

Title	社外取締役のM&A意思決定への影響：コロナ期および安定期の比較分析
Sub Title	
Author	虞, 夏(Yu, Xia) 齋藤, 卓爾(Saitō, Takuji)
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4230号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002024-4230

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

社外取締役の M&A 意思決定への影響—コロナ期および安定期の比較分析—

主 査	齋藤 卓爾教授
副 査	村上 裕太郎教授
副 査	高橋 大志教授
副 査	

氏 名	虞 夏
-----	-----

論文要旨

指導教員	齋藤 卓爾教授	氏名	虞 夏
(論文題名) 社外取締役の M&A 意思決定への影響—コロナ期および安定期の比較分析—			
(内容の要旨) 本研究では、社外取締役が日本企業における M&A（合併・買収）の意思決定に与える影響を、平常時と新型コロナウイルス感染症（COVID-19）パンデミック下の比較を通じて分析した。特に、社外取締役の比率や性別多様性、在任期間といったコーポレートガバナンスの要素が、M&A の実施有無や規模に及ぼす影響を検証することを目的とした。 研究の背景として、日本の M&A 市場は 1980 年代以降、着実な成長を遂げてきたが、2020 年のパンデミック初期には経済的不確実性が高まり、M&A 件数が一時的に減少した。しかしながら、2021 年には反転し、過去最高の取引件数を記録した。この特異な現象は、安定期とは異なる要因が関与している可能性を示唆している。 本研究は、先行研究における「経営者傲慢仮説 (Managerial Hubris Hypothesis)」や「エージェンシー理論」を基盤に、社外取締役が取締役会の経営助言機能や意思決定の監視機能を果たす一方、パンデミック期には、社外取締役がステークホルダーの利益を優先し、経営陣の判断に慎重な姿勢を取る傾向が強まることが仮説として設定された。 分析では、2016 年から 2023 年にかけて東証 1 部・2 部上場企業のデータを用い、M&A 実施有無を目的変数とするロジスティック回帰分析、ならびに M&A 回数や金額を目的変数とする線形回帰分析を実施した。主要説明変数として、社外取締役比率、女性役員比率、社外取締役の在任期間、およびこれらとパンデミックの相互作用項を設定した。 結果として、社外取締役比率は平常時において M&A の実施可能性と規模に対して有意な正の影響を示し、取締役会の透明性とリスク評価能力の向上や社外取締役自身の助言者の役割認識が M&A 活動を促進する要因であることが示唆された。一方で、パンデミック下では社外取締役比率が負の影響を示し、危機状況におけるリスク回避的行動が M&A を抑制する可能性が明らかになった。また、女性役員比率は平常時において正の影響を示したものの、パンデミック下では有意な効果を確認できず、多様性が危機環境下での迅速な意思決定に与える影響が限定的であることが示唆された。 本研究は、日本における社外取締役制度と M&A 意思決定との関連性を明らかにするとともに、ガバナンス改革の意義と課題を議論した。特に、危機状況における社外取締役の役割変化を解明し、企業の経営提言とリスク管理能力のバランスが M&A 活動に及ぼす影響を包括的に示した点に意義がある。			

目次

はじめに	1
1. 研究背景	2
1.1 新型コロナウイルス	2
1.2 日本 M&A 市場の推移	2
1.3 社外取締役制度改革の歴史的背景	4
2. 先行研究	6
2.1 M&A の成因と動機	6
2.2 社外取締役の役割と M&A への影響	6
2.3 突発的な危機と M&A	8
3. 仮説	9
4. 実証分析	11
4.1 社外取締役が M&A 回数にもたらす影響	11
4.1.1 モデル式とデータの選択	11
4.1.2 各項目の説明	11
4.1.3 記述的統計	12
4.1.4 結果分析	13
4.2 社外取締役が M&A 金額にもたらす影響	16
4.2.1 モデル式とデータの選択	16
4.2.2 結果分析	17
4.3 結果の洞察	18
4.4 頑健性テスト	20
5. 総括	22
5.1 まとめ	22
5.2 モデルの限界と今後の課題	23
引用文献	25
付録	26

はじめに

2020 年、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の世界的大流行は、世界経済に未曾有の衝撃をもたらし、百年に一度ともいわれる経済危機を引き起こした。企業の生産活動や営業活動は深刻な打撃を受け、投資活動も一時的に停滞した。特に、企業投資活動の中でリスクが高いとされる M&A（合併・買収）も、新型コロナウイルス感染症の影響下で減少することが予想された。

しかしながら、日本では 2021 年の M&A 件数が 2020 年に比べて 14.7%増加し、4,280 件と 2019 年の 4,088 件を上回り、過去最多を記録した。このような結果は一見すると矛盾しているように見える。パンデミックのような不確実性の高い状況下で、なぜ企業は M&A という高リスクかつ高リターンを期待する投資行動を選択するのか。この問いが本研究の出発点である。

本研究では、この疑問に答えるため、どのような企業がリスクの高い環境下でも M&A を選択するのか、特に社外取締役の影響に着目して検討を進める。既存の研究では、社内的な視点から財務分析や経営者の過信 (hubris) 理論が注目されてきたが、社外的な視点、とりわけ社外取締役が M&A 意思決定に与える影響については十分に議論されていない。本研究では、社外取締役が M&A 意思決定において果たす役割を探り、特にパンデミックのような特殊な状況下での影響を分析することを目的とする。

本論文は以下の 6 つの章で構成される。第一章では研究背景を述べ、近年の M&A 市場の動向、特にコロナ下での変化について説明する。第二章では、先行研究を整理し、M&A の決定要因に関する研究を紹介する。また、パンデミックのような特殊な事象が M&A の決定要因に与える影響についての研究を検討した後、社内的な視点にとどまらず、社外取締役という社外的な視点を加え、その役割を探る。第三章では、先行研究に基づき、社外取締役が M&A 意思決定に与える影響について論理的推論を行い、本研究の仮説を導出する。第四章では仮説を検証するための実証分析の設計について説明する。第五章では、具体的な回帰分析の結果を示し、それらの結果を深掘りして考察を行う。最後に、第六章では本研究の結論をまとめ、研究の限界や今後の課題について議論する。

