



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	信託型ストック・オプションに関する実証分析
Author(s)	櫻田, 譲; SAKURADA, Joe; 大澤, 弘幸 他
Citation	経済學研究, 75(1・2), 23-38
Issue Date	2025-12-05
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/98510
Type	departmental bulletin paper
File Information	ES_75(1_2)_023.pdf



信託型ストック・オプションに関する実証分析

櫻田 譲・大澤 弘幸・柳田 具孝

1. はじめに

ストック・オプション（以下 SO と略称）は、会社が役員や従業員に対し将来の一定期間において予め定められた価格で自己株式を取得する権利を付与する制度または付与された権利のことである。SO は創業間もなく自己資金に乏しいスタートアップ段階のベンチャー企業にとって、現金支出を伴うことなく将来の株式市場からキャピタルゲインを得る事が可能となり、役員や従業員にインセンティブ効果を与えることができる。そして投資家もこれを期待して投資行動を行うため、株式市場へのシグナリング効果もある。

しかし、わが国においてはストック・オプション会計基準により、平成 18 年 5 月 1 日以降付与する SO について原則付与時に費用計上すべきこととされるまでは、財務会計上費用処理はされず財務諸表にその注記がされるのみであった。ここで SO 費用計上が義務化されるとこの費用を損金とすべきか否かという問題が玉突き的に発生するため、税法でもこれを受ける形で平成 18 年度改正が行われた経緯は大澤 [2010, p139] にて詳述している。すなわち SO 行使益に対しその交付を受けた株式について譲渡時まで課税繰り延べを行い、譲渡時に譲渡所得として一括軽課を行う「税制適格 SO」と、SO 行使時に給与所得課税として重課し譲渡時にも給与所得課税の基礎となった報酬額と譲渡対価の差額について譲渡所得課税を行う「税制非適格 SO」の 2 つとして整備された（法 54 条 1 項 2 項）。

この SO はあくまで権利であり株式そのものではなかったため、株式市場が低迷すると権利を行使するメリットが失われるという欠点がある。そのため政府による平成 26 年「日本再興戦略 2014」では欧米が SO のみならず株式そのものを報酬給与として広く認めているのに対し、わが国はかねてより税制上の制約から金銭による固定報酬が多く、役員が投資家と企業価値を共有していないとの海外投資家の批判をおそれた経済産業省により税制改正が要望された。これを受け平成 28 年並びに平成 29 年税制改正でリストラクテッド・ストック（RS：Restricted Stock）とパフォーマンス・シェア（PS：Performance Share）の株式報酬が税制上整備され現在までに至った経緯については大澤 [2017, p24] にて詳述した。

このような SO のみではインセンティブ報酬として不十分であったという点に鑑み、政府主導で RS と PS に広げる形で公式な株式報酬改革が進んだが、それとは別に非公式な形で民間主導でも SO の改良が進みつつあった。それが平成 26 年に登場した信託のスキームを利用する SO である。以後、本稿においては信託型ではない SO を「従来型 SO」と呼称し、信託スキームを用いた SO を「信託型 SO」として区別する。そしてこの信託型 SO に対して 10 年弱の間、不透明であった課税上の取り扱いに対し令和 5 年 5 月 29 日に国税庁が見解を発表した（以下「国税庁見解発表」と略称）。この公表日の前後における投資家の反応について明らかにした大澤 [2025] では、投資家はネガティブ反応を示した後、ポジティブ反応に転じることが

明らかになったが、本稿では大澤 [2025] において残された課題に取り組む。本研究では信託型 SO 導入企業が国税庁見解発表によって投資家による評価を受けた現象に注目し、その評価が信託型 SO 導入企業のいかなるコーポレート・ガバナンス (CG : Corporate Governance) 特性並びに財務特性等に基づくのかについて検証した。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では研究の背景として大澤 [2025] を主に紹介し、続く第3節において信託型 SO の投資家反応要因を分析する上で参考となる先行研究を紹介する。そして第4節では実証分析の結果と解釈について触れ、最後に第5節において結論と今後の課題について述べる。

2. 研究の背景

本研究は、令和5年5月29日の国税庁見解発表に注目し、この発表が資本市場における投資家のネガティブ反応を惹起したことをイベントスタディによって検証した大澤 [2025] の研究成果を踏まえている。大澤 [2025] と本研究の相違点として以下の通り3つ挙げられる。まず国税庁見解発表に対する投資家反応を観察するために大澤 [2025] では37社を分析対象としているが、本研究では対象を見直した結果、45社で再分析を行っている。その際、大澤 [2025] では株式超過収益率 (AR : Abnormal Return) を算定するための推計期間として240営業日を確保しているが、本研究ではサンプル追加のために120営業日に短縮して設定した相違点がある。次に大澤 [2025] ではARを算出する際、Single Factor Model (SFM) 並びに Fama and French [1993, 2015] に定義される5 Factors Model (5FM) によっても分析結果を導出しているが、本研究ではSFMを用いて簡便的にARを算出し、予備的考察とした。最後に国税庁見解発表に対する投資家の反応について、その原因を追究する必要性を大澤 [2025]

では今後の課題として指摘したのみであったが、本研究では当該残された研究に取り組んでいる。より具体的には投資家の反応をイベント日周辺の株式超過収益率 (CAR : Cumulative AR) に求め、当該数値を被説明変数としつつ、いかなる要因が各社のCARに影響を及ぼしたのかを検討する。

本稿後段では、分析結果のハイライトとして国税庁見解発表に対する投資家の反応が、分析対象企業のいかなる要因によってもたらされるのかを明らかにした。国税庁見解発表によって影響が及ぶのは信託型 SO 導入企業であるが、大澤 [2025, p.6] においても言及している通り、信託型 SO を非上場段階で導入し後に上場を迎えた「新規上場企業群」と、すでに上場企業となった後に信託型 SO の導入に踏み切った「既上場企業群」に区分することができる。本研究では大澤 [2025] による成果を踏まえるという前提から、引き続き新規上場企業群を分析対象とし、それら企業のいかなる要因が引き金となって国税庁見解発表に対する投資家の反応をもたらしただのかを明らかにする。

大澤 [2025] における研究の着想として国税庁見解発表日をイベント日 (令和5年5月29日 $t=0$) として、同日を起点として250営業日前から11営業日前までの240営業日を推計期間 (Estimation Window) に設定し、標準超過収益率 (SAR) から検定統計量 θ_1 を算出した。信託型 SO を採用していた企業は一種の租税回避を目的としていたが、当該企業にとって国税庁見解発表は同 SO 行使益に対して給与所得課税を行うことを改めて周知した内容であり、このことで信託型 SO を行使する個人にとって租税回避の途は完全に絶たれてしまった。そうであれば先験的に国税庁見解発表日の信託型 SO 採用企業の株価は下落するとの見立てとなる。

しかしながら予想に反して投資家の反応は複雑となり、ネガティブ反応はイベント日前となる5月26日金曜日 ($t=-1$) に SFM で5%水準有意であり、5FM で10%水準有意として示さ

れた点は予想の範疇にあった。しかし、その一方でイベント日当日の投資家の反応は無反応であり、翌営業日 ($t=1$) 並びに翌々営業日 ($t=2$) に事前のネガティブ予想に反して SFM で 1% 水準有意のポジティブ反応を示している。イベント日においてネガティブ反応を示すことが期待された分析結果であるが、この予想との乖離について次のような解釈を行っている。

イベントの前営業日におけるネガティブ反応について大澤 [2025, pp.88-89] によると、国税庁見解発表は確かに 5 月 29 日の月曜日ではあるものの、同月 27 日土曜日付朝刊¹⁾で国税庁による 5 月中の給与所得課税発表についてすでに報道がなされており、これを根拠に「前日である金曜日には報道筋を通した情報に一部投資家が反応した可能性」を考えた。他方、イベント日当日の投資家による無反応と翌営業日並びに翌々営業日におけるポジティブ反応は、国税庁見解発表によってスタートアップ市場に冷や水を浴びせたくないとの政府自民党によるネガティブ効果緩和策に対し、投資家が好感したと解釈した。

