

氏名(本籍)	野瀬義明(東京都)		
学位の種類	博士(経営学)		
学位記番号	博甲第5615号		
学位授与年月日	平成23年3月25日		
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当		
審査研究科	ビジネス科学研究科		
学位論文題目	バイアウト・ファンドの機能に関する分析		
主査	筑波大学客員教授		
	・一橋大学教授	博士(経営学)	伊藤彰敏
副査	筑波大学教授	経営学修士	小倉昇
副査	筑波大学准教授	博士(工学)	山田雄二
副査	筑波大学助教	博士(社会工学)	山村麻理子
副査	慶應義塾大学准教授	博士(経営学)	井上光太郎

論文の内容の要旨

本研究は、1997年から今日までバイアウト・ファンドが日本国内で行った買収を対象とし、バイアウト・ファンドが被買収企業やその株主等ステークホルダーにどのような影響を与えたかを買収前後のデータの分析を通じて検証した実証研究である。本研究は、我が国ファンドの主要な投資形態である非公開化型と公開維持型の二つのケースを網羅したサンプルを分析・比較することで、バイアウト・ファンドが投資対象企業にもたらす効果をより明確化するとともに、買収前、買収時、買収後という投資サイクルに沿う一貫した分析とすることでより多面的な検証結果を得ることを目指す。

本研究は、序章を含む全6章から成り立っている。まず第1章では、本研究の意義を明示し論文構成を明確にしている。第2章では、日米欧におけるバイアウト投資に関する先行研究のサーベイを行い、明らかにされてない研究課題を抽出する。第3章では、バイアウト・ファンドによる買収のアナウンスメントが株価にもたらす影響について標準的なイベント・スタディを適用して分析する。主な実証結果は、買収アナウンス時における累積超過リターン(CAR)は有意に正であり、非公開化型の超過リターンが公開維持型のCARを上回ること、バイアウト・ファンドが非公開化型での買収を選択する場合、利子の節税効果と株価のアンダーバリューに着目していること、最後に正の超過リターンは「アンダーバリューの解消」、「エイジェンシー・コストの削減」によってもたらされると認めうることである。

第4章では被買収企業の買収直前の財務・株価面等での特徴について分析する。具体的には、我が国で非公開化した企業を対象とし、買収直前の株価・財務データを類似他社と比較すること等で、それら企業の特徴を分析する。この際、既存の支配株主が株式を集約する方向性に依拠してサンプルを「戦略的非公開化」と「親会社/オーナーEXIT型」に区分し両者を比較する。また「戦略的非公開化」にはバイアウト・ファンドが参画しない事例が近年増えており、ファンドの参画・非参画によって被買収企業の特徴に違いがないか検証を行う。

第5章では買収後の被買収企業の財務・株価面等の長期パフォーマンスについて、公開維持型バイアウト

を行った企業を対象とし分析する。実証結果は、被買収企業の財務パフォーマンスの改善は必ずしも顕著でないこと、バイアウト・ファンドは買収時に株価ディスカウントを得ることで自らの投資リターンは確保していること、弱いながらも業績改善が認めうることを示した。これらは「アンダーバリュ解消仮説」と一貫しており、「バリュアップ仮説」とも矛盾しない検証結果と言える。

第6章では以上の実証研究の結果を総括し、今後の研究課題を示している。

審 査 の 結 果 の 要 旨

本研究は、以下の点で高く評価できる。第一に、本研究は我が国のバイアウト・ファンドに関する最初の詳細な実証研究であり、バイアウト・ファンドの機能に関する検証結果の普遍性を問うこととなり、同時に日本の資本市場の特殊性についてバイアウト、M&Aの側面から解明することに貢献している。

第二に、我が国のバイアウト・ファンドが、先行研究の中心となる欧米のバイアウト・ファンドとは異なり、非公開化型と公開維持型という二つの投資形態を持つことに着目し、両形態を網羅したサンプルを分析することで、バイアウト・ファンドによる投資が被買収企業にもたらす効果をより明確に示したことである。

第三に、ファンドと被買収企業との関係を、買収前、買収時、買収後まで投資サイクルに沿って形で一貫した分析とすることで、バイアウト・ファンドの機能について多面的な検証結果を得たことである。バイアウト・ファンドの機能を明らかにするにあたっては、ファンドの投資サイクルの各段階に着目した分析を行い、分析結果を比較・融合することが有効である。

第四に、日本ではバイアウト・ファンドによる買収は近年になって見られるようになった事象であり、その経済的な効果の解明には実務的な要請がある。本研究は、我が国のバイアウト・ファンドに関して最初の詳細な実証結果を報告することで、そのような実務的な要請に応えるものと考えられる。

かくして本学位論文は、問題設定・検証方法の新規性、統計的手法の的確さ、実証結果の意義という点で高く評価でき、博士（経営学）を授与するに十分なものと判断する。

よって、著者は、博士（経営学）の学位を受けるに十分な資格を有するものと認める。