

# 取締役の海外実務経験がクロスボーダーM&Aに与える影響

---

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科  
経営・金融専攻  
金融戦略・経営財務コース  
轟 貴久

# 1. 背景と研究目的

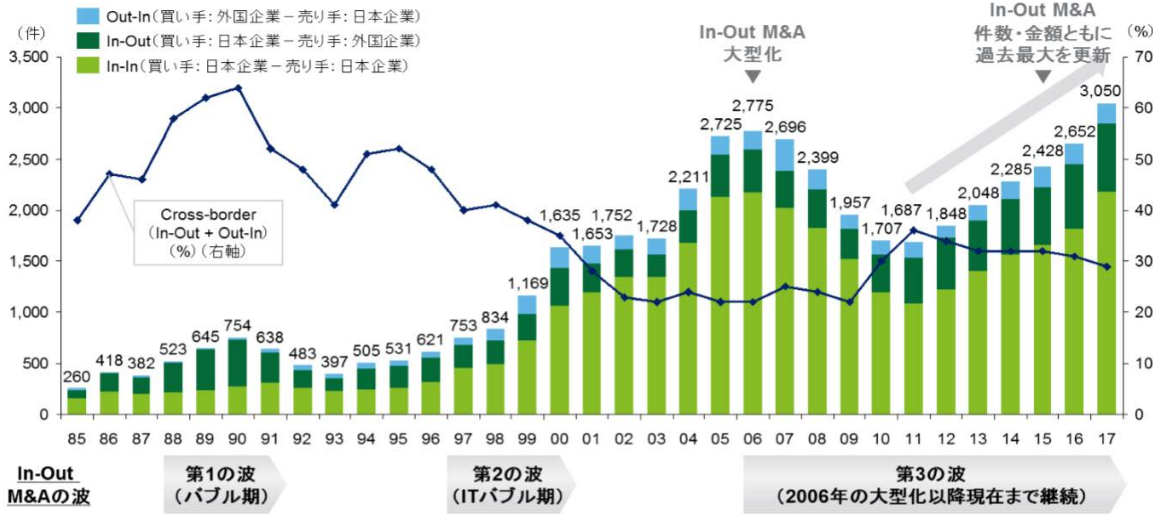
クロスボーダーM&Aは年々増加するも、成功させることは難しい。成功のためには何が必要か

- 案件は大型化。1兆円を超える超大型案件も
- 近年は、比較的企業規模が大きくない企業や国内を主たる事業基盤としていた企業もクロスボーダーM&Aを実施

- 松本(2014)によると成功率は9%
- デロイトトーマツコンサルティングが経団連加入企業を対象に行ったアンケート(2017)では成功率は37%

## 日本企業によるM&Aのマーケット別推移

2006年に複数の大型案件が公表されたIn-Out案件は、2015年、件数、金額とも過去最大に  
2017年、件数は過去最多を更新。裾野が拡大しつつある



脚注: 上記件数は日本企業が当事者となるM&Aのうち、グループ内M&Aを除く。形態としては合併、買収、事業譲渡、資本参加、出資拡大を含む

## □ クロスボーダーM&Aの失敗例



(出典: 経済産業省「我が国企業による海外M & A 研究会のポイント」)

# 1. 背景と研究目的

経済産業省は2017年に「我が国企業による海外M&A研究会」を設置し、2018年3月に報告書を発行

## □ 報告書のポイント

- 日本企業にとってクロスボーダーM&Aは今後の成長のために重要かつ有効な手段
- 具体的なクロスボーダーM&A案件が始まる前の平時から案件に備えて準備を進めておくことが重要
- 全て段階において「経営トップのコミット」が軸
- **グローバル経営力や経営陣および取締役会のM&Aリテラシー向上が重要**



