IMES DISCUSSION PAPER SERIES

時価会計の導入による政策保有株式の縮減効果：米国会計基準を適用する日本企業を対象とした実態分析

木村晃久（きむらあきひさ）

Discussion Paper No. 2024-J-20

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。
https://www.imes.boj.or.jp

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

IMES Discussion Paper Series 2024-J-20
2024 年 11 月

時価会計の導入による政策保有株式の縮減効果：米国会計基準を適用する日本企業を対象とした実態分析

木村晃久（きむらあきひさ）*

要　　旨

本研究の目的は、時価会計の導入というイベントが、評価差額の資本への影響を懸念する事業法人にとって、その影響を緩和するために政策保有株式の縮減を進めさせるだけのインパクトをもつか否か（リアル・エフェクトがあるか否か）について明らかにすることである。日本では、時価会計が導入された時期と、非効率な持ち合い解消論が優勢となった時期が重なっているため、時価会計の導入前後で政策保有株式の縮減の程度に差異があるか否かを確認するだけでは、時価会計の導入に政策保有株式の縮減効果があるかどうかはわからない。本研究では、企業がもつ時価会計の導入に対する抵抗感の差異に着目し、その差異を、米国会計基準に準拠して連結財務諸表を作成する日本企業が選択する時価会計（SFAS 第 115 号）の導入時期によって把握する点に特徴がある。時価会計の導入に対する抵抗感の強い企業とそれが弱い企業の政策保有株式の保有量トレンドを比較した分析の結果は、時価会計の導入というイベントが、評価差額の資本への影響を懸念する事業法人の多くにとって、その影響を緩和するために政策保有株式の縮減を進めさせるだけの直接効果をもつとはいえないことを示唆するものであった。

キーワード：政策保有株式、時価会計、リアル・エフェクト
JEL classification: M41

* 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授（E-mail: akimura@ynu.ac.jp）

本稿は、筆者が日本銀行金融研究所客員研究員の期間に行った研究をまとめたものである。本稿の執筆に当たっては、秋葉賢一教授（早稲田大学）、米山正樹教授（東京大学）、草野真樹教授（京都大学）、小川淳平准教授（神奈川大学）ならびに日本銀行スタッフから有益なコメントを頂戴した。ここに記して感謝したい。本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。なお、本研究は JSPS 科研費（21K01809）の助成を受けたものである。

１．はじめに

（1）政策保有株式とコーポレートガバナンス・コード

株式会社東京証券取引所は、有価証券上場規程の別添として「コーポレートガバナンス・コード」（以下、「CGコード」という）を定め、2015年6月1日に適用を開始した。そのなかで示されている原則1-4（いわゆる政策保有株式[1]）では、「上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。」と定められていた。

その後、2018年6月1日に適用が開始されたCGコードの改訂版では、原則1-4（政策保有株式）は「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である。また、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である。」（下線は筆者）と改められた[2]。また、補充原則1-4①として、「上場会社は、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。」ことが示された。これらの改訂は、政策保有株式を縮減すべきとする方向性をより強く打ち出したものといえる[3]。

---

[1] CG コードにおいて、どのような株式が「政策保有株式」に該当するかについては、日本取引所グループ（JPX）が提供する「上場会社向けナビゲーションシステム」に示されている FAQ「コーポレートガバナンス・コードの原則 1-4『政策保有株式』について、コーポレートガバナンス・コードではその定義が示されておりませんが、どのような株式が該当しますか。」（https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge6931.html）で示されている。そこでは、政策保有株式の範囲を「一般的には、上場会社が純投資以外の目的で保有している上場株式 …（中略）… また、上場会社同士が互いの株式を相互に持ち合う、いわゆる株式の持合いのケースに限定されず、一方の上場会社が他方の上場会社の株式を一方的に保有するのみのケースも含まれます。」と定めている。本研究における「政策保有株式」の定義も、基本的にはこれと同じである。

[2] なお、CG コードは 2021 年 6 月 11 日に再改訂がおこなわれているが、ここで取り上げている原則 1-4 については、変更点はない。

[3] 大日方［2023］で指摘されているように、「株式持ち合いの是非は簡単にはいえないことであり、個別の企業ごとに経営者が判断すべきものである」（p.374）が、政策保有株式の縮減が強

CGコードの原則1-4が政策保有株式の縮減を促進したか否かについての検証は、宮島・齋藤［2023］でおこなわれている。そこでの検証結果は、「CGコードの施行は政策保有株の売却を促進しただけでなく、売却銘柄の選定メカニズムも変化させた。持ち合い関係がある政策保有株はこれまで売却されにくい傾向が見られたが、CGコード施行以降はこの傾向が明確に弱まっており、CGコードは持ち合い株の売却を促進したと評価することができる」(p.18)ものであった。

（2）政策保有株式と会計基準

政策保有株式の縮減傾向は、CGコードの適用前後にのみみられるものではない。政策保有株式のうち、持ち合い株式に着目したものであるが、たとえば宮島・新田［2011］は、1997年から2004年にかけて、株式の持ち合い解消が進んだことを示している（pp.7-8）。

ちょうどこの時期にあたる1998年6月、企業会計審議会は、バランスシート上で政策保有株式を時価評価[4]する方向性を打ち出した「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」の公開草案を公表した。そして、その後の「金融商品に係る会計基準」（以下、「時価会計」という）の適用に伴い、日本企業は2002年3月決算から政策保有株式を時価評価したうえでオンバランスし、評価差額は純利益を通さずに直接資本に反映[5]させることになった（18項）。なお、この会計処理は、2001年3月期決算から早期適用[6]することもできた（41項）。

財務制限条項などで会計数値（自己資本比率など）が利用されているとき、ボラティリティーの大きな評価差額が資本として認識されると、企業が条項に違反してしまう可能性が高くなり、契約コストの増大を招く可能性がある。また、

く求められている理由の一つは、それを保有することによって資本効率が低下すると考えられていることにある。実際、円谷・柳樂・金［2020］では、政策保有株式を多く持つ企業ほど、翌期の利益率が低く、それを売却した後は、利益率や売上高成長率が高くなることを示唆する実証結果が得られている。

4 「金融商品に係る会計基準」において、政策保有株式は「その他有価証券」に分類されることになる（18 項）。

5 評価差額のうち、評価損については純利益に反映させる「部分資本直入法」を採用することもできたが（「金融商品に係る会計基準」18 項）、たとえば、円谷［2005］で「716 社のうち 7 社が部分資本直入法を採用しており、残りの 709 社が全部資本直入法を採用している」（p.625）ことが明らかにされていることからもわかるとおり、この方法を採用している企業はほとんどない。

6 円谷［2005］では、サンプル企業 716 社のうち、68.4%にあたる 490 社が早期適用を選択していた（pp.614-615）。

ボラティリティーの大きな評価差額が資本として認識されると、それが投資家の意思決定に影響を与え、資本コストの上昇を招く可能性もある。

評価差額を資本として認識することによって、上述したようなシナリオが生じてしまう可能性があることを懸念する企業は、評価差額を生み出す原因となる政策保有株式の縮減を進めるインセンティブをもつことになる。また、先に示したように、時価会計の導入前後に政策保有株式の縮減が進んだことは事実といえる。そのため、巷間では時価会計の導入が政策保有株式の縮減を促進したとの認識がなされることも多い。たとえば、宮島・齋藤［2023］では、「2001年9月には、大きな時価変動に直面した政策保有株にも時価会計が義務付けられ、銀行、事業法人の株式売却を促すこととなった。」（p.5）との認識が示されている。なお、企業会計審議会が1998年6月に公表した公開草案では、時価会計の導入時期が示されていたから、2001年以前の株式持ち合い解消も、時価会計導入による評価差額の資本への影響を懸念したものであった可能性がある。

しかし、企業のなかには、評価差額が資本に与える影響を特段懸念しないものがあってもおかしくはない。また、その影響を懸念する企業であっても、実際に政策保有株式を売却するかはわからない。それを売却することによって生じるコスト[7]が、それによって評価差額が資本に与える影響を緩和するというベネフィットを上回るのであれば、企業は政策保有株式を売却するといった行動を取らないはずである。大日方［2023］が指摘するように、「実際には、金融商品の会計基準の導入後に株式持ち合いが減少した。しかし、それが時価評価の影響なのかは、学術的にはわからない。非効率な持ち合い解消論が優勢となったために、世間体を気にする企業がやめただけかもしれない」（p.375）のである。

（3）研究の目的と構成

本研究の目的は、時価会計の導入というイベントが、評価差額の資本への影響を懸念する事業法人にとって、その影響を緩和するために政策保有株式の縮減を進めさせるだけのインパクトをもつか否かについて明らかにすることである。以下、第2節では本研究のリサーチ・デザインについて、第3節では先行研究で明らかにされていることについて、それぞれ確認する。その後、第4節で検証対象となるサンプルについて記述したうえで、第5節で主たる検証、第6節で追加検証をおこなう。分析の結果、時価会計の導入というイベントは、評価差額の資本への影響を懸念する事業法人の多くにとって、その影響を緩和するために政策保

---

[7] たとえば、円谷・柳樂・金［2020］では、政策保有株式の保有理由の多くは「取引関係の維持・強化」（p.56）であることが明らかにされている。このとき、政策保有株式を売却することによって生じるコストとしては、取引関係に亀裂が生じるコストが考えられる。

有株式の縮減を進めさせるだけの直接効果[8]をもつとはいえないことが明らかになった。第7節は本研究のまとめである。

２．リサーチ・デザイン

（1）日本企業の所有構造と企業支配

世界の上場企業の所有構造と企業支配は、「英米に代表されるアウトサイダー優位の分散した株式所有構造」と「大陸欧州、アジアの新興国にみられる家族・政府などの支配株主をともなう集中した所有構造」に大別できることが知られている（宮島・齋藤［2023］、pp.1-2）。しかし、日本企業の所有構造と企業支配は、これらとは異なり、「株式所有が高度に分散し、しかも、事業法人、銀行生命保険会社などのインサイダーが支配的な地位を占めている点」が特徴的である（宮島・齋藤［2023］、p.2）。

こうした先行研究を踏まえ、株式の政策保有（あるいは、株式持ち合い）は日本企業に固有の事象であると考えたうえで、リサーチ・デザインを組み立てる必要がある。そこで、本研究では、日本企業を検討対象として時価会計の導入による政策保有株式の縮減効果を検証することにした。

（2）日本企業が適用可能な会計基準

先に示したように、日本では、時価会計が導入された時期と、非効率な持ち合い解消論が優勢となった時期が重なっている（大日方［2023］、p.375）。そのため、時価会計の導入前後で政策保有株式の縮減の程度に差異があるか否かを確認するだけでは、時価会計の導入に政策保有株式の縮減効果があるかどうかはわからない。それを検証するためには、検証期間にわたり、非効率な持ち合い解消論の影響は同様に受けるが、時価会計導入の影響は受けない企業の存在が必要である。

当時の日本企業は、企業会計審議会が作成・公表した会計基準に準拠した連結財務諸表（以下、「日本式連結財務諸表」という）を作成するほか、米国の会計基準に準拠した連結財務諸表（以下、「米国式連結財務諸表」という）を作成することもできた。米国で政策保有株式[9]を時価評価し、評価差額は純利益を通さ

---

[8] 時価会計の導入が政策保有株式の縮減に結びつく経路として、たとえば、評価差額の資本直入によって自己資本比率規制（BIS 規制）に抵触する可能性が高まることを嫌う銀行が保有株式を売却することにより、持ち合い解消として事業法人も株式を売却するといったものが考えられる。このような経路は、時価会計の導入が事業法人に政策保有株式の縮減を進めさせる間接効果といえる。

[9] SFAS 第 115 号では、政策保有株式は「売却可能有価証券」として分類されることになる（par.12）。

ずに直接資本に反映させる会計処理（つまり、本研究でいうところの「時価会計」）が求められるようになったのは、米国財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board: FASB）が開発した財務会計基準書（Statement of Financial Accounting Standard: SFAS）第115号が適用されるようになってからである（pars.12-13）[10]。

米国式連結財務諸表を作成する日本企業（以下、「US-GAAP企業」という）は、SFAS第115号を1995年3月決算から適用することになっていた（TDK株式会社［1995］、p.72）。日本の時価会計導入は早期適用すれば2001年3月、強制適用は2002年3月からであり、SFAS第115号とは導入時期に違いがある。そのため、US-GAAP企業が原価評価[11]から時価評価へと移行するとき、日本式連結財務諸表を作成する日本企業（以下、「J-GAAP企業」という）は原価評価のままであり、評価方法の変更の影響を受けない。また、J-GAAP企業が原価評価から時価評価へと移行するとき、US-GAAP企業は評価方法の変更の影響を受けない。このことから、政策保有株式の縮減の程度について、J-GAAP企業とUS-GAAP企業の差をみれば、時価会計の導入に政策保有株式の縮減効果があるか否かを明らかにすることができそうである。

しかし、日本企業がUS-GAAP企業となるためには、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission: SEC）に米国式連結財務諸表を登録している必要がある[12]。US-GAAP企業は、コストを上回るベネフィットがあるからこそSECに登録をしているはずである。『会社四季報（1995年4集秋号）』で確認したところ、US-GAAP企業は27社[13]に過ぎなかった。SECに登録するという選択をし

