

2019年1月3日

## 博士学位論文の要約

### 論文名

『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～』

本論文は、日本のプライベート・エクイティ・ファンド(以下、「PE ファンド」)を対象として、その企業価値向上活動を、主に人材活用の視点から分析したものである。本論文の特色は次の3点に集約される。1点目として、企業価値向上活動について、人材活用の観点から、「誰が」「なぜ」「どのように」実施しているのか、詳細を明らかにした点である。2点目は、事業会社によるM&Aとの相違を明らかにしつつ、バイアウト投資を人材採用、資金調達、PE ファンドの組織構造など多面的に考察することで、PE ファンドの企業価値向上活動の目的とその特色を明らかにしている点である。3点目として、管理・組織強化を通じた資本コスト低下による企業価値向上の可能性など、ファイナンス理論研究への重要な仮説を提起している点である。

本論文の構成としては、第2章において先行研究のレビューを行い、検証課題を整理した。第3章から第5章においては、事業会社M&A関係者、ヘッドハンター、ファンドレイザー等、PE ファンド関係者へのインタビューを通じて、企業価値向上活動の目的・制約・特徴についての仮説を構築した。第6章では、PE ファンド4社の事例分析を行うことにより、PE ファンドの企業価値向上活動の実態を明らかにした。さらに、一般化を試みるため、第7章にて質問票調査を行った。

事例及び質問票調査による分析の主要結果は次の通りである。まず、投資先企業の業務改善活動においては、コスト改善を主とした利益改善に注力していることが確認された。コスト削減に注力している理由として、PE ファンドは、事業会社のM&Aと異なり、売上シナジーを創出しにくい反面、調達費改善など様々なコスト削減を実行しやすいことが考えられる。また、企業価値向上活動においては、PE ファンド・メンバーによる直接的な実行ではなく、投資先企業の人材を活用した間接的な支援を指向していることを明らかにした。これは、PE ファンド・メンバーによる直接支援については、メンバーの人数やスキルの観点で制約があることが主な理由である。間接的支援を効率に行うため、PE ファンドは、全社的な意思決定を行う部署を設置し、経営陣に対して企業価値に連動したインセンティブ付けを行うことで、企業価値向上施策を実現していることが明らかになった。PE ファンドが人材活用による支援を行う背景として、PE ファンドの投資先において優秀な人材を獲得しやすい傾向があることも明らかになった。

さらに、直接的な利益貢献にはつながらないものの、PE ファンドは、組織や管理強化を実行していることが判明した。実際に「負債の資本コスト」の低減も確認されたが、ディスカウント・キャッシュフロー法における資本コストを低減させることにより、PE ファンドが企業価値向上を実現している可能性を示唆している。

一方で、PE ファンドは、そのタイプの違いによって、付加価値創造手法が異なることも明らかになった。先行研究に基づき、PE ファンドを、代表者の経歴に基づき、「ファイナンス系」と「オペレーション系」に分類して分析した。その結果、「ファイナンス系」は、CEOを中心とした経営幹部による業務改善活動の実施を指向する傾向が明らかになった。逆に言えば、CEOが機能しない場合、投資時あるいは投資中に交代する例があることも明らかになった。一方で、「オペレーション系」においては、企業価値向上活動において必ずしもCEO等の特定幹部の経営能力に依存しない傾向も明らかとなった。「オペレーション系」においては、CFO オフィスやマーケティング、経営戦略部署など、実質的に全社の意思決定をコントロールする部署を設立し、PE ファンドが自ら責任者の採用を行うことにより、効率的にPE ファンドの企業価値向上施策を実施していることが判明した。また、幹部人材が機能しない場合でも、「ファイナンス系」と異なり、PE ファンド・メンバー自らが機能を果たす事例も確認された。