この様に国税庁見解発表は硬軟両面併せ持っており、イベントの前営業日に信託型 SO 行使益に対する重課による投資家のネガティブ反応を惹起した情報投入を大澤 [2025] では「ムチ」と喩え、使い勝手が悪いとされた従来型の適格 SO について利便性が向上するとの情報投入を「アメ」と喩えている。ここで興味深いのは投資家による反応はムチの理解が先行し $t=-1$ において示され、アメの理解が劣後し $t=1 \sim 2$ にて示されていることである。このため投資家の反応は全体として理解すれば $t=-1 \sim 2$ の 4 営業日に表出している。このような投資家反応を踏まえて大澤 [2025] は「ムチを上回るアメ

の効果があった」との政策評価を行っている。

本研究はこの信託型 SO 課税に関する国税庁見解発表と、それに対する投資家の学習について、投資家が示した反応の原因を分析することを目的としている。より具体的には投資家反応を分析対象企業の CG 特性並びに財務特性といかなる関係が認められるかを実証的に解明することを目指した。この分析の結果、信託型 SO を導入した新規上場のスタートアップ企業がいかなる特性を有するか明らかになる。わが国では適格・非適格の区別を有する従来型 SO については先行の実証研究が豊富に認められるものの、信託型 SO については一律に SO 研究の中に包含され分析対象となるデータの中に紛れ込んでいたと思われる。そこで本研究では信託型 SO 導入企業を独立した分析対象として取り扱い、実証研究による成果導出を試みるが、同様の観点で検証された先行研究は管見の限り、われわれは認めることができなかった。従って本研究は信託型 SO の採用企業を対象とした実証研究として嚆矢となる意義を有する。

3. 先行研究

3-1. わが国における信託型 SO に関する研究

わが国においては信託型 SO を直接取り扱った他の研究者による実証研究が認められなかった為、本研究に関連する先行研究を広く紹介する。まず信託型と言う特殊な報酬形態に着目し、信託型 SO を広く包含した信託型株式報酬全体に関する実証研究として内田 [2021] がある。この研究では株式交付信託制度の導入要因とその導入がもたらす株価に対するパフォーマンス効果について分析を行い、SO 制度の導入企業が低率に留まる状況を背景に株式交付信託制度と SO の代替性について着目した。その結果、経営者の持株比率が低く SO 制度を採用していない企業が株式交付信託を採用する可能性が高く、また成長機会に乏しく会計業績の優れた企業ほど株式交付信託を採用する可能性が高

1) 国税庁見解発表前の令和 5 年 5 月 27 日 (土) 日本経済新聞 朝刊 1 頁「新型の株式報酬について国税庁が 5 月にも税務処理の見解を公表することがわかった。」と報道された。

いことを示した。さらに株式交付信託導入の株価へのパフォーマンス効果につき「株式交付信託の導入発表に対して、株式市場は有意に反応していない」（内田 [2021, p.10]）とも指摘している。

坂東 [2023] は本研究で問題とした国税庁による信託型 SO の課税解釈の発表というイベントに直接論及し、役員報酬規制の改善点および信託業の役員報酬への関わり方について法的観点からアプローチしている。すなわち信託型 SO が「適正な課税措置を回避するために濫用された」とし、信託銀行が設計した一般株主と利害が対立する報酬スキームが会社提案として株主総会にかかり、信託銀行がこれに議決権を行使して賛成する行為を「茶番」として批判した（坂東 [2023, p134]）。つまり現行実務で行われている報酬コンサルタント業は「信託銀行には適切ではない」とし、報酬設計は独立したコンサルタントを指図権者として、その報酬スキームの中で適切な管理を行っていく事が信託銀行の本質的な役割としている。また「役員報酬の割合が増加する傾向にありながら、必ずしも実際の利得が開示されるわけではない」として現行開示制度の問題点も指摘している（坂東 [2023, pp.152-153]）。

3-2. SO 制度導入企業に対する分析

本研究では信託型 SO 採用企業に対する投資家反応の要因分析を行うが、既述の通り、わが国においては信託型 SO 採用企業の研究蓄積は非常に少ないものの、大括りに SO 採用企業の行動分析に関する実証研究例は豊富に存在する。以下、本研究との関連性により信託型 SO が登場する平成 26 年以後の SO に関する実証研究を紹介する。

鄭 [2014] は、それまで SO に関する研究が導入決定要因や導入後の業績への影響に関する分析がほとんどであったところ、SO 導入によるインセンティブ効果を導入後の株式市場の長期パフォーマンスで測定した。この研究では平

成 15 年 10 月から同 21 年 3 月までの期間で SO 導入を決議した東証 1 部および 2 部上場企業 1,569 件をサンプルとして、導入企業の株式パフォーマンスが未導入企業のそれより優れているかについて市場全体（TOPIX）、対同業種、規模や収益性が一番近い対コントロール企業の別に分析した。その結果、導入企業の株式パフォーマンスは対コントロール企業においても、また Carhart [1997] の 4 ファクターモデルでリスク要因を考慮した分析においても正の異常リターンが存在を示さず「ストックオプションの導入と株式価値の向上との関連性は見られない結果」となった。これについて 1 円 SO に代表される株式報酬型 SO が「分析対象に混ざっている可能性が高い」として、SO を「タイプごとに分けて行う」分析の必要性について予見している（鄭 [2014, pp.57-58]）。

渡邊 [2016, p60] は、「両者が異なった制度的背景を持つ」として、SO を非適格 SO に該当する「1 円 SO としての株式報酬型 SO」と、適格 SO に該当する「通常型 SO」の 2 つに区分して分析を行った。まず両者は財務諸表の本体上では特段の区別が行われておらず会計処理が同じであるが、注記情報によりはじめてその区別が読み取れ、比較可能となることに着目した。ここで株式報酬型 SO のインセンティブ効果が通常型 SO によるものよりも小さいと考えられることから、市場がこの追記情報を用いて通常型 SO と株式報酬型 SO について異なる評価を行っているとの仮説を立て、株式時価総額を被説明変数とし、SO 費用額や各種ダミー変数を説明変数とした重回帰分析を行った。その結果、市場は損金算入可能である非適格 SO（株式報酬型）による費用額が、損金不算入となる適格 SO（通常型）による費用額よりも株式時価総額を押し下げる効果を示したとする。さらに渡邊 [2016, p66] は日本特有の制度である株式報酬型 SO は、RS と「ほぼ同じ本源的価値を持つ」（渡邊 [2016, p57]）としてその類似性を指摘し、Lambert and Larcker [2004] や

Bryan, et al [2000] が指摘した通り、RS によるインセンティブが通常型 SO に比して非効率との米国の RS 実証結果と「同様の結果を提供することができた」と結論づけている。

