



外でさんざん叩かれてきたことは、
私も知っている。
だが、壁を最初に破る者は……
いつも血を流す。
……いつもだ。

I know you've taken it in the teeth out there, but the
first guy through the wall... he always gets bloody
... always.

——映画『マネーボール』（2011年）ボストン・レッド
ソックス オーナー、ジョン・ヘンリーの台詞

政策保有株式を本気で解き放とうとする最初の一社もまた、血を流すことになるだろう。前例はなく、社内には反対があり、取引先は気色ばむ。それでも壁の向こう側には、この国の企業が数十年かけて積み上げながら、誰も価値を確かめてこなかった資本が眠っている。本書は、その壁を最初に破ろうとする人のために書いた。

はじめに

■ アベノミクスが起こした資本市場革命

2012 年末の第二次安倍政権の成立に伴い、「三本の矢」からなる経済政策が掲げられました。このうち資本市場における改革は、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード、そして伊藤レポートの3本柱として展開され、上場企業の資本効率性は革命的に改善されました。

企業に規律を求めるガバナンス・コード、機関投資家に行動を求めるスチュワードシップ・コード、そして「ROE8%」という具体的な目標水準を示した伊藤レポート——この3つが揃ったことで、日本の上場企業は「資本をどう使うか」を正面から問われる時代に入ったのです。

■ 東証が突きつけた「資本コスト経営」

その流れの到達点のひとつが、2024年2月1日に東京証券取引所が公表した「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」と題する資料です。

この資料が上場企業に求めているのは、要するに2つのことです。自社の資本コストを正確に把握すること。そして、経営資源を適切に配分すること。その進捗を測

る物差しとして、PBR（株価純資産倍率）やPER（株価収益率）といった市場評価指標、ROE（自己資本利益率）やROIC（投下資本利益率）といった資本収益性指標が示されました。

この「経営資源の適切な配分」という論点において、真っ先に俎上に載せられたのが政策保有株式です。

政策保有株式とは、値上がり益や配当を狙う純投資ではなく、取引関係の維持や事業上の連携といった経営上の目的で保有される株式を指します。日本では企業同士が互いの株式を持ち合う形態が長く続いてきたため、「株式持ち合い」というほうが馴染み深いかもしれません。

■ なぜ政策保有株式が問題なのか

欧米の企業社会に、この慣行はほぼ存在しません。リターンを生まない資産を貸借対照表に置き続ければ資本効率は下がりますし、持ち合いの相手は経営に注文をつけない「物言わぬ株主」となりがちで、ガバナンスの規律を弱める副作用もあります。海外投資家が日本株への投資をためらう理由として、この構造は繰り返し指摘されてきました。

日本の株式市場に世界の投資マネーを呼び込むには、この構造にメスを入れるほかない——そう考えた金融庁と東京証券取引所は、上場企業に対して政策保有株式の縮減を促す施策を重ねてきました。2015年に適用が始

まったコーポレートガバナンス・コードは、保有方針や保有の合理性についての開示を企業に求めています。2022年4月の市場再編では、プライム・スタンダード・グロース各市場の上場維持基準に「流通株式比率」が組み込まれました。市場で自由に売買される株式の割合を一定以上に保てという要請であり、固定的に保有され続ける政策保有株式は、その分母を圧迫する存在として明確に不利に扱われることになったのです。

こうした制度的な圧力を受けて、上場株式の持ち合い解消は着実に進み始めました。しかし、日本企業に深く根を張った持ち合い構造が一朝一夕に消えるわけではなく、売却に踏み切れないまま株式を塩漬けにしている企業は、今なお数多く残っています。

■ 置き去りにされた「非上場の政策保有株式」

そのなかでも、とりわけ手つかずのまま残されているのが、非上場企業の政策保有株式です。

上場株式であれば、市場で売却するという出口が常に存在します。ところが非上場株式には市場がなく、流動性が極端に低いため、整理しようにも方法が見えません。上場企業の経営層や財務部門は、この問題の存在に薄々気づきながらも、扱いの難しさを前に足踏みを続けているのが実情です。

