

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

(大阪産業経済リサーチセンター)

まえがき

政府においては、2012年12月に誕生した安倍内閣のもとで、「財政出動」「金融緩和」と並ぶ「アベノミクス」の「三本の矢」の一つとして「成長戦略」を掲げて、規制緩和、研究開発・イノベーション創出促進、省エネルギー・再生可能エネルギー投資の促進、新ビジネスへのチャレンジなどの施策をすすめています。

大阪府においても、2014年5月に、「関西圏」の一部として大阪府域全域を国家戦略特区の対象区域とするなど、医療等イノベーション拠点づくり、チャレンジ人材支援などを内容とする成長のための政策をすすめているところです。

こうした中で、中堅・中小企業の成長ということを具体的にイメージしたとき、創業段階から幾多の波風を乗り越えて大きな飛躍を成し遂げ、遂に株式上場を果たした企業は、その輝かしい代表選手ではないでしょうか。このような上場企業の創業期からの足どりをデータで辿ることは、企業の成長支援策を考える上で重要なことであると思います。

本報告書は、「現代の大阪を代表する成長企業群」というべき、直近20年間（1995年以降）の大阪に本社を置くすべての新規上場企業 について、過去50年間（1965年まで）に遡って成長に向けた投資活動を調査したものです。

国・地方をあげて企業の成長促進のための政策を展開している背景のもとで、本報告書が、今後のベンチャー政策のあり方を考えるうえでの基礎資料となれば幸いです。

本調査は、大阪府商工労働部が包括連携協定を締結している大阪市立大学大学院創造都市研究科との共同事業として行いました。同大学の小長谷一之教授には、本調査のために設けた「新事業創出支援研究会」の研究顧問にご就任いただき、ご助言をいただきました。心から厚く御礼を申し上げます。また、新事業創出支援研究会に委員としてご参加いただきました関西IPOチャンスセンターの五島洋弁護士、ヒアリングにご協力をいただき貴重な資料と助言をいただきました株式会社レコフおよび株式会社関西アーバン銀行の関係者の皆様、有価証券報告書の電子データをご提供いただきました株式会社プロネクサス、アンケートにご回答いただきました一部調査対象企業の皆様の格別のご厚意に対しまして、心から感謝申し上げます。

本調査は、商工労働部副理事（調査・研究担当）の喜多見富太郎と当センターの田中宏昌が担当しました。

本報告書の執筆は、喜多見富太郎が行いました。

平成27年3月

大阪産業経済リサーチセンター
センター長 小林 伸生

目次

要約	1
第1章 調査計画	3
1. 課題設定	3
2. 政策モデル	6
3. 調査仮説	9
4. 調査方法	10
第2章 データ構成	12
1. 対象企業	12
2. 成長投資	13
3. 時系列分布	15
第3章 分析結果	19
1. 分析枠組	19
(1) 基準時	19
(2) 期間	20
(3) 企業類型	21
2. 調査仮説1：「経営投資戦略の質的変容」の存在	22
(1) 長期上場企業	22
(2) 中期上場企業	23
(3) 短期上場企業	24
(4) 業種別	26
(5) 検証結果	26
3. 調査仮説2：「成長軌道の上昇転換」の存在	27
(1) 長期上場企業	27
(2) 中期上場企業	28
(3) 短期上場企業	28
(4) 業種別	29
(5) 検証結果	30
4. 調査仮説3：「世紀転換期 M&A 法制改革」の影響	30
(1) 上場後段階	30
(2) 非上場段階	32
(3) 検証結果	34
第4章 まとめ	35
参考文献	37
資料 企業別（業種・非上場期間別）成長投資一覧	38

本調査で用いた用語の定義一覧

用語	定義	初出頁
成長	企業規模の拡大、具体的には、売上高、従業員数、純資産の増加、すなわち企業活動・組織を量的に拡大する企業行動	3
成長投資	上記の意味での成長をもたらす投資行動	3
狭義の設備投資	土地・工場の不動産の確保や機械設備の増設、支店・支社の開設、従業員の新規雇用などの「自社コーポレートアセットの拡大」という性格をもつ成長投資	4
広義のM&A	事業譲受けや買収・合併などのM&A、技術提携やOEMなどの生産提携などの「他社コーポレートアセットの活用」という性格をもつ成長投資	4
世紀転換期M&A法制改革	1996年の独占禁止法改正による持ち株会社解禁を皮切りに2000年代半ばまで行われたM&A関連法制の大規模な改革の総称	5
企業結合投資	広義のM&Aを用いた成長投資	6
単体設備投資	狭義の設備投資を用いた成長投資	6
経営投資戦略	成長投資に関する企業の中長期的な方針あるいは経営体質的な傾向	6
成長型企业	開かれた経営体質をもち外部資本の導入やM&Aの活用などに積極的で、株式上場をめざした強い成長志向をもつ企業類型	7
均衡型企业	同族会社に見られるような閉鎖的な経営体質をもち外部資本の導入やM&Aの活用に消極的で、一定の成長後は成長を志向しない企業類型	8
非成長型企业	創業時から成長を志向しない企業類型	7
ベンチャー転換	均衡型企业にとどまっている中堅・中小企業が、創業後の一定の成長段階で、企業類型を成長型企业に変容させる現象	8
ベンチャー育成政策	独自の技術やビジネスモデルを持っている創業者や創業段階のベンチャー企業を発掘、育成し、上場などを支援する政策	8
ベンチャー転換政策	中堅・中小企業が一定の成長段階でベンチャー転換するのを促進する政策	8
成長軌道	累積成長投資件数で表される曲線	10
短期上場企業	非上場期間が3年から15年の上場企業	21
中期上場企業	非上場期間が16年から30年までの上場企業	21
長期上場企業	非上場期間が31年以上の上場企業	21
椅子型モデル(Chair model)	ベンチャー化において、「均衡成長期」、「ベンチャー化期」、「ベンチャー化後事業躍進期」、「上場準備期」という4つのプロセスを経由するという企業類型変容に関するモデル	22
制度変更前期	世紀転換期M&A法制度改革が行われる1996年の以前の期間	29
制度変更後期	1996年以後の4年ごとの期間	31
経営投資戦略比	その期の単体設備投資件数を結合投資件数で割った値	31

要 約

第 1 章 調査計画

- ・本調査では、均衡型企業にとどまっている中堅・中小企業が創業後の一定の成長段階で企業の類型を成長型企业に変容する現象（「ベンチャー転換」）が存在するのではないかという政策モデルのもとに、中堅・中小企業のベンチャー転換を促進する「ベンチャー転換政策」の可能性を検討した。
- ・そのため、「長らく非上場であった中堅・中小企業が上場企業に変化する過程で、一定の時期に経営投資戦略が質的に変容し、成長軌道を上昇方向に大きく転換する現象が存在する。それを促進するためには、さらなる法制度環境の整備などの政策が必要である。」という調査仮説を設定し、具体的に次の3つの調査仮説を検証した。

調査仮説 1：「経営投資戦略の質的変容」の存在

調査仮説 2：「成長軌道の上昇転換」の存在

調査仮説 3：「世紀転換期 M&A 法制改革」の影響

第 2 章 データ構成

- ・本調査は、直近 20 年間（1995 年以降）の大阪に本社を置くすべての新規上場企業(169 社)の有価証券報告書に記載された企業の「沿革」情報をテキストマイニングの手法によって抽出した、2641 件の成長投資行動に関するデータを使用した。

第 3 章 分析結果

- ・調査仮説 1：経営投資戦略の質的変容というべき現象は、長期上場企業、中期上場企業でその存在が検証された。短期上場企業については、これらが成長型企业であるという政策モデルと整合的な結果が見られた。
- ・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4つの局面を経由して推移する（ベンチャー転換における企業類型変容の「椅子型モデル」）。短期上場企業では、創業期からⅢの局面に入る。
- ・調査仮説 2：長期上場企業、中期上場企業、短期上場企業のすべて企業類型で成長軌道の上昇転換が検証された。上昇転換の効果は、企業が初めて企業結合投資を採用した期間で最も大きく、長期上場企業、中期上場企業では、それ以後の期間でも累積成長投資件数曲線の上昇角度を上げる現象が検証された。
- ・調査仮説 3：世紀転換期 M&A 法制度改革は、上場後段階の企業の経営投資戦略には影響を与えているが、非上場企業には、たとえ上場を数年後に控えた企業であってもその経営投資戦略には影響を与えていないことが検証された。そのため、今後、ベンチャー転換政策を導入するためには、非上場企業の企業結合投資を上場企業並みに利用可能なものにするための新たな法制度の整備が必要であることが示された。

第4章 まとめ

- ・第3章の分析を通じて、調査仮説である「長らく非上場であった中堅・中小企業が上場企業に変化する過程で、一定の時期に経営投資戦略が質的に変容し、成長軌道を上昇方向に大きく転換する現象が存在する。それを促進するためには、さらなる法制度環境の整備などの政策が必要である。」ということがデータによって実証された。
- ・以上の分析結果に基づき、政策モデルで掲げた、均衡型企业にとどまっている中堅・中小企業が創業後の一定の成長段階で企業の類型を成長型企业に変容する現象（ベンチャー転換）を促進させるために、今後、法制度を含む環境整備や各種の支援を行う「ベンチャー転換政策」というべき新しいベンチャー政策の領域がありうるという推論についても、一定の実証的な裏付けが得られた。
- ・本調査が持つ強みは、全数調査であること、企業沿革に関して最良データを使用していること、公開データに基づくため今後の追証や比較検証が容易であることである。
また、今後の課題として、データ処理精度の向上、分析手法の検討、分析結果の深掘りがあることを指摘した。

第1章 調査計画

1. 課題設定

本調査は、新たな企業成長政策を検討するための基礎資料を提供することを目的とする。

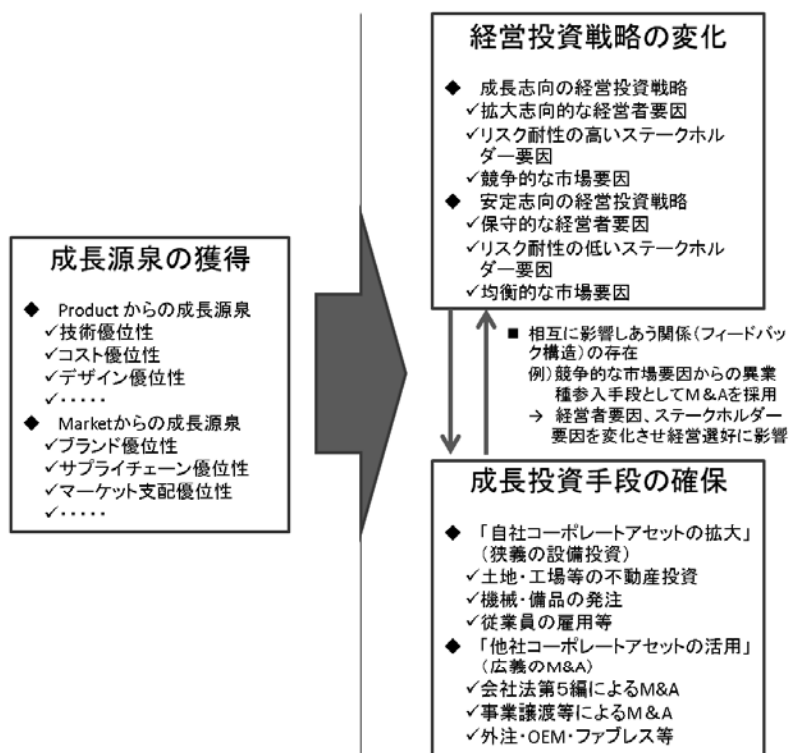
はじめに、企業成長をめぐる問題構造を考察し、本調査の成長政策上の役割を明らかにしたい。

まず、本調査では、企業の「成長」を「企業規模の拡大、具体的には、売上高、従業員数、純資産の増加、すなわち企業活動・組織を量的に拡大する企業行動」と定義する。企業の成長概念には、収益性の向上など必ずしも企業活動・組織の量的な拡大を伴わない成長概念がありえるが、本調査では主としてマクロ経済的な関心から、地域のGRP成長率を向上させる観点から企業の「売上高」の増加、地域雇用を創出させる観点から企業の「従業員数」の増加、地域の資本蓄積を増大させる観点から企業の「純資産額」の増加に着目して上記のように「成長」を定義し、この意味での成長をもたらす投資行動を「成長投資」

図表1-1 企業成長をめぐる問題構造

成長の潜在力の問題

成長の発現力の問題



1 ここでの成長概念として、一般的に使用される企業の収益性などに着目する成長概念とは異なる概念を採用した理由は、本文でのべた理由以外に、第3章で行う分析上の操作概念としてこの概念を使用していることがある。本調査では、第3章の定量分析を前提に調査計画を構築していることから操作概念として独自の定義を置いているものが多いため、目次において用語の定義一覧を作成しているので参照されたい。なお、これと関連して、本調査での「成長」概念と一般的な意味での企業の経営的成功は一致するものでもないことも留意が必要である。たとえば、本調査の定義での「成長」をしていなくとも経営的に成功している事例は、のちに説明する非成長型企业にも均衡型企业にも、当然ながら多数存在する。

と名付けた²。

次に、本調査では、企業の成長をめぐる問題構造を、「成長の潜在力の問題」と「成長の発現力の問題」に二分し、後者の「成長の発現力の問題」に調査の焦点を当てる（図表1-1）。もとより、優れた新技術や革新的なビジネスモデルといった「成長の潜在力」がなければ成長はありえないが、たとえそれが社内的に確保されていても、企業の経営戦略がそれを採用しての成長を志向していなかったり、資金調達や立地の確保等を含めて投資手段が獲得できなかつたりした場合は、成長投資は行われぬ。本調査ではこれを「成長の発現力の問題」と位置付けた。

そのうえで本調査では分析の焦点を「成長投資の確保」に当てた。その理由は、以下のとおりである。

第1に、大阪府のような大都市に立地する中小企業にとって、投資手段の確保が地域に根差した企業成長の深刻な制約条件になりつつあることである。

具体的には、例えば製造業の企業が成長を図るため大都市で「狭義の設備投資」を考えると、最も頭を悩ませるのは用地の確保であろう。大阪のような大都市部では、新たな大規模工場適地はほとんど残されていないといってよい。そのため成長企業は地方部に移転せざるを得ないが、地方部では大都市部におけるような熟練した人材が不足している。そのため、「狭義の設備投資」は、コストと時間のかかる非効率なものとなりつつある。

一方で、多くの非上場中小企業にとって「広義のM&A」は、現実の投資手段の選択肢には入っていない。その原因としては、ノウハウが蓄積されていないことも一因だが、基本的には非上場の株式会社では、オーナー会社、同族会社が多いという経営形態や上場会社のような株式の時価評価の困難性と流動性の低さなどにより、自社株を対価としたM&Aが行いにくいといったことが考えられる。しかしながら、従来の政府の政策、特に地方自治体における産業政策においては、成長投資の手段としての「広義のM&A」が中堅・中小企業の成長投資の制約要因において論じられることは基本的になかった³。例えば、現在の自治体の産業政策では、中小企業の後継者対策として事業承継、M&A等が議論されることが多い。また、かつては、不良債権処理に伴う企業の選択と集中を促すいわば破たん処理としてM&A等が取り上げられることが多かった。こうした背景には、M&Aなどの成長投資は上場企業に多用される手段ではあっても、閉鎖的で株式流動性の乏しい非上

² 日常用法の投資概念とほぼ重なりあうが、本調査では、図表1-4の8項目に限定しており、たとえば人材育成のための投資や自社内での技術開発投資などを含めていない。これらを含めていないのは、専らデータ構成上の都合であり、これらの投資が「成長」に無関係な投資であるとする趣旨ではない。

³ もっとも学術的には、企業成長論の古典的文献であるペンローズ（1980）では、合併・買収などの手法を企業成長の手段と明確に位置づけて研究されており、本調査は基本的にこの観点を政策モデルとして採用している。また、非上場企業のM&Aを定量的に分析した研究論文としては、鳴澤、鶴、細野（2008）があるが、本調査は、大阪本社企業の非上場段階における成長投資の実態を、異なるデータソースと分析視点から定量的に調査したものである。なお、大阪の非上場の中小企業におけるM&Aの定性的な実態については、新事業創出支援研究会において当センターが本調査と併行して実施した大阪産業経済リサーチセンター（2015）がある。

場企業にとってはメジャーな成長投資とはなりえず、中小企業を施策対象とする自治体の産業政策では、縁遠い領域という観念があったように思われる。

第2に、投資手段の選択肢が拡大しており、しかもそれによる投資効果の違いが見られることである。

日本では、1996年の独占禁止法改正による持ち株会社解禁を皮切りに、商法改正による株式交換・株式移転、会社分割の導入、産業活力再生法の制定・改正、企業結合ガイドラインの改正⁴、新会社法の制定など2000年代半ばまでM&A関連法制の大規模な改革が行われた⁵。本調査ではこの時期の一連の改革を総称して「世紀転換期M&A法制改革」と呼ぶが、このような制度環境の変化のもとで、「狭義の設備投資」、すなわち土地・工場の不動産の確保や機械設備の増設、支店・支社の開設、従業員の新規雇用などの「自社コーポレートアセットの拡大」という性格をもつ成長投資だけでなく、「広義のM&A」、すなわち事業譲受けや買収・合併などのM&A、技術提携やOEMなどの生産提携などの「他社コーポレートアセットの活用」という性格をもつ成長投資の、利用可能性が拡大している。

そして重要なことは、「広義のM&A」という成長投資は、「狭義の設備投資」にはない次のような投資効果をもっていると考えられることである。

まず、企業自身にとって、適切な対象企業があれば、成長投資のスピードを狭義の設備投資に比べて早められること、事業ノウハウなどが無い異業種や海外市場などでの成長投資を効果的に行えることなど、成長投資としての効率性があげられる。

次に、「広義のM&A」では、投資先企業の投資家や経営陣、従業員などが新たに自社の企業組織に組み込まれることがあるので、それを機に企業経営の閉鎖性が変容する可能性があることである。閉鎖的な企業経営が開放的な企業経営に変容することで、外部の有能な経営人材確保の機会の増大やエクイティを含めた資金調達の実現の選択肢が広がると考えられる。さらに、経済社会全体で見れば、廃業可能性のあった企業組織のM&Aを通じた継続などにより経済社会全体での効率性を高める⁶という効果も期待されることがあげられる。すなわち、「狭義の設備投資」が企業単体として成長をはかるものであるのに対し、「広義のM&A」は、個別企業にとっても経済社会全体にとってもプラスの効果が生じる可能性を高めることが考えられる。

以上より、本調査では、今後の成長政策を考える上で重要な課題を有しながら、従来、政策的な十分に検討がなされてこなかった「成長投資手段の確保」の問題が重要であると考え、調査の課題をその政策的意義の解明においた。具体的には以下のとおりである。

⁴ この改正は、経済産業省における調査研究を契機に行われたが、その詳細については喜多見、山本、梶田、中村（2005）参照。

⁵ その背景と意義については、鶴田、日下部、糸田（2004）参照。

⁶ このことは、破綻企業が再建可能な場合に、倒産処理と再建処理のどちらが経済社会全体にとって効率的かという議論と同様の側面を有している。当然、ケースによって異なるが、再建処理の方が経済社会的に効率的な場合が存在するために、企業再建処理のための法制度が整備されている。M&Aによって廃業企業の継続が可能になる場合には、廃業させるより経済社会的に効率的な場合があると考えられる。

まず、本調査では、図表1-1の「広義のM&A」を用いた成長投資を「企業結合投資⁷」と呼び、「狭義の設備投資」を用いた成長投資を企業単体での成長投資であることに着目して「単体設備投資⁸」と呼ぶこととする。また、成長投資を積極的に行うか、行わないか、行う場合には、その時期、規模、成長投資の選択、具体的には単体設備投資と企業結合投資の組合せをどう選択するか、といった成長投資に関する企業の中長期的な方針あるいは経営体質的な傾向を「経営投資戦略」と呼ぶこととする。

そのうえで、本調査では広く中小企業を対象にした政策を想定せず、地域経済の活性化と雇用の拡大を真に牽引しうる「頂上部分の企業群」⁹を政策対象として設定し、これらの企業群が上場後だけでなく、上場前の段階からの成長過程において、どのような経営投資戦略を用いてきたのかを解明することを通じて、新たな成長政策を立案する基礎資料を提供することとした。

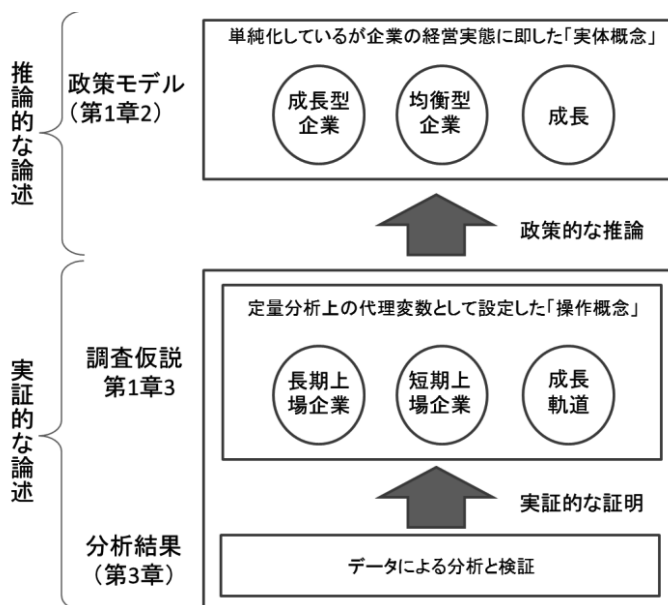
2. 政策モデル

本調査では、以下の政策モデルを前提として、3つの調査仮説を定量的に検証したが、はじめに「政策モデル」、「調査仮説」、「分析結果」の本報告書での構成上の位置づけとそこで使用されている概念の性格について説明したい（図表1-2）。

本報告書の構成は、①「政策モデル」を中心とした「推論的な論述」と、②「調査仮説」及び「分析結果」を中心とした「実証的な論述」の2つの性格が異なる論述の層で構成されている。

本報告書がこのように「実証的な論述」以外に「推論的な論述」を行う理由は、本調査の目的にある。本章の冒頭で述べたように、本調査は、企業成長政策を検討するための基礎資料を提

図表1-2 本報告書の構成と概念の性格



⁷ 企業結合を通じて成長を図ることを目的とした投資という趣旨で命名している。

⁸ これらの手段はむしろ通常の意味での投資手段といえるが、ここでは企業結合投資との対比を強調するために、企業結合を手段としない成長投資という控除的な概念として命名しており、命名それ自体に投資効果等に関する価値評価を含める意図はない。

⁹ 次章で見るように、この20年間の大阪に本社を置く会社企業の上場企業数は169社であり、府内の会社企業数（141,947社。2009年経済センサスによる。）のたかだか0.1%にすぎない。本調査が対象とする企業は、このような特殊な企業であることに留意する必要がある。

供することを目的としている。そのため、一つは「調査仮説」の設定に政策的な問題意識を反映させるため、もう一つは分析結果の政策的な含意を解釈するために「政策モデル」を設定する必要があり、「実証的な論述」をもとに「政策的な推論」を中心とした「推論的な論述」を行った。そして、本報告書の「政策モデル（第1章2）」、「調査仮説（第1章3）」、「分析結果（第3章）」の三者の関係は、「分析結果」が「調査仮説」を実証的に証明する「実証的な論述」であるのに対し、「調査仮説」及び「分析結果」は、「政策モデル」を実証的に証明するものではなく、政策的な含意を持った推論を行う「推論的な論述」である。

このように本報告書では、上記の2層の論述で平行に類似概念が定義され、使用されることから、そこでの概念の定義と性格に十分な留意が必要である。個別概念の定義は報告書の初出時に行っているが、目次にその一覧表を掲げたので、随時、参照されたい。

次に、概念の性格について説明したい。

第1に、本節では、「政策モデル」として、成長型企业、均衡型企业、非成長型企业という企業類型を定義する。これは、モデルという性格上、単純化されているが、企業の経営実態に則した「実体概念」である。実体概念であるので、複合的で定性的な概念である。

第2に、第3章3では、長期上場企業、中期上場企業、短期上場企業という企業類型を定義する。これは、「調査仮説」を定量分析の手法によって検証するために、成長型企业、均衡型企业、非成長型企业の「代理変数」として設定する「操作概念」である。これは数値で表すことができる単純で定量的な概念である。

第3に、前節で定義した「成長」概念は、政策モデルに属する概念である。モデルという性格上、単純化されているが企業の経営実態に則した「実体概念」である。これに対し、次節で定義する「成長軌道」は、「実証的論述」に属する概念であり、「成長」の「代理変数」として累積成長投資件数という数値で表された「操作概念」である。

第4に、「企業結合投資」、「単体設備投資」、「経営投資戦略」という概念は、「推論的論述」と「実証的論述」に共通する概念として使用されており、その内容は「実体概念」であるが、種類や規模を捨象して「件数」だけで処理した数値としての「企業結合投資件数」、「単体設備投資件数」、「経営投資戦略比」等の概念は、「操作概念」である。

以上を前提に、本節では「政策モデル」を、次節では「調査仮説」を説明する。

まず、本調査では、成功している企業¹⁰を「成長」という観点から、開かれた経営体質をもち外部資本の導入やM&Aの活用などに積極的で、株式上場をめざした強い成長志向をもつ「成長型企业」、同族会社に見られるような閉鎖的な経営体質をもち外部資本の導入やM&Aの活用に消極的で、一定の成長後は成長を志向しない「均衡型企业」、創業時から成長を志向しない「非成長型企业」という3つに大きく分類する。成長型企业の典型例として想定しているのは、創業段階からベンチャーキャピタルからの投資を受け、独自の技

¹⁰ 収益を上げて持続的に事業を営んでいる企業をいう。調査では、成長型企业も、均衡型企业も、非成長型企业も、すべて成功している企業を前提にしている。また、3つの企業類型に成功という観点からは、価値的な優劣はない。

術力などで急成長を果たし、短時間で上場まで果たすようなベンチャー企業である。均衡型企業として想定しているのは、同族会社として経営されている地域の優良中堅企業で、一定の事業分野で安定したシェア有しているが事業規模はほとんど変化しないような、いわゆる老舗の企業である。非成長型企业とは、個人企業として行われている小規模事業者などである¹¹。

そして、従来のベンチャー政策は、成長型企业を対象にした「ベンチャー育成政策」が主流であったと考える。ベンチャー育成政策とは、独自の技術やビジネスモデルを持っている創業者を発掘、育成し、エクイティファイナンスによる資金調達支援や専門家によるハンズオン支援を行い、短期間で成長を通じた株式上場などを実現させる政策である。これは「シリコンバレーモデル」¹²と呼ばれ、米国での成功事例をモデルにしたものである。日本でも1990年代から2000年代にかけてIT系企業などへの創業段階からの直接投資環境の整備やIPO支援などのベンチャー政策が国・自治体を通じて積極的に行われたものであるが¹³、大阪府においても、全国自治体初の公設ベンチャーキャピタルであるFOREX財団の設立運営や日本初の個人投資家による未公開企業への投資市場である大証ベンチャーファンド市場の開設（エンゼルファンド事業）¹⁴などの先進的な施策が展開されたところであり、近年もスタートアップ創業ビジネスコンテストなどを通じた優れた創業者の発掘や「だいしん創業支援ファンド」などの民間の創業支援ファンドや「関西IPOチャンスセンター」¹⁵などの民間支援組織との連携により、特色ある創業ベンチャー支援の取組みがすすめられているところである。

これに対し本調査では、均衡型企业にとどまっている中堅・中小企業が創業後の一定の成長段階で企業類型を成長型企业に変容させる現象（ベンチャー転換¹⁶）を促進させるために、法制度を含む環境整備や各種の支援を行う「ベンチャー転換政策¹⁷」というべき新し

11 なお、非成長型企业であっても、老舗の旅館や有名レストランなど、地域的・全国的に存在感を発揮したり、高い収益をあげ税収に貢献する優良企業も多いが、ここでは事業規模の拡大を志向するかどうかという観点からの類型化であることに留意が必要である。

12 小長谷、富沢（1999）参照。

13 この時期に集中して行われたITベンチャー支援を通じた大阪における代表的な地域活性化政策としては、小長谷、小林他（2005）参照。

14 喜多見（2001）参照。

15 詳細については、<http://www.ipo-chance.com/>参照。

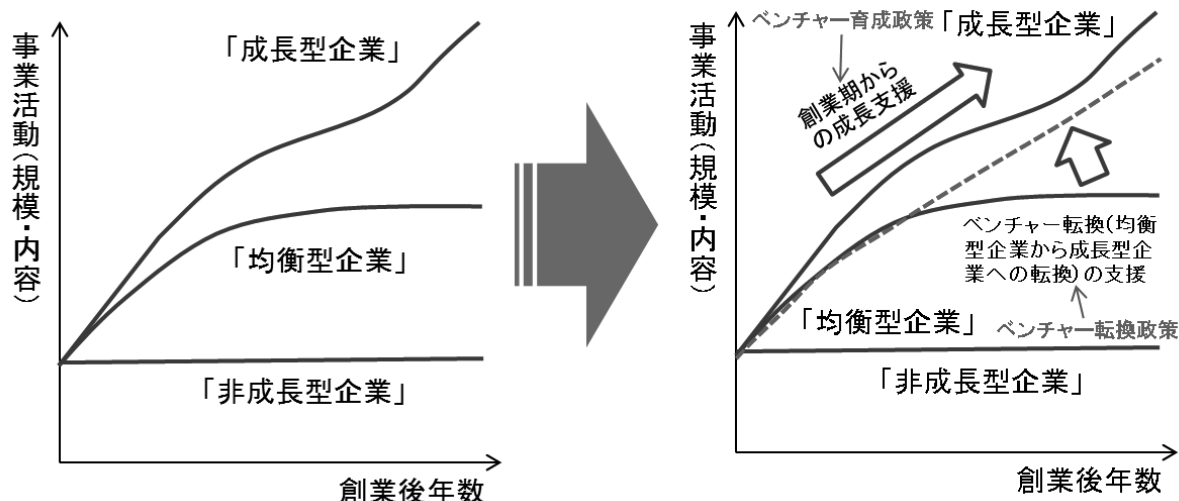
16 「ベンチャー転換」の類似の概念として「コーポレートベンチャリング」という概念がある（株式会社テクノリサーチ（2009）参照）。同報告書によれば「コーポレートベンチャリング」とは、企業が起業家精神（アントレプレナーシップ）を活用したベンチャー的な手法で新事業創出を行うこと。具体的には、企業が戦略的に、内部経営資源（技術・人）を外部化しベンチャー企業を育成・活用する、あるいは、外部ベンチャー企業を育成・活用することで新事業創出を行うことなどを指す。」と定義されており、それは「大企業がベンチャーを創出したり、大企業が外部ベンチャーを取り込むこと」と説明されている。本調査での「ベンチャー転換政策」とは、対象が大企業か中堅・中小企業か、当該企業の本体がベンチャー企業化するか否かという点で、異なる概念である。

17 ベンチャー転換政策と類似の政策として第二創業支援政策があるが、前者が既存企業をベンチャー企業に変容させる政策であるのに対し、後者は既存企業の新事業展開を支援することを目的としている点で、異なる政策であるといえよう。

いベンチャー政策の領域があるのではないかと考えた。仮にこのような政策が可能であれば、大阪には、優良な中堅・中小企業が多数存在することから、これらの企業が日本・世界を代表する企業に成長し、地域経済や地域雇用を大きく牽引することが期待できると思われるからである。

以上が本調査の政策モデルであり、図表1-3は、それを図示したものである。

図表1-3 政策モデルと企業類型



3. 調査仮説

以上の政策モデルでは、成長型企业と均衡型企業の違いを企業体質の開放性、外部資本の導入やM&Aの活用への積極性、成長志向の強さの違いに求めた。したがって、均衡型企业から成長型企业に変容した場合、成長投資の実行頻度がそれまでと比べて格段に高まり、かつその手段として企業結合投資が常態的に組み入れられるようになるなど、成長投資戦略に質的変容ともいえるべき変化が現れるケースが多いのではないかと想定した¹⁸。

それを踏まえて、「長らく非上場であった中堅・中小企業が上場企業に変化する過程で、一定の時期に経営投資戦略が質的に変容し、成長軌道を上昇方向に大きく転換する現象が存在する。しかし世紀転換期M&A法制度改革は、このような変化に影響を与えていない。」ということ調査仮説に設定した¹⁹。具体的には、次の3つである。

(1) 調査仮説1：「経営投資戦略の質的変容」の存在

長期間にわたる非上場期間ののちに上場した企業の非上場期間における経営投資戦略の時系列変化をみると、一定の時期に経営投資戦略が質的変容する現象が存在する。

¹⁸ この言説は、「実証的な論述」ではなく「推論的な論述」であることに留意。

¹⁹ この調査仮説は、「実証的な論述」として述べられていることに留意。

(2) 調査仮説2：「成長軌道の上昇転換」の存在

経営投資戦略に企業結合投資が組み込まれると、それを機に、累積成長投資件数曲線で表される成長軌道²⁰のカーブが上昇転換する現象が存在する。

(3) 調査仮説3：世紀転換期M&A法制改革の影響

世紀転換期M&A法制度改革は、たとえ上場を数年後に控えた企業であっても、その非上場段階での経営投資戦略には影響を与えていない。

4. 調査方法

本調査では、1995年以降に新規上場した大阪府に本社を有する企業169社について、上場年以降の有価証券報告書の「沿革」情報を分析した。有価証券報告書は、金融商品取引法第24条に基づき、金融商品取引所（証券取引所）に株式公開している会社等について、金融庁への提出が義務付けられている書類であり、虚偽記載に対して罰則が科されるなど、その記載内容の信頼性が高められている。有価証券報告書は、大きく、「1.企業情報」、「2.提出会社の保証会社等の情報」、「3.監査報告書」からなっている。「沿革」情報は、「1.企業情報」の中の「企業の概況」の一項目として「主要な経営指標等の推移」、「事業の内容」、「関係会社の状況」、「従業員の状況」などと並んで開示されている情報である。「沿革」欄には、創立経緯、商号の変更及び企業集団に係る合併、事業内容の変更などの重要な事項を記載すべきこととされている（図表1-4参照）。