高橋ら [2017] は、平成 18 年度税制改正により整備された適格型 SO と非適格型 SO の課税体系の相違に着目し、課税状況の変化がどのように 2 つの SO 形態の選択を左右するかを分析している。すなわち、改正後の適格 SO は会社側が損金不算入で不利となるものの、従業員側が課税の繰り延べにより譲渡時に一括譲渡所得となるので軽課有利となる。対照的に非適格型 SO は会社側が損金算入で有利な一方、従業員側では行使時給与と所得等課税に加え譲渡時に譲渡所得課税として重課される。高橋ら [2017, p336] はこの「会社と従業員等が税務面から選考するストック・オプションが対立」する構造に着目した。そして、改正前 SO にはそもそも損金算入の余地がなかったことから、改正後は損金算入を求める企業行動により非適格型 SO の選択が増加すると予想した（仮説 1）。またその様に改正後に損金算入を求めて非適格型 SO を選択するとすれば限界税率が高い企業ほど非適格型 SO を選択するが、改正前の年度は損金算入の余地がなかったことから限界税率は無関係と予想した（仮説 2）。さらに、改正後の適格 SO には厳しい税法上の適格要件の充足が課せられるが、役員のみを対象として付与される場合は「制度設計に柔軟性が求められる（高橋ら [2017, p340]）」ことから非適格型 SO を選択すると予想した（仮説 3）。この研究ではまず SO 税制改正前後の平成 17 年 3 月期から平成 21 年 3 月期までの東証上場企業より SO 導入企業を抽出した。そして非適格型 SO の導入企業にダミー変数 1 を与え被説明変数 ($NQO_D=1$) とし、これに対する説明変数として限界税率 MTR、改正後サンプルを 1 とするダミー変数 (Year_D)、付与対象が役員の場合を 1 とするダミー変数 (Exec_D)、企業規模を現す期末総資産額の対数値 SIZE 等を用い

たロジスティック回帰分析を行った。分析の結果、(Year_D) の係数は統計的に有意となり仮説 1 は支持され、役員付与ダミーの係数も有意となり仮説 3 も支持された。仮説 2 について限界税率 MTR が改正前は有意でないが、改正後は有意であるとの予想に反し、改正前後共に有意とならなかった。しかし改正後は (Year_D) $\times$ (Exec_D) $\times$ MTR の交差項の係数が有意であったことから役員に付与する SO に限り仮説 2 が支持されたとする。また企業規模の変数 SIZE も有意となったことから、企業規模が大きくなると非適格 SO を選好し、これは「米国の結果と一貫している」と指摘する。研究では以上の結果より「企業の課税状態がストック・オプションの制度設計に一定の影響を持つ」と結論づけた（高橋ら [2017, pp.345-346]）。

櫻田 [2018] は SO 行使益が給与所得課税か又は一時所得課税かについて最高裁まで争われた課税イベント²⁾ が投資家に与えた影響を分析している。それによれば本研究と同様にイベントスタディにより判決日における投資家の反応を明らかとし、投資家は「SO 行使者の課税のあり方にさえも規則的に反応する」と結論付けた（櫻田 [2018, p41]）。すなわち櫻田 [2018] は SO 行使益に対する課税が一時所得となるのか、或いは給与所得となるのかに注目したが、他方、本研究は課税が無いと解釈されていたが、突如、給与所得課税を行うとの発表に注目したという点で相違がある。とはいえ国の課税判断が投資家に与えた影響の分析という点では、本研究のベースとなる大澤 [2025] と着眼点を共有している。

櫻田 [2018] を踏まえた櫻田 [2024] の研究では二項ロジスティック回帰分析に内在する自己決定バイアスに対処するために Rosenbaum

2) 平成 17 年 1 月 25 日 最高裁第三小法廷 事案平成 16 (行ヒ) 141 ではアプライドマテリアル副社長の SO 行使益に対し下級審判決を支持し、一時所得ではなく給与所得と判示した。

and Rubin [1983] によって提唱された傾向スコアマッチング (PSM) の手法を用いて SO 制度の採用にはいかなる要因が作用するのかを検証している。結果、従来の研究で SO 採用において有望視されていた負債比率の多寡が重要ではないことや、SO 採用企業では不採用企業に比し、ROA が高く、赤字配当を行う傾向がある事を示した。

3-3. 業績連動報酬に関する実証研究

信託を用いた役員個人に関する税負担削減行動として、米国では信託を用いることで個人の遺産税を軽減させることが可能である。Dambra et al. [2020] による独自のモデルを用いた試算によれば、IPO 直前に代表取締役社長が株式を信託に置き換えることにより、IPO 後に平均して約 83 万ドルの富を得るという。スキームは以下の通りである。

信託を設立する者は委託者であり、受託者は信託財産を管理する個人または法人である。委託者は信託契約を通じて受託者と信託契約を締結し、信託の受益者と資産を定める。税制優遇信託を設立するには、委託者が資産（自社株式）を手放し受託者または受益者への支配権も放棄する必要がある。設立費用には、信託契約書の作成にかかる弁護士費用、受託者費用、そして信託の税務申告書作成費用が含まれる。納税者はこの税制優遇信託を設立し、資産価値が上昇する前（IPO 直前）に資産を信託に譲渡する。信託の存続期間中、設立者は米国国税庁（IRS）が決定する固定金利に基づく収益を受け取る。その資産価値が上昇しても、利益は贈与者の遺産には含まれない。税制優遇信託の期間が終了すると、通常、資産は受益者のために設立された別の信託に移管される。その結果、資産は移転されたにもかかわらず、その価値上昇分に対して贈与税や相続税はかからない。連邦遺産税率は生涯非課税額を超えて子孫に相続された資産に対して 40% であるが、これも回避可能となる。

信託型ストック・オプションに類似する業績連動型報酬として RS がある。Gorry et al. [2017] は米国企業を対象に RS 付与の決定要因分析を行っている。その結果、役員の通常所得税率が低い年には RS が付与されていることが分かった。これは決定要因として企業の税負担だけでなく役員個人の税負担も考慮されていることを示唆する。また減税および雇用法による内国歳入法 162 条 (m) の規定により、業績に連動しない役員給与のうち 100 万ドル超が損金不算入であるため、役員給与が 100 万ドルを超えるほど業績連動に該当する RS が増加することも示した。

Durrant and Howard [2021] は米国における 2017 年内国歳入法 162 条 (m) の改正の影響について分析を行っている。既に述べたように内国歳入法 162 条 (m) では公開企業が支払う報酬について 1 課税年度あたり 100 万ドルを超える部分の高額報酬は損金不算入とするが、業績連動報酬については 100 万ドルの報酬に入らないとする例外が設けられていた。しかし改正によって業績連動報酬の例外が撤廃された。共和党は 2016 年選挙以降このような改革を掲げていたため、企業は税制改革を予期できた。役員は改正前に業績連動報酬を損金算入限度額まで目一杯使用するインセンティブを持つ。結果として役員給与と SO 報酬の増加は改正前年に比べて大幅に大きいことが判明している。米国ではこのように社会的批判から役員給与の損金算入を制限する税制改革が行われている。

3-4. その他の研究 租税回避企業の特性を明らかにした分析

大沼・櫻田 [2016] は課税解釈が突然に変更されるというイベントとして移転価格税制の適用に着目し、これに対する投資家のネガティブ反応と企業の CG 構造の関係について明らかにした論考である。この研究では国税当局によって移転価格税制の適用を突然受けることとされた企業を「予想外の事象」（大沼・櫻田

[2016, p85]) に直面した企業として捉え、Fama and French の 3 ファクターモデルを基に CAR を算出し、当該 CAR を従属変数としたモデル式によって、CG との関係性を明らかにしている。すなわち「予想外の事象」の 3 日前から 4 日後までの蓄積である CAR (-3,4) を算定し、この間のネガティブ反応を従属変数としつつ他方、説明変数として CG 変数の中でも役員持株比率 (DIR) に注目し分析を行った。その結果、移転価格税制の適用には前兆があり、CAR と DIR には上に凸の 2 次の関数関係を認め、DIR が一定値までは CAR を高める。つまり DIR の上昇が投資家のネガティブ反応を抑えるが、極値に達した後は CAR が減少することとなるため、DIR を 3%~5% 台とすることが「予想外の事象に備えるあるべき CG 構造」(大沼・櫻田 [2016, p94]) としている。その他、当該研究では CAR は社外取締役比率とは負の関係性を有するが、外国人保有比率とは正の関係性を有し、統計的に有意性を伴っていることを明らかにしている。

