

Title	クロスボーダーM&Aの成否に関わる組織的要因に関する実証研究
Sub Title	
Author	皆木, 陽南子(Minagi, Hinako) 村上, 裕太郎(Murakami, Yūtarō)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2024
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2024年度経営学 第4269号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002024-4269

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文(2024 年度)

論文題名

クロスボーダーM&Aの成否に関わる組織的要因に関する実証研究

主 査	村上 裕太郎 教授
副 査	太田 康広 教授
副 査	齋藤 卓爾 教授
副 査	

氏 名	皆木 陽南子
-----	--------

論文要旨

指導教員	村上 裕太郎 教授	氏名	皆木 陽南子
(論文題名) クロスボーダーM&A の成否に関わる組織的要因に関する実証研究			
(内容の要旨) 本研究は、近年増加傾向にある日本企業のカロスボーダーM&A (IN-OUT 型)において、組織的要因が買収後の企業業績に与える影響を実証的に分析したものである。 クロスボーダーM&A は、日本企業の重要な成長戦略として位置づけられており、件数・金額ともに拡大を続けている。しかし、その成功率は 37%程度と低水準で推移しており、特に PMI (買収後の経営統合) 段階での評価が最も低い。この背景には、国民性や組織文化の違いによる統合の困難さがあると考えられる。本研究では、このような課題に対して、買収企業と対象企業の組織文化の類似性・優位性、国家間の文化的距離、グローバル人材の採用状況、組織文化の浸透度、外国人持株比率などの組織的要因に着目し、これらが買収後の企業業績にどのような影響を与えるかを定量的に検証した。 研究方法として、2010 年から 2021 年 7 月までの日本企業によるクロスボーダーM&A を対象とした重回帰分析を実施した。組織文化の類似性は従業員のロコミ評価データ、文化的距離は Hofstede の 6 次元モデル、組織文化の浸透度は企業の設立年度を指標として用いた。分析の結果、以下の重要な知見が得られた。第一に、組織文化の類似性については、「待遇(給与・福利厚生)」の側面において、両社の類似性が高いほど買収後の業績が向上することが実証された。第二に、買収企業の方が対象企業よりも長い歴史を持つ場合や、両社の組織文化の浸透度の差が小さい場合に、買収後の業績が向上する傾向が示された。一方、国民文化の距離、グローバル人材の採用状況、外国人持株比率については、統計的有意差は見られなかった。 最後に、クロスボーダーM&A を行う日本企業 2 社へ、実務的な示唆を得るためにインタビューを行った。その結果、組織文化や国民文化の違いが実務上で表れることは稀である一方で、グローバル人材の採用の重要性や、組織文化浸透度の差がむしろプラスに働くといった、統計分析では得られなかった示唆を得ることができた。 本研究の学術的貢献として、組織文化の距離や浸透度を定量的に分析する新たな研究アプローチを確立したことが挙げられる。実務的には、クロスボーダーM&A における対象企業の選定基準や、効果的な統合戦略の立案に有用な示唆を与えるものである。			

<目次>

1 本研究の背景と問題意識	3
1.1 はじめに.....	3
1.2 本研究の背景	4
1.3 問題意識	7
2 本研究の目的と意義.....	10
2.1 本研究の目的	10
2.2 本研究の意義	11
3. 関連先行研究.....	11
3.1 M&A の成功要因に関する先行研究.....	11
3.2 クロボーダーM&A の成否と国の文化的距離に関する先行研究.....	12
3.3 価値観や人口統計学的相違とパフォーマンスに関する先行研究.....	12
4. 仮説設定.....	13
4.1 仮説 1.....	13
4.2 仮説 2	14
4.3 仮説 3.....	14
4.4 仮説 4.....	15
4.5 仮説 5.....	16
4.6 仮説 6.....	17
4.7 仮説 7.....	17
5. リサーチ・デザイン	18
5.1 分析手法	18
5.2 モデル	18
5.3 変数の概要.....	19
5.4 分析対象と使用データ	21
6. 分析結果.....	24
6.1 仮説 1 に対する分析結果.....	24
6.2 仮説 2 に対する分析結果.....	25
6.3 仮説 3 に対する分析結果.....	26
6.4 仮説 4 に対する分析結果.....	26
6.5 仮説 5 に対する分析結果.....	26

6.6 仮説 6 に対する分析結果.....	27
6.7 仮説 7 に対する分析結果.....	27
7. 仮説に対する考察	27
7.1 仮説 1 に対する考察	27
7.2 仮説 2 に対する考察	28
7.3 仮説 3 に対する考察	29
7.4 仮説 4 に対する考察	30
7.5 仮説 5 に対する考察	30
7.6 仮説 6 に対する考察	31
7.7 仮説 7 に対する考察	31
8.企業インタビューと考察.....	32
9.結論と研究の限界	34
Appendix.....	37
謝辞.....	47
参考文献	48

1 本研究の背景と問題意識

1.1 はじめに

クロスボーダーM&A とは、国境を越えた当事者間による企業買収のことである(北地ほか, 2022)。日本企業が携わる場合には、日本企業が海外企業を買収する IN-OUT 型(アウトバウンド)の M&A と、海外企業が日本企業を買収する OUT-IN 型(インバウンド)の M&A が存在する(Debroux, 1996)。企業が海外企業を買収する主な目的として、対象企業が有する商圏や技術、有形・無形資産の獲得などが挙げられる一方で、海外 M&A 固有の課題も多く存在する。北地ほか(2022)によると、クロスボーダーM&A では、法制度や公的支援などに関わる政治的リスク、インフレや為替レート悪化などの経済的リスク、国民や環境に関わる社会的リスク、そして戦争・テロ等のフォースマajeールのリスクなど、考慮すべき懸念点は幅広い。さらに、時差や物理的距離、言語や文化などの違いから生じるコストを最小化する為、対面でのやり取りは交渉上の重要局面に限定される上、デューデリジェンスにおける情報開示も限定的なため、コミュニケーション・コストも高くなる(北地ほか, 2022)。

近年の著名な例として、IN-OUT 型では 2023 年 12 月に発表された日本製鉄株式会社による U.S. Steel 社(以下、US スチール社)の買収計画が挙げられる。本買収は、日本製鉄がかねてからの目標である「粗鋼生産力 1 億トン」を実現に近づけるため、US スチール社の全株式を取得して完全子会社化し、生産能力を獲得することが主な狙いとされている。US スチール側においては、中国の不動産不況の影響で、製品を安売りされ、経営難に陥っていた為、売却を決断した。両者間での買収の合意も取れ、株主総会でも承認を得ていたが、アメリカの鉄鋼労働組合が「US スチール社はアメリカ製造業のシンボルであり、日本企業に買収されるなど許されない」と反対した。また、US スチール社の従業員の心理的な反発も見られるという。さらに、労働組合が属するペンシルベニア州は大統領選挙の激戦区であり、2 割の州民が製鉄労働組合に関わっていることから、大統領候補者も票獲得のために買収への反対を示し、事態が深刻化している。2025 年 1 月には、アメリカのバイデン大統領が買収を中止する命令を出した(日経新聞, 2025)。

一方、OUT-IN 型では、カナダの大手コンビニエンス・ストアのアリマントーション・クシユタール社によるセブン&アイ・ホールディングスへの買収提案が挙げられる。本買収は、北米でのコンビニエンス・ストアのシェア 2 位のカナダのアリマントーション社が、シェア 1 位のセブン&アイ HD に行った買収提案であり、グループ全体を買収した場合、

買収金額は 7 兆円にのぼると見られる。翌月、セブン&アイ HD は「買収提案に賛同できない」という趣旨の回答をし、それに対するアリマンタシオン社は買収の継続を希望する意思を表明した(朝日新聞デジタル, 2024)。セブン&アイ HD は、シェアでこそアリマンタシオン社を上回っているものの、時価総額では同社の半分ほどであり(毎日新聞, 2024)、かねてより米アクティビストから求められてきた構造改革を進めてはいたことが市場への評価にうまく繋がらなかった結果と見られている。このような状況で、アリマンタシオン社から買収が現実的と見られ、提案を受けたと見られている(日経新聞, 2024)。

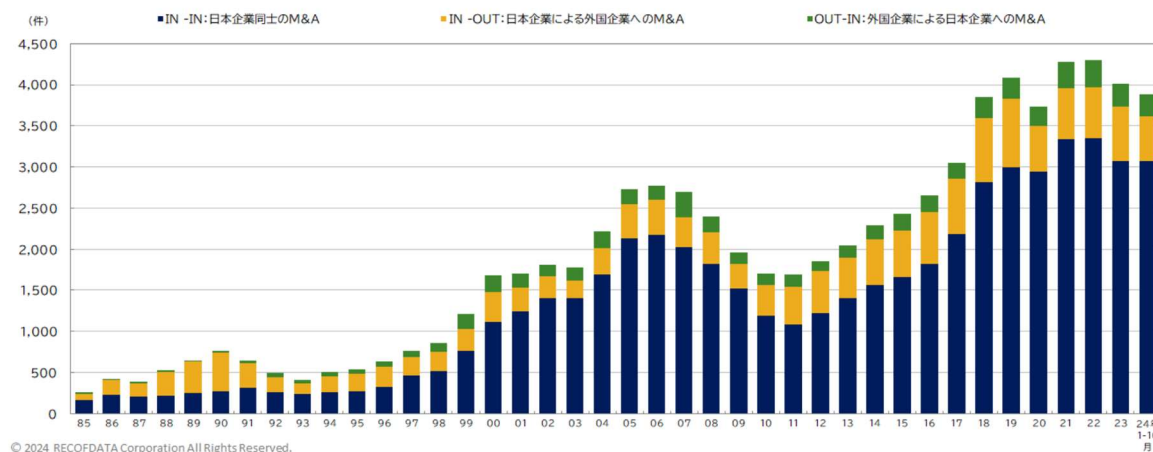
これらの案件は、いずれも大規模な業界再編を伴うことから、両社のステークホルダーの利害調整を巡って話題となり、2025 年 1 月時点では未だ実現に至っていない。また、2 社の事例のように、海外企業を相手とした M&A は、国内企業同士の M&A (以下、国内 M&A) と比べて、買収金額が高額となる傾向があり、日本製鉄と US スチール社の例のように、破談に終わってしまった際の違約金も膨大な額に上る。さらに、買収のプロセス全般において、国ごとの制度や文化の違いから、乗り越えるべき障壁は国内 M&A よりもはるかに多いと予想される。本研究では、このように難易度が高く、また今後増加すると予見される IN-OUT 型 M&A において、日本企業が対象企業との文化の違いを克服し、買収を成功に導くための一助となることを期待している。

1.2 本研究の背景

日本企業における M&A 全体の件数は、景気情勢による上下はあるものの、増加傾向にある(図 1-1 参照)。まず、1990 年頃までは、IN-OUT 型 M&A の割合が高く、これは日本が好景気にあり、企業の海外進出が本格化したためと考えられる。著名な買収例としては、1988 年のソニーの米国 CBS 社の買収や、同年のブリヂストンの米国ファイアストーン社の買収などが挙げられる。その後 2000 年代には、国内 M&A の占める割合が一段と高くなった。この背景として、国際競争の激化に対応する為、国内で大幅な業界再編が行われたことや、連結会計制度の導入により、連結子会社が増加したことが考えられる。例として、2001 年の日本鋼管(NKK)と川崎製鉄の経営統合や、2004 年の松下電器産業による松下電工の連結子会社化などがある(蟻川・宮島, 2006)。さらに、2010 年代以降は、リーマンショックや東日本大震災の打撃による一時的な減少は見られたものの、M&A 件数は依然として増加傾向にあり、かつ国内 M&A の割合が最も高い。近年では、事業承継問題に対応するための策として中小企業に

による国内 M&A のケースが多くみられる。

図表 1-1: 日本における M&A の件数推移



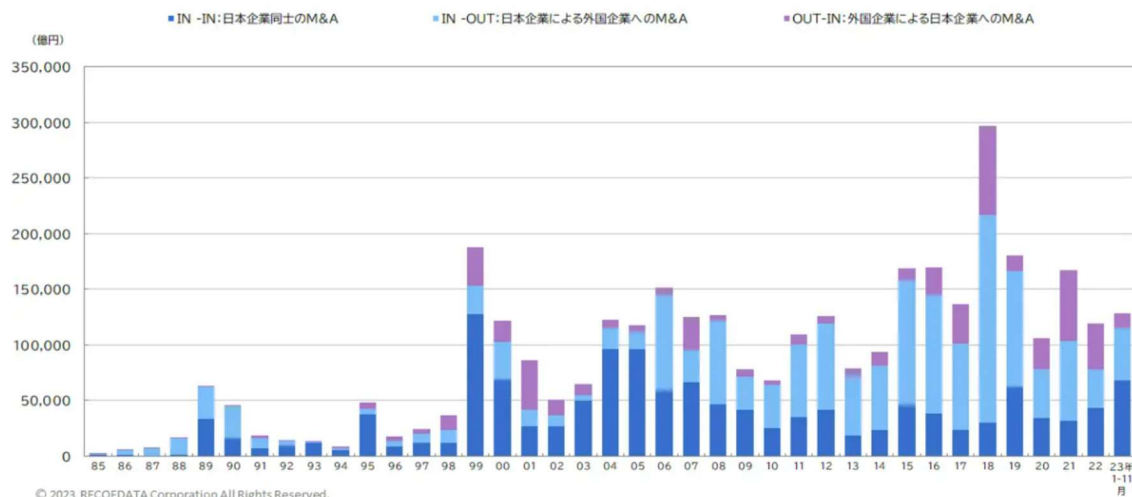
出所: MARR Online

また、グラフに表れる M&A の件数の波動的な変動について、その発生要因を説明する理論として、新古典派的説明と行動経済学的説明の 2 つの枠組みが提唱されている。新古典派的説明では、この波動を産業への経済的・技術的・規制的なショックに対する企業の戦略的対応としての M&A の帰結として捉える。一方、行動経済学的説明では、企業が株式市場の誤評価を活用し、過大評価された自社株式を買収対価として用いることで生じる市場主導型の現象として解釈する。Harford (2005) の実証分析によれば、新古典派的説明のみが妥当性を有し、さらに複数の産業において同時期にショックが発生した場合、それらが集積することで全体的な M&A の波として顕在化することが明らかにされている。

