

2026 年 3 月 19 日

スタートアップ育成は経営支援と出口環境の整備がカギ —IPO はベンチャーキャピタル調達で 50%押し上げ—

北戸 明良

▼ポイント▼

- ベンチャーキャピタル (VC) と事業会社に属するコーポレートベンチャーキャピタル (CVC) から資金調達したことがあるスタートアップ企業は、ない企業と比べて IPO (新規株式公開) に至る確率が 50%高いとの結果が得られた。一方で VC・CVC 資金は M&A (合併・買収) に対しては押し下げ効果が確認された。
- 初期に VC・CVC から調達した企業は、しなかった企業と比べ、その後の成長率 (企業評価額ベース) が高い傾向がみられた。資金量だけでなく、経営への助言やネットワーク構築などを含む伴走型支援が成長を後押しする可能性がある。
- 日本は海外主要国と比べ、出口戦略 (イグジット) で IPO を選ぶ企業の割合が相対的に高い。政策面ではファンドの支援機能強化や成長後期における資金の厚み確保とともに、M&A の実務・制度上の障壁を下げて出口の選択肢を広げることも求められる。

1. はじめに

1.1. 日本のスタートアップ育成は実績に課題

スタートアップは革新的な技術やビジネスモデルをてこに急成長を目指す企業であり、経済成長のけん引役として将来の雇用や賃金、財政を支える担い手になりうるほか、社会課題解決の主体としても位置づけられる¹。こうした期待を背景に、日本でも政府の掲げる「スタートアップ育成 5 年計画」などを通じ、将来の成長企業育成に向けた取り組みが推進されている²。政府だけでなく、スタートアップ・エコシステム³ の担い手となる投資家や金融機関、大学、大企業などが取り組みを強化している。

もっとも、国際比較では日本のスタートアップ育成は実績面で見劣りする。例えば、資金調達額やユニコーン企業数などは米国など主要国と比べて少ない (図表 1, 2)。また IPO⁴ や M&A⁵ の規模でも海外との差が示唆される。

¹ 加藤 (2024)

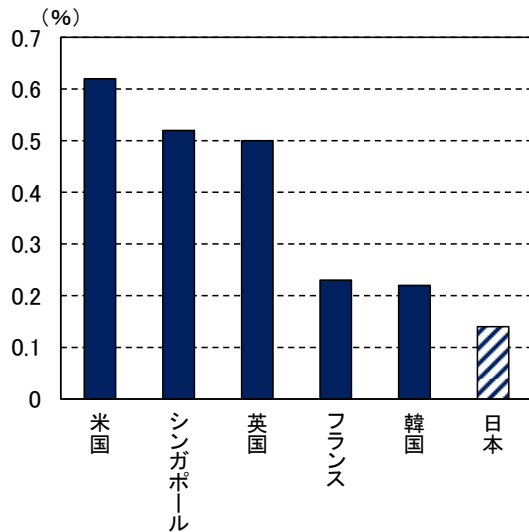
² 内閣官房 (2022)

³ 起業家を中心に、投資家、大学、企業、政府、専門家など多様な担い手が相互に連携し、イノベーションと資源循環を生み出す持続的な起業環境のこと (みずほ銀行 (2025))。

⁴ 2010 年以降におけるスタートアップ IPO 時の時価総額 (中央値) は東京の 131 億円に対し、シリコンバレーが 2,515 億円、ボストンが 751 億円となっている (経産省 (2025a))。

⁵ 2023 年におけるスタートアップの M&A 金額 (中央値) は、日本の 700 万ドルに対し、米国は 4300 万ドルであった (経産省 (2025b))。

図表 1 日本は資金調達額が少ない
(対 GDP 比、2024 年)



(資料) 経産省 (2025)「研究開発税制等の在り方に関する研究会 (第 4 回) 事務局資料 (スタートアップへの成長資金供給等に係る税制の論点について)」

図表 2 日本のユニコーンは 8 社のみ

	ユニコーン (社)	デカコーン (社)
2021 年	6	0
2025 年	8	0
将来目標	100	—
米国 (2024 年)	670	33

(注) ユニコーンは評価額 10 億ドル以上の未上場スタートアップ。日本には Sakana AI や Preferred Networks 等がある。デカコーンは 100 億ドル以上。
(資料) 経産省 (2025)「産業構造審議会 イノベーション・環境分科会 イノベーション小委員会 (第 6 回) スタートアップ政策について」

特に資金調達は起業や成長のボトルネックとして指摘されてきたが、重要なのは資金の投入量だけではない。誰がどの段階でどのような性質の資金を供給するかによって、企業の成長軌道や、その後の追加資金へのアクセス、ガバナンス、市場でのネットワーク形成などが変わる可能性がある。したがって、スタートアップ育成の議論を資金量の不足だけに還元せず、資金供給の担い手の役割や資金の性質に踏み込んで整理する必要がある。

