

日本の資本市場の構造転換に寄せて（2026/1/20）

Hibiki Path Advisors SPC

清水雄也

目次

1. はじめに
2. 株式会社、有限責任、ガバナンスの歴史
3. 議決権の軽さと経営者革命
4. ガバナンスと神の見えざる手
5. 結びに

図表一覧

図 1：主要市場の上場企業数と平均時価総額（2024 年末）

図 2：経営者の経歴別割合

図 3：2024 年の世界の M&A 市場動向

図 4：株価評価の例

本レポートに記載された意見、見解および分析は、すべて筆者個人の見解に基づくものであり、筆者が所属または関係する運用会社、投資ファンド、その他いかなる組織の公式な見解、方針または投資判断を示すものではありません。

本レポートは、一般的な情報提供および問題提起を目的としたものであり、いかなる特定の有価証券の取得、売却または保有を勧誘または推奨するものではありません。また、本レポートの内容は、法務、会計、税務その他の専門的助言を構成するものではありません。

本レポートに含まれる情報は、作成時点において筆者が信頼できると判断した情報に基づいておりますが、その正確性、完全性または最新性を保証するものではありません。将来の状況の変化等により、内容が予告なく変更されることがあります。

本レポートの内容に基づいて行われたいかなる行為の結果についても、筆者および筆者の所属・関係先はいかなる義務または責任も負いません。

1. はじめに

長年市場と向き合ってきた私の目から見ても、ここ数年の日本の資本市場の変貌ぶりは驚異的であり、また、この変化が一過性のものではないとの認識の下、投資先の皆様と危機意識を共有すべく、2023 年には日本の戦後の経済成長が資本市場の「持合い構造」により守られた形で特殊な成長を遂げたその歴史的背景とその功罪、そして今後その持合い構造が加速度的に崩れる環境下で上場企業として対応すべき道筋について投資先の皆さまへの書簡（6つの提言¹⁾）とさせていただき、2024 年にはその続編として、経済産業省により公表された「企業買収における行動指針」により、資本市場での今までの「あ、うん」の暗黙ルールが通用しなくなった時代において改めて上場の意義を各上場企業ごとに再考し再定義すべきである（そして、上場維持に頑なに拘ることなく、成長のための非上場化自体を否定しないこと）等を主張させていただいた（「同意なき買収」時代における上場の意義²⁾）。

この、日本資本市場の「本当の資本市場化」の流れはまだ緒についたばかりだ。何故なら、①資本自体のグローバルで移動する能力は極限まで高まっている、その上で日本は明らかに経済規模に比べて依然として②上場企業の時価総額が圧倒的に小さい上に上場企業数が多く、既に人口減少社会に突入している状況下では、企業はさらに規模の経済を追求するか、若しくは競争力をさらにつけて海外で稼ぐ以外に成長の方法がなく、企業同士の合従連衡は進まざるを得ないからである。ここに議論の余地はなく、経済産業省、金融庁、東証の間には一定のコンセンサスが存在するものと勝手ながら推測する。

下の図1の通り、日本の上場企業数は、GDP 規模で日本の7倍もある米国とほぼ拮抗しており、その平均時価総額は、15.8 億ドルで米国のほぼ 1/10 となっている。また、同様の OECD の調査によると 2024 年末で世界合計では約 4.4 万の上場企業が存在し、時価総額の合計が 125 兆ドルであったとされるので、世界の上場企業の平均時価総額は 28.4 億ドルであり、日本の平均より 80% も大きいことになる。日本市場は、世界の上場企業との相対比較においても、オブラートに包まずいうと「零細企業が沢山存在している」市場という認識である。経済規模に対して相対比較でみて上場企業数が過剰に存在していることが、経済全体の効率性に一定の影響があるということに疑いの余地はなく、経済産業省、金融庁、東証の間には本件の課題意識に関して一定のコンセンサスが存在するものと勝手ながら推測する。

¹ [6つの提言-Hibiki-Path-Advisors.pdf](#)

² [「同意なき買収」時代における上場の意義-Oct.2024.pdf](#)

図 1：主要市場の上場企業数と平均時価総額（2024 年末）

単位：億USD

国・地域	上場企業数	時価総額	1社平均 時価総額
日本	4,038	63,809	15.8
米国	4,440	628,693	141.6
欧州	6,500	162,500	25.0

*欧州は約6,500社

出所：OECD のデータを加工

今回、私からの「資本市場シリーズ」の第三弾及び最後として、新しい書簡を認めようと思いついたのは、同意なき買収や、国内外機関投資家からの株主提案が過去に例のない程に活発化しているのと裏腹に、多くの企業の経営者や取締役が、そのような時代の変化や、日本におけるこのリアルな資本主義の形の変化を十分に消化しきれていないように見受けられるからである。例えば、同意なき買収の標的となった企業の経営陣のみならず、その従業員（労働組合）、及び取引先までが感情的な懸念を表明し、司法判断までもがそれを支える状況や、どう好意的に見ても過剰に蓄積されていると見える資本を株主に平等に分配するといった明らかに企業価値を向上させる株主提案までも、「中長期的観点」若しくは「マルチステークホルダー主義のため」等と称して先ず否定から入る状況を見てみると、実は、市場が構造転換している中でも、多くの経営者の頭の中は以前とあまり変わっていないか、逆に言葉をオブラートに包みナラティブを上手にコントロールしつつ実質的には資本市場へのエモーショナルな反発力（反発心）が強化されている側面も感じる。

このような形で、ある意味、持合いのみならず、国内人口減少と共に縮小する年金資金の代替資金として日本市場を「買ってもらわないといけない」はずの海外機関投資家株主との間の、いわばボタンの掛け違いが今後とも深化するようなことがあれば、残念ながら日本の資本市場の未来は暗い。私個人の所感としては、そうはいっても資本の力は極めて強く、抗うことは不可能であり、さらに持合いやバブル時代を知らない合理的思考をする若手経営者にバトンタッチが進む過程で「本当の資本市場化」は10年であろうが20年であろうが時間の問題で自然と実現するであろうと考えるが、それで本当に10年後の日本人の間で、本質的な資本主義的な思想及びその意義が腹落ちた上で同じ土俵で勝負し、世界をリードできるかどうかは別の問題となる。

尚、先述の企業買収における行動指針においては、「企業価値とは定量的な概念である」と経済産業省が既に定義しているが、実はそのような「定量的な」議論は、会社自身がM&Aの標的とされたり、MBO等の非公開化を検討開始し、米国で言うレブロン基準のCOMPANY FOR SALEの状態になるまで、ほとんどなされることがない。

例外的に、同意なき買収をしかる、あるいはM&Aを過去から成長ドライバーとして意識してきたごく一部の企業は常に自社の価値と現在市場についている株価による評価との差、そして他社の価値と株価を意識しつつチャンスを伺っているが、私の感覚的な推定では、そのような思想を経営者若しくは取締役会総体として有する会社は全上場企業の数%に満たないのではないかと感じる。そこで、より沢山の企業が「資本主義の本質」について腹落ちせねば、その数%程度の企業とその他企業の差が広がるばかりで、日本市場が本質的な意味で底上げされることはないのではないかと危惧するのである。

日本は、特に戦後の高度成長において、護送船団方式、株式持合い、終身雇用制度といった、様々なユニークな経営統治手法を編み出してきた。それこそ明治維新の後に渋沢栄一の他、岩崎弥太郎・五代友厚・安田善次郎・大倉喜八郎といった才人が欧米より導入して実現しつつあった荒々しくもダイナミックな資本主義が、第二次世界大戦の戦後復興とその後の成長のコンテクストの中でいつの間にか大きく変容し、「家的」、そして「村的」的思想が組み込まれた一つの独自文化としての「日本的」資本主義が主流となっていった。そして、その後の1990年代のバブル崩壊やグローバル化を経ても、多くの経営層の頭の中に今尚「日本的」資本主義の考え方が色濃く残っているように見受けられる。

