

低下幅が拡大したわが国企業の 2024 年度の株式持ち合い比率 — 時価総額の小さい企業や地銀での削減ペースは緩やか —

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所で算出した 2024 年度の「株式持ち合い比率」は前年度比で低下し、6 年連続で過去最低水準を更新した。保有主体別にみると、株式持ち合い比率を構成する上場事業法人、上場銀行、生命保険会社、損害保険会社のすべてで低下した。特に上場事業法人は前年度に比べ 0.7 ポイント低下し、最大の保有比率低下主体となった。
2. 2023 年度は持ち合い解消、政策保有株式の売却が進む一方、株価の上昇で保有株式の保有金額が増加したため、保有株式の対自己資本比は 2022 年度に比べ上昇した。2024 年度は年末の株価水準が 2023 年度と大きく変わらなかったこともあり、低下が進んだ。一方で、時価総額の相対的に大きな企業では保有株式の圧縮が順調に進んでいるものの、時価総額の相対的に小さな企業では圧縮のスピードが緩慢なように見える。また、金融業の中では、メガバンクや生命保険会社・損害保険会社では圧縮が進んでいるが、地銀ではあまり進んでいない模様である。
3. 株式持ち合い解消促進の一要因である、機関投資家の議決権行使における過大な保有株式に関する基準は 2026 年度以降さらに厳格になる可能性が高く、株式持ち合い比率の更なる低下につながるであろう。株式持ち合いを巡る今後の注目点としては、①いわゆる「政策保有株式ウォッシュ」の懸念への対応が 2025 年 3 月期以降の有価証券報告書において行われたことの影響及び効果、②取引の縮減等を示唆することで政策保有株式売却、持ち合いの解消を妨げる、いわゆる「政策保有株式を売らせない」問題に関する議論の進展、③持ち合い解消、政策保有株式削減で獲得した資金の使途の明確化、などが挙げられる。

野村資本市場研究所 関連論文等

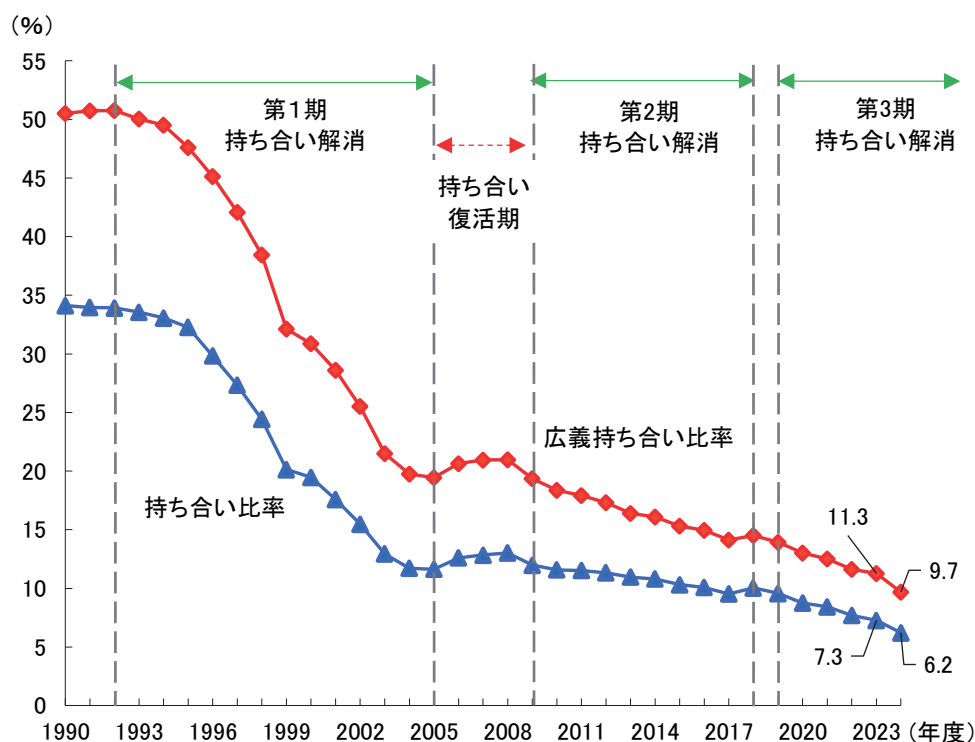
- ・ 西山賢吾「政策保有比率が初の 30% 割れ—金融、非金融とも政策保有圧縮が加速する中、新たな論点も—」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年夏号。
- ・ 西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』—改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年秋号。

