

【研究論文】

純粋持株会社の財務的特質についての一考察

— NTT, ソフトバンクを事例として —

酒 巻 雅 純

(東京証券取引所)

【要 約】

わが国の上場会社でのグループ経営が進む中、純粋持株会社の財務的特質（内部留保・配当・負債ファイナンス）に関して考察した。本稿では、純粋持株会社をグループ内のひとつの組織としてとらえ、NTT（日本電信電話）とソフトバンクの2社を考察対象とした。両社は、そのグループ傘下に中核子会社として携帯電話会社を有し大きな利益を得ている特徴があるが、考察の結果は、次のとおりである。①NTTでは、巨額の分配可能額が、傘下の完全子会社にも留保されており、グループ全体としての最適投資の点から、純粋持株会社としての機能を必ずしも果していない。②両社とも、負債ファイナンスについて、持株会社だけでなく子会社でもレバレッジ（借り入れ）を活用している。③最近のソフトバンクでは、巨額の負債ファイナンスについて、すべて持株会社が行っている。これは、NTTと異なる点であり、次の大型買収を進めることを示唆している。

キーワード：純粋持株会社、内部留保、配当、負債ファイナンス

1 はじめに

本稿の目的は、近年、わが国の上場会社におけるグループ経営やM & A (merger and acquisition) が進展する中、純粋持株会社の財務的特質について考察することである。株式会社の一形態でもある純粋持株会社については、従来、その歴史的経緯から戦前の持株会社を頂点とする財閥を研究対象として、独占・支配の視点からの研究・主張が中心であったと考える。しかし、本稿では、純粋持株会社をグループ内のひとつの組織としてとらえる視点から⁽¹⁾、純粋持株会社であるNTT（日本電信電話）とソフトバンクを事例として両社を比較対照しながら、その財務的特質（内部留保・配当・負債ファイナンス）について考察する。

2 純粋持株会社の定義と実態

(1) 純粋持株会社の定義

本稿では、純粋持株会社 (pure holding company)⁽²⁾ を、「他の会社の株式を所有し、これにより当該他の会社を支配するだけで、自らは直接に事業活動を行わない会社」と定義する⁽³⁾。わが国の競争政策（独占禁止法旧9条）では、持株会社を禁止する政策がとられ、戦後から近年に至るまで純粋持株会社が禁止されてきた。しかし、バブル崩壊以後、規制緩和が進み⁽⁴⁾、独禁法が改正された。さらに、会社法でも株式交換・株式移転（1999年）や会社分割（2000年）が創設され、純粋持株会社の容易な採用が可能となった。

(2) 純粋持株会社の採用実態

1997（平成9）年12月の独禁法の改正により、純粋持株会社の設立が解禁された⁽⁵⁾。これを契機に、戦略的意思決定や資金調達等に専念する純粋持株会社の利用は、増加トレンドにある。株式会社の一形態でもある純粋持株会社は、企業再編等に際しての選択肢として利用されている。株式会社が純粋持株会社化する代表的な方式には、次の2つがある。①経営統合の手段として、複数の会社を統合し純粋持株会社化する（スケールメリットやシナジー効果などの追求）。わが国では素材メーカー、金融機関、流通業に多い。②分社経営の手段として、社内分社制や事業部制を発展させ、社内の事業部門を分社化し、抜け殻となった会社を純粋持株会社化する。後述するNTTやソフトバンクの事例は、後者に該当する。

「図表1」は、純粋持株会社の解禁後、上場している純粋持株会社数の推移を示している。2011年12月末で、純粋持株会社は、上場会社の約1割（362社）程度を占め、その社数が増加している。純粋持株会社はグループ経営に専念し、その事業子会社は事業成果を最大にすることを目的に

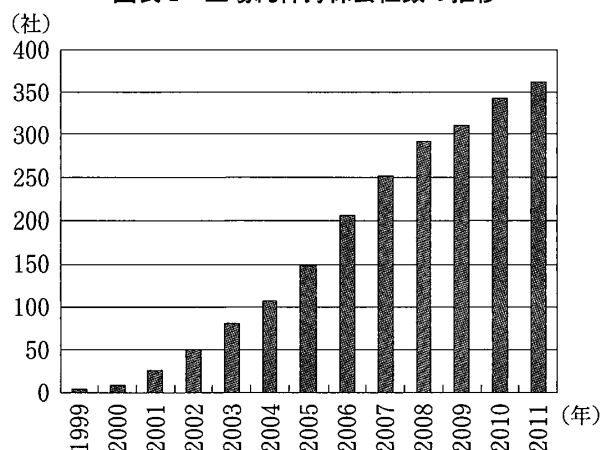
活動する。つまり、純粋持株会社の機能は、子会社管理、子会社向けのサービス提供（資金調達等）、グループ全体の管理等にある。この経営と事業の分離が純粋持株会社の特徴のひとつである⁽⁶⁾。そして、事業子会社の多くは、親会社である純粋持株会社の完全（100%）子会社であり、非上場会社である⁽⁷⁾。純粋持株会社は、事業を行わないため、①その資産の多くは、関係会社株式または関係会社への貸付金であり、事業用資産はほとんど所有していない。②収益すなわち配当財源のほとんどが子会社からの配当金収入、ロイヤルティ収入、手数料（経営指導料）等であることが特徴である。