図表1-4 有価証券報告書の「沿革」欄

年月	事項
昭和40年3月	建設用ファスナー類、建設用新打鉄及び建設用コンクリートアンカーの販売・施工を目的として東京江戸川区に株式会社チューガイを設立 同時に大阪、東京、横浜、名古屋、北九州営業所を設置
昭和40年7月	本社を大阪市北区に移転
昭和40年8月	東京営業所を東京支店に昇格
昭和40年10月	商号を建設ファスナー株式会社に変更
昭和41年4月	静岡県静岡市に静岡営業所を設置
昭和43年5月	岡山県岡山市に岡山営業所を設置
昭和43年6月	建設業法により建設大臣登録(ワ)第5009号の登録完了
昭和44年5月	札幌市に札幌営業所を設置
昭和44年9月	「ホークアンカー」の自動加工を開始
昭和45年3月	大阪市北区に本社及び営業社屋を新築移転
昭和45年8月	大阪市北区にレジン化学工業株式会社（現アルシーアイ株式会社・連結子会社）を設立
昭和47年1月	広島市に広島営業所を設置
昭和49年12月	建設業法の改正にともない建設大臣許可（般-49）第5750号を取得（以後3年ごとに許可更新）
昭和50年3月	福岡市博多区に福岡営業所を設置
昭和58年10月	大阪府豊中市の株式会社ユニファッド（カーボフォル・ジャパン株式会社・旧連結子会社）の株式取得
昭和61年1月	商号を株式会社ケー・エフ・シーに変更
平成元年5月	大阪府富田林市に資材部（現購買部）大阪流通センターを設置
平成4年3月	埼玉県川口市に資材部（現購買部）東京流通センターを設置
平成5年8月	東京都港区に東京本社を設置し、大阪本社を大阪本店に改称
平成6年1月	大阪営業所を大阪支店に昇格
平成6年6月	大阪府富田林市の大阪流通センター内に技術研究所を設置
平成7年12月	建設業法の改正にともない建設大臣許可（般-7）第5750号を取得（以後5年ごとに許可更新）
平成8年6月	東京本社に一般建築士事務所登録
平成8年7月	仙台市青葉区に東北営業所を設置
平成8年8月	建設大臣許可（特-8）第5750号を取得（以後5年ごとに許可更新）
平成9年12月	大阪証券取引所市場第二部に上場
平成10年3月	大阪市北区に本店社屋を新築
平成10年3月	東京流通センターを関東流通センターに名称変更し、埼玉県加須市へ新築移転、併せて技術研究所を設置
平成13年5月	東京支店においてISO9001:2000を認証取得
平成16年12月	大阪本店秘書部及び購買部においてISO9001:2000を認証取得
平成17年9月	株式会社アル・シー・アイと横樹道路株式会社が合併し、アルシーアイ・セキジュ株式会社（現アルシーアイ株式会社）発足
平成19年2月	カーボフォル・ジャパン株式会社を吸収合併
平成22年2月	アルシーアイ・セキジュ株式会社（現アルシーアイ株式会社）を100%子会社化
平成24年9月	中国河北省唐山市に当社の50%出資による唐山日理建材科技有限公司を設立

²⁰ 本調査では、成長軌道を本文のように累積成長投資件数曲線で定義しているが、その点については第4章参照。

本調査では、主たる関心を非上場時における企業の成長行動におき、1995年以降の上場時から最低30年間遡って非上場期間における企業の成長投資の選択のあり方を検証するため、沿革情報の文字データにおける図表1-5の右欄にある14項目に該当する出来事の記述²¹とそれが発生した事業年度²²を1965年まで遡って抽出した²³。そのうえで、14項目を同表の左欄にある単体設備投資と企業結合投資という2つの成長の類型と「その他の項目」に分類した。

なお、本調査では、対象企業の上場時以降のすべての有価証券報告書における「主要な経営指標等の推移」についても併せて抽出した。これにより、上場後の財務情報のみならず、非上場期間の財務情報についても、上場時の有価証券報告書からその一部（基本的に上場前3期）を把握した。

図表1-5 「沿革」欄からの抽出項目

「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

²¹ 具体的な抽出方法は、Excelバージョン14.0を用い、有価証券報告書から電子データとして抽出された沿革情報を暦年別に各行に書き出し、当該文字列において、「新事業開始」は「*開始*」、「事業所又は事業部開設」は「*開設*」又は「*設置*」又は「*オープン*」又は「*開店*」又は「*出店*」、「関連会社等設立」は「*設立*」、「業務委託又は業務提携」は「*業務*委託*」又は「*締結*」、「事業譲受」は「*事業*譲受*」、「買収」は「*買収*」、「子会社化」は「*子会社化*」又は「*子会社と*」又は「*子会社に*」、「合併」は「*合併*」、「事業譲渡」は「*事業*譲渡*」又は「*営業*譲渡*」、「会社分割」は「*会社*分割*」又は「*事業*分割*」、「社名・商号変更」は「*商号*変更*」又は「*社名*変更*」、「本社移転」は「*本社*移転*」又は「*本店*移転*」、「増資」は「*増資*」、「上場」は「*上場*」（ただし「*」は、ワイルドカード文字）を検索文字列として、該当する個数をカウントした。なお、「関連会社等設立」には、自社の創業も含まれている。

²² 「沿革」欄は暦年で年月を特定して出来事を記述しているので、当該会社の事業年度の開始終了月を個々に確認して、事業年度別に再整理している。

²³ したがって、当該企業の創業年が1965年より前である場合、沿革データの開始時は創業時とはなっていない。

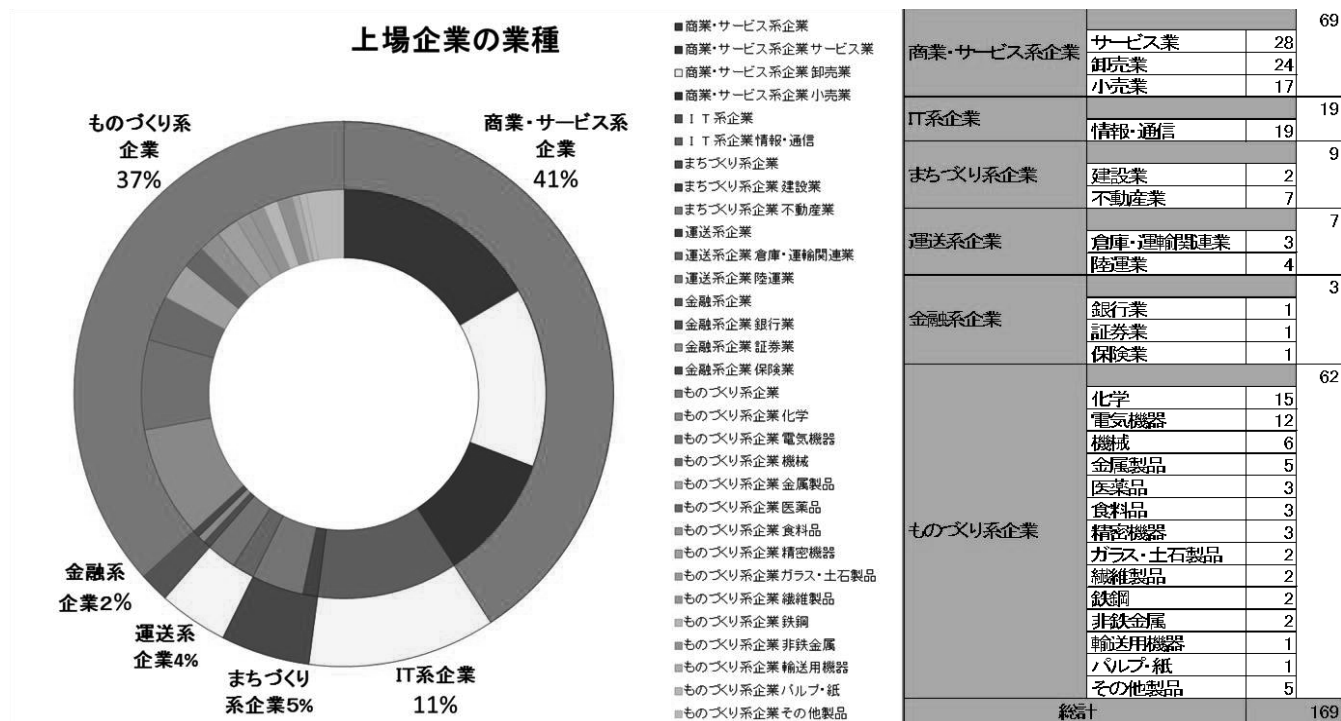
第2章 データ構成

1. 対象企業

本調査で対象とした企業は、1995年以降に上場した大阪府内に本社を置く企業169社である。資料で、その会社の業種²⁴、非上場期間、および次節で説明する成長投資の時系列での実行状況を示した。なお分析では、業種について証券コード協議会の分類ではなく、独自の観点で分類した6項目を使用した。対象企業の業種は、商業・サービス系企業とものづくり系企業で全体の8割を占めており、IT系企業とそれ以外の業種の企業が各1割である。中分類業種で見ると、「サービス業」(28社)が最も多く、次いで「卸売業」(24社)、「情報・通信」(19社)、「小売業」(17社)、「化学」(15社)となっている(図表2-1)。

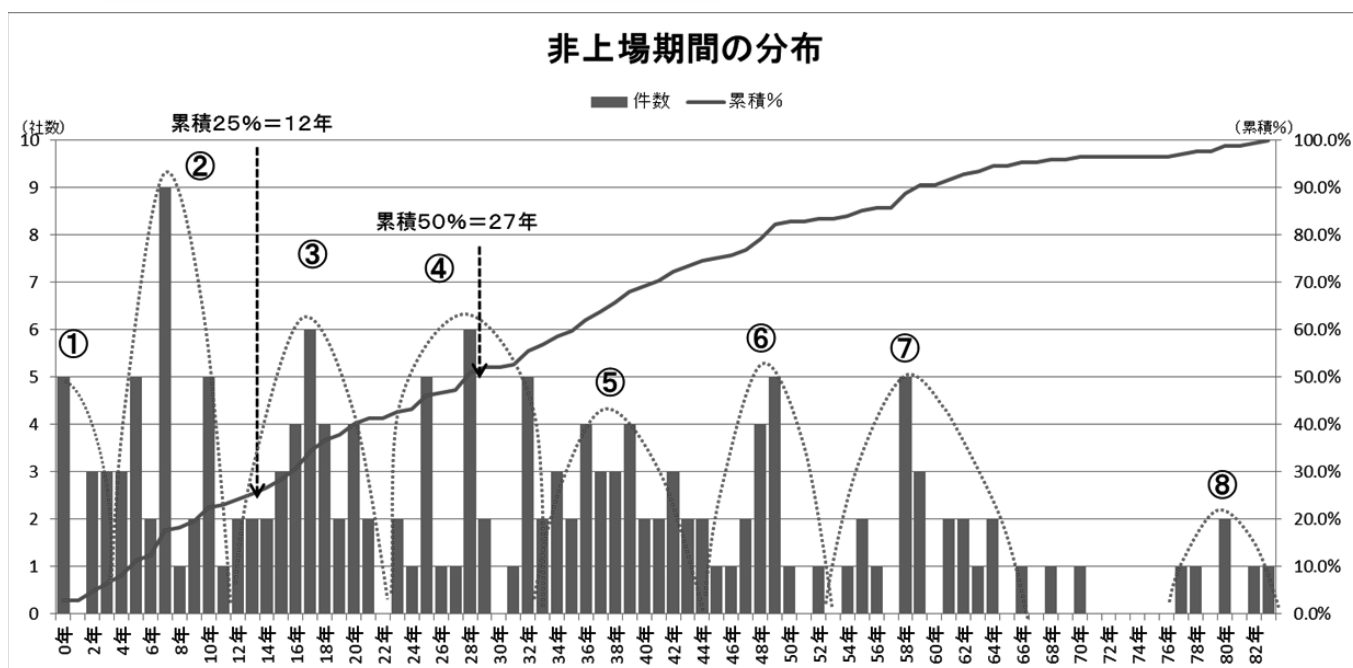
創業から上場までの非上場期間別に分布を見ると、非上場期間の分布に複数の山が見られ、多様なタイプの企業群が存在していることを示唆している。特に、非上場期間が極端に短いグループ(3年以下)では、持ち株会社化による上場などのケースが多く見られる(図表2-2)。また、累積件数で見ると、上場までに12年以内の企業が全体の25%、27年以内の企業が全体の50%となっている。最長は83年である。

図表2-1 対象企業の業種分布



²⁴ 証券コード協議会の業種別分類における中分類項目。

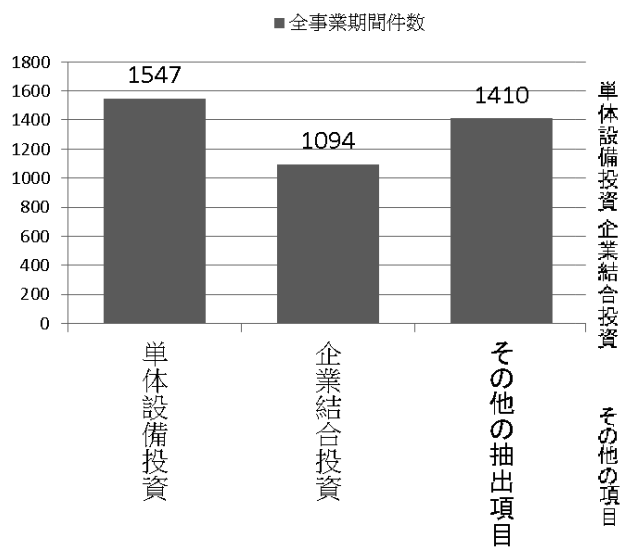
図表 2-2 対象企業の非上場期間の分布



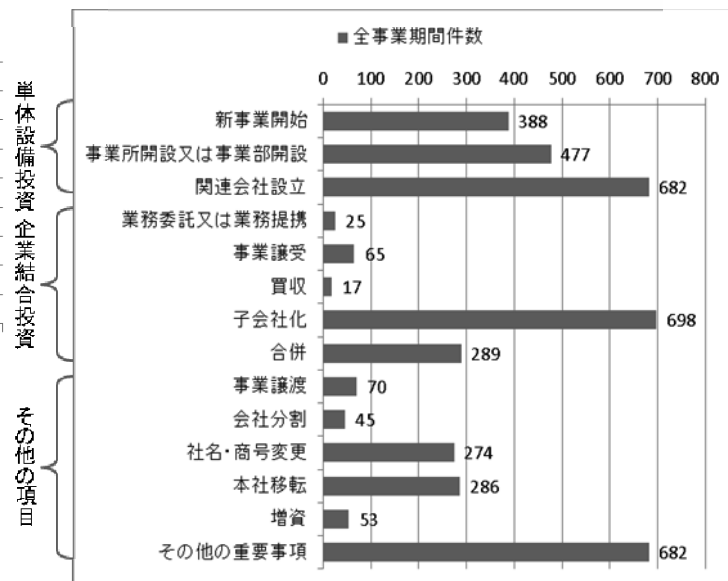
2. 成長投資

1965年から2013年までの沿革データから、対象企業による4051件の成長投資とそれに関連するデータ（「その他の抽出項目」を含む。）が抽出された（対象企業ごとの創業年度（創業年度がそれ以前の場合は1965年度）からの成長投資の状況については資料3参照）。成長投資の類型別にみると、単体設備投資の件数は、企業結合投資の件数の約1.5倍となっている（図表2-3）。

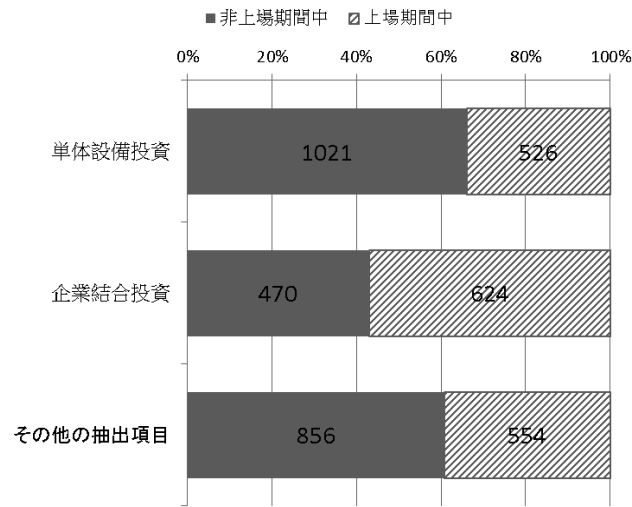
図表 2-3 類型別成長投資の採用件数



図表 2-4 採用された成長投資の件数



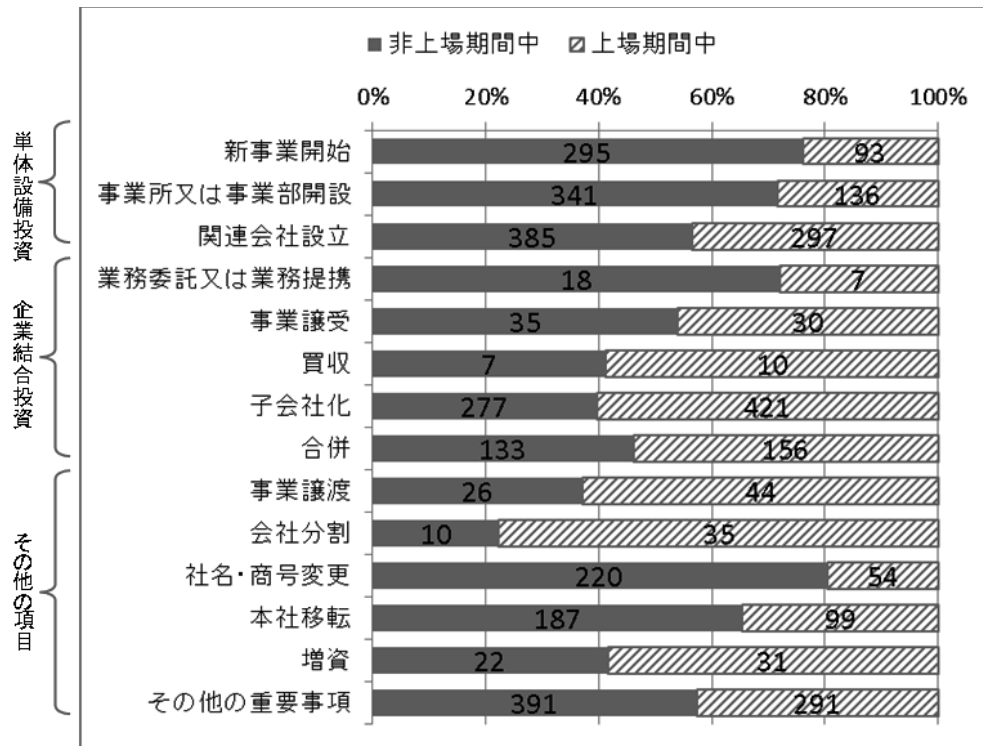
図表 2-5 類型別成長投資の上場前後での採用



最も多く採用された成長投資は、「子会社化」(698件)で、次いで「関連会社設立」(682件)、「その他の重要事項」(682件)、「事業所又は事業部開設」(477件)、「新事業開始」(388件)となっている(図表2-4)。

次に、対象企業において成長投資が採用された時期を、上場期間中と非上場期間中に分けて見てみると、単体設備投資では、66.0%が非上場期間に採用されており、企業結合投

図表 2-6 成長投資の上場前後での採用件数



資では、43.0%が非上場期間に採用されている。このように、単体設備投資と企業結合投資は、企業が上場期間にあるか非上場期間にあるかで、採用される傾向に違いが見られる（図表2-5）。

これを個別の成長投資ごとにみると、非上場期間に行われた比率が最も高い成長投資は、「新事業開始」（76.0%）で、次いで「業務委託又は業務提携」（72.0%）、「事業所又は事業部開設」（71.5%）となっている。

また、上場期間中に行われた比率が最も高い成長投資は、「会社分割」（77.8%）で、次いで「事業譲渡」（62.9%）、「子会社化」（60.3%）となっている（図表2-6）。

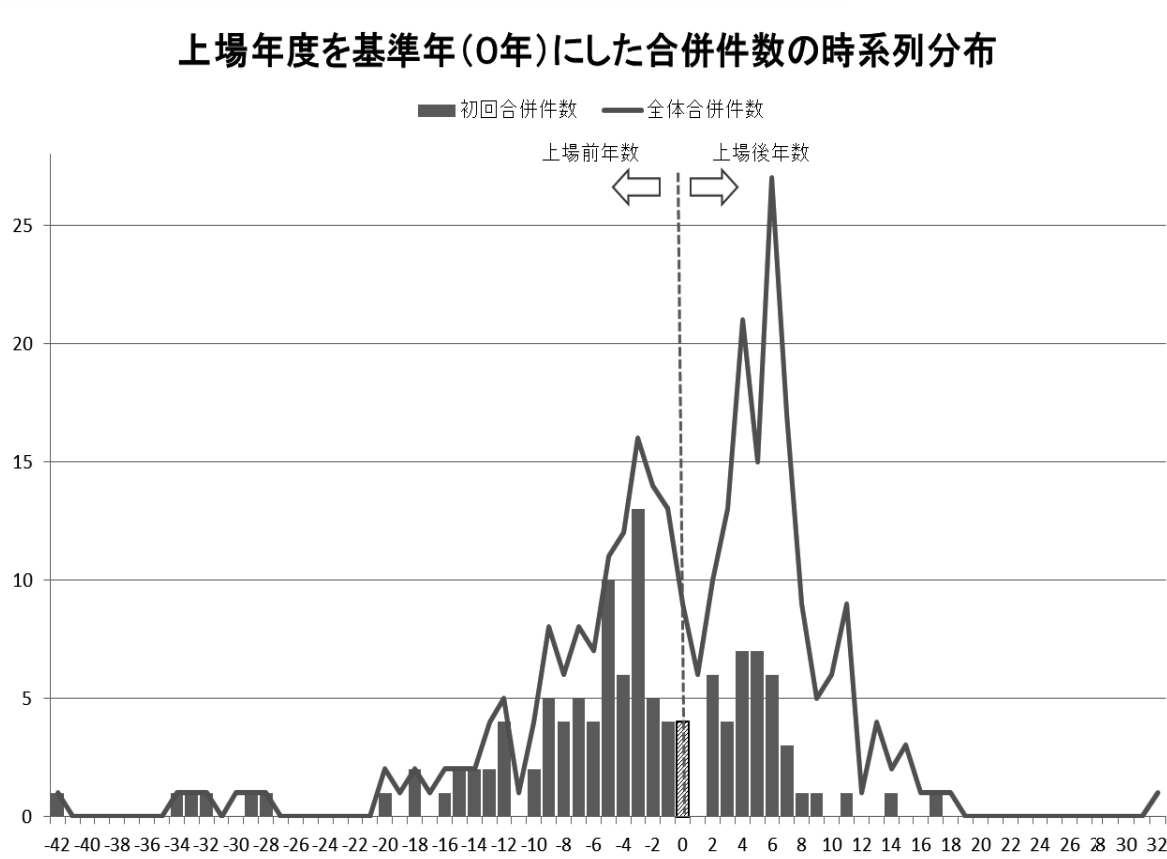
3. 時系列分布

次に、主要な成長投資ごとに、その採用時期の分布を見る。

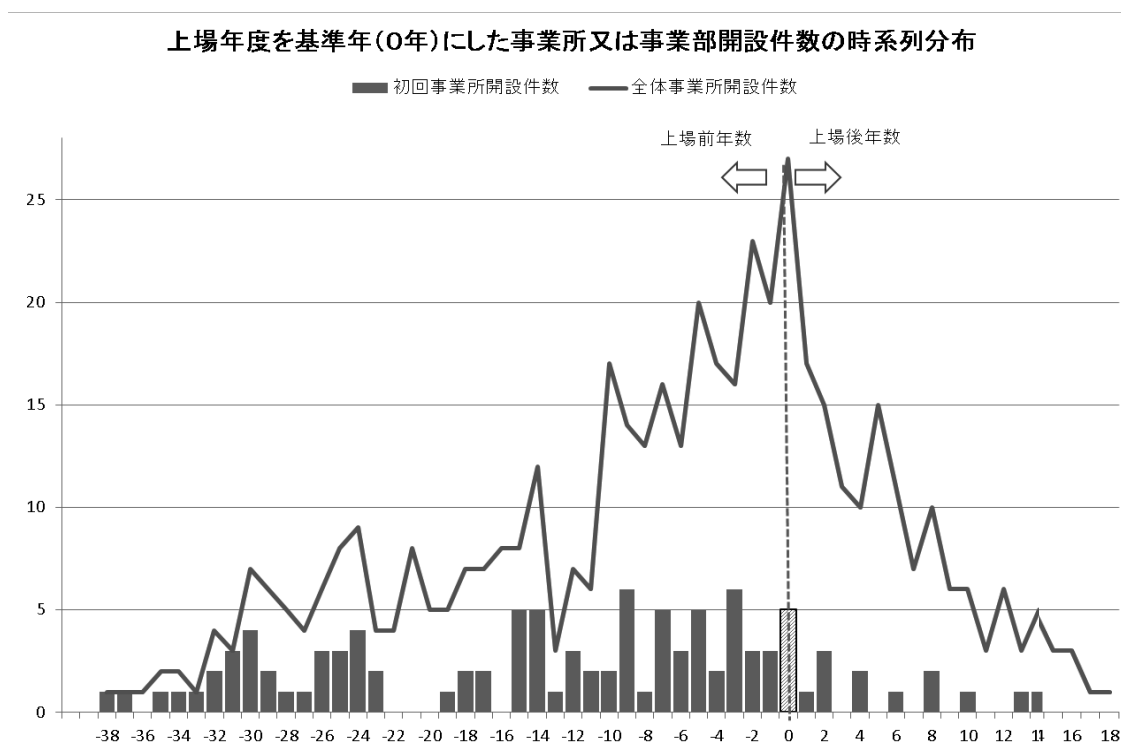
まず、企業結合投資の代表的な手段といえる「合併」について、個々の対象企業が上場した事業年度を基準年（ゼロ年）にして、採用時期の分布を見た（図表2-7）。

図表2-7の折れ線は事業年度別の全ての合併件数を、棒線は個々の対象企業が初めて合併をした事業年度のみを集計した件数（初回合併件数）を表している。そこで見られるように、合併件数自体のピークは上場7年後に見られるが、上場企業が最初に合併を経験

図表2-7 合併の行われた時期



図表 2-8 事業所又は事業部開設の行われた時期



する時期は、上場2年前にピークが見られる。このように、初めて行われる合併が上場直前期に集中する理由としては、経営者がすでに予定されている上場を目的として合併する（上場を予定した合併）だけではなく、合併を機に新たに上場という選択肢が経営者の視野に入る（合併による経営選好の変化）ということも考えられよう。

他方、支店設置や事業部開設など自社の既存組織を拡大する単体設備投資の代表的手段といえる「事業所又は事業部開設」については、その時系列分布は、「事業所又は事業部開設」の件数のピークは上場年に見られる。また、対象企業が最初に「事業所又は事業部開設」を行う時期は、上場前の長期間にわたり平坦に分散しているという「合併」とは異なる特徴が見られる。この成長投資が、企業の成長段階（一応、上場までの時間的距離がその目安となる）に関係しない一般的な手法であることを示している。

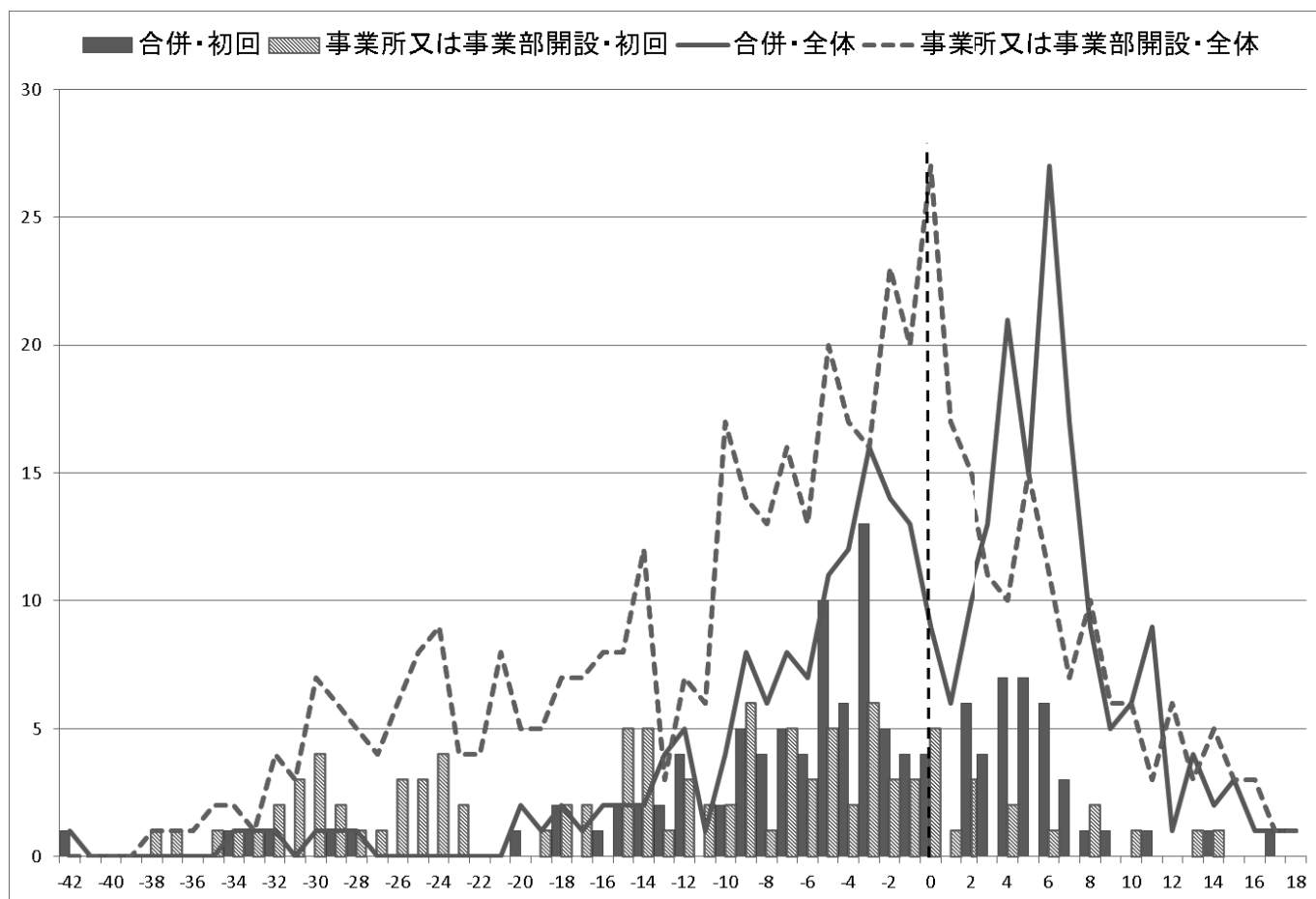
図表2-9は、図表2-7と図表2-8を、基準年（上場年度）をそろえて重ね合わせたものであるが、全体採用件数、初回採用件数のそれぞれについて時系列的な分布に違いがあることがわかる。

図表2-10から2-11は、「合併」以外の企業結合投資についてサンプル数の多い順に、同様の手法で上場年度を基準時としてサンプルの時系列分布を示したものである。

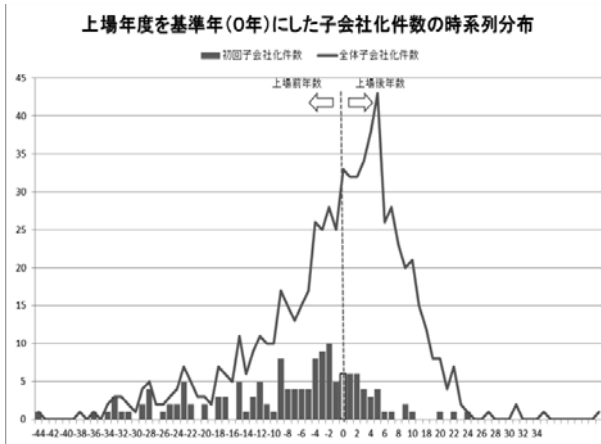
「子会社」や「事業譲受」では、「合併」と同様に、件数のピークは上場後に現れている。サンプル数の少ない「業務委託又は業務提携」や「買収」では、必ずしも分明ではないが、同様の傾向が読み取れる。

また、図表 2-14、2-15 は、「事業所又は事業部開設」以外の単体設備投資についてサンプル数の多い順に、上場年度を基準時としてサンプルの時系列分布を示したものである。「新事業開始」では、「事業所又は事業部開設」と同様に、件数のピークは上場後ではなく上場時に現れている。「関連会社設立」では、上場時から10年間ほど件数のピークが続く点で、上場後に明らかなピークを持つ企業結合投資とは異なる分布傾向があるといえよう。ただし、他社コーポレートアセットの活用としての「子会社化」と自社コーポレートアセットの拡大としての「関連会社設立」は、経済実態として明確な線引きが難しいケースが多いものと思われ、そのことがデータの分布特性に現れているのではないかと思われる。この点は、データ解釈のうえで留意が必要と思われる。