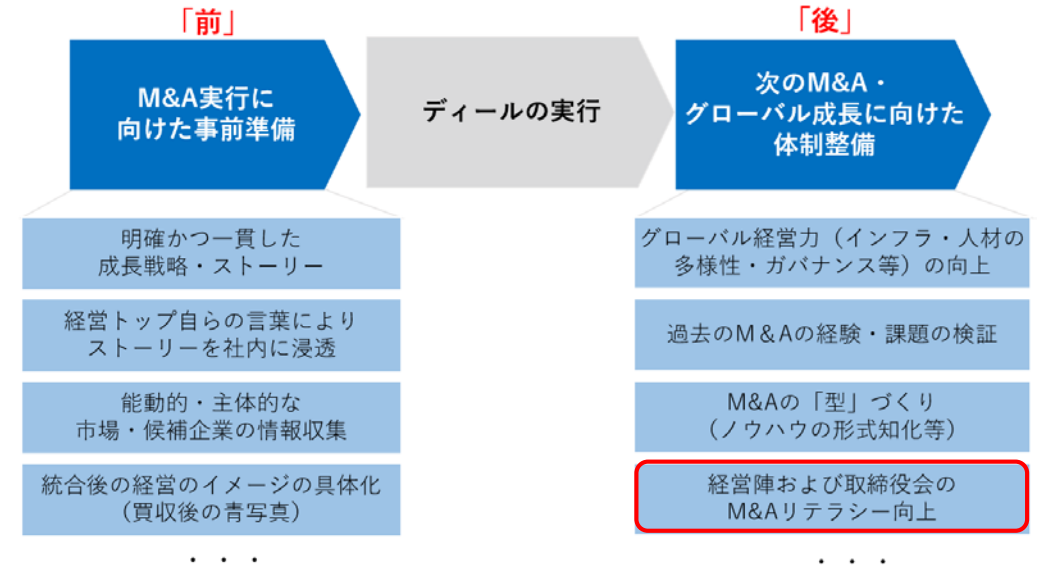
グローバル経営力やM&Aリテラシー向上のためには、制度・文化・商習慣が異なる海外ビジネスの難しさを理解し、順応する能力が重要。その基盤として、海外駐在など海外実務経験を積むことが重要なファクターではないか



## 研究目的

海外実務経験を有する取締役の存在が、実際に、クロスボーダーM&Aの実施や件数、クロスボーダーM&Aのパフォーマンスに影響を与えているのかについて検証を行う

- 買収の実行局面のみではなく、その「前」（戦略立案と周到的準備）と「後」（買収を契機とした自己変革と一層のグローバル成長実現）の取組みこそが、M&Aの成否に大きな影響を与える。



（出典：経済産業省「我が国企業による海外M & A研究会のポイント」）

## 2. 先行研究

海外経験がグローバルビジネスに与える影響、取締役や経営者の属性が当該企業のM&Aや企業価値へ与える影響に関する研究、クロスボーダーM&Aの決定要因等に関する研究が積極的に行われている

### (1) 海外経験がグローバルビジネスに与える影響

#	属性	概要	著者
1	海外経験	経営チームに海外経験を有する人がいる企業は、海外戦略パートナーの数が多く、海外事業を開始するまでの時間が短い。グローバルビジネスにとって海外経験を有することは重要なファクター	Reuber et al. (1997)

### (2) 取締役や経営者の属性がM&Aや企業価値等に与える影響に関する研究

#	取締役の属性	概要	著者
1	投資銀行経験	投資銀行経験者が取締役にいる企業は、よりM&Aを行う傾向にあり、M&A発表時のCAR(超過収益率)も高い。取締役にファイナンスのリテラシーがある人を入れることが重要	Huang, et al. (2014)
2	買収経験	過去に他の企業の取締役としてM&Aを行った経験を持つ人が取締役にいる企業がM&Aを行う場合、M&A発表時のCARは高い。企業は取締役の選定にあたり、過去のM&A経験の有無のみならず、過去のM&Aのパフォーマンスを見ることが大事	Field et al. (2017)
3	外国人社外取締役	外国人社外取締役(FID、Foreign Independent Director)がいる企業では、被買収企業が当該FIDの出身国であるクロスボーダーM&Aを行う場合、発表時のCARが高い。一方で、取締役会への出席率が低い等のマイナスの側面もある	Masulis et al. (2012)
4	他社の社外取締役と兼務	自社の取締役に他社の社外取締役を兼務する人がいる企業は、そうでない企業に比べて業績がよい。そのような取締役の就任・離任の発表時には株価にも影響を与えている	Masulis et al. (2011)

## 2. 先行研究

### (2) 取締役や経営者の属性がM&Aや企業価値等に与える影響に関する研究（続き）

#	経営者の属性	概要	著者
1	負債に対する好み	CEOの自宅購入時の住宅ローンの比率が高いと会社の負債比率も高い	Cronqvist et al. (2012)
2	年齢	CEOの年齢が上がるにつれて会社の負債比率が下がる。一方で、CEOの年齢が上がるにつれて負債比率が上がることを示した研究もある	Bertrand et al. (2003)、 Malmendier, et al. (2010)
3	MBA	経営者がMBAを保有しているか否かは会社の資本構成に対して影響は与えていない。一方で、経営者がMBAを保有していると負債比率が高いことを示した研究もある	Bertrand et al. (2003)、 Frank et al. (2009b)
4	自信過剰 (Overconfidence)	自信過剰な経営者は、他分野への多角化のためのM&Aが多い傾向にあり、発表時のCARは低い	Malmendiera et al. (2008)