1.研究背景

1.1 新型コロナウイルス

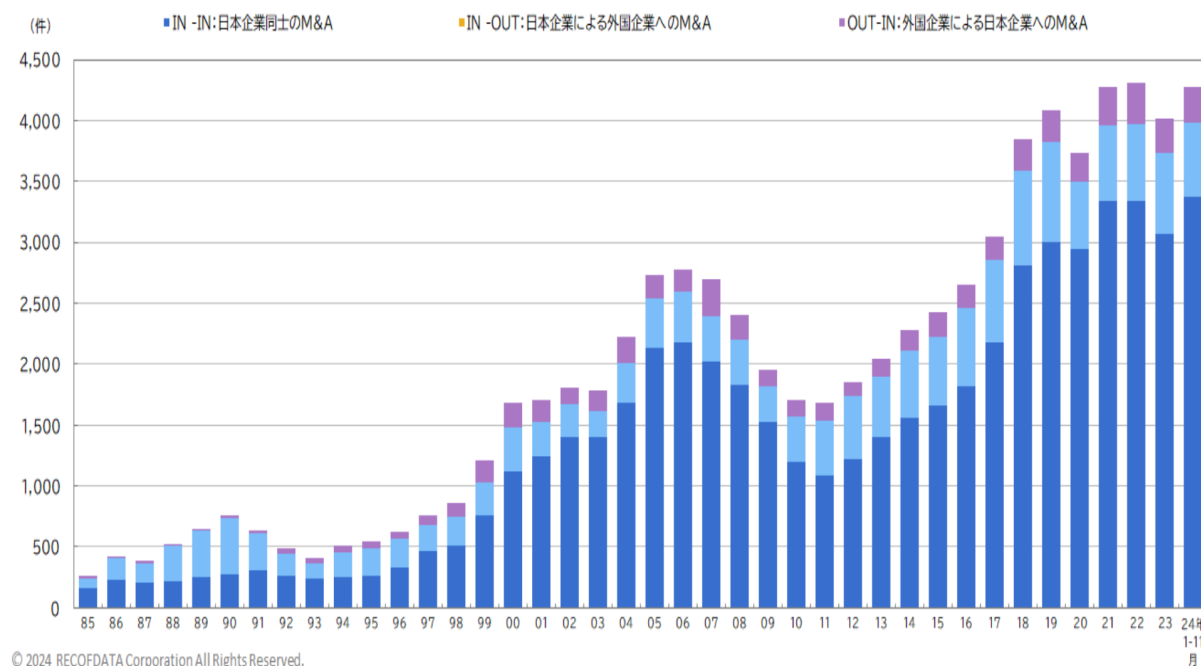
新型コロナウイルスは、人に感染すると発熱や咳などの呼吸器感染症を引き起こすウイルスだ。2019 年 12 月に中国湖北省武漢市で発生が確認され、2020 年 1 月にウイルスが発見された。日本では 2020 年 4 月 7 日に安倍総理大臣が緊急事態宣言を行い、その後全国に拡大された。2021 年 9 月 30 日までに緊急事態宣言は 4 回発令された。新型コロナウイルスのパンデミックは、全国および全世界の経済に大きな影響を与え、日本の GDP は 2020 年に前年同期比で 4.8%減少した。パンデミックの長期的な影響、未知性、および繰り返される経済の浮き沈みにより、企業の M&A のパフォーマンスに顕著な差が生じることが観察された。

1.2 日本 M&A 市場の推移

日本の M&A 市場は、1980 年代後半から一貫して成長を続けてきた。特に 1990 年代以降、日本企業はバブル崩壊やグローバル化の進展を背景に、国内外での事業再編や成長機会の模索として M&A を積極的に活用してきた。この間、M&A の件数と取引総額はともに増加基調を示しており、日本企業が持続的成長を目指すための重要な手段として M&A が定着したことを示している。

1990 年代後半から 2000 年代初頭にかけて、日本の M&A 件数は大幅に増加した。この時期、企業のグローバル展開が進む中で、特に製造業を中心とした海外進出を目的とした M&A が活発化した。さらに、2000 年代には構造改革の一環として事業再編を目指す国内取引が増加し、M&A の件数が大きく押し上げられた。一方で、リーマンショック（2008 年）などの経済危機時には、一時的に取引件数が減少する傾向が見られ、企業が不確実性に直面した際にはリスク回避的な行動を取ることが多いことが確認されている。

図1：日本 M&A 件数推移（1985－2024）



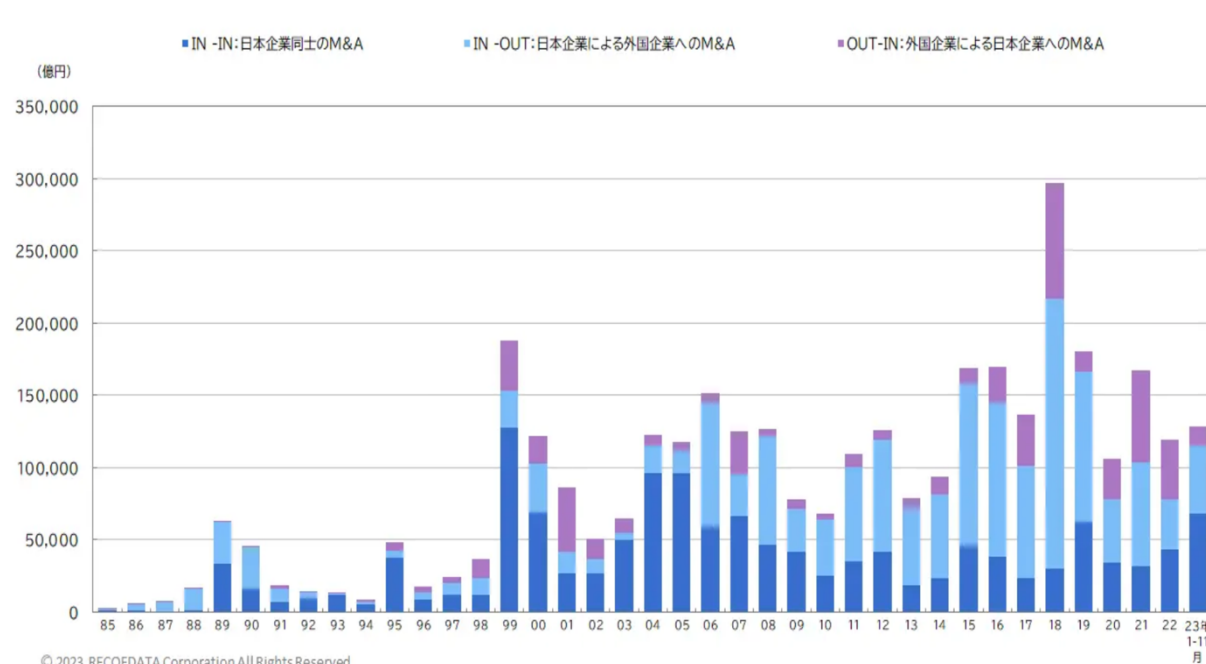
出典：レコフデータベース（他者作成）

このような長期的な成長傾向の中で、新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) は、M&A 市場に新たな局面をもたらした。2020 年、パンデミックの影響により、企業活動は急激に停滞し、M&A 件数は約 3,700 件と前年度（2019 年の 4,088 件）から大幅に減少した。この現象は、パンデミック初期における経済的な不確実性の高まりや、企業が短期的なコスト削減や経営安定化に注力した結果と考えられる。

しかしながら、2021 年に入ると、M&A 市場は予想を上回る回復を見せた。レコフデータによれば、2021 年の M&A 件数は 4,280 件と、前年から 14.7% 増加し、過去最高を更新した。この増加は、通常の経済危機時には見られない特異な現象として注目される。特に、コロナ禍においても企業が積極的に M&A を実施した背景には、中小企業の事業承継問題やデジタル化推進、サプライチェーンの再編といった構造的な要因が影響を与えていると考えられる。

取引総額の動向を見ると、コロナ禍での一部大規模案件を除けば、全体として小型化が進んでいることが特徴的である。中小企業の後継者不足や事業の再構築を目的とした小規模な M&A が市場を支えている。一方で、国内取引 (IN-IN) の割合が高い一方で、国際取引 (IN-OUT、OUT-IN) の件数はパンデミックの影響を受け、やや停滞した。

図 2：日本 M&A 取引総額推移（1985ー2024）



出典：レコフデータベース（他者作成）

以上のように、長期的な増加基調の中で、2020 年の M&A 件数の減少と 2021 年の急回復という現象は、従来の経済危機時とは異なる特異な動向を示している。この背景には、企業の内部的な意思決定要因だけでなく、社外取締役制度や新型コロナウイルス感染症という外部的な要因が複雑に絡み合っている可能性がある。本研究では、これらの要因に注目し、特に社外取締役制度が M&A 意思決定に与える影響を解明することで、コロナ禍における M&A 市場の特異な動向を理解することを目指す。