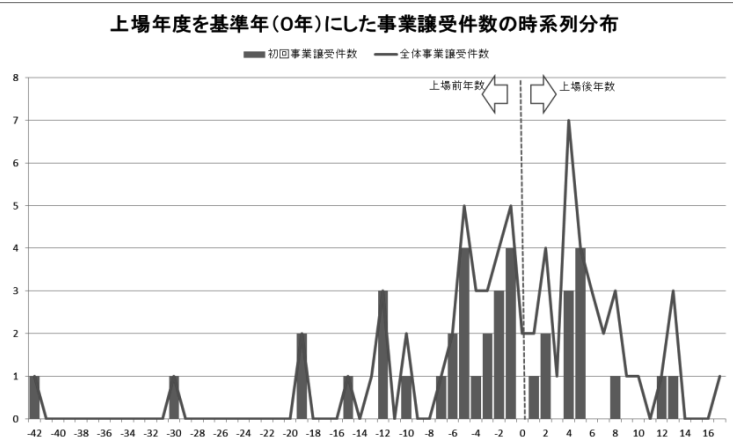
図表 2-9 合併と事業所又は事業部開設の時系列分布の比較



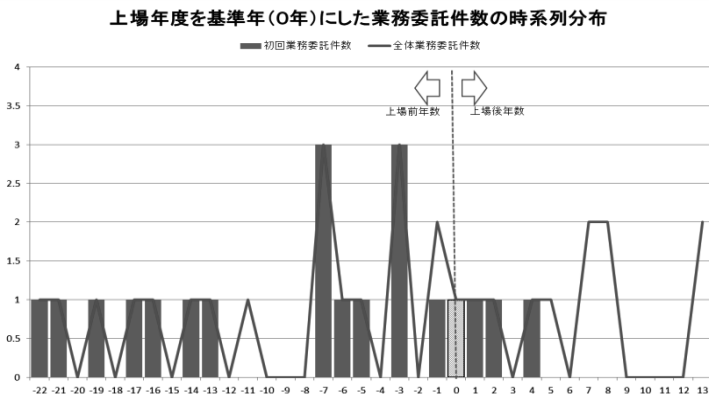
図表 2-10 「子会社化」の時系列分布



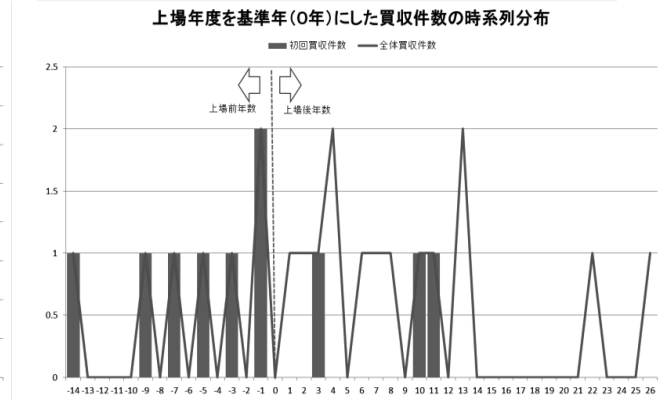
図表 2-11 「事業譲受」の時系列分布



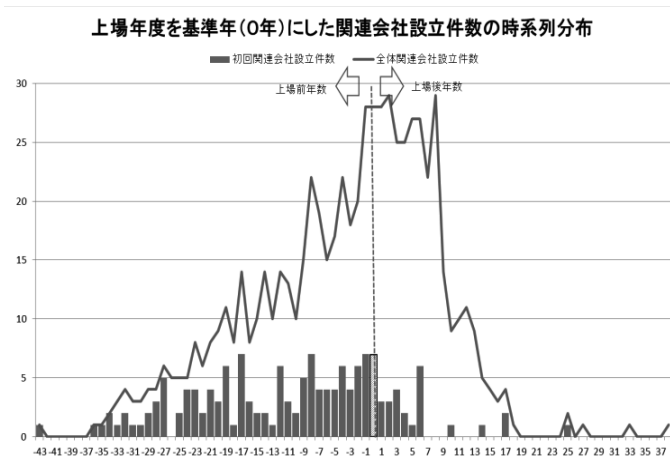
図表 2-12 「業務委託又は業務提携」の時系列分布



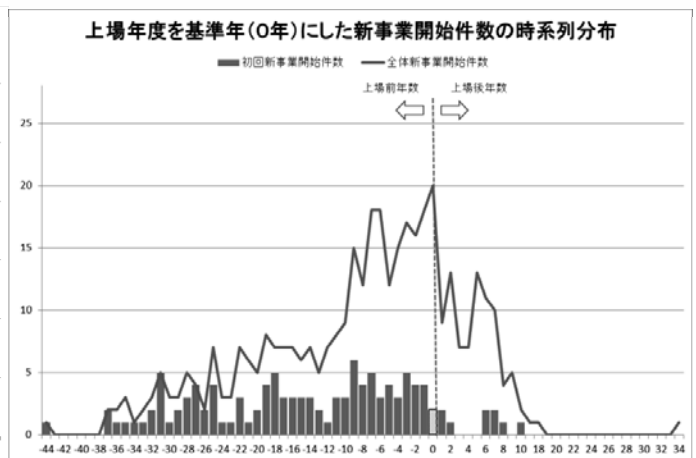
図表 2-13 「買収」の時系列分布



図表 2-14 「関連会社設立」の時系列分布



図表 2-15 「新事業開始」の時系列分布



第3章 分析結果

1. 分析枠組

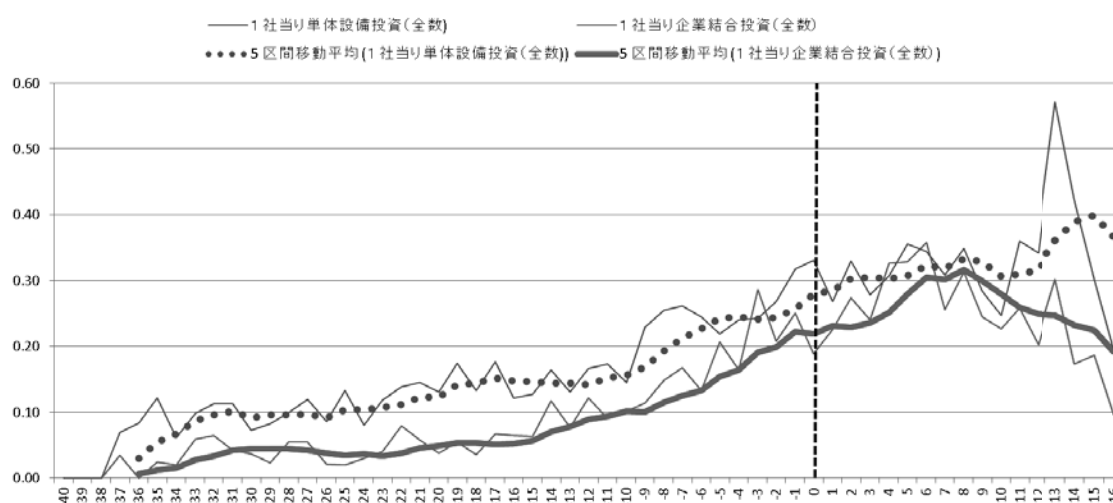
(1) 基準時

本章では、第1章で提示した3つの調査仮説について、データ分析の結果を示す。はじめに、分析の共通する枠組みについて説明する。まず、基準時であるが、データは、企業ごとに「上場年度」や「企業結合投資を初めて採用した年度（初回採用年度）」などの事象が発生した年度などが異なっているため、企業ごとに比較するために、分析目的にあわせてその都度、基準年を設定し、企業の時系列データをその基準年にあわせて統一した。

また、データを時系列の年度間で比較するため、標準化を行った。たとえば、前章の図表2-7から図表2-15は、上場年度を基準年に設定しているが、データの分布を示すことが目的であるので、時系列で標準化していない。これに対し、図表3-1と図表3-2は、単体設備投資と企業結合投資について、1社当りの数値として標準化している。これによって、企業の上場年度を基準時にした時系列での比較が可能になる。

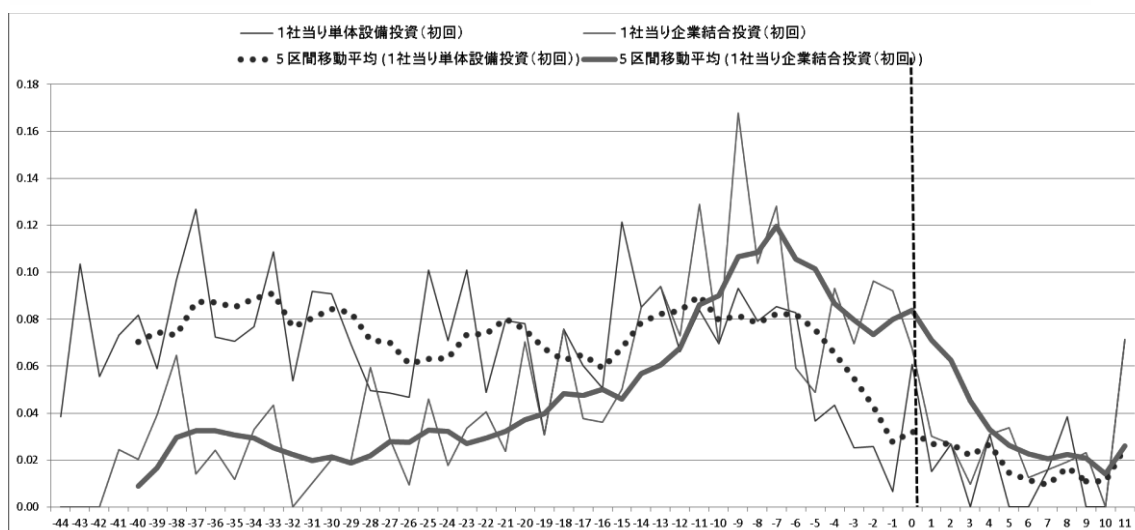
図表3-1からは、企業結合投資、単体設備投資ともに上場時に近づく、すなわち企業の成長段階が上がるほど多く採用される関係にあることがわかる。また、企業の成長段階が同一であれば成長段階のどの時点でも、単体設備投資の方が企業結合投資より常に採用数が上回っており、企業にとって単体設備投資が主要な投資手段であることが示されている。また、両投資手段の増加傾向は上場後も続くが、企業結合投資は、上場後、数年で増加から減少傾向に転じていることも示される。以上から、企業の経営投資戦略において、単体設備投資は、上場期、非上場期を問わず優位な投資手法であることがうかがわれる。

図表3-1 成長投資別に見た1社当り投資件数（全数）の推移（基準時＝上場年）



また、図表3-2からは、企業結合投資は、非上場段階でも一定の企業がコンスタントに採用を開始しているが、上場15年前くらいから急増し、上場10年前くらいに初回採用数が逆転することがわかる。このことから、上場がまだ視野に入らない低い成長段階の企業では、企業結合投資は単体設備投資よりも遅れて採用されることがうかがわれる。

図表3-2 成長投資別に見た1社当たり投資件数（初回）の推移（基準時＝上場時）



(2) 期間

本調査のデータは、年度単位の時系列のデータであるが、1期間当りのサンプル数を有意に確保する必要があることや、企業の経営戦略の変化や制度変化の普及には一定の時間が必要であり複数年度の期間比較が有効であると考えられることから、年度単位ではなく、以下の考え方で期間単位により分析した。

まず、期間の設定については、調査仮説3の世紀転換期M&A法制度改革の節目になると考えられる期間との整合性をとった。そのため、1997年の独占禁止法改正による持株会社解禁とそれ以後の商法改正による株式移転・株式交換、会社分割などのM&A法制の整備、2000年の産業活力再生特別措置法の制定、2005年の会社法制定などの効果が捉えられるような期間設定とした。

次に、日本全体でのM&A市場のトレンドを参考にした。前述のように、株式会社レコフでは、日本のM&A市場のトレンドを3期に分け、1996年までを1stステージ（間接金融・銀行主導の時代）、1997年から2005年までを2ndステージ（市場経済への移行期。国内市場成熟へ）、2006年以降を3rdステージ（国内需要成熟下でのグローバル化進展）と説明している。また、同社の国内のM&A件数に関するデータ（非公表）を見ると、2000年と2004年に件数の急増期が見られ、2008年からはリーマンショックの影響などで件数の急減が見られる。こうした国内M&A市場の傾向を踏まえた。

さらに、本調査のデータの特性も考慮した。すなわち、本調査では、1995年以降に上場した企業を対象とし、取得したデータの最新年度は2013年度であるが、当該年度については全ての対象企業で確保されていないことを考慮し、2013年データを除外した。

以上の考え方のもとに、本章の分析では、4年間を1期間として設定し、株式会社レコフの区分で2ndステージとされている1997年以後を大規模なM&A関係の法制度改革(世紀転換期M&A法制度改革)が開始された年にとらえ、それ以後とそれ以前を4年ごとに期間区分した。すなわち、1996年以前が制度変更前期であり4年ごとに期間区分される。また1997年以降は、1997-2000年が制度変更後1期、2001-2004年が制度変更後2期、2005-2008年が制度変更後3期、2009-2012年が制度変更後4期となる。

(3) 企業類型

本章の分析では、第1章で示した政策モデルの成長型企业、均衡型企业という企業分類に対応する「代理変数」として、成長型企业については非上場期間が極めて短い企業(短期上場企業)における非上場期間中の企業属性をあてはめ、均衡型企业については非上場期間が極めて長い企業(長期上場企業)における上場時から十分に遠い時点(創業に近い時点)での非上場期間中の企業属性をあてはめる。なぜなら、短期上場企業は、ベンチャー企業に代表されるような成長型企业が多いと考えられるし、長期上場企業は、十分に創業期に近い段階では、均衡型企业である時期が存在することが多いと考えられるからである。具体的には、図表2-2の非上場期間の長短によって、成長型企业と均衡型企业を区別した。すなわち、成長型企业は、一般的に創業当初から上場が視野に入っているため、短期で上場すると考えられる。そのため、図表2-2の「グループ②」に属する非上場期間が3年から15年の企業を「短期上場企業」として、個別の企業事情を捨象して成長型企业とみなした。

また、非上場期間が16年から30年までの企業を「中期上場企業」(同じく「グループ③」、「グループ④」に属する企業)とし、非上場期間が31年以上の企業を「長期上場企業」(同じく「グループ⑤」、「グループ⑥」、「グループ⑦」、「グループ⑧」に属する企業)とした。政策モデルとの関係で推論すると、長期上場企業は、均衡型企业が非上場期間中の一定の時点で成長型企业に類型変異したものと考えられるのに対し、中期上場企業は、中期上場企業は、成長型企业と均衡型企业の両方の性格を有するのではないかと想定される。

サンプル数は、短期上場企業は37社、中期上場企業は39社、長期上場企業は84社である。なお、図表2-2の「グループ①」(2年以内に上場)に属する会社(8社)は、設立直後の上場を目的に設立された持ち株会社などが含まれる特殊なケースであることから、他の特殊な会社²⁵とともに計9社をサンプルから除外した。

²⁵ 特別法による会社(1社)。

2. 調査仮説1:「経営投資戦略の質的変容」の存在

(1) 長期上場企業

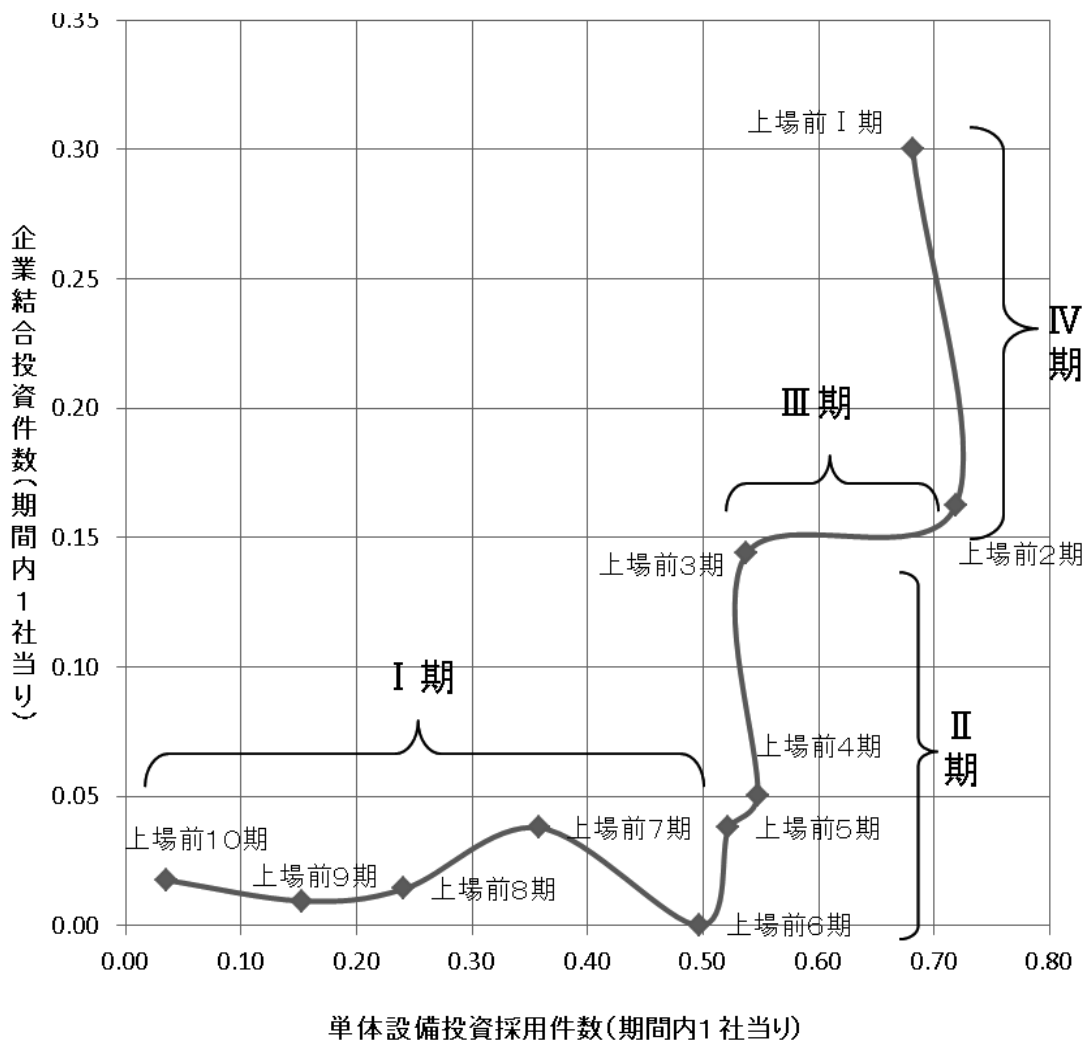
はじめに、経営投資戦略の質的変容の存在について検証する。

経営投資戦略の質的変容が見られると考えられるのは、均衡型企業が成長型企业に変容した場合である。そのため、上場企業のうち、均衡型企业であった時期が長いと考えられる長期上場企業に、この現象が確認できるはずである。

そこでまず、長期上場企業の創業時（それ以前の創業の場合は1965年度。以下同じ。）から上場までにいたるまでの非上場段階における経営投資戦略の時系列変化を分析することにより、経営投資戦略が質的に異なる局面になるような不連続的な変化が存在するのかを検証した。

図表3-3は、長期上場企業について、上場時を基準時にして、創業時から上場を含む期間の1期前までの期間における1社当りの単体設備投資件数を横軸に、同じく企業結合

図表3-3 長期上場企業の非上場期における経営投資戦略（上場時基準）



投資件数を縦軸にして、創業期から上場直前期までの各期間における経営投資戦略の戦略ポジションが、時系列でどのように推移していくのかを示したものである。

図表3-3では、椅子のような形状で、4つの異なる局面の推移が観察できる。

I期は、創業時から上場前6期（上場の21～24年前）までの期間で、企業結合投資が採用されることが稀にあるものの、基本は単体設備投資によって成長している局面である。これは、中堅・中小企業では、むしろ通常の状態であろう。第1章で述べたように、本調査が対象にした企業は府内企業の0.1%にすぎない。逆にいえば、非上場企業の99%以上はI期の局面にとどまっており、そこからII期に移行した企業のみが上場まで成長すると考えられる。本調査ではこの局面を、政策モデルに即して「均衡成長期」と呼ぶ。

II期は、上場前6期（上場の21～24年前）から上場前3期（上場の9～12年前）にかけての最大16年間で、ここで一気に局面が変化し、企業結合投資が急速に拡大する。本調査ではこの局面を、政策モデルに即して「ベンチャー転換期」と呼ぶ。

III期は、上場前3期（上場の9～12年前）から上場前2期（上場の5～8年前）にかけての最大8年間で、再び単体設備投資が主たる投資手段となる。しかし、I期とは異なり、成長投資水準は極めて高いものであり、成長投資の頻度が大きく加速している。本調査ではこの局面を、政策モデルに即して「ベンチャー転換後事業躍進期」と呼ぶ。

IV期は、上場前2期（上場の5～8年前）から上場前1期（上場の1～4年前）にかけての最大8年間で、再び局面が変化し、企業結合投資が大幅に拡大する。この時期は、株式上場を明確に視野に入れた上場の準備活動としての企業結合が行われるのではないかと思われる。本調査ではこの局面を、政策モデルに即して「上場準備期」と呼ぶ。

以上のように、長期上場企業では、非上場段期間において経営投資戦略が質的に異なる4つの局面が存在する。そして政策モデルの観点から推論すると、そのII期が、均衡型企业から成長型企业に企業類型が変容するベンチャー転換の局面と考えられる。本調査では、以上のような企業のベンチャー転換における、企業類型の変容プロセスを「椅子型モデル(Chair model)」と名付けた。

(2) 中期上場企業

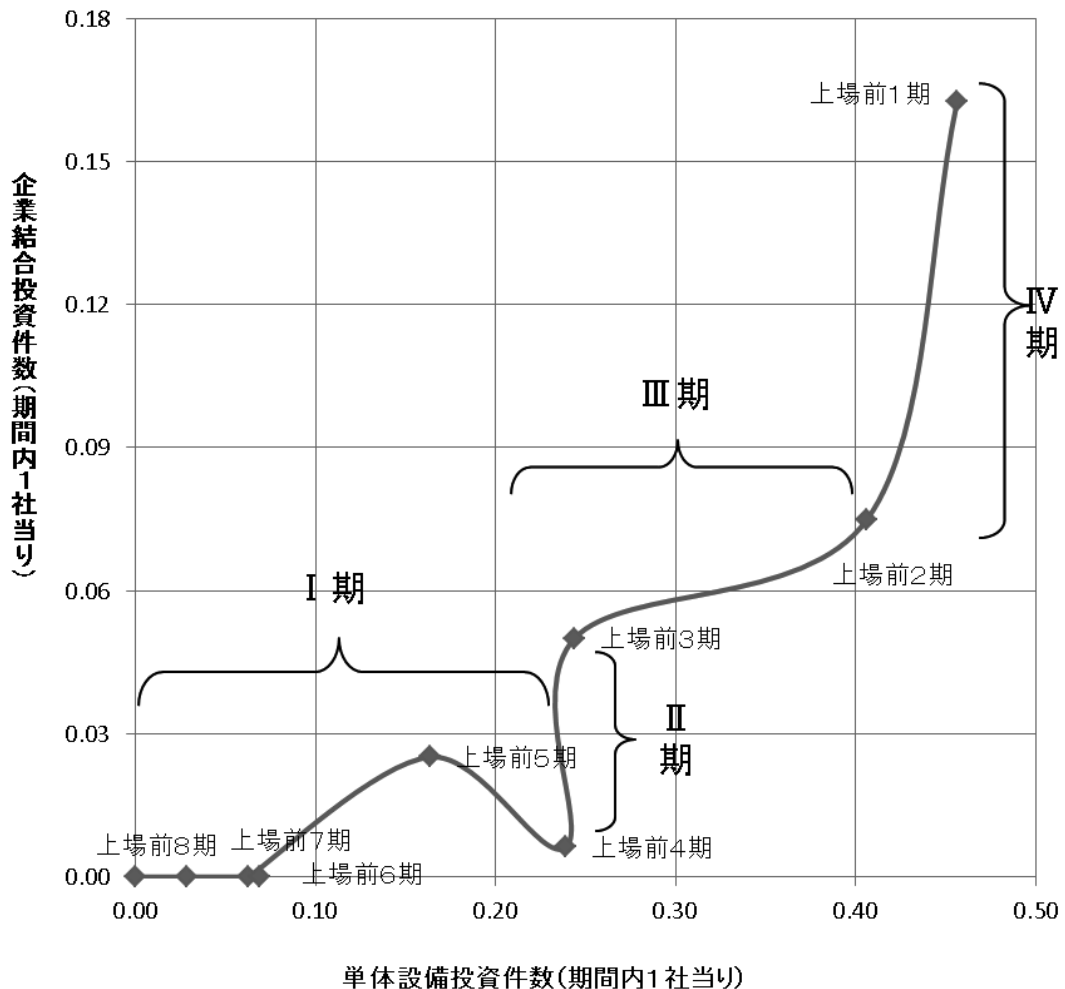
長期上場企業で見られた経営投資戦略の質的変容の4つの局面は、経済的実態なしに、たまたまデータとして現れたものであるかもしれない。そこで、比較対象として、別の企業類型である中期上場企業についても、同じ質的変容が認められるかを検証した。

図表3-4は、これを示したものであるが、図表3-4と同様の椅子型モデルが確認された。ただし、成長投資件数の水準が異なる。そこでそれを比較するために両者を同一スケールの平面に重ねたものが図表3-5である。

図表3-5に見るように、長期上場企業と中期上場企業の経営投資戦略の質的変容のパターンは同一であるが、長期上場企業のほうが、I期、すなわち均衡成長期における単体設備投資の水準が2倍程度大きく、II期、すなわちベンチャー転換期の局面にある期間が

より長期に及び、かつその間の企業結合投資の水準も、中期上場企業に比べてはるかに大きくなるという違い規模の違いが見られるが、変容プロセスにおける椅子型モデルは維持

図表 3-4 中期上場企業の非上場期における経営投資戦略（上場時基準）

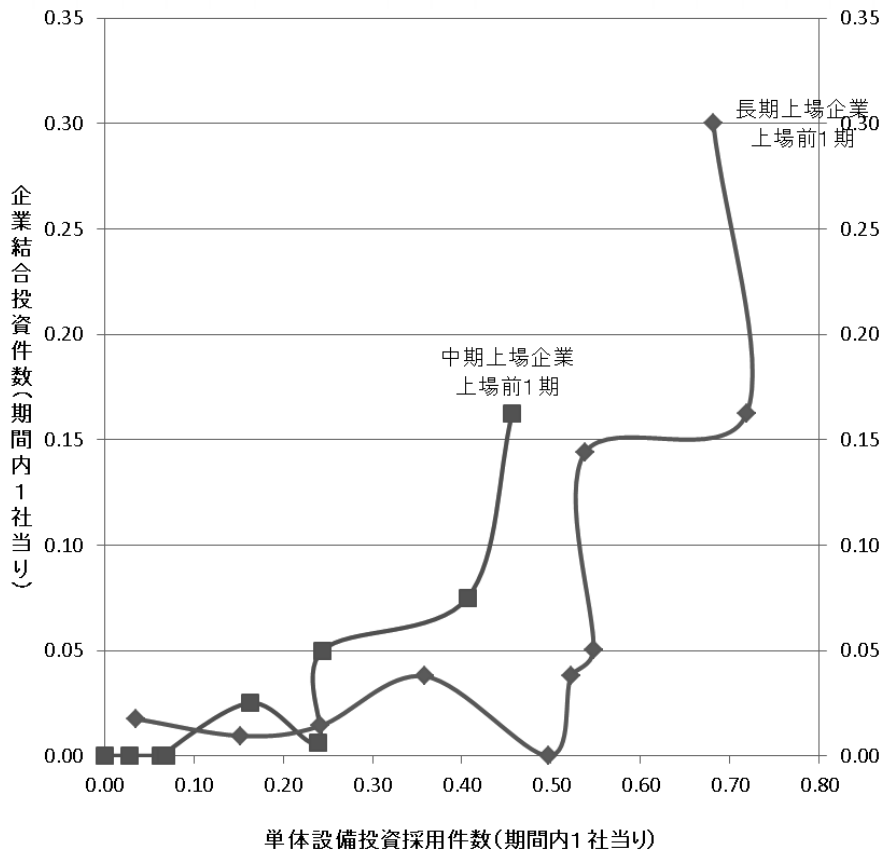


されている。

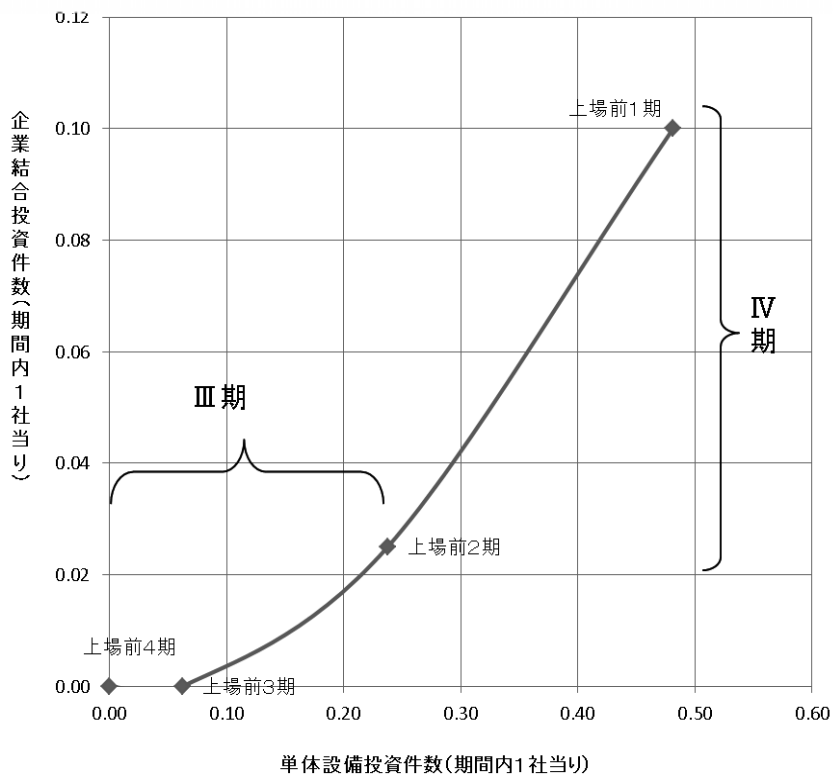
(3) 短期上場企業

さらに、これを短期上場企業について見た (図表 3-6)。そこに示す短期上場企業の非上場期の経営投資戦略ポジションは、長期・中期上場企業の経営投資戦略の質的変容の局面変化と大きく異なっている。しかし、短期上場企業は、政策モデルの観点からは創業時からのベンチャー企業と考えられ、ベンチャー転換はすでに創業時に行われている。したがって、短期上場企業では、長期上場企業、中期上場企業がベンチャー転換した後の時期であるⅢ期とⅣ期だけに特化したパターンが現れていると考えると、むしろ政策モデルに整合的な分析結果である。

図表 3-5 長期上場企業と中期上場企業の比較（上場時基準）



図表 3-6 短期上場企業の非上場期における経営投資戦略（上場時基準）

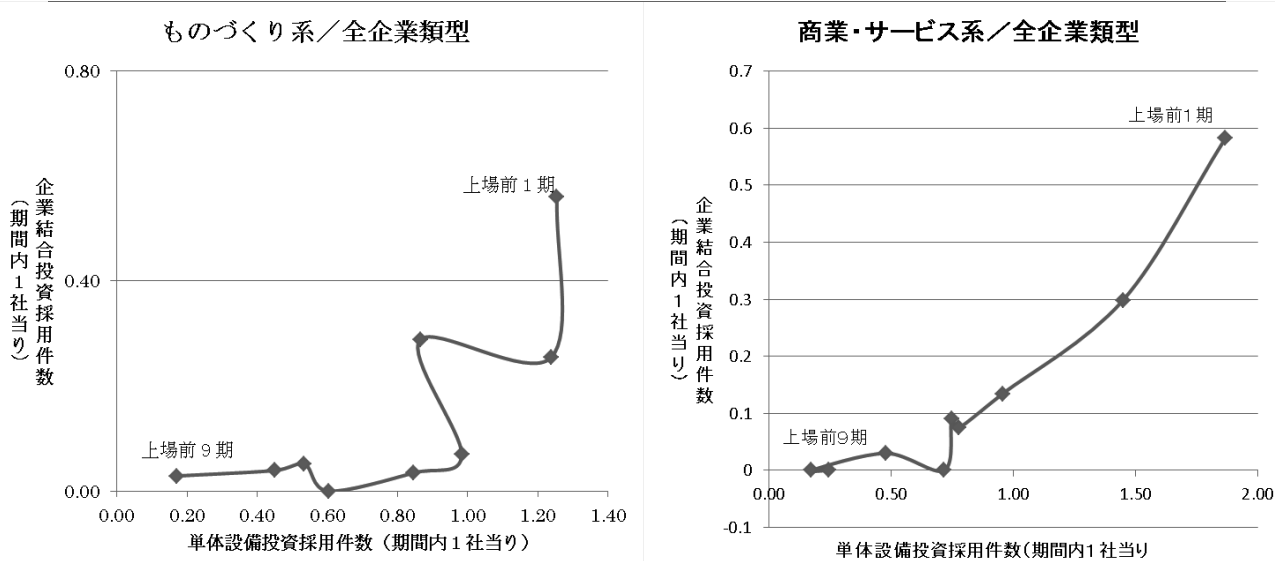


(4) 業種別

最後に、代表的業種である、ものづくり系企業と商業・サービス系企業について、非上場期間の経営投資戦略の質的変容の状況を見たのが図表3-7である。ただし、サンプル数を確保するため、全企業類型について集計している。

そこに見るように、ものづくり系企業では、長期・中期上場企業と同様の椅子型モデルとなっているのに対し、商業・サービス系企業では、Ⅰ期の均衡成長期とⅡ期のベンチャー転換期の区別は明確に存在するものの、Ⅲ期とⅣ期の変化が緩やかな「リクライニングした椅子型モデル」となっている。政策モデルとの関係で推論すると、装置産業であるものづくり系企業では、ベンチャー転換した後、上場までに、再度、自社生産設備投資を重点的に拡充させる時期があるのに対し、大規模な生産装置を必要としないことが多い商業・サービス系企業では、ベンチャー転換した後は、そのまま上場まで同一の経営投資戦略で成長するのではないかと考えられるが、椅子型モデルでは、Ⅲ期とⅣ期の表われ方に業種の特性が現れることを指摘するにとどめたい。

図表3-7 代表2業種における非上場期における経営投資戦略（上場時基準）



(5) 検証結果

調査仮説1の「経営投資戦略の質的変容」の存在については、長期上場企業、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4つの局面を経由して推移し、短期上場企業では、創業期からⅢの局面に入ることが確認された（「椅子型モデル」）。この結果を政策モデルとの関係で推論すると、長期上場企業、中期上場企業は、均衡成長型企业からベンチャー転換を経て成長型企业に変容したと考えられ、短期上場企業は、これらが創業期から成長型企业であったと考えられる。経営投資戦略の質的変容は、業種別にみると、ものづくり系企業では長期上場型と同

じく質の異なる4つの局面を持ち、商業・サービス系企業では、Ⅲ期とⅣ期の区別が緩やかであり、椅子型モデルでは、Ⅲ期とⅣ期の現れ方に業種の特性が現れる。

2. 調査仮説2：「成長軌道の上昇転換」の存在

次に、経営投資戦略に企業結合投資が組み込まれると、それを機に、累積成長投資件数で表される成長軌道が上昇転換する現象が存在するかを検証する。企業結合投資は累積成長投資件数の一部を構成するものであるが、仮に企業結合投資が単体設備投資と同質のものであるなら、企業結合投資が成長投資のメニューに加わったとしても、累積成長投資件数の伸び方は従来の傾向のまま単調に推移するであろう。しかし、企業結合投資が成長投資のメニューに加わることで、それまでの累積成長投資件数の伸び方が跳ね上がるように上昇する現象が認められるなら、企業結合投資を採用することは、単体設備投資を採用すること以上の成長投資件数の促進効果をもっていただけると考えることができる。

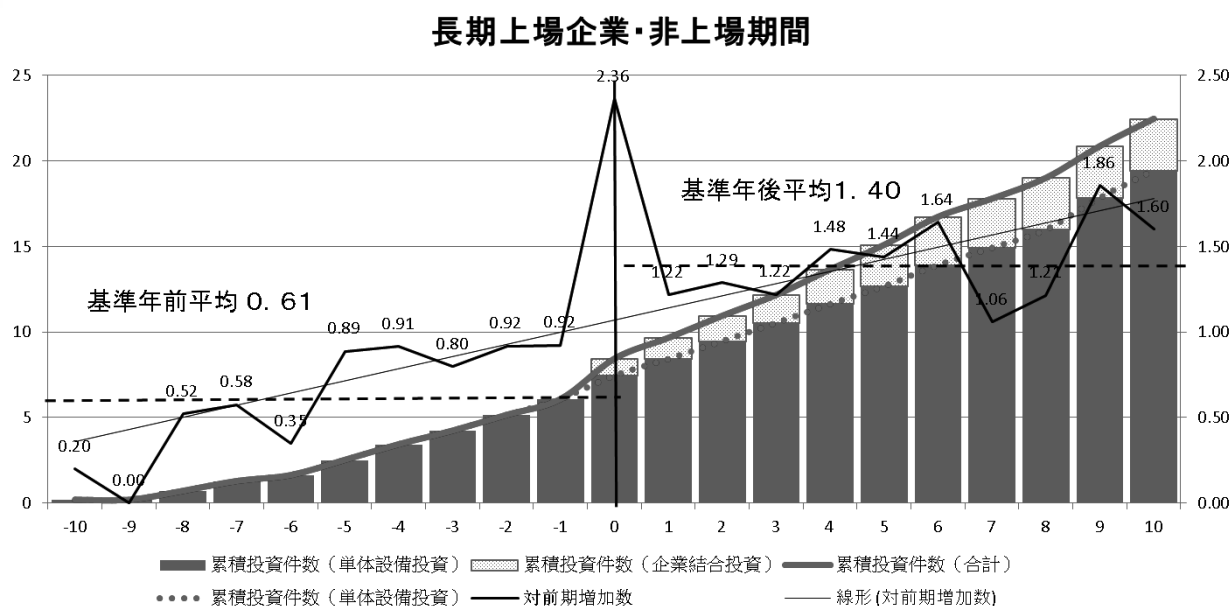
そのため本分析では、対象企業が非上場期に初めて企業結合投資を採用した年度を含む期間（4年間）を基準時として、基準時の前後で成長投資件数の対前期増加数の伸び方がどのように変化するかを分析した。

