

政策保有比率が初の 30%割れ

—金融、非金融とも政策保有圧縮が加速する中、新たな論点も—

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所が算出した 2024 年度の政策保有比率は 2023 年度に比べ 1.4%低下して 29.4%、純投資比率は 1.4%上昇して 70.6%となった。政策保有比率が 30%を割り、純投資比率が 70%を超えたのは、データを遡及することが出来る 1990 年度以降で初めてである。
2. 2024 年度は、金融、非金融とも 2023 年度に比べ 1 社あたりの政策保有株式の純減少幅が拡大した。特に非金融では伝統的に多くの政策保有株式を有する企業グループで株式保有、資本関係の見直しが始まったこと、金融では不祥事に端を発した損害保険会社（グループ）の政策保有株式の見直しが進められたことが、政策保有株式の純減少額拡大の主要因となった。
3. 2023 年度に話題となったいわゆる「政策保有株式ウォッシュ」に関しては、2025 年 3 月期決算の有価証券報告書より、保有目的を純投資以外（政策保有株式）から純投資に変更しても 5 年間は個別開示を継続するなどの改正が行われたことから、懸念は軽減されると見られる。一方で、取引の縮減等を示唆することで政策保有株式の売却を妨げる、いわゆる「政策保有株式を売らせない」問題については、2026 年にも予定が見込まれるコーポレートガバナンス改訂の検討項目として挙がっており、今後対応が議論されと考えられる。
4. 機関投資家の議決権行使基準において政策保有に関する数値基準の厳格化が進むと予想されることなどから、2025 年度以降も政策保有株式の見直し、圧縮は続くであろう。また、政策保有先企業への議決権行使や取引先持株会の状況についても注目を集めると見られる。一方で保有合理性に関する議論（例えばスタートアップ企業への投資）の必要性が高まるなど、政策保有を巡る議論が新しい局面を迎える萌芽も見られている。

野村資本市場研究所 関連論文等

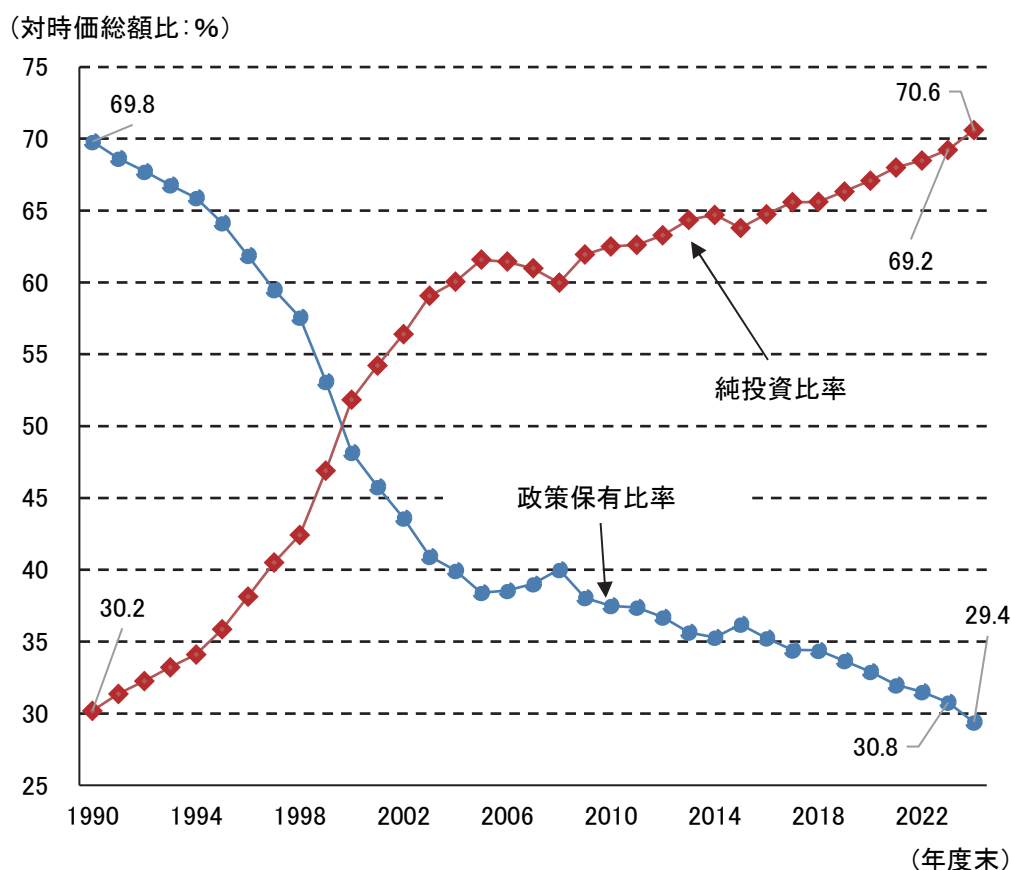
- ・西山賢吾「削減ペースが加速した政策保有株式—政策保有にも求められる『緊張感を孕んだ相互信頼関係』構築—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年夏号。
- ・西山賢吾「さらなる削減が進む政策保有株式—『過大な政策株式保有』に対する投資家の厳しい『眼』を反映—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年夏号。