そこで本稿は、資金供給の担い手のうち、とりわけベンチャーキャピタル⁶ (以下、VC) とコーポレートベンチャーキャピタル⁷ (以下、CVC) に着目し、VC・CVC の資金がスタートアップの成長や出口選択にどのように結びつくかを検証する。資金供給の強化や出口の多様化をめぐる政策議論に対し、実証的な示唆を提示する。

1.2. 先行研究のレビューと本稿の位置づけ

VC の役割については資金供給にとどまらず、経営への助言やネットワーク提供などの包括的な支援を通じて成長や出口戦略に影響を与えることが明らかにされてきた。例えば、Miyakawa and Takizawa (2013) は、規模やタイプの異なる VC が協調して支援することがスタートアップの IPO 到達速度を高めると示した。Giot and Schwiendbacher (2005) は VC 投資の出口を IPO、M&A、清算の 3 つに分け、約 6,000 社・2 万件以上の資金調

⁶ 将来の飛躍が期待されるスタートアップに対して資金を提供する投資家のこと。株式の取得と売却によりリターンを得るビジネスモデル。投資先の企業価値向上のために経営支援を行う。

⁷ 事業会社が設立した投資会社。主に自社の事業内容と関連があり本業との相乗効果が期待できるスタートアップに投資する。

達データを用いて出口の種類と到達時期を分析した。その結果、VC が出資したスタートアップはまず IPO が優先され、時間とともに IPO の機会が減ると一定期間は M&A が代替的な出口として残ることが示され、VC が IPO を第一の、M&A を第二の手段として選ぶ傾向が示唆された。また、Honjo (2021) は、創業時にエクイティ（株式）ファイナンスに依存する企業は早期に上場する可能性が高いことを明らかにした。また、Honjo, Ono and Tsuruta (2026) によると、エクイティ資本の提供者が豊富な地域では新設企業数と IPO 件数がそうでない地域より多いことや、設立後 5 年以内の企業の売上高成長率がより高い一方、地域のデット（融資など）資本は有意な影響を持たないことが示された。

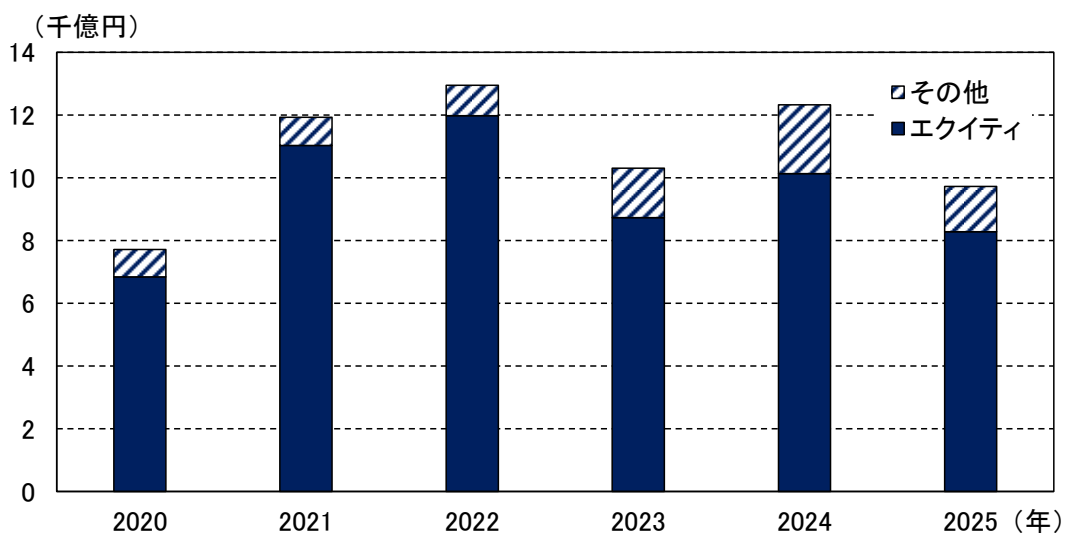
しかし、VC・CVC からの資金調達に IPO と M&A に至る確率に与える影響を分析した先行研究は少ない。本稿はフォースタートアップス株式会社⁸ が運営する国内スタートアップのデータベース「STARTUP DB」の個票データを用い、VC・CVC からの資金調達が IPO と M&A につながりやすいかを検証する。

2. 国内スタートアップの資金調達と出口の概観

2.1. 資金調達実績は足踏み

STARTUP DB の集計によると、国内のスタートアップ資金調達額は 2025 年に 9727 億円であった⁹。22 年までは拡大傾向が続いていたが、ここ数年は伸び悩む。資金の形態別にみると VC や CVC、事業会社、個人投資家などを含むエクイティでの調達が 25 年に 8280 億円であった。銀行融資や社債などを含むその他は 1447 億円であった（図表 3）。