I 6年連続で過去最低を更新した「株式持ち合い比率」

1. 15年ぶりに「株式持ち合い比率」は1ポイント以上低下、広義持ち合い比率は初の10%割れ

野村資本市場研究所では我が国の上場企業を対象にした2024年度の「株式持ち合い比率¹」を算出した。上場銀行と事業法人（非金融）上場会社の株式保有比率を示す「持ち合い比率」は2023年度比1.1ポイント低下の6.2%に、また、持ち合い比率に生命保険会社、損害保険会社の株式保有比率を加えた「広義持ち合い比率」（いずれも子会社、関連会社を除く）は同1.6ポイント低下して9.7%となり、初めて10%を下回った。また持ち合い比率、広義持ち合い比率とも2019年度以降6年連続で過去最低を更新した（図表1）。

図表1 「株式持ち合い比率」の時系列推移



(注) 1. 持ち合い比率は、上場会社（ただし、上場保険会社を除く）が保有する他の上場会社株式（時価ベース）の、市場全体の時価総額に対する比率（ただし、子会社関連会社株式を除く）。

2. 広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの。

(出所) 大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国4証券取引所）より野村資本市場研究所作成

¹ 本稿での「株式持ち合い」は、A社とB社が互いに株式を保有する「相互持ち合い」だけではなく、A社はB社の株式を保有しているがB社はA社の株式を保有していない（あるいはその逆）、いわゆる「片持ち」も対象となっている。よって、本稿での「株式持ち合い」は、純投資目的以外の目的での株式保有、すなわち「政策保有株式」とはほぼ同義である。

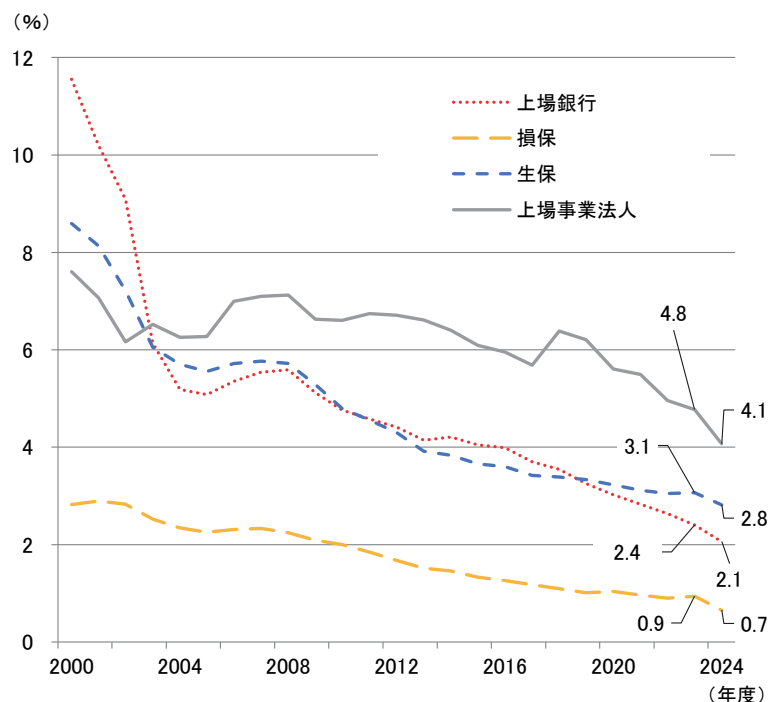
株式持ち合い比率の低下幅は、2023 年度の 0.4 ポイント（持ち合い比率）、0.3 ポイント（広義持ち合い比率）より拡大し、2009 年度以来 16 年ぶりに 1 ポイントを超える低下幅となった。2023 年度は、株式持ち合いの削減や政策保有株式の圧縮が積極的に行われる一方、TOPIX（東証株価指数）は同年度で 38%あまり上昇（2023 年 3 月 31 日 2,003.5→2024 年 3 月 29 日 2,768.6）したことから、時価ベースで計算する株式持ち合い比率の低下幅が相対的に小幅に留まったと考えられる。一方 2024 年度は、引き続き積極的な持ち合い解消、政策保有株式圧縮が行われたのに加え、TOPIXは2023年度末比4%の低下（2025 年 3 月 31 日 2,658.7）と変動が小さかったため、株式持ち合い比率の低下幅が大きくなったと考えられる。

