

## 27%台となった 2025 年度末の政策保有比率 —安定株主としての存在感低下は更に進む可能性—

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所が算出した 2025 年度の政策保有比率は 2024 年度に比べ 1.7 ポイント低下して 27.7%、純投資比率は 1.7 ポイント上昇して 72.3%となった。2024 年度に続き 2 年連続で政策保有比率が 1%超の低下となり、政策保有株式の圧縮は引き続き広い範囲で行われたことがうかがえる。
2. 3 月が本決算期である Russell/Nomura Large Cap 構成企業の 1 社あたりの政策保有株式の純減額は、2024 年度に比べ小幅に縮小したものの高い水準が続いた。非金融では多くの政策保有を有する企業グループを中心に株式保有、資本関係の見直しが進み、金融では損害保険会社（グループ）などを中心に政策保有株式の見直しが継続していると考えられる。
3. 今後を考えると、機関投資家の議決権行使基準における政策保有株式に関する基準の見直し（厳格化）が進むと見られることなどから、政策保有株式の圧縮は 2026 年以降も継続が見込まれる。これに加え、コーポレートガバナンス・コードの改訂等により、政策保有株式を「売らせない」問題や、政策保有株式を売却した資金の使途に関する関心が一段と高まり、エンゲージメント（対話）の主要なテーマとして取り上げられる機会もさらに増えると考えられることも政策保有株式の圧縮を後押しするであろう。
4. 政策保有比率が一般的に社会的な集団などで一定の影響力を発揮するとされる 30%を下回ったことで、安定株主として期待されていた政策保有の存在感低下は今後一段の加速が想定される。安定株主に頼ることが難しくなる中で企業価値の持続的な拡大を図るために、企業は上場していることを活かし、株式市場において価値創造戦略を投資家に提示して、企業経営に対する理解と支持を得ることの重要性をより強く意識する必要があるだろう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

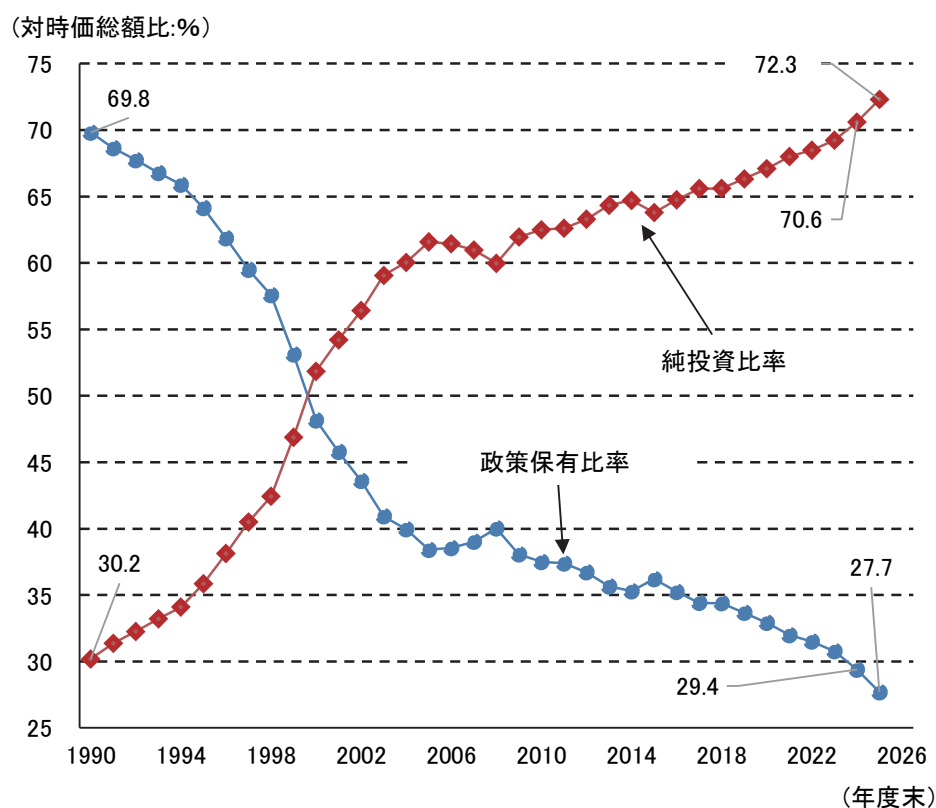
- ・ 西山賢吾「2026 年 6 月株主総会上程議案とコーポレートガバナンス改革—企業が改革に対応しようとする動きが随所に見られる—」『野村サステナビリティクォーターリー』2026 年夏号。
- ・ 西山賢吾「政策保有比率が初の 30%割れ—金融、非金融とも政策保有圧縮が加速する中、新たな論点も—」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年夏号。

