

## 別紙 4

|      |   |   |   |
|------|---|---|---|
| 報告番号 | ※ | 第 | 号 |
|------|---|---|---|

## 主 論 文 の 要 旨

論文題目 Should Interested Parties Focus Their Attention on the Firms' Foreign Direct Investment? Evidence from Japan  
(利害関係者は日本企業の海外進出行動をどう分析すべきか)  
氏 名 顧 俊堅 (GU Junjian)

## 論 文 内 容 の 要 旨

## (1) 論文の目的

今現在、グローバル化は経済成長に関する重要な要因であり、国々に対し重要な課題だと思われる。整理したデータによれば、2015年時点では、32社の日本企業が海外資本市場で上場していた。その他、約1,100社の日本上場企業が百強の国々に進出行動をとっていた。具体的な数値を見ると、2014年において、日本上場企業の海外進出子会社数は約26,100であった。さらに、2004年から2014年までの間に、海外進出子会社の数の年平均成長率は4.7%であり、年々増加傾向にあった。

数多くの日本上場企業が頻繁に海外進出しているという背景があるにもかかわらず、日本上場企業の海外進出行動に関する実証会計研究は十分に蓄積されているとは言えない。ゆえに、日本上場企業の海外進出を対象として、実証会計研究を遂行する必要があると思われる。本論文の主目的としては、利害関係者が日本企業の海外進出先の特徴を分析することによって、なんらかのインスピレーションを受けるか否かを検証することである。

様々な利害関係者がいるため、個々の利害関係者の関心点についてはそれぞれ異なると思われる。個々の利害関係者（例えば投資者、租税制度の設定者、監査管理者）に向け、いくつかの問題について検証する。具体的な問題は以下の通りである。

**Q1**、海外進出行動は利益の質を高めるのか。**Q2**、投資者は海外進出している日本企業の財務諸表に対し、どのように分析すればより高い株価リターンが望めるのか。

Q3、どのような進出先国ポートフォリオが租税回避行為を抑制するのか。Q4、監査人はクライアント企業の海外進出行動の特徴に対し、監査報酬をどう設定するのか。

## (2) 論文の構成と内容

本論文は、第1章から第6章によって構成されている。

第1章「Introduction」では、歴史的なデータを用いて、日本上場企業の海外進出に関する背景を紹介した上で、海外進出先の特徴を分析することの研究動機を示した。そして、本論文において、研究目的、研究方法、実証結果、および学術的な貢献について説明する。

第2章「Can FDI Improve Earnings Quality?」では、海外進出行動と利益の質との関連性を解明する。サンプル選択バイアスという問題を緩和するため、傾向スコアマッチング手法を用いて、日本の海外進出している上場企業とそうでない上場企業のサンプル・ペアを確定する。そして、このマッチングされたサンプルを用いて、利益の質、進出先国の法的環境、および経済発展の程度に関わる六つの仮説を検証する。結果として、海外進出している日本上場企業のほうがより低い利益調整リスク、保守性があることが示された。さらに、習慣法系（先進国）の影響を受ければ受けるほど、より低い利益調整リスク、そして高い価値関連性、保守性になる（高い会計利益の質）という結論が得られた。

第2章の特徴は、三つ挙げられる。第1に、法的環境および経済発展の程度の視点から、海外進出行動と利益の質との関連性を検討したことである。また、二つの尺度（進出国数、および進出国数の割合）を用いて、習慣法系、あるいは先進国から企業に与えた影響の程度を代理した。第2に、傾向スコアマッチング手法を用いて、海外進出している企業とそうでない企業のサンプル・ペアを確定したことである。第3に、三つの利益の質の尺度を対象として、海外進出企業における利益の質を検討したことである。これらは先行研究でも比較的検討されていない部分であり、本章における研究による貢献点になると思われる。

第3章「Should Investors Focus Their Attention on the Financial Statement of Firms with FDI?」では、海外進出している日本上場企業に注目し、株価リターンを上げられるようなファンダメンタル分析方法を検討することで、投資者の投資意欲を喚起した。具体的な研究方法は以下である。まず、重回帰モデル（ロジスティック回帰モデル）を用いて、企業の当期末の株価（一年後の利益の増減）と当期各財務情報上の指標との関連性を測定した。次に、個々の回帰モデルの結果に基づい

て、二種類の企業価値モデルを設定し、将来の株価リターンを予測した。さらに、価値モデルの結果に基づいて、三種類の投資ポートフォリオを作成し、投資戦略を確定させた。これに関しては以下の結果が得られた。第1に、重回帰モデルにより過大評価および過小評価株価を選別でき、このモデルの結果に基づく、より高い株価リターンを得る投資戦略が導かれる。第2に、重回帰モデルの結果とロジスティック回帰モデルの結果を同時に考慮した投資戦略は最も高い株価リターンを得ることができる。第3に、全日本上場企業のサンプルを利用するより習慣法国あるいは先進国に進出している日本上場企業のサブ・サンプルを利用する方が良い投資結果に繋がる。