図表 3 資金調達金額は伸び悩み



(資料) フォースタートアップス (2026) 「2025 年年間 国内スタートアップ投資動向レポート」

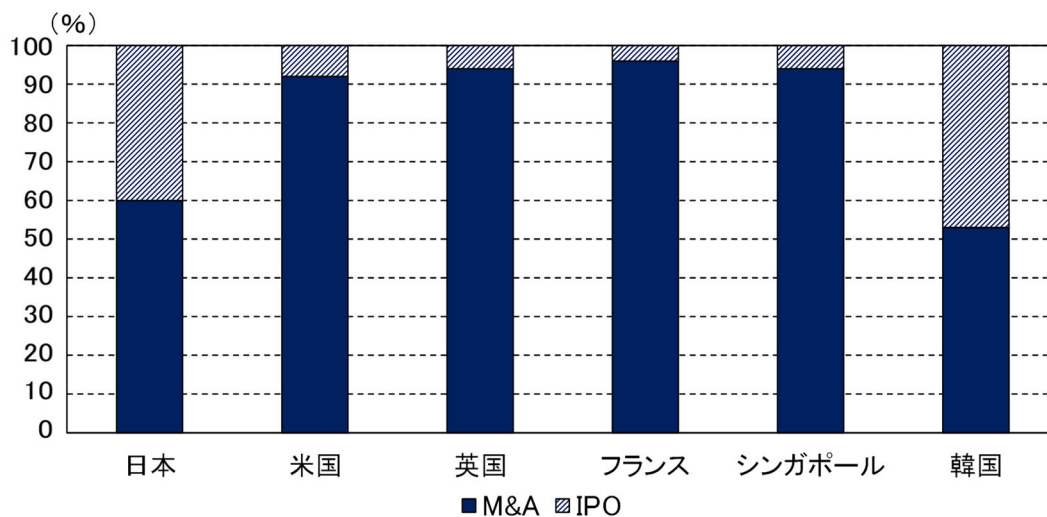
⁸ スタートアップ向けの人材支援を中核に、データベース運営や資金調達支援などを手掛ける。設立は 2016 年。東証グロス市場に上場。

⁹ 2026 年 1 月 7 日時点の実績値。

2.2. 日本は IPO の割合が主要国と比べて高い

スタートアップの代表的な出口には IPO と M&A がある。IPO は上場を通じて市場から資金を調達する経路であり、M&A は他社の傘下に入ることで資金や経営資源を得る。STARTUP DB によると、国内スタートアップの IPO 件数は 25 年に 49 件で、ここ数年は減少傾向にある。一方で M&A は 207 件で、20 年の 83 件から 2 倍以上に増えた¹⁰。出口戦略において M&A の存在感が高まっていることを示唆するが、国際的にみると日本はまだ IPO 偏重といえよう。経産省によると、日本のスタートアップの出口戦略における IPO の割合（件数ベース）は 20～24 年合計で約 40%であった（M&A は 60%）。これに対し、米国や英国、シンガポールの IPO 割合はいずれも 10%以下である（図表 4）。

図表 4 日本では他国に比べ IPO の割合が高い



（注）件数ベース、2020～24 年合計。

（資料）経産省（2026）「日本成長戦略会議スタートアップ政策推進分科会（第 1 回）経済産業省資料」

3. データと推定方法

3.1. 検証する仮説

検証する仮説は (1) VC・CVC から資金調達した企業は IPO に至りやすい (2) VC・CVC から資金調達した企業は M&A に至りやすい、の 2 点である。理論的根拠は以下の通りである。VC・CVC は株式価値の上昇を通じたりターン獲得を志向し、IPO は実現手段として位置づけられやすい¹¹。このため資金提供に加え、経営や追加調達の支援などを通じて上場に必要な条件を整えやすく、IPO に至る可能性が高まると考えられる。また、M&A は早期の資金回収が期待でき、ファンド償還期限などの制約に適いやすい。技術や人材などが評価されれば買収市場で高値が付く可能性もある。VC・CVC はこれらを意識

¹⁰ フォースタートアップス（2026）

¹¹ フォースタートアップス（2019）

して提携・買収先候補との接点形成を図るため M&A に至る可能性が高まると考えられる。

VC が投資回収を目的とする以上、投資先企業が何らかの出口戦略を目指すことは直感的に理解しやすい。しかし、VC はもともと有望な企業を選別して投資する可能性があり、出口到達率の差が VC の支援効果によるものか、もともとの企業特性によるものかは区別する必要がある。また、IPO と M&A のどちらに結びつきやすいかは別途検証を要する。したがって、VC・CVC 関与と出口到達の関係は実証的に確認する必要がある。