---

10 なお、SFAS 第 115 号が適用される前は、有価証券の評価は SFAS 第 12 号で規定されていた。そこでは、保有株式を流動固定分類し、それぞれのポートフォリオで低価法が適用された（pars.8-9）。SFAS 第 12 号が設定された背景については、大日方［2023］の pp.37-38 を参照。なお、保有株式を流動資産に分類した場合、その低価損は損益処理され、固定資産に分類した場合、それは資本直入処理される（par.11）。ただし、固定資産に分類されていた場合であっても、強制評価減については損益処理されることになっていた（par.21）。

11 ここでは低価法も含め、原価評価と表現している。

12 このほか、SEC に米国式連結財務諸表を登録していなくても、連結財務諸表制度の導入初年度（1977 年）に米国式連結財務諸表を作成・公表していた日本企業は、US-GAAP 企業となることができた。この点については、「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則」第 95 条、および「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則の一部を改正する内閣府令（平成 14 年内閣府令第 11 号）」附則第 3 項を参照。

13 US-GAAP 企業 27 社の証券コードは、2282, 3591, 4901, 6301, 6326, 6501, 6502, 6503, 6586, 6645, 6701, 6752, 6758, 6762, 6764, 6773, 6971, 6981, 7267, 7751, 7752, 8001, 8002, 8031, 8058, 8264, 8591 である。

ている企業がごく少数に限られていたことを鑑みれば、それらの企業はその選択をおこなわなかった多くのJ-GAAP企業とは企業特性が大きく異なると考えるのが自然である[14]。そのため、政策保有株式の縮減の程度について、J-GAAP企業とUS-GAAP企業を比較してみても、それが時価会計の導入によって生じたものなのか、企業特性の差異によって生じたものなのかを切り分けることは難しい。

（3）本研究のセッティング

上述した問題を回避するため、本研究では、会計基準の差異ではなく、企業がもつ時価会計の導入に対する抵抗感の差異に着目する。時価会計の導入に抵抗感のない企業は、時価評価されることを理由に政策保有株式への投資行動を変えることはしないはずである。一方、時価会計の導入に抵抗感のある企業は、政策保有株式を縮減するベネフィットが、それを縮減することによって生じるコストを上回るのであれば、時価会計の導入を契機に政策保有株式の縮減を進めることになるだろう。よって、政策保有株式の縮減の程度について、時価会計の導入に抵抗感がある企業とそれがない企業の差をみれば、時価会計の導入に政策保有株式の縮減効果があるか否かを明らかにすることができるはずである。

本研究の特徴は、企業がもつ時価会計の導入に対する抵抗感の差異を、企業が選択する時価会計の導入時期によって把握するところにある。先に示したように、US-GAAP企業は、FASBが開発したSFAS第115号を1995年3月決算から適用することになっていた。しかし、US-GAAP企業は、特定の負債証券や持分証券の時価評価によって、J-GAAP企業の作成する財務諸表との比較可能性が損なわれることに懸念を表明し、SFAS第115号と同等の情報を注記開示することを条件

---

[14] 円谷［2005］では、検証対象としている J-GAAP 企業 716 社の 2000 年 3 月期におけるいくつかの財務比率（あるいは、会計数値）の記述統計量が示されている。以下の表は、それらの中央値と本研究が検証対象としている US-GAAP 企業 18 社の 2000 年 3 月期における財務比率（あるいは、会計数値）の中央値を比較したものである。なお、SECは総資産（保有有価証券を除く）に対する保有有価証券の割合、LEVは自己資本比率、ROAは総資産営業利益率、$SIZE$は企業規模（総資産の自然対数）、$URGL$は自己資本に対する未実現損益の割合である。

	SEC	LEV	ROA	$SIZE$	$URGL$
本研究	0.086	0.377	0.038	14.192	0.043
円谷［2005］	0.086	0.373	0.033	5.144	0.055

上表をみると、US-GAAP 企業と J-GAAP 企業では、企業規模が大きく異なっていることがわかる。なお、円谷［2005］の$SIZE$の第 3 四分位は 5.501 であった。このことから、企業規模一つとっても、US-GAAP 企業と J-GAAP 企業をマッチングしたうえで比較することがいかに困難なことであるかがわかるだろう。

に、SFAS第115号を適用しないことをSECに認めさせることに成功した（TDK株式会社［1995］、p.72）。このようなケースでは、1995年3月決算時点でSFAS第115号を適用しない選択をした企業（以下、「特例企業」という）は、時価会計の導入に対する抵抗感が強いこと、そのような選択肢があるにもかかわらず1995年3月決算時点でSFAS第115号を適用する選択をした企業（以下、「原則企業」という）は、時価会計の導入に対する抵抗感が弱いことを、それぞれ顕示していることになる。

なお、先に示したとおり、企業会計審議会が公表した「金融商品に係る会計基準」では、その他有価証券に分類されることになる政策保有株式の時価評価は早期適用することもできた。このとき、早期適用するか否かの選択は、企業がもつ時価会計の導入に対する抵抗感の差異を顕示するようにもみえる。しかし、このケースでは、企業が基準を早期適用しないことは、時価会計の導入に対して抵抗感があるからではなく、原則どおりの対応をとっただけの可能性も十分に考えられる。そのため、本研究では、US-GAAP企業を対象として、政策保有株式の縮減の程度について、特例企業と原則企業の差をみることで、時価会計の導入に政策保有株式の縮減効果があるか否かを明らかにするという方法を選択することにした。

３．先行研究

本研究の目的は、時価会計の導入というイベントが、評価差額の資本への影響を懸念する企業にとって、その影響を緩和するために政策保有株式の縮減を進めさせるだけのインパクトをもつか否かについて明らかにすることである。ここでの「時価会計の導入」とは、注記開示とされていた時価情報がオンバランス化されることを意味する。そのため、本研究は、会計ルールのうち、とくに財務諸表本体での認識と注記開示の差異がもたらすリアル・エフェクトを明らかにする研究の一つと位置づけることができる。なお、会計ルールのリアル・エフェクトとは、会計ルールがもたらす経済的帰結のうち、会計情報の発信者である企業（あるいは、経営者）の実体経済取引（投資や消費など）に与える影響のことである（Leuz and Wysocki [2016], p.545）。

財務諸表本体での認識と注記開示の差異がもたらすリアル・エフェクトのうち、本研究と同様、事業法人の経営者による有価証券投資への影響について検証したものとしては、たとえば、退職給付会計基準の改訂による年金資産投資への影響を題材にしたBarthelme, Kiosse and Sellhorn [2019] がある。しかし、先に示したように、株式の政策保有（あるいは、株式持ち合い）は日本企業固有の事象であり、時価会計の導入が政策保有株式の投資行動に与える影響を主題とした先行研究は、ほとんどない状況といってよい。ただし、時価会計の導入が株式の

政策保有行動に与える影響をうかがい知ることのできるような結果を報告している先行研究はいくつか存在する。以下では、それらの研究成果について整理したうえで、結果の統合的な解釈を試みる[15]。

（1）アンケート調査

薄井・須田［2004］では、時価会計が株式持ち合い構造に与える影響の程度を尋ねた企業へのアンケート調査の結果が示されている[16]。そのアンケート調査の質問内容は、「以下に示した会計基準の変更・新設により、その後、貴社の株式持ち合い構造にどの程度影響がありましたか。」というもので、それ以下に列挙された会計基準のなかに「有価証券・デリバティブの時価評価」という項目が存在する。そして、その影響を測る尺度として、「影響が全くない」を「1」、「甚大な影響があった」を「7」とする7段階リッカート尺度が用いられている（p.85）。

薄井・須田［2004］によれば、この7段階リッカート尺度の平均値は2.997、標準偏差は1.952であった（p.78）。この結果は、実際に時価会計の導入が株式持ち合いに与える影響がなかったとする企業もあれば、その影響が大きかったとする企業もあることを示唆している。また、ここでの7段階リッカート尺度は「4」を中心としたものであることから、この結果は、全体としてみれば、その影響がどちらかといえば小さいとする企業が多いことを示唆するものともいえる。

しかし、上述の結果とは整合しないようにみえる結果を報告している先行研究として、野村［2004］がある。そこでは、事業会社に対するアンケート調査がおこなわれており、そのなかの「保有株式が時価評価されることによって、保有株式（持合株式に代表される）の放出が促進されましたか。」という質問に対し、財務諸表作成者の68.1%が「促進されたと思う」と回答している（p.154）[17]。

ただし、同じく野村［2004］による「事業会社にとって、保有株式の評価差額を純資産の増減として報告することに抵抗感があると思いますか。」という質問に対しては、「抵抗感がある」と回答した財務諸表作成者は29.7%にすぎない（p.155）。政策保有株式の評価差額は資本直入であり、また、保有株式の強制評価減は時価会計の導入前から存在していたから、時価会計の導入によって保有

---

15 その意味で、本節は先行研究の検証結果を利用したメタ分析をおこなっていることになる。

16 なお、薄井・須田［2004］の研究主題は、時価会計を含む新会計基準の導入が株式持ち合いに与えた影響と、株式持ち合いの調整が企業業績に与えた影響を同時に検証することにあった。

17 なお、この質問は、保有株式の放出が促進された企業が「自社」であることを求めていない。そのため、これは以下で示すような「強制評価減」を念頭においた回答である可能性のほか、あくまでも一般論として「保有株式を放出した企業があると耳にしたことがある」企業が「促進されたと思う」と回答した可能性もある。

株式の放出を促進させる可能性があるのは、ここで「抵抗感がある」と回答した29.7%の企業に限られるはずである。また、この時期には、当時の与党金融政策プロジェクトチームから、長期保有の有価証券の時価評価や強制評価減の会計処理を見直すこと[18]について、企業会計基準委員会で緊急検討するよう要請があるほど市況が悪化していた（企業会計基準委員会［2003］）。このことも勘案すると、保有株式の放出が「促進されたと思う」と回答している企業の多くは、時価会計の導入による評価差額の資本直入ではなく、強制評価減（これも結果としてバランスシート上で保有株式が時価評価されることになる）を念頭において、そのような回答に至った可能性があると考えられる[19]。

（2）実証分析

事業法人とは異なり、銀行は、時価会計の導入によってその他有価証券の評価差額が直接自己資本比率規制（BIS規制）に影響するようになった[20]。しかも、先に示したとおり、この時期は市況が悪化していたため、銀行はBIS規制に抵触しないよう、保有株式の売却を進めていた。さらに、銀行は2001年に公布された「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」（以下、「株式保有規制」という）によって、保有株式を自己資本の範囲内に収めなければならなくなった。そのため、銀行はこの規制にも抵触しないようにする必要に迫られ、保有株式の売却を進めることになった。

実際、薄井［2015］は、その他有価証券の取得原価の変化分を被説明変数、金

---

18 このほか、固定資産の減損会計の強制適用を開始する時期の延期についても緊急検討が要請されていた。これらの顛末については、たとえば企業会計基準委員会［2003］を参照。

19 なお、野村［2004］による「時価評価の対象が増えたことに伴って評価損益を資本直入する項目が増えてきました。これに対して損益として処理すべきだとする考えがあります。損益として処理すべきか、そうでないか、いずれが良いとお考えですか。」という質問に対し、「損益処理すべきではない」と回答した財務諸表作成者は 55.5%にのぼる（p.154）。このアンケート結果は、評価差額を損益として認識することに財務諸表作成者が抵抗感をもっていることを示唆している。よって、市況が悪化している場合、強制評価減の認識に至るまえに保有株式の売却を促進した企業があっても不思議ではない。

20 たとえば、国際基準適用行について、政策保有株式の評価方法として原価法を採用していた場合、政策保有株式の含み損益は自己資本に算入されなかったが、時価会計の導入後は、ネットした評価益の 45%は自己資本の補完的項目に、評価損は 100%を自己資本の基本的項目に算入されることになった。これらが算入されるか否かは、評価方法として原価法と低価法のどちらを採用していたか、また、国際基準適用行か国内基準適用行かによって、若干取り扱いが異なるが、時価会計導入前の状況がどうであれ、その導入後は評価損が必ず自己資本の基本的項目に算入されることになる。この点については、金融庁［2000］を参照。

融機関持株比率の変化分などを説明変数とした回帰分析により、2000年代前半に、金融機関による株式保有割合が減少するほど、その事業法人はその他有価証券の保有割合を減少させる傾向があることを明らかにした（pp.603-605）。この結果は、薄井・須田［2004］のアンケート調査のなかで、時価会計の導入が株式持ち合い構造に与える影響が大きかったと回答した企業のなかに、自社の資本への影響を懸念した結果ではなく、持ち合い関係にあった銀行による保有株式売却を契機とした持ち合い解消によるものが多く含まれている可能性があることを示唆するものといえる。

なお、円谷［2005］は、政策保有株式の時価評価を早期適用するか否かの決定要因について分析をおこなっている。そこでは、早期適用ダミー（被説明変数）と有価証券売却損益（有価証券の事前の売却行動を捉える説明変数）の間に、統計的に有意な結果が得られていない。前節では、日本の時価会計を早期適用するか否かの選択は、企業がもつ時価会計の導入に対する抵抗感の差異を顕示しない可能性があることを指摘したが、仮にこれが顕示できているとした場合、円谷［2005］の検証結果は、有価証券の事前の売却行動の差異が、時価会計の導入に対する抵抗感の差異によっては説明することができないと解釈することもできる。

（3）予想される帰結

第1節で示したように、巷間では時価会計の導入が政策保有株式の縮減を促進したとの認識がなされることも多い。しかし、先行研究を整理してみると、事業法人による政策保有株式の縮減は、BIS規制と株式保有規制への抵触回避を目的とした銀行による保有株式売却を契機とした持ち合い解消という側面が大きく、評価差額の資本直入に抵抗感があることが直接的な原因となっているケースは限られているようにみえる。円谷［2005］の結果も併せて考えると、時価会計の導入による評価差額の資本直入それ自体は、自己資本比率についてとくに規制のない事業法人の多くにとって、政策保有株式の縮減を進めさせるだけのインパクトを持たないかもしれない。これを仮説のかたちで明示すると、以下のようになる。

