

ベンチャー転換の変容プロセス

大阪の直近20年間上場企業の企業沿革分析



大阪府商工労働部副理事 喜多見 富太郎

1. 中小・中堅企業の“ベンチャー転換”

大阪には、多くの優良な中小・中堅企業がたくさんあります。こうした企業が、小さくまとまった“均衡型企业”から脱皮し、あくなき成長をめざす“成長型企业”に変容し、大阪からたくさんの上場企業を輩出させるはできないか？ 言い換えれば、何が普通の優良な中小・中堅企業を、上場を果たすような成長企業に転換させるのか？ これを「ベンチャー転換」と名付けました。本調査は、こうした問題意識から、過去20年間に上場した大阪本社企業の創業期からの歩みを調査しました。

表1 成長投資の類型

「沿革」欄からの抽出項目	
「単体設備投資」に属する項目 ・自社コーポレートアセットの拡大 ・狭義の設備投資	新事業開始 事業所又は事業部開設 関連会社設立
「企業結合投資」に属する項目 ・他社コーポレートアセットの活用 ・広義のM&A	業務委託又は業務提携 事業譲受 買収 子会社化 合併
その他の項目	事業譲渡 会社分割 社名・商号変更 本社移転 増資 上場 その他の重要事項

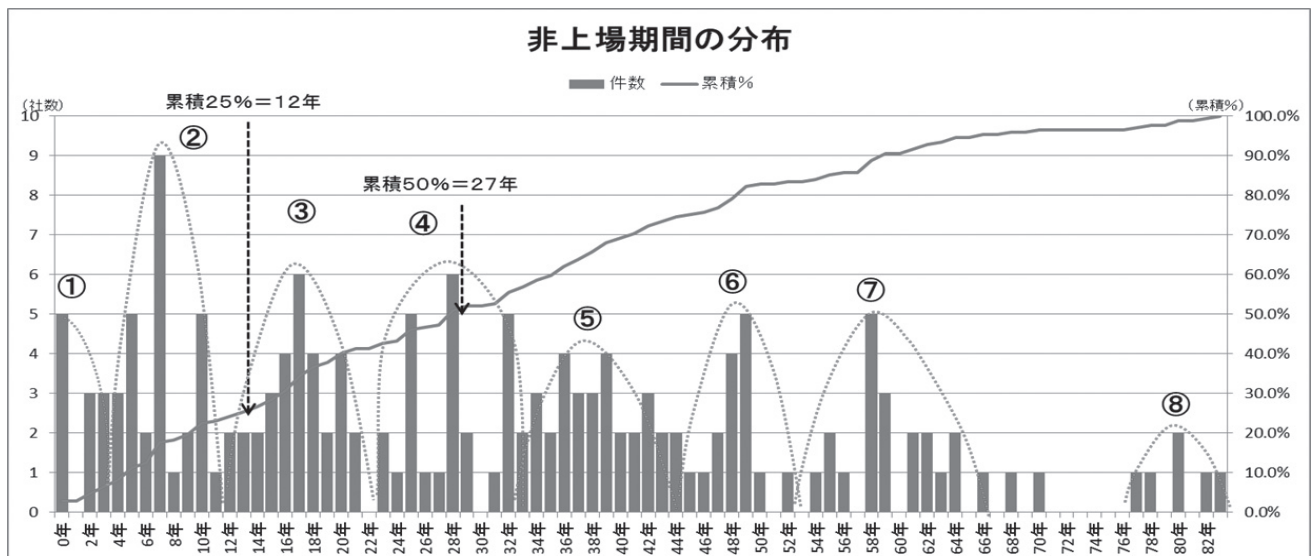
調査方法は、1995年以降に上場した大阪府に本社を置くすべての企業（169社）を対象にして、有価証券報告書の「沿革」欄からテキストマイニング（文字で記述されているデータの数値化）の手法により表1の項目のデータを抽出し、創業後のどのような時期に、どのような種類の成長投資行動が行われているのかを分析しました。

成長投資行動は、表1のように、工場の新設や支店の開設のような自社の会社資産（コーポレートアセット）を拡大する「単体設備投資」（一般に「設備投資」といわれるものです）と、合併や買収のような他社の会社資産を自社の成長に役立てる投資である「企業結合投資」（一般に「M&A」といわれるものです）の大きく2つのタイプにわけました。169社の企業沿革欄から抽出された成長投資行動は、全部で2641件です。

2. 近年の大阪の上場企業の特徴

最近20年の大阪本社の上場企業は、産業特性を反映して、商業・サービス系企業とものづくり系企業がそれぞれ約4割、IT系企業は約1割です。上場に至るまでの期間の長さにも特徴が見られます。図1は分析対象企業の非上場期間の分布ですが、図1では、いくつかの山が見られます。こ