一方、本研究が分析対象とする IN-OUT 型 M&A の件数は、国内 M&A と比較すると規模では劣後するものの、2010 年以降、増加基調にある。この傾向は買収金額の推移において一層顕著である(図表 1-2 参照)。MARR Online (2013) によると、公表されているものだけでも、2012 年の IN-OUT 型の件数が 515 件(金額で約 7 兆 7,000 億円)であるのに対し、2023 年では 661 件(金額で約 8 兆 1,000 億円)と直近 11 年間で着実に件数・金額ともに成長している(MARR Online, 2024)。特に、2000 年代後半以降、IN-OUT 型 M&A が総額に占める割合が大幅に上昇し、継続的に最大のシェアを維持している。この背景として、日本の将来的な消費市場の縮小や、グローバル経済

のアジアを中心とした新興国へのシフト、さらにはデジタル・トランスフォーメーションに対応すべく不足する IT 人材の確保の必要性などが考えられる(経済産業省, 2019)。さらに、国内 M&A の件数・金額と比較しても、IN-OUT 型の M&A は、1 件あたりの買収金額が大きく、日本企業にとってはより失敗が許されない投資であることがわかる。

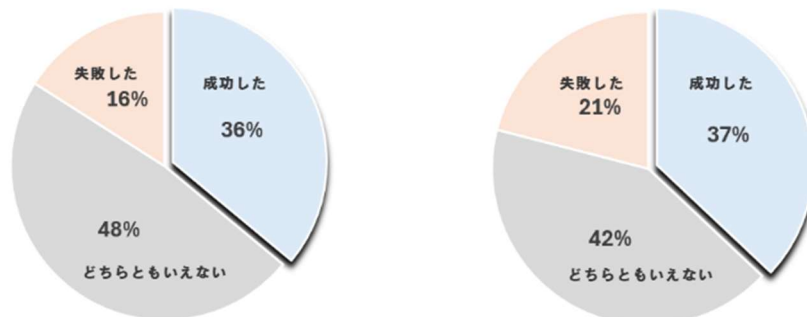
図表 1-2: 日本における M&A の買収金額推移



出所: MARR Online

しかし、クロスボーダーM&A における件数・金額の増加傾向とは対照的に、日本企業による国際的な M&A の成功率は依然として低水準で推移している。デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザーズ(2013)が実施した実態調査によると、2013 年時点において、海外 M&A において成功と自己評価する企業は全体の 36%であった。さらに、2018 年にデロイトトーマツコンサルティング合同会社(2018)が実施した同様の調査においても、その比率は 37%に留まっており、クロスボーダーM&A の件数が増加傾向にあるにもかかわらず、その成功実感は改善していない状況が明らかである(図表 1-3 参照)。

図表 1-3: 日本企業によるクロスボーダーM&A の成功認知
(左:2013 年、右:2018 年)

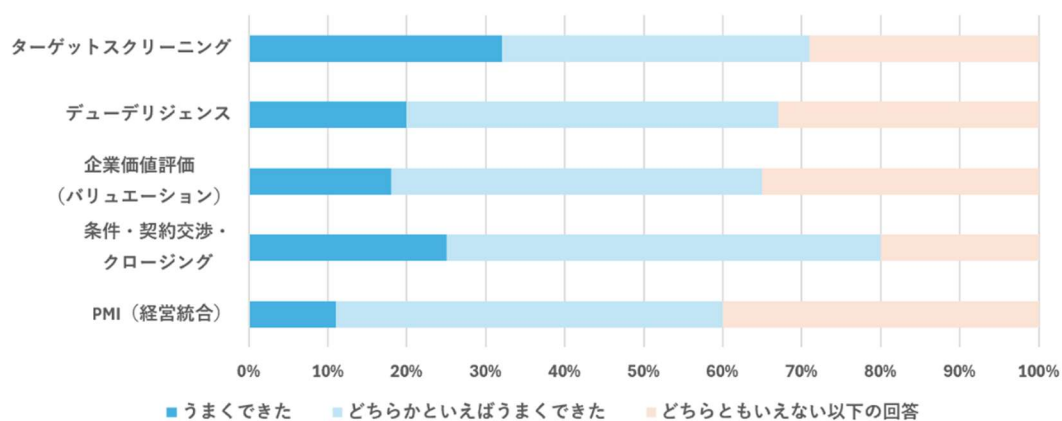


出所: デロイトトーマツコンサルティング合同会社・

デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザーを基に著者作成

また、同調査における各プロセスにおける企業の自社評価結果では、PMI (Post Merger Integration: M&A 成立後の経営統合) に対する評価が最も低い値を示している(図表 1-4 参照)。この結果は、PMI に関するノウハウの共有や成功要因の特定が十分になされていない可能性や、そもそも PMI の成功確率が低い企業を買収対象として選定している可能性を示し、案件選定の段階における課題の存在も示唆される。

図表 1-4: 日本企業によるクロスボーダーM&A のフェーズ別成功認知



出所: デロイトトーマツコンサルティング合同会社を基に著者作成

1.3 問題意識

クロスボーダーM&A では、当事者間の国民性や文化の違いが色濃く存在し、また組織単位での相違も国内 M&A と比較して表面化しやすい。筆者は幼少期から大学

時代にかけて海外で生活する機会に恵まれ、その経験を通じて日本と諸外国における文化的価値観や行動規範の違いについて、実体験として洞察を得ることができた。特に大学時代において、多様な国籍やバックグラウンドを持つ学生たちとグループ・プロジェクトに取り組む過程で、同じ目標に向かってチームで協働する際にも、その進め方や意思決定プロセス、さらにはコミュニケーション・スタイルが、文化的背景によって大きく異なることを実感した。しかし、このような課題は組織レベルになると、さらに複雑な様相を呈する。個人間の交流とは異なり、組織統合では、長期間に渡るシナジー効果の実現に向けて、グローバルな経営力と企業の制度や仕組み全体における適応力が追加的に要求される。経済産業省(2019)によると、グローバル経営力とは、自社の経営哲学や理念、ビジョンなどを明確に海外企業に伝えていく力であり、その前提となる言語力や異文化への理解力が含まれる。同調査では、日本企業のグローバル経営力が弱いために、海外の対象企業の従業員から、指示に対する理解を得られない経験をしている日本企業が多いことがわかっている。さらに、コーポレート・ガバナンスや報酬のシステムにおいては、海外企業と日本企業の間には大きな隔たりがあり、場合によっては買収企業側の日本企業がシステムの改変を求められる可能性もある。同調査でも、日本企業の CEO の報酬は、主要な欧米諸国と比べて格段に低いことがわかっており、このままの体制で買収を行うと、日本本社や海外子会社である対象企業の経営陣のモチベーションを減退させてしまうことが懸念されている。このように、組織レベルでの文化的統合は、その規模とマネジメントの複雑さの観点から、個人レベルとは比較にならないほどの困難さを伴うものとなる。

さらに、国民文化は国ごとによって全く異なり、地政学や宗教上の分類と関係性がないこともわかっている。Hofstede(2010)が提唱した国民文化の 6 次元モデルにおいて、「権力格差の許容度」「個人主義度」「男性性度」「不確実性の回避度」「長期志向度」「人生の充足度」の 6 つの指標で、主要国のスコアが算出されている(The Culture Factor Group)。Hofstede の研究を基にグローバルにサービスを展開する日本と一貫して類似したスコアを持つ国は存在せず、地政学や宗教上の分類と国民性は一致しないことがわかる(図表 1-5 参照)。したがって、クロスボーダーM&A において、日本企業は進出先の国や地域ごとに異なる国民文化への理解と対応が求められる。特定の国への理解だけでは不十分であり、それぞれの対象国の文化的特性を個別に学び、適切な戦略を構築していく必要があると予想される。

図表 1-5: 国民文化の 6 次元モデルの各指標における順位と日本の立ち位置

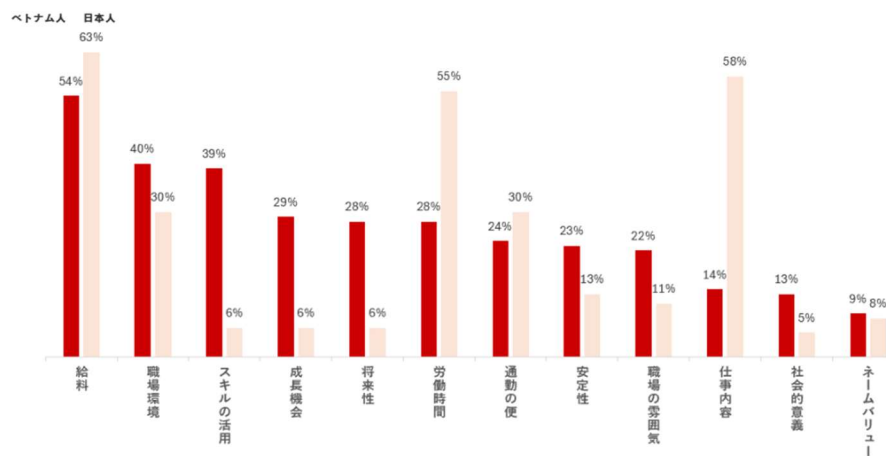
権力格差許容度 (40カ国)		個人主義度 (31カ国)		男性性度 (40カ国)	
	マレーシア		米国		日本
上位3カ国	サウジアラビア	上位3カ国	オーストラリア	上位3カ国	オーストラリア
	イラク		英国		イタリア
24位	日本	14位 / 31カ国	日本		
	デンマーク		台湾		タイ
下位3カ国	イスラエル	下位3カ国	インドネシア	下位3カ国	デンマーク
	オーストラリア		パナマ		オランダ

不確実性の回避度 (40カ国)		長期志向度 (30カ国)		人生の充足度 (37カ国)	
	ギリシャ		韓国		メキシコ
上位3カ国	ロシア	上位3カ国	台湾	上位3カ国	ニュージーランド
	ベルギー		日本		オーストラリア
4位	日本			25位 / 37カ国	日本
	デンマーク		メキシコ		香港
下位3カ国	ジャマイカ	下位3カ国	オーストラリア	下位3カ国	イラク
	シンガポール		エジプト		エジプト

出所: The Culture Factor Group を基に著者作成

また、組織文化とより密接に関係する指標として、ベトナム人と日本人の職業選択時において重要視する要素に関する研究において、ベトナム人は、「成長機会」や「スキルの活用」を主に重視する一方で、日本人は「職務内容」や「労働時間」を重視する傾向にあることが分かった(上田, 2021) (図表 1-6 参照)。この結果は、クロスボーダーM & A において、買収企業自体の組織的特徴と対象企業の国民文化の親和性が、従業員のモチベーションや離職率に影響を与える可能性を示唆する。つまり、日本と進出国の文化だけでなく、買収企業と進出先の文化の違いも考慮する必要性があると予想される。

図表 1-6: ベトナム人と日本人の職業選択における重視項目



出所: 上田 (2021) を基に著者作成

したがって、クロスボーダーM&A においては、日本の国民文化が進出先の国の国民文化と調和するか、そして進出する日本企業の組織文化が、進出先の国や対象企業の文化と調和するかの双方が重要であると考えられる。このような組織統合に伴う摩擦やコストを最小化するためには、統合を検討する段階で、相手企業との文化的な親和性や価値観の共有度合いを慎重に見極めることが不可欠となる。さらに、過去成功事例・失敗事例を分析することで、異文化組織統合を成功に導くための普遍的な原則や法則性を見出し、それらを体系化することが重要である。このような知見の蓄積は、今後ますます増加するだろう日本企業の国境を越えた企業買収において、重要な示唆を与えるものとなるだろう。

2 本研究の目的と意義

2.1 本研究の目的

本研究は、日本企業による IN-OUT 型の M&A において、買収企業と対象企業間の組織文化の類似性・優位性、日本と相手国間の国家間の文化的距離、買収企業のグローバル人材の採用の有無、買収企業と対象企業間の組織文化の浸透度、および買収企業のガバナンス構造が、経営統合後の企業業績にどのような影響を与えるかを実証的に検証することを目的とする。特に、これまで定性的な分析に留まっていた組織的要因について、従業員のロコミ評価データや企業の採用活動、存続年数などの独自の客観的指標を用いて定量的な分析を試みる。

2.2 本研究の意義

本研究の学術的意義は、クロスボーダーM&Aにおける組織的要因の影響を定量的に検証した数少ない研究である点が挙げられる。また、従業員のロコモデータやキャリア・フォーラムへの参加状況など、これまで活用されてこなかった独自の指標を用いて、組織文化の「類似性」「優位性」「浸透度」という多面的な観点から分析を行うことで、より包括的な理論的示唆を与えている。また、実務的には、クロスボーダーM&Aを検討する日本企業に対して、対象企業の選定における具体的な判断基準を提供できると考えられる。さらに、社会的意義としては、日本企業の国際競争力強化に向けた効果的なクロスボーダーM&A戦略の構築に貢献することが期待される。日本は島国であるが故に独自の言語や文化を醸成してきた経緯があり、日本人は様々な国際交流の場面において、海外の異文化理解とスムーズなコミュニケーションに課題を抱えている。この問題は、日本企業の海外子会社における駐在員と現地従業員の関係性にも表れている。寺澤・弘中(2022)によると、日本はハイコンテキスト文化であり、メッセージの大半がコンテキストに含まれている特徴がある。そのため、言語的な手法のみでは意味を十分に伝達することが困難であり、特に日本人駐在員がローコンテキスト文化の国で業務を行う際には、高度な言語力がなければ円滑なコミュニケーションの実現が難しいとされている。本研究は、組織文化や人材面での統合に関する知見を提供することで、このようなコミュニケーションの課題を軽減し、円滑な国際的な企業統合の実現に貢献することができる。

