

論文審査の結果の要旨および担当者

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

氏 名 顧 俊堅

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
動をどう分析するべきか)

論文審査担当者

主査 名古屋大学大学院経済学研究科准教授 仙場 胡丹
委員 名古屋大学大学院経済学研究科教授 根本 二郎
委員 名古屋大学大学院経済学研究科教授 角ヶ谷 典幸

論文審査の結果の要旨

1. 本論文の概要**(1) 論文の目的**

本論文は、利害関係者が日本企業の海外進出先の特徴をどのように分析すべきか等の問題を計量的に分析することを目的としている。日本の上場企業による海外進出が活発化されているようである。本論文のデータによれば、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が4.7%であり、年々増加傾向にあったという。しかしながら、こうした背景があるにも関わらず、日本の上場企業の海外進出に焦点を当てて、計量的に分析を進める研究蓄積は十分ではない。そこで、本論文では、日本の上場企業の海外進出（海外子会社の設立、海外直接投資の増加）の状況・行動に焦点を当て、企業の海外進出行動が利益の質を高めるのか、投資者がどのように海外進出企業の財務諸表を分析すればより高い収益が見込めるか、海外進出企業の進出国のポートフォリオ（進出先の国々が先進国・慣習法域であるかどうかとその比率等）が租税回避行為を抑制するか、監査人がクライアント企業の海外進出行動の特徴にあわせて監査報酬を請求しようとしているかの様々な問題を計量的に分析しようとしている。

(2) 論文の構成と内容

本論文は6章から構成されている。

第1章「Introduction」では、歴史的なデータを用いて、日本の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という研究動機を示している。また、本論文における研究目的・研究方法を示し、得られた実証結果および想定される学術的な貢献について記述されている。

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しようとしている。まず、サンプル選択バイアスという問題を緩和させるため、傾向スコアマッチング法を用いて、海外進出している日本の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。次に、このマッチングされたサンプルを用いて、利益の質、進出国の法的環境、および経済発展の程度に関わる6つの仮説を検証する。結果として、海外進出している日本の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。また、慣習法域あるいは先進国に進出している企業ほど、より低い利益調整リスク、高い価値関連性または保守性を示す（高い会計利益の質）という結論が得られている。

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の上場企業に注目し、どのような企業に投資することでより高い株価リターンを上げられるかについて、ファンダメンタル分析方法を用いて分析を行っている。具体的には、まず、重回帰モデル（または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（または一年後の利益の増減）と当期の各財務情報上の指標（利益の質・キャッシュフローの算出力等を代表する指標）との関連性を測定している。次に、上記2つ回帰モデルの結果に基づいて、2種類の企業価値モデルを設定し、それぞれ将来の株価リターンを予測している。最後に、2種類の企業価値モデルに基づく将来の株価リターンを用いて、3種類の投資ポートフォリオを作成し、投資戦略の優劣を比較する。第3章の分析結果は下記の3点である。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、また当該モデルの結果に基づいた場合、より高い株価リターンが得られることを確認できている。第2に、重回帰モデルの結果とロジスティック回帰モ

論文審査の結果の要旨

デルの結果を同時に考慮した投資戦略が最も高い株価リターンを得ることができる。第 3 に、日本の上場企業的全サンプルを利用するよりも、慣習法国あるいは先進国に進出している日本の上場企業のサブ・サンプルを利用する方がより良い投資結果に繋がる。

第 4 章「The Portfolio of FDI and Tax Avoidance」では、進出国の法的環境、経済発展の程度という 2 つの視点から、進出国のポートフォリオ（進出先の国々が先進国・慣習法国であるかどうかとその比率等）が租税回避行為を抑制するかについて証明しようとしている。具体的には、日本の上場企業を対象に重回帰モデルを用いて、企業租税回避を非説明変数として、進出する慣習法国数（または先進国数）の全体進出国数における割合、外国人持株比率（高い場合が 1 とするダミー変数）等を説明変数とし、検証を行っている。結果として 3 点が挙げられる。第 1 に、進出する慣習法国数（または先進国数）の割合が高い日本の上場企業は租税回避行為を行う可能性が比較的低いようである。第 2 に、このような日本の上場企業において、外国人持株比率（高い場合が 1 とするダミー変数）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ようである。第 3 に、下記の 5 つの頑健性検証を行っているが、結果が変わらない。①傾向スコアマッチング法を変更する、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）のサンプルを除外する、⑤コントロール変数を加える。

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、加えて業種の同質性はその関係に影響を与えるか否かも併せて検証している。具体的には、2004 年から 2014 年までの日本の上場企業をサンプルとして選び、監査報酬を従属変数、海外進出の特徴を表す 3 つの変数（進出する慣習法国数、進出する発展途上国数、および進出国との総距離）をそれぞれ独立変数とする重回帰モデルを推定している。分析の結果は 3 点である。第 1 に、監査法人は慣習法国（発展途上国）によく進出している日本の上場企業に、より高い監査報酬を要求する。第 2 に、監査法人は進出国との総距離が長い日本の上場企業に、より高い監査報酬を要求する。第 3 に、業種の同質性は上述の関係に負の影響を与える。加えて、いくつかの頑健性検証を行っているが主分析における実証結果と変わらない。