### (3) クロスボーダーM&Aの決定要因や企業価値等との関係に関する研究

#	要因	概要	著者
1	文化	3つの文化的要素(Trust、Hierarchy、Individualism)に近い国同士でクロスボーダーM&Aが実施される傾向にあり、そのような国同士のクロスボーダーM&A発表時の買収企業と被買収企業のCombined CARは有意に高い	Ahern et al. (2015)
2	通貨価値や市場のパフォーマンス	クロスボーダーM&Aでは、国内M&Aに比べて、通貨価値や国のマクロ経済状況などが重要なファクターとして追加され、クロスボーダーM&Aを実施するか否かに影響を与えている	Erel et al. (2012)

### 3. 仮説

#### 海外実務経験

クロスボーダーM&Aと海外実務経験という属性に焦点を当てた先行研究はない



#### 日本人取締役

特に「日本人」にとって、制度・文化・商習慣が異なる海外ビジネスの難しさを理解し、順応することは難しく、海外実務経験が重要なファクター



仮説1

海外実務経験を有する日本人取締役がいる企業は、そうでない企業と比べて、クロスボーダーM&Aを実施する傾向が高く、実施する件数も多い

仮説2

海外実務経験を有する日本人取締役がいる企業におけるクロスボーダーM&Aは、クロスボーダーM&Aのパフォーマンスがよく、企業価値を高める



## 4. データ

分析対象	企業	金融を除く東証1部上場の3月決算の企業(1,330社)
	取締役	2017年6月株主総会で選出された取締役(約12,500名)
	M&A	2017年7月～2018年6月に発表されたクロスボーダーM&A(102社による144件)
ソース	取締役の海外実務経験 <sup>(*1)</sup>	日経ValueSearch & 有価証券報告書
	クロスボーダーM&A <sup>(*2)</sup>	レフコ社のM&Aデータベース「MARR Online」
	財務・株価	Quick社の「Astra Manager」
	海外進出	各社ホームページ
	2005年時駐在員比率	東洋経済新報社の「就職四季報〈2007年版〉」
	産業分類	東洋経済新報社の「四季報」

(\*1)「海外実務経験」とは、日本企業の海外にある子会社・営業拠点・駐在員事務所や製造・開発・調達の拠点の駐在経験、並びに、海外子会社の取締役としての職務経験を指すものとし、外資系企業の日本法人での職務経験は対象とはしていない。

(\*2)「クロスボーダーM&A」とは、日本企業又は日本企業の海外子会社による日本以外の企業の51%超の株式取得とし、50%未満の株式取得や事業買収は対象外とした。

## 5. 分析モデル

### 仮説1

海外実務経験を有する日本人取締役がいる企業は、そうでない企業と比べて、クロスボーダーM&Aを実施する傾向が高く、実施する件数も多い

分析1	基礎的分析	差の検定
分析2		クロスボーダーM&Aを実施したか否かのダミー変数を被説明変数としたロジット
分析3		実施したクロスボーダーM&A件数を被説明変数とした重回帰とトービット
分析4	内生性の問題	傾向スコアマッチング
分析5	への対応 <sup>(*)</sup>	操作変数法(操作変数は「2005年時の海外勤務従業員比率」を使用)

### 仮説2

海外実務経験を有する日本人取締役がいる企業におけるクロスボーダーM&Aは、クロスボーダーM&Aのパフォーマンスがよく、企業価値を高める

分析6 イベントスタディーで算出したCAR(累積超過収益率)を被説明変数とした重回帰

(\*) 内生性の問題とは、逆の因果関係や欠落変数等により、海外実務経験を有する取締役がいることが、クロスボーダーM&Aに与える影響を正しく推定することが困難であること。



## 6. 変数の記述統計量

### □ 主要な変数

海外実務経験を有する日本人取締役の有無を表すダミー変数  
(いる企業は1、いない企業は0)

	n	平均	標準偏差	最小値	最大値
<u>Global JP dir dummy</u>	1330	<u>0.65</u>	0.48	0	1
Global JP dir dummy ( <u>Intl</u> ) <span style="border: 1px solid green; border-radius: 50%; padding: 2px;">社内取</span>	1330	0.56	0.50	0	1
Global JP dir dummy ( <u>Indp</u> ) <span style="border: 1px solid green; border-radius: 50%; padding: 2px;">社外取</span>	1330	0.24	0.43	0	1