それが、ここ数年の間、突如、株主至上主義ともとれる欧米型で、それこそ従来から存在した本流の資本主義に晒されて、その極めて合理主義的な思考に当惑することは、江戸時代におよそ300年という鎖国期間を経験した日本の歴史の独特な経路依存性を鑑みると致し方ない部分もあるともいえるが、一世代前の日本人が過去1980年代のバブル絶頂時代には、その資本の論理とルールをもって世界中の企業や不動産を爆買いし、家電や車を世界中に輸出しまくり、日米貿易摩擦やジャパンバッシング等の軋轢をも生じさせたのだ。忘れてはならないのは、その歴史過程で日本自身もグローバル資本主義のプレイングフィールドでの多くのメリットを享受した事実である。議論を戻すが、昨今の資本市場のダイナミックな変革の中、資本が「土足で」家に上がってきているような感覚を、もし多少なりとも経営者が持っているとしたら、それは残念ながら株式会社のそもそもの成立への意識が希薄な上、極めてナイーブで感傷的な感じ方であり、それこそ昭和時代の日本の独自の資本主義体制に対するノスタルジアである。

本質的な資本主義の土台は国家統治とその通奏低音を同一とする法治主義である。

「(戦争などによる)略奪や侵略によらず、人と人との「契約・取引」によって相互的に富を享受して生きるという手段」の側面があり、人々がその取引に安心して参加出来るように「法律」が必要に応じて整備されて、そういった経済活動を効果的に行う術として「法人や組合といったものが組成」され、その分業化された活動を行う集団の中での目的の遂行や意思決定の公正性を担保するために「統治(ガバナンス)と

いう概念」がまさにそれぞれの時代の必要に迫られて進化・変化してきたのである。

「ガバナンス」とは資本主義の発展の根幹を構成する概念としてほぼ無意識的に多くの失敗と試行錯誤を経ながら進化してきたものであり、突如どこかから無理やり押し付けられる面倒なルールとは全く正反対の概念である。例えば、3章で触れさせていただく17世紀オランダやイギリスで発展した「東インド会社」の苦難とその発展の歴史はガバナンス問題の本質の宝庫であり（実は400年前からガバナンス問題の本質は変わっていない！）、当該箇所を読まれた暁には多くの読者の皆様の株式会社への意識及びガバナンスに対する意識が変わるものと期待する。

「資本主義」やその構成をなす「株式会社・法人」そしてその発展形の「上場会社」というものは、謂わば、人類が何千年という年月を重ね、数限りない試練と悲壮な失敗を繰り返す中で脈々と（アダム・スミス曰く）「見えざる神の手により」進化し続けてきた概念であり、それこそ枝やうろなどが沢山ある老練な樹齢数千年の太木といったものに例えられるであろう。その枝葉的な現象としての「金銭至上主義」や「短期的エゴ」と見受けられる、市場投機的な側面やそういった動き方をするプレーヤーをも清濁併せ飲んだ上での壮大な「資本主義の本質の歴史」が実は存在していることに思いを馳せると、昨今の資本市場の変化に対する認識も大きく変わるのではないだろうか。

日本の資本市場が、否応もなく「本当の資本市場化」するであろう今後の5年～10年に及ぶ過程において、より多くの方が、この資本主義の本質につき深い歴史的視座を持つようになり、その変化を、いわば押し付けられるような悲壮感を持ってではなく、新しい勝負に打って出るための有益なツールとする発想の転換のチャンスと捉えて行動に移せば、日本全体の未来も明るいものとなると考える。これは、我々自身が、日本の古き良き歴史の否定をするものではなく、人類の長い歴史を慈しみをもって理解した上で、建設的な批判をし、成長していくプロセスである。

2. 株式会社、有限責任、ガバナンスの歴史

市場型の資本主義システムとそれを支える株式会社制度が現代と近い形として急激に発達したのは17世紀のイギリスの産業革命時代と言われている。きっかけは、1855年のLimited Liability Act（有限責任法）の施行で、多くの一般的な民間企業が、政府の特別な審査と許可なく有限責任制を有する株式会社を設立出来るようになったことだとされている。有限責任とは、言い方を変えると債権者を踏み倒すことが出来るシステム故、それ以前は必ず政府の許認可（Charter）が必要であったのだ。しかし、①鉄道敷設等経済全体として莫大な資本が必要とされたこと、②既に有限責任というものが一定程度の信認を得ていたことでイギリスはルビコンを渡ることとなる。ただ、そのような大々的な規制緩和のイベントが突然変異で起こることはなく、資本主義シス

テムと株式会社制度の発展にはその萌芽期を含め、気の遠くなるような人類の苦難の歴史的経緯がある。

「権力」をいかに法の下に統治するかという原理的課題から発生し、その後「権力」によらない「権利と義務関係」による法の統治により経済活動がより効果的で継続性のある「会社」という目に見えない器に引き継がれていき、その後、社会全体が会社というものに支配されるようになる。昨今、日本の資本市場が新たな局面を迎え、会社の戦略や資本政策、ガバナンスの問題に関して飽くなき議論がなされている状況下であるが、実のところ「会社とは何か」「何故会社というものが出現したのか」という根源的な問いをすることが少ないことは危険であり、日本の将来のためにならないと考える。今一度立ち止まってその長い歴史に目を向ける意義は大きいと考える。

そもそも、人間社会にとって「法人（会社）組織」が国家の経済社会の中で重要な役割を果たした最初の形跡が見受けられたとされるのは、産業革命よりはるか以前、日本はまだ縄文時代であった紀元前 5 世紀頃の共和制ローマ時代である。そのローマ時代から歴史の旅路をスタートさせたい。

（１）共和制ローマ時代と「Societas Publicanorum（公共事業請負組合）」

共和制ローマ時代は、紀元前 509 年の王政打倒から、紀元前 27 年にアウグストゥスが元首政を確立し帝政に移行するまでの期間を指すが、イタリア半島の都市国家から地中海全域を支配するまでのダイナミックな 500 年間と言えた。基本的には「小さい政府」が理念の中心にあった共和制ローマの中で、その複雑化する治世の縁の下で力持ちとして活躍、若しくは暗躍、したのが「Societas Publicanorum（公共事業請負組合）」と言われている。「Societas Publicanorum」は、興味深い言葉である。Publicani（プーブリカーニー）は、国家と契約を結び、公共事業（建築、軍需品供給など）や税の徴収を行った人々を指し、Societas（ソキエタース）は、ラテン語で「組合」「会社」「共同体」といった意味を持つ。従って、Societas Publicanorum は、複数の Publicani（請負人）で構成された事業組合であり、国家から徴税権などの公共事業を請け負っていたとされる。尚、当書簡では、Societas Publicanorum を便宜上「共和制ローマ企業」と呼ぶことにする。未だに多くの人を惹きつけてやまないローマ時代の長大な歴史の解説は「ローマ人の物語」の著者である塩野七生先生の専売特許であるが、この Societas Publicanorum の発展と衰退には、現代のガバナンス問題に対する最初の極めて重要な示唆が含まれる。それは 19 世紀のイギリスの歴史家アクトン卿（Lord Acton）が言ったとされる以下の言葉である。

権力は腐敗する。絶対的権力は絶対的に腐敗する

Power tends to corrupt, and absolute power corrupts absolutely.