4. 実証分析の結果と解釈

4-1. 超過収益率算定と分析対象企業

本節においては前段で国税庁見解発表日をイベント日とするイベントスタディを試み、イベント日周辺の CAR を算出する。そして本節後段で当該 CAR を被説明変数とする回帰分析を試み、イベント日において信託型 SO 導入企業それぞれの株価が、それら企業のいかなる要因によって反応したのか解明する。AR の算出は Campbell et al. [1997, pp.149-167] に基づくが、大まかには個別銘柄 45 社の対前日比収益率は本研究においてマーケットインデックスと捉える TOPIX の対前日比収益率と 1 次の関数関係にあるとの前提から、イベント前 11 営業日より

同 130 営業日までの推計期間 120 営業日分を踏まえて各企業の β 並びに定数項を算出する。

この様にして算出された各企業の β 並びに定数項を用い、イベントウィンドウ内 ($-10 \leq t \leq 10$) の TOPIX の対前日比収益率を実際に算出しつつ、他方でイベントウィンドウ内の個別銘柄の対前日比収益率を推計し、理論値とする。その上でイベントウィンドウ内の各日における各企業の実際の株価収益率から理論値を差し引き、AR とする。その後、45 社の AR について平均値を算出し、イベントウィンドウ内の推移を示したのが (図表 1) である。

(図表 1) について先行研究である大澤 [2025, p.5] における (図表 4) と対比した時、投資家はイベント前営業日においてネガティブに反応し、イベント日当日には無反応となり、翌営業日並びに翌々営業日においてポジティブな反応を示したという点では同じ結果が示されている。以上から投資家の反応についてまずはネガティブ反応を示した $t=-1$ の AR (以下「AR-1」と略称) に注目し、次にポジティブ反応を示した $t=1 \sim 2$ の CAR (以下「CAR (1,2)」と略称) に注目する。そして最後に $t=-1 \sim 2$ までの CAR (以下「CAR (-1,2)」と略称) について、それぞれの銘柄に対する投資家の反応がいかなる要因によって引き起こされたのか、次節において検討する。



図表 1 国税庁見解発表日周辺における分析対象 45 社の平均 AR

4-2. 投資家反応の諸要因

4-2-1. 説明変数として投入される6つのCG変数について

国税庁見解発表日における信託型SO導入企業に対する投資家の反応について(図表1)に示す通り、AR-1並びにCAR(1,2)そしてCAR(-1,2)に顕著な投資家反応を認めたことは既に言及している。そこでこれら3つの超過収益率を回帰分析における被説明変数としつつ、信託型SO導入企業それぞれのCG特性並びに財務特性などを説明変数として設定した時、投資家が信託型SO導入企業のいかなる特性に注目して国税庁見解を評価しているのか解明可能と考えた。そこで本研究においてはCG特性として区分される6つの説明変数並びに財務特性として区分される2つの説明変数、そして企業属性として区分される2つの説明変数の投入意義について以下で言及する。なお、語頭にLnが付されている一部の説明変数はそもそもの変数値を自然対数変換したことを表している。

まずCG要因について取締役会の状態を表す2つの説明変数として有価証券報告書により明らかにされる社外取締役の兼任社数の最大値(IDMX_NUM)並びに最も若い取締役の年齢(BRD_AGEMIN)に注目する。IDMX_NUMについては松本[2013, pp.68-73]がCGメカニズムと企業パフォーマンスの関係について先行研究を渉猟し、とりわけ取締役会構造について社外取締役の兼任企業数に注目した上で、企業パフォーマンスに及ぼす影響を分析した成果をまとめている。それによると理論的想定としては社外取締役が兼任数を増加させることで多忙となり、経営者へのモニタリングが疎かとなる結果、企業パフォーマンスには悪影響を及ぼすと考える仮説が存在する一方で、兼任数の多さは社外取締役の能力が秀逸であることを示し、より多くの経験から有益な知見を導出可能とする仮説も存在すると言う。前者をBusyness仮説と称するが、数多くの研究例から松本[2013, p.73]は「Busyness仮説を肯定している

研究例も少なからず存在」することに注目している。このことから本研究においても社外取締役兼任数の増加は彼らを多忙にしまうことで企業パフォーマンスに悪影響を及ぼすため、それを予期した投資家はネガティブ反応すると考え、国税庁見解発表日のCARとIDMX_NUMとの間には負の関係性を期待する。

またBRD_AGEMINについて取締役会の多様性と投資意思決定の関係を解明しようとした松田[2020, pp.63-64]は「『年齢』というダイバーシティ要素は学術上も実務上も的確に把握されていない」と指摘し、「長らく終身雇用や年功序列といった習慣が続いてきた我が国では、取締役会の年齢構成は意思決定に少なからず影響を与えている」可能性について検証を試みた。分析の結果、「取締役会の最年少メンバーの年齢が若いほど投資実行、投資撤退ともに増える傾向が弱いながらも有意に見て取れ」とし、このことの裏返しとして取締役会の最高年齢が高まると投資に後ろ向きとなり、現金保有に執着することも併せて発見している(松田[2020, p.72])。この結果から本研究では信託型SOを導入している企業では若い取締役ほど挑戦の機会を好む一般的傾向があるとの前提から、投資家は国税庁見解発表の内容に対してとりわけSO制度の緩和について好感を示すと予想する。このため被説明変数である国税庁見解発表日のCARとBRD_AGEMINの間には負の関係性を期待する。

次にCG要因として情報開示の状態を表す2つの説明変数として決算期末から単独決算の発表日までの日数に自然対数変換した数値(LnATRM)並びに海外投資家向け説明会を含む英文開示資料の有無を表すダミー変数(CGENBS dummy)に注目する。ATRMについては阿萬[2012, p.118]に拠れば「迅速な情報開示は、投資家にとってタイムリーに情報を得る機会を提供し、有行情報の価値を高める」と指摘³⁾され、「好ましい情報開示体制が構築されていることを示唆する」変数となる。した

がって「タイミングの遅延は（中略－引用者）、無形情報への需要を高めると予想される」という。つまり有形情報の蓄積が欠如している場合や公開された有形情報の信頼性が低下している場合に投資家の無形情報への欲求が高まる。このように観てくると本研究における分析対象は上場直後の企業が多いため、投資家は無形情報の獲得欲求が高く、その結果、サンプル全体としてボラティリティが高いことが与件となるため、ATRMは被説明変数と負の関係性が期待される。またCGENBSについては投資家への有形情報の提供機会となるためにATRMが被説明変数と負の関係性が期待されるロジックと同様、被説明変数とCGENBSの間に正の関係性が期待される。

CG変数としては5つ目に役員報酬の状態を表す変数として業績連動型報酬制度の導入企業に1を与えるダミー変数（CGPERBASED dummy）に注目する。この変数については従来、従業員に対するインセンティブプランとしてJ-ESOPと呼称されてきた株式給付信託が、過去には退職までの譲渡制限を付す株式の付与へと改訂される事例⁴⁾も出てきており、このような場合では業績連動報酬の一例としてCGPERBASED dummyに1が付されることになる。他方、従業員持株会処分型の株式給付信

託の制度を導入する場合⁵⁾は、信託会社を介在させたとしてもポイント付与に応じた株式給付ではない報酬制度設計も存在するので、その場合、CGPERBASED dummyに1を付されることはない。またそれとは別に役員に対して業績連動報酬を採用しつつ、従業員が持株会を結成し、その持株会の株式保有比率が上昇する事例も考えられる。後者の場合、株式給付信託制度を導入する企業であっても付与条件が業績連動していない場合に業績連動報酬制度の採用企業とはならないため、幾多の類型が存在することを踏まえねばならない。つまり業績連動報酬採用企業であるか否かと従業員持株会が存在するか否かで理論的には4類型が想定される。これら報酬並びに給与の形態について実態を正確に把握することは困難であろうが、それでも多くの投資家は信託型SOをSOの一類型とみるよりも、業績連動報酬と判断する可能性もある。その場合、国税庁見解発表日における投資家の反応はCGPERBASED dummyとの関係で負を期待する。