3. 関連先行研究

3.1 M&A の成功要因に関する先行研究

M&A全般の成功要因については、多くの実証研究が蓄積されている。Bertrand and Betschinger(2012)は、ロシア企業のM&Aの成否の研究において、買収企業と対象企業の業種の一致性、買収企業のM&A経験の有無、および買収企業の規模が、買収後のROAに正の影響を与えることを明らかにした。さらに、業界の一致性に関してより詳細な分析を行ったGugler et al.(2003)によれば、業界特性によってM&Aの効果が異なることが示されている。具体的には、製造業においては水平型のM&Aが垂直型や非関連多角化型と比較して利益や売上高の向上に寄与する一方、非製造業では垂直型のM&Aが売上高の向上をもたらすことが明らかになった。この結果について、製造業では重複設備の統合による効率性の向上が、非製造業ではサプライチ

チェーン統合によるマーケットパワーの増加が、それぞれパフォーマンスの向上に寄与していると指摘されている。また、日本の上場企業によるクロスボーダーM&Aに関して、飯野(2022)は、新規事業参入のみを目的とするM&Aは市場評価が低い一方で、地理的拡張やグローバルシェア拡大、補完的事業の獲得といった複数の目的を持つM&Aは市場評価が高く、企業利益の向上にも結びつくことを示している。また、日本の食品業界のクロスボーダーM&Aを分析した濱口(2020)は、M&A以前からクロスボーダーM&Aを示す用語が既存戦略に組み込まれていること、現地法人を有していること、および対象企業の属する国のカントリーリスクが低いことが、クロスボーダーM&Aの成功要因となることを実証している。

3.2 クロスボーダーM&Aの成否と国の文化的距離に関する先行研究

クロスボーダーM&Aの成否を分析する上で、買収企業と対象企業が属する二国間の国民文化の相違に着目した研究も数多く存在する。これらの研究で使用される国民文化の指標は、主にGeert Hofstedeが提唱する6次元モデルであり、これは1967年から1973年にかけてIBM社のグローバル従業員を対象としたアンケート結果を因子分析したものを基礎としている。この指標を用いた実証研究において、Chakrabarti et al.(2009)は、文化的な差異が大きい国の企業間の買収が、買収企業のパフォーマンスに対して短期的にはマイナス、長期的にはプラスの影響を与えることを明らかにした。なお、短期的・長期的パフォーマンスは、それぞれ株価の累積異常率と保持異常率で測定されている。また、Hofstedeの6次元モデルを用いたStahl and Voigt(2005)の研究によれば、国民文化の相違は、従業員のストレスやコミットメント、離職率などの社会的指標に対してはネガティブな影響を及ぼす一方で、株価やROAといった企業業績を代表する指標への影響については、一貫した傾向が見られないことが示されている。

3.3 価値観や人口統計学的相違とパフォーマンスに関する先行研究

買収企業と対象企業の国民文化の相違が、買収企業のパフォーマンスに悪影響を与えるという直感的な仮説について、実証的な検討も行われている。Jehn et al.(1997)は、価値観や人口統計学上の相違がパフォーマンスに与える影響を分析し、以下の点を明らかにした。まず、グループメンバー間の価値観の一致度が高いほど、タスク関連および人間関係関連の紛争が減少する傾向が見られる。特に人口統計学的な相違は、人間関係関連の紛争を増加させる要因となることが示された。さらに、こうした人

間関係関連の紛争は、グループ全体のパフォーマンスやメンバーの満足度、およびメンバー自身による成果の知覚に対して、負の影響を及ぼすことが実証されている。

4. 仮説設定

本研究では、2章で述べた目的を達成するため、先行研究の内容を踏まえて以下の7つ仮説を導出した。なお、仮説1と2は組織文化に関する仮説、仮説3は国民文化に関する仮説、仮説4～7はその他組織要素に関する仮説として大別し、後述する統計分析においては、それぞれ異なるモデルで分析を行った。

4.1 仮説1

Sarala(2010)によると、M&A後のPMIにおいて、組織文化の距離は統合する組織同士の衝突を増加させる。Saralaの研究では、2001年から2004年に行われたフィンランドの国内外のM&Aを行った企業を対象にアンケートを行った結果、組織管理や営業、財務などの企業の機能ごとの文化に相違があるほど、PMIにおける対立が増加することがわかった。したがって、逆に買収企業と対象企業の組織的特徴の類似性が高いほど、両社の価値観や行動規範の共通性が高まり、より円滑な相互理解が促進されると考えられる。これにより、クロスボーダーM&A後の業績に与える正の影響が強まると予想される。

H1: 組織の類似性はパフォーマンスに正の影響を与える

ワークライフバランス、待遇、組織文化などを含む組織的特徴は、企業における従業員満足度を左右する重要な要因の一つである。従業員からの評価が同じ項目で類似している企業同士では、同様の価値観を持つ従業員が働いている可能性が高い。このことは、Schneider(1987)が提唱したASAモデルにおいて説明が為されている。このフレームワークによると、組織は、A(Attraction: 魅了)・S(Selection: 選別)・A(Attrition: 離脱)のサイクルによって、その構成員を定めている。つまり、人々は自身の性格や価値観と一致する組織に魅力を感じると同時に、組織は既にその組織内に存在する人々と似た特性を持つ個人を採用・選別する。さらに、その組織に適合しない人々は時間と共に自然と離職するため、全体として組織には似たような価値観を持つ人々が残存するという理論である。したがって、似たような組織的特徴を保持する企

業同士の買収であれば、価値観が似ている従業員同士が組織統合において協業することとなる。その際、買収企業と対象企業の従業員間で生じ得る摩擦を軽減し、統合過程における心理的負担を低減させる効果が期待できる。なお、5.4 において後述するが、組織文化の代理指標として両社従業員のロコミ評価を使用し、その距離を算出することで組織の類似性を測定する。

4.2 仮説 2

クロスボーダーM&A において、買収企業の組織に対する従業員評価が対象企業を上回る場合、その優位性を活かした効果的な知識移転が行われる可能性が高い。その結果、クロスボーダーM&A 後の業績に与える正の影響が強まると予想される。

H2: 買収企業の従業員評価の優良性はパフォーマンスに正の影響を与える

一般的に組織マネジメントが効果的に機能している企業は、従業員満足度が高く、ひいては従業員による企業ロコミ評価も良くなるはずである。例えば、Gaertner (1999) によると、組織の分配的公正性、昇進機会の多さ、上司のサポートの多さは、職務満足度及び組織コミットメントに正の影響を与えることがわかっている。このような企業の効果的なマネジメント手法やノウハウを対象企業へ移転することで、対象企業の業績を上げ、グループ全体としての業績向上も期待できる。Huselid (1995) の研究では、ハイ・パフォーマンス・ワーク・プラクティス(以下、HPWP)の導入が従業員の離職率低下と生産性向上、さらには企業業績に正の影響を与えることが示されている。したがって、従業員から高評価を得ている買収企業がこのような HPWP を採用しており、そのノウハウを対象企業に移転することで、対象企業の業績改善に繋がる可能性が示唆される。組織文化の優良性については、仮説 1 で使用した従業員のロコミ評価の項目ごとの平均値を、買収企業と対象企業で比較することで算出する。

4.3 仮説 3

クロスボーダーM&A において、買収企業と対象企業が属する国家間の文化的距離が近いほど、文化的摩擦への対応や異文化理解に要するコストを削減できるか可能性が高い。そのため、クロスボーダーM&A 後の業績に与える正の影響が強まると予想される。

H3: 国の文化的類似性はパフォーマンスに正の影響を与える

3.3 で先述の通り、グループ内における人口統計学的な相違は人間関係関連の紛争を増加させ、ひいてはメンバーの満足度やグループ全体のパフォーマンスの低下に繋がることがわかっている(Jehn et al., 1997)。買収企業と対象企業が属する国家間の文化的距離が小さい場合、統合後に協業する組織内における人口統計学的な相違も小さくなるはずである。その場合、文化的距離が大きい国に属する企業同士の買収と比較して、価値観やビジネス慣行の違いが少なく、意思決定プロセスの類似性も高く、スムーズに統合が進むことが考えられる。国民文化の特徴を代理する指標として、先行研究でも多用されている Hofstede の 6 次元モデルの指標「権力格差の許容度」「個人主義度」「男性性度」「不確実性の回避度」「長期志向度」「人生の充足度」を使用する。さらに、これらの距離を測るため、日本のスコアと対象企業が属する国のスコアの差を算出する。

4.4 仮説 4

クロスボーダーM&A において、グローバル人材を積極的に採用している買収企業は、そうでない買収企業と比較して、対象企業に対する異文化理解をより効果的に示すことができ、M&A 後の業績に正の影響が強まると予想される。

H4: グローバル人材採用はパフォーマンスに正の影響を与える

本研究では、グローバル人材を「海外で過ごした経験のある日本人」と定義する。企業がこのようなグローバル人材を採用していても、必ずしもクロスボーダーM&A に関連する事業に携わるとは限らない。しかし、Williams (2005) によると、海外留学経験は、異文化に対する感受性や適応能力が高まることが示されている。したがって、このようなグローバル人材は、言語力のみならず、異文化理解への姿勢やグローバルで活躍するメンタリティを持ち合わせていると考えられる。このような人材を積極的に採用する姿勢を持つ企業の方が、そうでない企業と比べて、クロスボーダーM&A においても、対象企業やその企業が属する国の文化を理解しようとする姿勢を示し、適切な対応を取ることが可能であると考えられる。グローバル人材採用の指標として、キャリアスが毎

年開催している「ボストンキャリアフォーラム」と「ロンドンキャリアフォーラム」への出展有無を使用する。

4.5 仮説 5

クロスボーダーM&A において、組織文化の浸透度が高い企業は、明確な価値観や行動規範が組織全体で共有されており、一貫した組織運営が実現されているはずである。そのため、対象企業へのノウハウ移転をより効果的に行うことができ、M&A 後の業績に正の影響が強まると予想する。

H5: 買収企業の組織文化の浸透度はパフォーマンスに正の影響を与える

Levitt and March (1988)によると、組織の行動はルーチンに基づいており、これらのルーチンは歴史の中で得た経験から醸成される。つまり、過去に起こった出来事を基に、将来起こってほしい出来事を導くためのルーチンを作り出すという。したがって、存続年数が高い企業は、このような過去から得られる経験が多いため、より粒度が高く一貫したルーチンが醸成されている。そのため、組織の行動指針もより明確になり全社で深層まで共有されやすいはずである。このような組織文化の浸透度が高い企業が買収企業であった場合、そうでなかった場合と比較して、対象企業に対して過去の成功・失敗事例から得た事業運営や組織マネジメントのノウハウを説得力を持って、より効果的に移転できる可能性が高い。

逆に、対象企業の文化浸透度の方が高い場合、対象企業としては、より浅い歴史を持つ企業に買収されることになるため、従業員の心理的な反発も予想される。Terry and O'Brien (2001)によると、社会的に高地位である企業と低地位である企業の間での買収において、その地位の差が当然だと認められる場合、高地位の企業の従業員が買収に対して否定的な姿勢を示すことがわかっている。つまり、対象企業の方が買収企業よりも存続年数が長く、組織文化の浸透度が高い場合、その対象企業の従業員は、自社よりも社会的地位の低い企業に買収されることに対して、否定的な感情を抱く可能性がある。このような組織文化の浸透度を表す指標として、買収企業と対象企業それぞれの設立年度を使用する。つまり、一方の企業の組織文化浸透度がもう一方より高いということは、設立年度がより早いということで代理する。

4.6 仮説 6

クロスボーダーM&A において、買収企業と対象企業の組織文化の浸透度の差が小さい場合、両者の組織的成熟度が近く、文化統合における相互理解が進みやすく、M&A 後の業績に正の影響が強まると予想する。

H6: 組織文化の浸透度の近似性はパフォーマンスに正の影響を与える

買収企業と対象企業の組織文化の浸透度が近いことで、統合プロセスにおける歩調を合わせやすく、文化的な摩擦も少なくなると考えられる。逆に、長い歴史を持つ長寿企業と現在進行形で急成長を遂げているスタートアップ企業のように、組織文化の浸透度の差が大きい場合、そもそも形成、醸成されている組織文化自体が全く異なる可能性も考えられる。例えば、板野・森本(2024)によると、スタートアップ企業が協業を図っていた大企業の意味決定の遅さに理解を示せなかったり、大企業特有の暗黙知を理解できずにコミュニケーション不足に陥ったりして、計画が頓挫することがあるという。その場合、統合において、共通の文化を醸成したり、価値観の違いを克服したりすることが困難であることが予想される。組織文化浸透度の差は、仮説 6 で使用した設立年度の差の絶対値を算出することで代理する。

4.7 仮説 7

クロスボーダーM&A において、買収企業の外国人持株比率が高い場合、グローバル市場で認知・評価されており、グローバルな視点での経営を行っている可能性が高いため、対象企業との摩擦が軽減され、M&A 後の業績に正の影響を与えると予想する。

H7: 買収企業の外国人持株比率はパフォーマンスに正の影響を与える

外国人持株比率が高い企業は、グローバル市場で高く評価されていることと同義である。そのため、対象企業の従業員も、買収時点でグローバルに認知されている企業の傘下に入ることによって、買収されることへの心理的な反発を軽減する効果があると考えられる。また、外国人持株比率が高い企業は、グローバルな視点での経営判断が求め

られ、国際的な経営基準への準拠も進んでいたり、多様性を重視した経営姿勢が醸成されていたりする可能性が高い。例えば、Tanimoto and Suzuki (2005)によると、外国人持株比率の高い日本企業は、GRI (Global Reporting Initiative) の開示率が高く、サステナビリティへの意識が高いことがわかっている。さらに、Cheben et al. (2015)によると、スロバキアにおいては外国人持株比率の高さは、ダイバシティ・マネジメントにおける役職員の認識が強いこともわかっている。これらの特徴は、クロスボーダーM&A において、海外企業の商習慣や文化を学習する際に生じ得る課題への対応力を高めることが期待される。