分析対象1,330社中、海外実務経験を有する日本人取締役がいる企業は858社(65%)と海外実務経験を有する日本人取締役がいない企業よりも多い

### □ その他のコントロール変数

	n	平均	標準偏差	最小値	最大値		n	平均	標準偏差	最小値	最大値
Foreign director dummy	1330	0.06	0.24	0	1	Equity ratio	1330	52.05	18.17	12.01	97.49
Global JP dir ratio	1330	0.18	0.20	0	1	EBITDA margin	1330	11.31	8.47	-50.39	65.59
Foreign director ratio	1330	0.01	0.04	0	0.64	Sales growth (%)	1330	0.73	10.46	-54.60	102.98
Board size	1330	9.43	2.89	3	30	Cash holdings	1330	0.18	0.13	0	0.93
Independent director ratio	1330	0.28	0.11	0	0.83	Foreign sales ratio	651	0.41	0.23	0.01	1
MA dummy	1330	0.08	0.27	0	1	Foreign shinsyutsu dummy	1330	0.81	0.39	0	1
MA number	1330	0.11	0.44	0	6	Expat ratio (2005)	466	0.03	0.04	0	0.29
MA dummy (in last 3 years)	1330	0.17	0.38	0	1	CAR	144	0.002	0.03	-0.06	0.22
Log(Asset)	1330	11.62	1.59	7.32	17.7	Market cap top 10 dummy	144	0.44	0.50	0	1

## 7-1. 海外実務経験がクロスボーダーM&Aの実施と件数へ与える影響の分析(基礎的分析)

分析1 差の検定(\*)

結果1 クロスボーダーM&Aを実施したグループとそうでないグループで、海外実務経験を有する日本人取締役がいる企業の比率は有意に異なることを確認

	クロスボーダーM&A ありのグループ		クロスボーダーM&A なしのグループ		合計
	企業数	比率	企業数	比率	
海外実務経験日本人取締役あり	84	82.4%	774	63%*** (0.000)	858
海外実務経験日本人取締役なし	18	17.6%	454	37%*** (0.000)	472
	102	100%	1,228	100%	1,330

(注) 括弧内はp値。\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

有意に異なる(1%有意)

(\*) 差の検定とは、グループのデータの数・平均・分散等を考慮した上で、2つのグループ間で特定の比率が有意に異なる(統計的に見て誤差とは考えられないレベルで差がある)か確認を行うもの

## 7-2. 海外実務経験がクロスボーダーM&Aの実施と件数へ与える影響の分析(基礎的分析)

分析2-1

クロスボーダーM&Aを実施したか否かのダミー変数(MA dummy)を被説明変数としたロジット(\*)

結果2-1

海外実務経験を有する日本人取締役(特に社内取締役)がいるとクロスボーダーM&Aを実施する傾向が強い

		被説明変数: MA dummy (ロジット)					
		(1)			(2)		
		係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値
<b>Key independent variables</b>							
プラスに有意	<u>Global JP dir dummy</u>	<u>0.496</u>	<u>0.295</u>	<u>0.093 *</u>			
	<u>Global JP dir dummy (Intl)</u>				<u>0.499</u>	<u>0.266</u>	<u>0.061 *</u>
	Global JP dir dummy (Indp)				-0.047	0.261	0.857
	Industry dummy						あり
	Number of Obs						1,330

(注) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

(注) その他のコントロール変数の結果の表示は割愛している。

(\*) ロジットモデルとは、被説明変数がダミー変数(0 or 1)の分析に用いられる回帰分析の1つの手法

# 7-3. 海外実務経験がクロスボーダーM&Aの実施と件数へ与える影響の分析(基礎的分析)

分析2-2

クロスボーダーM&Aを実施したか否かのダミー(MA dummy)を被説明変数としたロジット分析(地域別)

結果2-2

ヨーロッパでの海外実務経験を有する日本人取締役(社内・社外)がいると、ヨーロッパの企業を買収する傾向が強い

被説明変数: MA dummy (ロジット)