3) この場合の有形情報とは阿萬 [2012, p.109] に拠れば株価形成において「既に公開されている過去の会計情報によってリターンが変動する部分」を指し、対して無形情報とは株価形成において有形情報以外の「その他残余部分を指すため、業績やバランスシート情報に代表されるような、公開された有形情報とは無関係なものを包括的に捉えている」とされる。より具体的な例として「市場株価の増加は、会計情報に起因するのではなく、将来の成長機会などの無形情報によっても増加する」としている（阿萬 [2012, p.113]）。

4) 例えば中道リース株式会社が設定した株式給付信託制度に関する発表（平成21年9月11日）として以下を参照のこと。

<https://www.nakamichi-leasing.co.jp/wp-content/uploads/2020/04/20090911.pdf>

5) 退職時に株式を給付するという意味では、前脚注における中道リースと同様の株式給付信託制度を導入していたと思われる第一生命ホールディングス株式会社が、令和6年5月15日に新制度として以下の通り、特別奨励金スキームを公表している。
https://www.dai-ichi-life-hd.com/newsroom/newsrelease/2024/pdf/index_005.pdf

第一生命ホールディングスにおける株式給付信託制度は信託期間が13年に及ぶが、先述の中道リースの同制度が退職時まで譲渡制限となることや、第一生命ホールディングスの同制度も退職時給付の従来制度を特別奨励金スキームに吸収させていることから、少ない事例で全体を語ることは出来ないものの、信託期間を短縮化する傾向があると思われる。更に九州旅客鉄道株式会社は第一生命ホールディングスと同様の制度を採用していると思われるが、令和5年8月6日に公表した従業員持株会処分型の株式給付信託については以下に示す通り信託期間を4年へと一層、短縮している。

[https://www.jrkyushu.co.jp/company/ir/news/_icsFiles/afieldfile/2024/08/06/NoticeRegardingIntroduction\(DeterminationofDetails\)ofStock-basedBenefitTrust.pdf](https://www.jrkyushu.co.jp/company/ir/news/_icsFiles/afieldfile/2024/08/06/NoticeRegardingIntroduction(DeterminationofDetails)ofStock-basedBenefitTrust.pdf)

最後に掲げる CG 変数として外部からの規律の状態を表す指標である持株会持株比率 (EMPS) に注目する。太田 [2025, p.68, 70] が指摘するように「従業員持株会を安定株主と位置付けるのであれば、従業員持株会の持株比率の上昇は、CG に悪影響を与える可能性がある」ものの、多くの先行研究を渉猟した結果、「従業員持株が CG を向上させることを示唆する証拠が提示されている」と言う。また過去にわが国では米国で導入されている Employee Stock Ownership Plan (ESOP) を模して日本版 ESOP の導入が試みられたが、税制などの優遇が見込まれず、公的制度が存在しないまま現在は従業員に向けた株式給付信託となっている。株式給付信託は信託会社の特別口座に格納されている RS であるため、EMPS に含まれるかは疑わしい。しかも株式給付信託は退職時まで譲渡制限が付される場合もあるが、他方、従業員持株会にて保有する株式は長期の譲渡制限は付されていないため、インセンティブ効果が及ぶ期間も異なる。また退職時まで保有する株式給付信託は不確実性が高まるものの、退職所得として軽課である点も従業員持株会による自社株式の保有とは相違するため、自社株の保有が株式給付信託であるのか、従業員持株会によるのかは、互いに競合し、代替的・排他的な制度と考えられる。つまり従業員持株会の比率が高まれば、信託型 SO の保有が低下し、またその逆も成り立つであろうから、国税庁見解発表日における投資家の反応は EMPS が低い企業は信託型 SO の採用企業となる傾向が考えられ、そのような企業ほど被説明変数である CAR と EMPS の間に負の関係性を認めると期待する。

4-2-2. 投入される 2 つの財務的変数について

国税庁見解発表日における信託型 SO 導入企業に対する投資家の評価が財務特性によっても影響を受けると考えたため、直近期における会計方針の変更を認めた場合に 1 を与えるダミー変数 (FLG_APCHG_0 dummy) 並びに 3 期連

続営業赤字を認める場合に 1 を与えるダミー変数 (OLOSS_3C) に注目する。まず FLG_APCHG_0 dummy についてであるが、本研究のサンプルでは当該変数に対して 1 を与えた事例は 1 社しか存在しない。このため仮に FLG_APCHG_0 dummy が有意性を示したとしても当該 1 社による影響をコントロールした結果と解すべきであり、解釈は慎重になるべきであろう。因みに一般的には「頻繁な会計方針の変更は、外部投資家から見て、会計情報の継続的な利用可能性を制約し、無形情報への需要を高める可能性がある」としている (阿萬 [2012, p.118])。投資家が無形情報により企業価値評価を行わざるを得ない場合、リスクを負う事となるため、当該ダミー変数と被説明変数の間には負の関係性が期待される背景を否定することはできない。

また OLOSS_3C は連続赤字に 1 を与えるダミー変数であるが、この変数が含意する情報は興味深い。営業利益の赤字が連続した企業におけるガバナンス構造の変化について検証を試みた例として長瀬 [2016, p.339] の分析結果を踏まえると「経営状態が悪化すると社外取締役や兼任取締役の導入が促進され、内部出身者や執行役員の導入が抑制される」とし、「この効果は 2 期後、3 期後も継続する」という。つまり「経営状態の悪化を契機として、長期的な取締役会改革が着手される」のが一般的であるとされる。

取締役会改革に関連する研究として、東証一部・同二部・同マザーズ・ジャスダックに分類し、女性役員の採用が企業パフォーマンスに及ぼす影響を 2 段階最小二乗法によって検証した櫻田 [2024, pp.228-231] に拠れば、ROA や Q の向上が女性役員によってもたらされるという一般的傾向を示したのは東証一部上場企業のみであった。この結果から女性役員候補者の争奪戦が繰り広げられており、企業パフォーマンスに影響を及ぼす実力を有する女性役員は東証一部の上場企業に配置され、それら以外の市場で

は有能な女性役員の配置は劣後すると指摘している。

この成果と同様に社外取締役を採用するという取締役会改革について、本研究が分析対象としている上場間もない企業においては有能な社外取締役の確保が困難な状況と考えられる。また他方、長瀬〔2016, p.332〕は「明確な赤字になる前の期から、従業員削減などの本格的なリストラを行う前の段階で、役員を中心としたリストラを進めている可能性も考えられる」としているが、本研究の分析対象も3期連続営業赤字に陥った企業に対するガバナンス改革に対する投資家の期待は大きい可能性がある。

このように観てくると OLOSS_3C が被説明変数に及ぼす影響として、ポジティブ反応とネガティブ反応の両方が考えられる。ポジティブ反応のロジックとしては既に3期連続営業赤字が投資家にとっては与件となっているため、信託型 SO 課税に関する税制改正情報のうち従来型 SO 制度の利用条件の緩和を好感し、経営者に対する新たな動機付けがもたらされたと投資家が受け止めるかもしれない。そうであれば被説明変数との関係性は正を期待するが、逆に SO 行使益の給与所得課税を引き続き投資家が深刻視すれば負の関係性が予想される。

4-2-3. 投入される2つの企業属性変数について

企業属性を表す LnEMPL_0 並びに Retail industry dummy はそれぞれ前者については従業員数を表す規模変数であり、後者は小売業を表す業種ダミーである。これら2つを同時に投入するには理由があり、規模変数として従業員を用いる場合、業種特性を踏まえなければならないためである。これら2変数を同時に投入している類似の例として畠中〔2025〕に注目するが、そのために当該研究の概要について簡潔に述べておくと次の通りである。会社法改正により社外取締役の設置が義務付けられた令和元年の後に、社外取締役を3分の1以上とする CG コードの改訂が令和3年に実施されており、