紀元前 450 年頃、共和制ローマでは「ローマ法十二表」というものが制定され、それまでの口伝による慣習法の世界から明文法の時代に入った。イタリア半島全域に支配地域を広げていく過程で、既に、「国」としての秩序を意識し、ローマ市民の「権利」と「義務」の意識があり、元老院、民会、官職といった権力分立と相互牽制を行う統治システムが既に存在していた。まさに大きな文脈でガバナンスとアカウンタビリティ（説明責任）の基本概念が既に確立されていたと言える。そしてその中で、様々な経済活動の「規律」のよりどころとして「契約」の概念が発展し、その契約主体同士の「権利」及び「義務」が明記されるようになった。

この共和制ローマ企業は、浴場や道路などの公共施設の建設、鉱山の開発、新領地の税金の徴収など様々な業務に係り、多くの場合、政府に一定程度の資金を支払いその事業の権利を獲得した後に、当該事業から上がる収益で投資回収を図るといような形をとった。また、リスクの高い事業に対しては、今の有限責任制に近い概念も導入されていたとされる。

中でも、史実に残る紀元前 215 年のピュブリス・コーネリアス・スキピオ（カルタゴを破った有名なスキピオ・アフリカヌスの父）にまつわる逸話が大変興味深い。共和制ローマ時代の最大の危機となったと言える第二次ポエニ戦争の敵側の主役であったカルタゴの猛将ハンニバルは、機知に富んだ戦士であり、アフリカからスペインを通り、象を連れた軍団で今のフランスアルプスを越えて北からイタリア半島を南進しつつローマを攻めてきたことは有名である。その際に、コーネリアス・スキピオは現在のスペイン半島で同様にカルタゴから兵站をもって次々と押し寄せる軍隊と苦しい闘いを余儀なくされていた。

紀元前 215 年、そのコーネリアス・スキピオは、兵站も金も底を尽きかけていて、このままでは多くの兵士とスペインの全土を失うという絶望的な手紙をローマの元老院あてに書き、追加支援を要請したとされる。しかし既にハンニバルに直接攻めこまれていた状況でローマ自体もほぼ国庫が枯渇しており、最後の手段の奇策として市民に助けを求めた。その内容は「勇敢な市民が、自らの資金でスペインの同志に対し、衣類、食料、武器等を届けた場合、国庫が回復した暁には十分な支払いをする」というものだった。これに 19 人からなる 3 社の共和制ローマ企業が応じたとされるが、彼らが請け負う際の条件として求めたのは、①兵役からの免除、②海路で海難や海賊の襲撃により資材を失った場合はその損失を補填する、という責任限定契約のようなものであった。完全な有限責任とは言い難いものの、自身でコントロールできない自然災害的リスクを回避する条項が含まれているという時点で、株式会社の重要な特徴であ

る、ある種の有限責任の概念が契約及び権利と義務関係の中に既に存在したことを意味している。

こうして愛国心とビジネスセンスある 3 社の共和制ローマ企業により十分な食料や資材がスペインに届けられ、当地の戦いでローマ側が勝利を収めたことでハンニバルに兵站がいきわたりにくくなったことも嵩じて、ハンニバルはローマの征服を諦め自国に戻らざるを得ず、結果としてローマは歴史に刻まれる逆転勝利を収めることとなった。

こういった歴史記述は常にその記述者の主観に左右されるという側面を差し引いても、このような伝説的な「逸話」として人類の長い年月の風化に耐え得たこと自体には重みがあるといえる。数千年前の逸話から紐解くことが出来る具体的なことは多くはないとはいえ、株式会社の成立とその背景に関心を寄せる者にとってこの逸話は 3 つの点で大きな意味を持つ。

先ず、①共和制ローマ時代に、既に資本主義型経済の発展に欠かせない、利潤追求型の企業が存在したという事実、そして、②企業の有限責任の考え方が存在したという事実、最後に、③少数の企業が力を出し合うことで国家の存亡を左右するまでにその力が強大化していたという事実である。

このような企業が法の支配の下、「権利」と「義務」関係を整備する「契約」によって守られ、人々の「利己」と「利他」の精神が巧妙にバランスされ、紀元前という気の遠くなるような大昔に存在した共和制ローマの国家運営や経済の発展の礎となったことは脳裏に刻み込むべきであろう。そのようなローマ企業は徐々に大規模化し、所謂株主への説明の場（現在で言う株主総会）や、その説明するための会計処理（売上と利益等）もなされていた模様であり、まさに現在で言うガバナンス構造の「芽」をここに見ることが出来る。一部の説によると執行役員と取締役のような立場もあったとされる上に、所有権の売買市場（いわゆる株式市場）もあったとされる。

いずれにせよ、小さい政府をその礎とする共和制ローマの国家運営システムにローマ企業は必要不可欠な存在であったが、こうした共和制ローマ企業を管理統括する法制度がなかったことで、表面上の契約で守られた裏で労働者や新しい領土に対する徴税などに関し、多くの場合に、許容しがたい程の搾取の構造や過度の利益の確保、つまりは権力の濫用があったとされ、徐々に元老院からの攻撃の対象となるようになった。紀元前 44 年にカエサルが暗殺された後、ローマ帝国の初代皇帝となったアウグストゥスは数々の税制改正を行い、直接徴税に移行することで共和制ローマ企業の利権を少しずつ奪っていったとされる。その後も数々の法整備により、共和制ローマ企業の利権は奪われていき、2 世紀頃にはそういった民間企業はほぼ絶滅してしまったとされている。

残念なことに、企業の活動範囲を定める「権利」と「義務」関係が整備されていたものの、その企業活動の実行でどう利益を確保するか的手段に関してその主要オーナー達の「倫理観」に委ねられていたことにより、多くの場合、執行ガバナンス意識の欠如により自己崩壊したといえるのだ（この執行ガバナンスの徹底が後述する英国東インド会社の発展の肝となる）。アクトン卿が絶対的権力は絶対的に腐敗すると言った通り、十分な説明責任を負うことなく共和制ローマ自体をある意味支配してしまったローマ企業群はその権力とエゴのフリーハンド故に自滅することとなった。

ただ、この共和制ローマが始めた、公的な徴税業務を民間業者に競売で委託し、彼らが一括で税額を国家に納め、その分を住民から徴収する仕組み自体は統治する政府にとっては徴税リスクを軽減でき、極めて便利なシステムとしてその後の欧州全域で重宝された。中世および近世ヨーロッパで広く使われ、中世イングランド、フランス、オランダ、プロイセン、オスマン帝国などで同様の仕組みが導入され、税請負人や収税業者が長らく国家統治の一端を担っていたとされる。イングランドでは 17 世紀後半から官僚による直接徴収への移行が進み、税請負は徐々に廃止されたが、他方フランスはこの税請負システムが再搾取の構造を生み、18 世紀末の有名なフランス革命の引き金になったとされている。

（２）英蘭の東インド会社

共和制ローマ企業システムは執行ガバナンスの欠如により自己崩壊したが、その後も、欧州の資本主義世界の発展の過程で企業のガバナンスは常に意識されるものであった。ローマ時代でもそうであったように、遠方の新しい領土の統治に係る徴税や、アルプスの山地の鉱山での採掘など、遠方であればあるほど中央の監視も行き届かず、言語も違い、コミュニケーションにも何週間から何カ月も時間がかかるという時代である。不正に対する社会的な制裁がルール化されておらずに性善説のみに依存しては、増大した権力が腐敗することは時間の問題ともいえる。人類最大の発明の一つともいえる複式簿記の聖地であるフィレンツェのメディチ銀行も、ファミリー企業として欧州全域の商流とお金の流れを支配する一大企業グループとなり、レオナルド・ダ・ヴィンチやミケランジェロなどのパトロンとしてもイタリアの文化芸術発展の歴史に大きく貢献したが、同時に公私混同とも言える杜撰な経営がなされ、ガバナンスの問題で破綻するに至った。

そのような苦難の歴史を経て企業統治、所謂ガバナンスが、新しいレベルに昇華したのは、1600 年頃に莫大な利益を生む香辛料の貿易目的に相次いで設立されたオランダと英国の東インド会社からとされている。17 世紀オランダやイギリスで発展した沢山の株主が存在して株式の売買も盛んとなった「東インド会社」の発展の歴史は、まさ