1.3 社外取締役制度改革の歴史的背景

日本における社外取締役制度は、企業統治の透明性向上と国際競争力の強化を目的として、段階的に導入された。この制度改革は、特に取締役会の経営監視機能を強化し、株主利益を守るための重要な施策である。

表 1 は日本における社外取締役制度改革の主要な進展になる。2003 年の商法改正により、上場企業に社外取締役の設置が初めて推奨された。この改正は、当時日本企業を揺るがした一連の不祥事に対処し、経営の透明性を向上させる必要性から行われた。2015 年には「コーポレートガバナンス・コード（CG コード）」が初めて策定され、全上場企業に最低 2 名の社外取締役を選任することが求められた。このガイドラインにより、取締役会の監督機能の強化や責任の明確化が進展した。さらに、2019 年には会社法が改訂され、社外取締役の選任基準が厳格化され、大会社に対して社外取締役の選任を義務化ことを要求された。最新の 2021 年には東京証券取引所の市場

再編が実施され、新設されたプライム市場においては、取締役会の 1/3 以上を社外取締役で構成することが推奨されている。これにより、日本企業のガバナンスは国際基準に近づき、投資家の信頼性が一層強化された。

表 1: 日本における社外取締役制度改革の主要な進展

年代	改革内容	目的
2003 年	商法改正により、上場企業に社外取締役の設置が推奨される	企業不祥事への対応、経営の透明性向上
2012 年 5 月	東証上場規程改定：社外取締役指定の努力規定を追加	取締役会の機能強化、監督責任の明確化
2014 年 2 月	東証上場規程改定：独立役員を最低 1 名以上確保することを義務化	取締役会の独立性を強化し、利益相反を防止すること
2015 年 6 月	コーポレートガバナンス・コードの適用：複数の独立社外取締役の設置を要求	取締役会の独立性と多様性を強化すること
2019 年 12 月 (2021 年施行)	会社法改正：大会社に対して社外取締役の選任を義務化	大規模企業に対する統治要求の強化
2021 年 6 月	コーポレートガバナンス・コード改定：東証再編後のプライム市場上場企業に対して、取締役の 3 分の 1 以上を独立社外取締役とすることを要求	ガバナンスの独立性を確保し、上場企業の統治水準を向上させること

出典：日経ビジネス(2021)

2. 先行研究

2.1 M&A の成因と動機

M&A（合併・買収）は、企業成長戦略として多様な動機や要因に基づき実施される。先行研究では、以下の主要な成因が挙げられる。

Jensen（1993）は、石油ショックや技術進歩、規制緩和などの市場ショックが過剰生産力を生み出し、それを解消する手段として M&A が活用されると主張している。この理論は、特定の産業における競争レベルの変化が M&A に対するインセンティブを変化させるという観点を含む。Harford（2005）は、資金流動性の高さが M&A 活動を活発化させる鍵であると指摘し、マクロレベルでの資金の流動性が取引コストを低下させることを示している。

近年広く認められるもう一つの解釈は Roll（1986）の、経営者は企業が株式市場で過大評価されたと信じて、自己株式を利用して他企業を買収するという「経営者傲慢仮説（Managerial Hubris Hypothesis）」である。Rhodes-Kropf & Viswanathan（2004）も、M&A 活動は株式市場の評価に強く依存し、市場バリュエがファンダメンタル・バリュエを超えた場合、M&A のインセンティブが高まると指摘している。

国内では、蟻川 & 宮島（2006）の研究では、日本における 1990 年代以降の M&A 増加の要因として、技術進歩、需要の増減、規制緩和が挙げられている。これらの要因は、産業レベルでの収益性と成長性の変化に影響を与え、M&A 活動の集中をもたらしている。

2.2 社外取締役の役割と M&A への影響

社内の意志決定以外、社外的意思決定、例えば社外取締役、も、企業ガバナンスにおける重要な存在として、M&A 意思決定に直接的または間接的な影響を与える。

山本（2014）によると、社外取締役は業務執行の監督、株主利益の擁護者と業務執行に係る助言者、三つの役割がある。取締役会の透明性を高め、業務執行の監視機能を担う役割が期待されている。他社での業務執行者としての専門的な知識および経験を生かして業務執行者への助言を行う。一方で、少数株主の利益を保護するという役割も期待している。まさに、「万能論」の観点が提起された。

M&A の意思決定に対して、業務執行の監督と業務執行に係る助言者、この二つの機能は真逆の効果を行なっている。

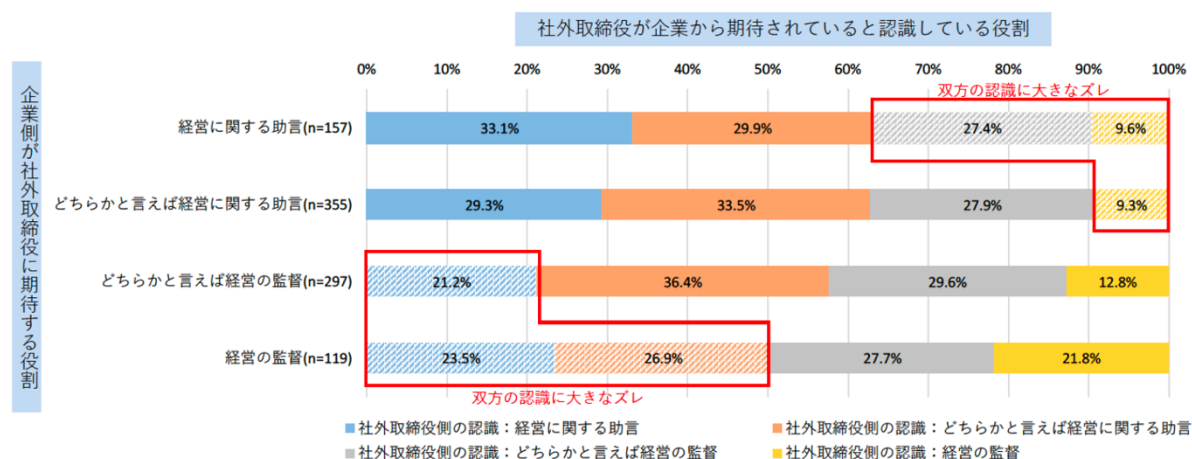
また、藤島（2009）は、投資家視点で、社外取締役がいると安心して投資しやすいと指摘した。

2020 年、経済産業省は初めて「社外取締役向けアンケート調査」を実施し、その結果を公開した（図 3、4）。この調査は、東証一部・二部上場企業に所属するすべての社外取締役を対象としたものであり、社外取締役と企業側における役割認識のギャップが浮き彫りとなった。

例えば、企業側が社外取締役に「経営の監督」を期待していると回答した企業において、実際に「（どちらかと言えば）経営の監督」を期待されていると認識している社外取締役は全体の約半数にとどまった。これは、企業側が抱えている役割期待が必ずしも社外取締役側に正確に伝わっていないことを示唆している。（図 3）

さらに、「誰のために行動しているのか」という質問において、最も多かった回答は「（株主を除く）様々なステークホルダーのため」であり、これに続いて「一般株主のため」が挙げられた。一方で、「社長・会長をはじめとする執行陣のため」と回答した社外取締役は少数派（12%）にとどまっていることも注目すべき点である（図 4）。