以上のような特徴を有する純粋持株会社を、グループ内のひとつの組織としてとらえて⁽⁸⁾、次節では、その財務的特質についてNTTとソフトバンクを事例として考察する。

3 純粋持株会社（NTT・ソフトバンク）の財務的特質

本節では、純粋持株会社の財務的特質（内部留保・配当・負債ファイナンス）について、熾烈な

図表1 上場純粋持株会社数の推移



暦 年	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
純粋持株会社数	3	8	26	50	81	107	147	206	253	292	311	344	362

〔出所〕 上場会社適時開示資料、有価証券報告書等に基づき筆者作成

競争下にある通信事業者のうち、純粹持株会社である NTT と、その対抗軸として位置づけられるソフトバンクを比較対照しながら、考察を進める⁽⁹⁾。

(1) NTT の事例

現在、NTT の中核子会社として、NTT データ、NTT ドコモとエヌ・ティ・ティ都市開発の 3 社があり、それぞれ株式上場会社として外部の株主（少数株主）が存在している（他に、2013 年 3 月末で子会社 827 社、関連会社 101 社がある）⁽¹⁰⁾。また、「図表 2」により、NTT 個別と連結での財務規模（「個別／連結」）を比較すると、売上高は、3.79%、純資産額は、49.57%の割合となっている。売上高の「個別／連結」割合が 3.79%ときわめて低い要因は、NTT 個別の売上が子会社等からの

受取配当金等で構成されているためである⁽¹¹⁾。純資産額の「個別／連結」割合が 49.57%となっているのは、内部留保が傘下の子会社群にも留保されていることが考えられる。これを「図表 3」に基づき、検証する。

「図表 3」は、NTT 親会社（個別）の「会社法上の分配可能額」と「完全子会社（代表的な NTT 東日本、NTT 西日本、NTT コミュニケーションズの 3 社）の分配可能額」⁽¹³⁾を算出（試算）したものである。同図表において、たとえば、2012 年 3 月期をみると、(イ)親会社の「会社法上の分配可能額」は、9,569 億円であり、(ロ)「完全子会社の分配可能額」の合計は、6,891 億円である。したがって、(イ)と(ロ)の合計額は、1 兆 6,461 億円となり、巨額の分配可能額が、傘下の完全子会社（NTT 東日本、NTT 西日本、NTT コミュニケー

図表 2 NTT の個別と連結での財務規模の比較（2011. 3 月期）

（単位：億円、%）

	売上高	個別／連結	内 訳	経常利益	純利益	純資産額	個別／連結
個 別	3,903	3.79	受取配当金 2,357	2,278	2,257	49,969	49.57
			グループ経営運営収入 191				
			基盤的研究開発収入 1,239				
			その他の収入 115				
連 結	103,050		固定音声関連収入 21,807	11,757	7,018	100,809	
			移動音声関連収入 20,215				
			IP 系・パケット通信収入 33,411				

〔資料出所〕 同社有価証券報告書の個別・連結 P/L 等に基づき筆者作成

図表 3 NTT の親会社・完全子会社の分配可能額

（単位：百万円）

決算期	分配可能額 (イ)	完全子会社の分配可能額 (ロ)*1)	(イ)+(ロ)
2008 年 3 月	1,259,426	352,945	1,612,371
2009 年 3 月	1,119,568	486,508	1,606,076
2010 年 3 月	1,182,842	561,092	1,743,934
2011 年 3 月	1,249,531	657,941	1,907,472
2012 年 3 月	956,919	689,191	1,646,110