に現代に通じるガバナンス問題の本質の宝庫だが、このガバナンスの根幹に存在したものが、如何にリスク資金を提供した株主の権利を「法の下に」守り公平に分配しつつ事業を公正に発展させていくか、という課題である。有限責任制度、説明責任、株式売買市場、株主総会、取締役の責務、など資本主義システムの土台となる概念が制度として形成される姿をこの東インド会社の発展の歴史に見出すことが出来る。これには二つのきっかけが強く作用したとされる。一つ目は、両東インド会社が多くの資本家から出資を募る Joint Stock Company であったということ（つまり多くの株主がいる）、そして二つ目は、その事業モデルが、当初の出資から回収までのサイクルも長い、またリスクも極めて高い、遠隔地貿易業であったということである。

この二つのきっかけを詳細に見ていく前に、前提として理解しておかねばならない極めて重要な東インド貿易の背景から触れていきたい。それは、「継続企業」という点である。その点において、実は設立年次で数年先行した英国の東インド会社より、オランダの方が先進的と言えた。当時は、航海ごとに出資を募り、航海により商品が持ち帰られて販売されると精算され儲けが分配される、いわば期間限定プロジェクトファイナンス型の出資が中心で、極めてハイリスク・ハイリターン型の一発屋的な事業となっていたところ、オランダはその課題解決として、そういった事業を継続企業として存続させるしかないと判断した。そして、そのためには資本の圧倒的な規模拡大が必須との思想で、複数のオランダ商社を統合した「連合東インド会社（VOC）³」として、恒常的に資本を固定し、株式を発行して配当を行う世界初の本格的な株式会社・ジョイントストック型企業を設立したのだ。

そして、資本の額としては先行した英国の東インド会社の 10 倍以上を集めたのだが、出資者を一般市民含め広く募る上でキラーコンテンツとして会社の定款に加えられたのが、（１）でご紹介した「有限責任制」であった。このお蔭で富裕層から市民に至る見ず知らず同士の多くの株主が躊躇なく出資を行い、複数の航海プロジェクトを同時に走らせ、リスクも軽減することにもつながった。また、VOC は当初 10 年間株主に資金を払い戻さないと決めたことにより、株主への定期的な事業経過報告の必要性が生じ、決算と報告のガバナンスプロセスが整備された。さらには、どうしても事情により途中換金せねばならない人々のために株式の売買市場が自然発生的に生じたのだ。当時プロテスタントの禁欲的で勤勉な文化の下、欧州で最も商業的に成功し、富と才能と情報が集まっていたオランダでこのような本格的な「継続企業」が編み出されたことと、その後の株式市場の発展は歴史の偶然の産物ではないということだ。尚、これと同時期の 1630 年代、オランダで、世界史上初の投機バブルである「狂乱チューリップバブル」も発生している。

³ 正式名称である Vereenigde Oostindische Compagnie より

しかし、資本主義の発展の源泉はまさに「競争」にある。英国の東インド会社も、オランダ VOC の成功を見て、1657 年～1662 年にかけて継続企業化と有限責任制を相次ぎ導入し、急激に発展していくこととなる。その英国東インド会社は、様々な問題の末に 1874 年に国の指示により清算されるが、実に創立から 275 年も続くことになる。当時の英国の平均寿命が 50 歳程度からするとおよそヒトの 5 世代もの間、継続企業として続いたのだ。先の VOC が長い下り坂の後の 1799 年に放漫経営により倒産（国家による接收後に清算）の憂き目を見たのと比較すると非常に長命であったが、その多くの理由の中の重要な一つは、株主の権利が「株主自身の目線で守られる」ように担保され、社内でも「監督」と「執行」が緊張感をもって分離された、高度で実効性の高いガバナンスの仕組みの力にあったと言われており、その点について以下詳細に紹介をしていきたい。昨今の経営者はほぼ毎日耳にするだろう「ガバナンス」というものが取ってつけたように今存在しているのではなく、資本主義社会が必要とする形で長い歴史の中で鍛錬の上で打ち立てられてきたことが理解できる。

（３）英国東インド会社のガバナンス革命

英国東インド会社のガバナンスシステムを語る際に、先述の二つのきっかけ（多くの株主、遠隔地貿易）に呼応する形で、①株主への説明責任をめぐる「監督のガバナンス」と、②一回の航海でも 2-3 年かかる壮大な事業を運営する「執行のガバナンス」を分けて整理するとわかりやすいかと思う。まさに、アクトン卿の言った「権力は腐敗する」という前提の下、如何に仕組みとして権力構造を分散し、監督の目を相互に授けるか、という意味合いで非常に練られたものになっているが、これも実際には多くの失敗と試行錯誤の産物であったと見受けられる。

先ず①の監督のガバナンスである。所有と経営が一致していたメディチ家のようなファミリー企業ではなく、所有と経営が明白に分離していることは、株主側と、その株主（いわば他人）のために経営を執行する側の目的がずれていく「プリンシパル・エイジェンシー問題⁴」を必然的に生じさせる。その関係性を整理し、しっかりと株主に価値を生み出すように経営執行を監督していくための仕組みとして、当時の言葉では、Court of Committees、現在でいう「取締役会」システムが導入されることとなった。これこそがガバナンスのコロンブスの卵と言える。

実は、VOC にも同様の株主による監視委員会とも言える「Heeren XVII（十七人委員会）」というシステムが存在したのだが、ガバナンスの仕組みとしては、そのメンバーが各都市の代表によって構成される形であった。つまり、株主総会によって株主より選ばれる仕組みとはなっていなかったことが英国東インド会社との決定的な違い

⁴ [Region Growth Partners 株式会社 2025 年 7 月 18 日ブログ](#)

である。この最高意思決定機関内に、「株主のために経営する」という意識がそもそも最初からなかったことで、特に計画性のない事業計画と野放図な配当につながり、長期的に英国の東インド会社と戦略執行の質に明白な差を生むこととなる。

英国東インド会社の取締役会は 25 名から構成されたが（その取締役の中から互選で議長が選ばれた）、取締役会を構成する候補人材は、ある一定の最低水準を保有する株主（当時で 500 ポンド）の投票で選ばれる形となった点は現在の株主総会まで通じるシステムであるが、当初、東インド会社の取締役候補になるには、その中でもひときわ多額の出資をしている株主（最低 2000 ポンド）であることが必要条件とされたという⁵。興味深い点は、①取締役会システムが株主の監視の目を担うものとして執行と完全に分離された形でそもそも発祥している点、②取締役になる人材は金銭的に最もリスクを負っている大株主であることが当然視された、ことである。まさに、事業が成功することに心血を注ぐファミリー企業の良い面を導入しようと試みたことが感じられる。

こうした取締役の任期は 4 年と区切られており、例外なくそこで一旦退位し、再度候補となるには最低 1 年の猶予期間が必要とされた点で不正や過度な権力の温床となることを未然に防止する上での明快なガバナンスシステムが構築されていた。全てはリスク資金を投下した「株主の全体の権利」を守る精神がその土台にあり、その分配や価値の計測がフェアであり正しいものであることを担保するために一部株主が全株主の代表として取締役で経営に参画し、執行部隊の監督と指示を行った形である。

具体的には、毎週取締役会が開催されたようだが、複数の常設委員会（貿易・財務など）が設置され、そこから株主総会へ報告・承認を仰ぐ仕組みで、株主側の発言機会が制度的に担保されていた。戦略の決定後は、アジア各地域に散らばる海外拠点に対し、何をどの程度の価格でいくら購入するか、どのような交渉を現地政府と行うか等、具体的に指示をする書簡を作成し、各拠点長は、その指示書に基づき実務を執行したとされる。ただ、そういった拠点に指示書簡が届くのにも半年以上かかるような時代であり、一筋縄ではいかない。

象徴的な逸話として、1672 年に下級常駐職、いわゆる見習い、としてマドラス（現インドのチェンナイ市）に着任した Elihu Yale 氏について紹介する。Yale 氏は、着任の 15 年後の 1687 年にそのマドラス拠点長に就任するが、拠点長時代にダイヤモンドや奴隷貿易など、指示書に記載のない様々な取引を独断で営むことで莫大な私財を築いたことが史実として知られている。しかし、1692 年に数々の私的活動が糾弾され、汚職の罪で取締役に拠点長を解任された上に罰金も命じられたのだ。それでも彼は大富豪としてロンドンに帰還したとされ、晩年 1718 年に北米のニューヘブロンに設立された