5. リサーチ・デザイン

5.1 分析手法

本研究は、組織文化モデル、国民文化モデル、その他組織要素モデルの 3 モデルに分けて、それぞれ重回帰分析を用いて買収企業と対象企業の組織要素が M&A の成否に与える影響を明らかにする。それぞれのモデルは、異なるサンプルを使用しており、後述する全体データの「レコフ M&A データベース」のうち、組織文化モデルは買収企業と対象企業の双方の従業員口コミが、国民文化モデルは対象企業が属する国の Hofstede の 6 次元モデルが、その他組織要素モデルは買収企業と対象企業双方の設立年度の情報が、それぞれ取得できるものに限られている。いずれのモデルにおいても、目的変数は、買収 3 年後の買収企業の EBITA/NOA を使用する。また、コントロール変数は、買収企業の現金預金、無形固定資産、のれん、有利子負債のそれぞれ総資産に占める割合、買収金額、買収企業の総資産、買収金額の買収企業の総資産に占める割合、買収企業と対象企業の業界の一致性を示すダミー変数、買収企業の海外売上高比率、買収企業の一人当たり有形固定資産、減損ダミー、年ダミー、買収企業の業界ダミー、対象企業の地域ダミー（国民文化モデルは除く）を共通して用いている。さらに、欠落変数から生じる問題を回避するため、最もサンプル・サイズの大いその他組織要素モデルの有意差が見られた説明変数の一部を、組織文化モデルと国民文化モデルにもそれぞれコントロール変数として用いている。

5.2 モデル

(1) 組織文化モデル

$$EBNOGR = \alpha + \beta_1 D_WLB + \beta_2 D_PB + \beta_3 D_JSA + \beta_4 D_MNG + \beta_5 D_CUL$$

$$\begin{aligned}
& + \beta_6 \text{BETTER_D} + \gamma_1 \text{OLDER_D} + \gamma_2 \text{AGD} + \gamma_3 \text{CASH} + \gamma_4 \text{INTANG} \\
& + \gamma_5 \text{GW} + \gamma_6 \text{DEBT} + \gamma_7 \text{AMT} + \gamma_8 \text{TA} + \gamma_9 \text{AMTA} + \gamma_{10} \text{IM_D} + \gamma_{11} \text{OSR} \\
& + \gamma_{12} \text{FAE} + \gamma_{13} \text{IL_D} + \gamma_{14} \text{Region} + \gamma_{15} \text{Industry} + \gamma_{16} \text{Year} + \varepsilon
\end{aligned}$$

(2) 国民文化モデル

$$\begin{aligned}
\text{EBNOGR} = & \alpha + \beta_1 \text{D_PD} + \beta_2 \text{D_IV} + \beta_3 \text{D_MAS} + \beta_4 \text{D_UA} + \beta_5 \text{D_LTO} + \beta_6 \text{ID} \\
& + \gamma_1 \text{OLDER_D} + \gamma_2 \text{AGD} + \gamma_3 \text{CASH} + \gamma_4 \text{INTANG} \\
& + \gamma_5 \text{GW} + \gamma_6 \text{DEBT} + \gamma_7 \text{AMT} + \gamma_8 \text{TA} + \gamma_9 \text{AMTA} + \gamma_{10} \text{IM_D} + \gamma_{11} \text{OSR} \\
& + \gamma_{12} \text{FAE} + \gamma_{13} \text{IL_D} + \gamma_{14} \text{Industry} + \gamma_{15} \text{Year} + \varepsilon
\end{aligned}$$

(3) その他組織要素モデル

$$\begin{aligned}
\text{EBNOGR} = & \alpha + \beta_1 \text{FR_D} + \beta_2 \text{OLDER_D} + \beta_3 \text{AGD} + \beta_4 \text{FOR} \\
& + \gamma_1 \text{CASH} + \gamma_2 \text{INTANG} + \gamma_3 \text{GW} + \gamma_4 \text{DEBT} + \gamma_5 \text{AMT} \\
& + \gamma_6 \text{TA} + \gamma_7 \text{AMTA} + \gamma_8 \text{IM_D} + \gamma_9 \text{OSR} + \gamma_{10} \text{FAE} + \gamma_{11} \text{IL_D} \\
& + \gamma_{12} \text{Region} + \gamma_{13} \text{Industry} + \gamma_{14} \text{Year} + \varepsilon
\end{aligned}$$

5.3 変数の概要

(1) 組織文化モデル

組織文化モデルの変数の概要を以下、図表 5-1 に示す。

グローバル-1:組織文化モデルの変数概要

目的変数	EBNOGR	EBITA/NOA Growth: 買収年から買収3年後までの買収企業のEBITA/NOAの変化 (差分)
説明変数	D_WLB	Distance of Work Life Balance: 「ワークライフバランス(Work-Life Balance)」の評価の距離
	D_PB	Distance of Pay Balance: 「給与と福利厚生(Pay & Benefits)」の評価の距離
	D_JSA	Distance of Job Security & Advancement: 「定着率と昇進 (Job Security & Advancement)」の評価の距離
	D_MNG	Distance of Management: 「上司との関係(Management)」との関係の評価の距離
	D_CUL	Distance of Culture: 「企業文化(Culture)」の評価の距離
	BETTER_D	Better Dummy: 買収企業の方が対象企業よりも評価がいい場合に1を取るダミー変数
コントロール変数	OLDER_D	Older Dummy: 買収企業の方が対象企業よりも設立年が早い場合に1を取るダミー
	AGD	Age Distance: 買収企業と対象企業の年齢の差
	CASH	Cash / TA: 買収企業の総資産に占める現金預金の割合
	INTANG	Intang / TA: 買収企業の総資産に占める無形固定資産の割合
	GW	GW / TA: 買収企業の総資産に占めるのれんの割合
	DEBT	Debt / TA: 買収企業の総資産に占める短期・長期負債の割合
	AMT	AMOUNT: 買収金額の自然対数
	TA	TA: 買収企業の総資産の自然対数
	AMTA	AMOUNTTA: 買収企業の総資産に占める買収金額
	IM_D	Industry Match Dummy: 買収企業と対象企業の業界が一致している場合に1を取るダミー変数
	OSR	Overseas Sales Ratio: 買収企業の海外売上高比率
	FAE	Fixed Assets per Employee: 買収企業の一人当たり有形固定資産
	IL_D	Impairment Test Dummy: のれんの減損を行っている場合に1を取るダミー変数

出所: 著者作成

(2) 国民文化モデル

国民文化モデルの変数の概要を以下、図表 5-2 に示す。

図表 5-2: 国民文化モデルの変数概要

目的変数	EBNOGR	EBITA/NOA Growth: 買収年から買収3年後までの買収企業のEBITA/NOAの変化 (差分)
説明変数	D_PD	Distance of Power Distance: 権力格差許容度の距離
	D_IV	Distance of Individualism: 個人主義度の距離
	D_MAS	Distance of Masculinity: 男性度の距離
	D_UA	Distance of Uncertainty Avoidance: 不確実性の回避度の距離
	D_LTO	Distance of Long Term Orientation: 長期志向度の距離
	D_ID	Distance of ID: 人生充足度の距離
コントロール変数	OLDER_D	Older Dummy: 買収企業の方が対象企業よりも設立年が早い場合に1を取るダミー
	AGD	Age Distance: 買収企業と対象企業の年齢の差
	CASH	Cash / TA: 買収企業の総資産に占める現金預金の割合
	INTANG	Intang / TA: 買収企業の総資産に占める無形固定資産の割合
	GW	GW / TA: 買収企業の総資産に占めるのれんの割合
	DEBT	Debt / TA: 買収企業の総資産に占める短期・長期負債の割合
	AMT	AMOUNT: 買収金額の自然対数
	TA	TA: 買収企業の総資産の自然対数
	AMTA	AMOUNTTA: 買収企業の総資産に占める買収金額
	IM_D	Industry Match Dummy: 買収企業と対象企業の業界が一致している場合に1を取るダミー変数
	OSR	Overseas Sales Ratio: 買収企業の海外売上高比率
	FAE	Fixed Assets per Employee: 買収企業の一人当たり有形固定資産
	IL_D	Impairment Test Dummy: のれんの減損を行っている場合に1を取るダミー変数

出所: 著者作成

(3) その他組織要素モデル

その他組織要素モデルの変数の概要を以下、図表 5-3 に示す。

図表 5-3: その他組織要素モデルの変数概要

目的変数	EBNOGR	EBITA/NOA Growth: 買収年から買収3年後までの買収企業のEBITA/NOAの変化（差分）
説明変数	FR_D	Foreign Recruitment Dummy: 買収企業がグローバル人材採用を行っていた場合に1を取るダミー変数
	OLDER_D	Older Dummy: 買収企業の方が対象企業よりも設立年が早い場合に1を取るダミー
	AGD	Age Distance: 買収企業と対象企業の年齢の差
	FOR	Foreign Ownership Ratio: 買収企業の外国人持株比率
コントロール変数	CASH	Cash / TA: 買収企業の総資産に占める現金預金の割合
	INTANG	Intang / TA: 買収企業の総資産に占める無形固定資産の割合
	GW	GW / TA: 買収企業の総資産に占めるのれんの割合
	DEBT	Debt / TA: 買収企業の総資産に占める短期・長期負債の割合
	AMT	AMOUNT: 買収金額の自然対数
	TA	TA: 買収企業の総資産の自然対数
	AMTA	AMOUNTTA: 買収企業の総資産に占める買収金額
	IM_D	Industry Match Dummy: 買収企業と対象企業の業界が一致している場合に1を取るダミー
	OSR	Overseas Sales Ratio: 買収企業の海外売上高比率
	FAE	Fixed Assets per Employee: 買収企業の一人当たり有形固定資産
	IL_D	Impairment Test Dummy: のれんの減損を行っている場合に1を取るダミー変数

出所: 著者作成

5.4 分析対象と使用データ

(1) サンプル

本研究では、日本の上場企業を対象に、2010 年から 2024 年 7 月までに行われた IN-OUT 型の買収と合併が対象である。しかし、詳細は後述するが、M&A の成否を測る目的変数の指標を買収 3 年後の EBITA/NOA で測るため、実際の使用データには 2010 年から 2021 年 7 月までのケースしか含まれない。データの取得先は、以下の条件を基に、「レコフ M&A データベース」から抽出した。

- (ア) M&A の公表後 3 年以内に解消、削除されていない
- (イ) 買収企業と対象企業のいずれも東証 REIT として上場していない
- (ウ) 買収企業が、銀行、証券、生命保険、損害保険を含む金融業界に属していない
- (エ) 対象企業の本所在地が日本以外の国に存在する

(2) 目的変数

目的変数は、買収の年度を t 期として、 $t+3$ 期の買収企業の EBITA (Earnings before Interest, Taxes, and Amortization)を、 $t+2$ 期の買収企業の NOA(Net Operating Assets)で除したものを使用する。EBITA は、営業利益にのれん・負ののれんの償却を足し戻し、NOA は、事業資産から事業負債を引くことで算出している。なお、事業資産とは、本来、現金及び現金同等物、有価証券、その他の投資資産の純金融資産を総資産から除いたものであるが、本研究では NOA の対となる EBITA においてのれんの償却費を足し戻しているため、事業資産からはのれんも除いている。事業負債は、総資産から長期借入金と 1 年以内返済の有利子負債を含む短期借入金の純金融負債を除いたものである。これらの財務データは「日経 NEEDS 社会科学情報検索システム」から取得している。

(3) 説明変数

本研究では、組織文化モデル、国民文化モデル、その他組織要素モデルの 3 モデルについて、それぞれ異なる説明変数を用いている。

まず、組織文化モデルでは、買収企業と対象企業の組織文化の距離を測る指標として、従業員による企業口コミの 5 段階評価を用いている“Indeed”の企業口コミの 5 つの要素、「ワークライフバランス(Work-Life Balance)」「給与と福利厚生(Pay & Benefits)」「定着率と昇進 (Job Security & Advancement)」「上司との関係(Management)」「企業文化(Culture)」の要素を用いている。対象企業については、海外の企業であるため“Indeed”又は“Glassdoor”の口コミサイトにおいて、口コミ数が多い方を使用している。“Glassdoor”を用いる場合、使用する 5 項目に対応する項目は、“Work/Life balance”, “Compensation and benefits”, “Career opportunities”, “Senior management”, “Culture & values”である。買収企業においては、“Indeed”又は「就活会議」と“OpenWork”の組み合わせのいずれかの口コミサイトにおいて、口コミ数が多い方を使用している。「就活会議」と“OpenWork”を合わせて使用する場合は、「ワークライフ」「年収・評価」「成長・将来性」「社員・管理職」の項目を「就活会議」、「社員の士気」「風通しの良さ」「社員の相互尊重」の 3 項目のスコアの平均値を「企業文化」の代理として使用している。なお、いずれの場合において、企業口コミが 5 件以下の場合は、企業文化の代理性が低いと見做し、本研究では使用していない。

国民文化モデルでは、Geert Hofstede が創業した The Culture Factor Group が提供する“Country Comparison Tool” を使用し、各国の国民性を測っている。このウェブサイトでは、Geert Hofstede の研究に基づき、「権力格差の許容度 (Power Distance Index)」「個人主義度 (Individualism VS Collectivism)」「男性性度 (Masculinity VS Femininity)」「不確実性の回避度 (Uncertainty Avoidance Index)」「長期志向度 (Long Term Orientation VS Short Term Normative Orientation)」「人生の充足度 (Indulgence VS Restraint)」の 6 指標のスコアが取得できる。スコアは 0 から 100 までの範囲を取り、「個人主義度 (Individualism VS Collectivism)」「男性性度 (Masculinity VS Femininity)」「長期志向度 (Long Term Orientation VS Short Term Normative Orientation)」の指標は、それぞれ個人主義、男性性、長期志向の度合いが高い方がスコアが高くなるように設定されている。