2. 金融、事業法人そろって保有比率の低下が進捗

図表 2 は「株式持ち合い比率」の内訳である上場事業法人、上場銀行、生命保険会社、損害保険会社の保有株式比率の推移である。2023 年度は上場事業法人、上場銀行は前年度から低下したものの、生命保険会社は 0.1 ポイントの上昇、損害保険会社は横ばいであった。

2024 年度は全てで株式保有比率が低下したが、中でも上場事業法人の保有比率は 2023 年度の 4.8%から 0.7 ポイント低下して 4.1%となり、低下幅が最も大きかった。野村資本

図表 2 株式持ち合い比率を構成する各保有主体の株式保有比率の時系列推移



（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国 4 証券取引所）より野村資本市場研究所作成

市場研究所では 2019 年度以降を持ち合い解消の第 3 期としているが²、第 3 期では上場事業法人の保有比率の低下幅が最も大きく（2018 年度 6.4%→2024 年度 4.1%）、持ち合い解消、政策保有株式圧縮の中心であることが分かる。さらに、上場銀行で 0.3 ポイント（2.4%→2.1%）、生命保険会社で 0.3 ポイント（3.1%→2.8%）、そして損害保険会社で 0.2 ポイント（0.9%→0.7%）と、それぞれ 2023 年度に比べ低下しており、持ち合い解消、政策保有株式圧縮は保有主体を問わず広範囲で行われたといえるであろう。

3. 業種別に見た保有株式の状況

ここでは、2022 年度から 2024 年度における個別企業別の保有株式データを用いて、業種（東証 33 業種）別保有株式の状況をみる。なお、本稿で利用するデータは、大株主データ（東洋経済新報社）や各社の有価証券報告書に記載されている個別企業の株式保有データを積み上げたものである。このため、有価証券報告書に記載されている「保有目的が純投資目的以外である投資株式」の貸借対照表計上額とは対象範囲や金額が異なる。

1) 保有株式の対自己資本比

図表 3 は、2022 年度から 2024 年度までについて、政策保有株式の対自己資本比を示したものである。

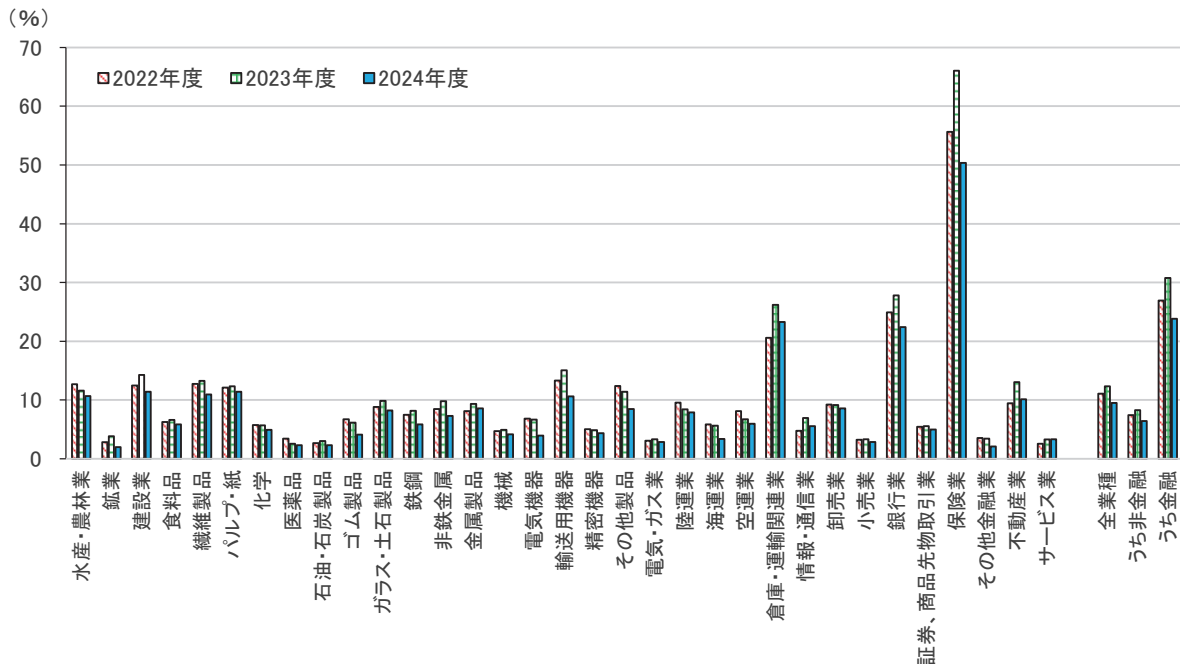
全業種でみると、2022 年度の 11.1%から 2023 年度は 12.3%に上昇したが、2024 年度は 9.5%に低下した。1 でも述べたように、2024 年度に比率が上昇した要因としては、積極的な持ち合い解消や政策保有株式の圧縮に加え、2023 年度に見られた大幅な株価上昇が 2024 年度には見られなかったことが考えられる。