⁵ 多くの歴史研究によると、当時の 2000 ポンドは、現代の感覚では、数十万ドルから数百万ドルクラスの価値に換算され、ごく一部の富裕層しか拠出出来ない金額であったとされる。

新しい大学に自身が収集した多くの書物を寄贈し、その多額の売却益が新校舎の建設財源になったことで当該大学が Yale 大学と改名され現在に至るという美談となっている。

そのような逸話が様々存在している中、まさに重要となるのが、次の②の執行のガバナンスである。会社の事業の拡大と共にインドからジャワ島に至るまでの数十の海外拠点が開設されていったが、上記の逸話のように、このような時代に故郷から遠く離れ、異国の地の最前線で危険と隣り合わせの事業を営む人材は、いわば、一攫千金を狙う海賊と紙一重のような面々である。まさに、そういった命知らずともいえる人材を統治し、事業を運営するのは一苦勞であったことは想像に難くない。直接の監視の目が利かず、性善説が通用しない中、取締役会としては、そのような「欲深き」人材を清濁併せのんで飴と鞭で上手に使いつつ、どのように株主のために会社の利益を上げるかがその腕の見せ所であり、執行のガバナンスの肝となった。

このように時間と空間（距離）が障壁となる難易度が高い遠隔地貿易事業の執行ガバナンスの要となったのが、①詳細な目録作成、②厳格な昇進システム、③上級職の相互監視システム、であった。海外拠点では会計上の記録は勿論のこと、現地人との様々な問題や、商売上の課題などが日々、詳細に記録され、大切に保管され、取締役の監査にさらされた。また、海外拠点の最下級の見習いの職位である Writer はまさに文字通り記録係であるが、その肩書から上に昇格するには最低 5 年が必要とされ、次の職位 Factor で 3 年、そしてその後漸く実際に取引権限も有する Merchant 職となったとされる。その上で管理職である上級幹部に昇進するが、その過程で不正が発覚した場合には容赦なく解雇された。現地の執行会議は拠点長含め上級幹部の 6 名～9 名で構成され、現地の業務執行においても俗人的な判断を避けるための相互的に監督と監視を行うガバナンス構造が用意されたのだ。

このように監督ガバナンスと執行ガバナンスの組み合わせの妙により、極めて危険であり難易度も高い遠隔地貿易業で英国東インド会社は見事に成長し、先行して成功したオランダ VOC のお株を徐々に奪うこととなる。尚、VOC の飽満経営の失敗の歴史に関しては、以前我々が DOE に関して記載した投稿⁶があり、そちらをご参照いただきたい。東インド会社は最初、胡椒やナツメグなどの香辛料から始まり、その後、衣服の原料となるインド原産の絹やキャリコといった新しい分野に大きく方向転換し、最終的には紅茶やコーヒー、アヘン、奴隷まで自在に取引分野を開拓していった。その成功の裏には、このガバナンス概念が徹底されたことによる経営力があつたことは、忘れてはならない。そして、そのガバナンス執行の裏には、Yale 氏のような網の目をかいくぐるような事象が多くあつたであろうことは間違いないが、「そもそも何のために会社を経営しているのか」という目的が、「取締役の監督の下、利益を増やし、

⁶ [「配当」に関して | Hibiki Path Advisors Official Website](#)

出資者にフェアに事業を報告し分配する」、ということ一点に集中し、事業全体が統率されたことが特に VOC との比較においてその成功の要であろう。それに集中している限りにおいて、株主のみならず執行役も従業員もリスクに見合った巨万の富を得ることが出来たのだ。これが株式会社の原点であろう。

我々が今見ている「会社」に最も近い原型が、この東インド会社であり、「有限責任制」と「ガバナンス」の両方がいかに「人の欲望をコントロールし成果につなげる」システムとして必要不可欠なものであったか、ご理解いただけたと思う。その後、英国では蒸気機関革命（産業革命）を経て一気に資本が拡大し、続く米国においても多くの移民によって会社が興され、資本主義がグローバルな現象となっていく。特に米国では資本が巨大化し、株主も衆人化することで 1940 年代には「株主の無関心化」「経営支配」といった新しい課題が出現し、経営者革命と言われ、その反作用として 1960 年代の株主反革命の荒波を経験することとなるが、まさに、これは「会社」の生みの苦しみの原点を多くの人々が忘れてしまったことによる現象であったと言えるのではないだろうか。まさに、今の日本で我々が実体験していることでもある。これについては、本シリーズ最初の作である 2023 年発行「6つの提言⁷」第 6 章米国における株主構造の歴史、をご参照いただけると幸いである。

3. 議決権の軽さと経営者革命

翻って日本に目を移してみたい。欧米型のガバナンスの進化の歴史と対となるキーワードは、「議決権概念の軽さ」そして「経営者革命」となる。

英欄東インド会社がアジア諸国を席卷し、様々な国や王朝と活発に取引し、時には軍事力を行使して植民地化まで行っていた 17 世紀、日本は鎖国（1639 年～1854 年）をしており、ほぼこの世界的資本主義の潮流の外に存在していた形となる。当時のアジアでは、インドがほぼ完全に英東インド会社の統治下にあり、中国の清朝は一次二次のアヘン戦争の立て続けの敗北で弱体化しつつあった。その他東南アジア諸国の多くもイギリス、オランダ、スペイン勢が統治している状況であった。

以前の 6 つの提言でも述べさせていただいた通り、明治維新で開国し、欧米列強国との圧倒的な経済力の差とその軍事力によって支配されている多くの国々の現状を見せつけられた明治政府は、富国強兵、殖産興業をスローガンとし、国内の経済発展をわき目もふらずに急ぐこととなる。明治政府は、渋沢栄一ら有能な事業家でありリスクテイクである資本家の活動を支援することが国家としての経済力を高めることを察知し、1872 年（明治 5 年）には米国のナショナルバンク制度を模倣した形で、深い議

⁷ [6つの提言-Hibiki-Path-Advisors.pdf](#)

論もなく国立銀行条例が施行され日本初の有限責任制度及び株式会社制度がスタートしたのだ⁸。おそらくぼたんの掛け違いはこの株式会社システムを超速で輸入した初期から始まったのだろうと推測する。

江戸時代の日本の事業拡大の基本は「家」、つまりファミリービジネスにあったことは日本人であれば衆人の知である。1600年代の日本の主要産業は米や綿、反物であり、呉服の商売で成功した現在の三井住友グループを構成する三井家や、伊藤忠の伊藤家など、江戸時代末期においてもファミリー企業中心のシステムであった。欧州では数百年かかった有限責任化を一足飛びで無理やり導入したが、そのような中で渋沢ら第一世代が秀逸であったのは、東インド会社同様、出資者が経営に自ら参画することで、それまで現存していたファミリー企業の良さを取り入れたことである。ただ、そこに監督を担う取締役と執行を担う経営の明白な区切りはなかった。これはおそらく、東インド会社のように多額の資本と投資回収まで長期となる事業を想定することなく、Joint Stock Companyのような株主の分散化さえも必要としなかったことで、株主の代表としての監督者という形をとらずに、出資者としての自然な経営参加となった点で、株式会社という、形式上は全く新しいシステムを導入しているように見えて、実質的には江戸時代から続くファミリー経営の流れの大勢を引き継いだことが大きい。これは、江戸時代から明治維新という激しい社会的構造転換がなされる中においても、シームレスに経済興隆を図らねばならないというプレッシャーの中、現実的な打算であったと言わざるを得ない。しかしながら、その結果として日本が列強相手に植民地化されなかった上での一つの大きな成果であるとも言える。

