

平成21年3月31日現在

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2006～2008

課題番号：18530304

研究課題名（和文） 経営者報酬、株価と企業の質

研究課題名（英文） Management Compensation, Stock Prices, and Quality of Firms

研究代表者

久保田 敬一（KUBOTA KEIICHI）

中央大学・戦略経営研究科・教授

研究者番号：00120858

研究成果の概要：

企業の持つ真の質の識別のために、負債節税効果を別途抽出した $Unlevered\ q$ を均衡モデルの解を導出することにより演繹し、日本企業についてこれを実証した。日次データを用い、企業のシステムティックリスクがファマ＝フレンチのファクターに加え、2ファクターあることを明らかにした。ティックデータにより、企業の実質により、情報の非対称性の程度が異なることを発見した。最後に、企業の収益率の時系列構造が、米国と異なる平均回帰性を持つことを発見した。

交付額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2006年度	1,400,000	0	1,400,000
2007年度	900,000	270,000	1,170,000
2008年度	1,100,000	330,000	1,430,000
年度			
年度			
総計	3,400,000	600,000	4,000,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：(1)利益の質 (2)トービンの q (3)キャッシュフロー
 (4)シグナル均衡 (5)法人税率 (6)その他の包括利益
 (7)負債の節税効果 (8)ビジネスサイクル

1. 研究開始当初の背景

(1) 久保田＝竹原はすでに、企業の質を、単純化した推定法により Tobin の q を用いて企業の利益変動性データと付き合わせていたが、その際ミクロレベルにおける Tobin の q に関する精緻な既存研究が少ないことを発見し、これを資本コストの理論展開と実証分析を用いながら発展し、企業の生産意思決定の関数を導入した形での企業理論分析と併せることにより、経営財務論においてこれ

までに展開されていなかった理論・実証分析を行おうと試みた。

(2) 情報の非対称の下で日本企業の負債自己資本比率の決定を含めたモデル展開は、これまでになかった。本研究によって、企業の質と負債自己資本比率の決定、したがって企業資本コストの決定について、正当な理論展開を試みようとした。仮説の実証においては、限界実効税率を、損金繰延を考慮しながら、

さらに繰り延べ税金資産・負債額を用いたシミュレーションの方法により測定するが、そのような既存研究もこれまでに無かった。

(3) 日本のコーポレートガバナンスについて、経営者報酬、企業の質の関連から、これをモデル展開したものは少なく、齋藤が最初のモデルを日本経営財務研究会東日本部会(2005)で発表し、久保田=竹原は、日本経営財務研究会(2005)においてそれを情報の非対称の元で拡張するための考え方と実証的証拠を提示していた。さらに、これをエージェンシーコスト発生による最適化行動からの逸脱を分析するフレームワークを利用してモデル展開を試みることにした。

2. 研究の目的

景気変動と q の時系列的理論関係については、Christiano=Fisher論文がすでにリアルビジネスサイクルの枠組みの均衡モデルにより成果をもたらしていることから、これに税制を明示的に導入することにより、モデルを発展させる。そして、上記のモデルから導かれる仮説を実証的に日本企業について検定する。会社法施行により、経営者報酬の支払いの法的手続きおよび会計報告方法が大幅に変わり、以前と以降のデータベースの構成の仕方の違い、同じく四半期利益の公表による株価伝播への影響など、実証研究で考慮すべき点は多い一方、そのために既存研究はほとんど皆無であり、この点を考慮した経営財務論の実証研究を進めることにより、本研究はオリジナルな貢献をすることができる。

3. 研究の方法

理論モデルは、RBCのフレームワークの一般均衡モデルおよび情報の非対称性の下での契約理論を用いる。実証においては、月次、日次のデータを用いた資産価格理論の実証では、個別銘柄の時系列回帰の後でクロスセクション分析、またランキングポートフォリオについては、平均分散効率性テストおよびオイラー条件テスト、また個別銘柄とポートフォリオの時系列について、分散比、またCross Autocovarianceの計算を行う。さらにティックデータについては企業についての情報の非対称性をPINにより実証し、会計情報の伝播については、実証会計学イベント研究の方法論を用いる。