仮説：　時価会計の導入による評価差額の資本直入は、事業法人の多くにとって、政策保有株式の縮減を進めさせるだけの直接効果を持たない。

4．サンプル

第 2 節で示したとおり、『会社四季報（1995 年 4 集秋号）』で識別された US-GAAP 企業は 27 社であった。本研究では、政策保有株式の縮減の程度を企業間

で比較する必要があるため、決算期を企業間で揃えておく必要がある。本研究の検証期間中、決算期の変更がない 3 月決算 US-GAAP 企業は 22 社であり、このうち 19 社は製造業であった。残りの 3 社は商業に属する企業であった[21]が、製造業と商業では株式の政策保有に構造的な差異が存在する可能性があるため、サンプルから除外する[22]。ここから、検証期間中に持分法の適用除外により、当該株式が売却可能有価証券として分類されることになったことで政策保有株式が急増した 1 社（証券コード 6971）[23]を除き、検証対象となるサンプルは最終的に 18 社となった。

（1）SFAS 第 115 号の適用時期

サンプル 18 社の基本情報は図表 1 にまとめてある。なお、この図表 1 の作成に必要なデータは、各企業の有価証券報告書から手作業で収集している。

図表 1　サンプルの基本情報

証券コード	SFAS115 適用年度	原則/特例	持分証券による含み益が含み益全体に占める割合	トレーディング有価証券の有無
2282	1995	原則	1.046	No
3591	1999	特例	1.001	No
4901	2001	特例	0.986	No
6301	1995	原則	1.007	No
6326	1999	特例	1.000	No
6501	2001	特例	0.993	No
6502	2001	特例	0.999	No
6503	2001	特例	0.986	No
6586	1995	原則	1.154	No
6645	1999	特例	0.997	No
6701	2000	特例	0.989	No
6752	2001	特例	1.057	No
6758	1995	原則	0.973	No
6762	2001	特例	1.006	No
6773	1998	特例	1.004	No
6981	1999	特例	0.790	No
7267	1995	原則	1.000	No
7752	1995	原則	0.990	No

注)「原則/特例」欄は、企業が「原則企業」と「特例企業」のどちらに該当するかを示している。企業が SFAS 第 115 号を 1995 年に適用していれば「原則」、それ以外は「特例」となる。「持分証券による含み益が含み益全体に占める割合」は、1995 年 3 月決算時点における、売却可能有

[21] 業種は、『会社四季報（1995 年 4 集秋号)』で中分類の情報を収集し、その後、日本取引所グループが公表している「業種別分類表」を用いて大分類の情報に変換している。

[22] なお、商業 3 社を含めて分析した場合であっても、結果の解釈に影響を与えるような差異がないことは確認してある。

[23] この点については、京セラ株式会社［2001］の p.44 を参照。

価証券から生じる含み益に対する市場性のある持分証券から生じる含み益の割合である。「トレーディング有価証券の有無」は、企業がトレーディング有価証券を保有していれば「Yes」、保有していなければ「No」となる。

図表 1 の「SFAS115 適用年度」の欄をみると、1995 年にそれを適用した企業は 6 社あることがわかる。よって、本研究ではこれら 6 社を原則企業に、それ以外の 12 社を特例企業に分類する。そのことは図表 1 の「原則/特例」の欄に示されている。

なお、図表 1 の「SFAS115 適用年度」の欄をみると、特例企業がそれを適用した年度について、企業間でばらつきがあることがわかる。このうち、もっとも適用時期が遅いのは 2001 年である。SEC が SFAS 第 115 号の適用除外を認めたのは、上述のように、特定の負債証券や持分証券の時価評価によって、J-GAAP 企業の作成する財務諸表との比較可能性が損なわれることに US-GAAP 企業が懸念をもっていたからであった。そのため、時価会計が導入され、比較可能性が担保されるようになる 2001 年には、もはや適用除外が認められる理由は存在しないことになる。結果として、2001 年における SFAS 第 115 号の適用は「強制適用」と捉えることができる。

SFAS 第 115 号が 2001 年に「強制適用」されたのは、特例企業 12 社のうち、半数の 6 社である。その他の特例企業 6 社は、それ以前に SFAS 第 115 号を適用している。具体的には 1998 年に 1 社、1999 年に 4 社[24]、2000 年に 1 社となっている。

特例企業にとってみれば、いずれは特例が認められなくなると考えて政策保有株式への投資戦略を組み立てるのが合理的行動である[25]。そのように考えれば、2001 年の「強制適用」より前に SFAS 第 115 号を適用した特例企業は、もし政策保有株式の縮減によって評価差額の資本直入を避けるというベネフィットが、縮減によって被るコストを上回るのであれば、その適用前に政策保有株式の縮

---

[24] 1999 年に SFAS 第 115 号を適用した企業は、評価差額をその他の包括利益として開示することを求めた SFAS 第 130 号の適用に併せて、評価差額を認識することを求めた SFAS 第 115 号も同時に適用するという意思決定をおこなったと推測することができる。なお、この意思決定は、企業会計審議会が 1998 年 6 月に「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」を公表したこと（これにより、早晩 SFAS 第 115 号の適用除外が認められなくなることが明らかになったこと）に後押しされているものと考えられる。

[25] 企業会計審議会が時価会計の導入時期を明示した「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」の公開草案を公表したのは 1998 年 6 月であるから、SFAS 第 115 号の「強制適用」を見越した特例企業による政策保有株式の縮減は、遅くとも 1998 年以降には観察されるようになるはずであるが、それ以前に政策保有株式の縮減がはじまっていてもおかしくはない。

減をおこない、導入準備が整った段階で SFAS 第 115 号を適用するはずである。一方、2001 年に「強制適用」された特例企業については、適用時期を後ろ倒しすることができない以上、SFAS 第 115 号の適用前には政策保有株式の縮減が終わらず、その適用後にも評価差額への資本直入を避ける目的での縮減行動が続く可能性もある。

このように、SFAS 第 115 号を導入する前後で、企業による政策保有株式の縮減行動は異なるものになる可能性があるから、政策保有株式の保有量の変化は、導入前後で分けて把握する必要がある。そこで本研究では、特例企業 12 社について、適用年度ごとにグループ化したうえで、グループごとに政策保有株式の保有量の変化を原則企業グループのそれと比較することにした。

なお、適用時期の最も遅い「強制適用」の特例企業が SFAS 第 115 号適用後に政策保有株式の縮減を進めたか否かを検証するためには、少なくとも 2001 年から数期間はトレンドを観察する必要がある。また、宮島・新田［2011］は、2005 年から一時的に株式持ち合いの「復活」が観察されることを示している（pp.10-11）。株式持ち合いの「復活」は、企業による政策保有株式への投資戦略が変化していることを意味する。時価会計の導入に政策保有株式の縮減効果があるか否かを問題にしている以上、政策保有株式への投資戦略そのものは検証期間にわたって大きな変化がないほうが望ましい。そのため、本研究では、原則企業が SFAS 第 115 号の適用を開始した 1995 年から 2004 年までの期間にわたり、政策保有株式の保有量のトレンドを観察することにした。

（2）SFAS 第 115 号の適用による会計数値への影響

本研究のセッティングは、特定の負債証券や持分証券の時価評価のうち、政策保有株式の時価評価に対する抵抗感が強いときに SFAS 第 115 号の適用を遅らせる（つまり、特例企業になる）ことを前提にしている。しかし、なかには政策保有株式の時価評価ではなく、トレーディング有価証券や他の売却可能有価証券の時価評価を懸念して SFAS 第 115 号の適用を避ける企業があってもおかしくはない。ここでは、そのようなシナリオが成立する可能性があるか否かについて確認しておこう。

先に示した図表 1 には、1995 年 3 月末日時点において、検証対象となっている US-GAAP 企業の市場性のある持分証券（つまり、政策保有株式）による含み益が、当該企業で認識されている売却可能有価証券から生じた含み益の総額に対して、どの程度の割合を占めているかが示してある。その欄をみると、原則企業であっても特例企業であっても、その割合は 1.000（つまり、100%）に非常に近い値をとっている。このことは、政策保有株式以外の売却可能有価証券から生じている含み損益が非常に小さいことを意味している。

また、先に示した図表 1 には、1995 年 3 月末日時点において、検証対象となっている US-GAAP 企業がトレーディング有価証券を保有しているか否かに関する情報も示されている。それをみると、トレーディング有価証券を保有している企業は、検証対象となるサンプルのなかには存在しないことがわかる。

これらのデータは、企業が保有する売却可能有価証券のうち、持分証券以外から生じる評価差額が資本に与える影響の程度を勘案して、あるいは、トレーディング有価証券の評価差額が損益に与える影響の程度を勘案して、1995 年 3 月時点で SFAS 第 115 号を適用するか否かを判断するというシナリオが成立しないことを示している。これにより、政策保有株式の時価評価に対する抵抗感の差異によって 1995 年 3 月時点で SFAS 第 115 号を適用するか否かが決まるというシナリオの蓋然性はそれだけ高まったといえよう[26]。

5．主たる検証

（1）政策保有株式の保有量の測定方法

SFAS 第 115 号において、連結や持分法の対象外となる持分証券は、トレーディング有価証券か売却可能有価証券のいずれかに分類されることになる。このうち、トレーディング有価証券に分類されるものは政策保有株式としての性格を持たないことは明らかである。また、売却可能有価証券のうち、市場性のない持分証券については、時価評価をする必要がないため、会計基準改訂の影響を受けない。よって、本研究では、政策保有株式の保有量（以下、「保有量」とする）を、売却可能有価証券に分類される市場性のある持分証券の取得原価で測定する。なお、このデータは各企業の有価証券報告書から手作業で収集している。

ここで、この取得原価は、経営者による政策保有株式の縮減とは無関係な会計処理によって変動する可能性がある。たとえば、売却可能有価証券に含まれていた持分証券を退職給付信託へ拠出した場合、その拠出分については売却可能有価証券から除外され、結果として取得原価は減少することになる。これが政策保有株式の縮減とは無関係な取得原価の変動であることは明らかであろう。また、投資先企業の企業結合等によって、株式の交換が生じた場合、交換時の時価が新たな取得原価として採用されることになるが、これに伴う取得原価の変動も、政策保有株式の縮減とは無関係である。さらに、強制評価減による取得原価の切り下げも、政策保有株式の縮減とみることはできない。

退職給付信託への拠出額については、注記情報からそれによる取得原価の減

---

[26] もちろん、他のシナリオが成立する可能性は残されている。その可能性についての検討は、第 6 節の追加検証でおこなう。

少額を把握することができるから[27]、保有量の変化を測定する際には、それに伴う取得原価の減少はなかったものとして調整すればよい。また、株式の交換に伴う取得原価の変動分についても、注記情報として株式交換損益が記載されているから、保有量の変化を測定する際には、その株式交換損益がなかったものとして取得原価を調整すればよい。

これらとは異なり、強制評価減については、調整が少々厄介である。注記情報からは、売却可能有価証券にかかる強制評価減の金額がわかるのみで、そのうち市場性のある持分証券からどれだけの強制評価減が生じているか、判然としないからである。しかし、この強制評価減の影響を無視するわけにはいかない。

ここで、本研究のリサーチ・デザインが、原則企業の保有量トレンドをベースに、特例企業のそれがより縮減傾向を示すか否かを確認し、原則企業に対して、特例企業に縮減傾向がみられないことによって仮説が支持されることを鑑みると、この仮説が支持されにくい方向で強制評価減の調整をおこなえば、仮説が支持されたときの頑健性は高くなるはずである。そこで、本研究では、原則企業については強制評価減の全額を足し戻して保有量の変化に上方バイアスをかけるとともに、特例企業については強制評価減の調整をおこなわずに保有量の変化に下方バイアスをかけることで、この問題に対処することにした[28]。

（2）検証結果

特例企業の保有量トレンドを原則企業のそれと比較したグラフは、特例企業の SFAS 第 115 号適用時期ごとに図表 2 としてまとめてある。そこでは、特例企業が SFAS 第 115 号を適用した時点の各企業の保有量を「1」として基準化したときの、各年度の保有量を折れ線グラフ（特例企業は実線、原則企業は破線）で示してある。

SFAS 第 115 号の適用前の期間については、原則企業の保有量トレンドよりも特例企業のそれが下位に位置していれば縮減効果はみられないと解釈することになる。一方、適用後の期間については、原則企業の保有量トレンドよりも特例企業のそれが上位に位置していれば縮減効果はみられないと解釈することになる。