このような形で突貫工事のように株式会社を導入したことで、継続企業、有限責任の重大な意義も十分に消化された形跡や、「取締役の監視の下、利益を増やし、出資者にフェアに事業を報告し分配する」そのガバナンスの本質が正しく理解されて実行された形跡がないが、それまでの「家中心のガバナンス」を自己強化する上で、この株式会社の形式的な導入は好都合であったと考えられる。株式は分散保有というより、財閥本社・創業家・一部の株主に集中しており、こうした大株主が企業支配権とガバナンスを事実上握ることで、財閥の力は爆発的に高まった。

尚、興味深いのは、株式会社制度の発展初期から、多くの会社定款で「一定株数を超える部分については議決権を認めない」「議決権行使株数に上限を設ける」といった大株主の議決権を抑える条項が広く見られたことが指摘されている。これは形式的には、（一般株主の参加を促す上で）大株主の過剰な影響力を排除する名目があったものの、現実的には、財閥やファミリーが議決権以外にも人事や取引関係で傘下企業を実質支配していたため、本質的な Joint Stock Company の理念が当初から二重の意味で骨抜きにされていたことになる。それは、先ず、①大株主の視点では、複数のファミ

⁸ Vol.339 連載企画第九回「歴史的経緯からみる株式会社制度と家計のポートフォリオ選択②」 | なるほど！東証経済教室

リー企業や親密先と共にある企業の株式の大部分を保有している場合、上記の様々なしがらみを駆使し、議決権制限を迂回しても実質支配できるということである。そして、②少数株主の視点では、現在の親子上場の議論と変わらず、親会社が実質支配していることで、自身の持つ議決権が当初からその意味をなさないことである。個人的には、日本において議決権の行使を前提とする株主民主主義が欧米のごとく発展しなかった初期のきっかけがここにあると感じている。このきっかけ自体を現在の株主主権の興隆に対する経営者側の複雑な感情と短絡的に結び付けることは避けねばならないが、株式取引が当初、日本に古くから存在した米（コメ）の取引と同様に（議決権を放棄した形の）差金決済中心であったことも含め、この「会社の議決権概念の本質的な軽さ」が我々日本人の「株式」に対する潜在意識に影響を与えたという推論は反証しにくいものとする。

このような議決権の実質無効化の流れが、第二次大戦で財閥が解体された後も、持ち合い拡大の形でいつの間にか復活したことは、以前の6つの提言（5章）で述べさせていただいた。近代におけるそのような村社会型の資本主義は、相互の強い信頼をベースにするという意味で日本独特のものであり、戦後の脇目を振らない護送船団方式の産業政策と相まって、日本の高度成長の重要な隠し味であったことは間違いない。その上で、戦後の財閥解体の流れによって大きく推進されたことが、それこそ同時期の1940年代から米国で進展していた「経営者革命」の流れである。

図2：経営者の経歴別割合

	1900年	1928年	1962年
所有型経営者	62.5%	22.1%	11.8%
雇用型経営者 (終身雇用者)	5.5%	22.9%	47.8%
雇用型経営者 (転職者)	31.8%	55.0%	40.4%