その他組織要素モデルでは、買収企業のグローバル人材採用の有無や、買収企業と対象企業のそれぞれの設立年度、買収企業の外国人持株比率のデータを使用する。買収企業のグローバル人材採用の有無については、株式会社キャリアスが毎年開催している「ボストンキャリアフォーラム」と「ロンドンキャリアフォーラム」において、2009 年から 2024 年の間に、買収年以前に出展している場合は 1 を、出展経験がない場合や、買収年後のみの出展が見られる場合は 0 を取るダミー変数を作成し、グローバル人材採用への意欲の代理変数として使用している。買収企業の設立年度については、「日経バリューサーチ」、対象企業の設立年度については、買収時の適時開示情報や企業ホームページなどから取得している。買収企業の外国人持株比率は、2010 年から 2016 年については、“NEEDS-Cges: Corporate governance evaluation system”から取得しているが、2017 年以降は同サービスにおける項目の仕様に変更があったため、統一性を維持するために、「日経バリューサーチ」から取得している。

(4) コントロール変数

コントロール変数については、買収企業の現金や無形資産、のれん、有利子負債の総資産における割合や、総資産、海外売上高比率や一人当たり有形固定資産、減損ダミーの財務データは、日経 NEEDS から取得している。一人当たり有形固定資産は、その組織体が利益を生み出すのに土地や建物を含む機械装備とヒトによる労働のどちらにより依存しているかを示しており、これらの企業間では PMI における組織要素の

違いの影響が異なるため、コントロールしている。また、減損ダミーについては、会計基準に IFRS と国際基準を採用している場合 1 を、それ以外 0 を取るダミー変数であり、目的変数でのれんの償却を足し戻しているため、減損テストを行わない企業が M&A 後の業績で有利にならないために取り入れている。また、買収金額や、買収企業と対象企業の業界については、レコフ M&A データから取得している。

以上のケースを、レコフデータから取得し、各モデルの説明変数やコントロール変数のすべてに欠損がないことを考慮すると、組織文化モデルは 309 件、国民文化モデルでは 512 件、その他組織要素モデルでは 519 件を分析対象とした。

6. 分析結果

ここでは、重回帰分析の分析結果を図表 6-1 に示す。

図表 6-1: 各モデルの分析結果

組織文化モデル			組織文化モデル			その他組織要素モデル		
	係数	t値		係数	t値		係数	t値
D_WLB	-0.070	0.34	D_PD	-0.004	-0.27	FR_D	-0.223	-1.00
D_PB	-0.427	-0.31 *	D_IV	-0.003	-0.38	OLDER_D	0.894	4.14 ***
D_JSA	-0.085	-1.77	D_MAS	0.005	0.78	AGD	-0.025	-6.68 ***
D_MNG	0.158	-0.34	D_UA	-0.003	-0.42	FOR	1.088	1.21
D_CUL	0.095	0.63	D_LTO	0.001	0.27	CASH	-4.401	-4.73 ***
BETTER_D	0.006	0.37	D_ID	0.006	0.54	INTANG	5.181	2.00 **
OLDER_D	0.708	0.02 ***	OLDER_D	0.973	4.36 ***	GW	-10.896	-3.11 ***
AGD	-0.020	2.63 ***	AGD	-0.025	-6.58 ***	DEBT	0.572	0.75
CASH	-2.976	-4.59 ***	CASH	-4.368	-4.51 ***	AMT	-0.010	-0.15
INTANG	2.992	-2.63	INTANG	5.170	1.97 **	TA	0.118	0.53
GW	-7.053	1.09 *	GW	-10.619	-2.99 ***	AMTA	1.494	2.90 ***
DEBT	0.614	-1.83	DEBT	0.187	0.23	IM_D	-0.112	-0.58
AMT	-0.069	0.64	AMT	-0.010	-0.14	OSR	0.217	0.47
TA	0.262	-0.79	TA	0.210	1.00	FAE	-0.020	-1.64
AMTA	1.192	0.94 **	AMTA	1.514	2.90 ***	IL_D	-0.145	-0.49
IM_D	0.160	2.01	IM_D	-0.090	-0.46	Region Dummy		yes
OSR	0.185	0.64	OSR	0.221	0.47	Industry Dummy		yes
FAE	-0.026	0.33 *	FAE	-0.023	-1.76 *	Year Dummy		yes
IL_D	-0.208	-1.65	IL_D	-0.199	-0.65	切片	0.503	0.36
Region Dummy		yes	Region Dummy		no	Adujusted R-Squared		0.236
Industry Dummy		yes	Industry Dummy		yes	サンプル・サイズ		519
Year Dummy		yes	Year Dummy		yes			
切片	0.682	0.34	切片	0.143	0.09			
Adujusted R-Squared		0.136	Adujusted R-Squared		0.235			
サンプル・サイズ		309	サンプル・サイズ		512			

備考) ***, **, *印はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で統計的に有意なことを示す。

出所: 著者作成

6.1 仮説 1 に対する分析結果

H1: 組織の類似性とパフォーマンスの関係

組織の特徴の距離に関して、「Pay & Benefits(以下、待遇)」の側面でのみ、負に有意(10%水準)で仮説が支持される結果となった。組織文化モデルについては、各変数は買収企業と対象企業の各項目における従業員評価の差を表すため、すべて負の符号を予測して統計分析を行った。その結果、負の符号が見られたのは、「ワークライフバランス」「待遇」「定着率と昇進」の項目であり、待遇以外の項目については有意差が見られなかった。つまり、買収企業と対象企業間の待遇が類似しているほど、クロスボーダーM&A後の業績には正の影響が強いという示唆を得た。ここで、待遇の評価を「同じ仕事量に対してもらえる報酬の納得感」と解釈すると、その評価の差は「同じ働きに対してもらえる報酬の差」として理解することができる。すなわち、買収企業と対象企業の待遇評価の差が小さいということは、買収企業の待遇が高評価の場合は同じく高評価の企業を、低評価の場合は同じく低評価の企業を対象企業として選択する方が、それ以外の場合と比較して業績が良好となることを意味している。

この結果は、企業の組織的特徴の中でも、待遇の評価は従業員間で一貫性が出やすく、さらに業界内で比較もしやすいため、一貫して極端な評価がなされていることに起因している可能性がある。

6.2 仮説2に対する分析結果

H2: 従業員評価の優良性とパフォーマンスの関係

買収企業の組織の特徴に関する従業員の評価の優良性に関して、正の符号予測に対して、負の係数符号となり、有意差も見られなかった。この結果は、買収企業の組織文化の従業員評価が優良であることは、必ずしもM&A後の業績向上につながらない可能性を示唆する。この結果は、従業員評価の待遇以外の項目は、5段階中の3に近い数値が多く見られ、口コミ評価数が多いほどこの傾向が強いため、各項目の評価の平均値をとっても、買収企業と対象企業間の間で差が見られなかった可能性が高い。

6.3 仮説 3 に対する分析結果

H3: 国の文化的距離とパフォーマンスの関係

国民文化モデルに関しては、各項目が負の符号予測に対して、「権力格差の許容度」と「不確実性の回避度」のみ負の符号で、いずれの項目も有意差が見られずに仮説は不支持となった。この結果は、日本と対象企業が属する国の国民性の親和性は、Hofstede が唱える 6 次元のどの次元においても、クロスボーダーM&A 後の業績への一貫した影響はあることを示せなかった。本研究のサンプルが 512 件と少なく、また米国の企業が対象企業であるケースも多いため、サンプル内で偏りが生じている可能性がある。

6.4 仮説 4 に対する分析結果

H4: グローバル人材採用とパフォーマンスの関係

買収企業のグローバル人材の採用の有無は、正の符号予測に対して、負の符号が見られ、また有意差も見られなかったため、仮説は不支持となった。つまり、買収企業が「ボストンキャリアフォーラム」や「ロンドンキャリアフォーラム」に出展し、海外での経験豊かな日本人などのグローバル人材の採用をすることが、クロスボーダーM&A 後の業績に正に影響を与えることは示唆されなかった。この結果は、グローバル人材採用が、このような海外キャリア・フォーラムへの出展の有無だけでは代理しきれない可能性を示唆している。

6.5 仮説 5 に対する分析結果

H5: 組織文化の浸透度とパフォーマンスの関係

買収企業の組織文化の浸透度が対象企業よりも深いかどうかを示すダミー変数に

については、正の符号予測に対して、正に有意(1%水準)であった。これは、買収企業の方が対象企業よりも存続年数が長く、組織文化がより深く浸透している方が、クロスボーダーM&A後の業績に正の影響を与えることを示唆している。反対に、存続年数の浅い日本の買収企業が、より長寿である海外の対象企業を買収するケースは、失敗に終わる可能性が高いことが示唆される。

6.6 仮説 6 に対する分析結果

H6: 組織文化の浸透度の差とパフォーマンスの関係

買収企業と対象企業の組織文化の浸透度の差については、負の符号予測に対して、負に有意(1%水準)であった。これは、買収企業と対象企業の組織文化の浸透度が近いほど、クロスボーダーM&A後の業績に正の影響を与えることを示している。また、どちらが買収企業側であれ、長寿企業とスタートアップ企業間の買収は、失敗に終わる可能性が高いことも示唆される。

6.7 仮説 7 に対する分析結果

H7: 外国人持株比率とパフォーマンスの関係

買収企業の外国人持株比率については、正の符号予測に対して、正の符号ではあったが、有意差は見られなかった。したがって、買収企業の外国人持株比率が代理すると予測したグローバル市場での認知度や評価の高さ、さらにグローバル視点の取り入れなどは、クロスボーダーM&A後の業績に影響を与えるかどうか不明となった。

7. 仮説に対する考察

7.1 仮説 1 に対する考察

H1: 組織の類似性とパフォーマンスの関係

6.1 の結果から、買収企業と対象企業の待遇の評価の差が大きいほど、クロスボーダーM&A は失敗に終わる可能性が高いことが示唆される。8 章の企業インタビューにおいても後述するが、北地ほか(2022)によると、日本企業による海外企業の買収では、トップマネジメントクラス以外の社員については、現地固有の採用・評価・待遇のプロセスを尊重するケースが多い。一方で、日本の派遣社員や現地のトップマネジメントクラスについては、日本車で待遇を決定するケースが多い。したがって、買収企業の方が対象企業よりも待遇の評価が高い場合、トップマネジメントクラスと現地社員の間や、日本本社の社員と現地社員の間で、待遇の差に関わる手続き的公正が欠かれ、現地社員のモチベーション低下に繋がる可能性が示唆される。反対に、対象企業の方が待遇の評価が高い場合、現地にトップマネジメントとして派遣された日本本社の社員よりも、現地社員の待遇の方が良好な可能性が高く、その場合は現地駐在員のモチベーションが低下したり、対象企業の従業員が駐在員を含む買収企業側の従業員を軽視し、指示や方針に従わないなどで組織間に亀裂が生じたりする可能性がある。これは、Colquitt et.al(2009)による手続き的公正の欠如が、従業員の内発的動機付けを削ぎ、パフォーマンスを低下させるという理論に準ずる。つまり、国の基準や制度による待遇の差が同グループ内で見られる場合、その差について十分な説明がない限り、従業員から自身の待遇に関して理解を得られず、モチベーションの低下、ひいてはパフォーマンスの低下が発生する可能性がある。

なお、本研究では他の4項目については有意差が見られなかったが、「ワークライフバランス(Work-Life Balance)」と「定着率と昇進(Job Security & Advancement)」については、有意差は確認されなかったものの、予測通りの負の相関が観察された。これらの項目については、今後サンプル・サイズを拡大して検証することで、有意な結果が得られる可能性が示唆される。

7.2 仮説2に対する考察

H2: 従業員評価の優良性とパフォーマンスの関係

買収企業の組織に対する従業員評価が対象企業よりも高い場合に、クロスボーダーM&A 後の業績に与える正の影響については有意差が見られなかった。つまり、買

収企業の従業員評価が高くて、そのような優良な組織を築いたノウハウを対象企業に移転するなどして効果的な組織マネジメントが行われているという示唆は得られなかった。この理由として、国ごとに従業員が組織を評価する基準や項目が大きく異なることが挙げられる。1.3 で先述の通り、職業選択時に重視する項目は、国ごとに大きく異なる(上田, 2019)。したがって、日本人従業員から評価されている日本企業が、海外の対象企業に移転して効果が得られる組織要素には限界があり、必ずしも日本で組織の優良性は海外で通用するものではないという示唆が得られた。

7.3 仮説 3 に対する考察

H3: 国の文化的距離とパフォーマンスの関係

国の文化的距離とクロスボーダーM&A 後の業績に関しては、いずれの項目でも有意差が見られなかった。本研究と反して、先行研究の多くは国民文化の距離とクロスボーダーM&A の成否の関係について有意差が出ている。例えば、中国企業を対象とした先行研究では、国民文化の距離は、クロスボーダーM&A 後の業績に対して、短期的には正、長期的には負の影響が見られることを示している(Li et al., 2020)。さらに、3.2で先述したChakrabarti et al. (2009)の研究では、全世界のクロスボーダーM&A において、文化的距離の大きい二国間での M&A は、短期的には負、長期的には正の影響が見られるとして、Li et al.(2020)の結果とは反している。これらの先行研究に対して、本研究で有意差が見られなかった理由として、本研究のサンプルが日本企業が買収企業側であるケースに絞られていることが挙げられる。日本在外企業協会(2023)の調査によると、クロスボーダーM&A を行った日本企業が目指す理想の体制として、最も多かったのが「現地籍社長と現地籍管理職中心で、駐在員は一部またはなし」という体制で、全体で 69%の回答であった。現状のデータとしても、このような体制を取っている企業は全体の 20%であり、社長のみ日本人を据えている企業と併せると全体の 65%となった。つまり、日本企業の海外の対象企業の組織運営への介入は限定的であり、国民文化が反映されるほど深い干渉は行っていない実態がある可能性が高い。さらに、8章の企業インタビューでも後述するが、クロスボーダーM&A に関与する対象企業の人材の多くは、高度な専門性とグローバルな経験を持つビジネスパーソンであり、ビジネスの文脈においては国民文化の違いが表面化しにくい可能性がある。この