## I 2年連続で1%を超える低下となった政策保有比率

### 1. 政策保有比率は27.7%まで低下

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2025年度の政策保有（取引関係の維持、発展を主な動機とした株式保有）比率は27.7%（2024年度比1.7ポイント低下）に、一方、純投資（配当や値上がり益の獲得を主な動機とした株式保有）比率は72.3%（同1.7ポイント上昇）となった（図表1）。政策保有比率が1%超の低下（純投資比率が1%超の上昇）となったのは2024年度に続き2年連続であり、政策保有の圧縮、純投資の増加が前年度に引き続き積極的に行われたことが分かる。

図表1 「政策保有比率」と「純投資比率」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

## 2. Russell/Nomura Large Cap の政策保有株式純減額も高水準が続く

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、2026 年 3 月期（2025 年度）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：167 社）の政策保有株式の保有金額は 2.50 兆円、金融（29 社）は 2.64 兆円純減し、合わせて 5.14 兆円の純減となった。2024 年度の純減額は非金融が 2.79 兆円、金融が 2.69 兆円であったから、政策保有株式の純減は小幅減となったものの、ほぼ同じ水準であったと言える。

2025 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 0.43 兆円、金融では 0.67 兆円保有金額が増加する一方、減少額は非金融で 2.93 兆円、金融で 3.31 兆円となった。保有が増えた理由をみると、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、例年とほぼ同様に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は相応にみられた。また、退職給付信託の返還を理由とした保有の増加もみられている。

非上場株式については、非金融が 0.07 兆円、金融では 0.08 兆円の純増となった。こちらも例年とほぼ同様に、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みられるもので、規模も総じて相対的に小さいものが多かった。

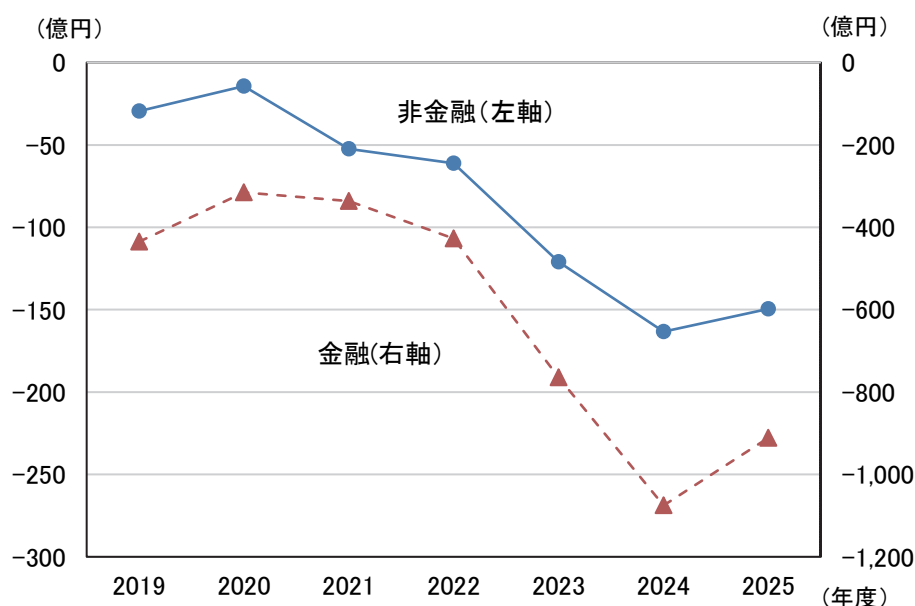
一方、図表 3 は 2019 年度以降の Russell/Nomura Large Cap 構成企業の政策保有株純減額の 1 社あたり単純平均の推移である。これをみると、2025 年度は 2024 年度に比べ、非金