出所：岡崎哲二・奥野正寛著「現代日本経済システムの源流」より引用

図2の通り、明治中期の1900年は所有型経営者が62.5%と大半を占めているが、戦後財閥解体と共に、多くの所有型経営者が公職追放され、経営層が若返ったが1962年には、戦後の財閥グループの再集結が着実に進行する中で雇用型経営者、さらに終身雇用型が大きく増加したのだ。いわば、村社会型資本主義の中で、グループの理念に忠実で、「あ・うん」の呼吸を理解する長く社内に居る人材が自然と経営に引き上げられたと言える。これによって、今尚、日本企業の典型的な出世コースとされる、社内昇進型経営者の慣習が定着したのだ。既に、厳しい出資者（株主）への説明責任を主眼とする、監督型の取締役会の姿は見られなくなったのだ。

~~~~~



議決権の軽さと経営者革命は、一方で昭和時代の日本の経済成長の立役者とも言えたが、他方では、数世紀にわたる世界的な歴史に揉まれてきた株式会社システムの本質的な意義と充分に向き合うことなく我々が走り抜けてしまった 160 年の遠因になったとも言える。歴史を変えることは出来ないので、その経路依存性につき清濁併せ飲み抱擁した上で、最近の以下に掲げる 4 つの資本市場と経済の状況が、今まで長い間、答え合わせを先延ばしにしてきた我々に対し今後のグローバル資本主義への向き合い方につき突き付けていることを改めて認識したい。

- A) 持合の急速な解消傾向
- B) 株主アクティビズムの台頭
- C) 同意なき買収を可能とする環境整備
- D) インフレーション

これは、構造転換要因（A）、現象要因（B）、そして、経済産業省が 2023 年に発表したガイドラインによる政策要因（C）、そして最後、経済要因（D）、の組み合わせであり、このように事象発生理由が全く違う要素が複合的に重なっている状況は、常識的に見て、歴史的な大きなうねりが起きている状態であり、であるからには、抗うことは困難である。

こういった要因によって、米国の 1970 年代に進行した「株主反革命」が日本においてここ数年で歴史上初めて進行しており、特に国内の年金資金が縮小傾向に既にある中、欧米中心の海外資金がその多くの部分を占めてきていることは周知の事実である。ただ、そういった海外資金を担う機関投資家の大多数はこの日本の複雑な歴史を知らない、また、おそらくは知ろうともしないと考えられるが、彼らの側の考え方の根底に「空気の如く存在している」のが、ローマ時代から続く、明白な権利と義務の関係性、そして、多民族によって国家を形成することを余儀なくされたことによる、感傷的な性善説に基づかない「法」による統治と、その延長線上として必要に迫られて発展した会社のガバナンス意識である。歴史的及び文化的背景が日本と海外で如何に異なろうとも、その深く重い資本主義の試行錯誤の歴史と全世界の発展への多大なる貢献を蔑ろにすることは出来ない。そのような環境認識をすることは、少なくとも今後の上場企業の経営者の必須条件と（投資家の立場からすると）考えられるが、その上で、どういう姿勢で向き合っていくべきか、次章で私見を述べたい。

#### 4. ガバナンスと神の見えざる手

先述した通り、本質的な資本主義の土台は国家統治とその通奏低音を同一とする法治主義である。そのルールの上で経済活動を効果的に行う術として「法人や組合といったものが組成」され、統治（ガバナンス）という概念が進化・変化してきた。その中で、ヒトも企業も成長への渴望をエネルギーとして、競争を行い、淘汰と新陳代謝が行われてきたことにより現在の多くの世界的優良企業が形成されている。バブル絶頂の 1988 年、世界の時価総額上位 50 社に 32 社の日本企業が存在したこともあったが、ここ数年は、トヨタ 1 社のみとなっている。この世界の時価総額競争に取り残された理由は種々あげられるが、株主に対する企業価値向上の責務を果たすという強い監督ガバナンス意識が、大企業同士の長期の持合い関係により、（当初はその長期的視座が機能したものの）長年維持された中で弱められてしまったことは残念ながらその一因として挙げられよう。だからと言って、日本独自の発展経路として、これを否定することは出来ないが建設的な批判をせねば未来が見えてこないことも事実である。

時価総額だけで企業の雌雄を決するべきではないが、資本の世界では時価総額はパワーとなる。世界のフラット化とデジタル化によってパワーを持つ会社はその力を国境を越えて遺憾なく発揮し、生き残りをかけて株価の低迷する企業に買収を仕掛け、場合によっては買収先の経営陣を総取り換えして統合を行う。まさに大変厳しい「食うか食われるか」の世界であり、まさにオランダの東インド会社が、英東インド会社との競争に敗れ淘汰されたこともこの経営のガバナンス力の差の問題であった。

世界の M&A 動向を見ても、この規模の課題が浮き彫りとなる。以下図 3 に、現在手元に取得可能な最新年として 2024 年の世界の M&A 市場の規模について掲げる。

図 3：2024 年の世界の M&A 市場動向

|     | M&A取引<br>金額 (\$ bn) | M&A取引<br>件数 | M&A平均<br>金額(\$ mn) |
|-----|---------------------|-------------|--------------------|
| 全世界 | 3,910               | 43,101      | 91                 |
| 米国  | 1,770               | 11,412      | 155                |
| 日本  | 131                 | 4,700       | 28                 |

（出所：株式会社レコフ、Ropes and Gray LLP のデータを Hibiki Path Advisors SPC にて加工）

（注1） 全世界の取引金額には、各調査機関のディールサイズカットオフ定義によりばらつきがある

（注2） 米国及び日本のデータは国内及び国外取引の合計金額であり日米間取引につき重複があると推測される

図の通り世界では、2024 年に約 3.9 兆ドルの M&A 取引があったとされるが、米国が関わる案件（domestic, in-out, out-in の合計）で約 1.8 兆ドルと全世界の約 45%を占め

た。これは、世界に対する米国上場企業の時価総額比率である 50%<sup>9</sup>とそんなレベルである。それに対して、日本は、上記の通り、金額ベースでは 1310 億ドル、米国の 13 分の 1、件数ベースでも 4,700 件、米国の 40%程度と大きく引き離されている。二国の GDP に 10 倍の開きがあることからすると一方では順当な結果とも言えるが、他方では、その上でも、上場企業数がほぼ同レベルの 4,000 社あることを考えるに、推論として、企業の新陳代謝が相対的に活発でなく、規模も小さいことで、M&A 自体のライフサイクルについても世界に対して大きく後れを取っていると考えられる。尚、蛇足となるが、世界のデータ演算能力をリードする最先端 GPU メーカーである Nvidia は、2025 年に 100 件近いベンチャーファンド及び直接出資を行ったとされる。この多くは AI エコシステムを強化するためのスタートアップ企業への投資であるが、年の瀬の 12 月 24 日には、有力 ASIC メーカーの Groq より、その LPU (Language Processing Unit) を 200 億ドル (約 3.1 兆円) で取得することが報じられ<sup>10</sup>、その規模、スピード、そして囲い込み戦術に世界が驚いたことが記憶に新しい。

日本でまさに世界との激しい競争に敗れて破綻し、その後、M&A を経て新スポンサーの下で見事に再生した事例で最たる例は、2012 年に会社更生法を申請したエルピーダメモリ (エルピーダ) が挙げられる。エルピーダは NEC・日立・三菱電機の DRAM 部門を統合して生まれた、日本唯一の DRAM 専門大手で、破綻時点でも世界シェア 3 位であった。昨今の AI ブームで DRAM が再度見直されている局面であるが、当時、DRAM は典型的なコモディティで、サムスン・ハイニックスなど韓国勢や、米・台湾勢との「量と設備投資勝負」になり、わずかな市況悪化で大赤字に転落する非常にボラティルなビジネスモデルであった。

破綻の直接的な原因は、①2011 年～2012 年にかけて DRAM 価格が 1 年で約 3 分の 1 になるレベルまで急落、②同時期の歴史的な円高による競争力の一層の低下、が挙げられる。2009 年の産活法認定に基づく公的支援 (優先株出資 300 億円+政府保証付き融資 100 億円) で一時救済されたが、その後のさらなる市況悪化時に追加支援を得られず、4480 億円の負債を抱えたまま 2012 年 2 月 27 日に会社更生法申請に至った。

しかし重要なのはその後である。2013 年に米 DRAM 大手のマイクロン・テクノロジー (“マイクロン”) がスポンサーとなり再生をスタートさせるが、マイクロンは元エルピーダの日本事業に対して、買収後 8 年で 1 兆 8,200 億円を投資したと報じられており、さらに 2022 年の日本経済新聞の振り返り記事では、研究開発費はエルピーダ時代から 50%増額され、マイクロン本体の心臓部とも言える DRAM の設計、プロセス開発のトップは、元エルピーダの日本人従業員が移籍した上で務めたとされている。まさに適材適所である。

<sup>9</sup> [How the U.S. Beats the World - The Globalist](#)

<sup>10</sup> [GPU vs. ASIC: Nvidia buys Groq for \\$20B](#)

規模と生産性の増強により、グローバルでの競争力も加速し、エルピーダの買収はその後のマイクロンの躍進を支えた重要なマイルストーンとなったのだが、その背景には、モバイル DRAM というエルピーダの比較優位性を見出し、人材登用をし、ダイナミックに巨額の投資により設備を刷新し、世界に打って出る経営力があったことは否めない。その経営力の根底には、米国の上場企業として株主からの強いプレッシャーの下で長年もまれ、企業価値向上のためにどのようなリスクを取るべきか、取締役会の徹底した攻めのガバナンス意識があったことが挙げられる。尚、エルピーダ買収を決めた 2012 年には、DRAM 市況悪化のため、マイクロン自身も苦境に陥っており約 10 億ドルの純損失であったが、2014 年には市況回復とエルピーダのフル寄与もあり、約 31 億ドルの過去最高純利益となった。同社の時価総額自体も 2011 年末に 62.1 億ドルであったところ、業績回復後の 2014 年末には 375.8 億ドルと、約 6 倍と急伸した。ちなみに、直近の 2025 年末現在の時価総額は、3,212.6 億ドルとさらに 2014 年当時の 8.5 倍となっている。米国企業のダイナミズムに驚くばかりである。