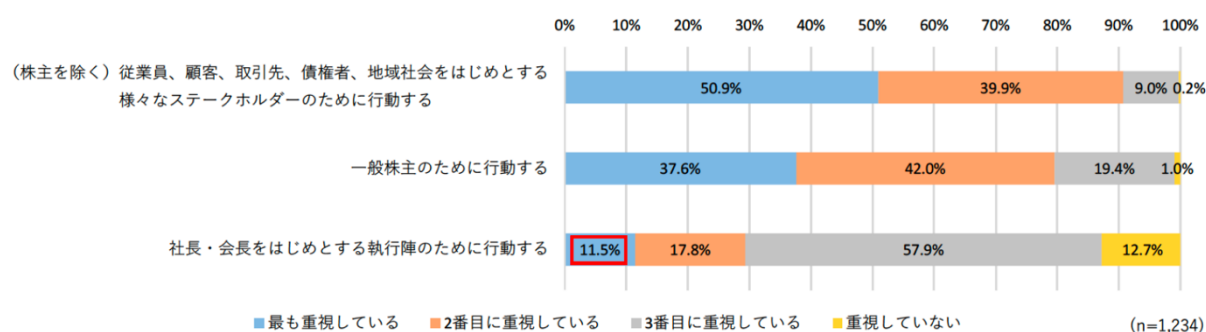
図 3：社外取締役役割認識のズレ



(注) 企業側と社外取締役側の双方から回答があった企業・社外取締役についてのみ集計した。

出典：経済産業省. (2020).

図4：誰のために行動している



出典：経済産業省. (2020).

同時に、社外取締役における性別の影響も考慮すべきである。日本における女性役員の平均比率は6%と低い、社外取締役に限ると39%に達し、意思決定において女性の視点を一定程度提供している。関連する先行研究として、Levi, Li&Zhang (2014) は、女性取締役がM&A（合併・買収）の意思決定に及ぼす影響を実証的に分析した。1997年から2009年のS&P 1500指数企業を対象とした研究によると、女性取締役は男性に比べて慎重な意思決定を行い、M&Aの提案数を減少させ（平均7.6%減）、支払プレミアムを低下させる（15.4%減）ことが示された。これは、女性取締役の低い過剰自信や高いリスク回避傾向によるもので、M&A活動を抑制しつつ株主価値の向上に寄与する可能性を示唆している。本研究は、女性取締役の存在が取締役会の意思決定プロセスを変え、企業戦略に重要な影響を与えることを明らかにした。

2.3 突発的な危機と M&A

突発的な経済危機（例：新型コロナウイルス感染症）は、M&A意思決定における重要な要因となる。

Kengelbach&Jens (2020) は、COVID-19がM&A活動に与える影響について調査し、パンデミックが一時的な取引量減少を引き起こしたものの、長期的には技術革新とビジネスモデルの変革を促進したと予測した。

Beltratti & Paladino (2013)は2007年から2010年にかけてヨーロッパの買収企業によって実施された取引のサンプルを用いて、買収発表および買収完了時における買収企業の株価市場反応を分析した。以下の特徴が確認されている：金融危機下では、買収企業の異常リターンが発表後に高まる一方、ターゲット企業のリターンは低下す

る。買収企業はターゲット企業の財務状況を熟知しており、有利な条件で交渉を行えるため、投資家の信頼を得やすい。発表時点で投資家の反応が限定的であっても、取引完了後に TSR（値上がり益＋配当金）で高いリターンを実現する。（表 2）

表 2：金融危機とリターン

	金融危機前（平時）	金融危機中
買収企業の異常リターン	平均的に低い	平均的に高い
ターゲット企業のリターン	平均的に高い	平均的に低い

また、経済危機も社外取締役の役割に影響を与えている。Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008) は、情報の非対称性が強い状況においては、監督機能よりも助言機能の方が重要であることを証明した。コロナのような情報の非対称性が強い状況においては、社外取締役の役割の変化は予測されている。

3.仮説

M&A（合併・買収）は、企業が成長戦略を実現するための重要な手段の一つであり、特に大規模な投資意思決定を伴うことから、経営陣の判断が大きな影響を及ぼす。従来の研究では、M&A の意思決定が多くの場合「経営者傲慢仮説 (Managerial Hubris Hypothesis)」に基づくことが指摘されている。すなわち、M&A は経営者、特に社長の個人的な判断や利益が強く反映されるケースが多いとされる。

しかし、通常の経済環境では、経営者の判断とステークホルダーの利益が大きく対立することは少ない。社外取締役はこのような状況下で、企業全体の透明性を向上させ、経営者の意思決定を助言する役割に移ることが多いと考えられている。一方、情報の非対称性が強い状況においては、インサイトの情報が足りないため、助言機能より、企業側の意見を監視する機能の方が効率的と考えた。

例えば、新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) のような不確実性が高まる状況では、経営者の判断とステークホルダーの利益が対立する場面が顕著になる。このような危機的状況において、社外取締役の立場は、従来の「助言者」から「監視者」へと転換する傾向が見られる。経済産業省の報告によれば、50%以上の社外取締役が自身の役割をステークホルダー（従業員や社会など）の利益を代表するものと認識している一方で、経営陣の利益を重視すると答えた割合は 12%に過ぎない。このことか

ら、新型コロナウイルス感染症のような危機的状況では、社外取締役がステークホルダーの利益を優先し、経営者の判断に慎重な態度を示す傾向が強まると考えられる。

また、多様性の高い取締役会（例：女性役員比率が高い取締役会）では、意思決定のプロセスが複雑化し、リスク評価が慎重になる傾向が指摘されている。これにより、M&A の実施や規模が抑制される可能性がある。

本研究では、このような社外取締役の役割変化と M&A への影響を包括的に分析することを目的とし、以下の仮説を設定する。

仮説 1：社外取締役比率が M&A の実施および規模に正の影響を与える

平常時においては、社外取締役は企業の意思決定を支持し、ステークホルダーの利益と経営者の利益が一致する場合、M&A 活動を促進する。

仮説 2：女性役員比率が M&A の実施および規模に負の影響を与える

多様性の高い取締役会では、リスク回避的な意思決定が行われる傾向があり、これが M&A 活動の抑制につながる。

仮説 3：社外取締役の在任期間が長いほど、M&A の実施および規模に負の影響を与える

長期在任の社外取締役は経験と知識の蓄積によって保守的なスタンスを取りやすく、結果として M&A 活動を抑制する。

仮説 4：新型コロナウイルス感染症（COVID-19）パンデミック下では、社外取締役比率が M&A の実施に負の影響を与える。

パンデミック期においては、ステークホルダーの利益が優先され、社外取締役が経営者の判断に対して慎重な態度を取ることで、M&A 活動が抑制される。

仮説 5：COVID-19 パンデミック下では、女性役員比率と社外取締役の在任期間の影響が M&A の実施に負の影響を与える。

パンデミック期において、女性役員と在任期間が長い社外取締役がさらに保守的な意見を出しやすいことにより、M&A 活動が抑制される。

4. 実証分析

4.1 社外取締役が M&A 回数にもたらす影響

4.1.1 モデル式とデータの選択

ここでは、山本（2014）、Terjesen & Sealy（2016）、蟻川&宮島（2006）で行われた分析を踏まえて変数を選択し、蟻川&宮島（2006）に倣ってモデルを推計する。そして、M&A 実施に影響を与える要因を検討するため、東証 1、2 部上場企業の 2016 年から 2023 年までのデータを対象に、ロジスティック回帰分析を実施した。目的変数は M&A 実施の有無を示す二値変数であり、実施した場合を 1、実施しなかった場合を 0 とした。この二値性質に適合する分析手法として、対数リンク関数を使用したロジスティック回帰モデルを採用した。トービンの Q、総資産（対数変換済み）、自己資本比率をコントロール変数として設定し、独立社外取締役比率、女性役員比率、社外取締役の在任期間、コロナダミー、および交互作用項を主要説明変数としてモデルに含めた。