被買収対象企業の地域

	(1) アメリカ			(2) ヨーロッパ			(3) アジア			(4) その他		
	係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値
<b>Key independent variables</b>												
Global JP dir dummy (Intl, AM)	0.366	0.481	0.447	-0.327	0.407	0.421	-0.519	0.404	0.199	-1.387	1.278	0.278
<u>Global JP dir dummy (Intl, EU)</u>	0.642	0.502	0.201	<u>1.154</u>	0.397	<u>0.004 ***</u>	-0.117	0.480	0.808	-1.076	1.653	0.515
Global JP dir dummy (Intl, Asia)	0.421	0.500	0.400	0.553	0.397	0.164	0.528	0.361	0.143	1.141	1.122	0.309
Global JP dir dummy (Intl, Other)	-0.193	0.922	0.834	-1.189	1.138	0.296	-0.340	0.806	0.673	3.363	1.715	0.050 **
Global JP dir dummy (Indp, AM)	-0.372	0.556	0.504	0.231	0.424	0.586	0.408	0.415	0.326	0.153	1.197	0.899
<u>Global JP dir dummy (Indp, EU)</u>	0.590	0.617	0.339	<u>0.943</u>	0.475	<u>0.047 **</u>	0.299	0.565	0.597	1.462	1.409	0.300
Global JP dir dummy (Indp, Asia)	-0.818	0.824	0.321	-0.457	0.613	0.456	-1.260	0.815	0.122	-1.766	1.501	0.239
Global JP dir dummy (Indp, Other)	1.131	1.048	0.280	1.144	0.919	0.213	1.216	0.904	0.178	-14.238	2010.8	0.994
Industry dummy		あり			あり			あり			なし	
Number of Obs		1,259			1,270			1,272			1,236	

プラス  
に有意

(注) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

(注) その他のコントロール変数の結果の表示は割愛している。

## 7-4. 海外実務経験がクロスボーダーM&Aの実施と件数へ与える影響の分析(基礎的分析)

**分析3** 実施したクロスボーダーM&A件数(MA number)を被説明変数とした重回帰とトービット(\*)

**結果3** 実施件数が0件の企業が多い中(全体の92%)、非線形でより適切に推定されると考えられるトービットモデルで有意な結果を確認。海外実務経験を有する日本人取締役(特に社内取締役)がいるとクロスボーダーM&Aを実施する件数が多い

	被説明変数: MA number (重回帰)						被説明変数: MA number (トービット)					
	(1)			(2)			(3)			(4)		
	係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値
<b>Key independent variables</b>												
<u>Global JP dir dummy</u>	0.038	0.025	0.139				<u>0.625</u>	0.319	0.050 **			
<u>Global JP dir dummy (Intl)</u>				0.041	0.025	0.103				<u>0.543</u>	0.288	0.059 *
Global JP dir dummy (Indp)				0.028	0.027	0.304				0.114	0.284	0.688
Industry dummy		あり			あり			あり			あり	
Number of Obs		1,330			1,330			1,330			1,330	
Adjusted R <sup>2</sup>		0.144			0.144							
F-statistic p-value		< 2.2e-16			< 2.2e-16							

プラス  
に有意

(注) \*\*、\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

(注) その他のコントロール変数の結果の表示は割愛している。

(\*) トービットモデルとは、被説明変数にとる値の範囲が限定されていたり、何らかの条件に該当したときにはデータが観測されなかったりする場合に用いられる分析モデル

## 7-5. 海外実務経験がクロスボーダーM&Aの実施と件数へ与える影響の分析(内生性対応)

分析4 傾向スコアマッチングによる平均処置効果の確認

結果4 平均処置効果の推定値は**マイナスに有意**(マッチングで有意差が残る変数は1つのみ)。傾向スコアマッチングによっても、海外実務経験を有する日本人取締役の有無が、クロスボーダーM&Aの実施に有意な影響を与えていることを確認

### □ 傾向スコアマッチングによる平均処置効果の確認

1. 複数の企業属性から「海外実務経験を有する取締役が**いない**確率」を算出しマッチング

#### 海外実務経験取なしの企業群(472社)

企業ID	企業規模	収益率...	海外実務経験を有する 取締役がいない確率
1	...	...	...%
2	...	...	...%
⋮			

↑↓ マッチング

#### 海外実務経験取ありの企業群(858社)

企業ID	企業規模	収益率...	海外実務経験を有する 取締役がいない確率
A	...	...	...%
B	...	...	...%
⋮			

2. それぞれの企業群(各472社)でクロスボーダーM&Aを実施した企業の比率が異なるか(平均処置効果)を確認

平均処置効果の推定値	-0.042
標準誤差	0.019
t値	-2.240
p値	0.025 **
Original number of observations.....	1,330
Original number of treated obs.....	472
Matched number of observations.....	472
Matched number of observations (unweighted).....	1,234