私のもとに相談に来られる上場企業の担当者からは、

「役に立っていない非上場株など、まとめてでも構わないから早く手放したい」という切実な声を何度も聞いてきました。

それでも売却が進まないのには理由があります。保有株式の多くは、過去の取引や提携といった何らかの縁で取得したものです。売却を持ちかければ相手との関係にひびが入るのではないかと、経営陣はどうしても慎重になります。思い切って発行会社買い取りを打診しても、提示されるのは簿価を大きく下回る金額であることがほとんどです。

加えて、非上場の政策保有株式の大半には譲渡制限が付されています。「発行会社が買い取りを断れば、もう打つ手はない」——そう思い込んでいる経営者や当主は、決して少なくありません。しかし、それは誤解です。譲渡制限株式であっても、第三者へ譲渡する道は制度上きちんと用意されています。

■ 実務の現場から

私が創業した少数株ドットコムは、非上場企業の株式を専門に投資対象とする、日本でも数少ない会社です。オーナー系企業の少数株主からの買い取り、相続で取得された譲渡制限株式の引き受け、そして上場企業が抱える非上場政策保有株式の整理まで、この分野で実際に起きていることの多くを、当事者として経験してきました。

私はもともと、アクティビスト投資の投資家側として実務を行ってきました。にもかかわらず、いつしか多くの上場企業の財務担当者や経営者、社外取締役などから、政策保有株式を含む財務戦略について助言を求められるようになりました。投資家として企業と向き合ってきた経験が、企業側の意思決定を支える知見として求められるようになったのです。この本は、その両方の立場を行き来してきた実務家だからこそ書ける内容を目指します。

少数株主から株式を買い取るスキームと、上場企業が非上場の政策保有株式を売却するスキームは、実務上ほとんど同じ構造をしています。近年は大手上場企業からの相談も増え、成功事例も積み上がってきました。本書では、その実務知を土台に、非上場株式を保有し続けることのコスト、具体的な売却の手順と手法、そして社内の経営層を説得するための論理まで、順を追って解説していきます。

■「良い政策保有株式」という対比軸

ただし、本書は「非上場株式はすべて売却せよ」と説く本ではありません。

世界に目を向ければ、少数株式投資が企業価値の向上に大きく貢献した事例は数多くあります。ネスレによるアルコンへの出資、三菱 UFJ によるモルガン・スタン

レーへの資本参加、ソフトバンクによるヤフーやアリババへの初期投資、麒麟によるアムジェンとの資本提携、フィリップスによる TSMC への出資——これらはいずれも、情性の持ち合いではなく、明確な戦略的意図に貫かれた少数株式の政策保有です。

日本企業は投資下手の印象があるかもしれませんが、エヌビディアやアムジェンの成長の初期には、日本企業によるリスクマネーの供給がありました。倒産寸前だったエヌビディアを支えたのはセガの出資であり、創業間もないアムジェンにアジア市場への橋を架けたのは麒麟でした。

これらの事例が教えてくれるのは、政策保有株式そのものが悪なのではなく、戦略的意図の有無こそが「持つべき株式」と「手放すべき株式」を分けるということです。取引関係の維持だけを目的とした情性の保有は、整理の対象です。一方、事業シナジーや将来の選択肢を内包した少数株式投資は、時に数十倍のリターンをもたらす戦略資産となりえます。本書では、こうした世界の戦略的投資の事例を織り込みながら、この見極めの視点を提供していきます。

■ 本書の目指すもの

本書が目指すのは、初めてこの問題に向き合う方でも迷わず読み通せる、非上場政策保有株式売却の実務書です。1社でも多くの日本企業が眠れる資産を動かし、資本効率を高め、その積み重ねが日本の資本市場全体の発展につながっていく。本書がその一助となれば、筆者としてこれに勝る喜びはありません。

なお、本書は3名の共著によるものですが、実務の経験に即して語る箇所が多いため、本文中の「私」は、著者のひとりである山中裕を指しています。

エピグラフ 『マネーボール』より	1
はじめに	2

第1章

日本経済に残された最後のフロンティア ——非上場政策保有株式という空白地帯——

1 4万銘柄の「出口なき株式」	20
2 上場株式では改革が進んだ —— そのメカニズム	22
3 包囲網の外側 —— なぜ非上場株式だけが残るのか	25
4 「割安の放置」が招くもの —— 2人の投資家の警告	28
5 資本を眠らせる国は成長できない	30
6 フロンティアの先にあるもの	32