（1）長期上場企業

図表3-8は、長期上場企業の非上場期間について、対象企業が初めて企業結合投資を採用した年度を基準年として、各期間における成長投資の累計（棒線：右軸）とその対前期増加数（折れ線：左軸）の推移を示したものである。

図表3-8の折れ線が示すように、基準年で成長投資の対前期増加率が大きく跳ね上が

図表3-8 長期上場企業の1社当たり投資件数（累計・増減数）の推移
（基準時＝企業結合投資初回採用時）



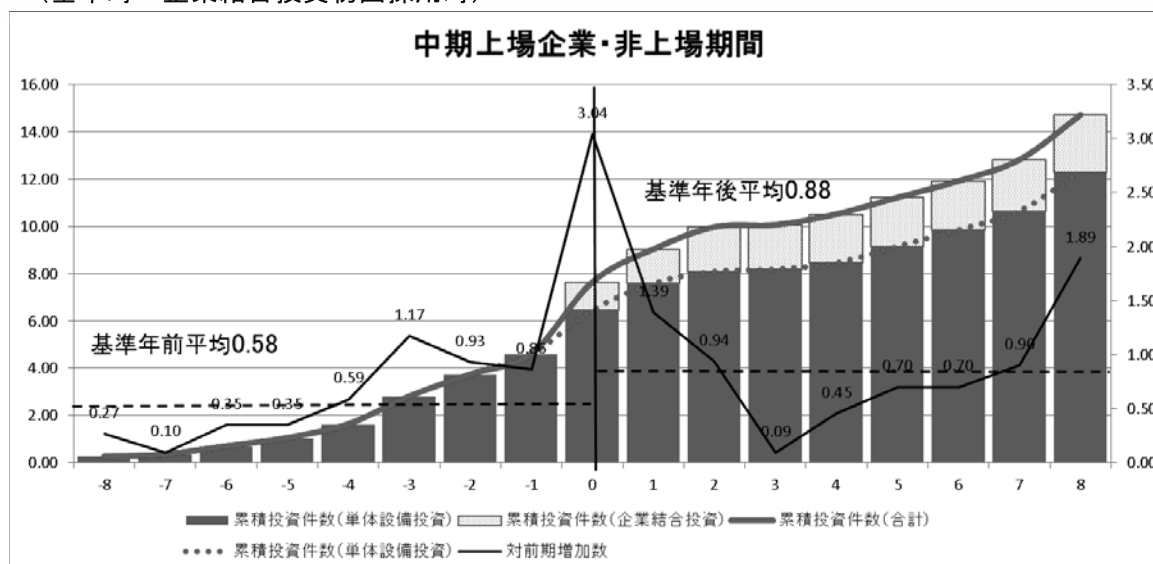
る。そして、基準年前と基準年後の対前期増加数の平均を比べると、基準時後は基準時前の2.3倍に上昇している。

以上から、長期上場企業にあっては、企業結合投資の採用を機に、成長軌道が大きく上昇転換していることがわかる。

(2) 中期上場企業

図3-9は、これを中期上場企業について見たものである。基準時に成長投資の対前期増加率が大きく跳ね上がるのは長期上場企業と同様である。また、基準年後の平均対前期増加数の上昇も、長期上場企業ほど顕著ではないが基準時前より増加している。

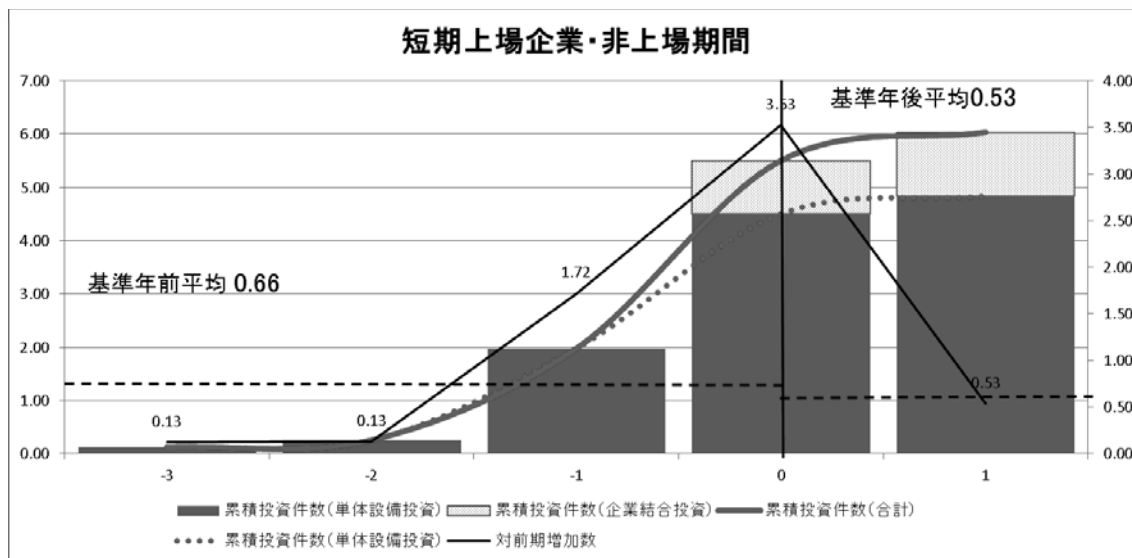
図表3-9 中期上場企業の1社当たり投資件数(累計・増減数)の推移
(基準時=企業結合投資初回採用時)



(3) 短期上場企業

短期上場企業については、図3-10で示すようには、やはり基準時に成長投資の対前期増加率が大きく跳ね上がる。ただし、基準時後の対前年増加数は、基準時前より大きくはない。基準時後に平均投資増加数が増えないのは、もともと基準時前から成長投資件数の伸びの水準があったためと解釈され、それは短期上場企業は創業時から成長型企业であるという政策モデルや調査仮説1の検証結果と整合的である。

図表 3-10 短期上場企業の1社当たり投資件数（累計・増減数）の推移（基準時同）

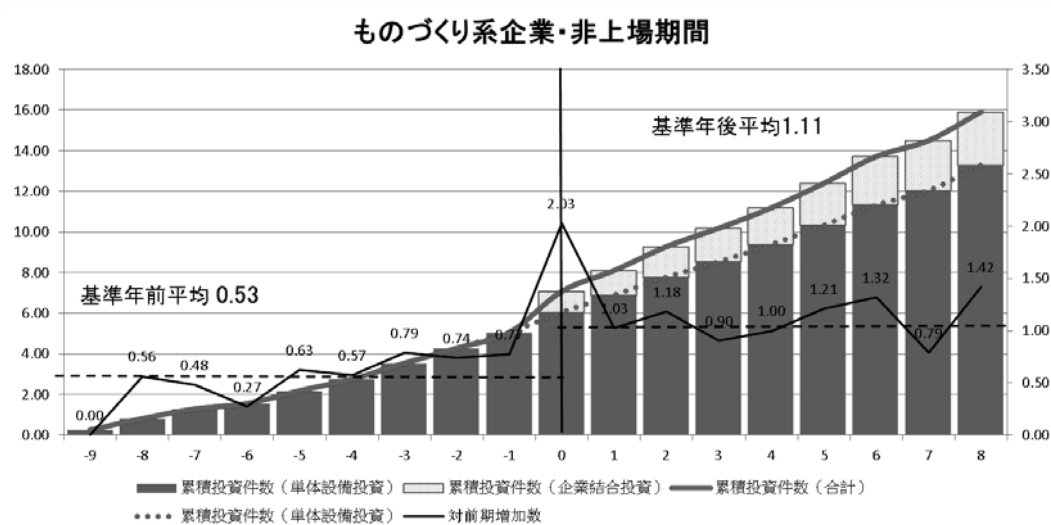


(4) 業種別

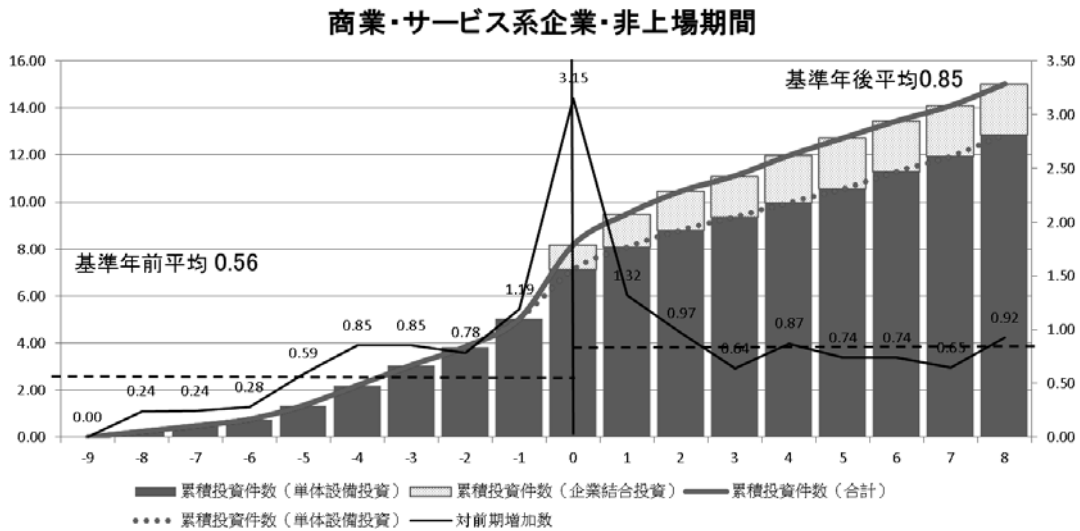
図表 3-11 から 3-13 は、ものづくり系企業、商業・サービス系企業について同様の検証を行ったものである。

基準時前後で平均対前年増加数の上昇比は、ものづくり系企業は 2.07 倍、商業・サービス系企業は 1.53 倍である。これは、調査仮説 1 と同様の傾向を示していると考えられる。

図表 3-11 ものづくり系企業の1社当たり投資件数（累計・増減数）の推移（基準時同）



図表 3-12 商業・サービス系企業の1社当たり投資件数（累計・増減数）の推移（基準時同）



(5) 検証結果

調査仮説 2 の経営投資戦略への企業結合投資の組み込みが成長軌道を上昇転換させる効果の存在は、長期上場企業、中期上場企業ともに確認された。その上昇転換効果は、企業が初めて企業結合投資を採用した期間で著しく、その後の期間でも上昇転換効果、すなわち成長投資件数の対前期増加数を高め、成長軌道（累積成長投資件数曲線）の上昇角度を上げていることが認められた。そしてこの効果は、長期上場企業の方が短期上場企業よりも顕著である。

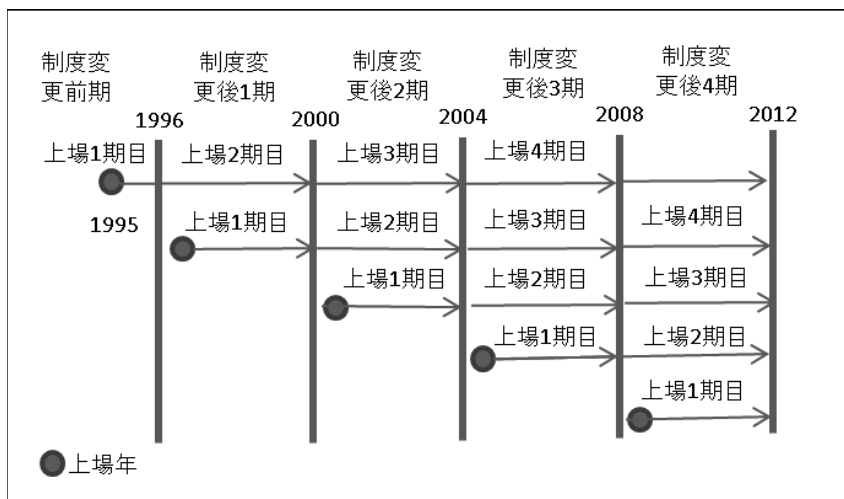
3. 調査仮説 3 : 「世紀転換期 M & A 法制改革」の影響

(1) 上場後段階

最後に、調査仮説 3 の世紀転換期 M & A 法制改革が経営投資に与えた影響を分析するために、同一の成長段階にあると考えられる企業の経営投資戦略が、改革期前と改革期後で差が見られるかを検証した。はじめに、データについて説明する。

まず、企業の成長段

図表 3-13 データの構造（上場後段階の期間比較）



階（上場後の経過期間）による経営投資戦略の変化の影響を取り除くために、上場時を基準時として、上場1期目から4期目までをそれぞれ別のデータセットとして整理した。そのうえで、各データセット内において、そのデータの上場年が制度変更期のどの時期にあったかを比較した。

制度変更期の期間区分は、第3章1で説明した期間区分の考え方にしたがっており、1996年以前が制度変更前期、それ以後が制度変更後期であり、制度変更後期は、制度変更の節目に従って、4年ごとに1期から4期に区分した。すなわち、制度変更前期は1996年度以前、制度変更後1期は1997年度から2000年度、制度変更後2期は2001年度から2004年度、制度変更後3期は2005年度から2008年度、制度変更後4期は2009年度から2012年度という区分となる。

図表3-13は、上記のデータの構造について説明したものである。例えば図表の左上の制度変更前期である1995年度に上場した企業には、制度変更前期から制度変更後4期まで5期間の経営投資戦略に関するデータが存在する。同様に制度変更後1期に上場した企業には、制度変更後1期から制度変更後4期まで4期間のデータが存在する。したがって、上場1期目のデータは、制度変更に関する全期間のデータが得られるが、上場2期目のデータは、制度変更前期のデータが欠落する。そして上場3期目、上場4期目になるにつれて、取得できる制度変更期間に関するデータセットは、1期ずつ減少していくことになる。そのため、図表3-14は、こうして得られた上場後期間が同一のグループ別の制度変更期間における成長投資件数である。

図表3-14 上場後期における成長投資件数の制度変更期間比較

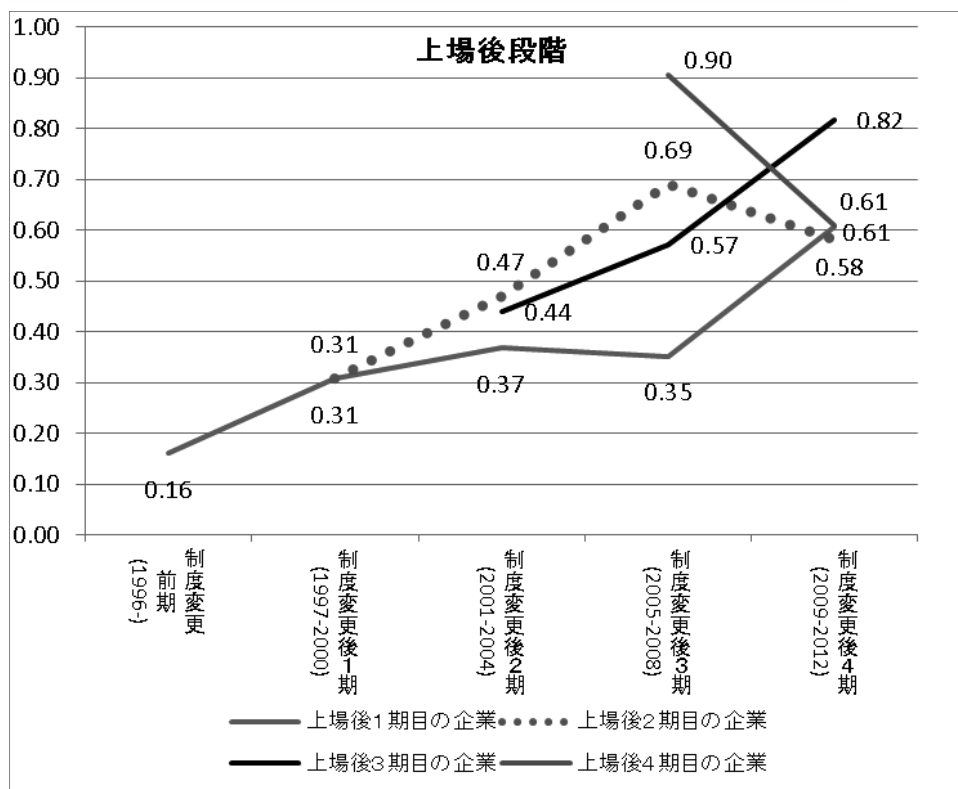
経営投資件数	制度変更前期 (1996-)		制度変更後1期 (2000-1997)		制度変更後2期 (2004-2001)		制度変更後3期 (2008-2005)		制度変更後4期 (2012-2009)	
	単体	結合	単体	結合	単体	結合	単体	結合	単体	結合
上場後1期目	25	4	52	16	106	39	91	32	28	17
上場後2期目	0	0	26	8	51	24	94	65	74	43
上場後3期目	0	0	0	0	25	11	56	32	82	67
上場後4期目	0	0	0	0	0	0	21	19	41	25

図表3-15 上場後段階における経営投資戦略比の制度変更期間比較

経営投資戦略比（結/単）	制度変更 前期 (1996-)	制度変更後 1期 (1997-2000)	制度変更後 2期 (2001-2004)	制度変更後 3期 (2005-2008)	制度変更後 4期 (2009-2012)
上場後1期目の企業	0.16	0.31	0.37	0.35	0.61
上場後2期目の企業		0.31	0.47	0.69	0.58
上場後3期目の企業			0.44	0.57	0.82
上場後4期目の企業				0.90	0.61

図表3-15および図表3-16は、図表3-14を制度変更期間ごとの経営投資戦略比（企業結合件数/単体設備投資件数）として表したものである。制度変更前期と後期を比較できるのは上場後1期目のデータだけであり、かつ制度変更前期のサンプル数がやや少ないものの、両者には明らかな差が見られる。このことは、上場後期間では、世紀転換期M&

図表3-16 上場後段階の経営投資戦略比の期間変更期間比較

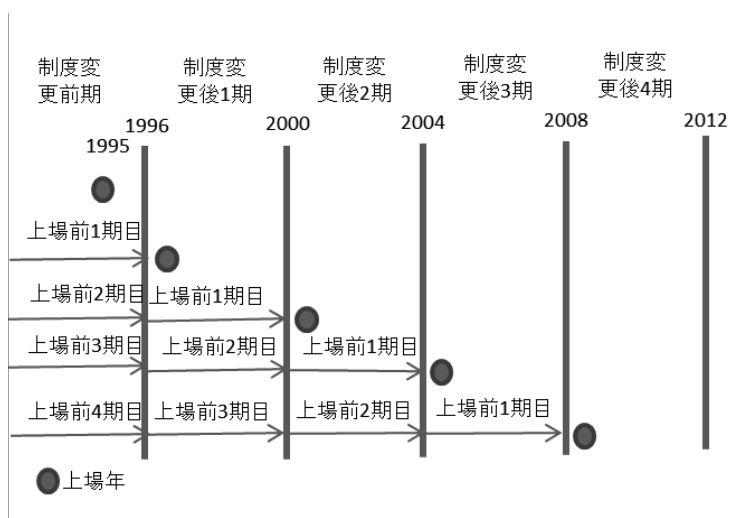


A法制改革の影響は、企業の経営投資戦略に影響を与えたことを示している。また、制度変更後期間が後になるほど、経営投資戦略比は低下する傾向が見られ、制度改革の普及・定着とともに経営投資戦略において企業結合投資の採用割合が高まっていることがわかる。

(2) 非上場段階

非上場期間についても同様の手法で分析を行った。図表3-17は、非上場期間でデータ構造である。図表3-18に見るように、非上場期間では上場期間と異なり制度変更前期のデータが充実するため、制度変更の影響をよりの確に比較できるデータ構造となっている。

図表3-17 データの構造（非上場段階の期間比較）



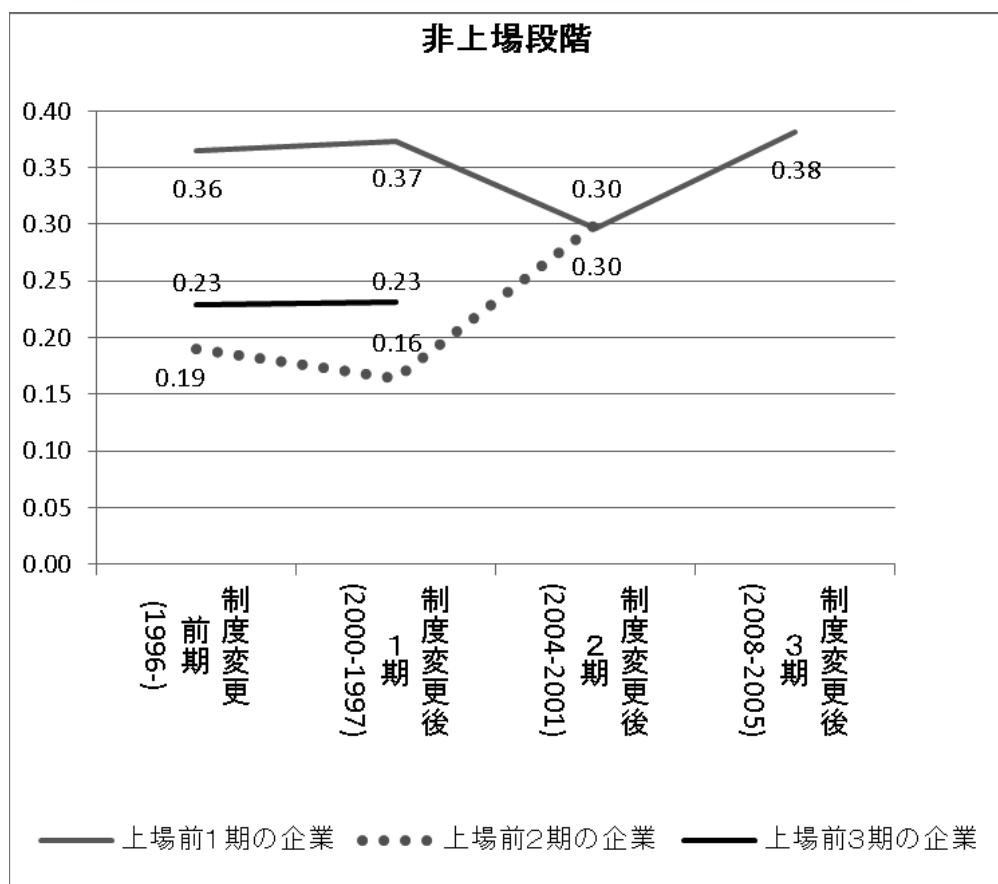
図表 3-18 非上場期における成長投資件数の制度変更期間比

経営投資件数	制度変更前期 (1996-)		制度変更後1期 (2000-1997)		制度変更後2期 (2004-2001)		制度変更後3期 (2008-2005)	
	単体	結合	単体	結合	単体	結合	単体	結合
上場前1期	74	27	83	31	81	24	21	8
上場前2期	137	26	61	10	20	6	0	0
上場前3期	122	28	13	3	0	0	0	0

図表 3-19 非上場期における経営投資戦略比の制度変更期間

経営投資戦略比 (結/単)	制度変更 前期 (1996-)	制度変更後 1期 (2000-1997)	制度変更後 2期 (2004-2001)	制度変更後 3期 (2008-2005)
上場前1期の企業	0.36	0.37	0.30	0.38
上場前2期の企業	0.19	0.16	0.30	
上場前3期の企業	0.23	0.23		

図表 3-20 非上場段階の経営投資戦略比の期間変更期間比較



図表 3-19 と 3-20 は、図表 3-18 を制度変更期間ごとの経営投資戦略比（企業結合投資件数/単体設備投資件数）として表したものである。そこに見られるように、非上場段階では、上場前1期から3期までのすべての成長段階で、制度変化の影響は見られない。

(3) 検証結果

世紀転換期M&A法制改革は、上場後段階の企業の経営投資戦略には、企業結合投資の比率を高める方向で影響を与えている。それに対し、非上場段階の企業の経営投資戦略には、影響を与えていない。そのため、今後、ベンチャー転換政策を導入するためには、非上場企業の結合投資を上場企業並みに利用可能なものにするための新たな法制度の整備が必要であることが示唆されている。

第4章 まとめ

本調査の分析結果を通じて、次のような新たな知見が得られた。

- ・調査仮説1の「経営投資戦略の質的変容」の存在については、経営投資戦略の質的変容というべき現象は、長期上場企業、中期上場企業でその存在が検証された。短期上場企業については、これらが成長型企业であるという政策モデルと統合的な結果が見られた。
- ・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4つの局面を經由して変容することが確認された（「椅子型モデル」）。短期上場企業では、創業期からⅢの局面に入ることが検証された。
- ・調査仮説2の「成長軌道の上昇転換」の存在については、長期上場企業、中期上場企業、短期上場企業のすべて企業類型で成長軌道の上昇転換が確認された。上昇転換の効果は、企業が初めて企業結合投資を採用した期間で最も大きく、長期上場企業、中期上場企業では、それ以後の期間でも累積成長投資件数曲線の上昇角度を上げる現象が検証された。
- ・調査仮説3の「世紀転換期M&A法制改革」の影響については、世紀転換期M&A法制度改革は、上場後段階の企業の経営投資戦略には影響を与えているが、非上場企業には、たとえ上場を数年後に控えた企業であってもその経営投資戦略には影響を与えていないことが検証された。

以上の分析結果に基づき、第1章の政策モデルで掲げた、均衡型企业にとどまっている中堅・中小企業が創業後の一定の成長段階で企業の類型を成長型企业に変容する現象（ベンチャー転換）を促進させるために、今後、法制度を含む環境整備や各種の支援を行う「ベンチャー転換政策」というべき新しいベンチャー政策の領域がありうるという推論についても、一定の実証的な裏付けが得られたといえよう。

最後に、本調査の分析結果が持つ強みと今後の課題について述べる。

本調査の分析結果が持つ強みは、次の点にある。

第1に、全数調査である点である。本調査は、直近20年間のすべての大阪本社上場企業の非上場期における投資関係データを漏れなくデータ化し、その全貌を踏まえている点で、抽出調査に比べ高い頑健性を有している。

第2に、最良データを用いている点である。本調査で使用した有価証券報告書の「沿革」欄が、どの程度、網羅的で正確な情報であるかという点については検証されていないが、有価証券報告書の記載事項は、虚偽記載や重要な事実の欠落に対して金融商品取引法による罰則や損害賠償責任が課される情報であり、任意のアンケート調査などによるデータより高い正確性が担保されていると考えられる。データの精度を上げるためには、社史などの分析によらざるを得ないであろうが、社史を作成・公表している企業は限られていることから全数調査を行った本調査に取って替えることは困難である。したがって、本調査で使用したデータは、正確性と網羅性に関して最良のデータであると考えられる。

第3に、分析結果の追証可能性が高く、他地域、他期間の企業データとの比較検討も可能である点である。本調査は、有価証券報告書という入手が容易な公開データを用いているため、本調査が採用した手法を用いることで、成長企業のデータの蓄積が期待される。

次に、本調査のような課題として、以下の点があることも認識している。

第1に、データ処理精度のさらなる改善である。本調査では、キーワードによるテキストマイニングの手法を用いたが、このデータ処理の精度をさらに高めることは可能である。最終的には、全データを目視確認して、記述上の微妙な差異を反映するという方法が望ましいであろう。また、本文中で注意を喚起したように、「子会社化」と「関連会社設立」の区別の線引きなど、沿革欄の記載自体に両義性が認められたり、投資実態としても両者の性格を併有するケースを認めざるをえない項目がある。これらの点は、企業結合投資と単体設備投資の定義を含めて再考の余地があるであろう。

第2に、分析手法の検討の余地である。本調査では、成長の指標として成長投資件数を用いたが、これについては、売上高、純資産、雇用者数などの財務・経営指標を用いることが望ましいという議論がありえる。しかし、成長投資の実施は、財務・経営指標に、いつ、どのように反映されるかは、別途検証を要する課題であるため、財務・経営指標を用いて成長投資による企業成長への影響を見ることが必ずしも適切な方法であるとはいえない。本調査は、成長の指標として成長投資件数を用いたことで企業結合投資の採用と経営投資戦略の変容の関係をより直截的に検証していると考えるが、なお検討の余地はあろう。

第3に、分析結果のさらなる深掘りである。本調査は、上場企業の非上場期において、経営投資戦略の時期的変容という現象が存在し、その変容をもたらした企業結合投資の採用が成長投資件数の増加率を上昇させている現象を検証したが、企業結合投資を企業に採用させた理由が何であるかについては今後の検討課題として残されている。異業種展開をはかるためにノウハウを有する企業を合併したり、海外市場進出のために外国企業を子会社化したりすることが企業結合投資の初回採用の理由となったことなどが考えられるが、実態は千差万別であろう。政策の方向性を考える上で、留意する必要がある。

本調査は以上のような課題を有するものではあるが、直近20年間の大阪本社上場企業の非上場段階での成長投資を、過去50年間に遡って全数調査した分析は過去になく、本調査が新たに明らかにした知見は貴重なものであると考える。

以上

参考文献（本文中引用文献）

E. T. ペンローズ(1980)『会社成長の理論（第2版）』ダイヤモンド社

小長谷一之、小林重啓他(2005)『コンバージョン、SOHOによる地域再生』学芸出版社

小長谷一之、富沢木実(1999)『マルチメディア都市の戦略—シリコンアレーとマルチメディアガルチ』東洋経済新報社

滝澤美帆、鶴光太郎、細野薫(2008)『企業のパフォーマンスは合併によって向上するか：非上場企業を含む企業活動基本調査を使った分析』RIETI Discussion Paper Series 09-J-005

鶴田俊正、日下部聡、糸田省吾編著(2004)『産業再生と企業結合 課題・政策・ルール』、NTT出版

喜多見富太郎、山本彰祐、梶田秀、中村良子(2005)『『競争政策研究会中間報告—産業再生に向けた企業結合審査の迅速化・透明化—』の概要』『旬刊金融法務事情』（(社)金融財政事情研究会）

喜多見富太郎(2001)『未公開ベンチャー資金マーケットの構造改革』独立行政法人経済産業研究所コラム第35回 (http://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0035.html)

大阪産業経済リサーチセンター(2015)『競争力強化を目的とした中小企業のM&A～実践企業のケーススタディ～』

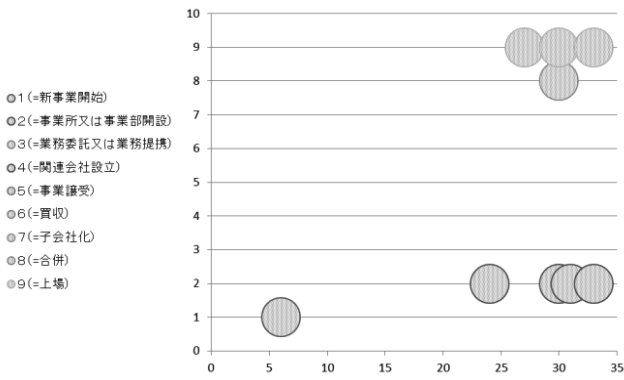
株式会社テクノリサーチ(2009)『平成20年度産業技術調査報告書「コーポレートベンチャーリングに関する調査研究」』

資料 企業別（業種別・非上場期間別）成長投資一覧

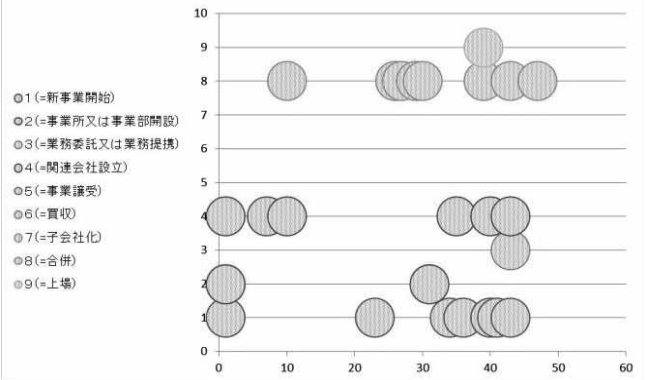
◇ 図の見方

1. 図の横軸は、企業の創業年度（創業年度が1965年以前の場合は1965年度）をゼロ年度として、それ以後、2013年度（企業によっては2012年度）までの事業年度を表している。
2. 図の縦軸は、各年度に行われた成長投資の種類を表している。縦軸の数字が表す成長投資の種類は凡例で示している。
3. 図の配列は、業種別（証券業コード中分類）に、非上場期間の長い順に、左列から右列にかけて縦方向に並べられている。
4. 特定を避けるため、1社しか存在しないある製造業については当該業種を「その他製造」に変更し、銀行、証券、保険に属する各社（各1社）については、まとめて「金融系」という新しい業種区分を設定した。
5. 図中表題の「非上場期間」は、上場会社が公表している会社設立年から上場年までの時期データを用いて示しているが、有価証券報告書の「沿革」欄には、会社設立以前の企業形態（個人企業、合併前法人等）での事象についても記載されているものがあり、また、複数の証券取引所に異なる時期に上場している企業もある。しかし第3章での分析では、非上場期間として当該会社設立以前の企業形態を含めており、また複数回の上場がある場合にはその最も早い時期の上場をもって上場年としている。したがって、図中表題の「非上場期間」は、必ずしも第3章の分析で用いた非上場期間と一致しないことに留意する必要がある。

