

(続紙 1)

京都大学	博士 (経営科学)	氏名	侍留啓介
論文題目	プライベート・エクイティ・ファンドによる企業価値向上の研究 －日本企業での業務改善における人材活用の視点－		
<p>(論文内容の要旨)</p> <p>本論文は、日本におけるプライベート・エクイティ・ファンド (PEファンド) が行う企業価値の向上について、主に人材活用という視点で行った研究成果をまとめたものである。アメリカの先行研究で指摘されているPEファンドによる企業価値の向上には、オペレーションの改善、ガバナンスの強化、ファイナンスの活用がある。理論的なバリュエーション手法であるDCF法によると、収益性、成長性、安定性 (資本コスト) が企業価値を決めるファクターになる。PEファンドによるオペレーションの改善は収益力の向上、ガバナンスの強化は収益安定化を通じた資本コストの低下、ファイナンスの活用は負債の節税効果や調達コストの低下を通じて資本コストを下げ、それぞれ企業価値の向上に寄与する。本論文は、PEファンドが社内外の様々なネットワーク等を用いた人材活用を行うことで、これらの施策を実践することを明らかにしている。また、PEファンド自体の組織やインセンティブが、人材活用による投資先企業の価値向上に適していることも論じている。研究方法は、事例研究、インタビュー調査、アンケート調査である。先行研究や事例研究で得られた仮説をインタビュー調査とアンケート調査によって確認するという手順をとっている。以下は論文の要約である。</p> <p>第1章において研究の目的と要約、構成について紹介した後、第2章では学術論文を中心とした先行研究を包括的にレビューし、本研究の目的と学術的な位置付けを整理している。第3章では、PEファンドや投資先企業へのインタビュー調査によって、バイアウト (M&A) という手法を用いるPEファンドの投資特性を検証している。また、アメリカの先行研究で報告されているPEファンドによる企業価値向上の施策が、日本においてもほぼあてはまることを確認している。第4章では、投資先企業とともにPEファンドにとって重要なステークホルダーであるLP投資家との関係について調査を行い、投資家・PEファンド・投資先企業のいずれの観点からも、オペレーション改善とガバナンス強化が重要であることを明らかにしている。第5章では、人材活用を多面的に分析するために行った人材紹介会社へのインタビュー調査の結果をまとめてある。とくに、PEファンドという事業に求められる専門性と投資先企業での実務に求められるスキルやインセンティブについて詳細に述べてある。投資先企業での実務に従事するプロフェッショナル (専門職業人材) は、PEファンドの投資先企業でのキャリアを蓄積するインセンティブが強く、PEファンドのニーズに合致することは、これまでほとんど指摘されていないことである。</p> <p>第6章では、事例分析と日本の代表的なPEファンド4社へのインタビュー調査を通じて、これまでの発見事実を確認する作業を行っている。第7章では、より多くのPEファンドの人材に対する質問票調査を通じて、前章までの発見事実や確認事項を再検証している。第8章は、研究のまとめと今後の課題について述べてある。</p>			

注) 論文内容の要旨と論文審査の結果の要旨は1頁を38字×36行で作成し、合わせ

て、3,000字を標準とすること。

論文内容の要旨を英語で記入するときは、400～1,100 wordsで作成し、審査結果の要旨は日本語500～2,000字程度で作成すること。

(続紙 2)

(論文審査の結果の要旨)

本論文の研究対象であるプライベート・エクイティ・ファンド(PEファンド)は、近年の日本において注目が高まっている投資スキームである。しかしながら、ファンドと投資対象企業が共に未公開(プライベート)であることが多いため、その実態は十分に解明されているとはいえない。PEファンドに勤務している著者は、自身の実務経験と博士課程で修得した研究手法を用いて、PEファンドによる投資先企業の価値向上の施策について多面的に検証を行った。本論文は、その研究成果をまとめたものである。なお、本論文の一部は、日本価値創造ERM学会予稿集(査読付)と日本バイアウト市場年鑑において発表されている。

論文内容の要旨で説明されているように、現代のファイナンス理論によると、企業価値は収益力、成長性、経営の安定性と正の関係がある。本論文では、この観点からPEファンドによる価値向上につついて論点を整理し、実際に検証することが可能な仮説を導いた後、事例研究、インタビュー調査、アンケート調査による検証を行っている。本論文の主要な結論と評価は下記の通りである。

第一に、PEファンドによる企業価値の向上には、オペレーションの改善、ガバナンスやマネジメントの改善、ファイナンスの活用がある。このうち、ガバナンスやマネジメントの改善は経営の安定化を通じて資本コストを低下させる可能性がある。負債利用などファイナンスの活用だけでなく、ガバナンスやマネジメントの強化が資本コストの低下によって企業価値の向上に貢献することを確認したことは、本研究の貢献であると評価できる。

第二に、PEファンドという点、レバレッジの活用やマーケットタイミングに長けているという説があるが、企業価値向上施策の中心は、コスト低下を目的としたオペレーションの改善にあることを示した点である。この点は、しばしば指摘されることもあるが、本論文ではとくに外部人材の登用や活用による改善策の実践に注目し、ファンドや投資先企業に加え、人材を斡旋する企業へのインタビュー調査を行うことで、仮説を多方面から検証し確認している点が評価できる。

第三に、PEファンド自体の組織体制について詳細な調査を行い、その実態を明らかにしている点である。例えば、ファンドのメンバーの人数やスキルには制約があるため、完全なハンズオンによるオペレーション改善施策の実施は困難であり、外部人材を活用するインセンティブがある。また、投資先企業における施策を効率的に行うため、PEファンドは全社的な意思決定を行う部署を新設し、経営陣の報酬体系を企業価値に連動させている。PEファンドは代表者の経歴により、ハンズオンの程度が小さいファイナ

ンス系と程度が大きいオペレーション系に分類できることなどを示している。PEファンドの実態は、ビジネス書などで紹介されていることもあるが、筆者は複数のインタビュー調査と日本のPEファンドの過半数にアンケート調査を行うことで、これらを確認しているため、説得力に優れているといえる。

このように、企業価値向上を目的とするファイナンス論と人的資源管理の実践を融合したことが、本論文の特徴であり貢献でもある。しかしながら、本論文にも問題がないわけではない。例えば、アンケート調査においては、サンプル数が少ないという制約もあり相関分析などの統計的検証が十分に行われていない。アンケート調査の前後でインタビューを行ったり、同じインタビューを複数の方に行ったりすることで、結果の安定性を高めることができるという改善点もある。また、ファイナンス系とオペレーション系という分類をする際、チーム構成員という視点を入れるとより説得的になると考えられる。日本と欧米の比較研究なども課題として残っている。

ただし、これらの諸課題は、著者が今後の研究において取り組むべき課題であり、博士論文としての評価を著しく低下させるものではない。平成31年2月16日に3名の審査委員が論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格であると認めた。以上より、本論文を博士（経営科学）学位論文として認定する。

注) 論文審査の結果の要旨の結句には、学位論文の審査についての認定を明記すること。

更に、試問の結果の要旨（例えば「平成 年 月 日論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果合格と認めた。」）を付け加えること。