示唆も、後述のインタビュー調査でも指摘されたように、これらの人材は国民性よりもプロフェッショナルとしての普遍的な行動規範に基づいて行動する傾向にあり、結果として国民文化の距離が業績に与える影響が限定的となっている可能性がある。

7.4 仮説 4 に対する考察

H4: グローバル人材採用とパフォーマンスの関係

買収企業が積極的に「ボストンキャリアフォーラム」や「ロンドンキャリアフォーラム」に出展することでグローバル人材を採用することは、クロスボーダーM&A 後の業績に正の影響を与えるという示唆は得られなかった。この理由として、企業のグローバル人材の獲得は、上記2つの海外キャリア・フォーラムへの出展の有無のみでは代理しきれない可能性が挙げられる。例えば、企業が国内の採用面接の中で応募者のグローバル性を見出したり、既に入社した社員に研修を行うなどしてグローバル人材として育成したりするなど、独自のルートでグローバル人材を獲得している要素の方が大きいことが考えられる。実際に企業が海外キャリア・フォーラム以外でグローバル人材採用を多く行っているというデータは得られないが、トビタテ！留学 JAPAN(2019)の調査によると、81.6%の企業が、海外大学への留学者の採用を促進するために、通年採用を実施した方がいいと考えていることがわかっている。さらに、65.5%の企業が留学中の学生への選考で配慮を実施・強化したいと考えていることもわかった。つまり、海外キャリア・フォーラムだけが、日本人留学生などのグローバル人材の採用ルートではなく、企業が独自の選考でグローバル人材を採用していることも多いと考えられる。さらに、企業活力研究所(2013)による調査では、海外子会社に派遣された駐在員のうち、約 26%の人が国内における海外事業のマネジメントの経験を得たり、約 10%の人が海外派遣留学や海外トレーニー研修を受けたりした経験があるという。つまり、グローバル人材は採用だけでなく、企業内で育成する方針をとっている企業も一定数存在することがわかった。

7.5 仮説 5 に対する考察

H5: 組織文化の浸透度とパフォーマンスの関係

組織文化の浸透度については、買収企業の方が対象企業よりも高い場合、クロスボーダーM&A後の業績に正の影響を与えるという結果が得られた。この結果からは、以下の可能性が示唆される。第一に、長寿企業は、継続的な経営の中で培ったノウハウや組織文化が、事業運営において強固な基盤を築いている。Geus(1997)は、長寿企業が成功するための秘訣として、環境に敏感で柔軟な組織文化があること、持続可能な価値創造をすること、失敗を学びの機会として捉え絶えず学習すること、従業員が自主的に行動し強い結束力があること、自社のアイデンティティを維持しながら外部環境に適応することなどを挙げている。このような特徴を持つことが存続に繋がることを、買収企業が長寿であれば、対象企業に対して身を持って教示できるため、ノウハウを移転する際に、対象企業から反発が少なく受け入れられやすい可能性がある。

7.6 仮説 6 に対する考察

H6: 組織文化の浸透度の差とパフォーマンスの関係

買収企業と対象企業の存続年数の差が小さい場合、つまり組織文化の浸透度の差が小さい場合、クロスボーダーM&A後の業績に正の影響を与えるという示唆を得た。反対に、両社間の存続年数が大きい場合、両社の組織文化自体が本質的に異なる傾向にある可能性が高い。Astuti et al.(2023)によると、組織文化が確立されているような大企業では、定型的な組織活動が多く見られる一方で、スタートアップ企業はより個人レベルで変則的な業務が多い。また、大企業の組織構造は複雑で調整に時間がかかる一方で、スタートアップ企業の組織構造はシンプルで調整が速いという違いも見られる。このような業務やシステムの違いは、それぞれの組織文化を形成し、統合後の組織運営に大きな課題をもたらす可能性がある。4.6 このような課題は、国内企業同士の協業や M&A と比較して、クロスボーダーM&A では言語の違いもあり、より複雑化する可能性が高い。

7.7 仮説 7 に対する考察

H7: 外国人持株比率とパフォーマンスの関係

買収企業の外国人持株比率の高さは、クロスボーダーM&A 後の業績に正の影響を与えるという示唆は得られなかった。この結果は、グローバル市場での評価や認知度の高さは、対象企業の従業員のモチベーション向上には必ずしも繋がらないことや、グローバル視点の取り入れが実務的なレベルで機能していない可能性を示唆している。まず、M&A における対象企業の従業員のモチベーションについて、グローバルで認知されている企業に買収されるという事実よりも、PMI で実施される丁寧なコミュニケーションと建設的な施策によってエンゲージメントを高めることが重要であると考えられる。Appelbaum et al. (2017) は、対象企業の従業員の環境変化に対する心理的な反発を抑制するために、買収企業側のマネジメント層による十分なコミュニケーション、従業員エンゲージメントの向上、新組織への帰属意識の醸成、さらには分配的、手続き的、相互作用的な公平性への配慮が重要であることを示している。したがって、対象企業の従業員のモチベーションは、グローバルで認知されている企業の傘下に入るという心理的な満足感よりも、現場レベルでの丁寧なマネジメントによって高められる可能性が高いと考えられる。また、グローバル視点の取り入れについても、それが形式的なものに留まり、外国人株主の存在が必ずしも効果的なグローバルマネジメントの実践につながっていない可能性が示唆される。Ferreira and Matos (2008) は、外国人機関投資家は問題発生時に売却を選択し、直接的な企業への関与は見られないことを示している。さらに、Chen et al. (2020) は、外国人投資家の中でも、長期的な視点を持つ機関投資家や短期的なリターンを求めるヘッジファンド、パッシブ運用を行うインデックス投資家など異なる投資目的を持つことが多く、経営への関与やグローバル視点の導入については限定的であることを示している。つまり、外国人持株比率の高さは、必ずしも買収企業にグローバル視点の経営を促進しているわけではない可能性が高い。

8. 企業インタビューと考察

クロスボーダーM&A に関する実務的な示唆を得るため、クロスボーダーM&A を行った日本企業2社へのインタビュー調査を実施した。1社目は株式会社博報堂DYホールディングス(以下、A社)であり、中国、ベトナム、イギリスなど幅広い地域でクロスボーダーM&Aを展開している。2024年12月12日に執行役員の平塚泰俊氏に話を伺った。2社目は匿名を条件に応じていただいた企業(以下、B社)で、中国、タイ、ア

アメリカなどで同業他社を買収しており、インタビュー時点ではアメリカで買収した企業の PMI を進めていた。2024 年 12 月 21 日に当 PMI の担当者へのインタビューを実施した。

両社へのインタビューから、以下の 4 点の示唆が得られた。第一に、日本企業が海外企業を買収する場合、その対象企業の組織文化を刷新したり、すり合わせたりするケースは稀であることが明らかとなった。A 社の平塚氏によれば、日本企業の待遇や労働環境に合わせると対象企業の現地での採用力が低下してしまうため、対象企業独自の文化やシステムを尊重する傾向にあるという。また、B 社の担当者からは、特にアメリカのように日本より賃金水準や物価が高い国では、実質賃金の測定が困難なため、待遇をそのまま据え置くとの指摘があった。その結果、対象企業のマネジメントのために派遣された日本人駐在員よりも、その下で働く現地従業員の方の給与水準が高いケースも存在するという。

第二に、日本と対象企業が属する国の国民性の違いは、実務上では大きな影響を。両者の見解によれば、クロスボーダー M&A に関わる対象企業側の人材は、プロフェッショナル意識や知識水準が高く、グローバルな感覚も持ち合わせているため、ビジネスの場では国民性よりもビジネスパーソンとしての普遍的な行動規範が優先して観察されるとのことであった。

第三に、両社とも国民性の違いを認識した上で、経営統合における干渉の度合いを慎重に検討していることが明らかとなった。A 社の平塚氏によれば、日本と国民文化の違いが比較的大きい欧米諸国に対しては、アジア諸国とは異なるアプローチを採用しているという。具体的には、アジア企業を買収では同社従業員が全フェーズに主体的に関与する一方、欧米企業を買収では、買収業務を専門とする別会社を設立し、A 社をよく理解する欧米人従業員を CEO に据えて、A 社と対象企業の上に配置するという。これにより、対象企業とのコミュニケーションは日本人を介さず欧米人同士で完結する形となる。この方式を採用する理由として、同じ文化圏の人材同士の方が、コミュニケーションが円滑である点に加え、「買収後も日本企業のやり方を押し付けない」という姿勢を示すことができる点を挙げている。B 社においても、自社の組織風土のうち海外の対象企業に移転すべき要素を慎重に選別しているという。例えば、全体朝礼や日本の著名な書物をモチーフにした掛け声など、日本特有のコンテキストを含む慣行については、対象企業への移転を控えている。さらに、組織文化の移転そのものが買収企業と対象企業の双方にとって本当に有益かという根本的な問いも投げかけて

いる。

最後に、グローバル人材の採用がクロスボーダーM&Aの実務において重要な役割を果たす可能性が示された。両社ともボストンキャリアフォーラムに長年出展し、海外経験が豊富な日本人の採用を継続的に行っている。博報堂 DY ホールディングスでは、これらの人材の多くが実際に海外事業に携わり、PMI においても言語力やメンタリティの面で貢献しているという。平塚氏は特に、「二つ以上の文化を経験したことのある人材」の PMI への参加を重視している。その理由として、異文化経験者は自身の持つ常識を相対化し、文化の違いを柔軟に受け入れるメンタリティを備えていることが多く、対象企業とのコミュニケーションをより円滑に進められる点を挙げている。一方、B 社では、グローバル人材を採用しているものの、現状では主に言語面での貢献に留まっているという。これは、PMI に必要なスキルとグローバルな感覚の双方を兼ね備えた人材の獲得・育成が困難であることが背景にある。現段階では、PMI における日本語での業務も多いため、言語力よりも PMI に必要なスキルを持つ人材の活用を優先しているとのことであった。

両社へのインタビューから、6 章の統計分析と 7 章の考察とは異なる実務面での重要な示唆が得られた。具体的には、組織文化や国民文化の違いが業務上で表面化するほど日本企業は海外の対象企業に干渉しない傾向にあることや、企業は国民文化の違いを事前に認識し、具体的な対策を講じていることが判明した。さらに、グローバル人材の採用が言語面だけでなく、異文化に対する柔軟な姿勢という点でも有効である可能性が示された。

最後に、B 社の担当者によると、現状のクロスボーダーM&A では、組織文化や国民文化の普遍的な違いよりも、各案件固有の個別事情が業績により大きな影響を与えている実態があるという。この知見は、今後の研究の方向性として、個別の事例における成功・失敗要因の抽出とその体系化が極めて重要であることを示唆している。

9. 結論と研究の限界

本研究は、以下の点において学術的な貢献を果たしている。第一に、組織文化の距離に関する定量的分析という新たな研究アプローチを確立した点である。従来の研究では定量的な分析が十分になされていなかった組織文化の距離について、従業員口コミの評価の差異を用いることで、独自の定量的指標を構築し、実証的に検証した。第二に、組織文化の浸透度を設立年度という客観的指標で分析するという新たな視

点を提示し、さらにその有効性を統計的に実証した点である。この分析アプローチは、組織文化研究に新たな方法論的示唆を与えるものである。第三に、研究の方法論において、より精緻な分析基準を採用した点である。具体的には、対象企業の本社所在地が実質的に海外にあることの厳密な確認や、目的変数として ROA ではなく EBITA/NOA を採用し、のれんの償却を考慮した点、さらには減損ダミーを導入することで会計基準の差異を調整するなど、より緻密な分析手法を確立した。これらの方法論的改善は、クロスボーダーM&A 研究の精度向上に貢献するものである。

一方で、本研究には、以下のような限界が存在する。まず、組織文化の距離を測定する指標として用いた従業員口コミデータには、一定の制約が存在する。具体的には、口コミの投稿者が特定の満足度や不満度を持つ従業員に偏っている可能性があり、これが企業全体の組織文化を十分に代理できていない可能性がある。また、本研究で使用した評価データは買収時点ではなく現時点のものであるため、組織文化の不変性を前提としなければならないという課題がある。

さらに、サンプルの選定に関する制約が挙げられる。本研究のサンプルは買収企業が上場企業に限定されているため、研究結果を、非上場企業を含む全企業に一般化することには慎重な検討が必要である。また、6.3 で先述の通り、対象企業が属する国が米国であるケースが多く、国の文化的距離とパフォーマンスの関係を検証する際に、サンプルの偏りを十分に解消できなかった。その上、“indeed”や“Glassdoor”から従業員口コミが得やすい企業も、米国に偏っている可能性が高く、最もサンプル・サイズが小さい組織文化モデルにおいても、米国自体の文化の影響を大きく受けている可能性が考えられる。

また、セレクション・バイアスの可能性も存在する可能性が考えられる。企業は買収先を選定する際に、他の条件が同等であれば、組織文化や国民性がより近い企業を選好する傾向にある可能性がある。その結果、本研究のサンプルには、比較的類似性の高い企業間の M&A かつ、比較的成功している事例が過度に含まれている可能性がある。

最後に、企業年齢の差異に関する分析結果の解釈にはさらなる研究が必要である。長寿企業とスタートアップ企業のように年齢差が大きい場合、パフォーマンスへの負の影響が示されたものの、買収企業が対象企業よりも極めて長い歴史を持ち、かつ買収のインパクト(買収企業の総資産額に対する買収金額の割合)が小さい場合は、この影響が見られない可能性がある。この点については、インタビュー調査による質的な

補完と共に、企業年齢差と買収インパクトの交差項 ($AGD \times AMTA$) を用いた追加的な定量分析が必要であると考えられる。

Appendix

Appendix1 データ詳細

図表 1: 記述統計量(組織文化モデル)