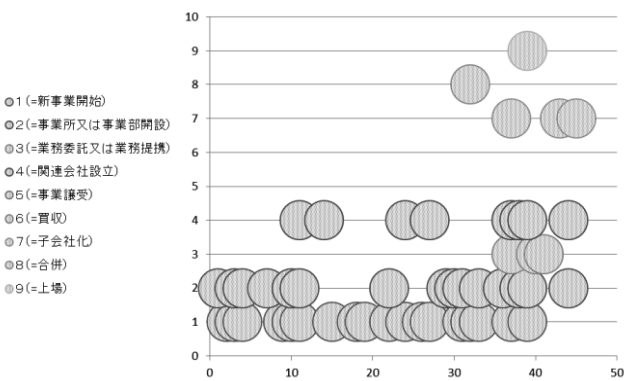
サービス業／非上場期間 45年



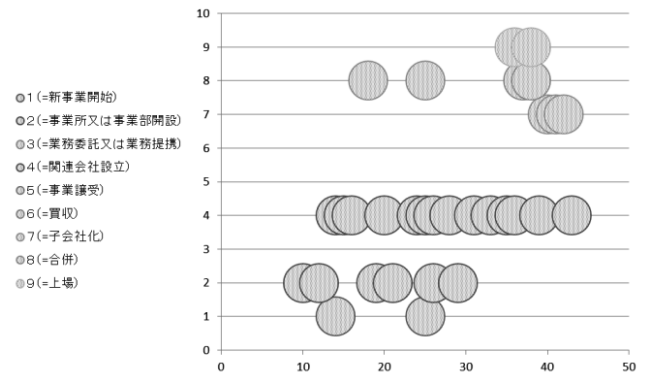
サービス業／非上場期間 37年



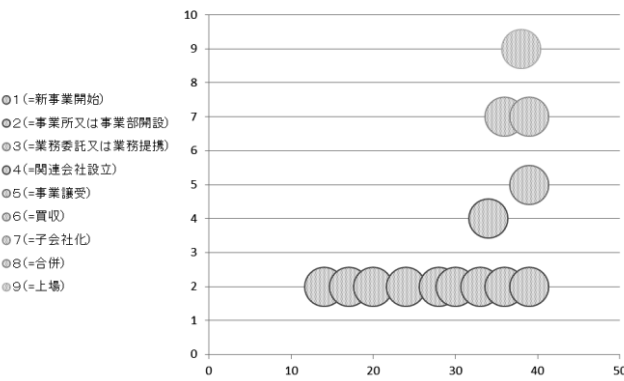
サービス業／非上場期間 43年



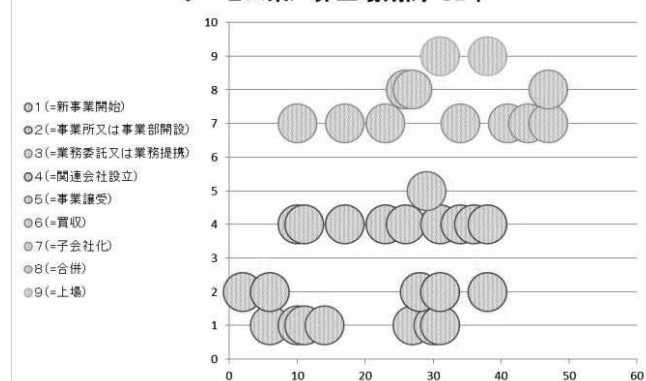
サービス業／非上場期間 36年



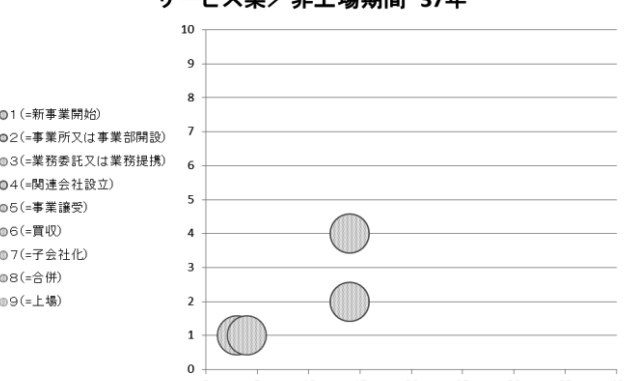
サービス業／非上場期間 38年



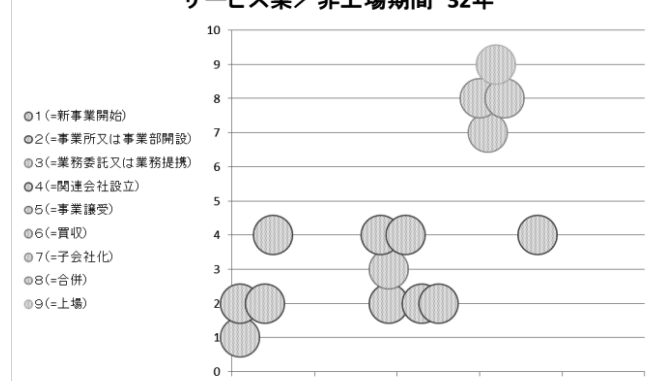
サービス業／非上場期間 32年



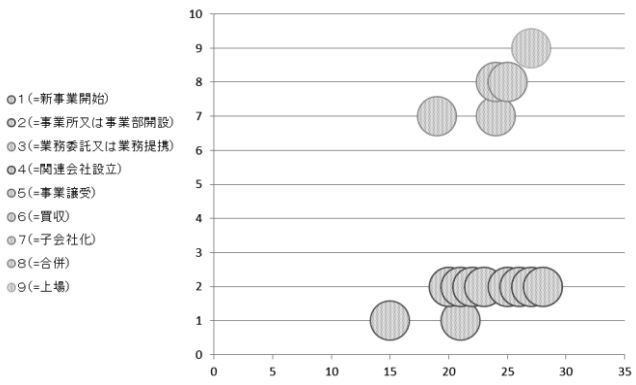
サービス業／非上場期間 37年



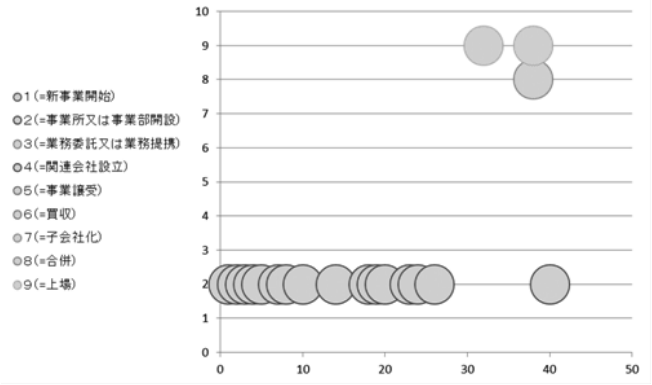
サービス業／非上場期間 32年



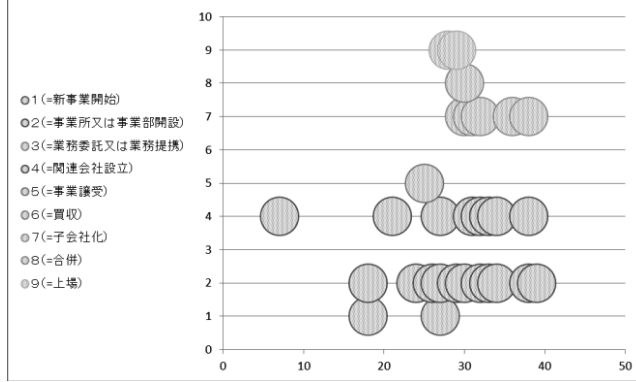
サービス業／非上場期間 28年



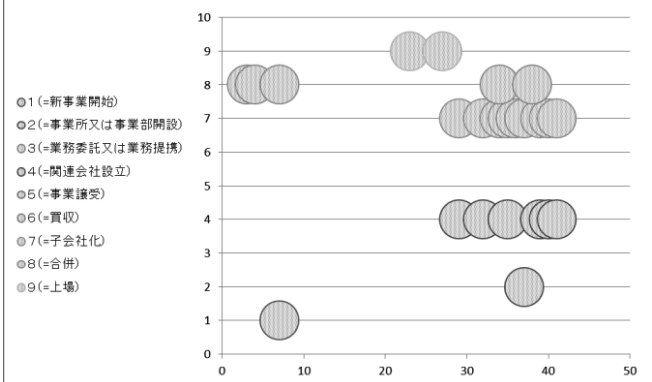
サービス業／非上場期間 25年



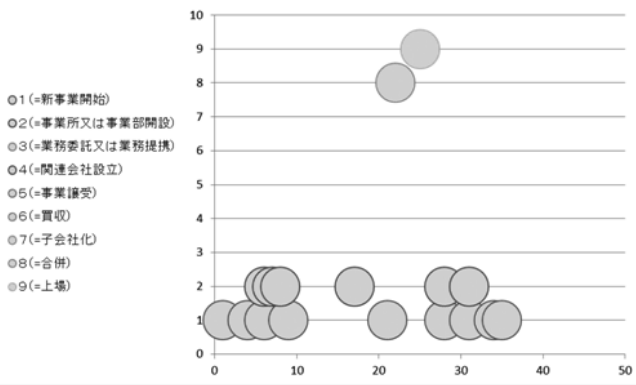
サービス業／非上場期間 28年



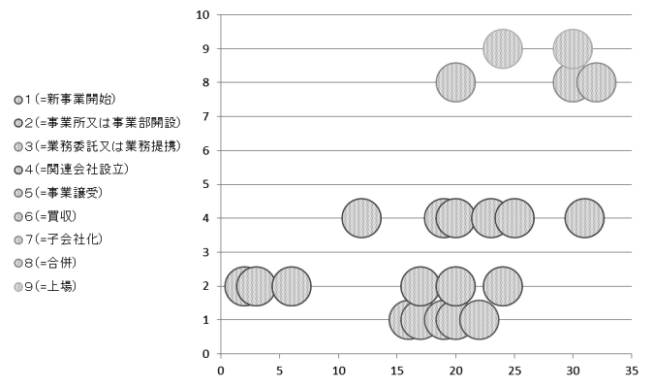
サービス業／非上場期間 23年



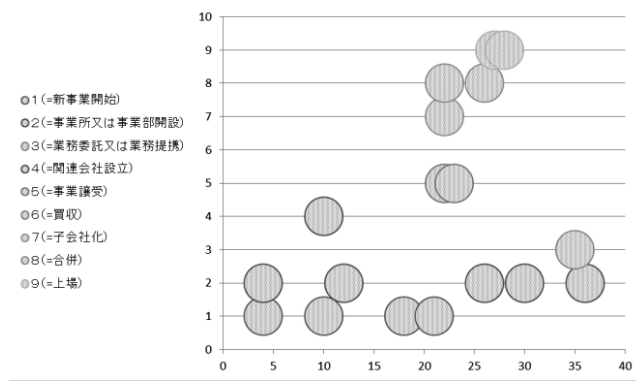
サービス業／非上場期間 25年



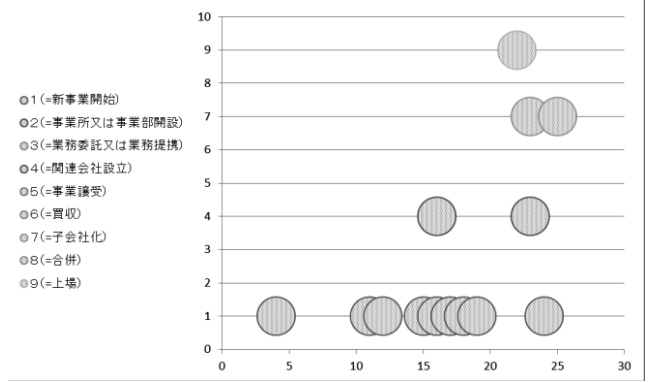
サービス業／非上場期間 21年



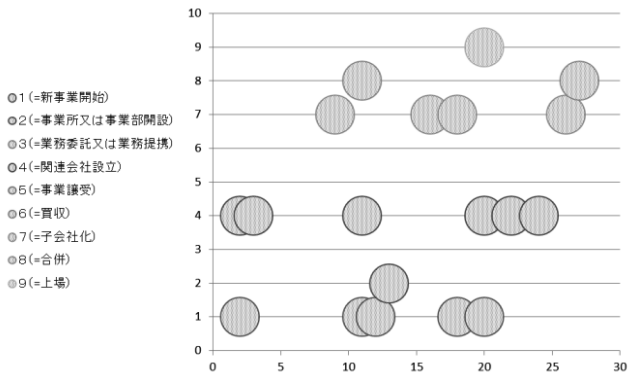
サービス業／非上場期間 25年



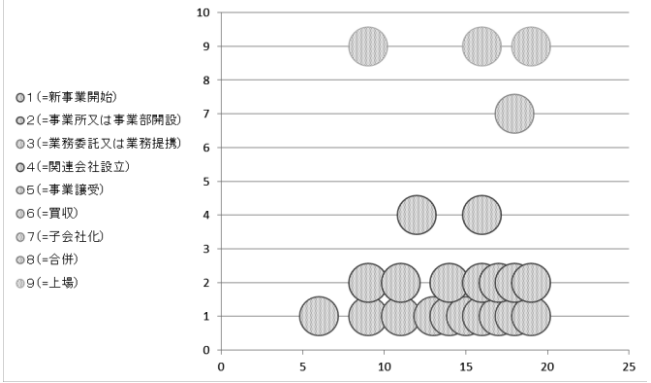
サービス業／非上場期間 21年



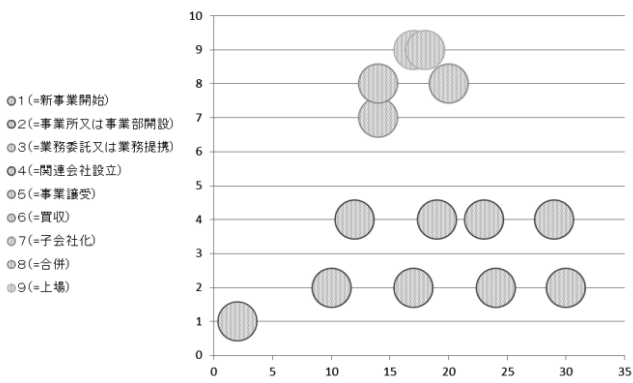
サービス業／非上場期間 20年



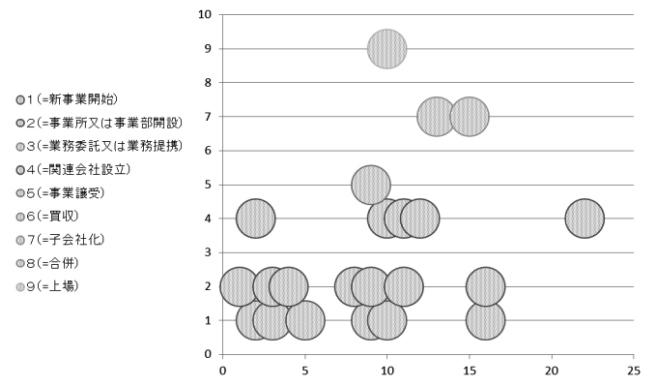
サービス業／非上場期間 10年



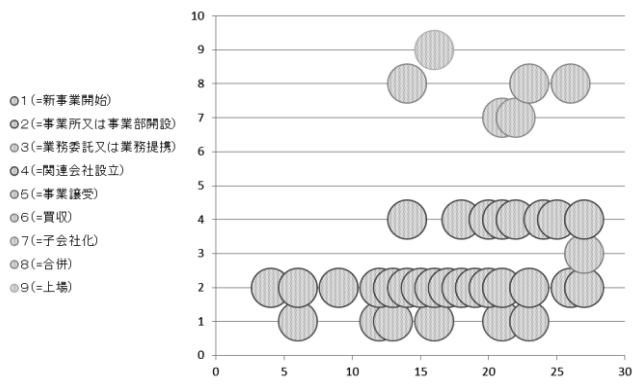
サービス業／非上場期間 17年



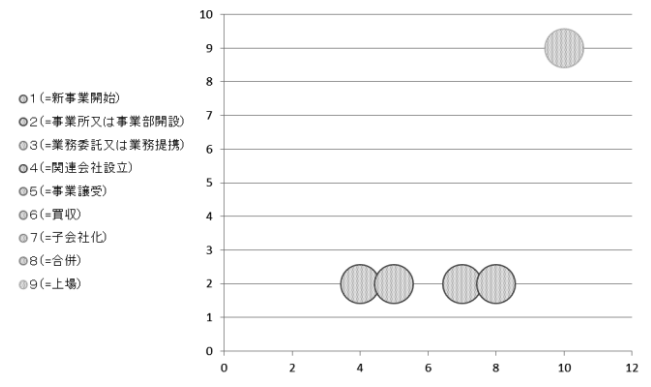
サービス業／非上場期間 10年



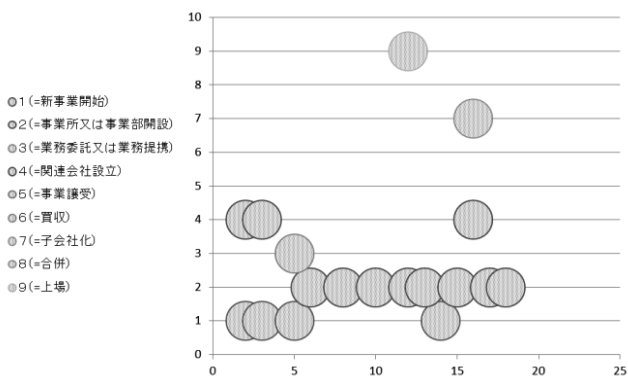
サービス業／非上場期間 16年



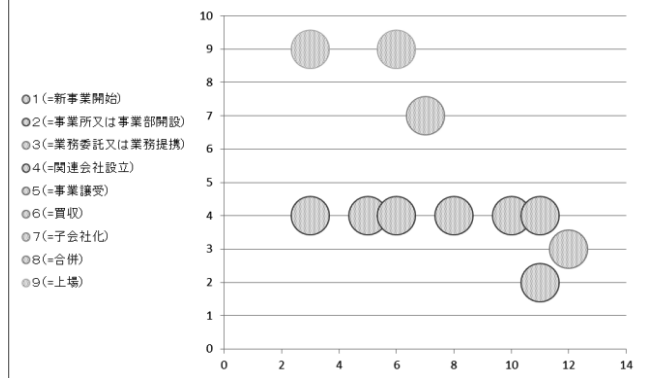
サービス業／非上場期間 10年



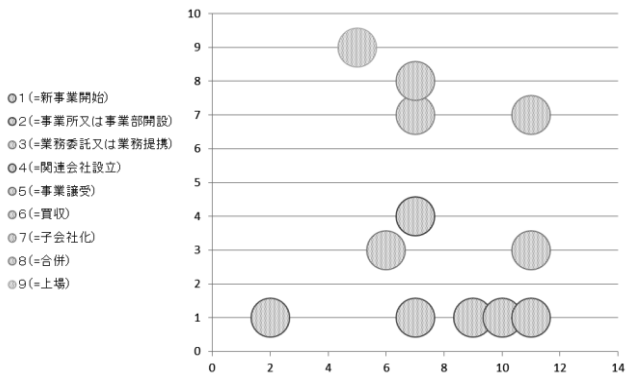
サービス業／非上場期間 12年



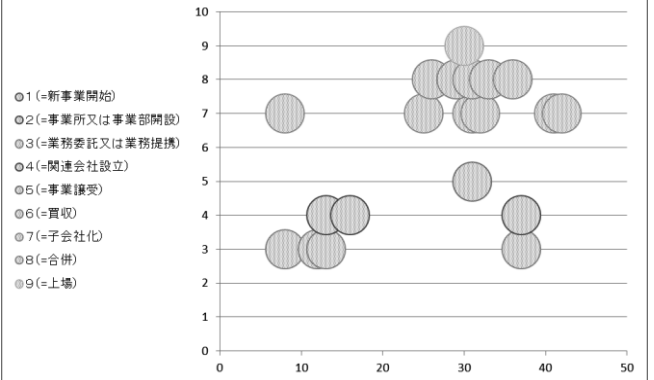
サービス業／非上場期間 9年



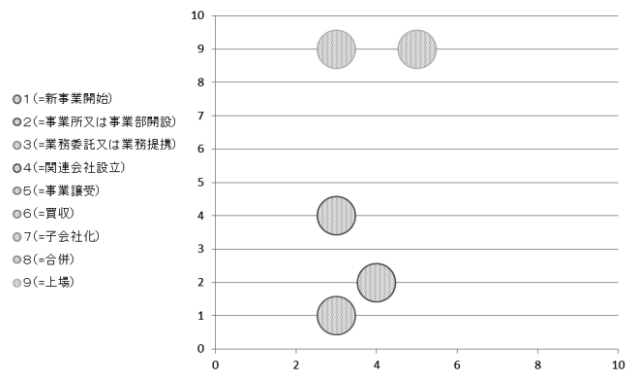
サービス業／非上場期間 5年



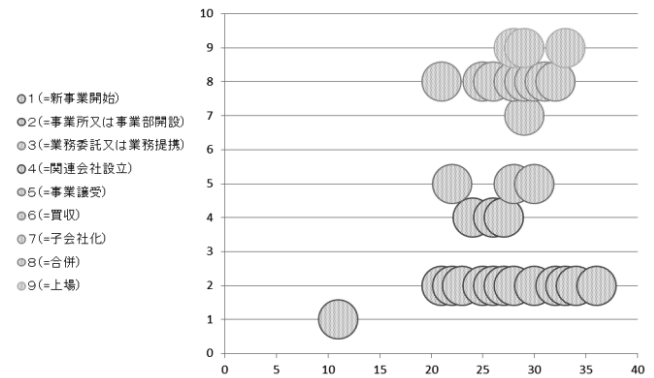
卸売業／非上場期間 83年



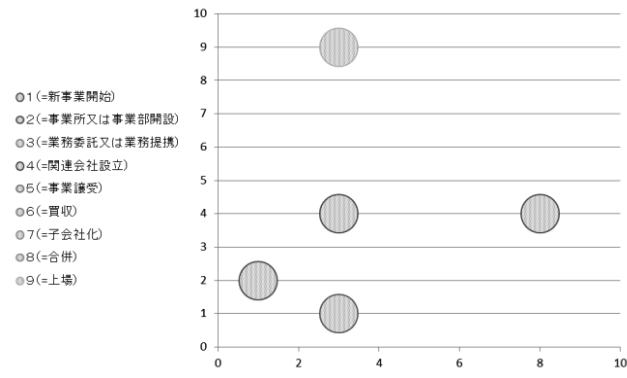
サービス業／非上場期間 4年



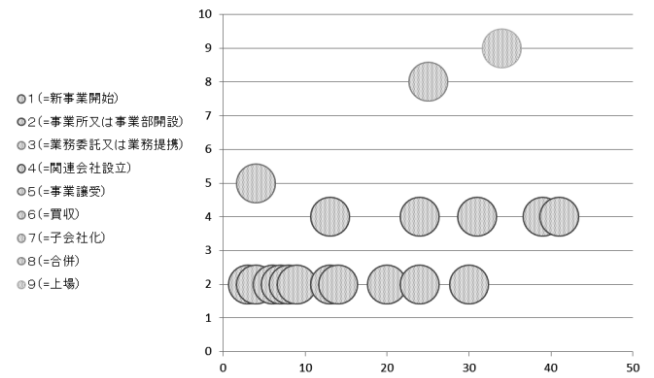
卸売業／非上場期間 82年



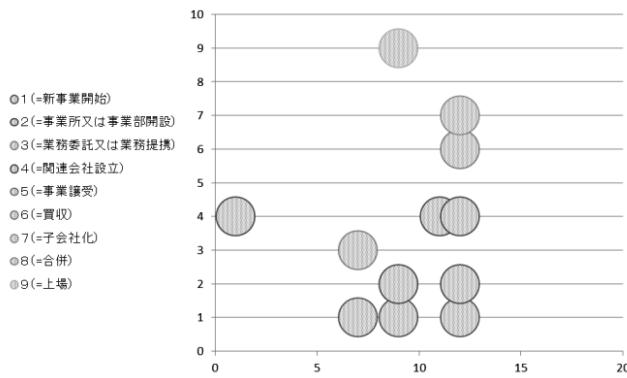
サービス業／非上場期間 3年



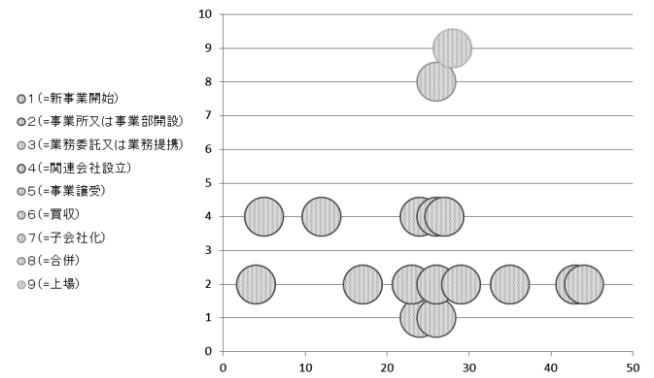
卸売業／非上場期間 78年



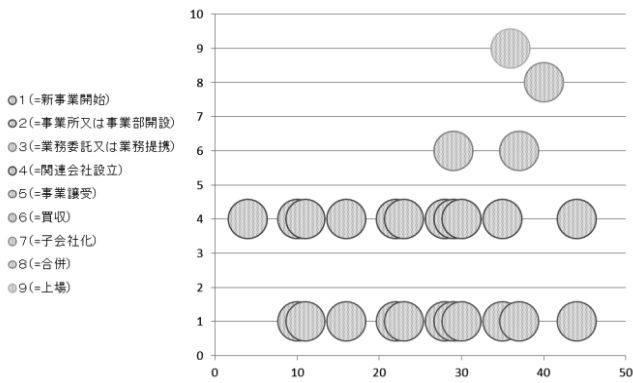
サービス業／非上場期間 2年



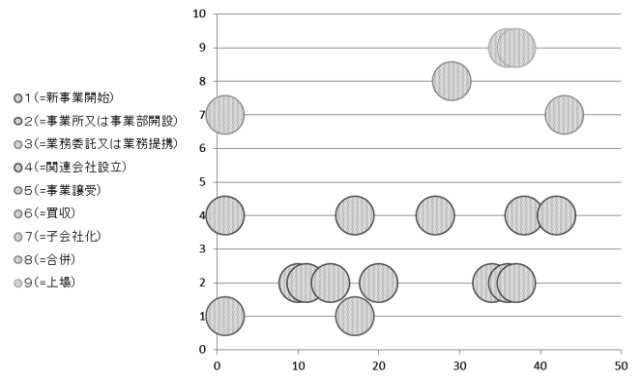
卸売業／非上場期間 77年



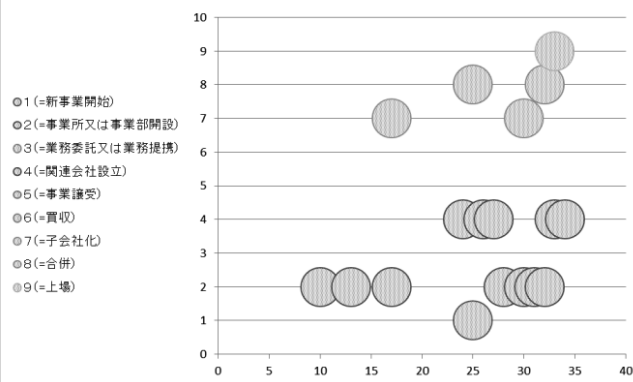
卸売業／非上場期間 64年



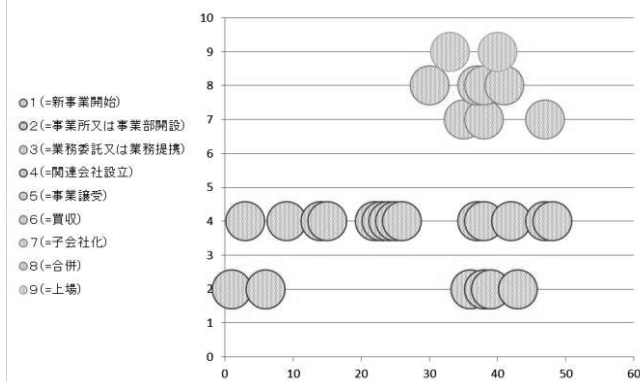
卸売業／非上場期間 54年



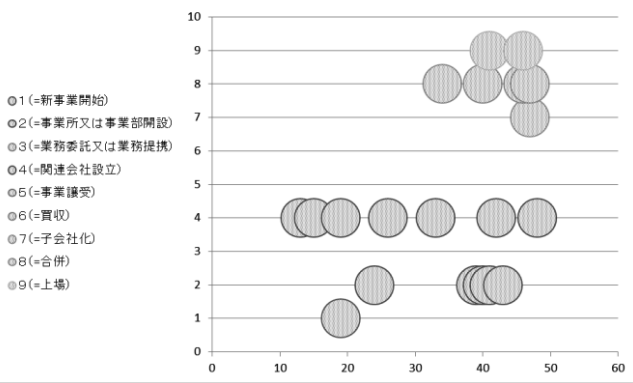
卸売業／非上場期間 62年



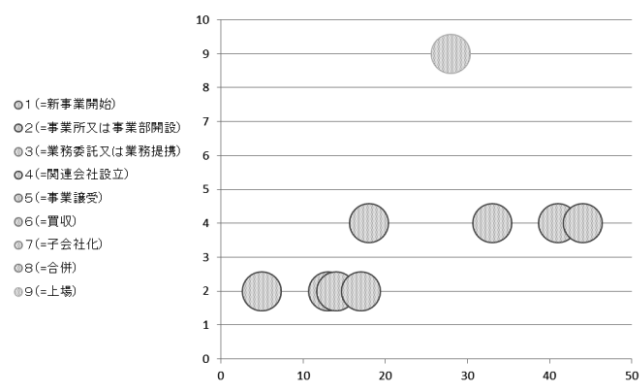
卸売業／非上場期間 52年



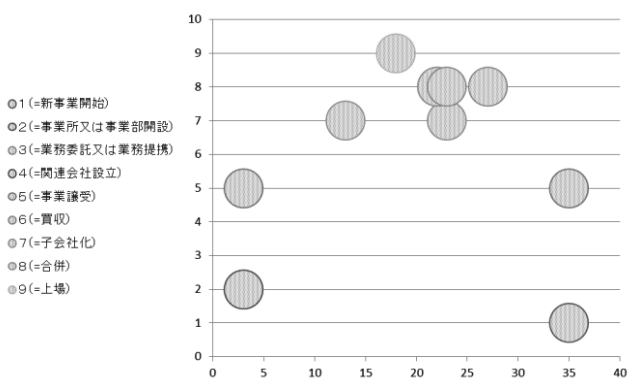
卸売業／非上場期間 58年



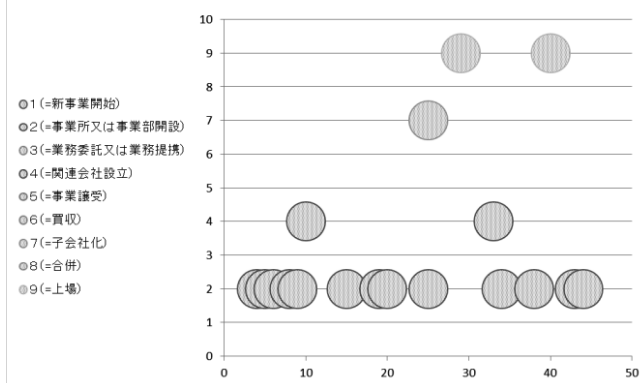
卸売業／非上場期間 50年



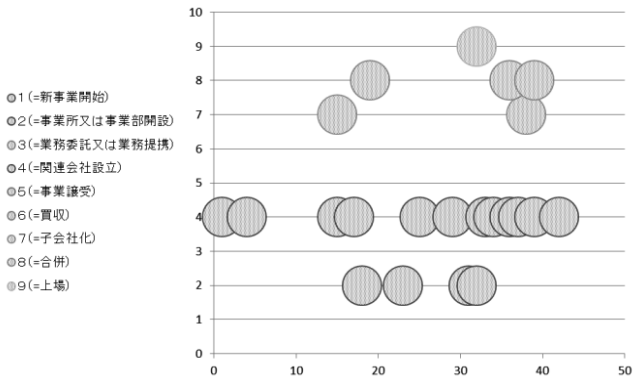
卸売業／非上場期間 58年



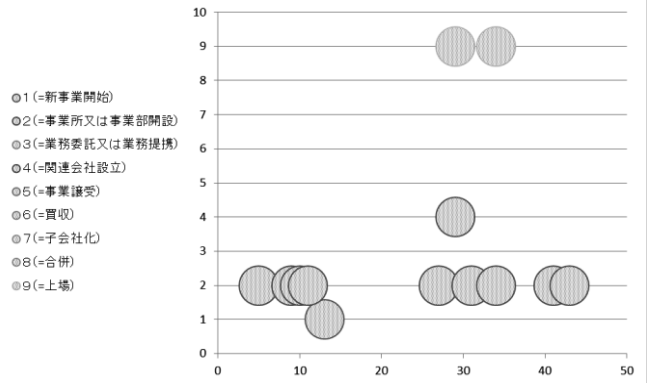
卸売業／非上場期間 48年



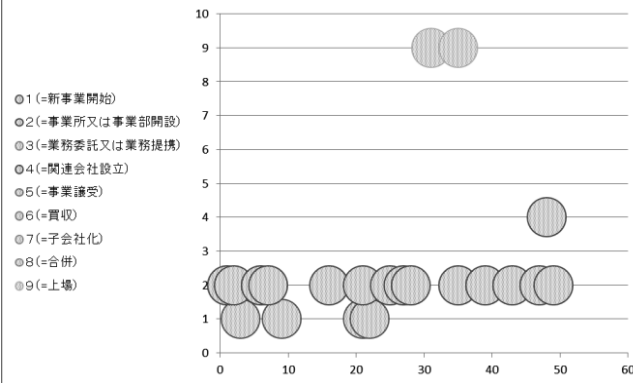
卸売業／非上場期間 47年



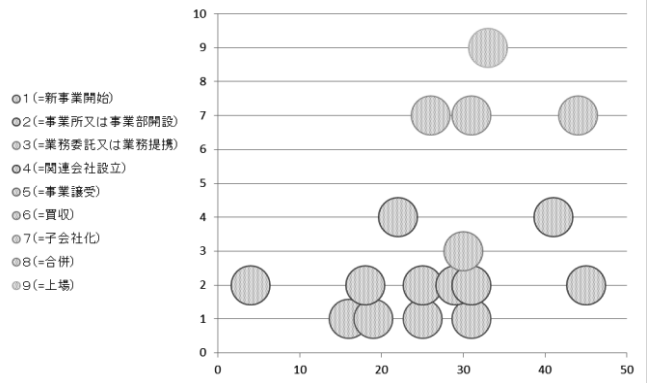
卸売業／非上場期間 34年



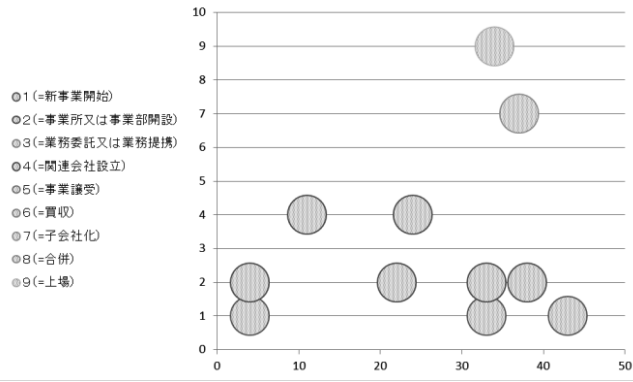
卸売業／非上場期間 42年



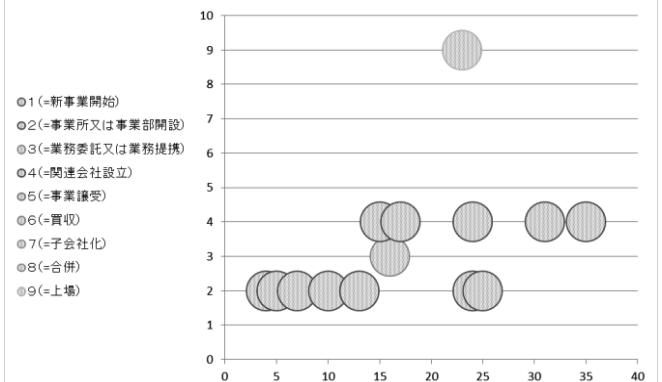
卸売業／非上場期間 33年



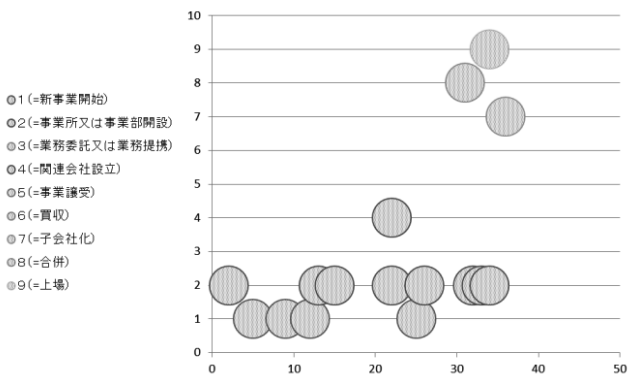
卸売業／非上場期間 42年



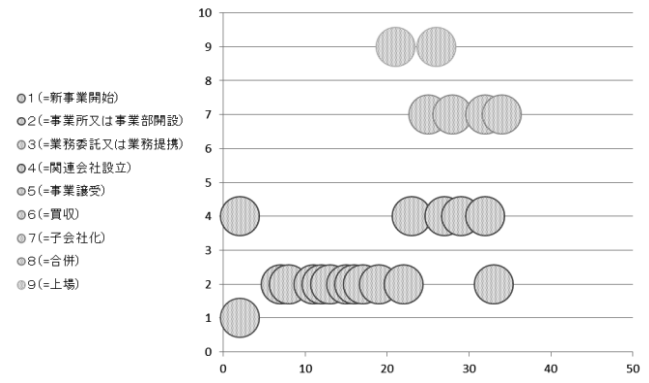
卸売業／非上場期間 23年



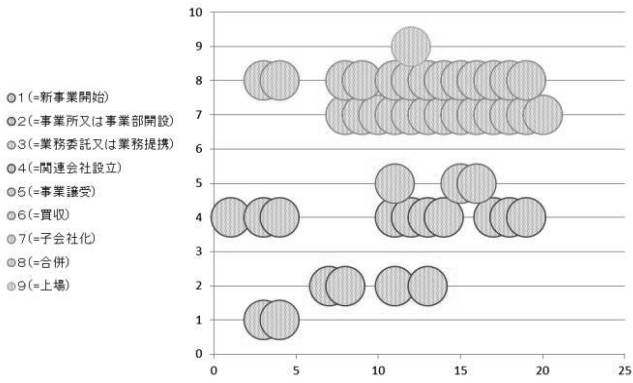