3.2. 使用するデータ

分析には STARTUP DB に収録されたスタートアップのデータを用いる。企業ごとに、業種、設立日、都道府県、従業員数、特許出願件数、出口状況、大学発かどうかなどの情報が含まれる。資金調達に関してはパネルデータであり、調達があるたびに調達日、調達額、出資元、その時点の評価額¹² といった情報が蓄積される。データベースは日々更新されるが、本稿では 2025 年 11 月 21 日までに取得したデータを分析に使用する¹³。

3.3. 推定用データセットの構築

データベース全体には 2 万 5000 社以上が含まれるが、観測期間内に資金調達実績のある 9,234 社を抽出しデータセットを作成。その上で後述の説明変数に有効な数値のある 8,034 社を分析対象とする。資金は無作為に配分されるわけではなく VC・CVC 側が投資先を選ぶため、もともと有望な企業ほど資金を得やすく、推定値に正のバイアスが生じうる。本稿は観測可能な属性が近い企業同士を比較できるよう、傾向スコアマッチング(PSM)により処置群と対照群の属性を調整した上で推定する。PSM に用いる共変量は、首都圏ダミー¹⁴、大学発ダミー¹⁵、企業年齢¹⁶、業界ダミー¹⁷、ビジネスモデルダミー¹⁸、初期の合計調達額¹⁹ である。詳細は本稿末尾の補論を参照。

¹² STARTUP DB が原則として直近の第三者割当増資における株式の発行価格にストックオプション（新株予約権）など潜在株式を含めた発行株式の総数を掛けて算出している。

¹³ 企業の年齢には上限が設けられておらず、一般にスタートアップと想起されるより高い年齢の企業が一部含まれる。データセットにおける設立年ごとの企業数は以下の通り。2000 年以前：294 社、2001～05 年：340 社、06～10 年：686 社、11～15 年：1,786 社、16～20 年：3,510 社、21～25 年：2,046 社、設立日不明：572 社。

¹⁴ 東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県。

¹⁵ 大学発スタートアップは研究開発型領域を中心に存在感を高めている。こうした企業は特定の地域や大学周辺に集積する傾向がみられるほか、大学発であることは技術シーズや人材獲得、支援制度の利用可能性などを通じて資金調達や成長に影響しうる。

¹⁶ 企業年齢は設立日からの日数で定義する。

¹⁷ データベース上の大分類である、第一次産業、建設・不動産、製造、エネルギー・環境、IT・通信、宇宙、運輸・物流、小売、金融、エンターテインメント、教育、医療・ヘルスケア、ライフスタイル、旅行、行政・法律・社会インフラ、ビジネスサポートの 16 業界。

¹⁸ B2B（企業間）、B2C（企業対消費者）、B2G（企業対政府・自治体）、C2C（個人間）の 4 つのビジネスモデル。

¹⁹ STARTUP DB のシリーズ区分のうち、プレシリーズ A までを初期として扱う。シリーズについての詳細は 5.2 節を参照。

3.4. 推定方法

PSM で調整したサンプルに対して、観測期間内の出口到達を「出口未達」「IPO」「M&A」の 3 値アウトカムとして捉え、出口未達を基準カテゴリとする多項ロジスティック回帰により推定する。共変量は首都圏ダミー、大学発ダミー、企業年齢、16 業界ダミー、4 ビジネスモデルダミーのほか、全期間の合計調達額と直近の従業員数を用いる。注目する説明変数は、各企業が対象期間内に VC または CVC から 1 回以上資金調達したかどうかである²⁰。VC・CVC 調達の有無が不明な企業はサンプルから除外する。本稿では成長型の出口に焦点を当てるため、MBO（経営陣が参加する買収）、解散、上場廃止などは分析対象から除く。

4. 推定結果

IPO 到達に対し、VC・CVC 調達あり企業を表すダミー変数の係数は正で、1%水準で有意であった。推定結果に基づき、調達あり企業、なし企業がそれぞれ IPO に至る確率を計算すると 6.29%、4.19%であり、限界効果は 2.10%ポイントであった。すなわち VC・CVC 調達あり企業は、なし企業に比べて IPO に至る確率が 50.1%高い。他方、M&A 到達に対する係数は負であり 10%水準で有意であった。調達あり企業、なし企業がそれぞれ M&A に至る確率は 7.07%、8.68%であり、平均限界効果は-1.61%ポイントであった。この結果は、VC・CVC 調達が M&A 到達を押し下げることがを示唆する。

図表 5 推定結果

	IPO	M&A
限界効果	0.02101***	-0.01612*
観測数	4650	4650

5. 考察

5.1. 結果の解釈

IPO については、VC・CVC は出資した企業の株価が高まることで利益を得るため、上場に向けた成長戦略や資本政策を後押ししやすいと考えられる。具体的には、取締役派遣やモニタリングを通じたガバナンス整備、情報開示、追加の資金調達や投資家ネットワークへの接続、さらに有力投資家の関与それ自体がもたらすシグナル効果などを通じて、上