I 政策保有株式の圧縮が加速した 2024 年度

1. 政策保有比率が 30%割れ、純投資比率が 70%超に

野村資本市場研究所が日本の株式保有構造の変化を調査するために、全国証券取引所「株式分布状況調査」などを基に算出した 2024 年度の政策保有比率は 29.4%に（前年度末比 1.4 ポイント低下）、一方、純投資比率は 70.6%（同 1.4 ポイント上昇）になった（図表 1）。2023 年度は政策保有比率が 0.7 ポイントの低下、純投資家比率が 0.7%の上昇であったことから、2024 年度は政策保有の圧縮、純投資の増加が前年度より加速したことが分かる。

図表 1 「純投資比率」と「政策保有比率」の推移



- (注)
1. 対象は全市場上場銘柄、2008 年度まではジャスダックを除く全市場上場銘柄。
 2. 政策保有：政府・地方公共団体、事業法人、金融機関（信託銀行のうち推定信託業務分を除く）、保有比率 10%以上の個人投資家の保有株式。
 3. 純投資：信託銀行のうち推定信託業務分（投資信託、年金信託など）、個人投資家（保有比率 10%未満）、外国人投資家の保有株式。
 4. 推定信託業務分：信託銀行保有分（株式分布状況調査ベース）から主要信託銀行（三菱UFJ 信託銀行、三井住友信託銀行、みずほ信託銀行）の保有株式（有価証券報告書記載の「その他有価証券〔時価〕」）を除いたもの。
- (出所) 全国証券取引所「株式分布状況調査」、及び有価証券報告書などより野村資本市場研究所作成

政策保有は事業会社同士や事業会社と金融機関など、基本的に保有先企業との取引等の関係構築、維持発展を主な目的とした株式保有（株式持ち合いを含む）であり、純投資は国内外機関投資家や個人投資家など、値上がり益や配当の獲得を主な目的とした株式保有である。前者が30%を割り、後者が70%を超えたのは、データを遡及することが出来る1990年度以降初めてである。

2. Russell/Nomura Large Cap の政策保有株式純減額も拡大

上場企業の政策保有株式の変化をより詳しく見るために、3月が本決算期であるRussell/Nomura Large Cap 構成企業196社について、2025年3月期有価証券報告書の「株式の保有状況」欄に記載されている「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の貸借対照表計上額を集計した（図表2）。

上場株式の保有状況の変化を見ると、非金融（事業法人：171社）の政策保有株式の保有金額は2.79兆円、金融（25社）は2.69兆円純減し、合わせて5.48兆円の純減となった。政策保有株式の純減ペースは2023年度に比べさらに加速したことが分かる。

2024年度の政策保有株式の保有増減の内訳をみると、まず上場株式では、非金融が0.17兆円、金融では1.43兆円保有金額が増加する一方、減少額は非金融で2.96兆円、金融で4.12兆円となった。記載が要請されている保有増の理由をみると、例年とほぼ同様に取引関係の維持発展や事業提携を挙げているものが多く、取引関係と株式保有を結びつける動きが一定数存在していることが分かる。特に、相手先企業が組織した取引先持株会への出資を理由とした企業が2023年度に続き比較的多く見られた。なお、金融における上場株式の保有増1.43兆円のうち1.38兆円は三井住友フィナンシャルグループが米国独立系証