内訳をみると、非金融（事業法人）は 2022 年度の 7.5%から 2023 年度は 8.2%に上昇したが、2024 年度は 6.4%に低下した。一方、金融は 2022 年度の 26.9%から 2023 年度は 30.8%に上昇した後、2024 年度は 23.9%へ低下した。非金融と金融で比較すると、金融の方が総資産対比で自己資本が少ない企業が多いことが、政策保有株式の対自己資本比で見た際に金融の方が非金融と比べて高い要因、及び 2024 年度の低下幅が大きくなった要因と考えられる。

東証 33 業種分類別でみると、2024 年度において政策保有株式の対自己資本比が最も高いのは保険業（2022 年度 65.6%、2023 年度 66.0%、2024 年度 50.3%）で、次いで銀行業（同 24.9%、27.8%、22.4%）であった。一方、非金融では、最も高い業種は倉庫・運輸関連業（同 20.6%、26.2%、23.3%）であり 2024 年度は銀行業より比率が高い点が注目される。建設業（同 12.5%、14.3%、11.4%）とパルプ・紙（同 12.1%、12.3%、11.4%）が倉庫・運輸関連業に続いている。

² 詳細は西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』－改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』－」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年秋号を参照。

図表 3 業種別に見た保有株式の対自己資本比



(注) 対象は日本国内の全上場企業。

(出所) 大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国 4 証券取引所）より野村資本市場研究所作成

2) 業種別に見た保有株式対自己資本比 20%以上の企業の割合

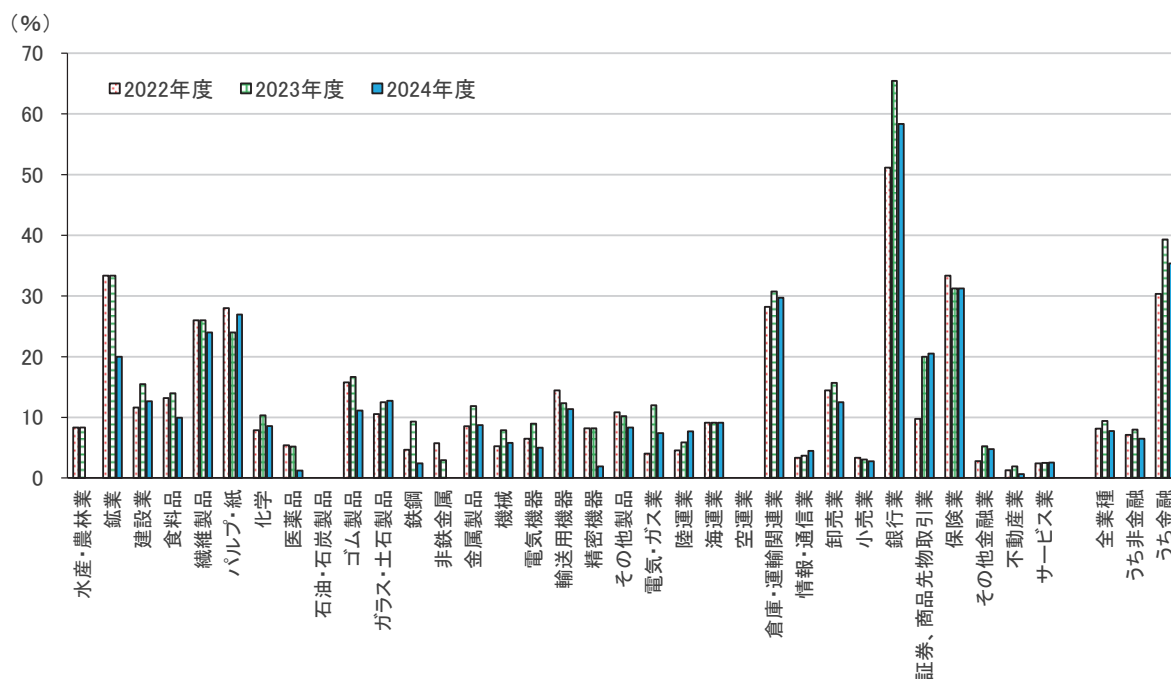
現在機関投資家の「過大な政策保有」の閾値は純資産比 20%³が多いこともあり、図表 4 では、2022 年度から 2024 年度における保有株式の対自己資本比が 20%以上の企業の割合を業種別に示した。