4. 研究成果

久保田=齋藤=竹原は、企業の負債節税効果を考慮し、従来のトービンの q について企

業の真の収益性指標を識別するため、レバレッジ効果を抽出したUnlevered q を、2セクター均衡モデルを用いて理論的に演繹し、この新概念の使用を提言、さらに日本企業についてこれを実証することにより、税金のある場合にはこれが1を下回り得ることをSummersに次いで、これも明らかにした(2008年2月Southwestern Finance Association 最優秀論文賞受賞)。

齋藤は、Krocker and Slemrod および Degeorgeらのシグナルモデルを元に、経営者の最大化行動におけるシグナル活動また、粉飾の可能性を理論的に明らかにした。

久保田=竹原は、日次データを用いて、企業のシステムティックリスクがファマ=フレンチの3ファクターに加えて2ファクターあることを明らかにした(2009年2月アメリカ個人投資家協会最優秀論文賞受賞)。

また、久保田=竹原は、企業の資本コスト、すなわち資産価格理論を用いた株式の期待リターンおよび負債のコストから構成される加重平均資本コスト(WACC)を日本企業について推定し、企業の生産性の質とリスクを評価する際の基本データを整備した。

ティックデータを用いることにより、久保田=竹原は、企業の特長により、情報の非対称性の程度が異なることをマイクロストラクチャーの研究方法を用いて発見した(2007年度AsFA/FMA Conference, Pacific Basin Finance Journal 最優秀論文賞受賞)。

久保田=徳永は、和田賢治氏との共同研究で、企業の収益率が、米国と異なる時系列構造を持っていることを発見し、その回帰傾向により企業のリスクの変遷を見られることを明らかにした。

これらの諸研究の理論および実証の成果より、資本市場における情報の非対称性が株価に与える影響、そしてその下での企業の質の向上のための経営者報酬要因の設計、情報伝播環境の整備、税制のあり方などについて規範的提言を行うことが出来る。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計10件)

① 久保田敬一、竹原均、Information Based Trade, the PIN Variable, and Portfolio Style Differences. *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol. 17, 319-337, (2009)、査読有

② 久保田敬一、竹原均、加重平均資本コスト推定上の諸問題、「経営財務研究」27巻、2-25、(2007刊、2008配布)、査読有

- ③徳永俊史、短期リターンリバーサルと流動性、「武蔵大学論集」、55 巻、139 - 168、(2008 年)、査読無
- ④久保田敬一、徳永俊史、和田賢治、Consumption Behavior, Asset Returns, and Risk Aversion: Evidence from the Japanese Household Survey. *Japan and the World Economy*. Vol. 20, 1-18, (2008), 査読有
- ⑤磯貝明文、加納悟、徳永俊史、A Further Extension of Duration Dependent Models. *European Journal of Finance*. Vol. 14, 427 - 449, (2008) 査読有
- ⑥久保田敬一、経営財務戦略と企業価値最大化目標の実現、「武蔵大学論集」、56 巻、35 - 66、(2008)、査読無
- ⑦久保田敬一、竹原均、Effects of Tax Rate Changes on the Cost of Capital: Evidence from The Case of Japanese Firms. *Finanz Archiv: Public Finance Analysis*. Vol. 63, 163-185、(2007)、査読有
- ⑧久保田敬一、竹原均、Fama-French ファクターモデルの有効性の再検証。「現代ファイナンス」、22 号、3 - 23、(2007) 査読有
- ⑨久保田敬一、須田一幸、竹原均、株式収益率と経営者報酬における包括利益の情報内容、「経営財務研究」26 巻、53 - 69、(2006) 査読有
- ⑩久保田敬一、徳永俊史、株式投資収益率の時系列構造分析: 週次データを用いて、「武蔵大学論集」、54 巻、117 - 137、(2006) 査読無

[学会発表] (計 16 件)