図表2 3月が本決算であるRussell/Nomura Large Cap 構成企業の政策保有状況（2024年度）

単位：兆円

	非金融(171社)	金融(25社)	全業種(196社)
上場			
保有金額	16.59	16.62	33.20
保有増	0.17	1.43	1.60
保有減	2.96	4.12	7.08
保有増減	-2.79	-2.69	-5.48
非上場			
保有金額	2.01	1.75	3.76
保有増	0.16	0.27	0.43
保有減	0.16	0.05	0.21
保有増減	0.00	0.22	0.23

（出所）各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

券会社であるジェフリーズ・グループへの出資割合を引き上げたことによるものである。

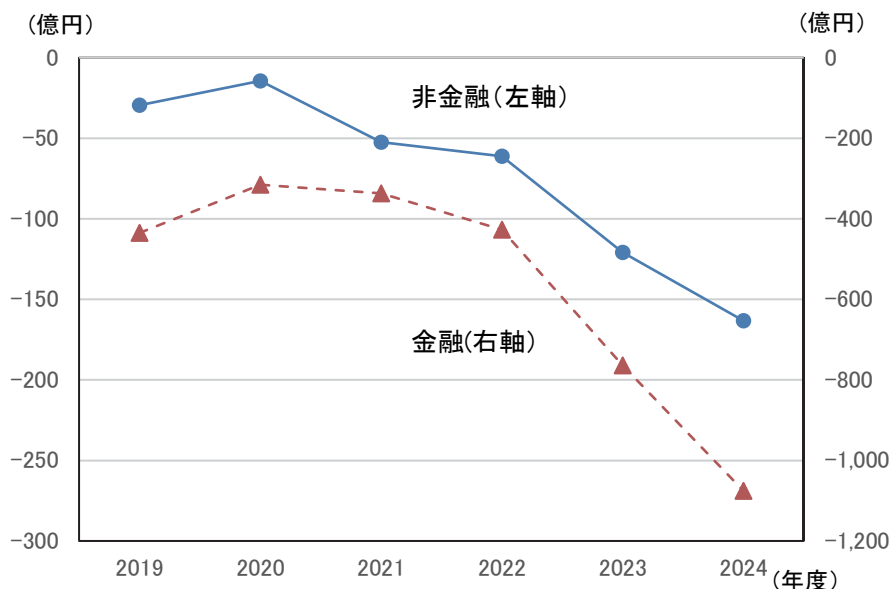
非上場株式については、非金融が 0.16 兆円、金融では 0.27 兆円の純増となった。こちらも増加理由は例年と大きな違いはなく、新規事業や研究開発の推進を企図した非上場企業との提携、スタートアップ企業やベンチャー企業への投資と見られるものであった。

一方、図表 3 は 2019 年度以降の Russell/Nomura Large Cap 構成企業の単純平均政策保有株純減額の推移である。これをみると、2021 年度以降、非金融、金融とも政策保有株式の純減額が拡大しているが、特に、2024 年度については、非金融が 2023 年度の 121 億円から 163 億円、そして、金融の純減額も 764 億円から 1,076 億円に拡大した。

政策保有株式については、2010 年代半ば当時には相応に進行したと解釈され、ここまですで売却されず残った株式は歴史的な経緯などの事情を有するいわゆる「岩盤」としてこれ以上売却をすることは難しいのではないかと言われていた。しかし、ここ 1、2 年で、機関投資家による政策保有株式保有に対する数値基準の設定に代表されるように、政策保有に対する投資家、株主の見方が従来以上に厳しくなってきた。

これまでの持ち合い解消、政策保有株式の圧縮で彼ら純投資家の保有比率が上昇することにより、彼らの企業経営等に対する意見、「声」が企業に対する影響力が強くなっていることも手伝い、非金融では伝統的に多くの政策保有株式を有していた企業グループ、金融では損害保険会社を中心に政策保有株式の圧縮が改めて加速した。こうしたことが、2024 年度に政策保有比率が 30%を割り、純投資比率が 70%を超えることにつながったと考えられる。

図表 3 1 社当たり平均政策保有株式純減額の時系列推移



(注) 対象は各年の 3 月が本決算である Russell/Nomura Large Cap 構成企業。

(出所) 各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

Ⅱ 政策保有を巡る注目点と今後の方向

1. 上昇する株主総会における会社側議案の潜在反対率

ここで、株主総会で会社側議案に対する「潜在反対率」を試算してみる。潜在的反対率とは、機関投資家の議決権行使基準や議決権行使助言会社の助言方針などから考えて一定の反対票が投じられる可能性のある会社側議案について、各年度の投資主体別の株式保有状況（株主構成）から考えて潜在的にどの程度まで反対率が高まる可能性があるかを計算したものである。