	最小値	最大値	平均値	標準偏差
EBNOGR	-17.085	4.252	-0.172	1.764
D_WLB	0	3.500	0.761	0.524
D_PB	0	3	0.765	0.528
D_JSA	0	2.900	0.730	0.564
D_MNG	0	2.800	0.714	0.544
D_CUL	0	3	0.739	0.584
BETTER_D	0	1	0.405	0.492
OLDER_D	0	1	0.770	0.421
AGD	0	149.000	39.854	25.304
CASH	0.016	0.738	0.172	0.136
INTANG	0	0.434	0.081	0.107
GW	0	0.315	0.044	0.071
DEBT	0	0.540	0.179	0.144
AMT	2.565	13.768	9.083	2.126
TA	3.402	7.110	5.474	0.855
AMTA	0.000	1.551	0.120	0.248
ROE	-0.206	0.833	0.114	0.138
IM_D	0	1	0.631	0.483
OSR	0	0.914	0.318	0.268
FAE	0.109	57.085	12.660	11.895
IL_D	0	1	0.288	0.454

図表 2:記述統計量(国民文化モデル)

	最小値	最大値	平均値	標準偏差
EBNOGR	-17.085	4.252	-0.302	2.197
D_PD	3	46	16.684	8.383
D_IV	1	48	26.762	12.086
D_MAS	16	90	40.973	13.445
D_UA	2	84	41.896	20.453
D_LTO	0	82	49.906	22.390
D_ID	0	36	17.549	9.745
OLDER_D	0	1	0.770	0.422
AGD	0	149	39.957	24.943
CASH	0.016	0.738	0.182	0.142
INTANG	0	0.434	0.072	0.100
GW	0	0.315	0.039	0.067
DEBT	0	0.540	0.172	0.145
AMT	2.565	13.768	8.433	2.255
TA	3.402	7.110	5.311	0.876
AMTA	0	1.551	0.101	0.224
ROE	-0.206	0.833	0.106	0.137
IM_D	0	1	0.621	0.486
OSR	0	0.914	0.294	0.267
FAE	0.109	57.085	12.058	11.038
IL_D	0	1	0.234	0.424

図表 3: 記述統計量(その他組織要素モデル)

	最小値	最大値	平均値	標準偏差
EBNOGR	-17.085	4.252	-0.298	2.183
FR_D	0	1	0.206	0.405
OLDER_D	0	1	0.767	0.423
AGD	0	101	39.969	24.976
FOR	0	0.580	0.200	0.129
CASH	0.016	0.738	0.182	0.142
INTANG	0	0.434	0.071	0.099
GW	0	0.315	0.039	0.067
DEBT	0	0.540	0.175	0.147
AMT	2.565	13.768	8.407	2.285
TA	3.402	7.110	5.307	0.880
AMTA	0	1.551	0.100	0.223
ROE	-0.206	0.833	0.106	0.137
IM_D	0	1	0.620	0.486
OSR	0	0.914	0.294	0.268
FAE	0.109	57.085	12.045	11.182
IL_D	0	1	0.235	0.424

図表 4：相関係数表 (組織文化モデル)

	EBNOGR	D_WLB	D_PB	D_JSA	D_MNG	D_CUL	BETTER_D	OLDER_D	AGD	CASH	INTANG	GW	DEBT	AMT	TA	AMTA	IM_D	OSR	FAE	IL_D
EBNOGR	1																			
D_WLB	-0.128	1																		
D_PB	-0.211	0.402	1																	
D_JSA	-0.112	0.366	0.382	1																
D_MNG	-0.039	0.358	0.393	0.577	1															
D_CUL	-0.093	0.418	0.393	0.588	0.570	1														
BETTER_D	0.035	-0.045	0.002	-0.159	-0.075	-0.181	1													
OLDER_D	0.263	-0.115	-0.224	-0.207	-0.093	-0.146	0.168	1												
AGD	-0.173	0.090	0.028	0.044	0.048	0.080	0.206	-0.021	1											
CASH	-0.229	0.092	0.262	0.087	0.057	0.003	-0.135	-0.205	-0.234	1										
INTANG	-0.016	-0.073	0.082	-0.024	-0.053	-0.032	-0.031	-0.061	-0.045	-0.004	1									
GW	-0.032	-0.054	0.120	-0.011	-0.036	-0.025	-0.041	0.000	-0.093	0.002	0.911	1								
DEBT	0.066	0.066	-0.016	0.095	0.135	0.059	-0.016	0.034	0.092	-0.391	0.105	0.117	1							
AMT	0.083	-0.207	-0.086	-0.210	-0.182	-0.147	0.117	0.039	0.138	-0.306	0.310	0.242	0.156	1						
TA	0.131	-0.149	-0.194	-0.169	-0.118	-0.047	0.181	0.158	0.262	-0.563	0.185	0.116	0.322	0.688	1					
AMTA	0.043	-0.077	0.129	-0.095	-0.039	-0.094	-0.057	-0.033	-0.056	0.308	0.173	0.162	-0.075	0.264	-0.208	1				
IM_D	0.008	-0.090	-0.007	0.116	0.060	0.039	-0.272	-0.115	-0.082	0.062	0.139	0.136	-0.014	0.001	-0.156	0.069	1			
OSR	0.054	-0.153	-0.112	-0.190	-0.067	-0.109	0.064	0.013	0.204	-0.145	0.131	0.121	0.077	0.270	0.350	0.079	-0.060	1		
FAE	0.064	-0.041	-0.061	-0.036	-0.032	0.025	0.040	0.049	0.077	-0.399	-0.031	-0.099	0.398	0.288	0.443	-0.067	-0.119	-0.069	1	
IL_D	0.024	-0.061	-0.030	-0.081	-0.058	-0.073	0.058	0.076	0.034	-0.089	0.492	0.483	0.194	0.434	0.467	0.110	-0.106	0.350	0.029	1

図表 5：相関係数表（国民文化モデル）

	EBNOGR	D_PD	D_IV	D_MAS	D_UA	D_LTO	D_ID	OLDER_D	AGD	CASH	INTANG	GW	DEBT	AMT	TA	AMTA	IM_D	OSR	FAE	IL_D
EBNOGR	1																			
D_PD	-0.017	1																		
D_IV	-0.035	0.029	1																	
D_MAS	0.009	-0.007	0.095	1																
D_UA	0.002	0.514	0.377	-0.112	1															
D_LTO	0.065	0.054	-0.035	-0.180	0.151	1														
D_ID	0.056	0.077	-0.115	-0.290	0.216	0.534	1													
OLDER_D	0.272	0.036	0.098	0.041	0.065	0.075	-0.025	1												
AGD	-0.183	0.033	-0.096	-0.029	-0.068	-0.047	-0.053	-0.036	1											
CASH	-0.331	-0.070	0.152	0.027	0.026	-0.063	-0.038	-0.228	-0.169	1										
INTANG	-0.031	-0.001	-0.063	-0.094	0.001	0.069	0.198	-0.104	-0.020	-0.024	1									
GW	-0.046	0.017	-0.057	-0.068	0.006	0.056	0.178	-0.062	-0.074	-0.036	0.913	1								
DEBT	0.127	0.122	-0.062	-0.005	-0.015	0.050	0.056	0.066	0.059	-0.411	0.066	0.101	1							
AMT	0.140	-0.034	-0.287	-0.151	-0.028	0.225	0.319	0.000	0.113	-0.282	0.322	0.262	0.099	1						
TA	0.182	0.032	-0.248	-0.064	-0.092	0.160	0.169	0.146	0.204	-0.538	0.223	0.166	0.263	0.670	1					
AMTA	0.029	-0.029	-0.057	-0.132	0.056	0.131	0.181	-0.095	-0.052	0.291	0.158	0.150	-0.057	0.269	-0.198	1				
IM_D	-0.058	0.045	0.019	0.034	-0.045	-0.021	-0.001	-0.083	-0.038	0.084	0.089	0.086	-0.021	-0.001	-0.132	0.034	1			
OSR	0.123	-0.100	-0.276	-0.132	-0.180	0.005	0.105	0.044	0.139	-0.182	0.137	0.111	0.071	0.338	0.416	0.037	-0.048	1		
FAE	0.118	0.056	-0.073	0.050	-0.058	0.117	0.008	0.105	0.094	-0.415	-0.085	-0.127	0.329	0.242	0.410	-0.103	-0.092	-0.008	1	
IL_D	0.052	-0.029	-0.126	-0.069	-0.027	0.178	0.244	0.040	0.024	-0.095	0.506	0.473	0.202	0.409	0.459	0.102	-0.110	0.332	0.025	1

図表 6：相関係数表（その他組織要素モデル）

	EBNOGR	FR_D	OLDER_D	AGD	FOR	CASH	INTANG	GW	DEBT	AMT	TA	AMTA	IM_D	OSR	FAE	IL_D
EBNOGR	1															
FR_D	-0.069	1														
OLDER_D	0.269	-0.023	1													
AGD	-0.181	-0.029	-0.039	1												
FOR	0.149	0.033	0.119	0.046	1											
CASH	-0.327	0.030	-0.222	-0.170	-0.190	1										
INTANG	-0.032	0.091	-0.108	-0.017	0.179	-0.025	1									
GW	-0.046	0.047	-0.066	-0.071	0.146	-0.039	0.913	1								
DEBT	0.127	-0.062	0.060	0.060	-0.021	-0.387	0.060	0.092	1							
AMT	0.135	0.015	-0.004	0.114	0.430	-0.284	0.323	0.264	0.073	1						
TA	0.179	-0.001	0.137	0.207	0.564	-0.541	0.225	0.170	0.241	0.676	1					
AMTA	0.028	0.026	-0.091	-0.054	-0.067	0.290	0.158	0.150	-0.060	0.267	-0.196	1				
IM_D	-0.058	-0.004	-0.084	-0.034	-0.052	0.070	0.090	0.088	-0.024	0.015	-0.113	0.033	1			
OSR	0.121	-0.022	0.034	0.153	0.394	-0.181	0.141	0.114	0.074	0.338	0.416	0.035	-0.042	1		
FAE	0.116	0.039	0.112	0.085	0.037	-0.417	-0.087	-0.127	0.324	0.223	0.397	-0.102	-0.079	-0.017	1	
IL_D	0.052	0.010	0.026	0.024	0.368	-0.099	0.507	0.475	0.188	0.413	0.463	0.100	-0.100	0.332	0.019	1

Appendix2 インタビュー内容の詳細

<本文中 A 社について>

日時: 2024 年 12 月 12 日

対象者: 株式会社博報堂 DY ホールディングス 執行役員 平塚 泰俊様

方法: 対面で行い、内容を筆記で記録

所要時間: 60 分

Q1. ワークライフバランスや待遇など、組織の文化や特徴が、買収後の経営に影響を与えることはあるか？

A1. 買収後は売り手企業のオートノミーを尊重するため、自社は企業文化には介入しない。給与体系に関しても、日本基準に合わせると売り手企業の採用力が低下してしまうため、合わせない。また、トップや駐在員を送り込むことはせず、売り手企業の経営者にそのまま経営を継続してもらう。

Q2. 買収において、組織文化が買収企業の方が優良だと感じますか？

A2. そもそも組織文化が優良ではないと感じるような企業は、買収交渉の前段階で検討候補から除外されるため、組織文化の健全性に差はない。

Q3. 国民性の違いが、買収後の経営に影響を与えることはあるか？

A3. 国民性の違いは、感じることはあるが、経営に対して大きな小兵器にはなっていない。その理由は、クロスボーダーM&A で共に仕事をする売り手企業の従業員は、Hofstede の研究の対象者のような一般生活者という側面よりも、これから成長が見込まれる勢いある企業で働くプロのビジネスマンであるからだ。また、国民性の違いを感じた際には、一度話を聞き、約束は果たしてもらう前提で、できる限り相手に寄り添った形で議論を行う。また、組織文化や国民性の違いよりも、共通の目標や悩みを持っていることの方が、経営に対する影響は大きい。さらに、欧米企業を買収する際には、国民文化の違いの大きさから、直接自社の社員が買収には関わらず、自社のことをよく知る欧米人従業員に買収の全フェーズを仲介してもらう。

Q4. 御社は毎年ボストンキャリアフォーラムに出展されているが、そのようなグローバル人材の採用にはどのような意味があるのか？

A4. グローバル経験を持つ日本人は、クロスボーダーM&Aにおいて、言語・文化・メンタリティの面で懸け橋となっている。このような人材のみならず、日本で長く生活した外国人や、転職経験のある中途採用の社員など、二つ以上の文化を経験したことのある人材を、買収に参加させることが大事である。その理由としては、二つ以上の文化を経験することで、フラットなモノの見方で、文化の違いを受け入れ、相手の立場になって考えることができるスキルを自ずと養うことができるからである。

Q5. 御社よりも遥かに新しく設立された企業を買収することで、組織文化そのものや組織文化の浸透度合いなどが、経営に影響を与えることはあるか？

A5. むしろその逆である。自社は長寿企業として相手企業からリスペクトされ、反対に自社は伸び盛りの対象企業から若いエネルギーなど新しい空気を得ているので、win-winの関係である。しかし、自社の場合は、設立年がかけ離れていても、企業規模もかなり違うため、このような現象が起きる。よって、企業規模が同等で、設立年が離れている場合については、不明である。

<本文中 B 社について>

日時: 2024 年 12 月 21 日

対象者: 匿名

方法: 対面で行い、内容を筆記で記録

所要時間: 60 分

Q1. ワークライフバランスや待遇など、組織の文化や特徴が、買収後の経営に影響を与えることはあるか？

A1. 待遇に関しては、現在 PMI を進行しているアメリカの企業の場合、賃金水準が高いため、自社と合わせてはいない。派遣している駐在員よりも、現地従業員の方が給与が高いケースは頻繁にある。

Q2. 国民性の違いが、買収後の経営に影響を与えることはあるか？

A2. 国民性の違いは、業務にはさほど影響しない。その理由として、このようなクロスボーダーM&A に関わる対象企業の人材は、一流であり、常に真面目にビジネスの話をしており、知識水準も高く、グローバル感覚にも優れている。そのため、一生活者としての国民性よりも、プロのビジネスパーソンとしての素質が色濃く表れる。さらに、自社と対象企業の間で、従業員レベルやマネジメント層と従業員の間での交流は非常に限定的であるため、組織文化は融合するよりも、オーガニックな運営方法を尊重する形をとっている。