- ① 久保田敬一、斎藤進、竹原均、Corporate Investment, Taxation and Tobin's q : Evidence from Japanese Firms and Industries. Western Economic Association International Pacific Rim Conference、2009 年 3 月 25 日、龍谷大学
- ② 久保田敬一、竹原均、Expected Return, Liquidity Risk, and the Contrarian Strategy: Evidence from Tokyo Stock Exchange, Southwestern Finance Association, 2009 年 2 月 27 日、Oklahoma City
- ③ 久保田敬一、斎藤進、竹原均、税制度が資本コスト、Tobin's q に与える影響の分析: 節税効果を考慮した修正 q レシオ
日本経営財務研究会第 32 回全国大会、2、008 年 9 月 28 日、東洋大学
- ④ 久保田敬一、斎藤進、竹原均、経営者報酬、経営の質、およびトービンの Q 、日本経営財務研究会第 32 回全国大会 2008 年 9 月 27 日、東洋大学
- ⑤ 久保田敬一、須田一幸、竹原均、Information Content of Other Comprehensive Income Items: Implications from Gains and Losses to Japanese Firms, AsianFA/NFA Joint International Conference、2008 年 7 月 9 日、パシフィコ横浜
- ⑥ 久保田敬一、竹原均、Expected Return, Liquidity Risk, and the Contrarian Strategy: Evidence from Tokyo Stock Exchange, AsianFA/NFA Joint International Conference、2008 年 7 月 8 日、パシフィコ横浜
- ⑦ 久保田敬一、徳永俊史、和田賢治、Price Continuation of Weekly Portfolio Returns in Japan, AsianFA/NFA Joint International Conference、2008 年 7 月 8 日、パシフィコ横浜
- ⑧ 久保田敬一、須田一幸、竹原均、Reporting of the Current Earnings plus Other Comprehensive Income: Test of the Information Content of Japanese Firms, Asian Finance Association/Nippon Finance Association Joint Meeting、2008 年 7 月 8 日、横浜
- ⑨ 久保田敬一、斎藤進、竹原均、Corporate Investment, Taxation and Tobin's q : Evidence from Japanese Firms and Industries, Southwestern Finance Association Annual Meeting、2008 年 3 月 7 日、Houston
- ⑩ 久保田敬一、竹原均、Information Trade, the PIN Variable, and Portfolio Style Differences: Evidence from Tokyo Stock Exchange Firms, Econometric Society Summer European Meeting、2008 年 8 月 28 日、Budapest
- ⑪ 久保田敬一、企業価値と経営財務戦略、日本経営財務研究会、2007 年 10 月 6 日、立命館大学びわこ・くさつキャンパス
- ⑫ 久保田敬一、斎藤進、竹原均、経営者報酬と会計操作、日本経営財務研究会、2007 年 10 月 7 日、立命館大学びわこ・くさつキャンパス
- ⑬ 久保田敬一、竹原均、Information Trade, the PIN Variable, and Portfolio Style Differences: Evidence from Tokyo Stock Exchange Firms, AsFA/FMA Conference、2007 年 7 月 6 日、Hong Kong.
- ⑭ 久保田敬一、徳永俊史、和田賢治、Non-Random Walk Tests of Stock Returns in Japan, AsFA/FMA Conference、2007 年 7 月 6 日、Hong Kong
- ⑮ 久保田敬一、須田一幸、竹原均、Reporting of the Current Earnings plus Other Comprehensive Income: Test of the Information Content of Japanese Firms, American Accounting Association Annual Meeting、2006 年 8 月 6 日-9 日(ポスターセッション)、Washington D. C.
- ⑯ 久保田敬一、斎藤進、竹原均、Taxation, Quality of Firms, and Tobin's q : Evidence from Japanese Economic Dynamics, 62nd Congress of the International Institute of Public Finance Annual Congress、2006 年 8 月 30 日、Cyprus

〔図書〕(計3件)

- ①前田貞芳、久保田敬一、海老原崇監訳、マグローヒルエデュケーション、『戦略的収益費用マネジメント』(2008年)、329頁
- ② 斎藤進監訳、菅原・桂・上木原訳、中央経済社、『合併、買収、リストラのための企業評価』(2008年)、457頁
- ③ 久保田敬一、東洋経済新報社、『決定版コーポレートファイナンス』(2006年)、262頁

〔その他〕

久保田敬一個人ホームページ

<http://www.gssm.musashi.ac.jp/~kubota/>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

久保田 敬一 (KUBOTA KEIICHI)
中央大学・戦略経営研究科・教授
研究者番号：00120858

(2) 研究分担者

(3) 連携研究者

徳永 俊史 (TOKUNAGA TOSHIFUMI)
武蔵大学・経済学部・教授
研究者番号：30329750
(平成19年度は研究分担者)

斎藤 進 (SAITO SUSUMU)
上智大学・経済学部・教授
研究者番号：00007808
(平成18～19年度は研究分担者)

竹原 均 (TAKEHARA HITOSHI)
早稲田大学・商学大学院・教授
研究者番号：70261782
(平成18～19年度は研究分担者)