まず、政策保有投資家の議決権行使率は100%で、会社側議案に反対することはない（推定潜在反対率0%）と考える。そして、純投資家を構成する各保有主体については、近年の傾向を踏まえて、国内機関投資家に該当する金融機関（信託業務分）の議決権行使率は90%、会社側議案に対する反対可能性（推定潜在反対率）は90~95%、外国人については同様に85%、85~90%とした。国内外の機関投資家は現在、ほぼ全て議決権行使をすると見られるものの、一部には議決権行使をあまり重視しない投資家が存在したり、海外でも地域によっては議決権行使に積極的ではない投資家も存在すると考えられるため、議決権行使率や潜在反対比率をやや保守的な水準に置いた。

一方、個人株主（主要株主に相当する保有比率10%以上の株主保有分を除く）の推定議決権行使率については、信託協会「上場企業の株主総会における個人株主等の議決権行使状況について（2024年11月）」記載の議決権行使率（議決権数ベース）の2023年7月~2024年6月の数字である43.0%を、また、潜在反対率については、野村證券が個人投資家を対象に実施しているアンケート調査『ノムラ個人投資家サーベイ』で実施した個人投資家の議決権行使動向の調査結果をもとに、同調査において100%から「全議案に賛成をした」との回答割合を差し引いたものの5年（2020~2024年調査）単純平均値である31.6%を用いた。このようにして求めた会社側議案に対する推定潜在反対率は52.0~54.8%となり、普通決議が否決される過半を超えている（図表4）。

野村資本市場研究所では2020年度より毎年会社側議案の潜在反対率を試算しているが、2020年度（49.3~52.0%）から2024年度までの5年間で3ポイント弱上昇している。さらに、この試算は政策保有投資家が会社側議案に反対はしないという仮定に基づいているが、前に述べたように、コーポレートガバナンス・コードでは政策保有株式の議決権行使基準の策定、開示、及びその基準に沿った対応が求められていることから、状況によっては会社側議案に反対することも想定される。こうした中では、コーポレートガバナンス・コードの基本的な考えである企業と株主（投資家）との目的を持った建設的な対話（エンゲージメント）を通じて企業と投資家・株主間のコミュニケーション、相互理解を深めて「緊張感を孕んだ相互信頼関係」を構築し、企業は中長期的、持続的企業価値向上に向けた経営にまい進すること、そして、株主、投資家は企業が価値向上を実践するにあたり「健全なリスクテイク」を行うことを企業に促すなどにより、企業価値向上の後押しをすることが期待される。

図表 4 株主総会での会社側議案に対する潜在反対率の推計（2024 年度）

	保有比率 (2024年度 末:a)	推定議決権 行使率(b)	各保有主体の推定潜在 反対率(c)		議案への推定潜在反対率 (d)=[(a)×(b)×(c)]/(b)	
			低	高	低	高
政策保有	29.4%	29.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純投資	70.6%	54.4%	43.6%	46.0%	52.0%	54.8%
金融機関(信託業務分)	22.2%	90.0%	90.0%	95.0%	21.5%	22.7%
外国人	32.4%	85.0%	85.0%	90.0%	27.9%	29.5%
個人株主(保有比率 10%未満)	16.0%	43.0%	31.9%	31.9%	2.6%	2.6%
計	100.0%	83.8%	43.6%	46.0%	52.0%	54.8%

(出所) 全国証券取引所「株式分布調査報告」、信託協会「上場企業の株主総会における個人株主等の議決権行使状況について」2024年11月1日、各社有価証券報告書、及び野村證券「ノムラ個人投資家サーベイ」より野村資本市場研究所作成

2. 有価証券報告書における「政策保有株式ウォッシュ」への対応

金融庁が2024年3月29日に公表した「令和5年度有価証券報告書レビューの審査結果及び審査結果を踏まえた留意すべき事項等」において、株式の保有状況の開示のうち、いわゆる政策保有目的から純投資目的に保有目的を変更した株式の開示状況を検証したところ、「実質的に政策保有株式を継続保有していることと差異がない状態になっている」との課題が指摘された。政策保有目的を純投資目的に変更すると保有する個別の企業に関する開示が行われなくなるため、純投資目的に変更しても保有実体は変わらず、政策保有を圧縮したように見せかける「政策保有株式ウォッシュ」が行われているのではないかと懸念が広がった。