第2章

非上場企業株式はなぜ売れないのか

1 流動性の欠如 —— 市場がないということの意味	34
2 価格の物差しがない —— 市場価格なき交渉	36
3 取引先との関係という壁	38
4 受け皿の不在と、新しいプレイヤーの登場	39

colmun 静かな生活のコスト	
——なぜ非上場の政策保有株は売られないのか	56
【付記】2026年の会社法改正論議	
——「目」を減らすと何が起きるか	63

第3章

世界の戦略的投資に学ぶ

——「良い政策保有株式」とは何か——

1 戦略的少数株式投資の論理	70
2 少数株式投資が生む3つの価値	72
3 日本企業の勝ちパターン	
——マイノリティ出資と「地域権利」の組み合わせ	74
4 「良い保有」と「整理すべき保有」を分ける基準	
——日本の18事例	79
【日本事例 1】三菱UFJ × モルガン・スタンレー	
——危機の90億ドルが生んだ同盟	83
【日本事例 2】ソフトバンク × ヤフー	
——出資と「日本の権利」の二重取り	84
【日本事例 3】ソフトバンク × アリババ	
——面談数分で決めた20億円	84
【日本事例 4】麒麟 × アムジェン	
——本体出資とアジア独占権のパッケージ	85
【日本事例 5】オリックス × コモディティーズ・コーポレーション	
——「目利き」への投資	86

【日本事例 6】セガ × エヌビディア	
——500万ドルの恩義と、4.6倍で降りた判断	87
【日本事例 7】凸版印刷 × リクルート	
——非上場株の長期保有が生んだ数千億円	88
【日本事例 8】京セラ × KDDI	
——創業出資という最強の政策保有	89
【日本事例 9】ソニー × エムスリー	
——事業の種を株式で育てる	90
【日本事例 10】日本生命 × スペース X	
——「待てる資本」だけが取れたリターン	91
【日本事例 11】ソニー × プルデンシャル	
——合併で規制産業の扉を開けた	93
【日本事例 12】TBS × 東京エレクトロン	
——放送局が持ち続けた半導体の巨人	94
【日本事例 13】三井物産 × IHH	
——株式会社立病院という「規制の外」	95
【日本事例 14】デンソー × オランダ農業	
——「逆タイムマシーン経営」の実践	96
【日本事例 15】HOYA × キオクシア	
——270億円の「入場券」と、1.51倍で降りた判断	97
【補論】国家が設計する少数持分	
——ラピダス型という新しい型	101
【日本事例 16】ユニバーサルエンターテインメント × ウィン・リゾーツ	
——6倍のリターンと、「奪われた出口」	103
【日本事例 17】トヨタ自動車 × テスラ	
——300倍を取り逃した「協業が終わったから売る」	107
【日本事例 18】住友銀行 × ゴールドマン・サックス	
——6倍のリターンと、封じられた「知の獲得」	111

5 日本の外で何が起こってきたか——世界の12事例……………115

【世界事例 1】ネスレ×アルコン

—— 33年かけて降りた「本業外」投資……………115

【世界事例 2】フィリップス×TSMC

—— 出資が産業を生んだ……………117

【世界事例 3】ネスパーズ×テンセント

—— 17年、売らなかった……………118

【世界事例 4】ヤフー×アリババ

—— 当てた側の、早すぎた出口……………119

【世界事例 5】メタ×リライアンス・ジオ

—— 巨大市場への入場券……………120

【世界事例 6】テンセント×エピック・ゲームズ

—— 議決権を渡さない少数出資……………121

【世界事例 7】パークシャー・ハサウェイ×コカ・コーラ

—— 永遠の少数株主……………123

【世界事例 8】コカ・コーラ×モンスター・ビバレッジ

—— まず少数、様子を見て深める……………124

【世界事例 9】ダイムラー×テスラ

—— 救ったのに、降りるのが早すぎた……………125

【世界事例 10】KKR×ワイルド・フレーバーズ

—— 少数でも成長を加速できる……………126

【世界事例 11】ルノー×日産自動車

—— 過半に満たない持分が、支配になるとき……………127

【世界事例 12】ウーバー

—— 撤退を「持分」に変えた……………128

colmun 少数出資の3つの落とし穴 —— CVC（インテル）、
ベンダーファイナンス（ノーテル、エヌビディア）、
そして早すぎた出口（トヨタ）……………132