Q3. 御社は毎年ボストンキャリアフォーラムに出展されているが、そのようなグローバル人材の採用にはどのような意味があるのか？

A3. 社長がグローバルで時価総額 1 兆円を目指している。そのため、日本で生まれた人のみならず、外国籍や外国での生活が長い日本人を採用して、将来的にはグローバル関係の職務に就いてもらいたいと考えている。しかし、現段階では、買収は対日本企業が多く、かつクロスボーダーM&A の PMI に必要とされる能力のある人材も限られているため、このようなグローバル人材が、実際にクロスボーダーM&A の場で活躍することはない。そのため、社長の言語力の補助のように、言語面での活躍に限定されている。

Q4. クロスボーダーM&A の PMI で融合を目指すものはどんなものか？

A4. システムなどのハードな要素は融合させるが、社風や文化などのソフトな要素は移転が難しい。例えば、自社は某有名な日本のマンガから着想を得た掛け声や社内文化が存在するが、そのような日本のコンテキストが色濃く反映された社風は、国内企業には移転できるが、海外企業には移転できない。そもそも、相手企業のオーガニクな社風を尊重した方がいいのか、自社の社風を反映させた方がいいのか、疑問に感じている。

Q5. 組織的・人的以外の要素で、クロスボーダーM&A の PMI において重要なものは何か？

A5. 解釈の余地のない、明白なドキュメンテーションを作ることである。お互いの企業が達成すべきゴールを明確にし、さらに業界や地域によって異なる細かい言葉の定義や前提の違いも事前に明確にしておくことが大事である。とはいえ、クロスボーダーM&A は、依然としてそれぞれのケースで個別の事情が強く、共通した型や分類が存在しないため、一貫した議論が難しい。さらに、「日本人は英語ができないからクロスボーダーM&A の PMI が難しい」と考えられることがあるが、このように共通した型がないため、どこの国の企業同士の M&A でも、PMI は一貫して成功法がなく、難しいのではないかと考える。

謝辞

本研究を始め、慶應義塾大学大学院経営管理研究科での学びにあたり、様々な方から多大なるご指導ご鞭撻を賜りましたこと、心より御礼申し上げます。

指導教員の村上裕太郎教授には、いかなる節もご丁寧にご指導を賜り、本研究を完遂することができました。毎週のゼミでは、研究内容だけでなく、経営や社会全般に関わるトピックに関するディスカッションを通じて、先生の幅広いご見識をもって、私の研究をご支援くださいました。また、統計分析においても、独自の変数の作り方や組み方など、独自性を求める研究において、私の知識と思考では到底足りない部分を補っていただきました。卒業後も、最後まで根気強く結果を追い求めることや、社会全般を常にクリティカルな目線を持って考え抜くことの大切さを忘れず、社会に貢献していく所存です。

副査の太田康広教授、齋藤卓爾教授には、技術的な面からアイディア面まで、幅広くアドバイスを賜り、本研究を深化させることができました。心より感謝申し上げます。

村上研究室のOBである本原様、黄様には、独自の変数のアイディアや統計ソフトの使い方、計算式の立て方など、細かい面から本質的な部分まで、ご丁寧にご指導いただきました。また、OB会やその他の交流を通して、温かいお言葉とアドバイスを賜った研究室の先輩方にも深く御礼申し上げます。

村上ゼミ M46 の北村様、佐藤様、徳生様には、常日頃より切磋琢磨し、励まし合うことができ、KBS での学びにおいて欠かせない空間を作っていただきました。お三方のおかげで、研究の困難に直面した際にも、熱意を保ち続けることができました。

最後に、インタビュー調査にご協力いただきました株式会社博報堂 DY ホールディングスの平塚泰俊様、並びに匿名でご協力いただいた企業(文中 B 社)のご担当者様には、貴重なお時間を割いていただき、実務的な示唆に富む知見をご提供いただきましたことを、深く感謝申し上げます。

本大学院での学びを通じて、実証的な研究手法の重要性と、理論と実務の架け橋となる研究の意義を学ばせていただきました。この経験を活かし、今後も企業経営における実践的な課題の解決に貢献できるよう、研究を続けてまいります。

2024 年 12 月 24 日 皆木 陽南子

参考文献

- [1] Appelbaum, Steven, Catherine Karelis and Anne Le Henaff, BeverlyMcLaughlin. (2017) .“Resistance to change in the case of mergers and acquisitions: part 3”. *Industrial and Commercial Training*, Volume 49, 146-150.
- [2] Astuti, Tri, Avvin Fadilla Helmi and Bagus Riyono. (2023) . “ Differences in Organizational Behavior amongst Startup and Established Company: A literature Review”. *Buletin Psikologi*.
- [3] Bertrand, Olivier and Marie-Ann Betschinger. (2011).“Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers”. *Journal of Comparative Economics*, Volume 40, 413-437.
- [4] Chakrabarti, Rajesh, Swasti Gupta-Mukherjee and Narayanan Jayaraman. (2009). “Mars–Venus marriages: Culture and cross-border M&A”. *Journal of International Business Studies*, Volume 40, 216–236.
- [5] Cheben, Juraj, Lančarič, Drahošlav, J. Cheben, and Savov Radovan. (2015). “Factors influencing the implementation of diversity management in business organizations in a transition economy. The case of Slovakia”. *Economic Research Ekonomska Istraživanja*, Volume 28, 1162–1184.
- [6] Chen, Xia, Jarrad Hartford and Kai Li. (2020) .“Institutional Cross-holdings and Their Effect on Acquisition Decisions”. *Journal of Financial Economics*, Volume 99, 27-39.
- [7] Colquitt, Jason A., Beth Livingston, Brent A. Scott and Cindy P. Zapata-Phelan. (2009).“Procedural justice, interactional justice, and task performance: The mediating role of intrinsic motivation”. *Organizational Behavior and Human decision Processes*, Volume 108, Issue 1, 93-105.

- [8] The Culture Factor Group, “Country Comparison Tool”. 取得先:
<https://www.theculturefactor.com/country-comparison-tool> (参照日:2024-12-21).
- [9] Debroux, Philippe. (1996). “Japanese Mergers and Acquisitions: Overcoming Obstacles to Improved Systemic Efficiency”. *Northeast Asian Economic Development*, Volume 24, 244-256.
- [10] Ferreira, Miguel A. and Pedro Matos. (2008). “The Colors of Investors’ Money: The Role of Institutional Investors Around the World”. *Journal of Financial Economics*, Volume 88, 499-533.
- [11] Gaertner, Stefan. (1999). “Structural Determinants of Job Satisfaction and Organizational Commitment in Turnover Models”. *Human Resource Management Review*, Volume 9, 479-493.
- [12] Geus, Arie de. (1997). “The Living Company”. Harvard Business School Press.
- [13] Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B. and Zulehner, C. (2003). “The effects of mergers: an international comparison”. *International Journal of Industrial Organization*, Volume 21, 625-653.
- [14] Harford, Jarrad. (2003). “What drives merger waves?”. *Journal of Financial Economics*, Volume 77, 529–560.
- [15] Hofstede, Geert, Gert Jan Hofstede and Michael Minkov. (2010). “Cultures and Organizations Software of the Mind”, 3rd Edition, McGraw Hill.
- [16] Huselid, Mark A. (1995). “The Impact of Human Resource Management Practices on Turnover, Productivity, and Corporate Financial Performance”. *Academy of Management Journal*, Volume 38, 635-872.

[17] Jehn, Karen A., Clint Chadwick and Sherry M. B. Thatcher. (1997). “TO AGREE OR NOT TO AGREE: THE EFFECTS OF VALUE CONGRUENCE, INDIVIDUAL DEMOGRAPHIC DISSIMILARITY, AND CONFLICT ON WORKGROUP OUTCOMES”. *The International Journal of Conflict Management*, Volume 8, 287-305.

[18] Levitt, Barbara, and March, James G. (1988). “Organizational Learning”. *Annual Review of Sociology*, Volume 14, 319-340.

[19] Li, Wanli, Qizhe Ren, Chaohui Wang and Ding Zhao. (2020). “Institutional distance and cross-border M&A performance: A dynamic perspective”. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Volume 66.

[20] MARR Online. (2013). “2012 年の M&A 回顧”. [M&A 回顧] 2013 年 2 月特大号 220 号.

[21] MARR Online. (2024). “2023 年の M&A 回顧”. [M&A 回顧] 2024 年 2 月号 352 号.

[22] MARR Online. “グラフで見る M&A 動向”. 取得先:
https://www.marr.jp/menu/ma_statistics/ma_graphdemiru/entry/35326 (参照日 : 2024-12-21).

[23] Sarala, Riikka M. (2010). “The impact of cultural differences and acculturation factors on post-acquisition conflict”. *Scandinavian Journal of Management*, Volume 26, 38-56.

[24] Schneider, Benjamin. (1987). “The People Make the Place”. *Personnel Psychology*, Volume 40, 437-453.

[25] Stahl, G unter K. and Andreas Voigt. (2005). “IMPACT OF CULTURAL DIFFERENCES ON MERGER AND ACQUISITION PERFORMANCE: A CRITICAL

RESEARCH REVIEW AND AN INTEGRATIVE MODEL”. *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 4, 51-82.

[26] Szulanski, Gabriel. (1996). “Exploring Internal Stickiness: Impediments to the Transfer of Best Practice Within the Firm”. *Strategic Management Journal*, Volume 17, 27-43.

[27] Tanimoto, Kanji and Suzuki, Kenji. (2005). “Corporate Social Responsibility in Japan: Analyzing the Participating Companies in Global Reporting Initiative”. *Stockholm School of Economics Working Paper*, Series 208.

[28] Terry, D.J., and O’Brien, A.T. (2001). “Status, legitimacy, and ingroup bias in the context of an organizational merger”. *Group Processes & Intergroup Relations*, Volume 4, 271–289.

[29] Williams, Tracy R. (2005). “Exploring the Impact of Study Abroad on Students’ Intercultural Communication Skills: Adaptability and Sensitivity”. *Journal of Studies in International Education*, Volume 9.

[30] 朝日新聞デジタル. 2024-10-09.「セブン&アイへの買収提案額、約 7 兆円に カナダ企業、2 割引き上げ」. 取得先:
<https://www.asahi.com/articles/ASSB91573SB9ULFA00JM.html> (参照日:2025 年 1 月 5 日)

[31] 蟻川靖浩, 宮島英昭. (2006).「M&A の経済分析:M&A はなぜ増加したのか」. RIETI Discussion Paper Series, 06-J-03.

[32] 飯野, 佳亮. (2022).「クロスボーダーM&A の多様性とパフォーマンスタイプと実施目的に注目した実証分析」. 早稲田大学大学院商学研究科紀要.

[33] 板野, 壮一郎, 森本 雅彦. (2024).「大企業とスタートアップ、協業成功への道」.

野村総合研究所. 取得先:

https://www.nri.com/jp/media/column/scs_blog/20240207_1.html (参照日:2025 年 1 月 5 日)

[34] 一般社団法人 日本在外企業協会. (2023).「第 12 回 日系企業における経営のグローバル化に関するアンケート」.

[35] 上田, 和勇. (2019).「ビジネスにおける異文化リスク のマネジメント —ASEAN における日本企業の経営リスクマネジメントの在り方—」. 専修ビジネス・レビュー, Volume 14. 11-21.

[36] 「海外駐在員を成功に導く 3 つのスキル」. 取得先:

<https://www.j-global.com/blog/3-skills-for-expat-success/> (参照日:2024-12-21)

[37] 北地, 達明, 北爪正彦, 松下欣親, 伊藤憲次. (2022).『M&A 実務のすべて』. 日本実業出版社, 5 版, 202-238.

[38] 経済産業省. (2019).「海外 M&A と日本企業 ～M&A の最前線に立つ国内外の企業 の声からひもとく課題克服の可能性～[簡易版]」. 取得先:

https://www.meti.go.jp/policy/external_economy/toshi/kaigaima/image/20190409003-2.pdf (参照日:2025 年 1 月 5 日)

[39] 財団法人 企業活力研究所. (2013).「企業におけるグローバル人材の育成確保のあり方に関する調査研究報告書」. 取得先:<https://x.gd/pwUGj> (参照日:2025 年 1 月 5 日)

[40] 寺澤, 朝子, 弘中史子. (2022).「日本人駐在管理者と現地従業員間のコミュニケーションに関する一考察 —中小製造業のマレーシア拠点を事例として—」. 日本経営学会誌, 第 49 号. 36-45.

[41] デロイトトーマツコンサルティング合同会社. (2018).「日本企業の海外 M&A は上

達しているのか？海外 M&A 実態調査にみる日本企業の課題と成功のポイント(日本企業の海外 M&A に関する意識・実態調査結果)」。

[42] デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー。 (2014).「拡大する日本企業のクロスボーダーM&A:CFO の戦略的な能力向上がカギ」。

[43] トビタテ！ 留学 JAPAN. (2019).「就職活動と留学に関する意識調査」。取得先：
https://tobitate-mext.jasso.go.jp/newscms/img/news/153_1_s9lPSIUzvWIpIxjv.pdf (参照日:2025 年 1 月 5 日)

[44] 日本経済新聞. 2024-08-27.「セブンの価値、スーパーは 3% 時価総額、事業合計より 2 割低く 改革遅れ、買収提案招く」。取得先：
<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO83030220W4A820C2DTA000/> (参照日:2025 年 1 月 5 日)

[45] 日本経済新聞. 2025-01-04.「『相思相愛』崩した米鉄鋼労組 日鉄、苦闘の買収交渉 1 年」。取得先：
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUC135XY0T11C24A2000000/> (参照日:2025 年 1 月 5 日)

[46] 濱口, 雅史. (2020).「日本の食品メーカーによる海外 M&A の成否とその要因に関する考察」。慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士学位論文, 2020 年度経営学, 第 3741 号。

[47] 毎日新聞. 2024-09-06.「セブンへの買収提案の背景 狙われる日本企業、円安も引き金に」。取得先:<https://mainichi.jp/articles/20240906/k00/00m/020/372000c> (参照日:2025 年 1 月 5 日)