全業種でみると、20%以上保有している企業の割合は 2022 年度の 8.1%から 2023 年度は 9.4%に上昇したが、2024 年度は 7.7%に低下した。そのうち、非金融は 7.1%から 8.0%に上昇した後、2024 年度は 6.5%に低下した。一方、金融は 2022 年度の 30.3%から 2023 年度は 39.3%へ上昇したものの、2024 年度は再度低下して 35.4%になった。

また、2024 年度について業種別にみると、金融では銀行業（58.3%）が該当する企業の割合が最も高く、保険業（31.3%）がこれに続いた。一方非金融では倉庫・運輸関連業（29.7%）が最も高く、次いでパルプ・紙（26.9%）であった。

³ ただし、3 節の冒頭で述べたように、本稿で示した数値は機関投資家等が用いているものは異なる定義で計算しているために、近似はしていると考えられるものの一致しない点には留意が必要である。

図表 4 業種別に見た保有株式の対自己資本比 20%以上の企業の割合



(注) 対象は日本国内の全上場企業。

(出所) 大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国 4 証券取引所）より野村資本市場研究所作成

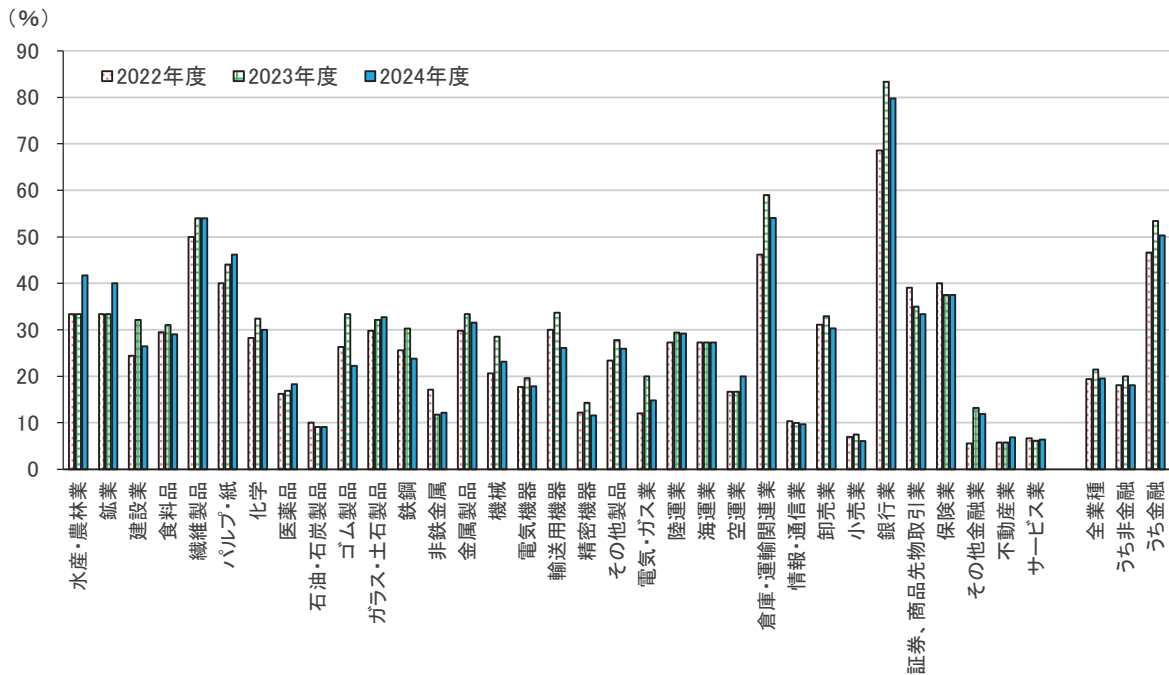
3) 業種別に見た保有株式対自己資本比 10%以上の企業の割合

図表 5 は、2022 年度から 2024 年度における業種別に見た保有株式の対自己資本比が 10%以上の企業の割合を示したものである。

全業種でみると、10%以上保有している企業の割合は 2022 年度の 19.4%から 2023 年度は 21.4%に上昇した後、2024 年度は 19.5%に低下した。そのうち、非金融は 2022 年度の 18.1%から 2023 年度は 20.0%、そして 2024 年度は 18.1%に、一方、金融は 46.6%から 53.4%、50.3%となっている。また、2024 年度において、金融で該当する企業の割合が最も高い業種は銀行業の 79.8%、次いで保険業の 37.5%であり、非金融では倉庫・運輸関連業の 54.1%、次いで繊維製品の 54.0%であった。