*1) NTT 東日本、NTT 西日本、NTT コミュニケーションズ（3 社は、完全子会社）のその他利益剰余金の額の合計を分配可能額とみなす。

〔資料出所〕 各社有価証券報告書の個別 B/S に基づき筆者作成（試算）

ションズ)にも留保されていることが分かる。しかし、純粋持株会社の重要な機能は、グループ全体の財務行動、投資行動についての意思決定である。こうした役割(つまり、傘下会社からの配当収入によって事業投資を行うこと)に鑑みると、傘下の完全子会社に巨額の内部留保を置いていることは、NTTの公的な事業の性格という側面を割引いても合理的な理由がないと考えられる。つまり、内部留保の使途が明確でなければ、事業に供さない余剰を抱えており、ROE(自己資本利益率)を下げる要因となる⁽¹⁴⁾。したがって、純粋持株会社としてNTTは、企業価値を高める努力(事業ごとの成長性・収益性を比較評価し、投資の優先順位を判断すること)を十分に果たしていないと考えられる。

次に、NTTの設備投資や運転資金について、親会社、子会社のどちらが負債ファイナンスの主体となっているのかを考察する。「図表4」は、グループの負債ファイナンス(有利子負債=短期借入金+1年以内償還予定の社債・長期借入金+社債・長期借入金)の状況を示している。この図表は、「連結の負債額(ロ)>個別の負債額(イ)」の場合、その差額(ハ)は、子会社の親会社を通さない負債ファイナンス額であることを示す。たとえば、2013年3月期では、負債の37%を子会社が調達し、他方、63%は、親会社(持株会社)が調達していることが分かる。これは、高い信用格付により⁽¹⁵⁾、調達コスト(借入や社債発行に付随して発

生する社外へのキャッシュフロー)の相対的に低い持株会社の方がより多くの負債ファイナンスを行っていると考えられる⁽¹⁶⁾。

(2) ソフトバンクの事例

ソフトバンクは、移動体通信(携帯電話)等の電気通信事業者やインターネット関連企業等を傘下に置く純粋持株会社である⁽¹⁷⁾。ソフトバンクは、成長が期待される会社や事業に必要な技術をもつ会社を買収・統合して成長・拡大する戦略をとってきたが⁽¹⁸⁾、その体制は、同社を持株会社として、グループの中核をなすソフトバンクモバイル(移動体通信事業)、ソフトバンクBB(ADSL・コンテンツサービス事業等)、ソフトバンクテレコム(電気通信事業等)との「四位一体」体制をとっている。この他にもヤフー(インターネット関連事業)等多数の子会社・関連会社(2013年3月末で、子会社150社、関連会社83社)がある。

また、「図表5」により、ソフトバンク個別と連結での財務規模(「個別/連結」)を比較すると、売上高は、1.36%、純資産額は、34.34%の割合となっている。売上高の「個別/連結」割合が1.36%ときわめて低いのは、子会社等からの経営指導料等が主な内訳のためである。

「図表6」は、個別の会社法上の分配可能額と支払配当額の状況を示している。2008年3月期から2011年3月期までの期間をみると、分配可能額に占める支払配当額の割合は、10%前後で推

図表4 NTTの負債ファイナンス状況

(単位:百万円)

	個 別 (イ)	連 結 (ロ)	ハ=(ロ)-(イ)	ハ/(ロ) (%)
2009年3月末	2,458,810	4,644,406	2,185,596	47
2010年3月末	2,456,044	4,682,757	2,226,713	47
2011年3月末	2,379,893	4,468,589	2,088,696	47
2012年3月末	2,438,887	4,534,241	2,095,354	46
2013年3月末	2,646,732	4,250,290	1,603,558	37

[資料出所] 同社有価証券報告書の個別・連結B/Sの有利子負債残高の合計額

移していた。しかしながら、2012年3月期の個別の支払配当額は、443億円と8倍まで急増している（なお、配当性向は、173.3%）。分配可能額は、700億円であるから、分配可能額に占める支払配当額の割合は、63.2%にまで達した。この急増は、有利子負債の削減が実現し、「財務体質の健全性は保ちつつ、持続的な成長に向けた積極的な投資および株主への利益還元を両立する」⁽¹⁹⁾と

の方針の下、配当金を前期の1株当たり5円から35円増配し、1株当たり40円という大幅な利益還元策を実施した結果である。

次に、グループの設備投資や運転資金について、親会社、子会社のどちらの主体が負債ファイナンスしているのか考察する。「図表7」は、ソフトバンクの負債ファイナンス（有利子負債＝短期借入金＋1年以内償還予定の社債・長期借入金＋社