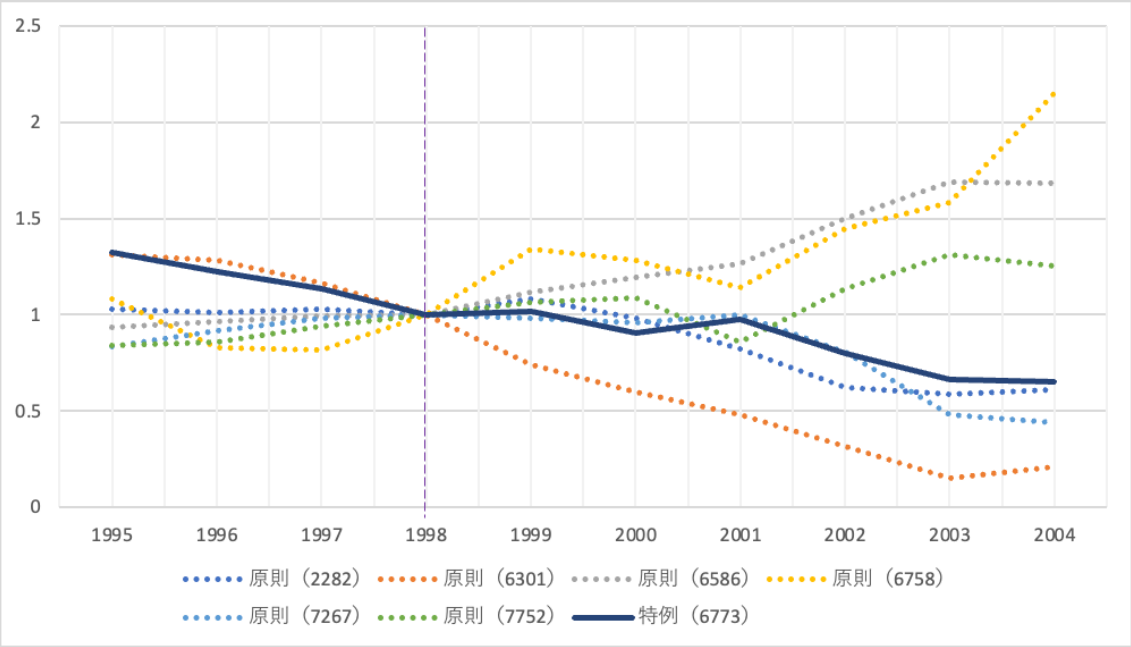
---

[27] 具体的には、退職給付信託へ拠出した市場性のある持分証券の時価から退職給付信託設定益を控除することで、取得原価を逆算することになる。

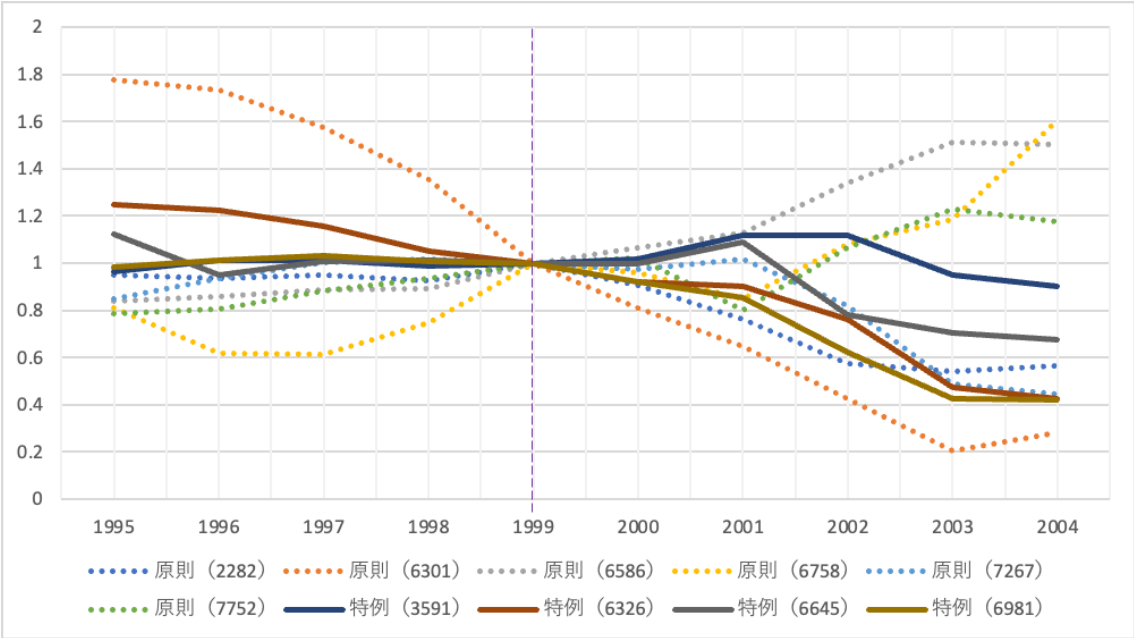
[28] サンプルは 18 社あり、各社 10 年分（1995 年から 2004 年）のデータがあるので、その観測値数は合計 180 社・年となる。このうち、検証期間中に強制評価減が認識されたのは 41 社・年（原則企業は 12 社・年、特例企業は 29 社・年）であった。

図表２　政策保有株式の保有量トレンド（コントロールなし）

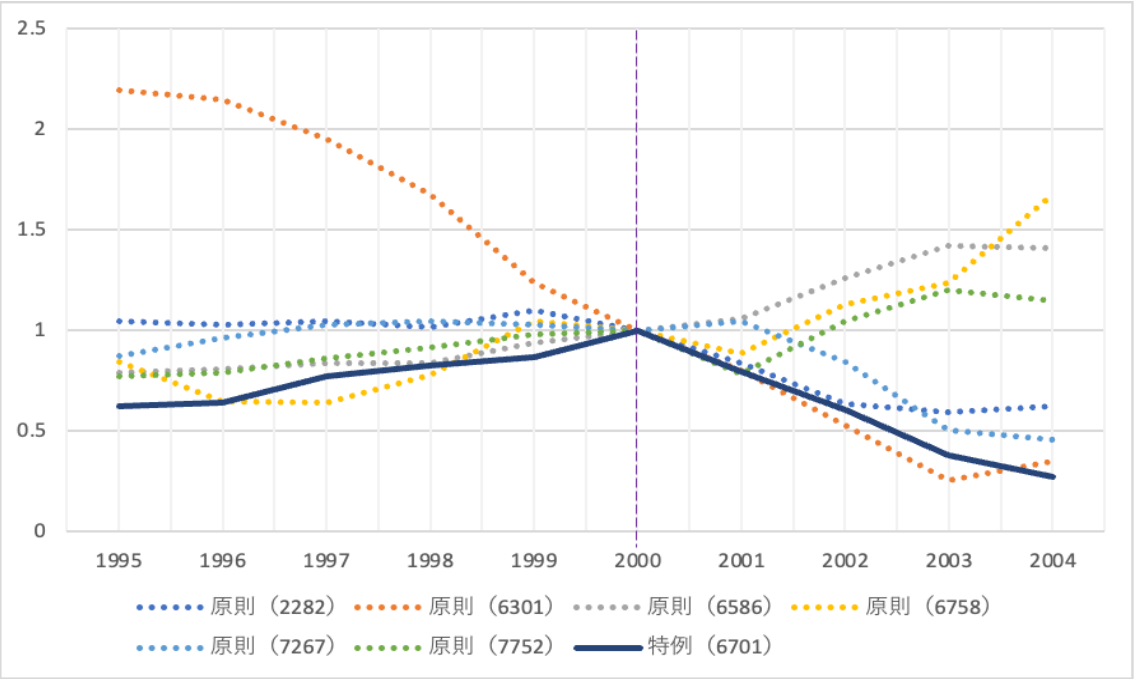
Panel A　1998 年 SFAS 第 115 号適用企業



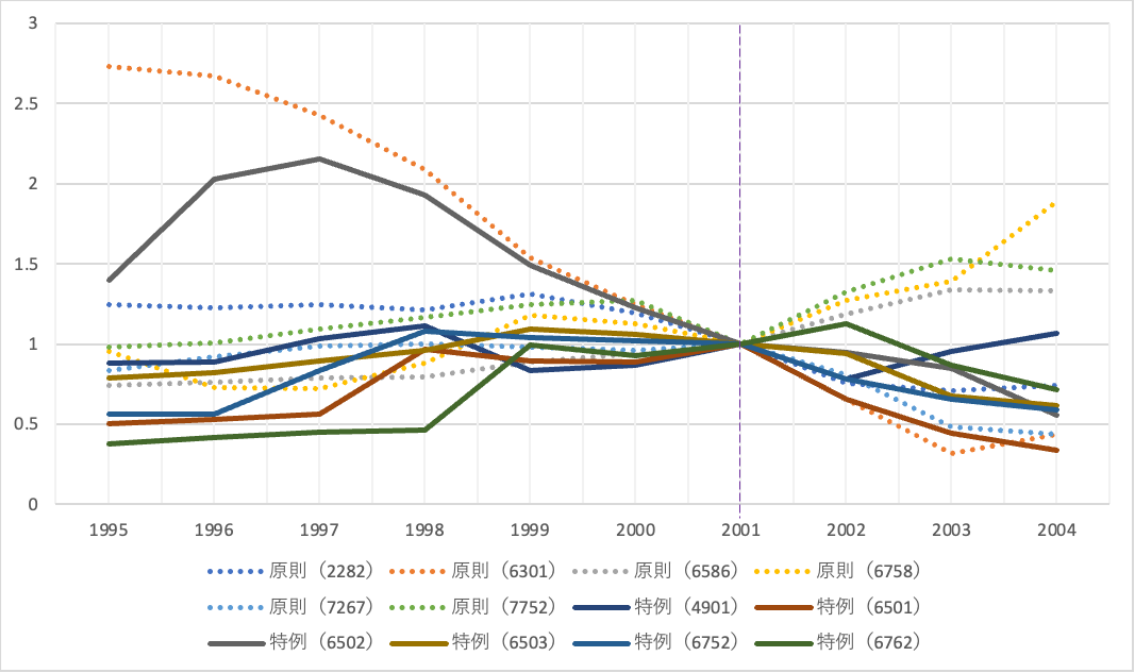
Panel B　1999 年 SFAS 第 115 号適用企業



Panel C　2000 年 SFAS 第 115 号適用企業



Panel D　2001 年 SFAS 第 115 号適用企業



イ．1998 年適用企業

1998 年に SFAS 第 115 号を適用した企業（1 社）の、原則企業と比較した保有量トレンドは図表 2 の Panel A に示してある。

Panel A をみると、特例企業は SFAS 第 115 号適用前に保有量を減らしており、その下降トレンドは多くの原則企業よりも強い。原則企業のうち 1 社（証券コード 6301）については、1998 年までの期間に特例企業と同程度の下降トレンドを示しているものの、多くの原則企業とは明らかに異質なトレンドである。実際、当該企業が SFAS 第 115 号による評価差額の資本直入に抵抗感をもっているにもかかわらず、それでもなお当該基準を 1995 年に適用し、適用後に縮減を進めている可能性は、この検証では否定できない。仮説が支持されにくい方向で結果を解釈することで、仮説が支持されたときの頑健性を高めるという意味でも、ここでの結果は、特例企業（証券コード 6773）が評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式を縮減したことを示唆するものと捉えるべきであろう。

なお、ここで検証対象とされている特例企業については、その適用前に政策保有株式の縮減をおこない、導入準備が整った段階で SFAS 第 115 号を適用しているはずであるから、その適用後に評価差額の資本直入を避ける目的での縮減行動が続く可能性は低いと考えられる。実際、Panel A をみると、1998 年から 2001 年までの間に、特例企業の保有量は横ばいで推移しており、原則企業の保有量トレンドと比較しても、縮減行動がみられるとはいえない。2001 年以降は保有量を減らしているものの、その下降トレンドは原則企業の半数にみられる下降トレンドと同程度か、若干弱いことを鑑みれば、これが SFAS 第 115 号を適用したことによるものとは考えにくい。

以上より、1998 年に SFAS 第 115 号を適用した企業（1 社）については、その適用前に評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこない、導入準備が整った段階で SFAS 第 115 号を適用したものと考えられる。なお、1998 年までの期間に特例企業と同程度の下降トレンドを示している原則企業（証券コード 6301）は、SFAS 第 115 号による評価差額の資本直入に抵抗感をもっているにもかかわらず、それでもなお当該基準を 1995 年に適用し、適用後に縮減を進めている可能性がある。もしそうであれば、抵抗感が弱いという前提が当該企業では成立しなくなり、特例企業の比較対象としての要件を満たさなくなる。これについては、第 6 節の追加検証で確認する。

ロ．1999 年適用企業

1999 年に SFAS 第 115 号を適用した企業（4 社）の、原則企業と比較した保有量トレンドは図表 2 の Panel B に示してある。

Panel B をみると、特例企業 4 社のうち、3 社は SFAS 第 115 号適用前に保有

量を減らすような傾向はみられず、そのトレンドは多くの原則企業のそれと変わりないことがわかる。これらの企業については、SFAS 第 115 号適用前に評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこなったとはいえない。

これに対し、残りの 1 社（証券コード 6326）は、多くの原則企業とは異なり、保有量を減らす傾向を示している。1998 年適用企業のケースと同様、ここでの結果は、特例企業（証券コード 6326）が評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式を縮減したことを示唆するものと捉えるべきであろう。

なお、特例企業 4 社の適用後の保有量トレンドは、2001 年まではほぼ横ばいとなっている。また、2001 年以降の保有量は概ね下降トレンドになっているが、その強さは、原則企業の半数にみられるものと同程度か、若干弱いものである。

以上より、1999 年に SFAS 第 115 号を適用した企業 4 社のうち 3 社については、評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこなったとはいえないが、残りの 1 社（証券コード 6326）については、その適用前に評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこない、導入準備が整った段階で SFAS 第 115 号を適用したものと考えられる。なお、原則企業（証券コード 6301）が、SFAS 第 115 号による評価差額の資本直入に抵抗感をもっているにもかかわらず、それでもなお当該基準を 1995 年に適用し、適用後に縮減を進めている可能性がある。もしそうであれば、抵抗感が弱いという前提が当該企業では成立しなくなり、特例企業の比較対象としての要件を満たさなくなる点は、1998 年適用企業のケースと同様である。