なお、政策保有株式の圧縮が継続する中で、機関投資家の「過大な政策保有」の次の閾値として対純資産比 10%が意識される可能性が高いであろう。

図表 5 業種別に見た保有株式の対自己資本比 10%以上の企業の割合



(注) 対象は日本国内の全上場企業。

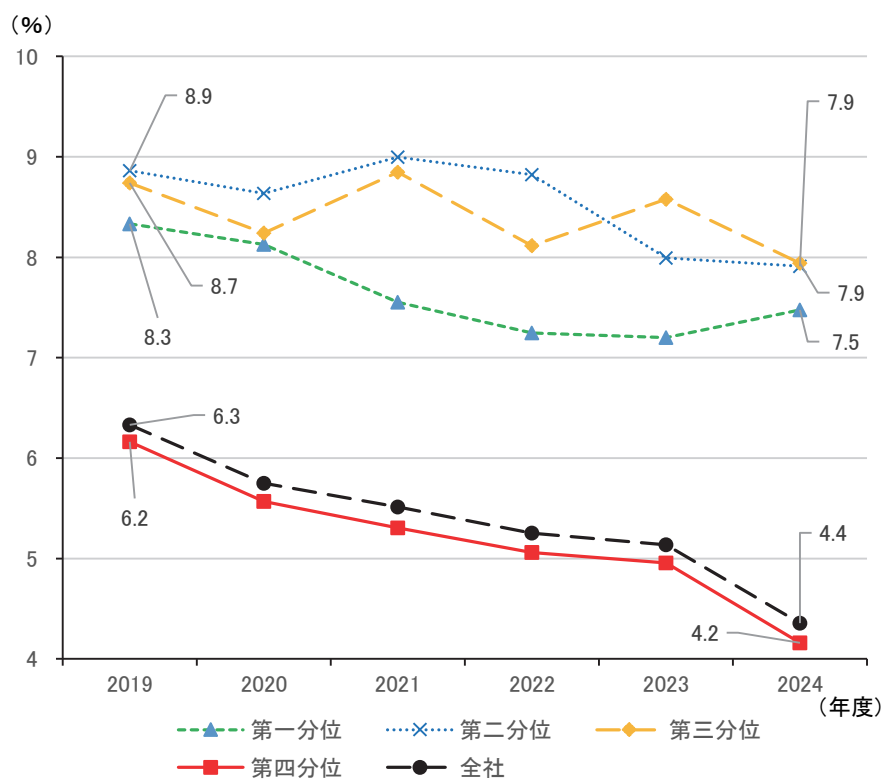
(出所) 大株主データ (東洋経済新報社)、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査 (全国 4 証券取引所) より野村資本市場研究所作成

4. 時価総額規模の相対的に小さい企業の保有株式圧縮は緩慢

図表 6 は 2019 年度から 2024 年度までについて、各年度の上場事業法人における時価総額の小さい方より 4 つに分けた後、それら企業群の株式保有金額対時価総額比の時系列推移を示したものである。これは、分母である時価総額から子会社、関連会社相当分を除いていない点では異なるものの、近似的に図表 2 に示した上場事業法人の株式保有比率を時価総額水準別に示すものということができる。

これをみると、まず、大きな特徴として、時価総額の最も大きい第四分位に属する企業群が第一～第三分位に属する企業群に比べ、保有株式の対時価総額比が小さいことがわかる。次に、2019 年度から 2024 年度までの推移を見ると、第四分位の低下幅は 2.0 ポイント (2019 年度 6.2%→2024 年度 4.2%) となっているのに対し、第一～第三分位は 0.8～1.0 ポイントの低下に留まっている。すなわち、時価総額上位 25%に属する企業群の方が下位 75%に属する企業群に比べ、時価総額対比でみた株式の保有割合が傾向的に小さく、かつ、保有株式の削減にも積極的と考えることができる。