(注) \*\*、\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。



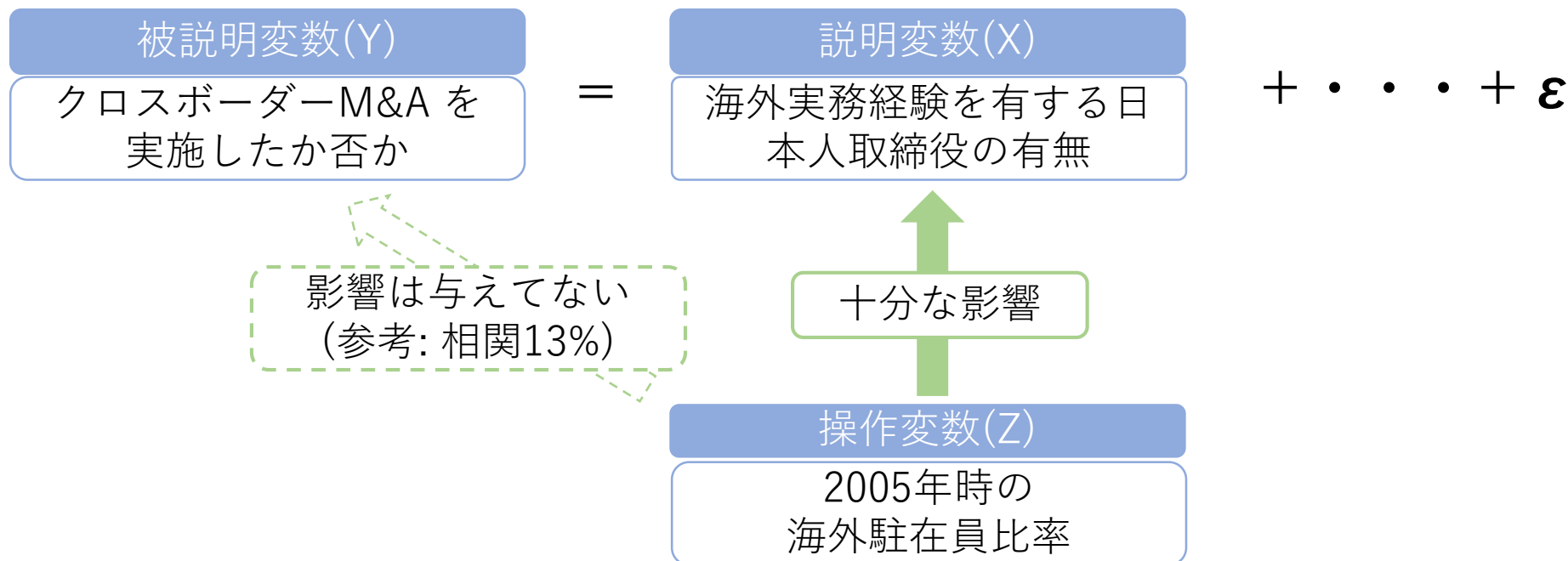
## 7-6. 海外実務経験がクロスボーダーM&Aの実施と件数へ与える影響の分析(内生性対応)

### 分析5

操作変数法。操作変数は「2005年時の海外駐在員比率」。2005年時の海外駐在員比率は、2017年の取締役の海外実務経験の有無に十分な影響を与えるが、2017年のクロスボーダーM&Aには直接的な影響を与えていない

#### □ 操作変数法

- 操作変数と呼ばれる変数を活用し、特定の説明変数と被説明変数の間の因果関係を推定するために用いる手法
- 説明変数(X)→被説明変数(Y)の効果が存在するのであれば、操作変数(Z)が変動すると説明変数(X)を通じた間接的な効果のみによって被説明変数(Y)も変動する(操作変数(Z)の変動で被説明変数(Y)は動かない変動しない)



## 7-7. 海外実務経験がクロスボーダーM&Aの実施と件数へ与える影響の分析(内生性対応)

分析5

操作変数法。操作変数は「2005年時の海外駐在員比率」。2005年時の海外駐在員比率は、2017年の取締役の海外実務経験の有無に十分な影響を与えるが、2017年のクロスボーダーM&Aには直接的な影響を与えていない

結果5

プラスに有意。操作変数法においても、海外実務経験を有する日本人取締役がいるとクロスボーダーM&Aを実施する傾向にあり、クロスボーダーM&A件数も多くなることを確認

	被説明変数: MA dummy (2SLS)			被説明変数: MA number (2SLS)		
	(1)			(2)		
	係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値
<b>Key independent variables</b>						
Global JP dir dummy	0.568	0.220	0.010 **	1.189	0.414	0.004 ***
Industry dummy		あり			あり	
Number of Obs		466			466	