その狭間にあっては企業が2名以上の社外取締役を設置する積極的な動機は、取締役会改革への熱意以外に他ならない。そこで令和3年の CG コード改訂に先んじて社外取締役を3分の1以上にした企業について、実際に企業パフォーマンスの向上をもたらしていたのかを明らかにした。当該分析では傾向スコアマッチングを用いて社外取締役3分の1以上を実現した企業を処置群とする一方で、満たせなかった企業を対照群と設定した。そこで傾向スコアを算出するためにロジスティック回帰分析にて共変量として従業員数と小売業ダミーを投入している。

分析の結果、CG コード改訂前に既に社外取締役3分の1以上を満たす企業は満たさない企業に比し、3年平均の ROA 並びに3年平均の Q が優越しているとの PSM の結果を導出した。その結果の導出過程において実施されたロジスティック回帰分析では、従業員数が多くなる場合に社外取締役3分の1を満たす傾向にあり、逆に小売業においては社外取締役3分の1を満たさない傾向にあることを、それぞれ統計的な有意性を伴って明らかにしている。つまり要約すると企業規模が大きくなると取締役会改革へ積極的になるが、小売業は消極的であるという所見が導出されたのである。

この先行研究の結果を踏まえると、信託型 SO に関する課税関係についての国税庁見解発表による情報投入によって投資家は企業規模が大きいほどに取締役会改革が前進することを期待し、緩和された SO 課税制度に乗じて報酬制度を含めて見直すかと予想するかもしれない。この場合、被説明変数に及ぼす規模変数の影響は正を期待する。また逆に小売業であることは CG 改革へ後ろ向きであることを示すので、被説明変数に対して負の関係性を期待すると一般的には解釈可能かもしれない。しかしながら本研究のサンプルでは小売業に属する企業は2社しか存在しないため、分析の結果、Retail industry dummy が有意性を示したとしてもそ

図表 2 変数の分類と略称、そして基本統計量

変数の分類	略称変数名	平均値	標準偏差	最小値	四分位			最大値
					第 1	第 2	第 3	
被説明変数	AR-1	-0.0131	0.0347	-0.1402	-0.0329	-0.0108	0.0069	0.0633
	CAR(1,2)	0.0401	0.0599	-0.0744	0.0018	0.0230	0.0680	0.1890
	CAR(-1,2)	0.0312	0.0767	-0.1296	-0.0141	0.0146	0.0791	0.2025
CG 特性	取締役会	IDMX_NUM	1.1556	1.3307	0	0	1	5
		BRD_AGEMIN	40.3778	5.8515	30	35	40	52
	情報開示	LnATRM	3.7454	0.1112	3.2958	3.7377	3.7842	3.8918
		CGENBS dummy	0.8667	0.3438	0	1	1	1
	役員報酬	CGPERBASED dummy	0.1556	0.3665	0	0	0	1
	外部からの規律	EMPS	0.7578	1.8906	0	0	0	10
財務特性	有効性	FLG_APCHG_0 dummy	0.0222	0.1491	0	0	0	1
	資本効率	OLOSS_3C	0.1556	0.3665	0	0	0	1
企業特性		LnEMPL_0	5.3795	1.0750	3.2958	4.6134	5.2730	6.0343
		Retail industry dummy	0.0444	0.2084	0	0	0	1

の解釈は慎重であるべきであり、当該 2 社をコントロールしたにすぎない可能性がある。

以上を踏まえて回帰分析において用いられる 3 つの被説明変数並びに 12 の説明変数について基本統計量を示したのが（図表 2）である。次節においては説明変数間の相関を概観した後、分析モデルを示す。

4-3. 分析モデル

本研究では、信託型 SO に対する給与所得課税を再確認した国税庁見解発表日において資本市場の参加者が、当該 SO 導入企業のいかなる CG 特性と財務特性、そして企業特性を踏まえてそれらの企業の評価を行ったのかを明らかにすることが目的である。このアナウンスには投資家にとって悲観する材料と好感する材料の両面が含意されている。そこで前節において投資家反応をイベント日周辺の AR や CAR によって観察しつつ、これら反応を引き起こす 6 つの CG 特性と 2 つの財務特性、そして 2 つの企業特性に注目し、説明変数とした。そこで本節ではそれら説明変数同士の相関を確認する目的で（図表 3）を掲げる。

（図表 3）では各セルの上段が相関係数であり、下段が片側検定による有意確率である。また左下半分がピアソンの相関係数であり、右上

半分がスピアマンの相関係数となる。説明変数同士の相関は EMPS と LnEMPL_0 の間の他、FLG_APCHG_0 dummy と OLOSS_3C の間に認められるが、それぞれ 0.5 に満たないため、深刻な多重共線性を発生させないと判断した。このことは分析結果として後掲する（図表 4）において分散拡大係数（VIF：Variance Inflation Factor）の多寡を踏まえて、改めて判断したい。以上から次の通り、分析モデルを構築した。なお、モデル式の各変数には添え字にデータの時点を示していないが、被説明変数が国税庁見解発表日である令和 5 年 5 月 29 日を $t=0$ とした AR や CAR であるため、この時点で入手可能な財務数値を用いていることを付言する。

$$\begin{pmatrix} AR - 1_i \\ CAR(1,2)_i \\ CAR(-1,2)_i \end{pmatrix} = \beta_0 + \beta_1 IDMX_NUM_i \\
 + \beta_2 BRD_AGEMIN_i + \beta_3 LnATRM_i \\
 + \beta_4 CGENBS\ dummy_i + \beta_5 CGPERBASED\ dummy_i \\
 + \beta_6 EMPS_i + \beta_7 FLG_APCHG_0\ dummy_i \\
 + \beta_8 OLOSS_3C_i + \beta_9 LnEMPL_0_i \\
 + \beta_{10} Retail\ industry\ dummy_i + \varepsilon_i$$