卸売業／非上場期間 35年



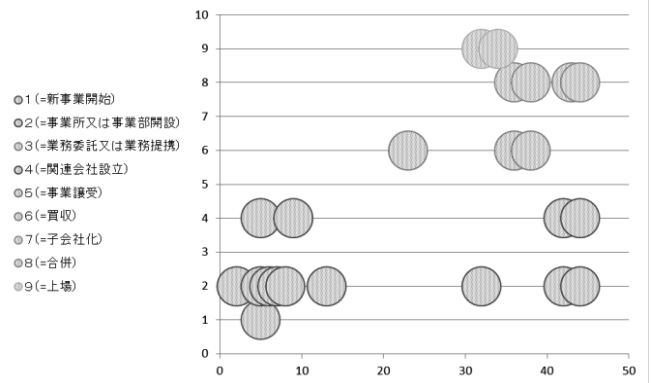
卸売業／非上場期間 18年



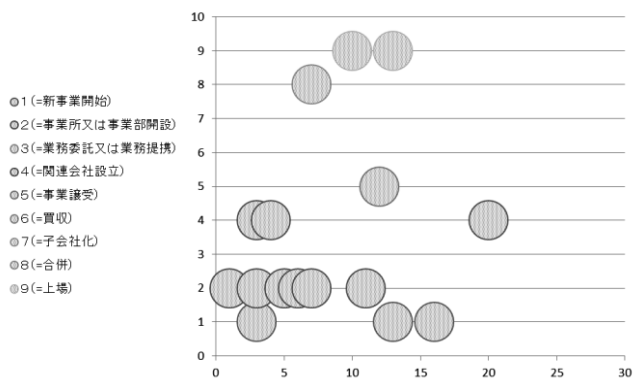
卸売業／非上場期間 13年



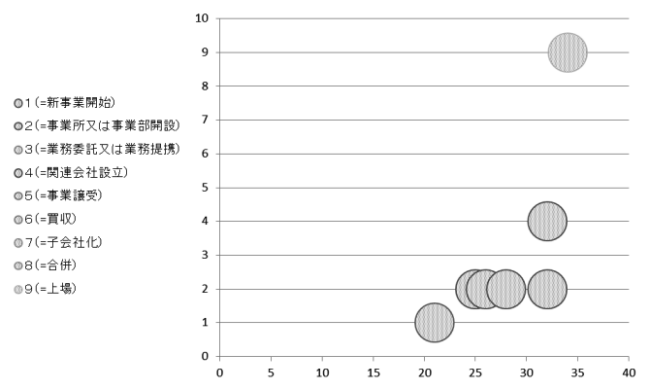
小売業／非上場期間 42年



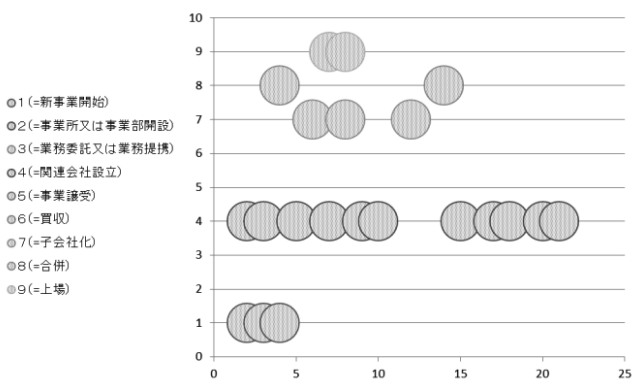
卸売業／非上場期間 10年



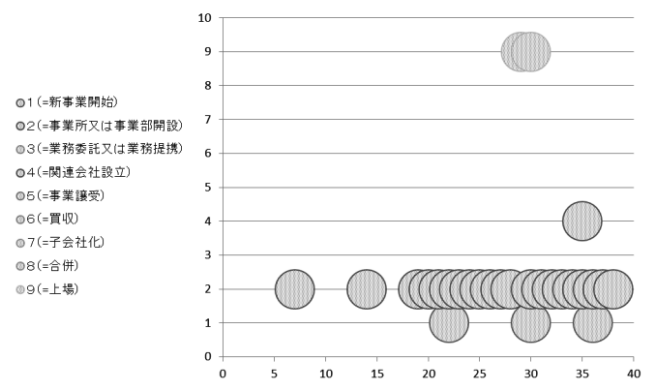
小売業／非上場期間 34年



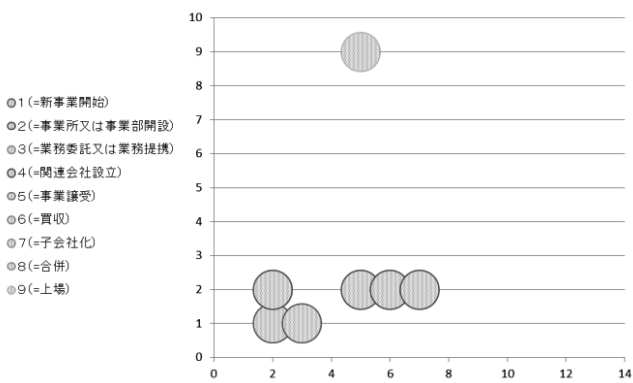
卸売業／非上場期間 7年



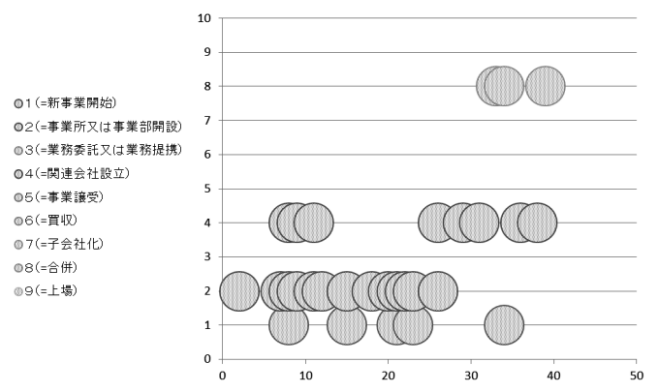
小売業／非上場期間 29年



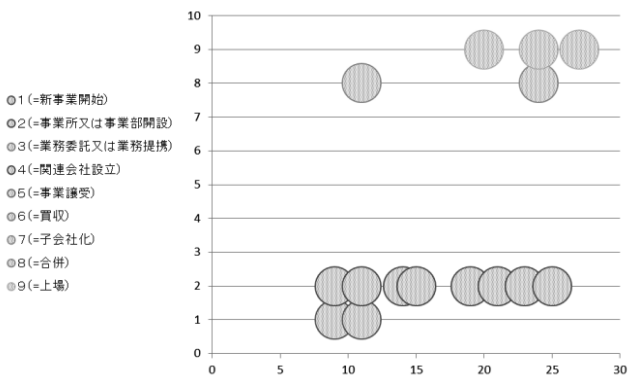
卸売業／非上場期間 5年



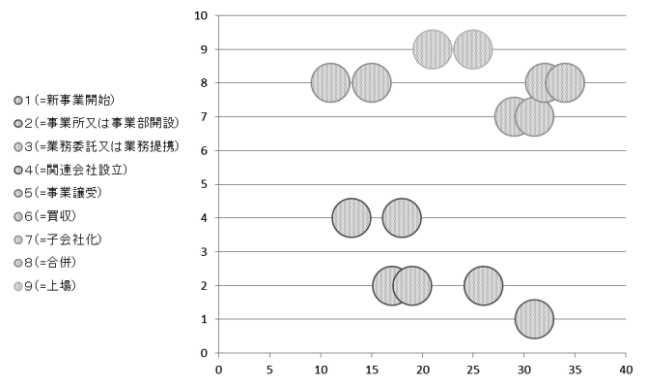
小売業／非上場期間 28年



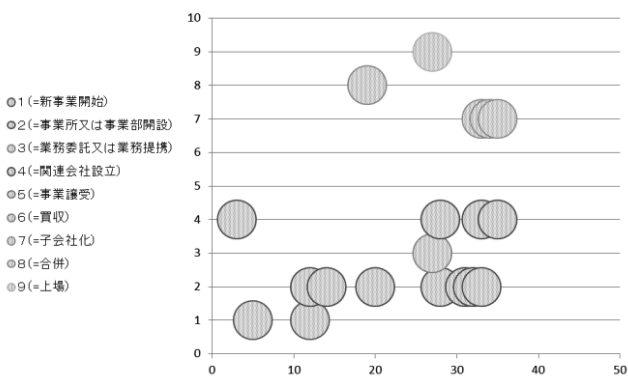
小売業／非上場期間 25年



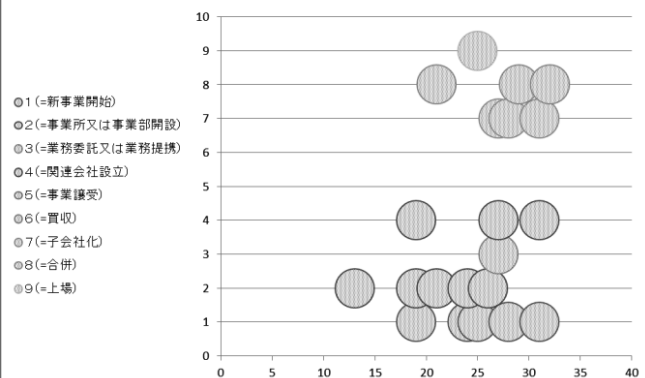
小売業／非上場期間 17年



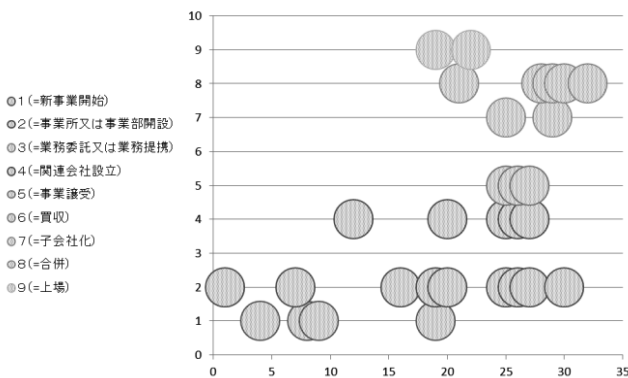
小売業／非上場期間 24年



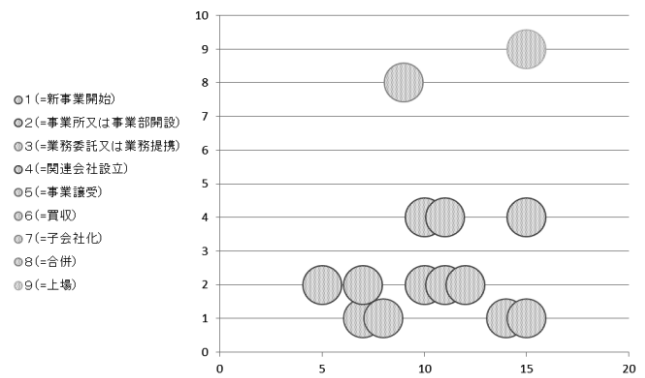
小売業／非上場期間 16年



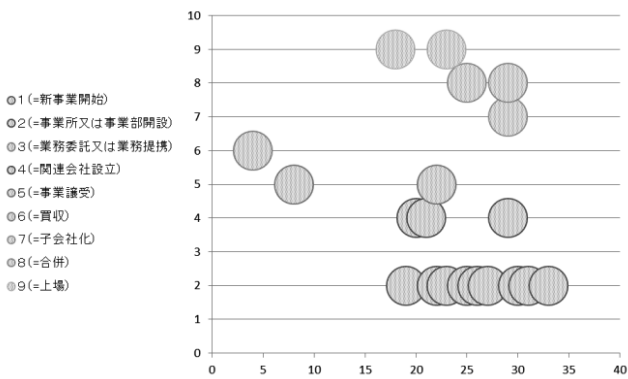
小売業／非上場期間 19年



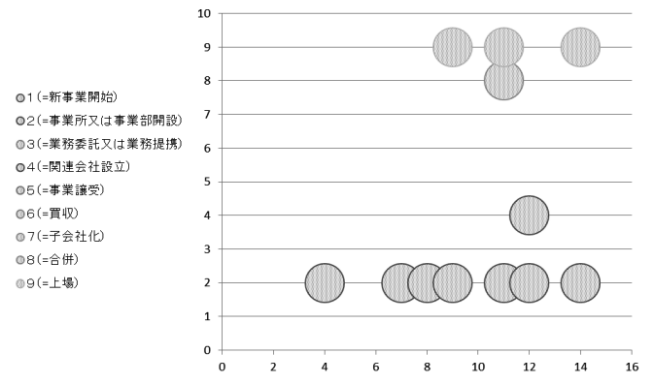
小売業／非上場期間 15年



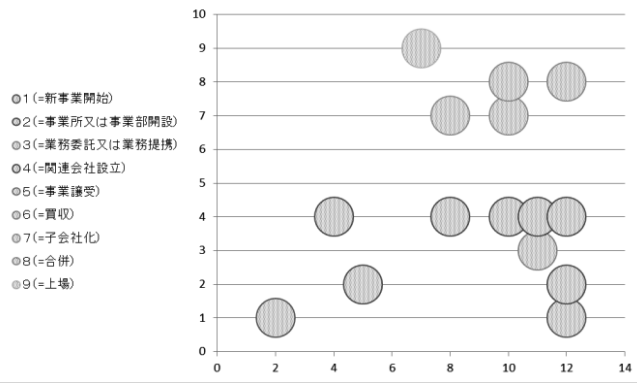
小売業／非上場期間 18年



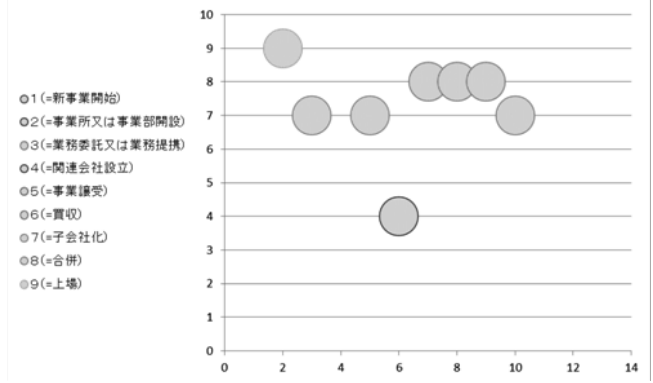
小売業／非上場期間 7年



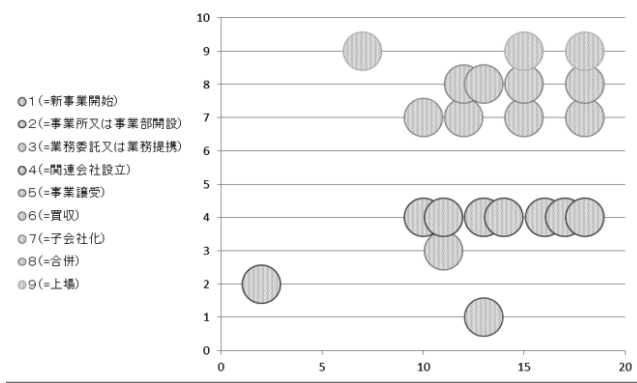
小売業／非上場期間 7年



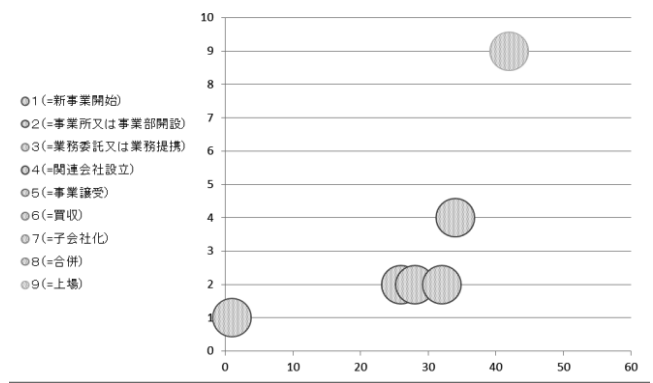
小売業／非上場期間 0年



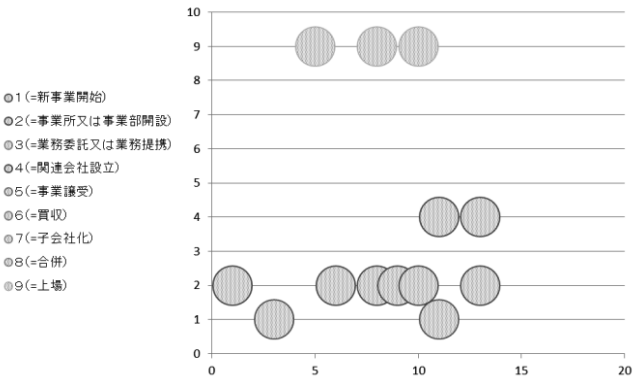
小売業／非上場期間 7年



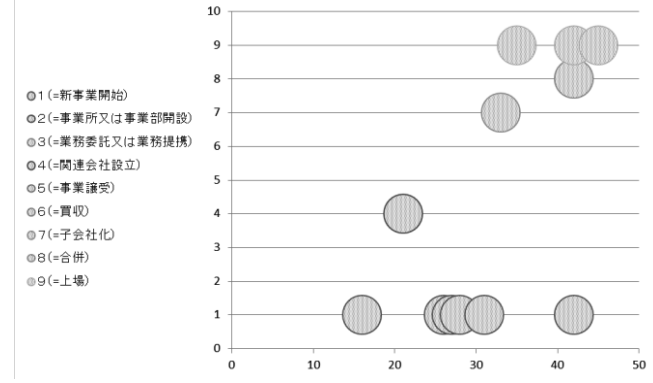
情報・通信／非上場期間 44年



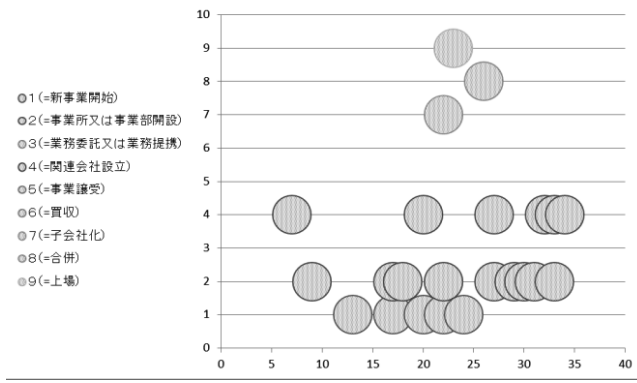
小売業／非上場期間 6年



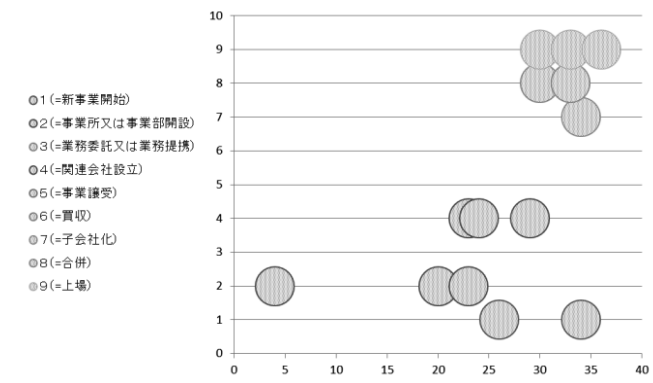
情報・通信／非上場期間 35年



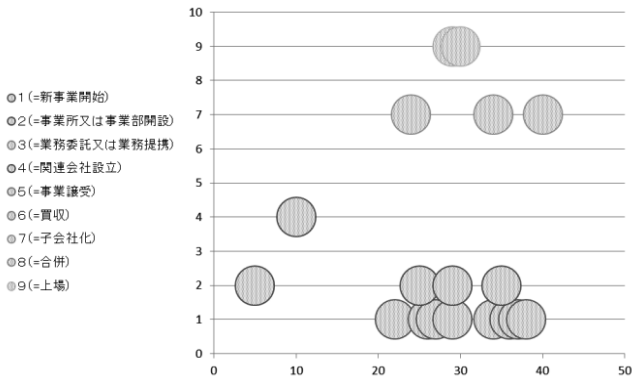
小売業／非上場期間 3年



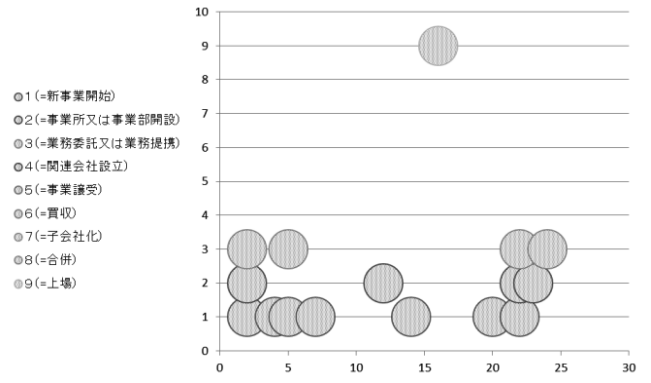
情報・通信／非上場期間 29年



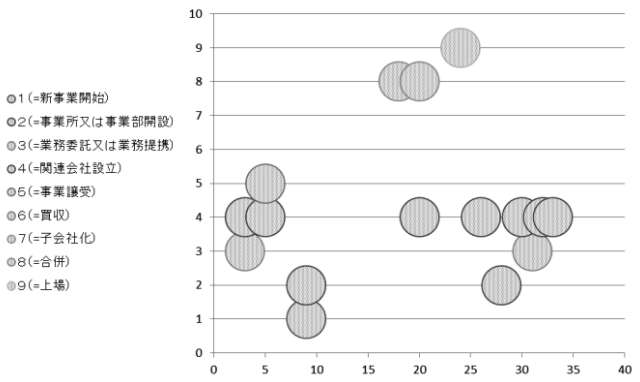
情報・通信／非上場期間 28年



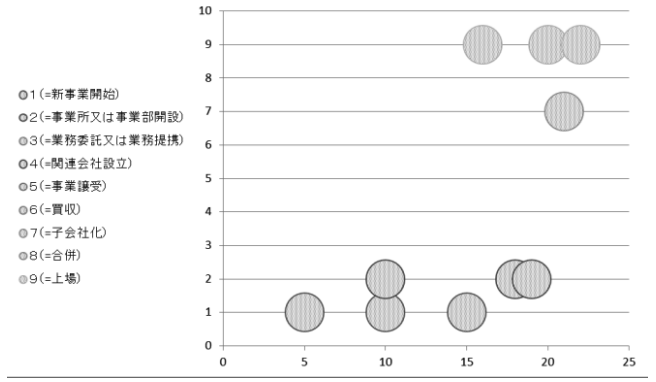
情報・通信／非上場期間 17年



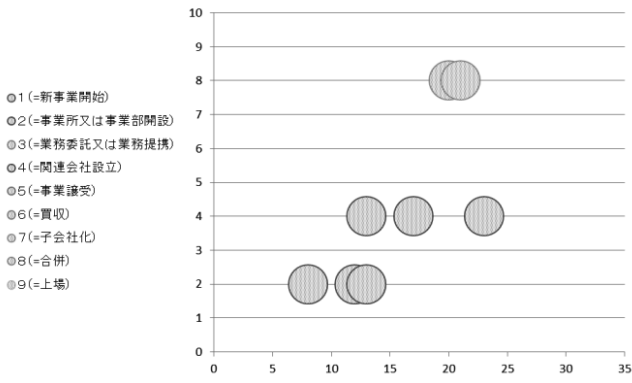
情報・通信／非上場期間 20年



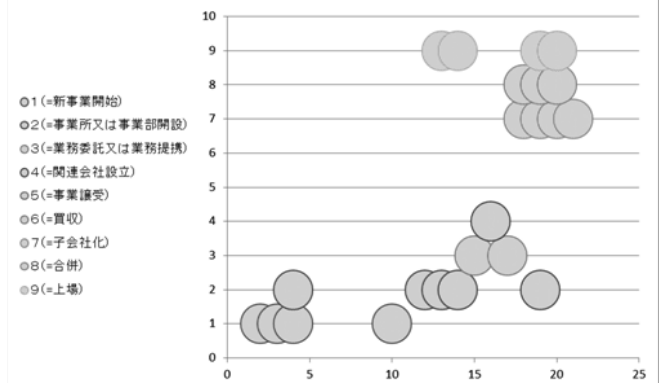
情報・通信／非上場期間 16年



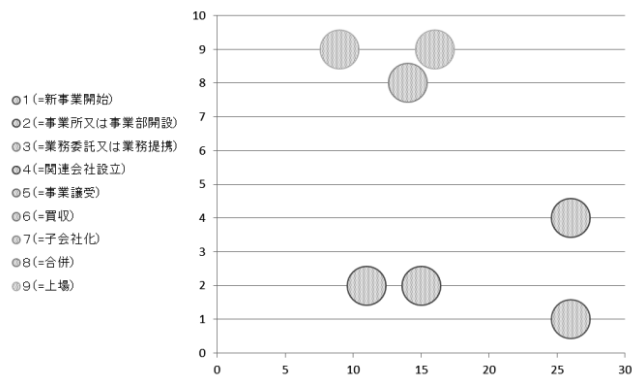
情報・通信／非上場期間 18年



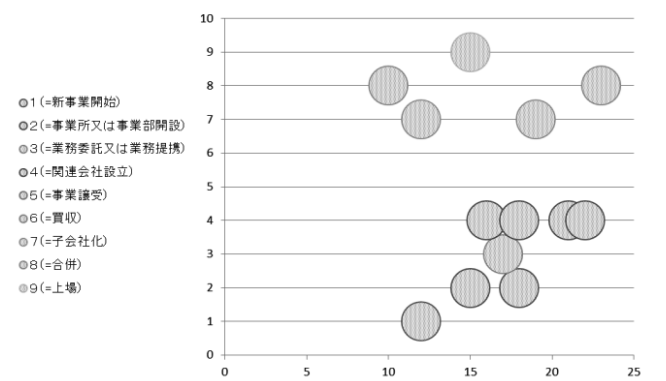
情報・通信／非上場期間 14年



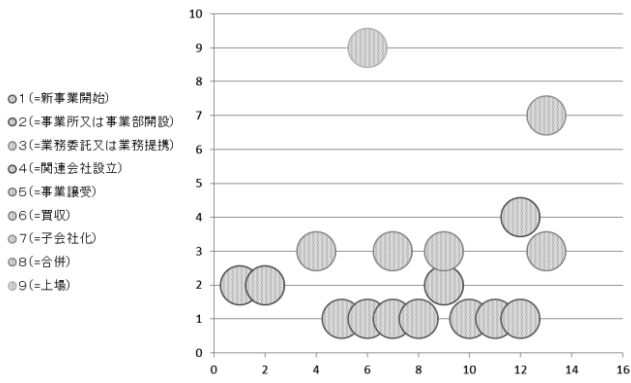
情報・通信／非上場期間 17年



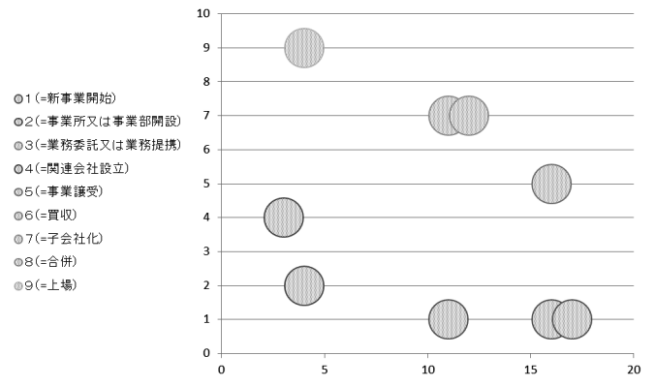
情報・通信／非上場期間 14年



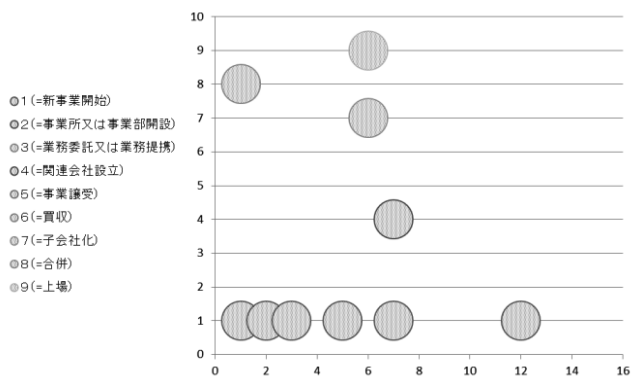
情報・通信／非上場期間 7年



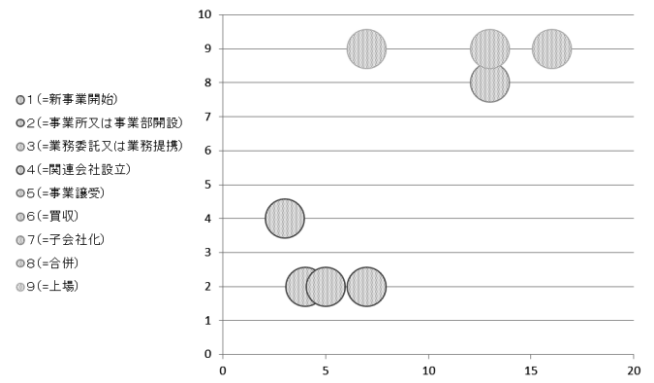
情報・通信／非上場期間 4年



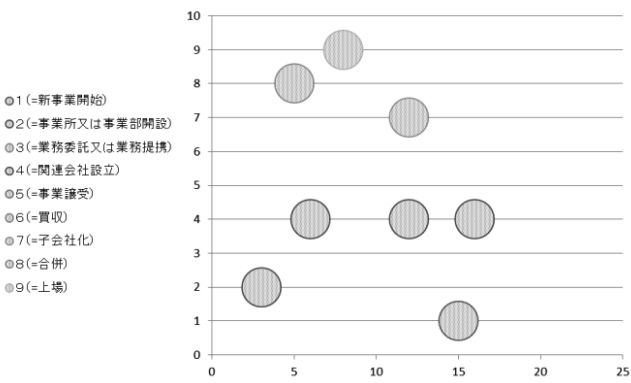
情報・通信／非上場期間 6年



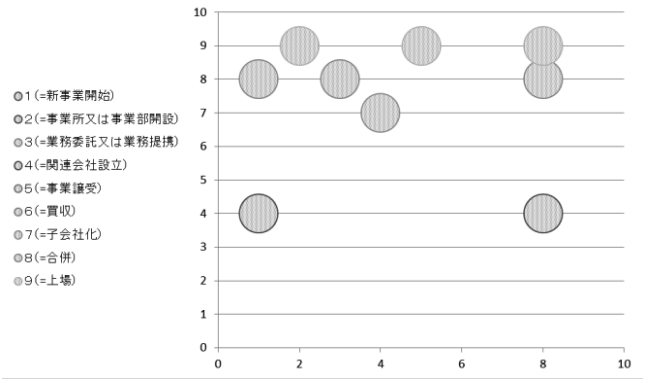
情報・通信／非上場期間 4年



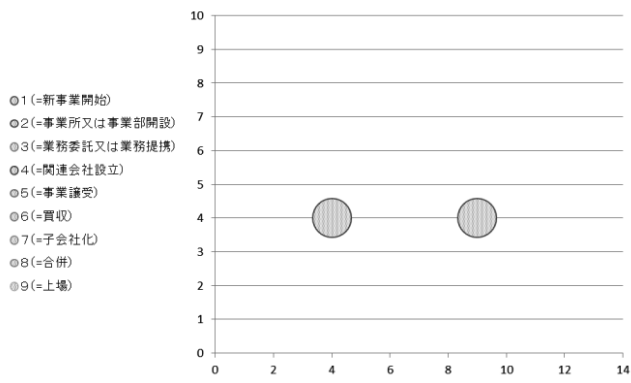
情報・通信／非上場期間 5年



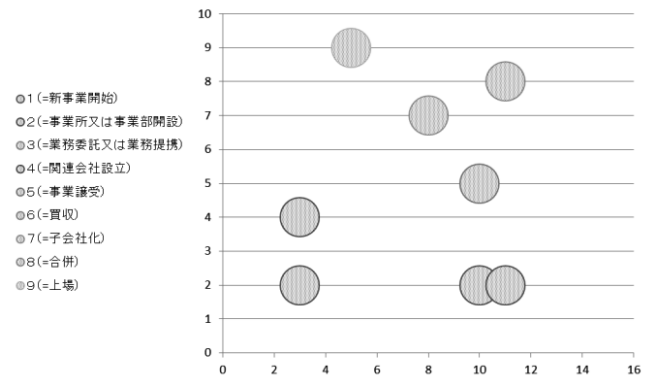
情報・通信／非上場期間 2年

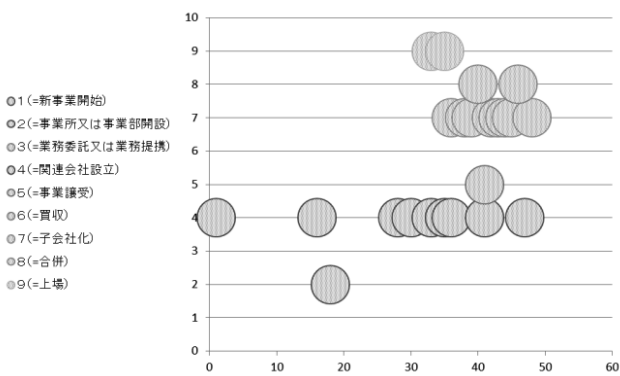
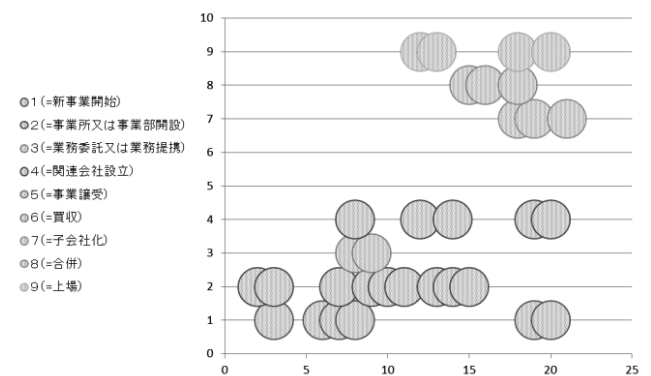
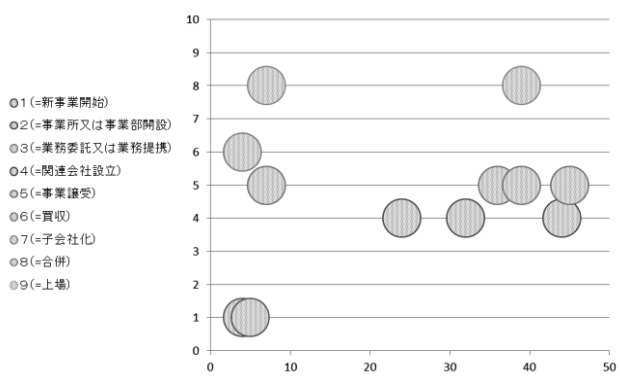
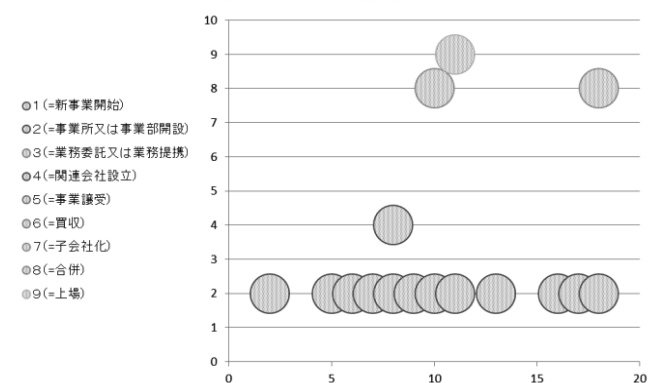
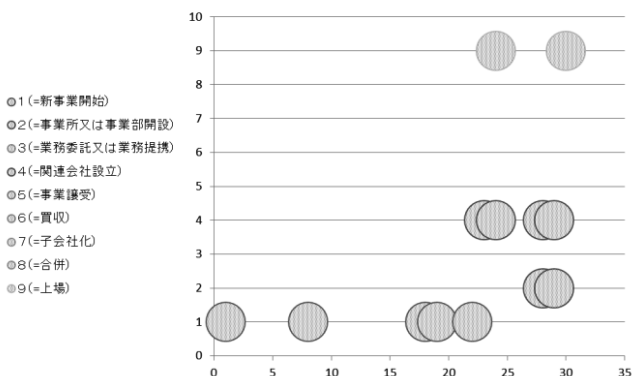
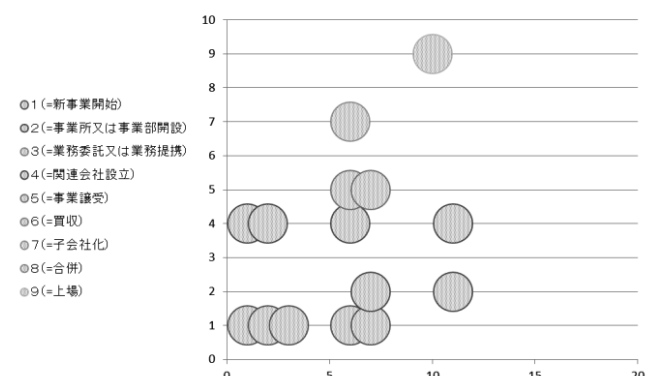
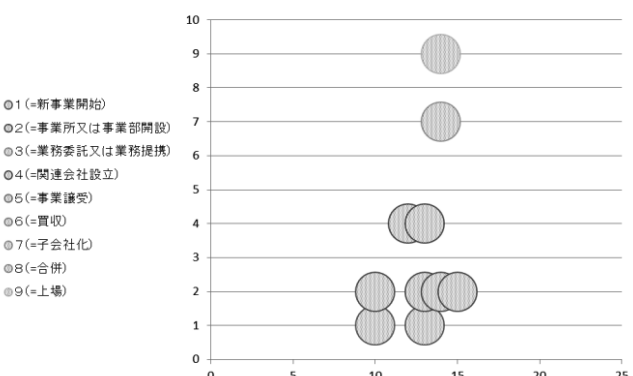
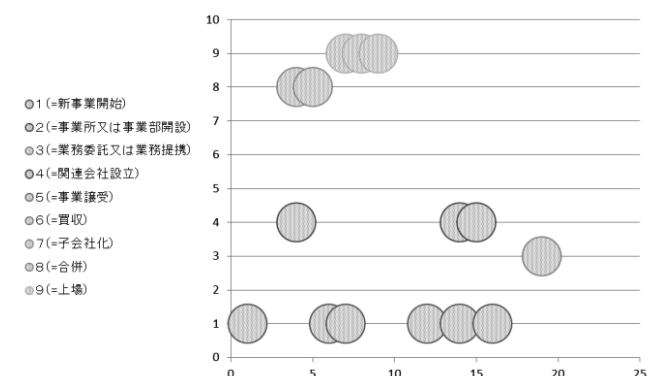


情報・通信／非上場期間 5年

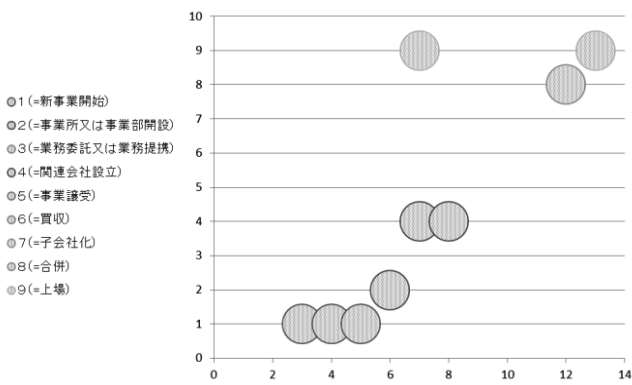


情報・通信／非上場期間 2年

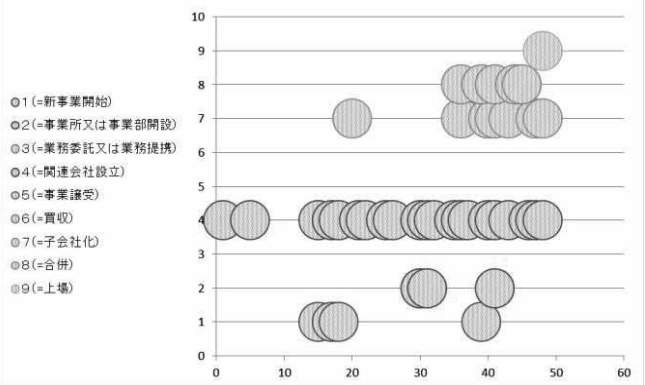