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（2025 年度）

| 単位：兆円 |           |         |           |
|-------|-----------|---------|-----------|
|       | 非金融(167社) | 金融(29社) | 全業種(196社) |
| 上場    |           |         |           |
| 保有金額  | 17.65     | 20.07   | 37.72     |
| 保有増   | 0.43      | 0.67    | 1.10      |
| 保有減   | 2.93      | 3.31    | 6.24      |
| 保有増減  | -2.50     | -2.64   | -5.14     |
| 非上場   |           |         |           |
| 保有金額  | 2.03      | 1.68    | 3.71      |
| 保有増   | 0.40      | 0.16    | 0.56      |
| 保有減   | 0.33      | 0.08    | 0.41      |
| 保有増減  | 0.07      | 0.08    | 0.15      |

（出所）各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

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

融（2024年度163億円、2025年度150億円）、金融（同1,076億円、911億円）とも政策保有株式の純減額は縮小している。しかし、2023年度以前と比較すれば純減額はなお高い水準であり、非金融では多くの政策保有を有する企業グループを中心に株式保有、資本関係の見直しが進む一方、金融では損害保険会社（グループ）やメガバンク（グループ）を中心に政策保有株式の見直しが続いたと考えられる。

## Ⅱ 政策保有株式を巡る今後の注目点

### 1. 機関投資家の議決権行使基準の厳格化が保有圧縮の誘因に

前述のとおり、2025年度も政策保有株式の保有圧縮が高い水準で続いたが、保有圧縮は2026年度以降も継続が見込まれる。その要因の一つは機関投資家の議決権行使基準における政策保有株式保有水準の厳格化の動きである。既に、野村アセットマネジメントが2025年11月より金融については純資産の40%（従来50%）に、非金融は投下資本（純資産＋有利子負債）の15%（従来20%）にそれぞれ厳格化した。また、三井住友DSアセットマネジメントも、2026年1月より閾値を対純資産比の20%から15%とした。さらに、第一生命保険では2027年4月より、政策保有株式を非金融では純資産の20%超、金融では同40%超保有している場合には取締役の再任に反対することを公表している。また、大和アセットマネジメントは今後の議決権行使方針の検討課題として政策保有株式の縮減への取り組みを継続的に求めていくことを表明している。

また、保有目的を政策保有から純投資に変更したにもかかわらず、その実態は変わっていないという「政策保有株式ウォッシュ」に対する基準設定も進んでいる。りそなアセットマネジメントは 2026 年 1 月より、政策保有株式の保有目的を純投資に振り替えたにもかかわらず、実態として政策保有株式と認められる場合には、それを加味した判断を行うことを検討するとした。また、ニッセイアセットマネジメントは 2026 年 6 月より、過大な純投資への移管で具体的な方針（売却をする際の考慮事項など）がない場合、政策保有株式とみなす可能性を表明した。また、金融庁も 2026 年 3 月 27 日に公表した「令和 7 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」の中で「コラム」としてこの問題を取り上げており、高い関心を持っていると考えられる。

## 2. コーポレートガバナンス・コード改訂でも主要論点に

また、政策保有株式は 2026 年 7 月 21 日に公表されたコーポレートガバナンス・コード（以下 CG コード）の第三次改訂でも引き続き主要な論点の一つとして取り扱われている。

図表 4 は改訂版の CG コードにおける政策保有株式に関する要請であり、原則 1-4 に示されている。これは東証プライム、及びスタンダード上場企業ではコンプライ・オア・エクスプレイン（原則を実施するか、実施しない理由を説明する）の対象となる。

図表 4 に示した要請のうち①～③は改訂前の CG コードの原則 1-4 で示されていたものである。これらに、改訂前の CG コードでは補充原則とされていた④（いわゆる政策保有株式を「売らせない」問題、改訂前原則 1-4①）と、⑤（同 1-4②）も重要性が高いとして原則 1-4 に取り込まれた<sup>1</sup>。