²⁰ VC・CVC からの資金調達の有無は、各調達回の「出資元」をもとに判定した。まず、STARTUP DB に蓄積された投資家データと突合し、VC・CVC に該当する出資元を特定した。次に、同データに掲載のない出資元については、一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 (JVCA) の会員企業一覧と照合した。さらに、これらの手順で識別できないものについては、ChatGPT 5.2 を用いて、投資事業有限責任組合 (LPS) などの組織形態や「ベンチャーファンド」「ベンチャーパートナーズ」「ベンチャーズ」「キャピタル」などの語を含む候補を抽出し、最終的に目視で判定した。

場への条件が整いやすい²¹。VC・CVC の関与が IPO に結びつきやすいという本稿の結果は、こうしたメカニズムと整合的である。

M&A については、係数は負で 10%水準で有意であった。もっとも、この結果は強い意味で「VC・CVC が M&A を抑制する」と断定するには十分ではなく、VC・CVC 関与が出口の確率配分を相対的に IPO 側へ傾けた可能性として解釈できよう。本稿の多項ロジットでは、企業の到達先は出口未達・IPO・M&A という競合する選択肢として扱われているため、VC・CVC 関与によって IPO 到達確率が高まる場合、その分だけ他の到達先の確率は相対的に低下しうる。先行研究では VC は IPO を第一の出口手段とし、M&A を第二の手段として意識しながら関与することが指摘されている (Giot and Schwiendbacher (2005))。本稿でも VC 関与が IPO を後押しすると示唆したが、そのことは VC が投資先のガバナンス整備、投資家ネットワークへの接続などを通じて上場準備を優先させ、結果として M&A という選択肢の相対的重要性を低下させる可能性がある。他方で、本稿は VC と CVC を区別せず一括で推定しており、両者の性質の違いを十分に反映していない。VC は IPO を通じた金融リターン志向が強い一方、CVC は本業シナジーや技術獲得を重視するため M&A につながる可能性もあり、一括分析では本来の M&A への効果が見えにくい可能性がある。加えて、日本では買い手企業の短期利益志向、買収交渉におけるバリュエーション (評価) の不一致、会計・統合実務上の負担など、M&A 成立を難しくする要因も指摘されており²²、M&A 到達を平均的に観測しにくくする可能性がある。

5.2. VC・CVC からの調達成長率を高める

これまでの分析で VC・CVC 関与が IPO 到達を押し上げることを示した。本節では、その背景にあるメカニズムの一端を確認するため、初期段階の VC・CVC 調達がその後の成長率を高めるかどうかを検証する。初期における資金の性質は追加資金へのアクセスや経営改善などを通じて成長経路に影響を与え、出口につながる可能性がある。そこで「初期段階で VC・CVC から調達した企業はその後の成長率が高い」という仮説を検証する。

スタートアップが成長に沿って行う資金調達の段階は「シリーズ」や「ラウンド」といった言葉で整理される。主にシード、アーリー、シリーズ A・B・C などがあり、各段階において企業の成熟度や事業の進捗に特徴がある。法律などで一意に定義されたものではなく、投資家や起業家の間で実務上の区分として使われる²³。ここでは STARTUP DB のシリーズ区分であるシリーズなし・プレシード・シード・プレシリーズ A・シリーズ A～G のうち、プレシリーズ A までを初期として扱う。

²¹ みずほ銀行 (2025 a, b)

²² 有限責任あずさ監査法人 (2021)

²³ 一般的にシードでは製品やサービスの立ち上げや市場検証を行う。資金の用途は開発や試験販売などが中心である。アーリーは製品を完成させ、市場投入や顧客獲得戦略に資金を充て、投資家も VC を中心に厚みが増す。シリーズ A～C は収益化や規模拡大が進み、より大きなリスクマネーの供給が重要になる (マネーフォワード (2025))。

処置群は初期に少なくとも 1 回 VC・CVC から調達した企業である。被説明変数は、企業単位で算出したシリーズ A 以降の年平均成長率²⁴ が中央値以上であれば 1 を取るダミー変数とし、PSM²⁵ により処置群と対照群の属性を調整した上でロジスティック回帰を行う²⁶。共変量は、首都圏ダミー、大学発ダミー、企業年齢、16 業界ダミー、4 ビジネスモデルダミーのほか、初期の合計調達額を用いる。