図表 6 時価総額別にみた保有株式額対時価総額比の推移（事業法人）



（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国 4 証券取引所）より野村資本市場研究所作成

図表 7 は第一～第四分位別における保有株式額対自己資本比 10% 超、20% 超の企業の割合について、2021 年度から 2024 年度までの推移を示したものである。

これをみると、第四分位に属する企業群では、自己資本比 10% 超の企業の割合については他の分位に比べ高いものの、2021 年度の 26.1% から 2024 年度は 23.0% に低下しており、第一～第三分位の企業群に比べ低下幅が相対的に大きい。さらに、自己資本比 20% 超で見ると、2021 年度では 9.3% と 4 分位中最も高かったが、2024 年度は 6.0% と 3.3 ポイ

図表 7 時価総額別にみた保有株式額対自己資本比 10% 超、20% 超の企業の割合（事業法人）

	2021年度		2022年度		2023年度		2024年度	
	10%超	20%超	10%超	20%超	10%超	20%超	10%超	20%超
第一分位	12.5	6.4	13.0	6.0	11.9	6.1	11.0	5.4
第二分位	17.5	6.1	17.1	7.1	18.3	7.4	16.7	6.6
第三分位	19.8	8.5	19.7	8.0	24.0	10.1	21.7	7.9
第四分位	26.1	9.3	22.7	7.3	25.7	8.4	23.0	6.0
全社	19.0	7.6	18.1	7.1	20.0	8.0	18.1	6.5

（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国 4 証券取引所）より野村資本市場研究所作成

ント低下した上に、第一分位に次いで該当する企業の割合が小さくなっている。ここから、図表 6 で示された結果と同様に、時価総額上位 25%に属する企業群の方が下位 75%に属する企業群に比べ、保有株式の削減に積極的であることが分かる。

以上から、株式持ち合いや政策保有株式の削減は、相対的に時価総額の大きな企業群では相応に進んでいるが、相対的に小さな企業群においては、その動きは総じて緩慢であり、企業規模によって差が生じていることが分かる。その理由としては、①企業規模の小さい企業群の方が取引関係の安定や維持、発展に対する企業経営の依存度が高いと推定されることや、②企業規模の大きな企業に比べ、担当するアナリストや保有する機関投資家の数が少ないため、金融資本市場における株式持ち合いや政策保有株式に関する議論への意識が相対的に低いと考えられることなどが考えられる。

5. 地方銀行の政策保有株式売却は進んでいないように見える

図表 8 は有価証券報告書に記載されている「その他有価証券（株式）」の取得原価について、上場しているメガバンク等の大手銀行、地方銀行、そして生損保における 2023 年度及び 2024 年度の金額とその増減額を示したものである。その他有価証券（株式）は売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社株式、関連会社株式以外の有価証券であり、一般に業務提携等の「政策保有目的」と考えられる。また、有価証券報告書のコーポレートガバナンスの状況等の記載に関して、株式の保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更しても「その他有価証券（株式）」の取得原価には影響しない。すなわち、実際の売却（もしくは減損）を伴わなければ取得原価は基本的に減少しないことになる。

図表 8 を見ると、大手銀行や生損保では 2024 年度の「その他有価証券（株式）」の取得原価は 2023 年度に比べ減少しているのに対し、地銀はほぼ横ばいに留まっている。大手銀行や生損保では政策保有株式の売却が実際に進んでいると見られるのに対し、地方銀行ではまだ売却が進んでいないように見える。

図表 8 地銀の「その他有価証券（株式）取得原価」は減少していない

単位: 兆円			
	2023年度	2024年度	増減
大手銀行	4.09	3.43	-0.66
地方銀行	2.87	2.90	0.03
生損保	3.09	2.71	-0.38

(注) 大手銀行は三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友トラストグループ、りそなホールディングス。
生損保はかんぽ生命、MS&AD インシュアランスグループホールディングス、第一生命ホールディングス、東京海上ホールディングス、T&D ホールディングス。

(出所) 各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

有価証券報告書においてコーポレートガバナンスの状況等の「株式の保有状況」において記載される株式については、保有目的を「純投資以外（政策保有）」から「純投資」に振り替えることにより、保有実体が不変にもかかわらず政策保有株式が減少したように見える「政策保有株式ウォッシュ」への懸念が広がった。このため、2025年1月に企業内容等の開示に関する内閣府令の改正が行われ、2025年3月期の有価証券報告書から、保有目的を変更したものについて変更の理由及び変更後の保有または売却に関する方針の開示が求められるようになった。もちろん保有目的変更は売却を必須とするものではない⁴ものの、今回の改定を受け、地方銀行の政策株式の保有、及び売却の状況が今後どのような変化を示すかが注目される。