ハ．2000 年適用企業

2000 年に SFAS 第 115 号を適用した企業（1 社）の、原則企業と比較した保有量トレンドは図表 2 の Panel C に示してある。

Panel C をみると、この特例企業は SFAS 第 115 号適用前に保有量を継続的に増やしていることがわかる。SFAS 第 115 号適用後は、逆に保有量を継続的に減らしているが、適用前に評価差額の資本直入を避けるような対応を全くしていない以上、この下降トレンドが評価差額の資本直入を避ける目的から生じたと解釈するのは妥当ではない。実際、原則企業の半数は、これと似たような下降トレンドを示しているから、この程度の下降トレンドは SFAS 第 115 号の適用を契機とせずに生じるものといえる。

以上より、2000 年に SFAS 第 115 号を適用した企業（1 社）については、評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこなったとはいえないだろう。

ニ．2001 年適用企業

2001 年に SFAS 第 115 号を適用した企業（6 社）の、原則企業と比較した保有量トレンドは図表 2 の Panel D に示してある。

Panel D をみると、特例企業 6 社のうち、大多数の 5 社は SFAS 第 115 号適用前に保有量を減らすような傾向はみられず、そのトレンドは多くの原則企業のそれと変わりないことがわかる。これらの企業については、SFAS 第 115 号適用前に評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこなったとはいえない。

これに対し、残りの 1 社（証券コード 6502）は、多くの原則企業とは異なり、1997 年までは保有量を増やしているが、1998 年からは継続的に保有量を減らす傾向を示している。企業会計審議会が時価会計の導入時期を明示した「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」の公開草案を公表したのは 1998 年 6 月であるが、その約 1 年前の 1997 年 6 月には「金融商品に係る会計処理基準に関する論点整理」が公表されているから、1997 年をピークに当該企業の保有量が下降トレンドに転換したのは、SFAS 第 115 号の適用除外が認められなくなることが現実味を帯びたことにより、評価差額の資本直入が避けられなくなることを見越して、その対応をとった結果であると解釈することができる。

なお、特例企業 6 社の適用後の保有量は概ね下降トレンドになっているが、その強さは、原則企業の半数にみられるものと同程度か、若干弱いものである。そのため、これが SFAS 第 115 号を適用したことによるものとは考えにくい。

以上より、2001 年に SFAS 第 115 号を適用した企業 6 社のうち 5 社については、評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこなったとはいえないが、残りの 1 社（証券コード 6502）については、その適用前に評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこなったものと考えられる。

なお、原則企業（証券コード 6301）が、SFAS 第 115 号による評価差額の資本直入に抵抗感をもっているにもかかわらず、それでもなお当該基準を 1995 年に適用し、適用後に縮減を進めている可能性がある。もしそうであれば、抵抗感が弱いという前提が当該企業では成立しなくなり、特例企業の比較対象としての要件を満たさなくなる点は、先のケースと同様である。

ホ．小括

これまでの検証結果は、評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこなったと考えられる特例企業は 3 社(25%)であり、残りの 9 社(75%)はそのような目的で縮減をおこなったとはいえないことを示唆するものである。これは、時価会計の導入による評価差額の資本直入は、事業法人の多くにとって、

政策保有株式の縮減を進めさせるだけの直接効果を持たないという仮説を支持する結果といえる。

6．追加検証

（1）売却動機のコントロール

円谷・古賀［2018］は、自己資本比率や売上高営業利益率が低いときに政策保有株式が売却されることを実証的に明らかにしている[29]。前者は財政状態が悪化したときの手元流動性確保の手段として政策保有株式を利用していること、後者は政策保有株式の売却によっていわゆる「益出し」をおこなっていることを示唆するものといえる。これらの売却行動は、時価会計の導入による政策保有株式の縮減とは異なる動機をもっているため、コントロールしたうえで検証したほうがよい。

まず、政策保有株式を自己資本比率が悪化したときの手元流動性確保の手段として利用しているケースを把握するため、本研究では以下の「条件 1」を設定する。

条件 1	$自己資本^{30}の変化率_t < 1$ and $保有量変化率_t < 1$ and $自己資本比率^{31}の変化率_t > 1$

「条件 1」は、自己資本が減少したときに政策保有株式の保有量の減少と自己資本比率の増加が同時に観察されるとき、政策保有株式を自己資本比率が悪化したときの手元流動性確保の手段として利用していると判定するものである。自己資本の減少は、基本的には当該企業が純損失であるとき、あるいは、配当性向（総還元性向）が 100%を超えるときに生じる。このとき、利益に裏付けされたキャッシュの獲得は見込めない。この状況で自己資本比率を高めるためには、何らかの方法でキャッシュを工面して債務を返済するしかない。ここで同時に政策保有株式の保有量が減少していれば、債務を返済するための原資を、政策保有株式の売却によって工面している可能性が高い。

---

[29] 同様に、宮島・齋藤［2023］は、D/E レシオが高いときや、ROE が低いときに政策保有株式が売却されることを実証的に明らかにしている。

[30] 自己資本は SFAS 第 115 号による評価差額を控除した数値を用いて計算している。

[31] 自己資本比率も SFAS 第 115 号による評価差額を控除した数値を用いて計算している。

つぎに、政策保有株式の売却による「益出し」のケースは、以下の「条件 2」または「条件 3」によって判定する。なお、税引前株式売却益と市場性のある持分証券の未実現利益に関するデータは注記情報から入手することができる。税引後株式売却益は、税引前株式売却益に税効果を乗じて計算される[32]。

条件 2	$保有量変化率_t < 1$ and $税引後株式売却益_t > 0$ and $税引後株式売却益を控除した当期純利益_t < 0$
条件 3	$保有量変化率_t > 1$ and $\frac{税引前株式売却益_t}{市場性のある持分証券の未実現利益_{t-1}} > 0.2$

「条件 2」は「益出しによる損失回避」を捉えるものである。ここでは、政策保有株式の売却益がなければ純損失であるようなケースを捕捉する。

また、「条件 3」は「益出しクロス取引」を捉えるものである[33]。益出しクロス取引の場合、売却した株式を買い戻すことになり、その際の取得原価は、クロス取引の前の簿価よりも高くなるから、結果として政策保有株式の保有量は増加することになる。また、益出しクロス取引によって、企業が抱えていた未実現利益の多くは実現することになる。「条件 3」はこれらの状況を捉えるものである。なお、期首時点の未実現利益に対する当期の売却益の比率がどの程度大きければ益出しクロス取引をおこなっている可能性が高いといえるかについては、理論的な決め手がない。本研究では、その比率が 20%を超えている場合に益出しクロス取引をおこなっていると判定しているが、この比率を多少動かした場合であっても、結果の解釈に影響を与えるような差異が生じないことは確認してある。

「条件 1」から「条件 3」のいずれかに該当した場合、その企業・年の保有量

---

32 税効果は以下の式で計算される。

$$税効果_t = \frac{連結貸借対照表の資本の部で認識される評価差額_t}{売却可能有価証券の未実現利益_t}$$

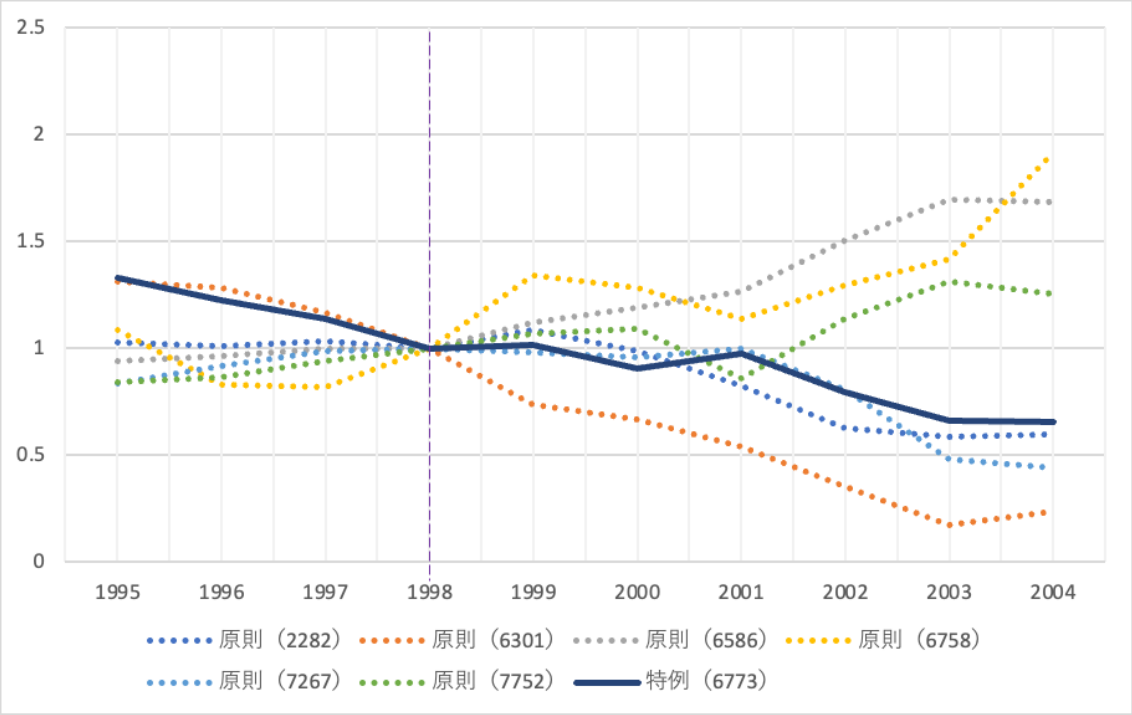
33 益出しクロス取引によって損失を回避した場合は、「条件 3」に含まれる。

変化には、これら売却動機を原因としたものが混入している可能性が高い。よって、以下では「条件 1」から「条件 3」のいずれかに該当した企業・年[34]の保有量の増減を、実際に測定された増減の 50%に抑える調整をおこなう[35]。

この調整を加えたあとの保有量トレンドは、図表 3 にまとめてある。

図表 3　政策保有株式の保有量トレンド（売却動機のコントロール）

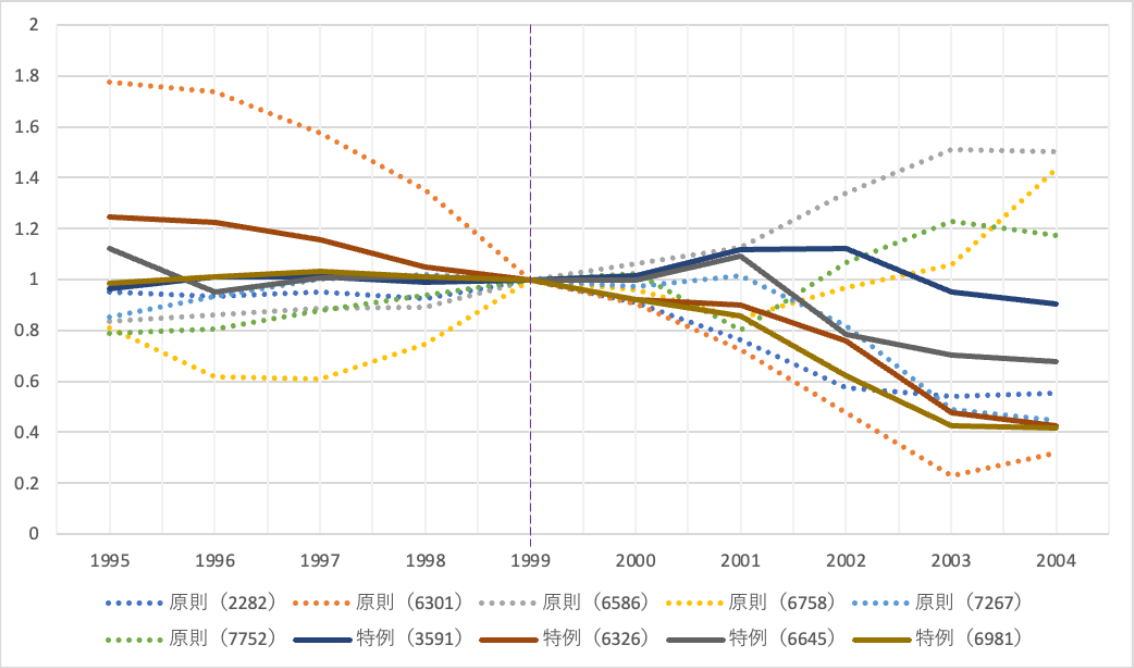
Panel A　1998 年 SFAS 第 115 号適用企業



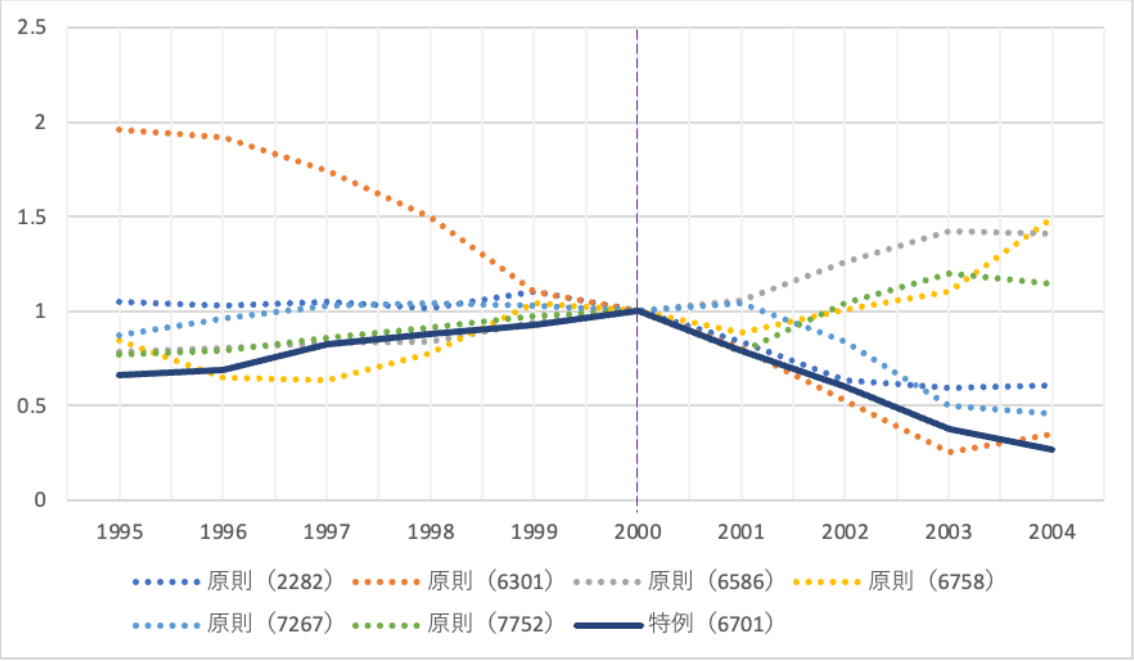
34 なお、「条件 1」から「条件 3」のいずれかに該当したのは 11 企業・年であった。