M&Aの実施、件数ともにプラスに有意

(注) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

(注) その他のコントロール変数の結果の表示は割愛している。

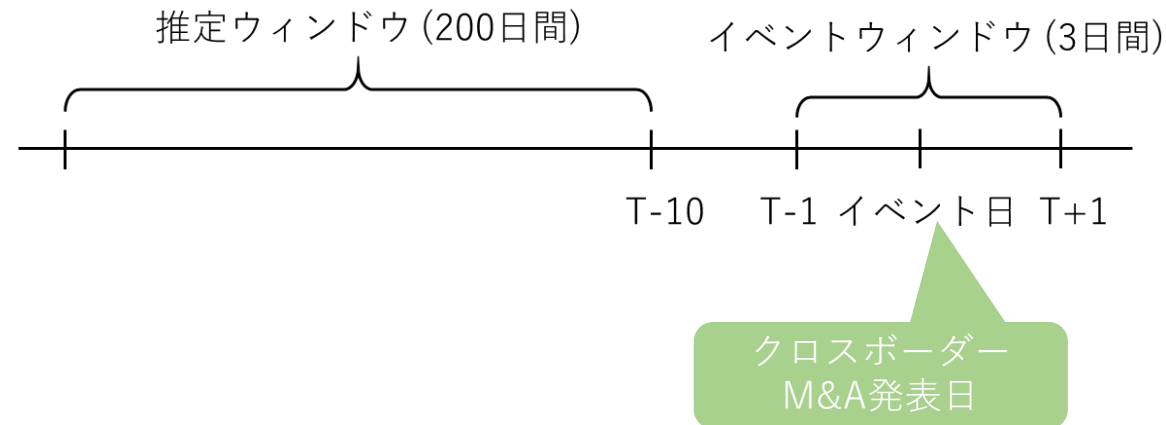
## 8-1. 海外実務経験がクロスボーダーM&Aのパフォーマンスへ与える影響の分析

### 分析6

イベントスタディーで算出したCAR(累積超過収益率)を被説明変数とした重回帰分析。大企業(時価総額トップ10%)と大企業以外で市場の反応が異なることが想定されるため交差項で確認の上、データセットを分けて分析

#### □ イベントスタディー

過去の株価を使ってイベントがなかった場合の株価を推定し、実際の株価との差を比較分析するもの



#### □ CAR(累積超過収益率)の算出

1. TOPIXの日次収益率を用いて以下のマーケットモデル式を用いて $\alpha$ と $\beta$ を推定

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$R_{it}$  : t日における企業iの日次収益率

$R_{mt}$  : t日におけるTOPIXの日次収益率

2. 1で推定された $\alpha$ と $\beta$ をもとに、イベントウィンドウ内での日次超過リターンを以下の式で算出

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

$AR_{it}$  : t日における企業iの超過収益率

3. イベントウィンドウにおける企業iのCAR(累積超過収益率)を以下の式で算出

$$CAR_i(-1,1) = \sum_{t=-1}^1 AR_{it}$$

## 8-2. 海外実務経験がクロスボーダーM&Aのパフォーマンスへ与える影響の分析

分析6

イベントスタディーで算出したCAR(累積超過収益率)を被説明変数とした重回帰分析。大企業(時価総額トップ10%)と大企業以外で市場の反応が異なることが想定されるため交差項で確認の上、データセットを分けて分析

結果6

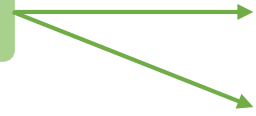
**大企業以外**が行うM&Aでは、海外実務経験を有した日本人取締役(特に社内取締役)がいると、M&Aのパフォーマンスが高く、企業価値を高めていることを確認

### □ 大企業以外

被説明変数: CAR (重回帰)

	(1)			(2)		
	係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値
<b>Key independent variables</b>						
<u>Global JP dir dummy</u>	<u>0.044</u>	0.020	<u>0.040 **</u>			
<u>Global JP dir dummy (Intl)</u>				<u>0.042</u>	0.017	<u>0.017 **</u>
Global JP dir dummy (Indp)				0.015	0.017	0.397
Industry dummy		あり			あり	
Number of Obs		50			50	
Adjusted R^2		0.177			0.199	
F-statistic p-value		0.089			0.075	