建設業／非上場期間 32年**不動産業／非上場期間 12年****建設業／非上場期間 17年****不動産業／非上場期間 11年****不動産業／非上場期間 25年****不動産業／非上場期間 10年****不動産業／非上場期間 15年****不動産業／非上場期間 7年**

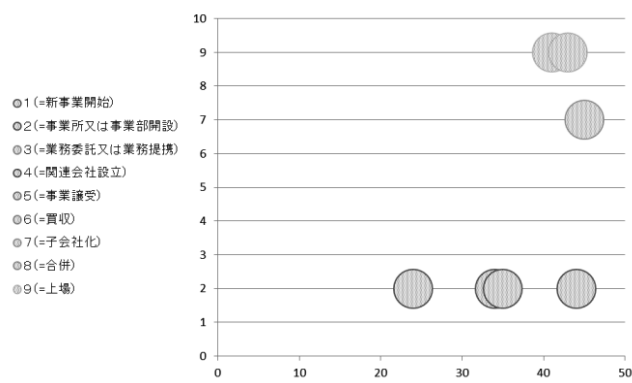
不動産業／非上場期間 7年



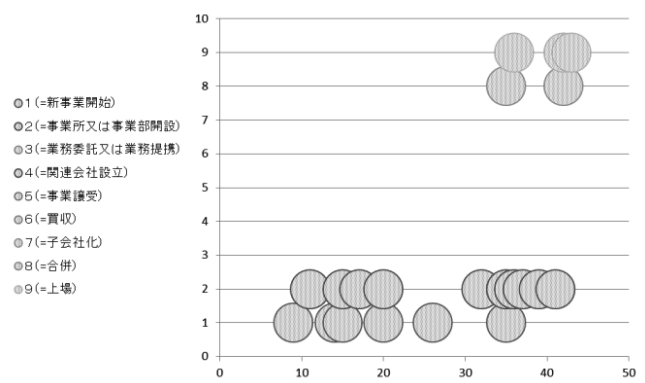
陸運業／非上場期間 68年



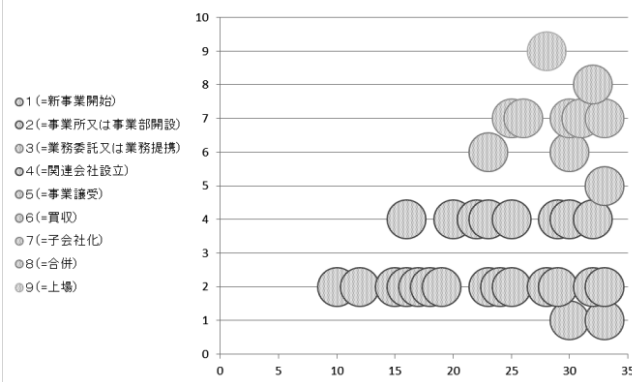
倉庫・運輸関連業／非上場期間 40年



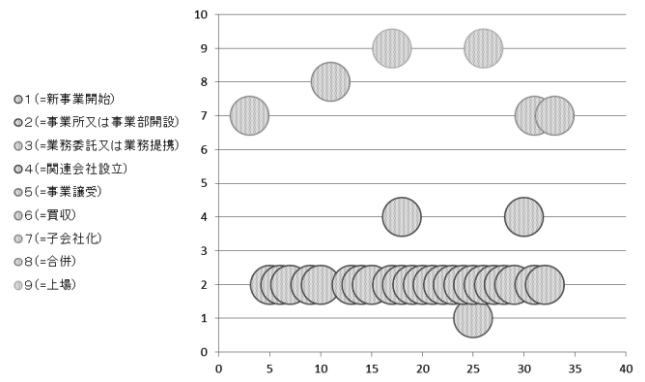
陸運業／非上場期間 61年



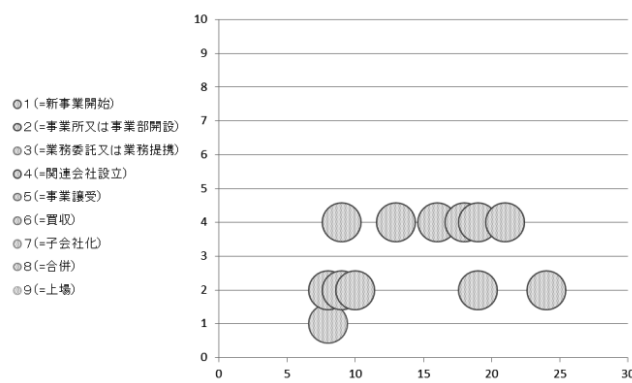
倉庫・運輸関連業／非上場期間 28年



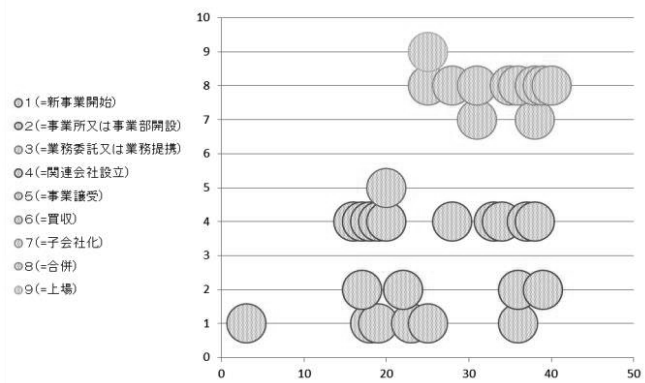
陸運業／非上場期間 17年



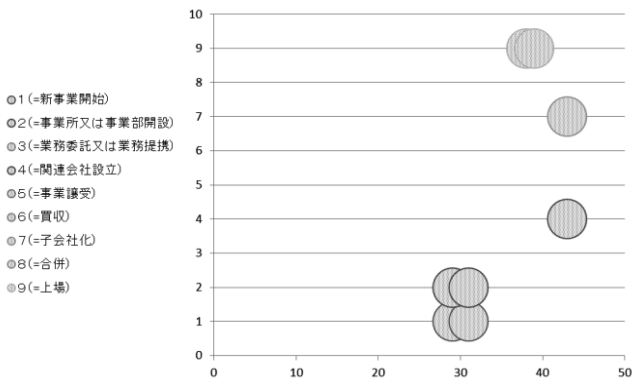
倉庫・運輸関連業／非上場期間 19年



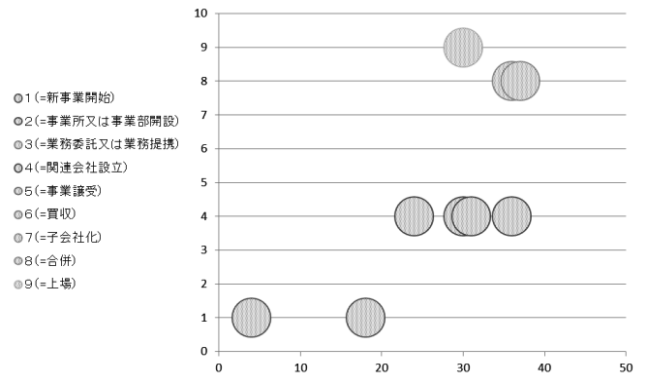
陸運業／非上場期間 9年



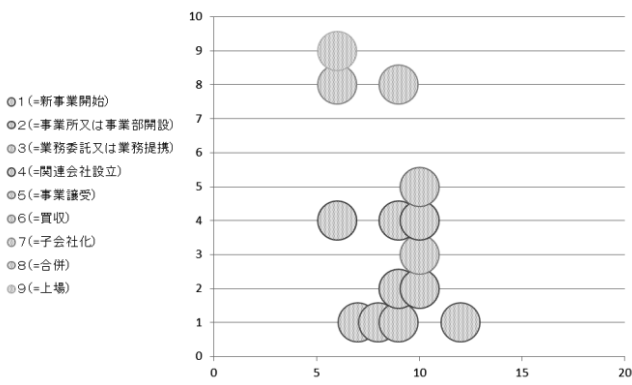
金融系／非上場期間 62年



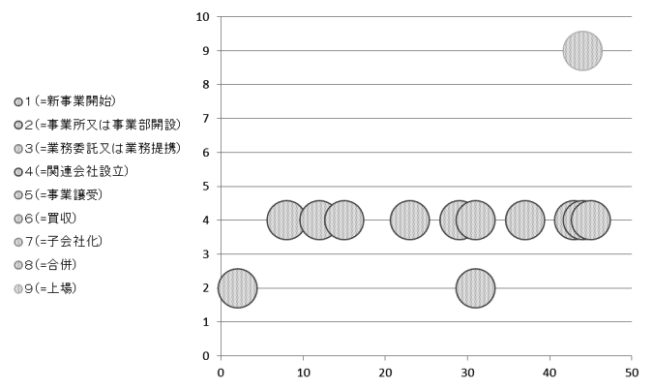
化学／非上場期間 80年



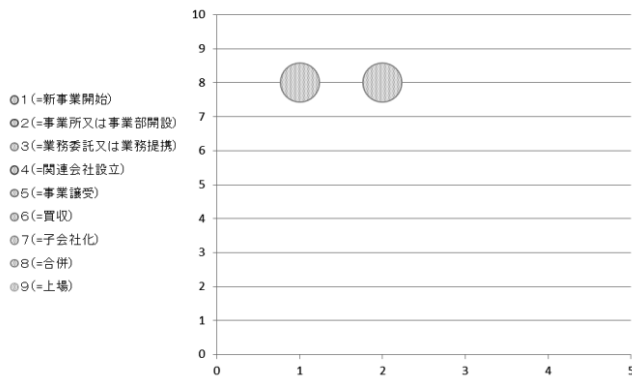
金融系／非上場期間 7年



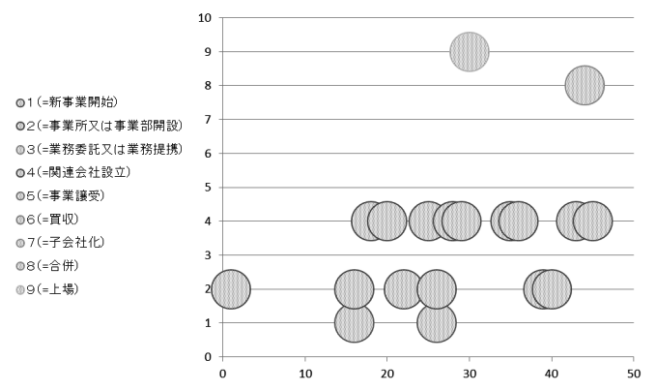
化学／非上場期間 66年



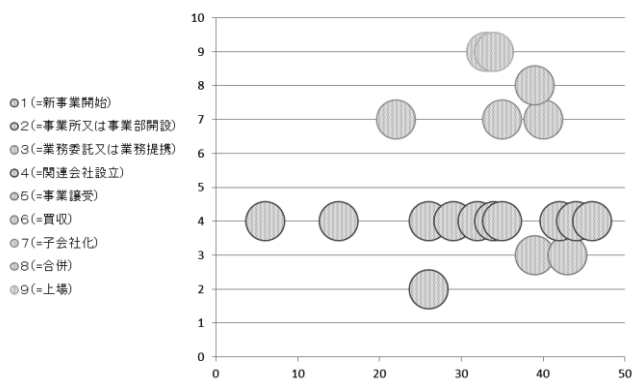
金融系／非上場期間 0年



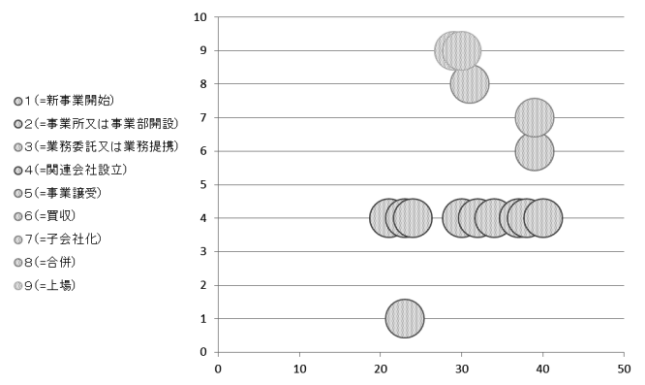
化学／非上場期間 64年



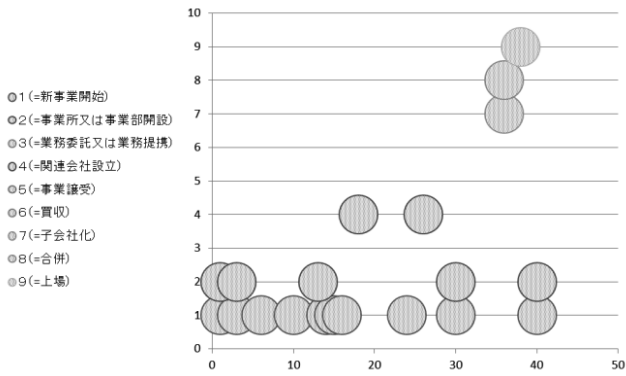
化学／非上場期間 80年



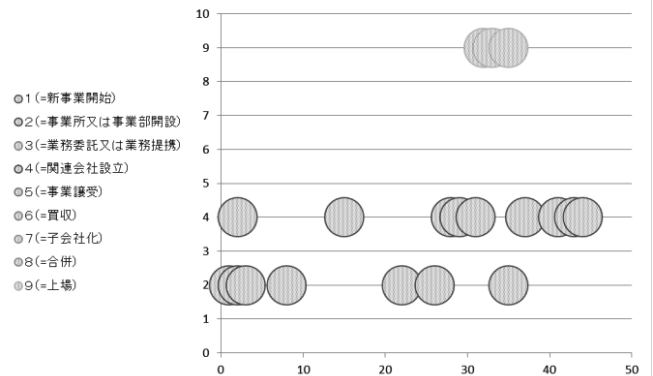
化学／非上場期間 55年



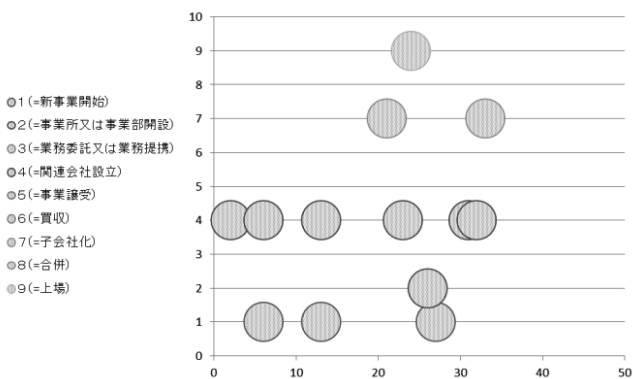
化学／非上場期間 48年



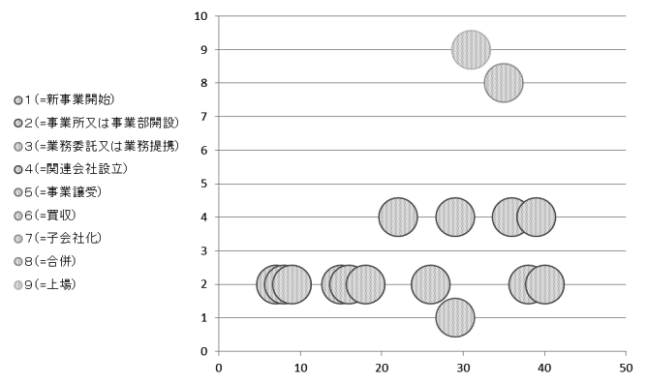
化学／非上場期間 43年



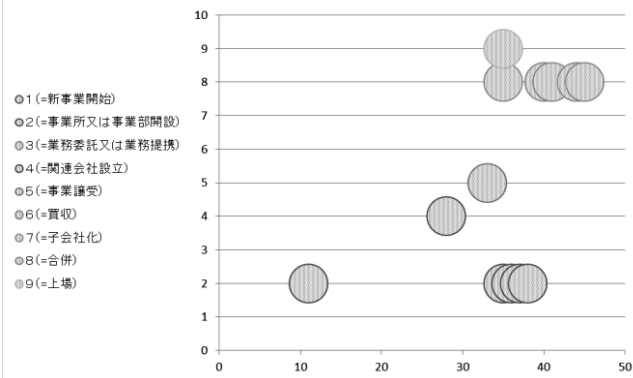
化学／非上場期間 47年



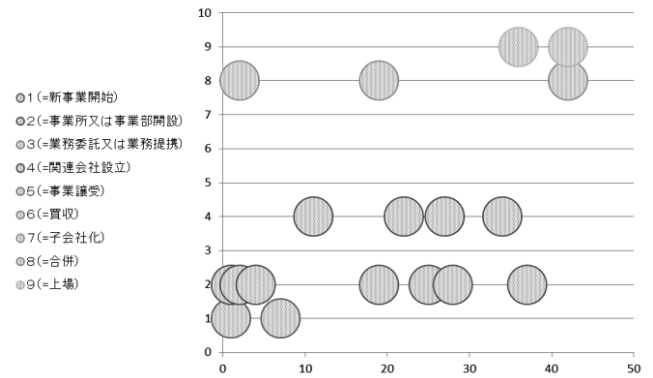
化学／非上場期間 40年



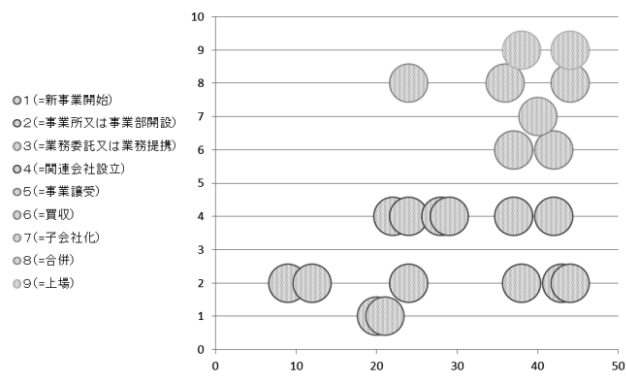
化学／非上場期間 47年



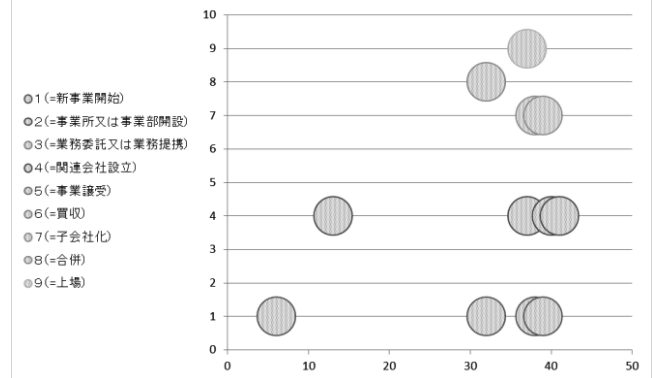
化学／非上場期間 39年



化学／非上場期間 44年

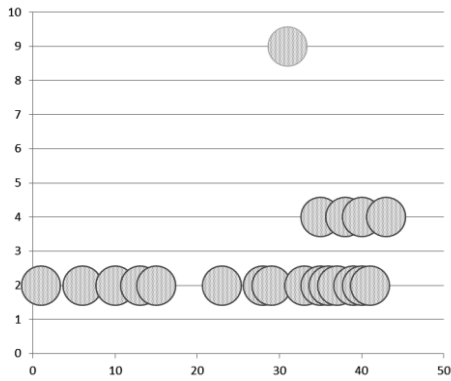


化学／非上場期間 37年



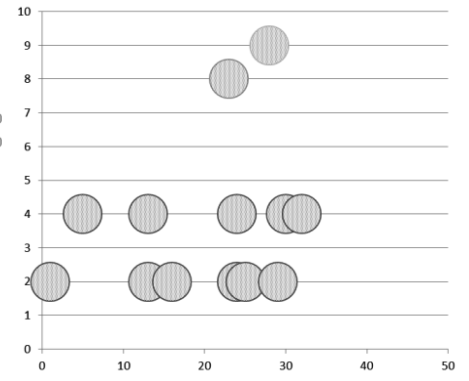
化学／非上場期間 36年

- ◎1 (=新事業開始)
- ◎2 (=事業所又は事業部開設)
- ◎3 (=業務委託又は業務提携)
- ◎4 (=関連会社設立)
- ◎5 (=事業譲受)
- ◎6 (=買収)
- ◎7 (=子会社化)
- ◎8 (=合併)
- ◎9 (=上場)



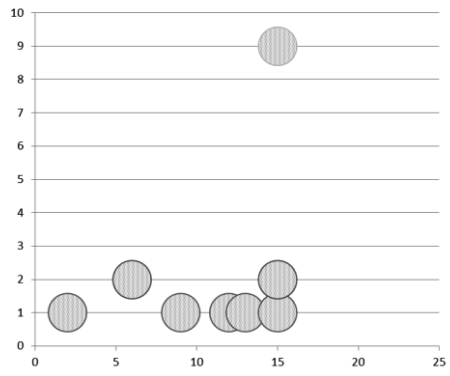
電気機器／非上場期間 49年

- ◎1 (=新事業開始)
- ◎2 (=事業所又は事業部開設)
- ◎3 (=業務委託又は業務提携)
- ◎4 (=関連会社設立)
- ◎5 (=事業譲受)
- ◎6 (=買収)
- ◎7 (=子会社化)
- ◎8 (=合併)
- ◎9 (=上場)



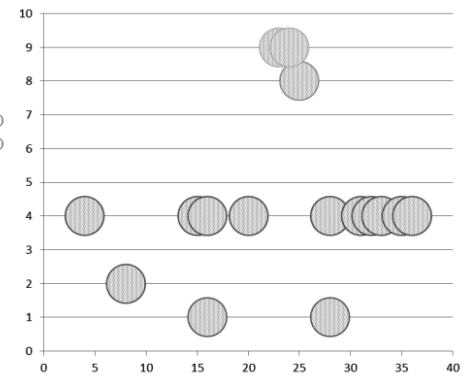
化学／非上場期間 15年

- ◎1 (=新事業開始)
- ◎2 (=事業所又は事業部開設)
- ◎3 (=業務委託又は業務提携)
- ◎4 (=関連会社設立)
- ◎5 (=事業譲受)
- ◎6 (=買収)
- ◎7 (=子会社化)
- ◎8 (=合併)
- ◎9 (=上場)



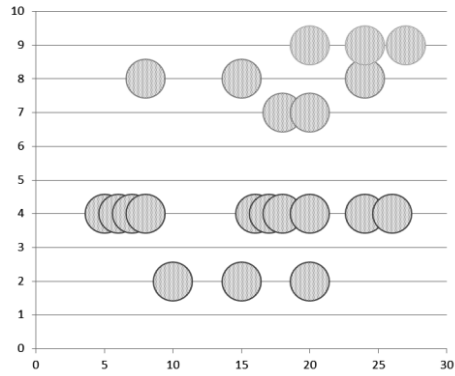
電気機器／非上場期間 38年

- ◎1 (=新事業開始)
- ◎2 (=事業所又は事業部開設)
- ◎3 (=業務委託又は業務提携)
- ◎4 (=関連会社設立)
- ◎5 (=事業譲受)
- ◎6 (=買収)
- ◎7 (=子会社化)
- ◎8 (=合併)
- ◎9 (=上場)



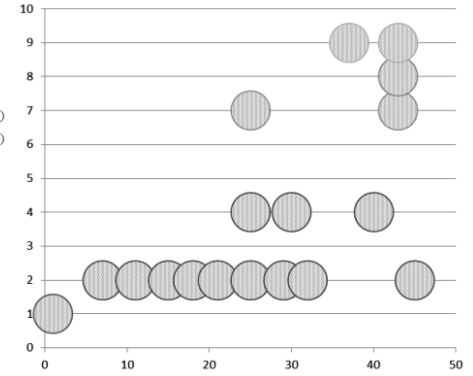
電気機器／非上場期間 58年

- ◎1 (=新事業開始)
- ◎2 (=事業所又は事業部開設)
- ◎3 (=業務委託又は業務提携)
- ◎4 (=関連会社設立)
- ◎5 (=事業譲受)
- ◎6 (=買収)
- ◎7 (=子会社化)
- ◎8 (=合併)
- ◎9 (=上場)



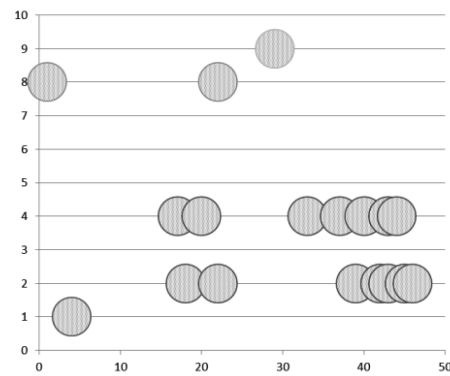
電気機器／非上場期間 36年

- ◎1 (=新事業開始)
- ◎2 (=事業所又は事業部開設)
- ◎3 (=業務委託又は業務提携)
- ◎4 (=関連会社設立)
- ◎5 (=事業譲受)
- ◎6 (=買収)
- ◎7 (=子会社化)
- ◎8 (=合併)
- ◎9 (=上場)



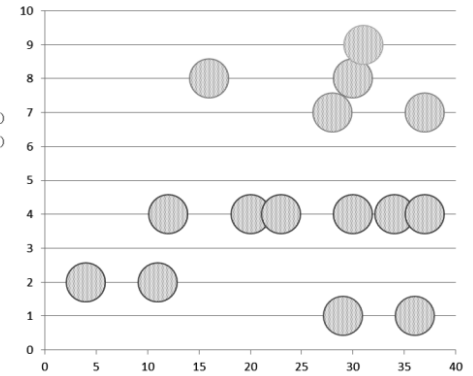
電気機器／非上場期間 56年

- ◎1 (=新事業開始)
- ◎2 (=事業所又は事業部開設)
- ◎3 (=業務委託又は業務提携)
- ◎4 (=関連会社設立)
- ◎5 (=事業譲受)
- ◎6 (=買収)
- ◎7 (=子会社化)
- ◎8 (=合併)
- ◎9 (=上場)