図表 3 変数間の相関係数

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬
① AR-1	1.000	-0.360 0.015	0.053 0.731	-0.357 0.016	0.163 0.284	0.020 0.897	0.123 0.420	-0.413 0.005	0.391 0.008	-0.255 0.090	-0.076 0.622	0.203 0.181	0.100 0.515
② CAR (1,2)	-0.246 0.103	1.000	0.791 0.000	0.141 0.356	-0.417 0.004	-0.154 0.311	-0.063 0.681	0.215 0.156	-0.278 0.065	-0.093 0.544	0.161 0.292	0.018 0.906	0.232 0.124
③ CAR (-1,2)	0.191 0.208	0.796 0.000	1.000	0.046 0.763	-0.452 0.002	-0.232 0.126	-0.078 0.610	0.097 0.527	-0.043 0.777	-0.244 0.107	0.241 0.111	0.238 0.115	0.183 0.230
④ IDMX_NUM	-0.211 0.164	0.062 0.687	0.060 0.696	1.000	-0.105 0.492	-0.169 0.268	0.037 0.809	0.107 0.485	0.008 0.958	-0.159 0.297	-0.137 0.371	0.120 0.431	-0.013 0.932
⑤ BRD_AGEMIN	0.142 0.353	-0.383 0.009	-0.378 0.010	-0.052 0.737	1.000	0.145 0.343	-0.166 0.274	-0.047 0.758	0.161 0.291	-0.169 0.268	-0.258 0.087	0.133 0.383	-0.054 0.724
⑥ LnATRM	-0.005 0.975	-0.187 0.218	-0.249 0.099	-0.103 0.499	0.012 0.940	1.000	-0.160 0.295	-0.058 0.705	-0.182 0.232	0.030 0.846	-0.099 0.517	-0.035 0.822	0.038 0.803
⑦ CGENBS dummy	0.098 0.520	-0.082 0.593	-0.096 0.529	0.096 0.530	-0.144 0.346	-0.137 0.368	1.000	0.168 0.269	-0.093 0.542	0.059 0.700	-0.192 0.205	0.076 0.622	0.085 0.581
⑧ CGPERBASED dummy	-0.304 0.042	0.209 0.169	0.081 0.598	-0.136 0.374	-0.039 0.801	0.044 0.772	0.168 0.269	1.000	-0.084 0.582	-0.065 0.673	-0.184 0.226	0.118 0.440	-0.093 0.545
⑨ EMPS	0.297 0.048	-0.284 0.059	-0.142 0.352	0.067 0.663	0.268 0.075	0.076 0.621	-0.023 0.882	-0.102 0.506	1.000	-0.080 0.602	0.013 0.933	0.457 0.002	0.114 0.455
⑩ FLG_APCHG_0 dummy	-0.558 0.000	-0.075 0.622	-0.276 0.066	-0.132 0.386	-0.166 0.275	0.053 0.728	0.059 0.700	-0.065 0.673	-0.061 0.690	1.000	0.351 0.018	-0.046 0.762	-0.033 0.832
⑪ OLOSS_3C	-0.212 0.162	0.100 0.514	0.235 0.120	-0.051 0.741	-0.240 0.112	0.060 0.697	-0.192 0.205	-0.184 0.226	-0.082 0.592	0.351 0.018	1.000	-0.080 0.600	-0.093 0.545
⑫ LnEMPL_0	0.155 0.308	0.077 0.615	0.236 0.118	0.216 0.154	0.175 0.249	0.075 0.626	0.047 0.759	0.130 0.396	0.386 0.009	-0.037 0.809	-0.084 0.581	1.000	-0.091 0.551
⑬ Retail industry dummy	0.192 0.207	0.210 0.166	0.220 0.147	-0.025 0.868	-0.070 0.648	0.053 0.731	0.085 0.581	-0.093 0.545	0.016 0.915	-0.033 0.832	-0.093 0.545	-0.093 0.542	1.000

4-4. 分析結果とその解釈

国税庁見解発表日周辺における資本市場の反応に関する要因分析の結果は（図表 4）に示す通りであり、5%水準以上有意な説明変数に網掛けを施している。被説明変数を入れ替えて Model.1～3 までの分析を試みたが、Model.1 では国税庁見解において給与所得課税に対する投資家の失望を示したイベント日前 1 営業日における株価反応である AR-1 の変動要因を解明する目的がある。そして Model.2 は同見解において SO 制度の規制緩和に対する投資家の好感を示したイベント日後 1 営業日から 2 営業日に渡る株価反応である CAR (1,2) の変動要因を解明する。そして Model.3 は国税庁見解発表日の前後を通した 4 営業日間の株価収益率となる CAR (-1,2) の変動要因を分析する。Model.3 における被説明変数には、投資家のネガティブ反応並びにポジティブ反応に関する情報を含んでいる。したがって Model.3 の分析

結果は概ね Model.1 並びに Model.2 における分析結果と整合する結果が得られたと言える。

さて、国税庁見解発表の内容には、投資家を失望させる情報と共に好感する情報も含まれているが、そのうち投資家は信託型 SO への給与所得課税に対してまず先に反応し、失望した様子が観察された。その要因を明らかにする Model.1 の分析結果から IDMX_NUM について社外取締役の兼業数が多く、業績連動給与を導入している企業や会計方針の変更企業に対してネガティブに反応している。これらの結果の解釈として社外取締役の兼務数の増加は本稿 4-2-1. にて言及した通り、一般的に Busyness 仮説が有力とされていることから、兼務の増加で十分な社外取締役の活躍が見込めず、兼務数が多い社外取締役は CG への貢献が期待できないと判断した可能性がある。次に CGPERBASED dummy について業績連動報酬として信託型 SO を導入している場合、既に税

図表 4 国税庁見解発表日周辺における資本市場の反応に関する要因分析結果

Models obs:45	Model.1 被説明変数：AR-1					Model.2 被説明変数：CAR (1,2)					Model.3 被説明変数：CAR (-1,2)				
	非標準 化係数	標準化 係数	t	有意 確率	VIF	非標準 化係数	標準化 係数	t	有意 確率	VIF	非標準 化係数	標準化 係数	t	有意 確率	VIF
Cons	-0.0439		-0.337	0.738		0.6234		2.198	0.035		0.9180		3.241	0.003	
IDMX_NUM	-0.0083	-0.3166	-2.894	0.007	1.1114	-0.0018	-0.0392	-0.284	0.778	1.1114	-0.0064	-0.1112	-1.032	0.309	1.1114
BRD_AGEMIN	-0.0002	-0.0336	-0.294	0.771	1.2164	-0.0037	-0.3637	-2.519	0.017	1.2164	-0.0053	-0.4016	-3.562	0.001	1.2164
LnATRM	0.0011	0.0035	0.033	0.974	1.0609	-0.1297	-0.2405	-1.783	0.083	1.0609	-0.2188	-0.3172	-3.013	0.005	1.0609
CGENBS dummy	0.0204	0.2016	1.809	0.079	1.1538	-0.0376	-0.2156	-1.533	0.135	1.1538	-0.0366	-0.1641	-1.494	0.144	1.1538
CGPERBASED dummy	-0.0311	-0.3284	-2.968	0.005	1.1373	0.0358	0.2189	1.567	0.126	1.1373	0.0225	0.1075	0.986	0.331	1.1373
EMPS	0.0035	0.1895	1.616	0.115	1.2764	-0.0082	-0.2601	-1.759	0.088	1.2764	-0.0071	-0.1746	-1.512	0.140	1.2764
FLG_APCHG_0 dummy	-0.1437	-0.6167	-5.436	0.000	1.1952	-0.0532	-0.1324	-0.925	0.362	1.1952	-0.2205	-0.4286	-3.835	0.001	1.1952
OLOSS_3C	0.0001	0.0009	0.007	0.994	1.3219	0.0159	0.0973	0.646	0.522	1.3219	0.0716	0.3424	2.913	0.006	1.3219
LnEMPL_0	0.0058	0.1785	1.514	0.139	1.2921	0.0155	0.2780	1.868	0.070	1.2921	0.0325	0.4561	3.925	0.000	1.2921
Retail industry dummy	0.0212	0.1271	1.193	0.241	1.0546	0.0776	0.2698	2.007	0.053	1.0546	0.1077	0.2927	2.789	0.009	1.0546
adjR2/F 値 (有意確率)	0.526/5.888 (0.000)					0.246/2.433 (0.026)					0.540/6.171 (0.000)				

法上は業績連動報酬の採用企業の役員や従業員には行使時において給与所得課税として重課されることとなっている。このため信託型 SO に対する給与所得課税が国税庁見解発表日に表明されたとしても、先験的には業績連動報酬を採用していることを示す当該変数は有意性を示さないと思われた。しかし存外にも有意性を伴いネガティブに反応する結果を示した。存外である理由として株式給付信託制度において受益者が取得するのは RS であって SO ではない。国税庁見解の表明でネガティブ反応を示す企業は信託型 SO を採用した企業となるが、それに加えて業績連動報酬の実施という報酬形態が多様化した企業にも投資家のネガティブ反応が波及したと推測される。

次に Model.2 による分析は国税庁見解の発表日から翌営業日並びに翌々営業日の累計の AR を被説明変数とした CAR (1,2) に示される投資家による反応の要因分析であるが、本稿 4-1. に拠る検討から両日は SO 制度に対する従来の規制に対して緩和が進み、投資家がポジティブ反応を示したと解釈している。そしてそのポジティブ反応の要因を Model.2 において明らかにしようとした結果、5% 水準の有意となった変数は取締役会の最年少役員の年齢のみであった。つまり最も若い役員の年齢が低下すればするほど投資家は高評価する。また 10% 水準有意という限界的なレベルではあるが、決