こうした状況を踏まえ、2025年1月に企業内容等の開示に関する内閣府令の改正を行うとともに、企業内容等の開示に関する留意事項について（開示ガイドライン）を改正し、純投資目的は、「専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とする」とし、その概念を明確化した。

株式の保有目的を政策保有から純投資に変更した場合に必要な開示事項等を追加した。具体的には、2025年3月期の有価証券報告書より、①直近の決算期を含む5決算期に保有目的を純投資目的以外の目的から純投資目的に変更したものがあ場合は保有目的の変更年度と保有目的の変更の理由及び変更後の保有又は売却に関する方針の開示が、そして、②直近の決算期を含む5決算期に政策保有目的から純投資目的に保有目的を変更した株式（最近事業年度末において保有しているものに限る）については、銘柄、株式数、そして貸借対照表計上額の開示が求められることになった。この変更により、政策保有目的から純投資目的に変更しても個別銘柄の開示は引き続き必要になることから、政策保有株式ウォッシュに対する一定の抑止力になることが期待される。

3. 政策保有株式を「売らせない」問題への対応

金融庁が2025年6月30日に公表した「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム 2025」では、政策保有株式について、①引き続き、政策保有株式の開示（株式の保有目的変更を含む）に関する課題や開示例等を分析・公表すること、そして、②政策保有株式を売らせないように圧力をかけている事例が見られることについては、上記の有価証券報告書レビューの記載も踏まえ、引き続き、コーポレートガバナンス・コードの趣旨に照らした実務となるよう、実効性確保のあり方を含め、対応を検討する¹ことが示されている。

上記②については、2025年4月1日に金融庁が公表した「令和6年度有価証券報告書レビューの審査結果及び審査結果を踏まえた留意すべき事項等」では、「政策保有株式の発行会社が、主に発行会社の安定株主の確保を理由に、政策保有株式の保有会社に対して、発行会社と保有会社間の既存の取引の縮減を示唆することなどにより政策保有株式を売らせないように圧力をかけている事例が複数識別された」との指摘がなされた。さらに、「仮に、コーポレートガバナンスに関する報告書上では、政策保有株式の売却を妨げるべきではないとの補充原則をコンプライしている²と対外的に公表しているにもかかわらず¹、担当者レベルで圧力をかけていたり、経営層の指示のもと会社として組織ぐるみで圧力をかけているような実態がある場合には、コーポレートガバナンス・コードの趣旨を損なうとともに、コーポレートガバナンスの観点からも重大な問題がある可能性があると考えられる」ことも併せて指摘された。

こうした、政策保有株式を「売らせない」問題について、前述した開示ガイドラインの改正により、「当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあることや、当該株式の売却に関して発行者の応諾を要すること等により、発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情が存在する株式は、純投資目的で保有しているものとはいえない」という文言が追加された。また、2026年にも第3次の改訂が見込まれるコーポレートガバナンス・コードにおいても、「政策保有株式を売らせないように圧力をかけている事例が見られることについては、引き続き、コーポレートガバナンス・コードの趣旨に照らした実務となるよう、対応を検討する²」方向である。

¹ 東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2023（データ編）」2023年3月、によると、政策保有株主からの売却意向が示された場合に取引の縮減を試算することなどにより売却を妨げるべきではないとするコーポレートガバナンス・コード補充原則 1-4①へのコンプライ率は、プライム市場及びスタンダード市場上場会社の99.8%であった。

² 金融庁「第30回スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（2025年6月2日）」事務局説明資料を参照。

4. 政策保有株式を巡る議論が新局面を迎える萌芽

ここまで述べてきた政策保有株式を巡る環境は当面大きく変わることはないであろう。さらに、2025 年度以降は機関投資家の議決権行使基準において政策保有に関する数値基準の厳格化が進むことも予想される。このため、引き続き政策保有株式の見直し、圧縮が行われると考えられる。

その一方で、これまで岩盤と見られてきた政策保有株式にも圧縮の動きが見られるようになってきたことから、政策保有株式に関する議論は今後新しい局面を迎えることが考えられる。金融庁が 2025 年 3 月 24 日に公表した「記述情報の開示の好事例集 2024」の「投資家・アナリスト・有識者が期待する株式の保有状況に関する主な開示のポイント」を参考にとすると、政策保有株式を売却した資金の使途、特に成長投資への配分を求めることや、経営のスタンスと合致した投資株式の区分や基準の考え方、政策保有株式に対する議決権行使状況の明確化、取引先持株会に関する状況、などが考えられるであろう（図表 5）。