モデル式、使用する変数項目は以下の通りである。

$$\begin{aligned} \text{logit}(P(Y=1)) = & \beta_0 + \beta_1 Q + \beta_2 \log(\text{Assets}) + \beta_3 \text{Equity} + \beta_4 \text{Female} + \\ & \beta_5 (\text{Female} \times \text{COVID}) + \beta_6 \text{Independent} + \beta_7 (\text{Independent} \times \text{COVID}) + \beta_8 \\ & \text{Tenure} + \\ & \beta_9 (\text{Tenure} \times \text{COVID}) + \beta_{10} \text{FY} + \beta_{11} \text{Industry} + \epsilon \end{aligned}$$

4.1.2 各項目の説明

①被説明変数（目的変数）

- YY: M&A の実施結果（二値変数。1：実施、0：未実施）。レコフデータベースを用いて M&A 形態は「合併」「買収」「事業譲渡」「資本参加」「出資拡大」に分類された。これらのうち、「買収」と「事業譲渡」は高リスクの投資行動に該当し、特に企業が不確実性の高い環境下で意思決定を行う際に注目すべき形態であると考えられる。したがって、本

研究では「買収」と「事業譲渡」に限定して M&A の実施結果を分析対象とした。

②主要説明変数（独立変数）

- QQ: トービンの Q（企業の市場価値と資産価値の比率）。
- Assets: 企業の総資産。個体差の大きさが回帰結果に影響を与えるのを防ぐため、対数変換を行った。
- Equity: 自己資本の総資産に対する割合。
- Female: 女性役員比率（女性役員が取締役会に占める割合）。
- Independent: 独立社外取締役比率（独立役員が取締役会に占める割合）。
- Tenure: 社外取締役の在任期間（最大年数）。

③交互項（相互作用項）

- (Female×COVID): 女性役員比率と COVID-19 の影響を示す交互作用。
- (Independent×COVID): 独立社外取締役比率と COVID-19 の交互作用。
- (Tenure×COVID): 社外取締役在任期間と COVID-19 の交互作用。

④コントロール変数

- FY: 会計年度（固定効果）。
- Industry: 企業の業種（固定効果）。

⑤誤差項

- ϵ : 説明できない誤差。

4.1.3 記述的統計

サンプル全体の基本統計量を確認した結果、いくつかの重要な傾向が見られた。女性の役員比率は平均値 6.09%、中央値 3.01%という結果から、大多数の企業で女性の役員比率が低いか、まったく存在しないことが明らかになった。一方、最大値 60%を記録した企業もあり、一部の企業でガバナンス多様性が進んでいる可能性がある。

独立社外取締役比率は平均 28.8%、中央値 28.6%と、比較的高い水準で安定している。ただし、最小値 0%の企業も存在し、社外取締役制度の導入にばらつきが見られる。

そして、企業の独立社外取締役の平均最大在任期間は 61.3 か月（約 5 年）、中央値 48 か月（約 4 年）であり、経験豊富な取締役が多い一方で、最大在任期間 566 か月（約 47 年）という極端なケースも確認された。

本研究では、この記述的統計を基に、次節において以下のような課題に取り組む。第一に、独立社外取締役比率、女性役員比率と社外取締役の在任期間が M&A の意思決定に与える影響を検証する。第二に、コロナダミーを導入したモデルにより、COVID-19 パンデミック下におけるこれらの関係性の変化を分析する。

これらの分析は、次節の回帰分析において具体的に進められる。

表 3：基本統計量 (N=25,579)

変数	平均値 (標準偏差)	中央値	最小値	最大値
トービンの Q	1.34 (1.26)	1.01	0.02	39.4
総資産 (百万円)	366,000 (2,030,000)	37600	140	71500000
自己資本比率 (%)	53.1 (20.3)	53.7	-82	97.8
女性の役員比率 (%)	6.09 (7.78)	3.01	0	60
独立社外取締役比率 (%)	28.8 (13.9)	28.6	0	88.9
社外取締役の在任期間 (月)	61.3 (48.5)	48	0	566

出典：NEEDS、レコフ、スピーダデータベース

4.1.4 結果分析

本研究では、M&A 実施に影響を与える要因を検討するため、ロジスティック回帰分析を実施した。目的変数は M&A 実施の有無を示す二値変数であり、実施した場合を 1、実施しなかった場合を 0 とした。この二値性質に適合する分析手法として、対数リンク関数を使用したロジスティック回帰モデルを採用した。トービンの Q、総資産（対数変換済み）、自己資本比率をコントロール変数として設定し、独立社外取締役比率、女性役員比率、社外取締役の在任期間、コロナダミー、および交互作用項を主要説明変数としてモデルに含めた。以下に、主要な分析結果を示す。

表 4 : M&A 回数を対象として回帰分析の結果

term	estimate	std.error	statistic	p.value	
(Intercept)	-5.1549056	0.42369721	-12.166485	4.69E-34	***
トービンの Q	0.10797063	0.01632789	6.61265202	3.77E-11	***
log(総資産)	0.16792651	0.01615043	10.3976519	2.54E-25	***
自己資本比率	-0.006312	0.00155446	-4.0606085	4.89E-05	***
女性の役員比率	0.0108951	0.00487504	2.2348763	0.02542547	**
独立社外取締役比率	0.01274575	0.00267705	4.76111579	1.93E-06	***
社外取締役の在任期間	-0.0007483	0.00074903	-0.9990653	0.31776305	
:コロナダミー:女性の役員比率	0.0086906	0.00831109	1.04566314	0.29571659	
コロナダミー:独立社外取締役比率	0.00265102	0.00507772	0.52208872	0.60160856	
コロナダミー:社外取締役の在任期間	-0.0030499	0.00160213	-1.9036707	0.05695308	*

出典 : NEEDS、レコフ、スピーダデータベース

4.1.4.1 独立社外取締役比率の正の影響

独立社外取締役比率は、M&A 実施に対して統計的に有意な正の影響を示した（係数 = 0.0127, $p < 0.001$ ）。この結果は、社外取締役の存在が企業のリスク管理能力を強化する役割を果たしていると同時に、経営助言を実現することを示唆している。

さらに、社外取締役は通常、業界経験や財務知識を有する専門家で構成されており、取引先企業の評価やリスクの特定において重要な役割を果たす。結果として、社外取締役比率が高い企業では、M&A 実施の可能性が高まると考えられる。

4.1.4.2 女性役員比率の正の影響

女性役員比率も M&A 実施に対して統計的に有意な正の影響を示した（係数 = 0.0109, $p = 0.025$ ）。この結果は、取締役会の多様性が M&A 意思決定における質を向上させる可能性を示唆している。

女性役員の増加は、取締役会の議論に多様な視点を導入することを可能にする。特に、リスク評価において、女性役員は異なるアプローチや新たな視点を提供することが期待される。この多様性は、意思決定のバイアスを軽減し、長期的な視点を重視する取締役会の形成に寄与する。