図表5 ソフトバンクの個別と連結での財務規模の比較（2012.3月期）

（単位：億円，％）

	売上高	個別／連結	内 訳	経常利益	純利益	純資産額	個別／連結
個 別	437	1.36	グループ経営運営等収入 437	366	253	4,930	34.34
連 結	32,024		移動体通信事業収入 21,386	5,736	3,137	14,356	
			固定通信事業収入 2,926				
			インターネット関連事業収入 2,900				

〔資料出所〕 同社有価証券報告書の個別・連結P/L等に基づき筆者作成

図表6 ソフトバンクの分配可能額と支払配当額

（単位：百万円，％）

決算期	分配可能額 (イ)	支払配当額 (ロ)	(ロ)／(イ)
2008年3月	27,324	2,639	9.6
2009年3月	27,408	2,701	9.8
2010年3月	57,801	5,411	9.3
2011年3月	50,093	5,411	10.8
2012年3月	70,021	44,309	63.2

〔資料出所〕 同社有価証券報告書の個別B/Sに基づき筆者作成（試算）

図表7 ソフトバンクの負債ファイナンス状況

（単位：百万円）

	個 別 (イ)	連 結 (ロ)	(イ)＝(ロ)－(イ)	(イ)／(ロ) (％)
2009年3月末	748,297	2,400,390	1,652,093	68
2010年3月末	841,596	2,222,469	1,380,873	62
2011年3月末	1,103,490	2,077,799	974,309	47
2012年3月末	1,716,756	1,568,125	▲ 148,631	—
2013年3月末	2,398,920	2,107,680	▲ 291,120	—

〔資料出所〕 同社有価証券報告書の個別・連結B/Sの有利子負債残高の合計額

債・長期借入金)の状況を示している。この図表は、先の「図表4」と同じく「連結の負債の金額(ロ)＞個別の負債の金額(イ)」の場合、その差額(ハ)は、子会社の親会社を通さない負債ファイナンスを示している。

2009年3月期～2011年3月期までをみると、負債の47%～68%を子会社が調達し、他方、53%～32%は、親会社が調達していることが分かる。なお、同期間において、2006年4月の英国ボーダフォン日本法人(現ソフトバンクモバイル)の買収⁽²⁰⁾(総額1兆7,500億円)後の悪化した財務体質の改善を図るため、有利子負債の削減に努めた⁽²¹⁾。その結果、携帯電話事業の好業績にも支えられ、有利子負債を大幅に削減した(信用格付けも引き上げられた)。一方、2012年3月期～2013年3月期までの期間をみると、連結の調達額が個別の調達額を下回り、巨額の負債ファイナンスをすべて持株会社で行い、レバレッジを活用していることが分かる。これは新たな買収を進めることを示唆している⁽²²⁾。実際、2013年中に米国通信業界3位のスプリント・ネクステル社を買収するため、再び、2013年6月末で有利子負債が4兆円を超えるまでに急増している(なお、2013年7月にスプリント社を子会社化した)。

4 おわりに

本稿では、上場会社で純粋持株会社でもあるNTTとソフトバンクの内部留保・配当・負債ファイナンスを中心に考察した。その結果、NTTでは、巨額の分配可能額が、傘下の完全子会社にも置かれており、このことはグループ全体としての最適投資の観点から、持株会社の役割を必ずしも十分に果していないと考えられる。

NTT・ソフトバンク両社とも、レバレッジ(借り入れ)の活用は、親会社である持株会社だけでなく子会社でも行っている。しかし、ソフト

バンクでは、直近の2期間をみると、すべて親会社が負債ファイナンスを行う資本政策をとっている。リスクオンによる買収戦略がソフトバンクの標準的な手法であり、これがNTTとソフトバンクのROEの間の大きな差異にも現れている。

最後に、ソフトバンクは、持株会社としての機能がとりわけ強く、買収による「株式時価総額」の拡大を実現している⁽²³⁾。したがって、同社の買収戦略がROEやキャッシュフローに及ぼす影響が課題となるが、この点に着目しての考察については、今後の課題としたい。