また、現在、政策保有株式を持つべきではない（すなわちゼロにするべき）という意見と、一定の合理性を有する政策株式保有については保有を認めるべきとの意見がある。政策保有株式の今後を考える上では、この一定の合理性について、その存在の有無や、あるとした場合どのようなものが考えられるか、すなわち明確化に関しての議論も進める必要があるのではないかと考える。

政策保有株式を有する企業に投資をするということは、（機関）投資家からすれば、投資先企業を通じて政策保有株式を間接的に保有することと同じと考えられる。しかし、当該政策保有先企業の株式は投資家の自由意思で売買することはできない。また、そもそも、投資家の本業は投資先企業を選定して投資を実行し、投資収益を獲得することであるから、投資先企業に投資家が求めるのは、株式の保有やその管理運用ではなく（株式を保有する

図表 5 投資家・アナリスト・有識者が期待する株式の保有状況に関する主な開示のポイント

政策保有株式は、基本的には保有する必要がないものと考えられるため、政策保有株式が縮減傾向にあるのか、減らしていく方針を持っているのかに着目している。加えて、縮減対象の規模感が明確になることで将来予測に役立てることができるため有用
政策保有株式の売却により得た資金の使途を具体的に示すことが有用で、自社株買いだけではなく、例えば、人的投資やDX投資等の成長投資への配分方針について開示することが有用
投資株式の区分の基準や考え方について、特に保有目的が純投資目的である投資株式においては、独自の区分けによる解像度を高めた記載をすることで、経営のスタンスを表明することができるため有用
政策保有株主から株式の売却等の意向が示された場合に売却を妨げない旨については、コーポレート・ガバナンス報告書だけではなく、有価証券報告書にも記載すべき
今後、開示が期待される事項としては、例えば以下の点が挙げられる。 ①議決権行使の透明性の観点から、議決権行使の個別結果についての開示 ②取引先持株会に加入している、または取引先を自社の取引先持株会に加入させている場合には、取引先持株会の目的や性質等について開示

（出所）金融庁「記述情報の開示の好事例集 2024」2025 年 3 月 24 日、より野村資本市場研究所作成

ことは投資家側の仕事である）企業価値の向上である。こうした考えに基づけば企業は政策保有株式を保有すべきではなく、さらに圧縮をして最終的にゼロを目指すべきという考え方になるであろう。その際は、例えば政策保有株式をゼロにする過程で何らかの法的な拘束力を持った措置が必要であるか、政策保有株式の大量な売却が想定される中、何らかの激変緩和措置の必要性の有無などを検討する必要があるだろう。

一方、スタートアップ企業に対する投資（株式保有）において、対話などのエンゲージメントを通じて保有先企業の育成を後押しすることで当該企業が企業価値を高めることが出来れば、最終的に競争力を有する企業を日本に増やすことにつながる。それと同時に、育成を後押ししてきた保有企業は保有先企業の成長の果実を値上がり益や配当などで得ることが可能となる。このような「育成型」の株式保有であれば、その保有に一定の合理性があるという考え方もできるであろう。

そもそも、「会社は株主のものである」という株主主権の考え方は、会社と株主は敵対関係や従属関係にあるという意味ではなく、「株主は会社の中のものとして、会社と一体になって、消費者や地域住民のことを考える立場³」であることを意味するとみるべきであろう。すなわち、企業は「ステークホルダーのためのもの」であり、「育成型」の株式保有はまさに株主が企業と協働して企業価値を高め、ステークホルダーに資するという合理性を有すると解釈できるであろう。そのような形での株式保有に合理性があるという解釈になれば、企業を育成することを主眼とするタイプの株主、投資家育成に向けた議論に発展することにつながる可能性もある。

バブル経済が崩壊した 1990 年代以降これまでにかけては、政策保有株式を減らすことをまず優先する段階であった。そこから 30 年余り経過し、政策保有株式の圧縮の最終局面が近づいてきた。これからは、政策保有株式の存在意義や必要性について真摯に議論を重ねつつ、新たな視点で政策保有株式について考えていく段階に入ることが期待される。

³ 谷村裕『株主勘定復活論』日本経済新聞社、1982 年 9 月。