推定の結果、初期に VC・CVC 調達がある企業を表すダミー変数の係数は、その後の成長率が中央値以上となるアウトカムに対して 5%水準で有意な正の値を示した。調達あり企業、なし企業が中央値以上の成長率となる確率は 55.83%、48.61%であり、限界効果は 7.23%ポイントであった。すなわち、初期に VC・CVC 調達した企業は、なし企業に比べて成長率が中央値以上となる確率が 14.87%高い。初期の VC・CVC 関与は資金供給に加え、事業計画立案やモニタリング、採用や営業、業務提携などの支援、追加資金の呼び込みなどの包括的な支援を通じ、成長の条件整備が早期に進む可能性を示唆する。結果として、その後の企業価値の伸びが相対的に高くなり、IPO に至る確率が高まると考えられる。

6. 結論と政策的含意、今後の課題

本稿は VC・CVC からの資金調達が IPO 到達を有意に押し上げる一方、M&A については IPO と同様の押し上げ効果は確認されず、むしろ押し下げることが示唆された。また初期段階での VC・CVC 調達が、その後の成長段階における評価額成長率を押し上げることを示した。とりわけ、初期における VC・CVC からの調達が成長率と正の相関がある点は、資金の性質が企業の成長軌道を通じて IPO 到達可能性を高める経路の存在を示唆する。

本稿の政策的含意は以下である。第一に、VC・CVC 機能の強化が求められる。先述のように、VC は資金供給だけでなく経営への助言やモニタリング、ネットワーク提供、追加資金の呼び込みなど、現場に深く関与しながら包括的な支援を行うとされる。この機能を初期段階で高め、成長軌道につなげる制度設計が重要になる。他方、日本の VC は米国などと比べて規模が小さく、特にレイター期におけるリスクマネーの供給が相対的に薄いと課題提起されている²⁷。スタートアップが事業拡大の局面で十分な資金を確保できず、IPO や大型 M&A に至りにくい可能性がある。この課題に対しては、ファンドの大型化に加え、VC よりも後期の段階に特化し大規模投資を行うプライベートエクイティ (PE) フ

²⁴ 各企業について、評価額が観測可能な 2 時点のデータを用い、シリーズ A~G における年平均成長率を算出した。2 時点の選定にあたっては、対象期間内で時間間隔が最大となる組み合わせを原則として採用した。具体的には、初回の資金調達回と最終回を用いることが望ましいが、当該時点の評価額が欠落しているなど算出に利用できない場合は、当該回に準じる調達回を代替的に用いた。全体の中央値は 0.28 (28%)。

²⁵ PSM に用いる共変量は、首都圏ダミー、大学発ダミー、企業年齢、業界ダミー、ビジネスモデルダミー、初期の合計調達額。

²⁶ 第 3 節の推定とは独立に、資金調達実績のある 9,234 社から説明変数と被説明変数の両方に有効な数値がある企業 1,606 社に限定してデータセットを作成した。

²⁷ 野村総合研究所 (2022)

ファンドの呼び込みなど、レイター期、そして IPO 後の資金供給強化が求められる。

もっとも、こうした課題は金融システム全体の構図とも関わる。日本では歴史的に銀行貸出を中心とする間接金融の比重が高いとされてきた。他方、日銀の資金循環統計を見ると、企業（民間非金融法人）は 1,673 兆円（2025 年 12 月末時点）もの金融資産を保有する資金余剰主体となっている²⁸。したがって、企業や機関投資家のもとに滞留している資金がエクイティ資金として十分に循環していない点を是正することも求められる。この観点からは VC・CVC や PE ファンドへの資金供給を太くする制度設計に加え、年金や保険などの長期資金がオルタナティブ資産へ配分されることも重要となる。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）については、オルタナティブ資産を資産全体の 5% を上限として運用する枠組みがあるものの、実際の運用は 1.70% にとどまり、制度上なお活用余地が残る²⁹。今後はリスク管理などに配慮しつつ、企業部門に滞留する資金と機関投資家資金をより成長志向のリスクマネーへ転換していくことも必要であろう。

第二に、出口戦略の多様化、とりわけ M&A の選択肢を広げることが求められる。IPO は有力な出口である一方、すべてのスタートアップに適しているとは限らない。特に、多額の先行投資を要し短期間で収益化が難しい分野では、大企業などの傘下に入ることで資金や人材、顧客基盤、信用力といった経営資源を獲得できる M&A の方が望ましい場合がある。買収側の企業にとっても、新事業創出や既存事業の変革につながり、中長期的な企業価値向上につながりうる³⁰。また、M&A が活発化すれば起業家や投資家の資金回収機会が広がり、その資金や経験が次の起業や投資に向かうことで、エコシステム全体の厚みも増す³¹。ただし、M&A の成立は買い手側の評価や会計、意思決定プロセスに依存し、実現は交渉や実務上の障壁に左右されやすい。加えて、M&A は買収企業の業績への効果が一律でないことが先行研究で指摘されており³²、必ずしも成功につながるわけではないことへの懸念が実現を阻んでいる可能性がある。本稿では VC・CVC 関与の M&A 押し上げ効果は確認できなかったが、これを投資家側の意思に起因すると断定するのではなく、買い手側や制度の制約を小さくする政策対応も重要であろう。会計・IR などの観点でガイドライン整備や情報開示の標準化を進めるとともに、買収企業側には M&A のリスクを適切に認識した上で中長期的な成長投資戦略を策定することが求められる。