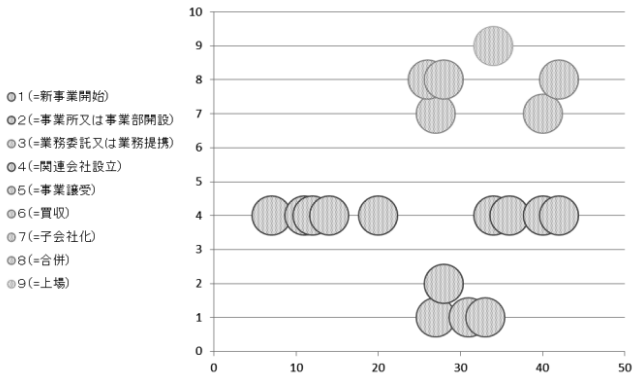


電気機器／非上場期間 32年

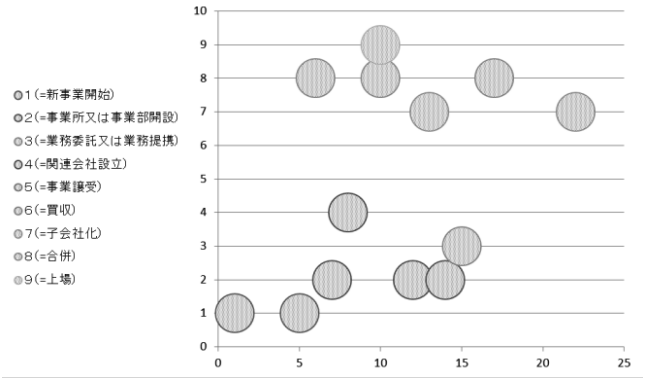
- ◎1 (=新事業開始)
- ◎2 (=事業所又は事業部開設)
- ◎3 (=業務委託又は業務提携)
- ◎4 (=関連会社設立)
- ◎5 (=事業譲受)
- ◎6 (=買収)
- ◎7 (=子会社化)
- ◎8 (=合併)
- ◎9 (=上場)



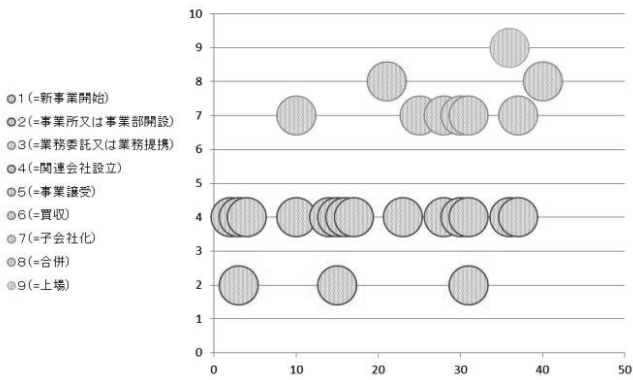
電気機器／非上場期間 31年



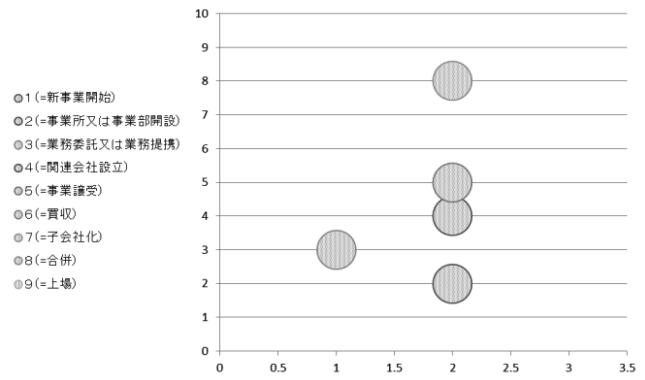
電気機器／非上場期間 8年



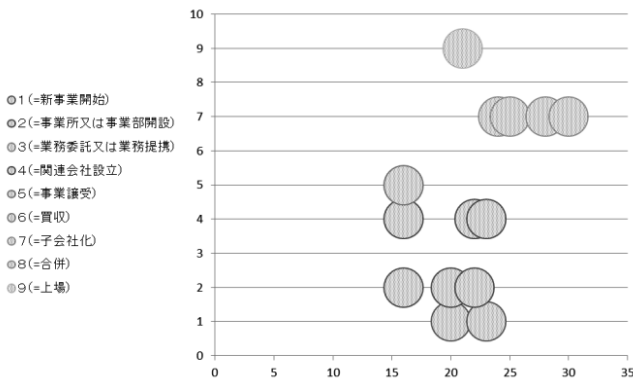
電気機器／非上場期間 27年



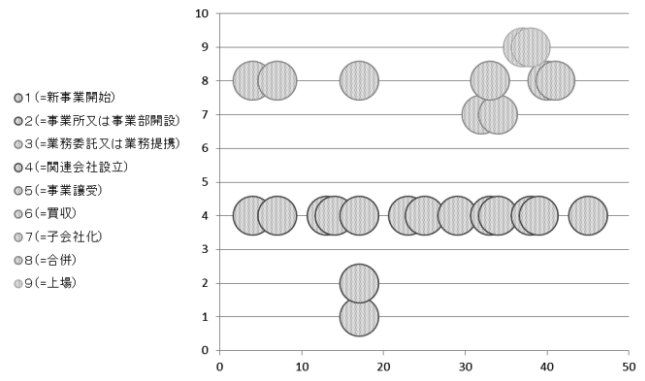
電気機器／非上場期間 0年



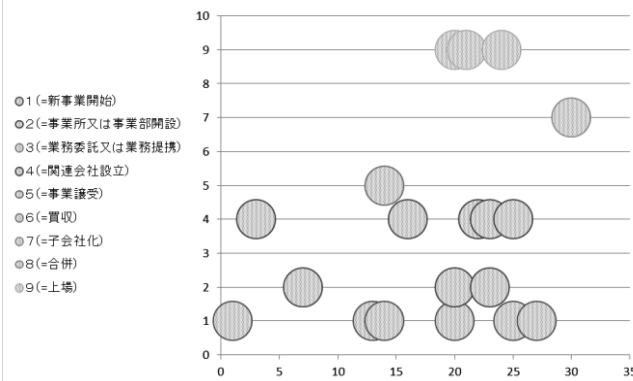
電気機器／非上場期間 20年



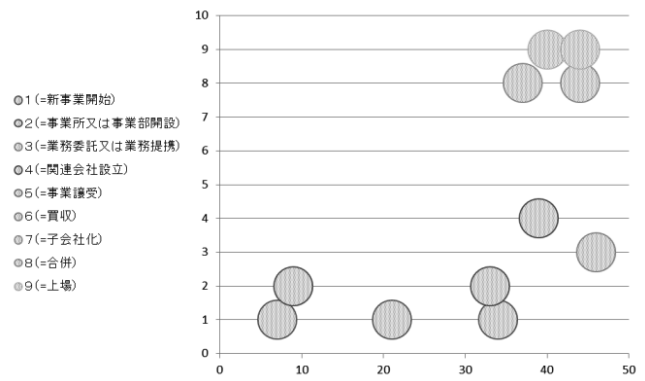
機械／非上場期間 59年



電気機器／非上場期間 18年

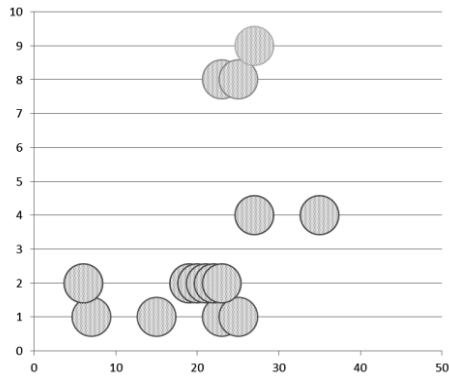


機械／非上場期間 41年



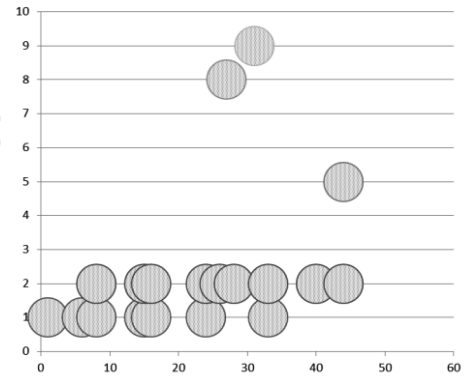
機械／非上場期間 39年

- 1 (=新事業開始)
- 2 (=事業所又は事業部開設)
- 3 (=業務委託又は業務提携)
- 4 (=関連会社設立)
- 5 (=事業譲受)
- 6 (=買収)
- 7 (=子会社化)
- 8 (=合併)
- 9 (=上場)



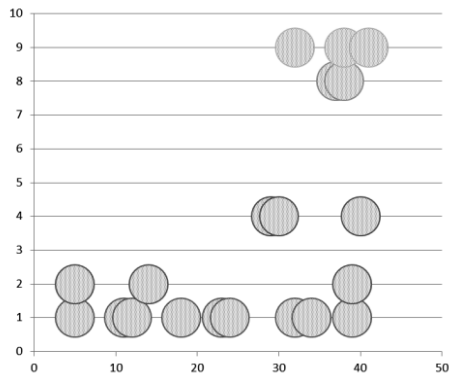
金属製品／非上場期間 55年

- 1 (=新事業開始)
- 2 (=事業所又は事業部開設)
- 3 (=業務委託又は業務提携)
- 4 (=関連会社設立)
- 5 (=事業譲受)
- 6 (=買収)
- 7 (=子会社化)
- 8 (=合併)
- 9 (=上場)



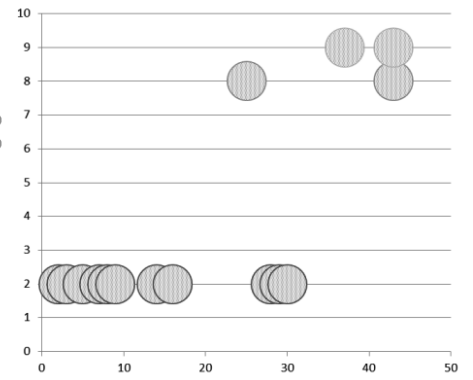
機械／非上場期間 36年

- 1 (=新事業開始)
- 2 (=事業所又は事業部開設)
- 3 (=業務委託又は業務提携)
- 4 (=関連会社設立)
- 5 (=事業譲受)
- 6 (=買収)
- 7 (=子会社化)
- 8 (=合併)
- 9 (=上場)



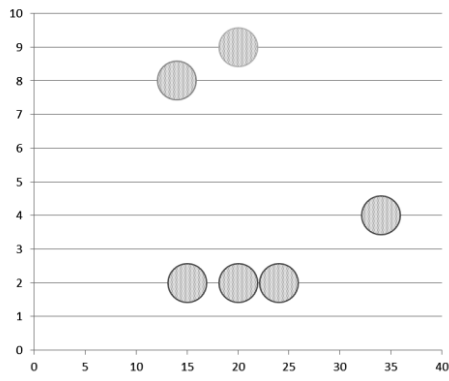
金属製品／非上場期間 49年

- 1 (=新事業開始)
- 2 (=事業所又は事業部開設)
- 3 (=業務委託又は業務提携)
- 4 (=関連会社設立)
- 5 (=事業譲受)
- 6 (=買収)
- 7 (=子会社化)
- 8 (=合併)
- 9 (=上場)



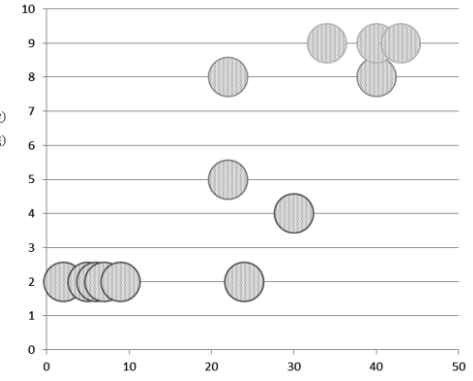
機械／非上場期間 20年

- 1 (=新事業開始)
- 2 (=事業所又は事業部開設)
- 3 (=業務委託又は業務提携)
- 4 (=関連会社設立)
- 5 (=事業譲受)
- 6 (=買収)
- 7 (=子会社化)
- 8 (=合併)
- 9 (=上場)



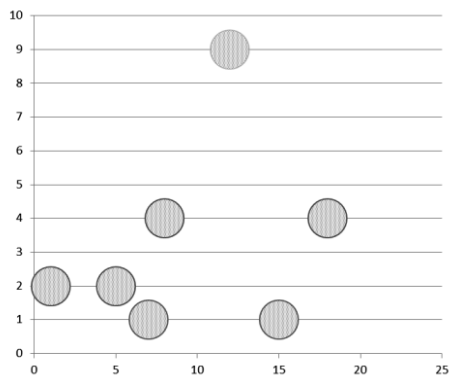
金属製品／非上場期間 49年

- 1 (=新事業開始)
- 2 (=事業所又は事業部開設)
- 3 (=業務委託又は業務提携)
- 4 (=関連会社設立)
- 5 (=事業譲受)
- 6 (=買収)
- 7 (=子会社化)
- 8 (=合併)
- 9 (=上場)



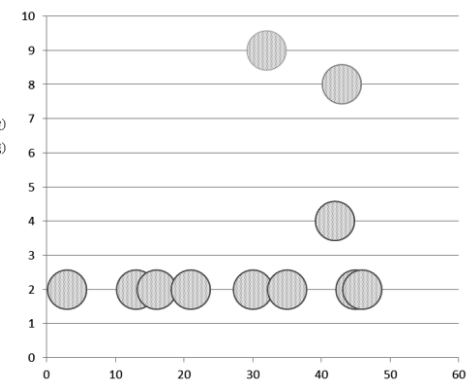
機械／非上場期間 13年

- 1 (=新事業開始)
- 2 (=事業所又は事業部開設)
- 3 (=業務委託又は業務提携)
- 4 (=関連会社設立)
- 5 (=事業譲受)
- 6 (=買収)
- 7 (=子会社化)
- 8 (=合併)
- 9 (=上場)

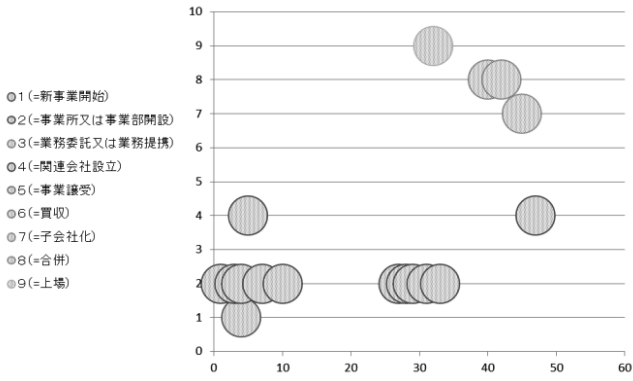


金属製品／非上場期間 38年

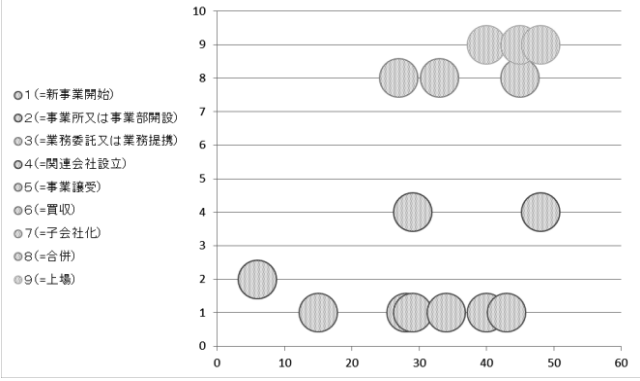
- 1 (=新事業開始)
- 2 (=事業所又は事業部開設)
- 3 (=業務委託又は業務提携)
- 4 (=関連会社設立)
- 5 (=事業譲受)
- 6 (=買収)
- 7 (=子会社化)
- 8 (=合併)
- 9 (=上場)



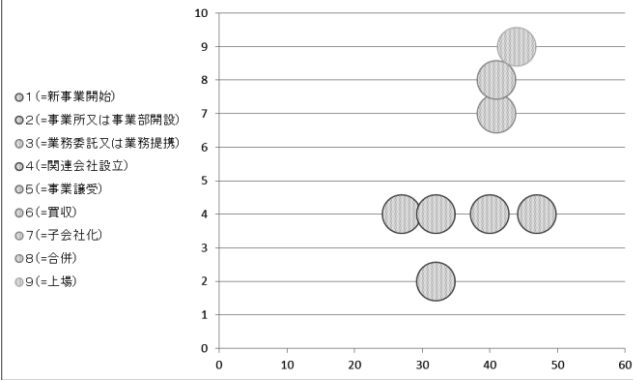
金属製品／非上場期間 32年



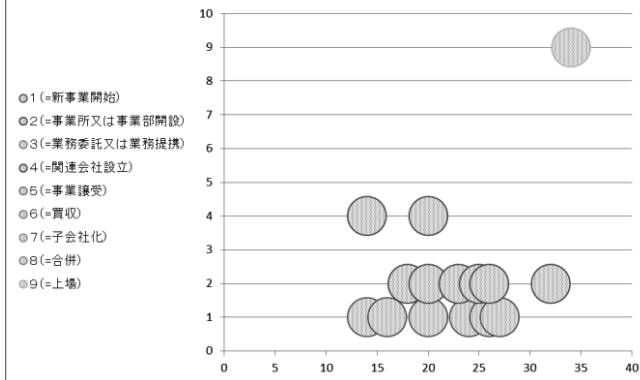
食料品／非上場期間 40年



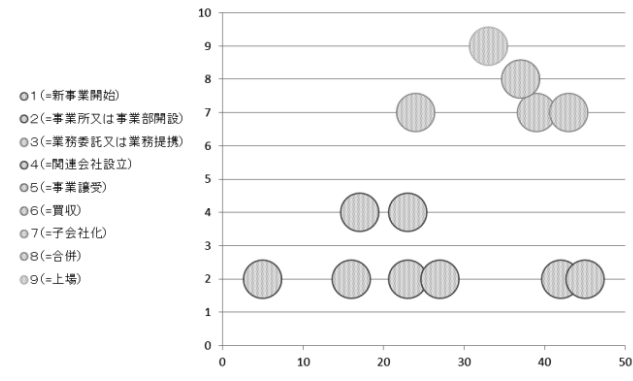
医薬品／非上場期間 63年



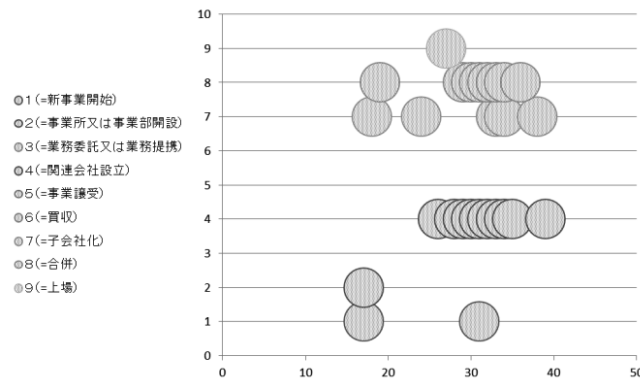
食料品／非上場期間 34年



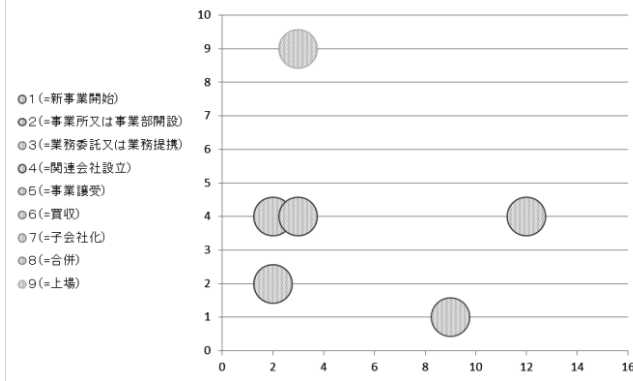
医薬品／非上場期間 47年



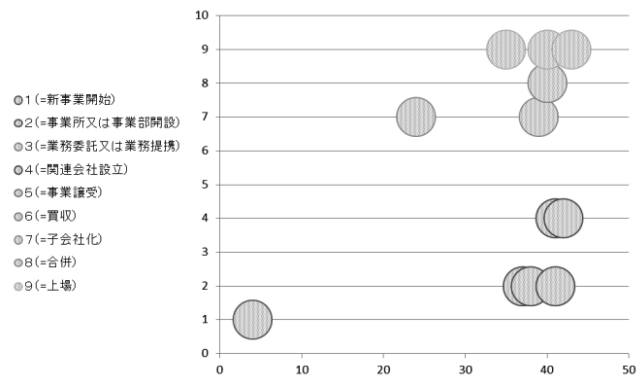
食料品／非上場期間 26年



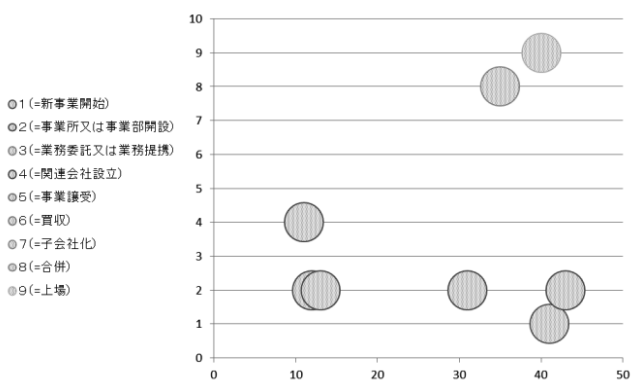
医薬品／非上場期間 3年



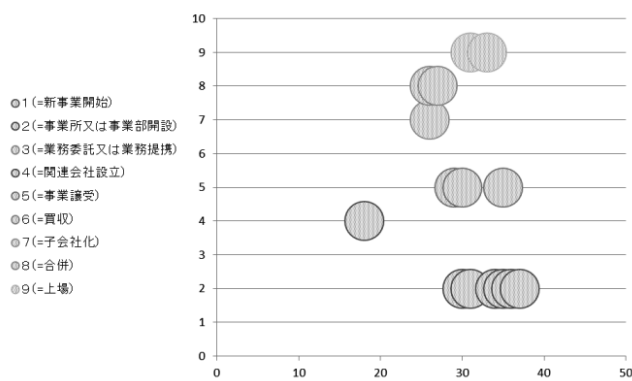
精密機器／非上場期間 48年



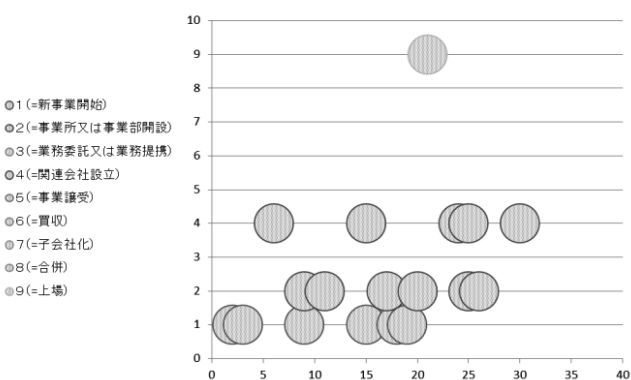
精密機器／非上場期間 41年



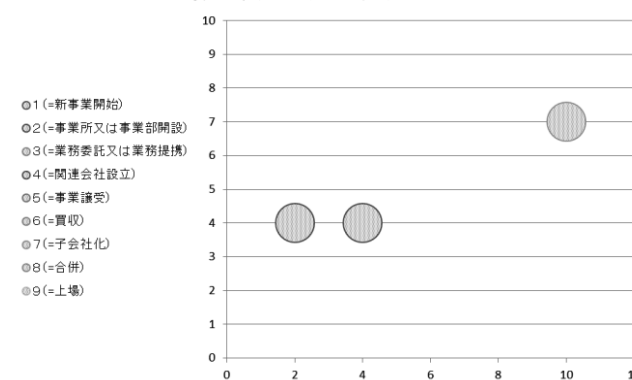
繊維製品／非上場期間 70年



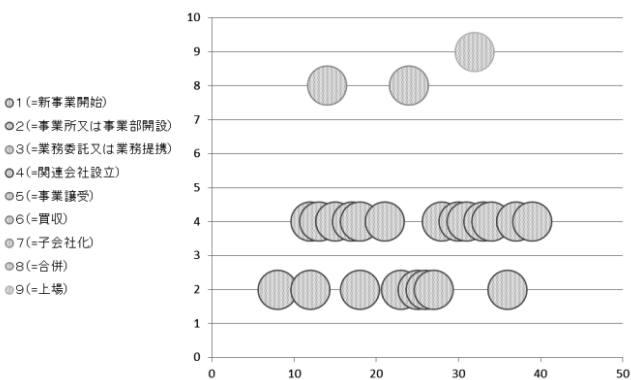
精密機器／非上場期間 16年



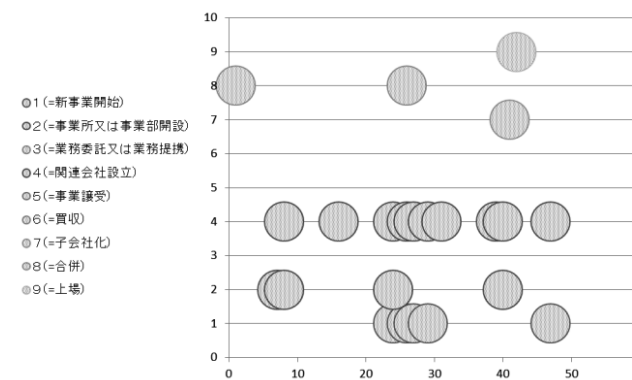
繊維製品／非上場期間 0年



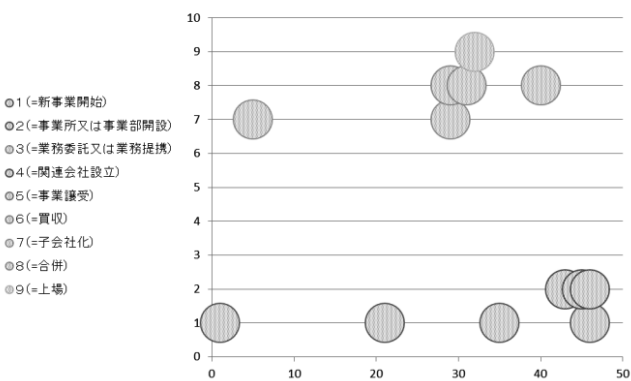
ガラス・土石製品／非上場期間 59年



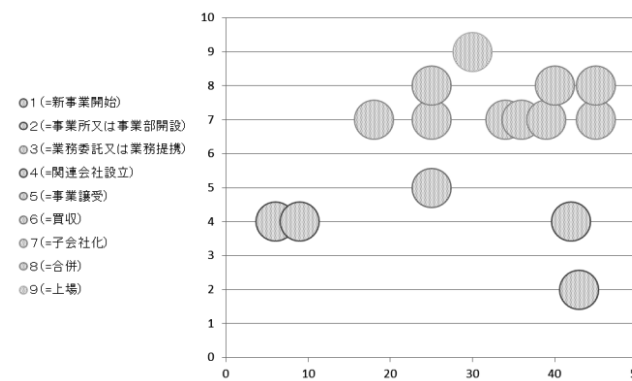
鉄鋼／非上場期間 59年



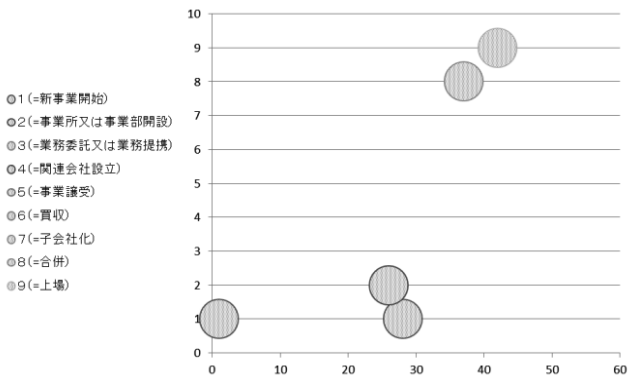
ガラス・土石製品／非上場期間 49年



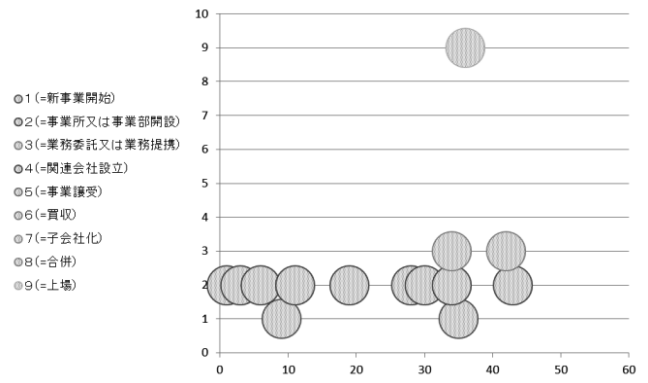
鉄鋼／非上場期間 39年



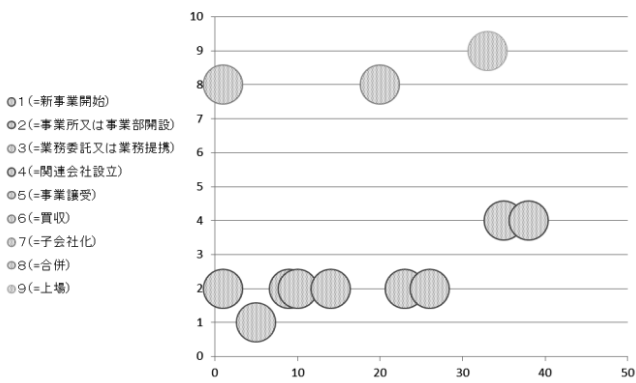
非鉄金属／非上場期間 58年



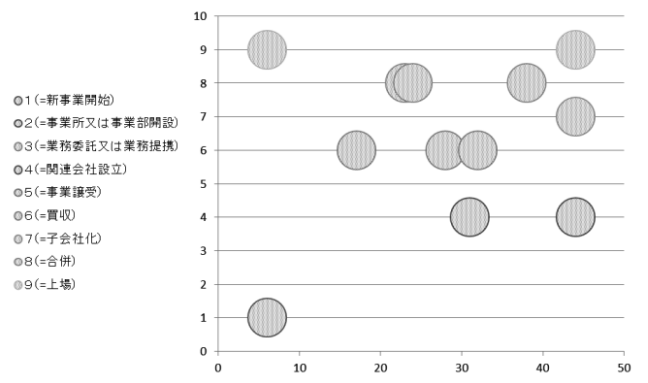
その他製品／非上場期間 46年



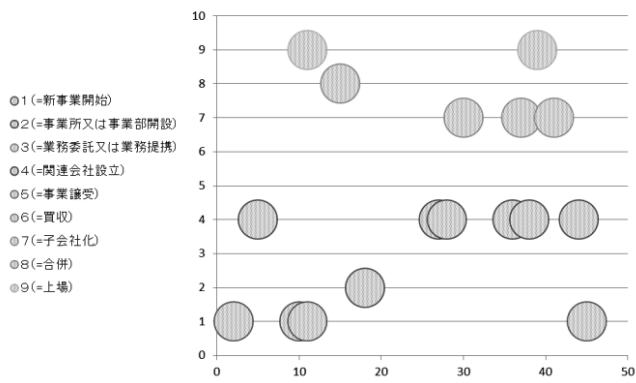
非鉄金属／非上場期間 49年



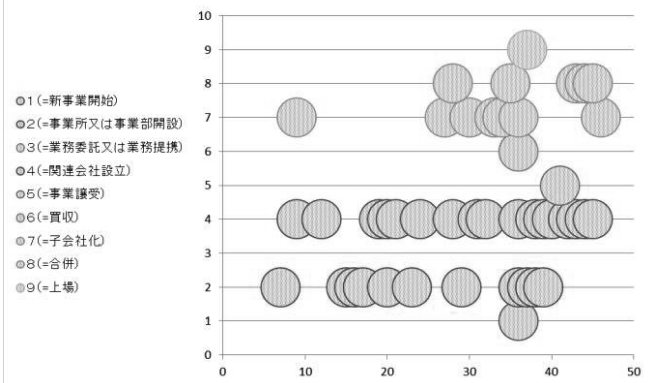
その他製品／非上場期間 39年



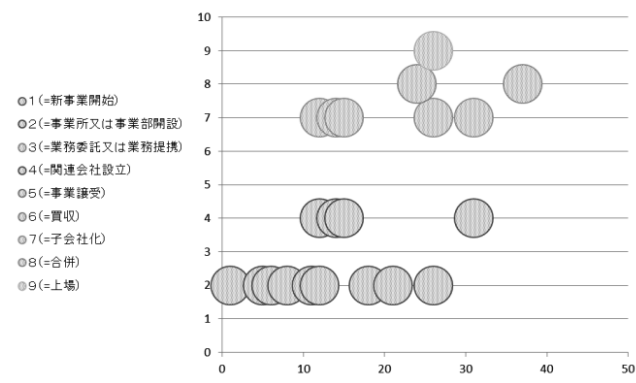
その他製品／非上場期間 61年



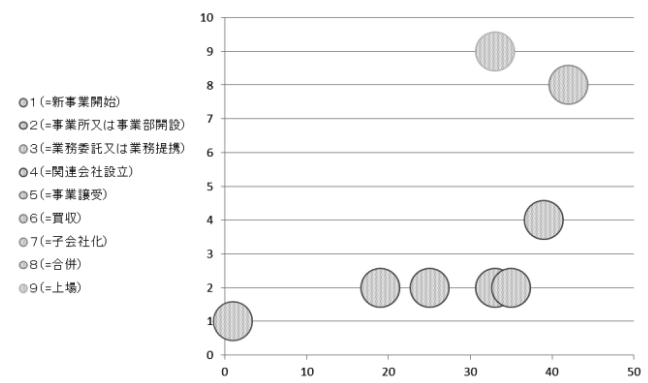
その他製品／非上場期間 39年



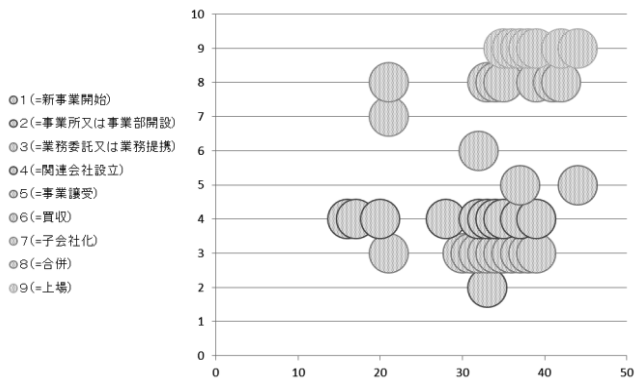
その他製品／非上場期間 50年



その他製品／非上場期間 33年



その他製品／非上場期間 28年





大阪産業経済リサーチセンター 平成 27 年 3 月発行
〒559-8555 大阪市住之江区南港北 1-14-16 咲洲庁舎 24 階／電話 06(6210)9937