第3章は以下の点からファンダメンタル分析の研究に示唆を与えることができると考えられる。第1に、殆どのファンダメンタル分析に関する先行研究では、一つの回帰モデルのみ選択してからファンダメンタル分析を行っていた。それに対し、本章では、二種類の回帰モデル（重回帰モデル、ロジスティック回帰モデル）を利用し、企業の本源的価値および一年後の利益の増減の可能性をそれぞれ測定した。第2に、本章では、初めて、重回帰モデルの結果とロジスティック回帰モデルの結果を同時に考慮した投資戦略を立てた。第3に、習慣法国あるいは先進国に進出している日本上場企業はよりよい投資結果が得られることが示唆された。これらは先行研究では十分に議論されておらず、本研究のオリジナリティのひとつといえる。

第4章「The Portfolio of FDI and Tax Avoidance」では、進出先国の法律環境、経済発展の程度という二つの視点から、進出先国ポートフォリオと租税回避行為との関連性を証明した。具体的には、日本上場企業を対象に重回帰モデルを用いて、企業租税回避、進出する習慣法国数（先進国数）の割合、外国人持株比率という四つの仮説に対する検証を行った。結果として、進出する習慣法国数（先進国数）の割合が高い日本上場企業は租税回避行為を行う可能性が比較的低いことがわかった。次に、このような日本上場企業において、外国人持株比率と租税回避との負の関係はそうでない企業と比べると弱いことが示された。さらに、①傾向スコアマッチング方法を変更する、②企業レベルのサンプルを変更する、③ファーマ・マクベスの2段階回帰を変更する、④金融危機期間（2007年、2008年）のサンプルを場外する、⑤コントロール変数を加える、といった分析をしても結果は変わらなかった。よって本章の検証結果には、頑健性が備わっていると考えられる。

第4章は海外進出企業を注目し、租税回避を抑制する要因を検討した。実務的、かつ学術的な貢献としては下記が挙げられる。第1に、分析結果から進出する習慣

法国数（先進国数）の割合が高い日本上場企業は租税回避行為を行う可能性が比較的低いことが示され、税の制度設計に対する示唆を与えた。第 2 に、本章は投資家保護および企業の社会的責任が租税回避行動に対して抑制作用があることを証明した。これは先行研究で検討されていない部分であり、本章の貢献だと思われる。第 3 に、本章は外国人持株比率と租税回避との先行研究について、日本上場企業を対象とし、新たな検証を行い、進出先国ポートフォリオが外国人持株比率と租税回避との関係に影響を与えることを示した。

第 5 章「How do Auditors Charge Audit Fees Based on Clients' FDI Characteristics?」では、監査報酬と海外進出行動の特徴との関連性を確認し、なおかつ業種の高質性はその関係に影響を与えるか否かを検証した。2004 年から 2014 年までの日本上場企業の企業・年サンプルを選び、監査報酬を従属変数、海外進出の特徴を表す三つの変数（進出する習慣法国数、進出する発展途上国数、および進出先国との総地理上の距離）をそれぞれ独立変数とする重回帰モデルを推定した。分析の結果により以下の点についてわかった。第 1 に、監査法人は習慣法国（発展途上国）によく進出している日本上場企業に、より高い監査報酬を要求する。第 2 に、監査法人は進出先国との総地理上の距離が長い日本上場企業に、より高い監査報酬を要求する。第 3 に、業種の高質性は上述の関係に負の影響を与える。最後に、いくつかの頑健性テストを遂行し、一致する結果が得られた。

本章の貢献は以下の 3 点である。第 1 に、監査報酬の決定要因について、海外進出行動に着目したという点である。先行研究では、海外進出子会社数をコントロール変数として、監査報酬モデルに入れ込むことがあったが、海外進出行動の特徴をさらに分析し、これらの特徴が監査報酬にどのような影響を与えるのかといった議論の蓄積は不十分である。第 2 に、監査法人は習慣法国（発展途上国）によく進出している日本上場企業、あるいは進出国との総地理上の距離が長い日本上場企業に、より高い監査報酬を要求することを示唆する分析結果は、監査の制度設計、監査報酬の設定に対する意義があると思われる。第 3 に、海外進出行動の特徴を三つの尺度（進出する習慣法国数、進出する発展途上国数、および進出先国との総地理上の距離）で代理する新規性である。

第 6 章「Conclusions」では、第 2 章から第 5 章までの研究方法、分析結果をまとめると同時に、各章のインプリケーション、分析の限界について説明し、最後に今後の研究課題を述べた。

残された課題として、次の 2 点が挙げられる。第 1 に、第 2 章から第 4 章までの

研究内容について、仮説の設立、データ選択プロセス、頑健性テストの利用、海外進出行動の特徴を代表するその他の独立変数の検証や、企業別再検証など改善すべき点がいくつかある。第2に、海外進出行動に関する実証会計研究では、本論文で検討したトピック（利益の質、ファンダメンタル分析、租税回避、および監査報酬）以外の、多くの利害関係者が興味を持っているトピックについてまだ深く言及されていない。例えば、海外進出行動とIFRS適用、負債コストや企業ライフサイクルなどとの関連性の分析も今後検討可能であると思われる。これらの点については今後の課題である。