本稿の限界は以下である。第一に、VC・CVC が有望企業を選好することも考えられ、その場合は推定結果に正のバイアスが生じうる。本稿では PSM により観測可能な企業属性の差を調整しているが、経営者の能力や技術の成熟度、顧客基盤など観測できない質の差が残る可能性には留意が必要である。第二に、第 5 節で述べた通り、本稿は VC と CVC

²⁸ 日本銀行（2026）

²⁹ 年金積立金管理運用独立行政法人（2026）

³⁰ 有限責任あずさ監査法人（2021）

³¹ 経産省（2022）」

³² Tuch and O'Sullivan（2007）

をまとめた指標で推定しており、両者の性質が異なる点を考慮していない。今後は VC と CVC を区別した推定、あるいは CVC の形態や投資目的に応じた再分類により、効果の違いを精緻に検証する必要がある。第三に、成長率指標の測定上の制約がある。本稿の成長率は評価額の 2 時点情報から年率換算して算出するため、2 時点間の評価が短期で大きく変化した企業では、年率換算値が極端な水準となりうる。また、評価額は交渉条件の影響を受ける指標であり、実現した売り上げやキャッシュフローの成長を直接測るものではない。したがって、本稿で用いた評価額の伸びは企業成長を捉える近似として有用である一方、客観性が十分に確保されない点に留意が必要である。今後は、売上高や雇用など評価額よりも客観性が高いとされる成果指標を用いた検証が求められる。

《参考文献》

- Giot, P and Schwiendbacher, A. (2005) “IPOs, trade sales and liquidations: modelling venture capital exits using survival analysis,” *CORE Discussion Papers* 2005/13
- Honjo, Y. (2021) “Public or perish? From founding to initial public offering,” *Review of Managerial Science*, 15, 1573–1610
- Honjo, Y, Ono, A, and Tsuruta, D. (2026) “Does Finance Promote New Firm Creation and Growth? Evidence from regional data in Japan,” *RIETI Discussion Paper Series*, No. 26-E-005, 独立行政法人経済産業研究所 (RIETI)
- Miyakawa, D and Takizawa, M. (2013) “Time to IPO: Role of heterogeneous venture capital,” *RIETI Discussion Paper Series*, No. 13-E-022, 独立行政法人経済産業研究所 (RIETI)
- Tuch, C and O’Sullivan, N. (2007) “The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence,” *International Journal of Management Reviews*, Vol. 9, Issue 2, 141–170
- 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 (JVCA) 「会員ページ」
<https://jvca.jp/members/vc-members>
<https://jvca.jp/members/cvc-members> (いずれも 2026 年 1 月 8 日参照)
- 加藤雅俊 (2024) 『スタートアップとは何か—経済活性化への処方箋』(岩波書店)
- 経済産業省 (2022) 「産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会 (第 4 回) 事務局説明資料 (スタートアップについて)」
- 経済産業省 (2025a) 「研究開発税制等の在り方に関する研究会 (第 4 回) 事務局資料 (スタートアップへの成長資金供給等に係る税制の論点について)」
- 経済産業省 (2025b) 「産業構造審議会 イノベーション・環境分科会 イノベーション小委

