Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2025-07-11

Human Resources and Entrepreneurial Finance

髙橋, 秀徳

(Degree)
博士（商学）

(Date of Degree)
2015-03-25

(Date of Publication)
2016-03-01

(Resource Type)
doctoral thesis

(Report Number)
甲第6299号

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1006299

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。

学位論文審査要旨

氏名　　髙橋　秀徳

論題　　**Human Resources and Entrepreneurial Finance**

審査　　平成２７年３月

神戸大学

論文内容の要旨

本論文は、アントレプレナーファイナンスにおける人的資源の役割を分析している。特に（1）金融仲介機関（銀行，ベンチャーキャピタル（VC），アンダーライター）と人的資源、（2）企業のライフサイクル（創業から新規株式公開（IPO）まで）における人的資源に対するインセンティブ問題に取り組んだ。論文は 5 章から成る。

第 1 章では、スタートアップ企業における人材不足の問題に焦点を当てている。特に、インセンティブ報酬としての効果が期待されているストックオプションに注目し、ストックオプションが人材の確保・保持に与える影響、またその後の IPO までの時間との関係を検証した。未公開時のストックオプション付与のデータを用いて、新規の経営陣の参加とその後の経営陣に対するストックオプション付与の正の関係を明らかにした。また、新規の人材を確保した企業は、早期の IPO を達成していることを明らかにした。これらの結果から、スタートアップ企業において，ストックオプション付与が人材の確保に効果的であり、その結果として早期の IPO を達成していることを明らかにした。

第 2 章では、銀行がどのようにスタートアップ企業との関係を築いていくかを検証した。小規模で若い企業にとって、銀行からの借入では十分に資金需要を満たすことができず、VC のようなリスク資金の調達が必要になってくる。銀行は資金の貸し出し先の取締役メンバーに金融専門家が不足している場合、追加の金融専門知識としてのバンカーを送り込むことを明らかにした。加えて、バンカーの取締役への参加は、同一銀行の VC 投資より以前に行われていることを明らかにした。これらの結果から、銀行はバンカーを貸し出し先企業の金融専門知識を補う役割をし、同時に銀行にとってその後の VC 投資を行いやすい関係を築いていると結論付けた。

第 3 章では、人的資源と VC からの資金調達との関係を検証する。取締役の過去における特定の金融機関での勤務経験が、その金融機関からの投資を受けやすくするかどうかを検証している。分析の結果、ある特定の銀行で勤務していた経営陣が取締役のメンバーである場合、その銀行の VC から投資を受けやすいことを明らかにした。また、この関連する VC からの投資を受けた場合の保証効果は観察されず、逆に IPO 後の財務困難による上場廃止の確率が高くなることを明らかにした。これらの結果か

ら、関連するVCからの投資は、その後のモニタリングを弱めている可能性を指摘できる。

第4章では、人的資源とアンダーライターの選択について検証する。企業が成長し、アントレプレナーがIPOによるエグジットを選択した場合、続いてアンダーライターを選択する。アンダーライターは、企業の株式を不特定多数の投資家に分配するという重要な役割を果たしている。第3章に類似した理論と分析手法を用いて、取締役メンバーの過去のある特定の金融機関での経験が、その後のアンダーライターの選択に影響していることを明らかにした。また、関連したアンダーライターを選択した際に、IPO時の発行コストには影響しないことを示している。

最後に、第5章ではIPO後の経営陣に対するインセンティブ設計について検証する。一般に、IPOは企業の所有構造を大きく変化させ、この所有と経営の分離が経営陣と投資家間の利益相反の要因となると言われている。第1章と同様に、インセンティブ報酬としての効果が期待されるストックオプションに注目し、IPO後のストックオプション付与の決定要因とIPO後の業績パフォーマンスへの影響を検証した。検証の結果、IPO後に所有と経営が大きく分離した企業において、経営陣に対して新たにストックオプションが付与される傾向にあり、それによりIPO後の業績パフォーマンスの低下が軽減されていることを明らかにした。

以上の全5章を通して、本論文の独自性は、アントレプレナーファイナンスと人的資源あるいはそれらのソーシャルネットワークを関連付けたことにある。

論文審査の結果の要旨

成長を目指すベンチャー企業にとって、多額の成長資金をいかに調達するかは深刻な課題である。こうした領域を対象とする研究領域は、アントレプレナーファイナンス（企業家のファイナンス）と呼ばれており、海外では数十年にわたって豊富な研究の蓄積がある。しかし、わが国においては十分な研究がなされているとは言えず、今後の進展が期待されるところである。本論文は、わが国の新興市場（ジャスダックやマザーズなど）に株式公開を実施した企業（IPO企業）のデータを用いて、とりわけIPO企業の人的資本とファイナンスとの関連性を実証的に分析した意欲的な取り組みと言える。本論文は5つの章から構成され、ベンチャー企業の経営者に株式公開へのインセンティブを付与するストックオプション制度の役割、銀行からの融資および銀行系ベンチャーキャピタル(VC)からの出資が資金調達において果たす役割の違い、様々なタイプのVC（証券系、銀行系、独立系など）の選択の決定要因、IPOにおけるアンダーライターの選択の決定要因、IPO後のインセンティブシステムとしてのストックオプション制度の役割といった幅広いテーマに取り組んでいる。本論文の貢献は以下のとおりである。第1に、経営学（人的資源管理）とファイナンスの学際領域から、アントレプレナーファイナンスの問題に取り組み、興味深いインプリケーションを引き出している点である。第2に、ベンチャー企業は成長を実現するために優秀な経営チームを組成することが求められるが、そのためのストックオプション制度の設計のあり方に対してIPO前と後の両面から分析を行い、興味深い研究および実践上の示唆を提供している点である。第3に、本論文の分析を実施するためのデータとして、経営陣に関する膨大な情報を取得・整備しており、今後において学際的な視点から展開が期待される点であり、こうした意味からも本論文の学術的な貢献のポテンシャルは大きいと考えられる。仮審査で指摘された追加的な分析、英語、文章、体裁の統一等についても修正されており、博士論文としての資格を十分満たしている。

以上の理由から、審査委員は、本論文の著者が、博士（商学）の学位を授与されるに十分な資質を持つものと判断する。

平成２７年３月６日

審査委員　主査　教授　忽那　憲治

教授　砂川　伸幸

教授　内田　浩史