



賢人の 警告鐘

みさき投資
代表取締役社長

● 中神康議

日覺昭廣

三枝匡

ビル・エモット

長谷川眞理子

川野幸夫

大橋洋治

村木厚子

イアン・ブレマー

柿木厚司

川本裕子

PROFILE

アクセンチュアなどで計20年弱にわたり経営コンサルティングに従事。2013年にみさき投資を設立。「働く株主」をコンセプトに株式保有しながら経営にも積極関与する長期エンゲージメント投資に取り組んでいる。経済産業研究所のコンサルティングフェローも務める。

コーポレートガバナンス（企業統治）改革が進むなか、金融機関が持つ政策保有株は極めて評判が悪い。「売れ、売れ」の大合唱という趣（おもむき）だ。だが、本当にそれが正解だろうか？

政策保有株とは、取引関係の強化や株主総会のスムーズな運営を目的に保有されている株式のこと。上場銀行と保険会社の保有割合が5割強を占めるとされる。この政策保有株は今でこそ悪の権化のようにいわれるが、振り返ってみれば高度経済成長期には潜在的な成長力を持つ数多くの企業を見だし、育て、支えてきた礎だった。

経営危機の立て直し時には、テルモの和地孝元社長などのように、銀行出身者が活躍したケースも多い。往時の金融機関は、今でいう「エンゲージメント投資家」そのものだったのだ。

もちろん弊害はある。保有株式の多寡が貸し出しや保険商品の販売などの道具になっていること、それと引き換えに本来はタ非々であるべき議決権が空洞化していることなどがあげられよう。

私はそれ以上に大きな問題は、政策保有株式に依拠してきた結果、取引先の事業や経営を見極め、支え、言うべきことは言うという金融機関としての本分と地力を失ってしまったことにあると考えている。

解像度を高めて考え直してみれば、株式を保有していること自体が問題の核心ではない。金融機関がもう一度「金融人」本来の矜持（きょうじ）を取り戻し、真摯（まじん）に経営の進化を促す本来の姿に立ち返りさえすれば、政策保有株は再び産業金融の懸け橋としての輝きを取り戻すことができるはずなのだ。

それは短期主義が支配する株式市場で経

営を支える「長期アンカー型株主」をどう擁立するかという世界的議論に、日本ならではの解答を与えることにもなる。アンカー型株主の必要性は「パーパス（存在意義）」の提唱者である英オックスフォード大学のコリン・メイヤー教授や米コロンビア大学のゾハー・ゴージェン教授も指摘しているきわめて今日的なテーマなのだ。

日本は現在、貸し出しを通じたデット・ガバナンスから、株式保有を中心とするエクイティ・ガバナンスへの過渡期にある。例えば三井住友信託銀行を傘下に置く三井住

友トラスト・ホールディングスは2021年、従来型の安定株主として取引先の株式を持つ旧弊から脱却する大きな決断を示した。そういった形での保有株を原則すべて売却する方針を発表したのだ。他方、残念なことに、エクイティ・ガバナンスを担える質の高いプレーヤーが数多くいるのか？ と問われると、きわめて心もとない。そのような中で政策保有株が大量に市場に放出されると、どうなるか。短期株主の売買の対象となり、場合によってはアクティビストの跳梁跋扈（ちょうりょうよくばっこ）を招くだけではないか？

ガバナンスの過渡期には現実的な解が必要とされる。金融機関は今、防衛戦一方に回るのはなく、自らの歴史と世界の議論を見渡し、政策保有株を再定義した「日本版アンカー型株主モデル」を構想し、実践していくべきではないか。

いつの時代も「会社を診る、経営を支える」力を喪失した金融機関に未来はない。もちろん、真摯（まじん）にエンゲージメントしてくる金融機関を受け入れる経営者側の「度量の広さ」が問われることも論をまたない。NB

「政策保有株の問題は、
矜持なき金融機関の責任は、
真摯な企業統治に生かせ」