この一連の再生劇を感傷的な形で「国富の流出」と捉える向きもあるが、私はこれは誤りだと感じている。新経営者の下、適切な経営判断で多額の投資をしたその見返りとしてマイクロン全体の業績も大きく伸長し、その果実をマイクロンの株主が享受することに何の非合理性はない。反対に、破綻後にエルピーダの工場が全て閉鎖されたような最悪のシナリオの可能性と比較した上で、その後の広島工場再生とその地域経済（雇用、給与増、投資、インフラ）へのプラス効果を鑑みると、日本のハイテク産業のみならず経済全体に対して重大なプラス効果があったと捉えるべきであろう。

本書簡 p.3、図 1 で紹介した通り、日本には経済規模に比べて上場企業数が多く、しかも時価総額規模が全体的に小さい時点で効率の面及びパワーの面から既に世界から一周遅れているような状況であり、その背景もあってか、世界全体との比較でみると M&A もまだ活性化されているとは言えない。この状況を打開するには、東インド会社の取締役会のように、企業価値、そしてその主要構成要素である株式価値の向上に集中し、全ての経営判断の軸を「企業価値向上に資するか」に据えることしかないと考える。そして、M&A 指針が発表され、今後同意なき買収含め、国内企業同士の合従連衡や海外企業からの買収意向が増加することが容易に想像される中、インオーガニックな企業規模の拡大も一つの勝ち筋になることは間違いない（これは買収会社のみならず、被買収会社にとっても同様である）。ありとあらゆるシナリオに対してオープンマインドで企業経営をすることが、株主に対する責務を全うすることにつながる、という株式会社の歴史の原点に立ち返ることが肝要となる。

2 章で「プリンシパル・エイジェンシー問題」について少し触れたが、これは、経営者（取締役）が、外部株主に対して情報優位性を有し、その株主との関係性が、雇用関係や業務請負関係のようなはっきりしたのではなく、信任関係のみで規定される現状の株式会社システムにおいて、必ず発生するリスクのある問題であり、それを解決



するには、まさに株主による取締役の指名及び解任という株主の民主的な手段を行使することとなる。株主のエージェントである取締役が果たして本当に企業価値の向上に全神経を集中して職務を全うしているかどうか、外部から確実にほかり知る方法はないのだが、その最も信頼されるバロメーターが、資本市場がより効率化・透明化された現代においては結局は「株価評価」ということになる。

図 4：株価評価の例

|    | 当期利益 | 時価総額   | PER倍率 |
|----|------|--------|-------|
| A社 | 100億 | 1,000億 | 10倍   |
| B社 | 100億 | 3,000億 | 30倍   |

(出所：Hibiki Path Advisors 作成)

例えば、図 4 の通り、同じ業種で当期利益 100 億円の利益を上げる 2 つの会社、A 社、B 社があるとする。A 社は時価総額 1000 億円、B 社は 3000 億円である。つまり A 社は PER 倍率が 10 倍であり、B 社は 30 倍となる。株価評価が有意に低く、不満が高まっているであろう A 社株主に対して同社取締役会が取り得る手段は何か？株主構成において持合いや主要オーナー株主等によるバイアスがなく、株主全体により議決権が合理的及び公正に行使される前提においてこの状況が同社にとり未来志向の形で打開されると想定する場合、単純化すると以下の 5 つのシナリオが想定される。

- ① 資本政策と将来ビジョンにて株価評価高め再任を図る
- ② マネジメント・バイアウト等による非公開化
- ③ 現経営陣による主体的な経営体制の刷新と新戦略の遂行
- ④ 株主による現取締役解任と新経営体制の構築
- ⑤ 他社による買収

どのシナリオを選択するにせよ、その選択肢を検討して株主総会に提示するのは取締役会となるが、最終決定権を持つのは株主ということになる。特に、シナリオ①で現体制を維持しようとする場合には、それが選択肢の中で最も企業価値向上に優位であるとのナラティブに株主が納得する必要がある、納得を得られない場合は、取締役が再任されずに自然と③～⑤に移行することとなる。また、最近では、それこそ M&A 指針が整備されたことで、株価評価が低い企業に対して同業他社から買収意向が提示されるシナリオ⑤の出現可能性も高まっている。尚、そのシナリオ⑤のみを取り上げた場合、上記の A、B 社の内、より良い経営をしていると目される B 社が A 社を統合・買収するというシナリオが最も合理的であり、両社のメリットとして十分に検討される余地が生じる。

この統合メリットは、エルピーダの先例のように、一義的には買収者 B 社株主が享受するように見受けられるが、実は、（１）A 社株主も一定程度の経営権プレミアムを享受する、そして（２）A 社従業員にとっても、シェア向上による超過利益の発生や、研究開発力の向上などメリット多く、統合後の利益及び企業価値が増加すると、給与やストックオプションの価値も上昇することになるだろう。A 社の経営陣にとっては、統合後に解任及び転任される可能性があるという意味で、感覚としては避けたいシナリオに映ると推測されるが、その A 社経営陣も、例えば自社株式を多く保有していれば、名誉ある経営権の移譲（i.e. 企業価値の向上）によりメリットを得られることになる。

このように、株価、そしてその根拠となる経営力とはそれほどまでに重要であり、株主の命を受けてその経営の執行の監督をすることが東インド会社以来の取締役の使命であるのが歴史的に本流とされる本当の株式会社の姿である。株主や市場からのプレッシャーに打ち勝つべく良い経営をすること、これがまさに「ガバナンスの見えざる手」と言える。持合い解消が進行しつつある中、時間を経るにつれて株主と取締役の関係性が上記例のように、よりシンプルな形に整理されていくことが日本においても想定される。

また、将来的には例えば上記 A 社が海外企業であったりすることもおそらく日常茶飯事の状態になり得ると考えるが、その際、アンチテーゼとして国際経済安全保障という国としての大儀も存在し、重要な別の変数となり得る。特に AI 技術や、バイオテクノロジー、そして、レアメタル等の鉱物資源まで、国家を挙げて自国を優位に導く財やサービスにつき一定の囲いを設け対外的な外交交渉材料として活用する事例が昨今増えているのでそれに関しても最後一言私見を申し添えたい。

現在の日本でも、特に、電子部品、半導体製造装置、精密機械、機能性化学品分野、ゲーム、IP やアニメなど、世界を圧倒している分野は数多く存在している。ただ、実際、海外企業との規模の戦いで見ると反対に圧倒的に日本企業が小さいケースが大半となる。持合いの存在と、M&A 法制が十分に整備されておらず業界再編が進展しなかったことによるところが大きいと考えられるが、今後の国際競争及び国際経済安全保障の両視点で、過去ではなく未来を見据える場合そういった企業同士の合従連衡がおのずと一つの戦略的意義を持ってくるであろう。

この業界再編の流れは、日本で人口減少と高齢化が加速する中、内需、外需産業含めどの産業においても必須であると私は感じているが、エルピーダの事例で紹介した NEC・日立・三菱電機による日の丸 DRAM 戦略が、一つの明白な結果を見ているように、単なる 1+1 の寄り合い所帯では、二の轍を踏むことになる。元をただすと、いかなる企業の状態であっても、「そもそも何のために会社を経営しているのか」という目的が、「取締役の監督の下、企業価値（株主価値）向上の視点で活動し、出資者にフェアに事業を報告し分配する」、ということ一点に集中し、事業全体がその強い推

進力によって統率される監督と執行のガバナンス力が最も大切となるのだ。

経営層は大胆な経営改革を断行するにも、DXを一気に推進するにも、人事考課を改定するにも、新しい挑戦に対して、企業価値そのものに集中することで、個別最適の誤謬に惑わされることなく、経営戦略を先鋭化出来る。その企業価値向上のメリットは、株主のみならず、適正なインセンティブの存在により執行経営陣や従業員、そして、取引先、さらには回りまわって国全体が享受することとなる。この、神の見えざる手のエコシステムへの信頼こそがアダム・スミスやマックス・ウェーバーが見出した、資本主義世界の聖杯なのでなかろうか。

## 5. 結びに

株式会社、有限責任、ガバナンス、というキーワードを歴史的な観点でここまでなぞってきた。歴史の文脈の中で資本主義の原点を考えることは、私の長年の関心ごとであり、特に資本市場の今後加速するであろう大きな構造転換の波音を聞くに連れ、自身のつたない私見を日頃お世話になっている皆様に伝えたいと考えた。資本市場で起こっている大きなうねりも、単なる現象の羅列、もしくは刹那、として捉えられ、その変化を能動的に「乗り越えていく」のではなく、「やり過ごす」若しくは「うまく回避する」ような感覚が蔓延しないことを切に願うのみである。2025 年から突如としてブーム化している新（有事導入型）買収防衛策<sup>11</sup>については、発効に際して株主総会に諮るという大儀以外は、その方針内容及び買収者の定義付け等に関しては取締役会のフリーハンド状態となっており、まさに企業価値最大化のプレッシャーを「うまく回避する」手段として使われるリスクのある、資本主義の理想の形骸化につながる極めて危険な流れと考える。

こうしたノイズや誘惑のあふれる時代であるからこそ、経営者、それも、社外取締役を含めた取締役一人ひとりが、資本主義経済社会がその長い歴史の発展の糧としてきた、本当の意味での企業価値最大化とは何なのか、そしてそれを実現する、本当の意味でのガバナンスのありかたとは何なのか、改めて立ち止まってゼロベースでフラットに議論し、自社の過去の成功と失敗に関しバイアスなく確認し学びとし、今後の経営の在り方を総点検されてみることをお勧めする。その上で、上場している意義、または単独企業として存続する意義とそのコストに関して向き合い、会社の方向性を自信と覚悟をもって決定することが出来るであろう。

私も、2026 年をスタートさせるに当たり、自身が 10 年にわたり所有及び経営をしてきた事業を別企業に統合させる道を選択した。これは、熟考を重ねた結果の重い決断

<sup>11</sup> 一般的に「…を踏まえた当社の株券等の大規模買付行為等に関する対応方針」と銘打たれているケースが多い

である。自身の行う活動の価値の拡大、すなわち顧客や投資先、市場全体に与えられるインパクトをいかに中長期的に最大化出来るか、という判断軸を最優先したことによる決断である。本書簡の主張の一つを自身で実行している形でもある。その決断の結果責任を背負い、今まで以上に集中し、投資及びエンゲージ活動にまい進するまで、と決意を新たにしている。

10年後の2036年から振り返った際、2026年が日本の資本市場と日本の企業社会にとって大きな「飛躍の10年」の転換点の年となった、と自信をもって言えることを期待しつつ、皆様にとっても健康で有意義な丙午の年となることを心から願い、締めのご挨拶とさせていただきます。

以上