4.1.4.3 社外取締役の在任期間の影響の限定性

一方で、社外取締役の在任期間は、M&A 実施に対して統計的に有意な影響を示さなかった（係数 = -0.0007, $p = 0.318$ ）。この結果は、社外取締役の在任期間の長さが、M&A 実施に直接的な効果を持たない可能性を示している。

在任期間が長い社外取締役は、企業内部の状況に熟知している可能性が高い一方で、取締役会における独立性が低下するリスクもある。特に、長期間同じ企業に所属することで、経営陣との関係性が強化され、監視機能が弱まる場合がある。このような状況では、M&A 実施の意思決定が経営陣の既存戦略や保守的な傾向に影響されやすくなる可能性が考えられる。

さらに、在任期間が短い社外取締役の場合、独立性は高くとも、企業内部の事情や業界特性への理解が不十分である可能性がある。このようなトレードオフは、在任期間の長さが M&A 実施に与える影響を曖昧にしていると考えられる。

4.1.4.4 COVID-19 パンデミックの影響

パンデミック下における M&A 実施の変化を探るため、コロナダミーおよび交互作用項を分析した結果、以下の傾向が確認された：

コロナダミー × 女性役員比率は統計的に有意ではなかった（係数 = 0.0087, $p = 0.296$ ）。これは、パンデミック下において女性役員比率が M&A 意思決定に対して特別な影響を与えなかった可能性を示している。

コロナダミー × 独立社外取締役比率も統計的に有意ではなかった（係数 = 0.0027, $p = 0.602$ ）。この結果は、パンデミック下においても社外取締役の役割が大きく変化しなかった可能性を示唆している。

一方で、コロナダミー × 社外取締役の在任期間は負の影響を示し、有意水準近くであった（係数 = -0.0030, $p = 0.057$ ）。これは、パンデミック下では社外取締役の

最大在任期間が長い場合、リスク回避的な行動が強まり、M&A 実施が抑制される可能性があることを示している。

4.2 社外取締役が M&A 金額にもたらす影響

4.2.1 モデル式とデータの種類

第 2 のモデルは、基本的な構造として前段のモデルと同様の枠組みを採用しているが、蟻川&宮島（2006）の手法を参考に、M&A 金額を被説明変数として回帰分析を行った。本変数は連続データであるため、一般的な線形回帰モデルを使用した。また、M&A 案件の規模には極めて大きな差異が存在する（例：2018 年の武田薬品工業によるシャイアーの巨額買収案件）ため、分析に際しては対数変換を行い、モデルへのノイズを緩和した。さらに、トービンの Q、総資産（対数変換済み）、自己資本比率をコントロール変数として設定し、独立社外取締役比率、女性役員比率、社外取締役の在任期間、コロナダミー、そしてこれらの交互作用項を主要説明変数として分析を行った。

モデル式、使用する変数項目は以下の通りである。

$$\log(\text{Amount}) = \beta_0 + \beta_1 Q + \beta_2 \log(\text{Assets}) + \beta_3 \text{Equity} + \beta_4 \text{Female} + \beta_5 (\text{Female} \times \text{COVID}) + \beta_6 \text{Independent} + \beta_7 (\text{Independent} \times \text{COVID}) + \beta_8 \text{Tenure} + \beta_9 (\text{Tenure} \times \text{COVID}) + \beta_{10} \text{FY} + \beta_{11} \text{Industry} + \epsilon$$

以下に主要な結果とその解釈を示す。

4.2.2 結果分析

以下に、主要な回帰分析の結果を示す。

表 5 : M&A 金額を対象として回帰分析の結果

term	estimate	std.error	statistic	p.value	
(Intercept)	-1.30465	0.17357675	-7.5162716	5.85E-14	***
トービンの Q	0.07157178	0.01014638	7.05392398	1.79E-12	***
log(総資産)	0.12825151	0.00705743	18.1725394	2.91E-73	***
自己資本比率	-0.0025727	0.00064111	-4.0128218	6.02E-05	***
女性の役員比率	0.00636195	0.00224945	2.82822145	0.00468495	***
独立社外取締役比率	0.0069205	0.00124976	5.53748057	3.10E-08	***
社外取締役の在任期間	-2.85E-05	0.0003269	-0.0870356	0.93064401	
コロナダミー:コロナダミー	-0.0025205	0.00339979	-0.7413783	0.45847195	
コロナダミー:独立社外取締役比率	-0.0038708	0.00199059	-1.9445671	0.05183977	*
コロナダミー:社外取締役の在任期間	-0.0009612	0.00054156	-1.7748794	0.07593157	*

出典 : NEEDS、レコフ、スピーダデータベースより

4.2.2.1 独立社外取締役比率の正の影響

独立社外取締役比率は M&A 金額に対して有意な正の影響を示した。社外取締役が取締役会の透明性を高め、リスク評価能力を向上させることで、企業がより大規模な取引を実施する可能性が高まったと考えられる。

4.2.2.2 女性役員比率の正の影響

女性役員比率も M&A 金額に対して有意な正の影響を示した（係数 = 0.0064, $p = 0.0047$ ）。多様な意思決定プロセスが M&A の質を高め、取引規模を拡大する効果があると考えられる。

4.2.2.3 社外取締役の在任期間

社外取締役の在任期間は、M&A 金額に対して統計的に有意な影響を示さなかった（係数 = -2.845×10^{-5} , $p = 0.931$ ）。これは、在任期間そのものが取引規模に直接的な影響を与えない可能性を示唆している。

4.2.2.4 COVID-19 パンデミックの影響

パンデミック下の変数と M&A 金額の関連性を測定するため、コロナダミーおよび交互作用項を分析した。

コロナダミー × 女性役員比率

女性役員比率とコロナダミーの交互作用項は有意な影響を示さなかった（係数 = -0.0025 , $p = 0.458$ ）。これは、パンデミック下において女性役員の比率が取引規模に特別な影響を与えなかった可能性を示唆している。

コロナダミー × 独立社外取締役比率

独立社外取締役比率とコロナダミーの交互作用項は、負の影響を示し、有意水準に近かった（係数 = -0.0039 , $p = 0.052$ ）。パンデミック下では、社外取締役が慎重なリスク管理を求めた結果、大規模取引の促進効果が弱っている可能性がある。

コロナダミー × 社外取締役の在任期間

社外取締役の在任期間とコロナダミーの交互作用項も負の影響を示し、有意水準近くであった（係数 = -0.00096 , $p = 0.076$ ）。これも、パンデミック下でリスク回避的な意思決定が強化された結果と考えられる。

4.3 結果の洞察

二つのモデルの回帰結果をまとめると、下記の表 6 になる。

表6：回帰結果のまとめ

変数	M&A 結果 (回帰モデル 1)	M&A 金額 (回帰モデル 2)
トービンの Q	正の有意 ($p < 0.001$)	正の有意 ($p < 0.001$)
log(総資産)	正の有意 ($p < 0.001$)	正の有意 ($p < 0.001$)
自己資本比率	負の有意 ($p < 0.001$)	負の有意 ($p < 0.001$)
女性の役員比率	正の有意 ($p < 0.05$)	正の有意 ($p < 0.01$)
独立社外取締役比率	正の有意 ($p < 0.001$)	正の有意 ($p < 0.001$)
社外取締役の在任期間	有意でない ($p = 0.317$)	有意でない ($p = 0.931$)
コロナダミー:女性の役員比率:	有意でない ($p = 0.296$)	有意でない ($p = 0.458$)
コロナダミー:独立社外取締役比率	有意でない ($p = 0.602$)	負の近い有意 ($p = 0.052$)
コロナダミー:社外取締役の在任期間	負の近い有意 ($p = 0.057$)	負の近い有意 ($p = 0.076$)