図1 非上場期間の分布



の山は、企業が創業段階から成長型企業であった「生まれながらのベンチャー企業」なのか、当初は普通の企業として船出した企業が一定の時期に「ベンチャー転換」して均衡型企業から成長型企業に変容したのかを考えるうえで重要な特徴です。そこで、図1の非上場期間が3年から15年の企業（図1の②及び③の一部）を「短期上場企業」、16年から30年の企業（同③④の一部）を「中期上場企業」、31年以上の企業（同④の一部と⑤～⑧）を「長期上場企業」として分析しました。

3. 「昇竜曲線」が示す“ベンチャー転換”

図2および図3は、それぞれ長期上場企業と中期上場企業の非上場期間の成長投資行動について、上場年を含む4年間を基準期間として、それから4年間を1期間として時系列をさかのぼり、期間内の1社当りの成長投資の種類（質）と件数（量）をプロットしたものです。横軸は単体設備投資の期間内1社当りの採用件数、縦軸は企業結合投資の期間内1社当りの採用件数を示しています。

この両軸の平面上の点は、上場時を基準とした企業成長段階における、単体設備投資か企業結合投資かという投資形態、投資の量（回数）、投資時期の選択からなる「経営投資戦略」の位置付けを表すと考えられます。

この点をつないだ曲線は、図2,3に見られるように顕著な屈折点を伴って蛇行的に立ち上がります。これをその特徴的な形態から「昇竜曲線（Dragon Curve）」と名付けました。

昇竜曲線上の屈曲点は、非上場企業における経営投資戦略が質的に変容したことを示していますが、その変容のパターンは長期上場企業（84社）、中期上場企業（39社）という異なるサンプルでも同型であり、業種別集計でもほぼ維持されます。

昇竜曲線では、たとえば長期上場企業では、上場前10期（上場40年前）から上場前6期（同24年前）という創業後一定の段階までは、単体設備投資によって成長する優良な中小・中堅企業（均衡型企業）として推移し、上場前6期から上場前3期（同12年前）にかけて企業結合投資が本格的に採用され始めることで、企業の経営体質などに一定の変化が生じ、「ベンチャー転換」を果たす時期（Ⅲ期）を持つと考えられます。「ベンチャー転換」を果たした企業は、その後、さらに大きく単体設備投資を行い、上場前Ⅰ期（同4年前）頃か

ら上場を視野に入れて環境整えるために再度、企業結合投資を活性化し上場を果たします。このように昇竜曲線が示す経営投資戦略の質的変容は、長期・中期上場企業では、Ⅰ均衡成長期→Ⅱベンチャー転換期→Ⅲベンチャー転換後事業躍進期→Ⅳ上場準備期という、均衡型企業が成長型企業に「ベンチャー転換」する4つの局面を表していると考えられます。

図2 長期上場企業の経営投資戦略の推移

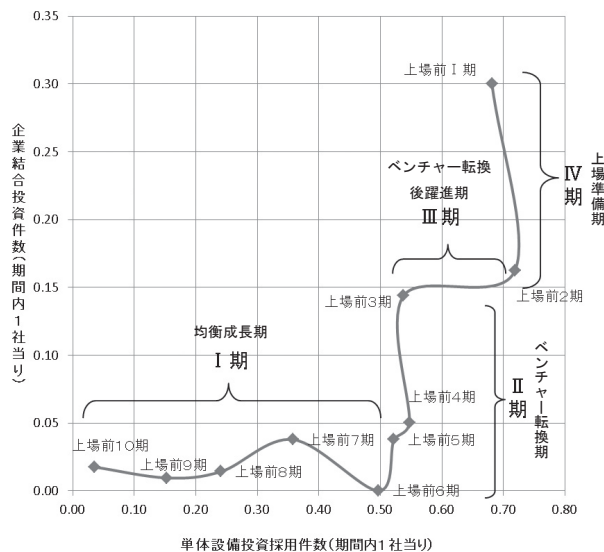
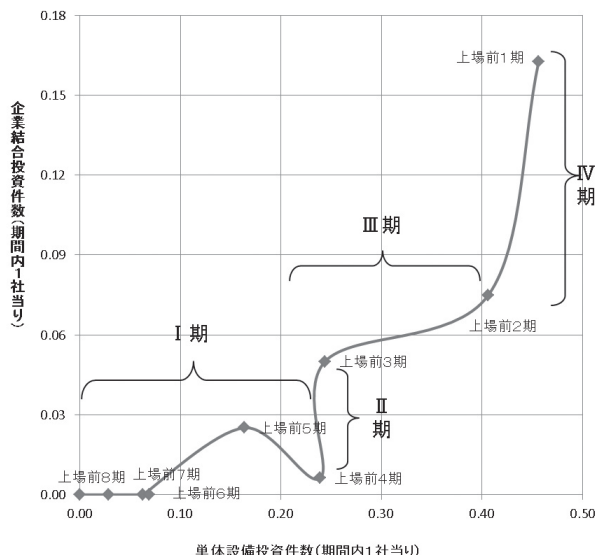


図3 中期上場企業の経営投資戦略の推移



4. 政策への示唆

調査では、こうした非上場企業のベンチャー転換を支援するためには、非上場企業が上場企業並みにM&Aを活用できるよう新たな制度や環境の整備が必要であることも示唆されています。