Ⅱ 株式持ち合いを巡る今後の注目点

1. 政策保有株式に関する議決権行使基準の厳格化

政策保有株式に関しては、「過大な保有」とする数値基準（主に純資産比 20%以上）が多く、機関投資家の議決権行使基準に組み入れられた。一方、企業側でも政策保有株式の縮減が進められている。このような状況の中で、2026年度以降はさらなる政策保有株式の縮減を求めるために、数値基準や同基準を適用しない例外条件（例えば削減計画の策定及び公表など）をより厳格にすることが考えられる。例えば、三井住友 DS アセットマネジメントでは政策保有株式に関する基準について、現在の対純資産比 20%未満から2030年度までに10%未満に厳格化することを既に公表している⁵。また、アモーヴァ・アセットマネジメント（旧日興アセットマネジメント）でも、時期の明示はないが、現在連結純資産比 20%を閾値としている政策保有株式に関する基準値について、今後数年以内をめどに厳格化を検討する予定としている⁶。こうした、機関投資家による政策保有株式に対する基準厳格化の方向は、株式持ち合い解消や政策保有株式の更なる圧縮を促し、「株式持ち合い比率」の低下につながるであろう。

2. 政策保有株式を「売らせない」問題への対応

政策保有株式を巡り今後一段の注目を集めるとみられる論点として、政策保有株式を「売らせない」問題がある。金融庁は2025年6月30日公表の「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」の中で、2025年1月に改定された

⁴ 例えば八十二銀行では、純投資への保有目的変更後の保有又は売却に関する方針について、「市場や業界動向、個別事象などを踏まえ、ポートフォリオで資本コストを上回る持続的な安定収益（売却益及び配当金収入）を実現するための運用を行います」としている。

⁵ 三井住友 DS アセットマネジメント「議決権行使判断基準 2025年1月改定の概要と各基準に関する説明」2024年12月28日。

⁶ 日興アセットマネジメント「『国内株式議決権行使基準』の改定について」2025年2月28日。

株式の保有目的変更を含む政策保有株式の開示に関する課題とともに、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、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、対応を検討することを政策保有株式関連の今後の方向性として示した（図表9）。

政策保有株式を「売らせない」問題については、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」において、「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」と指摘された。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（1-4①）をコンプライしていると対外的に公表しているにもかかわらず、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。

政策保有株式を「売らせない」問題は、2026年にも見込まれるコーポレートガバナンス・コードの第3次改訂を議論する「コーポレートガバナンス・コードの改訂に関する有識者会議（令和7年度）」の第1回（2025年10月21日に開催）では検討事項として挙げられていなかった。しかし、複数の出席者からこの件に関する言及がなされたこともあり、対応について今後同会議で取り上げられる可能性もある。

図表9 金融庁「アクション・プログラム2025」での政策保有株式関係の言及

- ・ 企業内容等の開示に関する内閣府令の改正を実施。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するとともに、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、純投資目的の概念を明確化（いずれも2025年1月）
- ・ 「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（2025年4月公表）」において以下の指摘
 1. 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
 2. コーポレートガバナンスに関する報告書上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（1-4①）をコンプライしているにもかかわらず、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、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、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
- ・ 今後の方向性：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の分析・公表、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、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

（出所）金融庁「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（2025年6月30日）」より野村資本市場研究所作成

3. 株式売却で得た資金の使途についても関心を集めよう

「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、「多様な投資機会があることを認識することの重要性、現状の資源配分が適切かを不断に検証しているか、例えば現預金を投資等に有効活用できているかの検証・説明責任の明確化」が示され、上述の第1回有識者会議においてコーポレートガバナンス・コードの第3次改訂に向けた検討事項としても取り上げられていた。

持ち合い解消や政策保有株式を売却して得た資金も現預金に含まれるものであり、これらの有効活用は企業経営上非常に重要である。2025年3月24日に金融庁が公表した「記述情報の開示の好事例集 2024」の中で「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」として、「政策保有株式の売却により得た資金の使途を明確に示すことが有用であり、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」との意見が示されている。コーポレートガバナンス・コード改訂の論点として取り上げられている現預金の有効活用を巡る議論においては、株式持ち合い・政策保有株式売却で得た資金の使途に関する説明責任も今後含めて取り上げられる可能性が高いと考えられる。