算発表を急ぐ企業に対しても高評価となった他、持株会持株比率が低くなると高評価となり、企業規模が大きいことに対して投資家は高評価を示した。これらの含意としてイベント日後には国税庁見解のうち、SO 制度の規制緩和を引き金として若年役員の活躍が期待され、投資の実行と撤退の活発化を資本市場の参加者は期待したと解釈した。さらに従業員持株会に拠る株式保有と信託型 SO の保有は排他的と考えれば、SO 制度の規制緩和が従業員持株会に拠る株式保有の動機づけを弱めると投資家は判断したと考えられるため、従業員持株会に拠る株式保有が低い企業へポジティブに反応したと考える。なお、これらの 3 つのモデルの各係数について VIF をみたところ、全てにおいて 2 未満と良好な結果となり、多重共線性の排除に成功していると付言しておく。

5. おわりに

本稿は大澤 [2025] で残された課題としていた信託型 SO の課税解釈に対する投資家の反応、すなわち「ムチ」と称した給与所得課税公表に対する投資家のネガティブ反応と「アメ」と称した適格型 SO の株価算定ルールの明確化と信託型 SO から適格型への移行可能な場合を公表した事に対する投資家のポジティブ反応が、その導入企業のいかなる CG 並びに財務

特性によって決定づけられるかを明らかにした。分析の結果、社外取締役の兼務数が多いとCGへの貢献が期待できないことからネガティブ反応をもたらした事の他に、最も若い役員年齢が低下するほど投資家は高評価するとの結論を得ることができた。しかし、本研究は推計期間の短縮によりサンプルを増加させるという工夫を試みたものの、大澤[2025]と同様「新規上場企業群」を対象としたに留まるため、信託型SO全体の分析の為には「既上場企業群」を分析対象に加える必要がある。また、大澤[2025]と分析結果を正確に比較するためには5 Factors ModelによるAR算出を踏まえて再度の検証を試みる必要があることを付言し、次の研究課題としておく。

[後記] 本研究成果は令和6年度信託研究奨励金による支援の成果である。さらに大澤が受けた令和7年度石井記念証券研究振興財団による証券研究学生団体研究助成の支援も受けている。いずれの厚意にも謝してここに記す。

参考文献

- Bornemann, T., Jacob, M., and Sailer, M. [2023]. Do corporate taxes affect executive compensation?. *The Accounting Review*, 98(2), 31-58.
- Bryan, S., Hwang, L., and Lilien, S. [2000]. CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants, *Journal of Business* Vol73 N04, 661-693.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A. C., and Whitelaw, R. F. [1998]. The econometrics of financial markets. *Macroeconomic Dynamics*, 2(4), 559-562.
- Carhart, M. M. [1997]. On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance*, 52, 57-82.
- Dambra, M. J., Gustafson, M., and Quinn, P. J. [2020]. Tax-advantaged trust use among IPO executives: Determinants and implications for valuation and future performance. *The Accounting Review*, 95(3), 145-175.
- Durrant, J., Gong, J. J., and Howard, J. [2021]. In the nick of time: Performance-based compensation and proactive responses to the Tax Cuts and Jobs Act. *Journal of Management Accounting Research*, 33(1), 53-74.
- Fama, E.F., and K. R. French. [1993]. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics Volume 33, Issue 1*, 3-56.
- Fama, E.F., and K. R. French. [2015]. A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics Volume 116, Issue 1*, 1-22.
- Gorry, A., Hassett, K. A., Hubbard, R. G., and Mathur, A. [2017]. The response of deferred executive compensation to changes in tax rates. *Journal of Public Economics*, 151, 28-40.
- Lambert, R. and D. Larcker. [2004]. "Stock options, restricted stock and incentives," Working paper.
- Rosenbaum, P.R., and D.B. Rubin. [1983]. The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects. *Biometrika*, 70(1), 41-55.
- Von Ehrlich, M., and Radulescu, D. [2017]. The taxation of bonuses and its effect on executive compensation and risk-taking: Evidence from the UK experience. *Journal of Economics and Management Strategy*, 26(3), 712-731.
- 阿萬弘行 [2012] 「無形情報による株式リターンと企業情報環境・情報開示行動」『甲南経済学論集』第52巻第1号, 109~134.
- 内田交護 [2021] 「信託を用いた業績連動株式報酬の実証分析」『信託研究奨励金論集』(42), 99-112.
- 大澤弘幸 [2010] 「ストック・オプション課税に関する一考察 —平成18年度税制改正を踏まえて—」『新潟経営大学紀要』第16号, 137-145.
- 大澤弘幸 [2017] 「役員給与税制に関する一考察 —平成28年度税制改正を踏まえて—」『新潟経営大学紀要』第23号, 23-32.
- 大澤弘幸 [2025] 「信託型ストック・オプションの課税解釈をめぐる投資家の反応」『暁星論叢』第76号, 79-93.
- 太田裕貴 [2025] 「労働組合・従業員持株がコーポレートガバナンスに与える影響：先行研究のレビューと将来研究の展望」『専修商学論集』第120巻, 61-76.
- 大沼宏・櫻田譲 [2016] 「予想外の事象に直面する企業の企業評価を決定づける要因－移転価格税制適用企業を題材にコーポレート・ガバナンスのあり方を探

- る」『経営ディスクロージャー研究』第14号, 83-96.
- 暮石秀樹・佐藤倫正 [2016]「日本版 ESOP 採用の効果」『地域分析』第54巻第3号, 23-40.
- 坂東洋行 [2023]「役員報酬と信託業による報酬コンサルティングの法的問題」『名古屋学院大学論集 社会科学編』第60巻 第1・2号, 133-158.
- 櫻田譲 [2018]「第2章 ストック・オプション判決に対する市場の反応」『税務行動分析』北海道大学出版会, 29-54.
- 櫻田譲 [2024]「第5章 ストック・オプション制度の採用と企業パフォーマンス」『租税と企業行動』税務経理協会, 159-182.
- 高橋隆幸・野間幹晴・成川旦人・岩井菜々美 [2023]「平成28年・29年度税制改正で導入された株式報酬の決定要因」『産業経理』vol83, No.3, 15-26.
- 高橋隆幸・野間幹晴・酒井佳貴 [2017]「税制適格ストック・オプションの決定要因：平成一八年度改正による税制適格オプションの損金算入」『会計』192(3), 335-349.
- 鄭義哲 [2014]「長期インセンティブ制度としてのストックオプションとその効果」『西南学院大学商学論集』61(2), 39-61.
- 長瀬毅 [2016]「日本企業の取締役会改革における社外取締役および執行役員の導入要因と効果に関する実証分析」『創立五十周年記念論文集』流通経済大学, 323-360.
- 錦織康高 [2024]「信託型 SO などストック・オプションに関する課税問題：米国における税制との比較の観点から」『租税研究』(892), 5-38.
- 橋本基美 [2009]「日本版 ESOP（従業員自社株保有制度）の登場とその役割」『産業経理』, 28-53.
- 畠中貴幸「社外取締役比率を上昇させる要因の分析」Discussion Paper Series B, No.2025-219, 1-18.
- 松田千恵子 [2020]「ボード・ダイバーシティは投資意思決定に影響を与えるか？」『異文化経営研究』(17), 63-78.
- 松本守 [2013]「コーポレート・ガバナンス・メカニズムと企業パフォーマンスの関係に関するサーベイ―内部ガバナンス・メカニズムを中心に」『北九州市立大学商経論集』第48巻第3・4合併号, 53-89.
- 渡邊誠士 [2016]「ストック・オプション費用の比較可能性に関する実証研究―株式報酬型ストック・オプション費用に対する市場評価への注記情報の利用―」『経済論叢（京都大学）』第190巻第1号, 57-69.