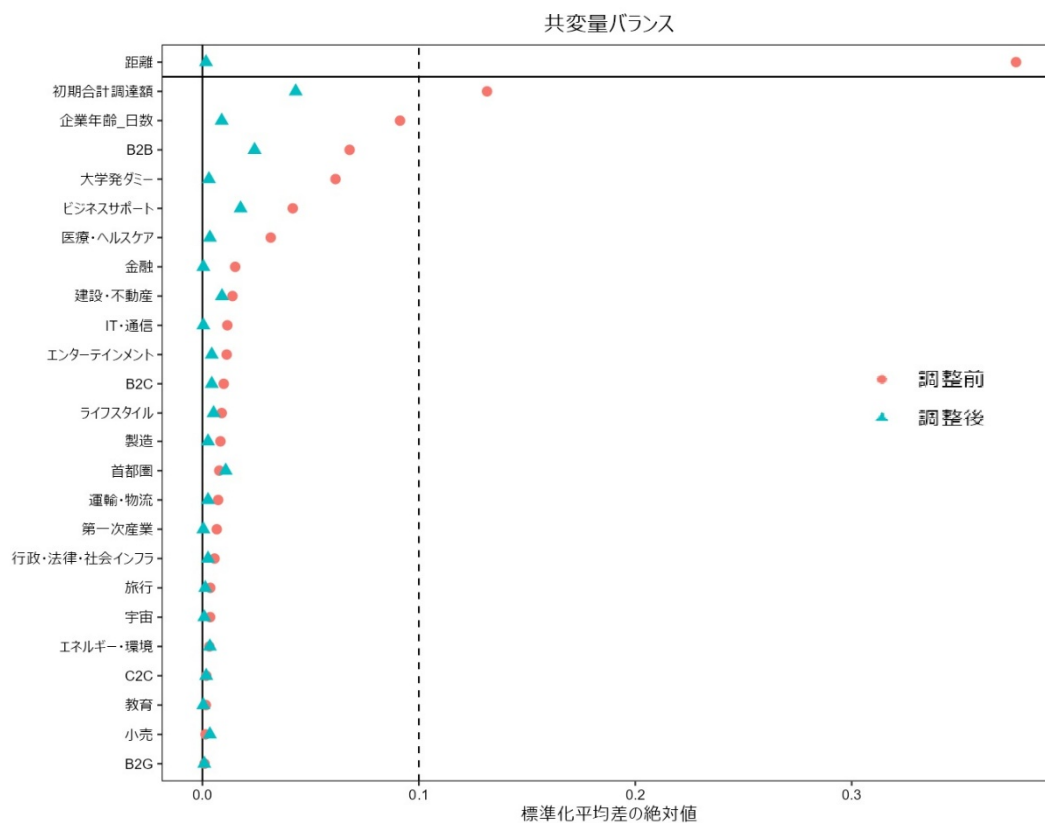
- 員会（第 6 回）スタートアップ政策について」
経済産業省（2026）「日本成長戦略会議スタートアップ政策推進分科会（第 1 回）経済産業省資料」
内閣官房（2022）「スタートアップ育成 5 か年計画」
日本銀行（2026）「参考図表：2025 年第 4 四半期の資金循環（速報）」
年金積立金管理運用独立行政法人（2026）「2025 年度第 3 四半期運用状況（速報）」
野村総合研究所（2022）「スタートアップによるレイトター期・IPO ファイナンス等の見直しに係る調査報告書」
フォースタートアップス（2019）「ベンチャーキャピタルのビジネスモデルは？スタートアップの分析方法は」 <https://lp.startup-db.com/media/articles/vc-business-model>（2026 年 3 月 16 日参照）
フォースタートアップス（2026）「2025 年年間 国内スタートアップ投資動向レポート」
マネーフォワード（2025）「資金調達で使われるシリーズやラウンドとは？わかりやすく解説」 <https://biz.moneyforward.com/establish/basic/71747/>（2026 年 3 月 11 日参照）
みずほ銀行（2025）「VC（ベンチャーキャピタル）とは？スタートアップにとってのメリットと注意点を紹介」
https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/account/tips/topic_84.html（2026 年 3 月 16 日参照）
みずほ銀行（2025a）「スタートアップ・エコシステムとは？その仕組みや起業家が参画するメリットを解説」
https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/account/tips/topic_78.html（2026 年 3 月 16 日参照）
みずほ銀行（2025b）「ベンチャーキャピタルとは？仕組み・投資の流れ・他手法との違いを解説」 https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/account/tips/topic_119.html（2026 年 3 月 16 日参照）
有限責任あずさ監査法人（2021）「令和 2 年度産業経済研究委託事業 大企業×スタートアップの M&A に関する調査報告書（バリュエーションに対する考え方及び IR のあり方について）」

《補論 傾向スコアマッチングの設計と診断》

出口分析ではデータセットの 8,034 社を傾向スコアマッチング（PSM）の対象とした。マッチングは 1 対 1 の非復元抽出とし、ロジスティック回帰で傾向スコアを推定した。全体的な傾向スコアの距離の合計が最小になるようにペアを作る最適マッチング方式を採用した。許容するスコアの最大差であるキャリパー幅は 0.2 で、共通サポート（処置・対照両群が存在する範囲）外を除外した。

バランス診断の要点は以下の通り。マッチング前は標準化平均差（SMD）の最大値が 0.376 と不均衡が存在していた一方、マッチング後は最大 0.043 まで低下し、全共変量で 0.05 未満を満たした。平均 SMD も 0.037 から 0.006 に改善した。（補論図表 1）

補論図表 1 傾向スコアマッチングにより共変量のバランスは改善（出口分析）



成長に関する分析ではデータセットの 1,606 社を対象に PSM を行った。マッチングの方法などは出口分析と同様である。マッチング前は最大 SMD が 0.33 であったが、マッチング後の最大 SMD は 0.021、平均 SMD は 0.0087 となり、共変量のバランスは改善した。