〈注〉

- (1) この視点からの代表的な先行研究として、大坪[2005] 191-212頁参照。
- (2) 持株会社の概念の詳細な検討については、前田[2012] 12-23頁参照。
- (3) これに対して、事業持株会社(他の会社の株式を所有し、これにより当該他の会社を支配し、事業を行う会社)がある。わが国の上場会社の多くは子会社等を有しているので、これらは事業持株会社に当たるといえる。
- (4) たとえば、会社法では、自己株式取得解禁、ストック・オプションの導入、最低資本金の廃止などがある。
- (5) わが国の上場会社での純粋持株会社第1号は、1999年の大和証券グループ本社である。
- (6) 経営と事業の分離は、必ずしも純粋持株会社でなければ実現できないものではない。たとえば、事業部制組織(multidivisional organization)は、内部組織ではあるが、本社による経営と各事業部による事業の執行を分離できる。
- (7) しかし、NTTやソフトバンクでは、その中核子会社が上場している。これを「親子上場」といい、わが国の上場会社の特徴のひとつである。親子上場は、利益相反関係が存在するため、子会社の少数株主保護の観点から批判されることもあるが、実態として、2013年11月末で300社程度の上場子会社が存在する。また、株式時価総額や純資産額において親子の立場が逆転している「親子ねじれ」を起こしている企業グループがある(たとえば、企業の市場価値の尺度である時価総額について、2013年11月末で、親会社のNTTの6兆円に対して、子会社のNTTドコモが7兆円と

- なっている)。
- (8) もっとも純粋持株会社化の意図や経営戦略上の位置づけは、多様である(また、その本来の役割面で名ばかりの純粋持株会社もあるかもしれない)。
- (9) もはや企業の競争は、グループ対グループという対立図式となっている。伊藤 [1999] 22-27 頁参照。
- (10) NTT は、1985 年に民営化し株式会社となり、1987 年に上場している。その後、事業を分離して子会社として上場する事業再編がなされた。1999 年には、NTT 本体を NTT 東日本、NTT 西日本、NTT コミュニケーションズ(3 社は、NTT の 100%完全子会社)に分社化して、これらを持株会社が保有する再編を行っている。
- (11) ただし、NTT は、純粋持株会社であるが、基礎的研究機能を担っている。これは NTT 東日本、NTT 西日本とで提供するサービスが同一でなければならない、子会社が独自に研究開発することが非効率であるためである。
- (12) 会社法では、株主に対する金銭等の分配および自己株式の有償取得を併せて剰余金の配当等とし、財源規制をしている(会社法第 461 条)。実際の分配可能額については、会社法第 446 条および第 461 条第 2 項に詳細に規定されている。
- (13) ここで「完全子会社」に限定して分配可能額を試算している理由は、たとえば、上場会社である NTT ドコモは、少数株主が存在する「不完全完全子会社」であり、当該会社の分配可能額は株主総会の普通決議での承認がなければ配当が認められないからである。
- (14) 2013 年 3 月末の ROE は、6.5%となっている(これに対して、同年 3 月末のソフトバンクの ROE は、23.1%である)。
- (15) 格付会社(rating agency)が企業の財務内容・事業内容を分析し、信用格付(credit rating)を行う。格付が高い企業の負債は、リスクが小さくリスクプレミアムも低く、調達コストが低くなる。
- (16) 調達コストは、流失資金の資金調達額に対する割合で示される。たとえば、社債の場合では、「調達コスト=支払利息、社債発行手数料等の合計額/社債発行額」である。
- (17) ソフトバンクは、1999 年に NTT と同様に、親会社内の事業を対象に分社化(営業譲渡)により傘下企業を設立して、これらを持株会社が保有する再編を実施している。
- (18) これまでに日本テレコム、英ボーダフォン日本法人、ウィルコムなどの買収を繰り返してきた。
- (19) 同社有価証券報告書(2012 年 3 月期) 46 頁。
- (20) ソフトバンクは、この M & A により一気に携帯電話事業に参入した。ただし、買収資金は、有利子負債で調達した。
- (21) 英ボーダフォン日本法人買収後のソフトバンクの調達コストは、5.1%と不利な条件であった(27 回社債:起債日 2009 年 5 月 26 日、発行額 600 億円、利率 5.1%、年限 2 年、格付 BBB)。さらに、当該社債発行時の金融環境は、リーマンショック(2008 年 9 月)後の新規資金の出し手が少なかった時期でもあった。なお、当該社債は、全額償還されている。
- (22) なお、2013 年 3 月末の ROE は、23.1%となっている。
- (23) 後藤(同社の財務部長)[2013] 13 頁参照。

参考文献

- 伊藤邦雄 [1999]『グループ連結経営』日本経済新聞社。
- 大坪 稔 [2005]『日本企業のリストラクチャリング』中央経済社。
- 後藤芳光 [2013]「「攻めの財務」のすすめ」季刊会計基準 Vol. 42 12-16 頁。
- 前田重行 [2012]『持株会社法の研究』商事法務。

本稿は、日本財務管理学会第 36 回春季全国大会(於:日本大学商学部、2013 年 6 月 8 日)の自由論題の部における報告に加筆・修正したものである。