35 なお、「条件 1」から「条件 3」のいずれかに該当した企業・年の保有量の増減をゼロとする調整（最も大幅な調整）をおこなった場合であっても、結果の解釈に影響を与えるような差異は確認できなかった。

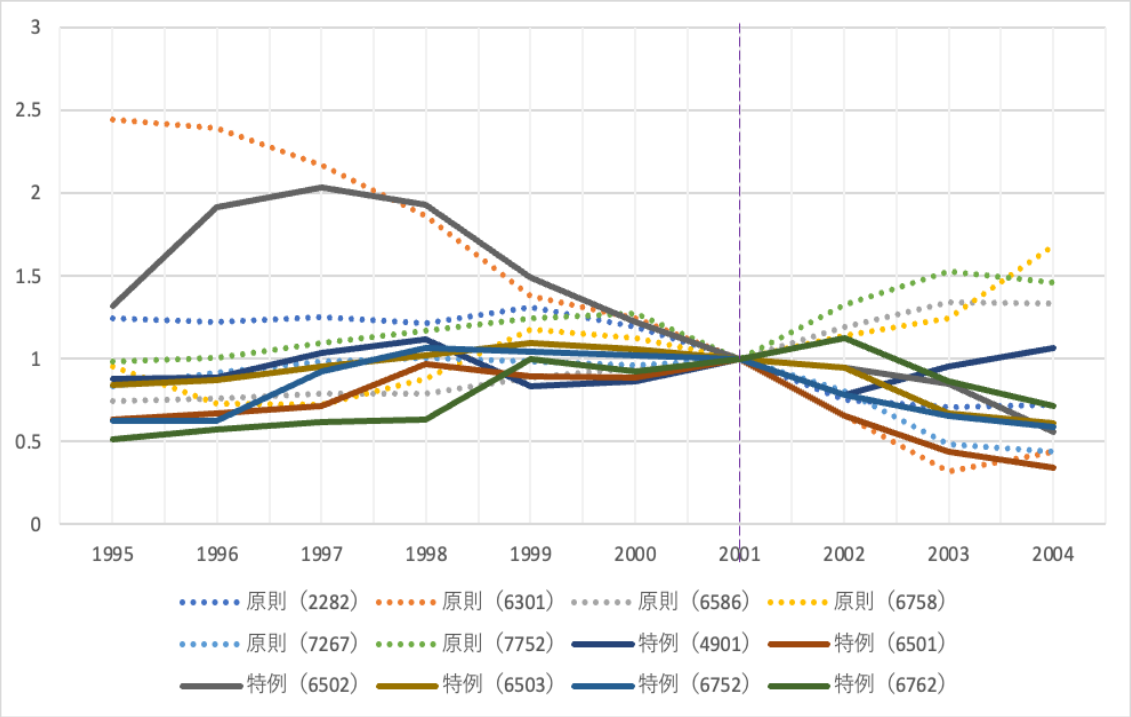
Panel B　1999 年 SFAS 第 115 号適用企業



Panel C　2000 年 SFAS 第 115 号適用企業



Panel D　2001 年 SFAS 第 115 号適用企業



図表 3 のそれぞれの Panel をみてみると、前節の主たる検証によって得られた結果の解釈を覆すようなトレンドは観察されないことがわかる。よって、売却動機をコントロールした場合の検証結果も、仮説を支持するものであるといえる。

（2）縮減手段のコントロール

企業は、政策保有株式の保有量が大きければ、保有することが必要不可欠とはいえない政策保有株式を多く保有していることにより、縮減が容易となる可能性がある。これは保有率[36]についても同様に当てはまる。また、含み益率[37]が大きければ、売却損の発生による純利益へのマイナスの影響を考えなくてよい分だけ、政策保有株式の縮減が進みやすくなる。

これらの条件がグループ間で大きく異なる場合、政策保有株式の縮減傾向の

36 保有率は、以下の式で計算される。

$$保有率_t = \frac{市場性のある持分証券時価_t}{総資産_t - 市場性のある持分証券時価_t}$$

37 含み益率は、以下の式で計算される。なお、未実現評価益は税効果前のものである。

$$含み益率_t = \frac{未実現評価益_t}{市場性のある持分証券時価_t}$$

差異が時価会計の導入に対する抵抗感の違いによって生じているのか、あるいはこれらの条件の違いによって生じているのかを切り分けることが難しくなる。そのため、検証にあたっては、これらの条件をできる限り揃えておくことが望ましい。

図表 4 は、1995 年 3 月末時点の各企業の保有量、保有率、含み益率をまとめたものである。

図表 4　政策保有株式の保有量、保有率、含み益率（1995 年）

証券コード	原則/特例	保有量	保有率	含み益率	保有量順位	保有率順位	含み益率順位
2282	原則	29103	0.058	0.324	12	7	18
3591	特例	12781	0.075	2.387	16	4	4
4901	特例	32320	0.019	2.431	11	13	3
6301	原則	132711	0.105	1.076	6	2	14
6326	特例	134205	0.119	2.318	5	1	5
6501	特例	137342	0.015	4.536	4	17	1
6502	特例	124684	0.023	2.113	7	11	6
6503	特例	193184	0.060	1.554	2	5	12
6586	原則	16466	0.059	0.506	13	6	15
6645	特例	44603	0.085	0.408	10	3	17
6701	特例	182979	0.046	1.319	3	8	13
6752	特例	208933	0.026	2.092	1	10	7
6758	原則	65097	0.016	1.995	8	16	9
6762	特例	9805	0.018	2.050	18	14	8
6773	特例	13267	0.029	1.923	15	9	10
6981	特例	12033	0.022	0.487	17	12	16
7267	原則	50248	0.017	1.774	9	15	11
7752	原則	13426	0.011	3.310	14	18	2
平均値	原則	51175	0.044	1.497			
	特例	92178	0.045	1.968			
中央値	原則	39676	0.038	1.425			
	特例	124684	0.029	2.092			

注）「保有量」は、市場性のある持分証券の 1995 年 3 月決算時点における取得原価である。「保有率」と「含み益率」は、それぞれ以下のように定義する。なお、未実現評価益は税効果前のものである。

$$保有率_{1995} = \frac{市場性のある持分証券時価_{1995}}{総資産_{1995} - 市場性のある持分証券時価_{1995}}$$

$$含み益率_{1995} = \frac{未実現評価益_{1995}}{市場性のある持分証券時価_{1995}}$$

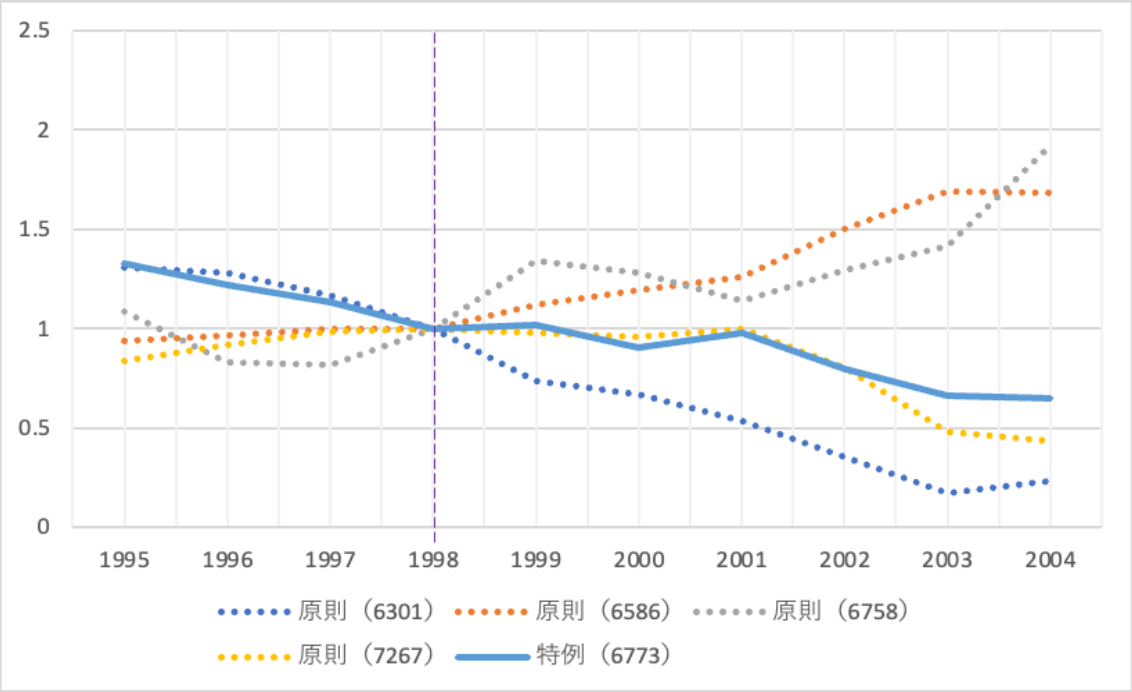
図表 4 をみると、保有量、保有率、含み益率は企業間でかなりのばらつきがあ

ることがわかる。また、平均的にみて、原則企業と特例企業の間でこれらの水準が大きく異なることもわかる。このことは、原則企業と特例企業の保有量トレンドの差異が、縮減手段の違いによって生じている可能性を否定できないことを意味する。

そこで本研究では、売却動機をコントロールした保有量トレンドを、1995 年 3 月末において保有量、保有率、含み益率のいずれかが最上位または最下位となるサンプルを除外したうえで、再度確認することにした[38]。そのトレンドは図表 5 に示してある。