図表 4 CG コードにおける政策保有株式に対する要請（原則 1-4）

- |                                                                                                        |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ① 上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき                                   |
| ② 毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべき |
| ③ 政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべき                                       |
| ④ 自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない                |
| ⑤ 政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない                                 |

（出所）金融庁「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」2026 年 7 月 21 日より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> ④についても、金融庁「令和 7 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」2026 年 3 月 27 日の「コラム」として取り上げられている。

また、今回の改訂で新たに設けられた「解釈指針」は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではないものの、「各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うもの」とされており、原則 4-2（取締役会の役割・責務Ⅱ）の解釈指針として、取締役会は、「自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を成長投資等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである。」との文言が付加された。

この中の現預金等の金融資産には、政策保有株式やこれを売却して得た資金も含まれると考えられる。取締役会での不断の検証に加え、投資家やアナリスト、有識者から、「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（デジタル・トランスフォーメーション）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」との期待が示されていることから、上場企業は政策保有株式の不断の見直しとともに、その売却した資金をいかに持続的な企業価値の向上に結び付けられるかも併せて問われることになるであろう（図表 5）。

政策保有株式を「売らせない問題」や、政策保有株式売却で得た資金の使途については、企業と投資家との間でエンゲージメント（対話）の主要なテーマとして取り上げられる機会が今後一段とさらに増えると思込まれる。そして、エンゲージメントの進展は政策保有株式の圧縮をさらに進めると考えられる。

図表 5 有価証券報告書の「株式の保有状況」で投資家等が期待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

政策保有株式については、保有目的を会社の戦略、事業内容及びセグメントなどと関連付け、投資家が理解できる程度に具体的に開示することが望まれる。具体的に記載することで、株式保有方針についての投資家との対話の材料となる

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

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、制約条件を含む主な契約内容についても開示

（出所）金融庁「記述情報開示の好事例集 2025」2026 年 3 月 27 日より野村資本市場研究所作成

### 3. 安定株主としての存在感低下が加速すると見込まれる政策保有

集団などを構成するあるグループが、少数派であっても一定の影響力を発揮し、人々や社会の行動に大きな変化をもたらすようになるとされる水準、すなわち「転換点（クリティカル・マス、ティッピングポイント）」として「30%」という数字が一つの目安として慣習的に用いられる<sup>2</sup>。これを裏返して考えると、集団を構成するあるグループの構成比率が集団全体の 30%を下回ると、そのグループの集団内における影響力は大きく低下すると想定される。

2024 年度に 30%を切り、2025 年度に 27%台まで低下した政策保有は、保有される側から見れば安定株主であったが、この考え方に基づく安定株主としての存在感低下は今後一段と加速すると考えられる。安定株主に頼ることが難しくなる中で企業価値の持続的な拡大を図るためには、上場企業であることを最大限に活かし、株式市場において価値創造に向けた戦略を投資家に提示して、企業経営に対する理解と支持を得ることの重要性をより強く意識する必要がある。まさに、筆者がこれまで述べてきた企業と株主・投資家との新しい関係である「緊張感を孕んだ相互信頼関係」<sup>3</sup>の構築を急ぎ、企業は中長期的、持続的企業価値拡大に向けた経営にまい進し、株主、投資家は企業価値拡大の実践に向けた「健全なリスクテイク」を企業に促すことなどにより、企業価値拡大に向けた経営を後押し、コーポレートガバナンス改革が目指すインベストメントチェーンの高度化を一段と推進することが期待される。

---

<sup>2</sup> 経営・社会学者のロザベス・モス・カンター氏（ハーバード大学）が「企業の中の男と女―女性が増えれば職場が変わる―（高井葉子訳、生産性出版、1995 年）」の中で、「少数派が 35%くらいになると集団としても個人としても存在することが可能になる」と述べたことを基礎として、概ね 30%がクリティカル・マスやティッピング・ポイントとされていると見られる。

<sup>3</sup> 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 年夏号を参照。