6 世界の事例が教えること……………130

7 事例が教える共通項 ——そして日本企業への示唆……………140

colmun 正しく売って、1兆円を逃す（HOYA）……………145

第4章

非上場企業株式の売却戦略

——なぜ売するのか、誰に売するのか——……………

1 なぜ売するのか —— 売却判断のフレームワーク……………150

2 誰に売するのか —— 8つの出口……………154

3 出口の選び方 —— 3つの軸で決める……………163

4 取引先との関係を壊さない売却の進め方……………164

第5章

株価算定と価格交渉

——非上場株式の「値段」はどう決まるか——

1	なぜ評価はひとつに定まらないのか	168
2	3つの評価手法——インカム・マーケット・コスト	169
3	数値例——同じ会社に5つの「値段」がつく	177
4	2つのディスカウント——マイノリティと非流動性	180
5	裁判所は何と言っているか ——判例に学ぶディスカウントの限界	182
6	税務評価との危険な混同	186
7	価格交渉の実務——情報・代替案・時間	187
8	価格決定申立ての実務 ——裁判所が値段を決めるとき	188

第6章

会社法と少数株主の実務

——権利を知る者だけが対等に交渉できる——

1	なぜ会社法の知識が「価格」を変えるのか	192
2	保有比率で変わる少数株主の権利 ——階段構造の全体像	193

3	株主提案権の行使——対話を公式の場に乗せる	199
4	帳簿閲覧請求——情報の非対称を突き崩す	201
5	株主代表訴訟——経営への最終的な規律	202
6	重要判例の解説 ——裁判所は少数株主をどう扱ってきたか	203
7	少数株主が会社を変えるメカニズム	205

第7章

売却資金の使い道

——戦略的資本配分——

1	売却は「終わり」ではなく「始まり」である	208
2	自己株式取得——最も直接的な資本効率の改善	209
3	成長投資への再配分——眠っていた資本を働かせる	211
4	「整理」と「戦略的保有」のポートフォリオ再構築	213

colmun	非上場株式の価格と、少数株主抑圧の法理 ——2つの最高裁判例が示すもの	216
--------	--	-----

第8章

ケーススタディ

——買い取り・流動化の現場から——

ケース1 上場メーカーの「40年前の出資」 ——バルク売却という解	230
ケース2 「簿価100万円、配当ゼロ」の株が 6,000万円になった話	233
ケース3 相続で来た株 ——「塩漬け20年」からの出口	235
ケース4 失敗例 ——順序を誤った売却が招いた3年の停滞	237
ケースのまとめ ——現場が教える5つの共通則	238

終章

非上場企業株式が日本経済を変える

1 本書が歩んだ道	240
2 非上場株式の流動化は「社会課題」である	242
3 アクティビストは悪か ——実証研究が示す答え	243
4 上場企業CFOへの提言 ——「最後の宿題」から着手する	245
5 オーナー経営者への提言 ——少数株主は敵ではない	246
6 少数株主への提言 ——権利は行使されて初めて存在する	247

7 買い取りという事業の社会的意義 ——「三方よし」の構造	248
8 弁護士法違反論への反論 ——裁判例の現在地	250
9 制度への提言 ——「少数株主の抑圧」法理の確立を	257
10 次の10年 ——非上場株式流動化市場の未来	260

補論

理論を知るための読書案内

- 1 なぜ実務家が金融理論を読む必要があるのか
- 2 3つの理論が政策保有株式に突きつけるもの
- 3 段階別の読書案内
- 4 理論が「壊れる」4つの場所
- 5 1冊だけ選ぶなら

巻末用語集 ——政策保有株式・コーポレートガバナンス ／財務・経営指標	284
--	-----

1. 政策保有株式・コーポレートガバナンス関連
2. 株式・会社法関連
3. 株式評価・企業価値評価関連
4. 経営指標（収益性・効率性・安全性・株主還元）
5. 資本コスト・ファイナンス理論関連
6. 資本配分・財務戦略関連
7. 市場・プレイヤー関連

参考資料① 条文索引（会社法ほか）

参考資料② 判例索引

解 説 前田雄吉（元衆議院議員、松下政経塾第5期）……………301

著者略歴……………309

購入者限定ダウンロード特典……………310

●装画 中山明子

●ブックデザイン・DTP 齋藤稔（G-RAM）