M&A における意思決定プロセスは、企業の財務的特性だけでなく、コーポレートガバナンスの構造や外部環境の変化に大きく影響を受ける。本研究で用いた2つの回帰モデルの結果から、特に注目すべきは女性役員比率、独立社外取締役比率、そしてパンデミック下におけるこれらの要因の相互作用である。これらの要因は、企業がM&Aを「行うかどうか」(M&A 結果)だけでなく、その規模(M&A 金額)にも大きく関与している。以下では、これらの変数について理論的背景とメカニズムを交えつつ、より深く洞察する。

まず、女性役員比率がM&A 結果およびM&A 金額に正の有意な影響を与えている点は、取締役会の多様性に対する市場の期待を反映していると考えられる。取締役会における多様性は、多様な視点や異なる意思決定プロセスをもたらし、これがM&Aのような複雑な取引におけるリスク評価や戦略的決定の質を向上させる可能性がある。特に、日本企業における性別多様性は近年注目されており、多様性の高い取締役会を有する企業は、社会的な評価が高まり、外部ステークホルダーからの支持を得やすい。これがM&Aの実施可能性と取引規模に直接的な影響を与えたと推測される。一方で、パンデミック下では女性役員比率との相互作用項が有意でなかったことは、多様性の効果が危機的環境下では十分に発揮されなかった可能性を示唆している。危機状況では迅速な意思決定が求められるため、多様性による協調型の意思決定が逆にスピードを阻害した可能性がある。

次に、独立社外取締役比率の正の有意性について考察する。独立社外取締役比率の正の有意性について考察する。先行研究によれば、独立社外取締役はステークホルダーの視点によりその役割への認識が異なるとされる。一般的に、独立社外取締役が社長の「暴走」を防ぐ役割を果たすと考えられているが、これは企業や法的プロセスの

観点によるものであり、必ずしも独立社外取締役自身の意図によるものではない可能性がある。

分析結果によると、安定期においては、独立社外取締役はむしろ高リスクの M&A を促進する傾向が見られた。一方、危機的状況下では、社長の意向がステークホルダーの利益と相反する場合、独立社外取締役は監視役としての役割をより強く果たす傾向が示唆された。この結果は、独立社外取締役が外部環境の変化に柔軟に対応する能力を持つことを反映していると考えられる。

さらに、社外取締役の在任期間については、通常時には M&A 結果および M&A 金額のいずれにも有意な影響を及ぼさなかった一方で、パンデミック下では負の近い有意性が確認された。この結果は、長期在任の取締役が企業内での独立性を失い、管理職に同調する傾向が強まることを反映していると考えられる。特に危機状況下では、既存の経営方針を維持する方向に作用し、大規模な取引を控える傾向が生じた可能性がある。一方、短期在任の取締役は独立性を保持している可能性があるものの、企業の内部事情や業界動向を十分に把握できていないため、積極的に取引を推進する役割を果たせなかった可能性がある。このようなバランスの欠如が、在任期間が M&A 活動に対して限定的な影響しか与えなかった理由として説明できる。

最後に、これらの変数の結果はすべて、コーポレートガバナンスが M&A 意思決定において中心的な役割を果たしていることを示している。特に日本においては、近年のガバナンス改革が企業の透明性と責任性を強化し、これが M&A 取引の合理性を支える土台となっている。しかし、パンデミックのような例外的な状況下では、通常時のガバナンス構造が必ずしも有効に機能できない可能性も示された。これらの知見は、ガバナンスの設計が企業の外部環境に応じて柔軟であるべきことを示唆している。

4.4 頑健性テスト

実証分析の結果に基づき、主に 2 回の頑健性テストを行った：①各説明変数に対する個別回帰分析を行い、多重共線性が回帰結果に与える影響を排除した。②企業ごとの M&A 実施回数に対する線形回帰分析を行い、各企業の M&A 意思決定に関わる要因が正確に反映されることを確認した。

まず、前文に述べた通り、日本の取締役会には多様な構造が存在し、特に女性役員比率と社外取締役比率の間には一定の多重共線性が見られる。つまり、社外取締役の割合が高い企業では、女性役員比率も相対的に高くなる傾向があり、このような関係は回帰分析において干渉を引き起こす可能性がある。そこで、これらの説明変数に対

して個別回帰分析を行った結果、個別に回帰を実施しても、元の結論に変化はなく、結果は一致した。

表 7、8：個別回帰分析の結果（p 値）

	M&A の実施	M&A 金額
女性役員比例	0.000118***	0.001849**
社外取締役の在任期間	0.814272	0.451645
コロナダミー：女性役員比例	0.254149	0.193945
コロナダミー：社外取締役の在任期間	0.053304.	0.061274.

出典：NEEDS、レコフ、スピーダデータベース

	M&A の実施	M&A 金額
社外取締役比率	0.00983 **	0.000202 ***
社外取締役の在任期間	0.855696	0.267781
コロナダミー：社外取締役比率	0.041310*	0.325449
コロナダミー：社外取締役の在任期間	0.073046	0.049450 *

出典：NEEDS、レコフ、スピーダデータベース

次に、企業は 1 年の間に複数回 M&A を実施することが多いため、M&A の実施回数にも企業ごとの差異が存在する。このため、M&A 実施回数に対する線形回帰分析を行い、各企業の M&A 意思決定の成因をさらに検証した。その結果、図示された通り、実証研究の結果と整合性のある結果が得られた。

表 9：M&A 回数分析の結果

term	Estimate	std.error	statistic	p.value	
トービンの Q	-3.71E-04	1.25E-03	-0.296	0.767284	
log(総資産)	1.64E-02	8.55E-04	19.235	< 2E-16	***
自己資本比率	-1.02E-04	7.76E-05	-1.308	0.190924	
女性の役員比率	4.38E-04	2.73E-04	1.608	0.107955	
独立社外取締役比率	4.17E-04	1.52E-04	2.744	0.006078	**
社外取締役の在任期間	-5.11E-05	3.92E-05	-1.302	0.193035	
コロナダミー：女性の役員比率	-4.86E-04	4.12E-04	-1.18	0.237929	
コロナダミー：独立社外取締役比率	-4.29E-04	2.42E-04	-1.77	0.07671	.
コロナダミー：社外取締役の在任期間	-2.37E-05	6.51E-05	-0.364	0.715504	

出典：NEEDS、レコフ、スピーダデータベース

5. 総括

5.1 まとめ

本研究では、社外取締役制度が日本企業における M&A 意思決定に与える影響について、コロナ禍を考慮した形で多角的に分析を行った。分析は、M&A を「実施するかどうか」という側面（M&A 結果）と、「取引規模」という側面（M&A 金額）に分け、2つの回帰モデルを用いて検証を進めた。以下に、本研究の主要な結論を総括するとともに、その意義について議論する。

分析結果から明らかになったのは、独立社外取締役比率が M&A 意思決定において極めて重要な役割を果たしていることである。この点は、M&A 結果と M&A 金額の双方のモデルにおいて、独立社外取締役比率が統計的に有意な正の影響を示したことから裏付けられる。これは、社外取締役が取締役会においてリスク評価や透明性の向上に寄与し、企業がより積極的かつ大規模な取引を実施できる環境を提供していることを示唆している。また、この結果は、近年日本において進められているガバナンス改革、特にコーポレートガバナンス・コードの強化が企業経営に与えている効果を確認するものであり、政策的な意義も大きい。

