関係の維持・強化で政策保有株式が増えた企業 – 住友不動産は年々持ち合いを強化 –

取引関係の維持・強化が理由で、政策保有株式が増加した企業は23社中7社確認された。中でも、同理由で政策保有株式が最も増加した企業は住友不動産で、取得額は約165億円、売却額は約37億円だった。既に持ち合いを行っている長谷工コーポレーション、イーレックス、大豊建設、西松屋チェーン、ナガワ、太平電業の6社と持ち合いを強化し、東海旅客鉄道と持ち合いを新たに開始した。いずれも、工事発注や賃貸事業における取引関係の維持・強化が主な取得理由となっている。住友不動産は年々持ち合いを増やしており、2021年3月31日時点で株主構成の約47%が安定株主⁵と考えられる。

3. まとめ

2020年度に政策保有株式が増加した企業では、取引関係の維持・強化を目的にした持ち合いだけではなく、資本業務提携も多く確認された。とりわけ、NTTとトヨタ自動車のスマートシティ事業をめぐる資本業務提携は約4,000億円と規模が比較的大きかった。

しかし、業務提携において資本提携を**している場合**と**していない場合**で収益性にどのような違いが出るのかは不明瞭で、取引先との持ち合いも含めて資本関係を結ぶことによる経済的メリットを投資家に証明することは難しい。一方で、今回の三菱重工業や伊藤忠商事のように、社外取締役の派遣や株式保有比率を徐々に高めることによる、経営参画を目的とした小規模 M&A のような資本提携もあり、区別する必要があるであろう。

政策保有株式については、事業投資にではなく他社株式の取得に株主資本が使われる以上、資本効率性の問題が生じてくる。したがって、コーポレートガバナンス・コードで縮減が求められている中での政策保有株式の増加については、企業は投資家に対してその経済的効果を十分に説明する必要がある。また、投資家も企業との対話などを通じて中長期的な企業価値への効果を検証し、十分に納得が得られ

⁵ 住友不動産 HP「株式・株主情報」から、その他の法人(37.65%)と金融法人(9.31%)による株式比率の合計値で算出した。

なかった場合には、議決権を行使する際などに、その結果を反映させることが考えられる。

(END)

Appendix 1 調査対象 109 社

証券コード	会社名	証券コード	会社名	証券コード	会社名
4689	Zホールディングス	7259	アイシン精機	9503	関西電力
4188	三菱ケミカルホールディングス	6758	ソニー	8750	第一生命ホールディングス
1928	積水ハウス	6273	S M C	8053	住友商事
2267	ヤクルト本社	6301	小松製作所	8058	三菱商事
2503	キリンホールディングス	6501	日立製作所	8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ
2587	サントリー食品インターナショナル	6502	東芝	8309	三井住友トラスト・ホールディングス
2802	味の素	6503	三菱電機	8316	三井住友フィナンシャルグループ
2914	日本たばこ産業	6594	日本電産	8411	みずほフィナンシャルグループ
3402	東レ	6723	ルネサスエレクトロニクス	8604	野村ホールディングス
3407	旭化成	6752	パナソニック	8630	S O M P Oホールディングス
4063	信越化学工業	6753	シャープ	8725	M S & A Dホールディングス
4324	電通グループ	6861	キーエンス	8766	東京海上ホールディングス
4452	花王	6869	シスメックス	8801	三井不動産
4502	武田薬品工業	6902	デンソー	8802	三菱地所
4519	中外製薬	6981	村田製作所	9021	西日本旅客鉄道
4755	楽天	7267	本田技研工業	9531	東京ガス
5401	日本製鉄	7741	H O Y A	9984	ソフトバンクグループ
1605	国際石油開発帝石	6098	リクルートホールディングス	8001	伊藤忠商事
4528	小野薬品工業	7011	三菱重工業	9201	日本航空
4568	第一三共	7182	ゆうちょ銀行	9432	日本電信電話
4661	オリエンタルランド	7203	トヨタ自動車	9434	ソフトバンク
5020	E N E O Sホールディングス	7309	シマノ	9843	ニトリホールディングス
2502	アサヒグループホールディングス	6367	ダイキン工業	8267	イオン
1878	大東建託	6178	日本郵政	8031	三井物産
1925	大和ハウス工業	6201	豊田自動織機	8035	東京エレクトロン
2269	明治ホールディングス	6326	クボタ	8113	ユニ・チャーム
3382	セブン&アイ・ホールディングス	6702	富士通	8591	オリックス
4503	アステラス製薬	6954	ファナック	8830	住友不動産
4507	塩野義製薬	6971	京セラ	9020	東日本旅客鉄道
4523	エーザイ	6988	日東電工	9022	東海旅客鉄道
4543	テルモ	7181	かんぽ生命保険	9202	A N Aホールディングス
4578	大塚ホールディングス	7201	日産自動車	9433	K D D I
4901	富士フイルムホールディングス	7269	スズキ	9613	NTTデータ
4911	資生堂	7270	S U B A R U	9735	セコム
5108	プリヂストン	7733	オリンパス	9983	ファーストリテイリング
5411	ジェイ エフ イー	7751	キヤノン		
5802	住友電気工業	7974	任天堂		

※売却額が取得額を上回った **64 社**は青色で、取得額が売却額を上回った **23 社**は赤色で示した。
(出所)日興リサーチセンター