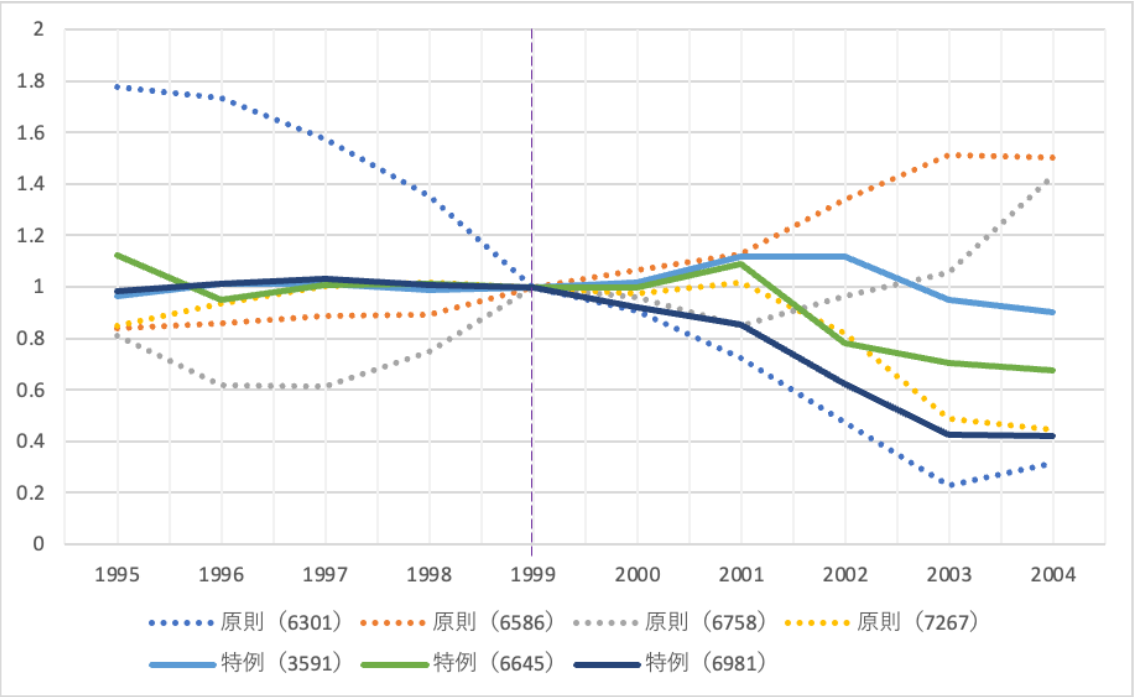
図表 5　政策保有株式の保有量トレンド（売却動機と手段のコントロール）

Panel A　1998 年 SFAS 第 115 号適用企業

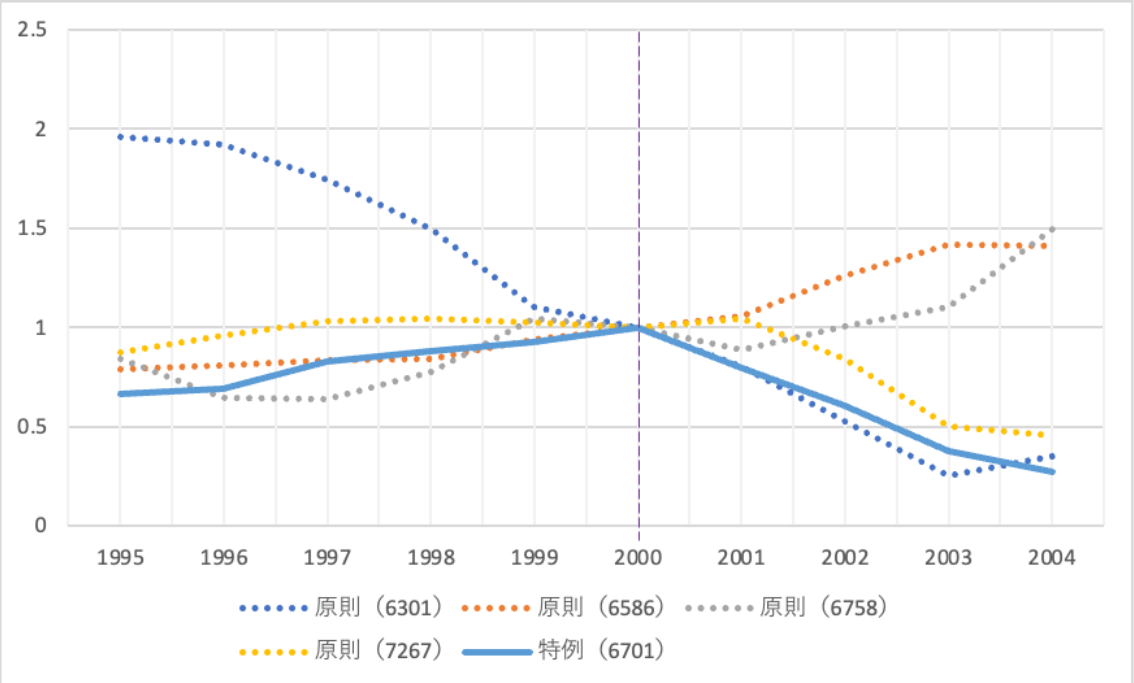


[38] なお、これによって除外される企業は、証券コード 6326, 6752, 6758, 6773, 6981 の 5 社である。

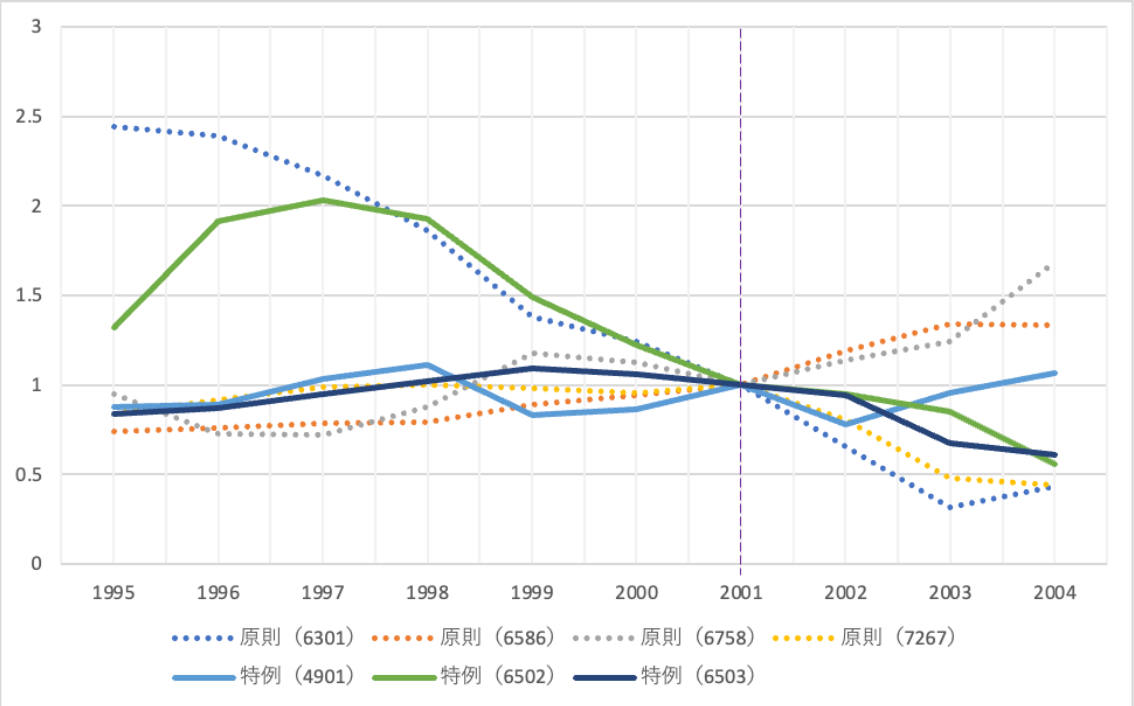
Panel B　1999 年 SFAS 第 115 号適用企業



Panel C　2000 年 SFAS 第 115 号適用企業



Panel D　2001 年 SFAS 第 115 号適用企業



図表 5 のそれぞれの Panel をみてみると、前項の売却動機をコントロールした追加検証によって得られた結果の解釈を覆すようなトレンドは観察されないことがわかる。

なお、Panel B をみると、SFAS 第 115 号適用前に評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこない、導入準備が整った段階で適用した可能性がある特例企業のうち 1 社（証券コード 6326）が除外されていることがわかる。しかも、保有量、保有率、含み益率のすべてにおいて、他企業と比較して高水準であることが図表 4 から読み取れるため、当該企業が政策保有株式の縮減を進めた背景にはこうした要因が影響している可能性が高い。これは、時価会計の導入による評価差額の資本直入が、事業法人の多くにとって、政策保有株式の縮減を進めさせるだけの直接効果を持たないという結論の頑健性を高めるものといえる。

（3）SFAS 第 115 号適用が原則企業の政策保有株式投資に与える影響

前節では、検証期間中に継続的に政策保有株式の縮減をおこなっている原則企業が 1 社（証券コード 6301）存在することが確認できた。当該企業は、SFAS 第 115 号による評価差額の資本直入に抵抗感をもっているにもかかわらず、それでもなお当該基準を 1995 年に適用し、適用後に縮減を進めている可能性がある。もしそうであれば、抵抗感が弱いという前提が当該企業では成立しなくなり、

特例企業の比較対象としての要件を満たさなくなる。また、これ以外の原則企業についても、抵抗感が弱いという前提が成立しないものが存在するかもしれない。

SFAS 第 115 号が公表されたのは 1993 年 3 月であるが、これは FASB が 1986 年に立ち上げた「金融商品プロジェクト」の成果の一つであり、SFAS 第 115 号に先立ち、1991 年 11 月には、すべての金融商品の時価情報の開示を要求した SFAS 第 107 号が公表されていた。このような状況においては、政策保有株式の評価差額を資本直入する会計処理が導入されることを、企業は SFAS 第 115 号の公表よりも前に予見できていた可能性が高い。このとき、もし評価差額の資本直入に抵抗感をもっているのであれば、1990 年代前半に政策保有株式の縮減がみられるはずである。

以下では、SFAS 第 115 号の影響を受けないと考えられる特例企業、つまり、前節で評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこなったと判定されなかった特例企業の保有量トレンドをベースに、原則企業のそれを比較することで、原則企業は時価評価の導入に対する抵抗感が弱いといえるか否かについて確認したい。また、特例企業の保有量トレンドそのものを観察することで、ここまでの検証結果から得られる結論の頑健性についても併せて確認したい。

しかし、SFAS 第 115 号の適用が開始される 1995 年 3 月以降の注記情報と、それより前の注記情報の間には、開示内容に大きな差異がある。そのため、保有量トレンドを 1995 年の前後で単純につなぐことはできない。

そこで本研究では、図表 6 のように、1994 年 3 月末と 1995 年 3 月末の保有量をともに「1」と置いたうえで、保有量のトレンドを 1990 年から示すことにした[39]。図表 6 では、売却動機や手段をコントロールしていない保有量トレンド（Panel A）、売却動機をコントロールした保有量トレンド（Panel B）、そして、売却動機と手段をともにコントロールした保有量トレンド（Panel C）の 3 つを示してある。なお、1994 年以前の注記情報から市場性のある持分証券の取得原価を特定できない企業はサンプルから除外されるため、ここでのサンプルは 11 社[40]となっている。

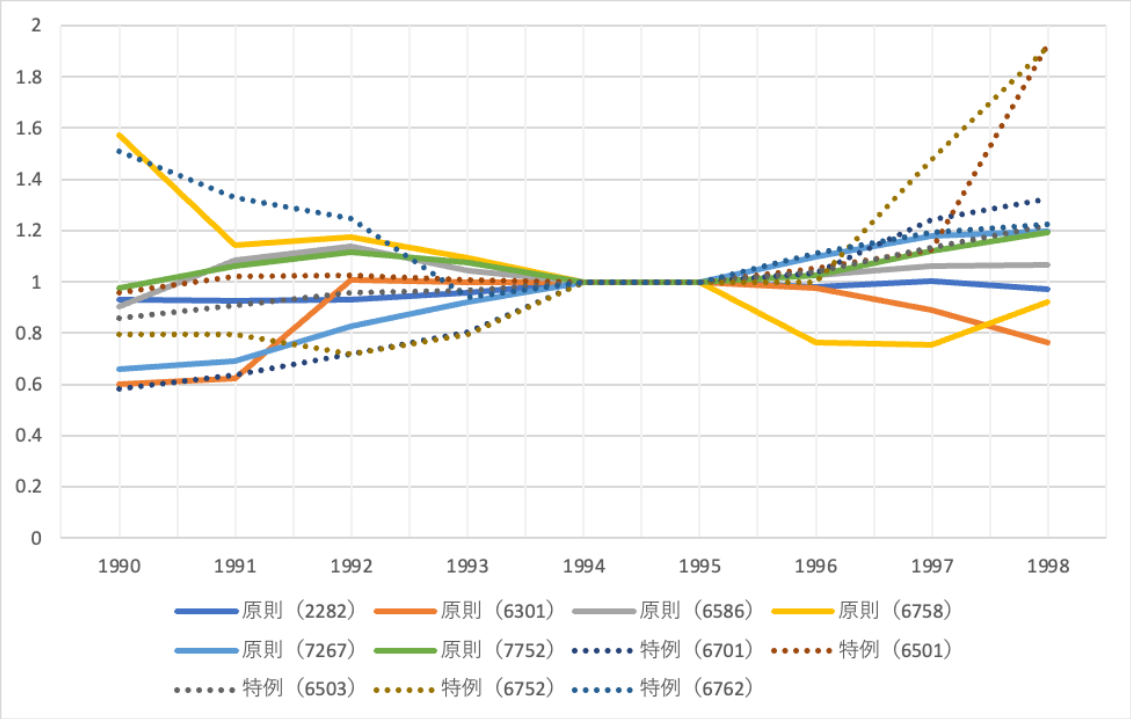
---

39 なお、トレンドの捕捉開始時点を 1990 年とした一つの理由は、宮島・新田［2011］ において、1990 年を境にインサイダー優位の株式所有構造から変化が生じていることが指摘されているからである。

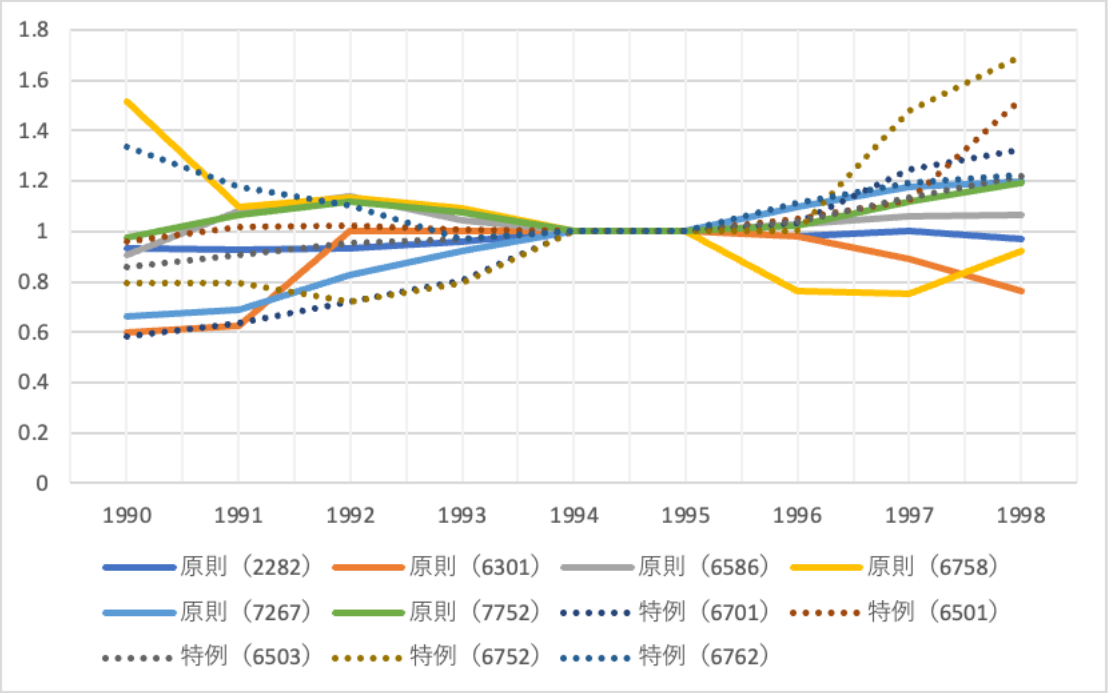
40 ここでの製造業 11 社のうち、原則企業は証券コード 2282, 6301, 6586, 6758, 7267, 7752 の 6 社、特例企業は証券コード 6501, 6503, 6701, 6752, 6762 の 5 社である。