第 6 章「Conclusions」では、第 2 章から第 5 章までの研究方法および分析結果をまとめ、各章の結果からのインプリケーションおよび分析の限界について述べ、今後の研究課題を記述している。

2. 本論文の評価

本論文は、既存の研究において、十分に計量的に分析されてこなかった日本の上場企業の海外進出（海外子会社の設立、海外直接投資の増加）の状況・行動に着目し、利害関係者が日本企業の海外進出先の特徴をどのように分析すべきか等の問題を計量的に分析しようとするものである。本論文について特に評価すべき点として、次の事項が挙げられる。

第 1 に、本論文の着目点に新規性が認められる点である。周知のように、日本企業にとっては、世界の経済活動のグローバル化を背景に、その運営をグローバル的に展開せざるを得ない側面がある。こうした中、日本政府は企業の海外進出を促進しようとしている。そこで、日本企業の利害関係者（例えば、投資者、政府機関、監査人、会計基準設定主体、銀行、債権者、ライバル企業、その他の会計情報利用者）には、企業の海外進出行動に対して理解を深める必要があると考えられるが、既存研究ではそれに着目した研究がほとん

論文審査の結果の要旨

ど存在しない。

第 2 に、本論文では利害関係者が日本企業の海外進出先の選定に関心を持つ（あるいは持つべき）様々な論点について計量的に検証した点が挙げられる。具体的には、海外進出先の様々な特徴（法的環境、経済発展の程度、および日本との地理上の距離）と、利益の質（第 2 章）、ファンダメンタル分析の効果（第 3 章）、企業の租税回避行動（第 4 章）、および監査報酬（第 5 章）との関連性をそれぞれ検証している。加えてこれらの内容はそれぞれ、先行研究においてあまり検討されてこなかったテーマであり、新規性があるとも考えられる。

第 3 に、本論文における実証結果は、一定の実務的インプリケーションがあると認められる点である。たとえば、第 2 章では、海外進出している日本の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、また、慣習法国や先進国に進出している企業ほど、より低い利益調整リスク、高い価値関連性または保守性を示す（高い会計利益の質）という結論が得られている。あるいは第 3 章では、慣習法国あるいは先進国に進出している日本の上場企業を投資ポートフォリオに入れることで、より高い投資収益が見込めるというインプリケーションが得られている。こうした結論やインプリケーションには、実務的に投資者による投資先の選定や投資ポートフォリオの設定に役に立つ可能性が秘められている。

第 4 に、本論文で用いられている方法について一定の評価ができる点である。本論文の第 2 章から第 4 章において、それぞれ用いられている共通の方法として、傾向スコアマッチング法がある。当該方法は、サンプル選択バイアスを除去するのに優れている方法であると考えられ、欧米の会計領域の先行研究では用いられ始めている。一方、日本の先行研究ではまだ一般的な方法として用いられていないため、当該方法は日本の会計研究領域において推進すべき方法であると考えられる。その意味で、本論文における傾向スコアマッチング法の適用は、日本の会計研究領域の発展に貢献するものであると評価できる。

以上のように、本論文は学術的に高く評価すべき点が多いが、さらに検討を要する課題についても指摘しておきたい。

第 1 に、本論文の中心的内容である第 2 章から第 5 章までの実証研究のそれぞれに対して、内容のより一層の精緻化と体系化が求められる。具体的には、それぞれの研究内容について、データ選択プロセスや頑健性テストなど、適用する手法の整合性を改善すべきであると考えられる。加えて、各章において、海外進出行動の特徴を代表するその他の独立変数による新たな検証や新たな仮説の設定、および産業別で行う研究結果をそれぞれ追加的に行うべきとも考えられる。

第 2 に、海外進出行動に関して本論文で検討した論点（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）以外に、多くの利害関係者が興味を持っているその他の論点についての検討も課題として挙げられる。例えば、海外進出行動と国際財務報告基準（IFRS）の適用、企業の負債コストや企業のライフサイクルなどとの関連性についての計量的分析も今後検討可能であると思われる。

しかしながら、以上の課題は今後の研究を進める上での指針として指摘したものであり、本論文の高い学術的価値を損なうものではなく、本論文に対するわれわれの評価を変えるものではない。

3. 結論

論文審査の結果の要旨

以上の評価に基づき、われわれは本論文が博士（経済学）の学位を授与するに値するものであることを認める。

平成 29 年 2 月 15 日

論文審査担当者

主査	名古屋大学大学院経済学研究科准教授	仙場 胡丹
委員	名古屋大学大学院経済学研究科教授	根本 二郎
委員	名古屋大学大学院経済学研究科教授	角ヶ谷 典幸