プラスに有意



(注) \*\*、\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

(注) その他のコントロール変数の結果の表示は割愛している。

## 9. 結論

仮説1	海外実務経験を有する日本人取締役がいる企業は、そうでない企業と比べて、クロスボーダーM&Aを実施する傾向が高く、実施する件数も多い	○ 仮説は支持された
仮説2	海外実務経験を有する日本人取締役がいる企業におけるクロスボーダーM&Aは、クロスボーダーM&Aのパフォーマンスがよく、企業価値を高める	△ 海外実務経験を有する日本人取締役がいる「大企業以外」が実施するクロスボーダーM&Aは、クロスボーダーM&Aのパフォーマンスが高く、企業価値を高める

「大企業」については、取締役に限らず、社内に海外経験を有する人材が多く、海外実務経験を有する日本人取締役の有無は重視されていないと推測

## 10. 得られた示唆と今後の課題

### 得られた示唆

- 今後もクロスボーダーM&Aを重要な戦略の一つとする日本企業にとって、**社内の日本人経営幹部候補者への海外実務経験の機会の提供**や、**海外実務経験者を取締役や経営陣に取り入れ**その知見を広く活かすことが重要
- 海外実務経験を通じて日本と海外との差異などに関する知見を有する人材を増やし、その知見を活かしながら**差異を日本企業になじむように調整**していき、失敗や微調整を繰り返しながら、**日本企業流のクロスボーダーM&Aの成功の道順**を導き出すことが重要

### 今後の課題

- クロスボーダーM&Aのパフォーマンス指標としてより長期的な業績評価を用いる
- CARのValueのソースを分析する
- 海外実務経験の地域・国と被買収企業の地域・国およびCARの関係を分析する
- 複数年のパネルデータによる分析する
- 調査対象企業を拡大する、等



# 参考文献

- Ahern, Kenneth R., Daniele Daminelli, and Cesare Fracassi, 2015. Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics* 117, 165–189.
- Athanassiou, Nicholas and Douglas Nigh, 2002. The Impact of the Top Management Team's International Business Experience on the Firm's Internationalization: Social Networks at Work. *Management International Review*, Vol. 42, No. 2, pp. 157-181.
- Bertrand, Marianne and Antoinette Schoar, 2003. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *Quarterly Journal of Economics* 118, 1169–1208.
- Cai, Ye and Merih Sevilir, 2012. Board connections and M&A transactions. *Journal of Financial Economics* 103, 327–349.
- Coles, Jeffrey L., Naveen D. Daniel, and Lalitha Naveen, 2008. Board: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87, 329-356.
- Cronqvist, Henrik, Anil K. Makhija, and Scott E. Yonker, 2012. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics* 103, 20–40.
- Erel, Isil, Rose C. Liao, and Michael S. Weisbach, 2012. Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, Vol. 67, No. 3, pp. 1045-1082.
- Fahlenbrach, Rudiger, Angie Low, and Rene M. Stulz, 2010. Why do firms appoint CEOs as outside directors? *Journal of Financial Economics* 97, 12–32.
- Field, Laura Casares and Anahit Mkrtchyan, 2017. The effect of director experience on acquisition performance. *Journal of Financial Economics* 123, 488–511.
- Huang, Qianqian, Feng Jiang, Erik Lie, and Ke Yang, 2014. The role of investment banker directors in M&A. *Journal of Financial Economics* 112, 269–286.
- Lim, Jongha, Anil K. Makhija, Oded Shenkar, 2016. The asymmetric relationship between national cultural distance and target premiums in cross-border M&A. *Journal of Corporate Finance*, 41, 542–571.
- Malmendier, Ulrike and Geoffrey Tate, 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics* 89, 20-43.
- Masulis, Ronald W., Cong Wang, and Fei Xie, 2012. Globalizing the boardroom — The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics* 53, 527–554.
- Masulis, Ronald W. and Shawn Mobbs, 2011. Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market. *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 3, pp. 823-872.
- Raheja, Charu G., 2005. Determinants of Board size and Composition: A Theory of Corporate Boards. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, No. 2, pp.283-306.
- Reuber, A. Rebecca and Eileen Fischer, 1997. The Influence of the Management Team's International Experience on the Internationalization Behaviors of SMEs. *Journal of International Business Studies*, Vol. 28, No. 4 (4th Qtr., 1997), pp.807-825.
- Sunder, Jayanthi, Shyam V. Sunder, and Jingjing Zhang, 2017. Pilot CEOs and corporate innovation. *Journal of Financial Economics* 123, 209-224.
- Yermack, David, 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.

デロイトトーマツコンサルティング(2018)「日本企業の海外M&Aに関する意識・実態調査結果レポート」

服部暢達(2015)『日本のM&A 理論と事例研究』日経BP社

松本茂(2014)『海外企業買収 失敗の本質』東洋経済新報社