図表 6　政策保有株式の保有量トレンド（1990 年～1998 年）

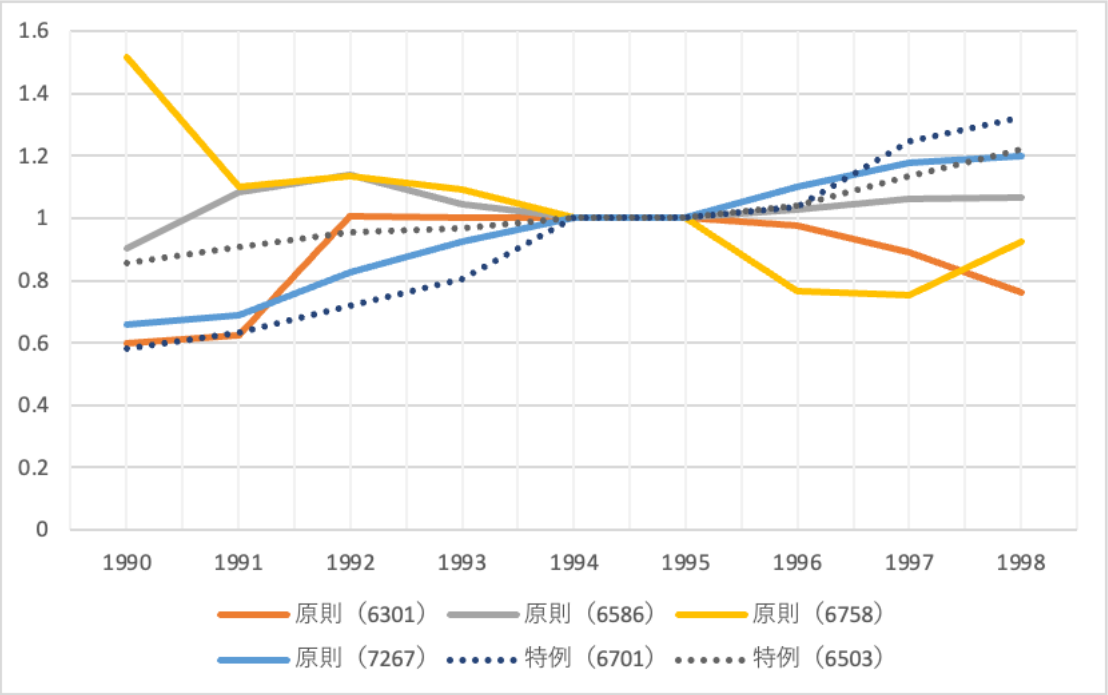
Panel A　コントロールなし



Panel B　売却動機のコントロール



Panel C　売却動機と手段のコントロール



イ．特例企業

特例企業の保有量をみてみると、1990 年以降、5 社中 4 社は横ばいトレンド、あるいは上昇トレンドとなっていることがわかる。これらの企業は、前節で評価差額の資本直入を避ける目的で縮減行動をとらなかったと判定されていたものである。ここでの結果は、その判定と整合的なものであるから、これまでの検証結果から導かれる結論の頑健性を高めるものといえる。

ただし、残りの 1 社（証券コード 6762）については 1990 年から 1995 年にかけて、継続的に保有量が減少していることがみてとれる。また、Panel C をみると当該企業は除外されており、図表 4 から、その除外理由は保有量（と保有率）が小さいことにあることがわかる。1995 年以降、当該企業の保有量トレンドは横ばいになっているが、これは、政策保有株式の縮減余地がないことによるものである可能性がある。このように考えると、当該企業については、評価差額の資本直入を避ける目的で、事前に政策保有株式の縮減を進めたものと判定したほうがよさそうである。このとき、評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこなったと考えられる特例企業は最大で 4 社（33%）ということになる。

ロ．原則企業

原則企業の保有量トレンドをみてみると、1990 年から継続的に保有量が減少している原則企業が 1 社（証券コード 6758）存在することがわかる。これは、当該企業が評価差額の資本直入に抵抗感をもっているものの、それでもなお SFAS 第 115 号を 1995 年に適用している可能性があることを示唆する結果といえる。このとき、当該企業は特例企業の比較対象としての要件を満たさなくなる。そこで、当該企業の 1997 年以降の保有量トレンドを確認したところ、それは継続的な上昇トレンドとなっていた。そのため、これまでの検証に用いたグラフから当該原則企業を除外しても、これまでの検証結果から得られた結論に影響を与えるような差異は生じない。

なお、前節において、SFAS 第 115 号による評価差額の資本直入に抵抗感をもっているにもかかわらず、それでもなお当該基準を 1995 年に適用し、適用後に縮減を進めている可能性があることを指摘していた原則企業（証券コード 6301）の保有量は、1990 年から 1995 年にかけて減少傾向がみられない。これは、当該企業が評価差額の資本直入に抵抗感をもっていないことを示唆する結果である。よって、当該企業の 1995 年以降の保有量トレンドは、例外的ではあっても評価差額の資本直入に抵抗感がない場合に観察されうるものといえる。

その他の原則企業の保有量をみると、SFAS 第 115 号適用前後の期間において横ばいトレンドとなっているものが 3 社[41]、上昇トレンドとなっているものが 1 社存在することがわかる。これらの企業については、評価差額の資本直入に抵抗感がないため、原則どおり 1995 年に SFAS 第 115 号を適用したとみてよいであろう。つまり、これらの企業は、特例企業の比較対象としての要件を満たしているといえる。

以上より、本研究の検証結果から導き出された結論は、頑健性を備えているといえるだろう。

7．おわりに

本研究の目的は、時価会計の導入というイベントが、評価差額の資本への影響を懸念する事業法人にとって、その影響を緩和するために政策保有株式の縮減を進めさせるだけのインパクトをもつか否かについて明らかにすることであった。サンプル・サイズが小さいという限界はあるものの、データベース化されて

41 このうち 2 社（証券コード 6586 と 7752）は、期間中に小幅な増減を繰り返しながら全体としては横ばいのトレンドとなっているのに対し、1 社（証券コード 2282）はほとんど増減のない横ばいトレンドになっている。

いない各企業の公開情報（連結財務諸表の注記情報）を分析に利用して検証対象の実態に迫ることで、その限界にできる限り対処するよう努めている。

分析の結果、評価差額の資本直入を避ける目的で政策保有株式の縮減をおこなったと考えられる特例企業は最大で 4 社（33%）に過ぎないことが明らかになった。この結果は、時価会計の導入というイベントが、評価差額の資本への影響を懸念する事業法人の多くにとって、その影響を緩和するために政策保有株式の縮減を進めさせるだけの直接効果をもつとはいえないことを示唆するものである。

本研究の結果は、時価情報の注記開示から財務諸表本体での認識という変化によって、政策保有株式の投資行動が影響を受けないことを示すものである。これに対し、Barthelme, Kiosse and Sellhorn [2019] では、退職給付債務の数理計算上の差異を財務諸表本体で即時認識することによって、年金資産の投資行動に変化が生じた（より低リスクの証券に対する投資割合が増加した）ことが示されている。注記開示から財務諸表本体での認識という会計ルールの変更が経営者による証券投資行動に異なる帰結をもたらす（つまり、異なるリアル・エフェクトをもつ）点は興味深い[42]。

政策保有株式の会計処理については、各国の基準設定主体によってばらつきがあり、コンバージェンスが進んでいない。SFAS 第 115 号は、政策保有株式の評価差額を資本直入（その他の包括利益）としていたが、その後、会計基準更新書（Accounting Standards Update: ASU）第 2016-01 号により、その評価差額は純利益として認識することになった。また、国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board: IASB）が公表している国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards: IFRS）第 9 号は、政策保有株式の評価差額を純利益として認識するか、資本直入（その他の包括利益として認識）したうえで、売却時にリサイクリング[43]をしないか、いずれかを選択適用することを定めている。これらは日本の会計基準で定められた方法とは異なる会計処理である。

ASU 第 2016-01 号と IFRS 第 9 号の会計処理は、ともに評価差額を純利益に反映させるタイミングを操作できないため、株式売却による「益出し」操作を抑止

---

42 年金資産は金融投資であるのに対し、政策保有株式は事業投資である。金融投資と事業投資では、前者のほうが投資行動を変更するコストは小さいと考えられる。おそらくこの投資行動変更コストの違いが、リアル・エフェクトの違いに結びついているのであろう。

43 政策保有株式の会計処理を例に説明すると、リサイクリングとは、過年度に包括利益として認識された評価差額のうち、期中に売却によって投資のリスクから解放された部分を純利益として再認識することをいう。包括利益と純利益の関係については、企業会計基準委員会が 2006 年に公表した討議資料「財務会計の概念フレームワーク」第 3 章 12 項を参照。

するうえで有効な方法である[44]。しかし、評価差額を純利益に反映させることは、純利益に未実現損益が混入することにつながる。また、評価差額を資本直入（その他の包括利益として認識）したうえでリサイクリングを禁止することは、純利益が「一致の原則」を満たさなくなるという意味で望ましくない。

本研究の意義は、政策保有株式の評価差額を資本直入することが、株式の政策保有に対してどのような影響を与えるかについての経験的証拠を蓄積した点にある。政策保有株式の評価差額については、どの会計処理にも一長一短があり、いずれの会計処理が社会的にみて望ましいかについて判断を下すのは相当に難しいが、本研究で得られた成果は、その判断材料として役立つ可能性がある。その意味で、本研究は制度的インプリケーションをもつといえよう。

---

[44] 実際、本研究では、評価差額を純利益に反映させないという環境下で、経営者が政策保有株式の売却による「益出し」行動をとることが確認されていた。

参考文献

Barthelme, Christian, Paraskevi V. Kiosse, and Thorsten Sellhorn, “The Impact of Accounting Standards on Pension Investment Decisions,” *European Accounting Review*, 28(1), 2019, pp.1-33.

Financial Accounting Standards Board (FASB), Statement of Financial Accounting Standards No.12: Accounting for Certain Marketable Securities, FASB, 1975.

FASB, Statement of Financial Accounting Standards No.115: Accounting for Certain Investments in Debt and Equity Securities, FASB, 1993.

FASB, Statement of Financial Accounting Standards No.130: Reporting Comprehensive Income, FASB, 1997.

FASB, Accounting Standards Update No.2016-01: Financial Instruments—Overall (Subtopic 825-10), FASB, 2016.

International Accounting Standards Board (IASB), International Financial Reporting Standards No.9: Financial Instruments, IASB, last amended 2020.

Leuz, Christian, and Peter D. Wysocki, “The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research,” *Journal of Accounting Research*, 54(2), 2016, pp.525-622.

薄井彰、『会計制度の経済分析』、中央経済社、2015 年

薄井彰・須田一幸、「新会計基準の設定と株式持ち合い」、『会計制度改革の実証分析』（須田一幸［編著］）、同文舘出版、2004 年、66～88 頁

大日方隆、『日本の会計基準 II 激動の時代』、中央経済社、2023 年

企業会計基準委員会、「有価証券の時価評価・強制評価減及び固定資産の減損会計の適用に関する緊急検討の審議結果について」、企業会計基準委員会、2003 年

京セラ株式会社、「有価証券報告書（第 47 期）」、京セラ株式会社、2001 年

金融庁、「金融商品の時価評価の導入に伴う自己資本比率規制の改定について」、『広報コーナー第 3 号』（https://www.fsa.go.jp/kouhou/kouhou_01/003_1210.pdf）、2000 年

TDK 株式会社、「有価証券報告書（第 99 期）」、TDK 株式会社、1995 年

東洋経済、『会社四季報（1995 年 4 集秋号）』、東洋経済新報社、1995 年

円谷昭一、「有価証券時価評価の導入時期と企業行動」、『一橋論叢』第 133 巻、第 5 号、2005 年、608～628 頁

円谷昭一・古賀裕也、「政策保有株式の売却行動の決定要因」、『月刊資本市場』、No.400、2018 年、24～39 頁

円谷昭一・柳樂明伸・金鐘勲、「政策保有株式と会計数値の関係」、『月刊資本市場』、No.417、2020 年、56～66 頁

野村嘉浩、「時価評価」、『会計制度改革と企業行動』（平松一夫・柴健次［編著］）、中央経済社、2004 年、143～155 頁
宮島英昭・齋藤卓爾、「企業統治改革と政策保有株の売却：その決定要因と経済的帰結」、RIETI Discussion Paper Series 23-P-005、独立行政法人経済産業研究所、2023 年
宮島英昭・新田敬祐、「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」、RIETI Discussion Paper Series 11-J-011、独立行政法人経済産業研究所、2011 年