女性役員比率の分析結果は、取締役会の多様性が M&A 意思決定にポジティブな影響を与えることを示している。特に、多様なバックグラウンドを持つ役員が参加することで、取締役会内の議論が活性化し、長期的かつ持続可能な視点を持った意思決定が可能になると考えられる。本研究の結果では、女性役員比率は M&A 結果と M&A 金額の双方において有意な正の影響を示しており、これが多様性の実際的な効果を反映している。一方で、パンデミック下における女性役員比率との交互作用が有意でない結果は、多様性が必ずしも危機的状況下での意思決定に効果的であるとは限らないことを示唆している。これは、多様性が意思決定のスピードを犠牲にする可能性があるためであり、危機的環境では効率性と包括性のバランスが課題となる。

コロナのような特殊な状況下で、社外取締役の態度が変化した背景には、「企業」と「社外取締役」がその役割を異なる視点で認識していることが挙げられる。この認識の違いが、社外取締役の行動に二面性をもたらしている。すなわち、社外取締役は一方で経営政策の支持者としての役割を果たしながらも、他方では必要に応じて監視者としての立場を取り、社長の行動に反対する姿勢を見せることがある。

このように、社外取締役はステークホルダーの利益を優先する立場から、経営の透明性と公平性を確保する重要な役割を担っている。本研究は、この社外取締役の行動原理が M&A の意思決定に与える影響を明らかにすると考える。

5.2 モデルの限界と今後の課題

本研究は、日本企業における社外取締役制度と M&A 活動との関係を定量的に分析し、一定の知見を得た。しかし、その一方で、いくつかのモデルの限界や研究課題が明らかになった。以下では、これらの課題について詳述し、今後の研究の方向性を提示する。

i. 日本特有のデータセットに依存した分析の限界

本研究は日本の上場企業を対象として分析を行ったが、社外取締役制度やコーポレートガバナンスのあり方は、国や地域によって異なる。特に、米国や欧州諸国では、日本とは異なる法制度や取締役会の構成が存在し、社外取締役の役割や影響も異なる可能性が高い。例えば、米国では CEO 兼会長制度が一般的である一方、欧州では労働者代表が取締役会に参加することがある。こうした国際的なガバナンスの違いが M&A 活動に与える影響を比較分析することで、より一般化された知見が得られる可能性がある。

したがって、今後の研究では、日本以外の地域や多国籍企業を含むグローバルな視点を取り入れ、社外取締役制度が M&A 活動に与える影響を広範に検討する必要がある。このような国際比較分析を行うことで、社外取締役制度の効果が文化的・法的背景によってどのように変化するのかを明らかにできると考えられる。

ii. 社外取締役データ収集の困難と代理変数の課題

本研究では、社外取締役比率や在任期間といった定量的データを用いて分析を行ったが、データ収集においていくつかの課題があった。特に、日本の上場企業であっても、社外取締役に関する情報公開が最低限のレベルに留まるケースが多いことが確認された。一部の企業は、取締役会の構成や役員の詳細な属性情報を公表しておらず、これがデータの網羅性や精度に影響を及ぼした可能性がある。

また、社外取締役の「質」や「貢献度」を直接測定するデータが不足しているため、本研究では比率や在任期間といった代理変数を用いて分析を行った。しかし、これら

の代理変数が必ずしも社外取締役の実際の役割を完全に反映しているとは限らない。例えば、同じ比率であっても、取締役の専門性や業界経験によって実際の効果は大きく異なる可能性がある。今後の研究では、より精緻なデータを収集し、社外取締役の質的側面を捉える新たな指標を開発することが課題となる。また、AI や自然言語処理を活用して、企業の開示文書や取締役会議事録を分析し、社外取締役の具体的な役割や行動を定量化する試みも期待される。

iii. M&A 活動の成否分析の不足

本研究は、M&A を「実施するかどうか」（M&A 結果）と「取引規模」（M&A 金額）という 2 つの側面から分析を行った。しかし、これらの指標は、M&A 活動の「量」や「規模」を示すものであり、取引の「質」や「成否」を直接評価するものではない。M&A が実施されたとしても、それが企業価値の向上や競争力の強化に寄与するかどうかは別の問題である。特に、日本企業では、M&A が期待されたシナジーを実現できず、逆に経営負担となるケースも少なくない。

今後の研究では、M&A の成否を測定するための指標（例：株価反応、ROE の変化、従業員満足度の変化など）を導入し、取引の質的側面をより深く掘り下げる必要がある。また、M&A 後の統合プロセスにおける社外取締役の役割や影響を検討することで、M&A 活動の全体像を包括的に理解することが可能になると考えられる。

引用文献

1. Beltratti, A., & Paladino, G. (2013). Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5394-5405.
2. Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77, 529-560.
3. Jensen, M C. (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48, 831-880.
4. Kengelbach, Jens, et al. (2020). COVID-19's impact on global M&A. Boston Consulting Group:
<https://web-assets.bcg.com/img-src/BCG-COVID-19s-Impact-on-Global-M-and-A-Mar-2020_tcm9-244311.pdf>
5. Levi, M., Li, K, & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28, 185-200.
6. Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of financial economics*, 87(2), 308-328.
7. Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718.
8. Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.
9. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.
7. 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. 経済産業研究所, RIETI Discussion Paper Series.4-5 14-16
8. 日経ビジネス. (2021). 「社外取締役インフレ」時代、対話の力が競争力に. 29
9. 株式会社東京証券取引所(2023). 東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2023.
<<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/cg27su0000004bk2.pdf>>
10. 経済産業省. (2020). 社外取締役の現状について（アンケート調査の結果）.
<https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/pdf/2_017_04_00.pdf>
11. 藤島 裕三. (2009). 社外取締役と 独立取締役～ その概念整理と 近時における議論～.
<<https://policycommons.net/artifacts/1960964/she-wai-qu-di-yi-to-du-li-qu-di-yi-sonogai-nian-zheng-li-to-jin-shi-niokeruyi-lun-teng-dao-yu-san/2712729/>>.
13. 山本 到. (2014). 独立取締役の意義と役割. 筑波大学研究リポジトリ.3-7

付録

表 10：M&A 形態の分類

M&A 形態	定義
合併	2 当事者以上が合併契約で 1 社になること。合併(株式移転・持株会社)とは株式移転により共同持株会社をつくり、統合すること。また、合併(株式交換・持株会社)とは会社分割により持株会社をつくり、その持株会社が株式交換を使って統合すること。既に持株会社になっている場合も含む。
買収	50%超の株式の取得。50%以下でも経営を支配する場合(会社法 2 条 3 号参照)を含む。増資引き受け、既存株主からの取得、株式交換、株式交付がある。会社分割の結果、分割会社が承継会社の親会社になる場合は買収とする。合併の結果、消滅会社の親会社が存続会社の親会社となる場合も買収とすることがある。
事業譲渡	資産、従業員、のれんなどからなる「事業」の譲渡。2 社間での既存事業の統合も含む。会社分割は原則として事業譲渡に分類する。ただし、承継会社が子会社になる場合は除く。
資本参加	50%以下の株式取得。ただし、子会社になる場合は除く。増資引き受け、既存株主からの取得による。初回の取得に限る。
出資拡大	資本参加をしている当事者による 50%以下の株式の追加取得。すでに 50%超出資している場合や、子会社化している場合、株式の追加取得は、買収や出資拡大から除く。

出典：レコフデータベース