

*Center for Research on Startup Finance*

*Working Paper Series No.002*

ベンチャー企業の創業ファイナンス

高橋秀徳

**April 27, 2017**

Center for Research on Startup Finance,  
Graduate School of Business Administration, Kobe University  
2-1, Rokkodai-cho, Nada-ku, Kobe, 657-8501, JAPAN  
[http://www.b.kobe-u.ac.jp/~uchida/CRSF/CRSF\\_toppage.html](http://www.b.kobe-u.ac.jp/~uchida/CRSF/CRSF_toppage.html)

## ベンチャー企業の創業ファイナンス\*

高橋秀徳<sup>†</sup>

名古屋大学経済学研究科

### 要旨

本稿は、ベンチャー企業の創業ファイナンスの実態を記述的に分析したものである。分析の結果、ベンチャー企業は中小企業全体に占める割合は非常に小さいが、売上高と従業員数の点で大きく成長を遂げていることを示した。成長は、外部投資家から資金調達をおこなっているベンチャー企業で顕著であった。

キーワード：中小企業、ベンチャー企業、ベンチャーキャピタル、成長

---

\* 連絡先：〒464-8601 名古屋市千種区不老町1 名古屋大学大学院経済学研究科  
E-mail: hidenori.takahashi(at)soec.nagoya-u.ac.jp

<sup>†</sup> 本稿作成にあたり、ビューロー・ヴァン・ダイク・エレクトロニック・パブリッシング株式会社の増田歩氏、株式会社ジャパンベンチャーリサーチの北村彰氏、一ノ瀬由美氏、柳井祥子氏からはデータの詳細について多くの情報を頂いた。ここに記して感謝申し上げます。本論文は、科学研究費補助金（基盤研究A）『地方創生を支える創業ファイナンスに関する研究』（課題番号JP16H02027、研究代表者 内田浩史）、および学術研究助成基金助成金（若手研究B）『ベンチャー企業のエクイティ・ファイナンスに関する研究』（課題番号JP16K17167、研究代表者 高橋秀徳）の助成を受けている。

## I. はじめに

本稿の目的は、日本におけるベンチャー企業の創業ファイナンスの実態を把握することである。設立初期の企業に焦点を当て、ベンチャーキャピタル（VC）や事業会社等の外部投資家から資金を調達し成長を志すベンチャー企業と、その他の中小企業（以下、非ベンチャー企業と呼ぶ）を比較する。これまでのアントレプレナー・ファイナンス研究の多くは、ベンチャー企業（特に、VC投資先企業や新規株式公開（IPO）企業）のみを分析の対象としてきた。しかし、ベンチャー企業は企業ユニバースの一部であり、ベンチャー企業のみを分析対象にしては、それらの特徴や中小企業の中での位置づけを明らかにすることはできない。そこで本稿では、中小企業をカバーするデータベースとベンチャー企業をカバーするデータベースを用いて、中小企業の中からベンチャー企業を特定し、ベンチャー企業と非ベンチャー企業を比較することでベンチャー企業の特徴を明らかにする。

ベンチャー企業は、イノベーションによる新産業創造や雇用創出において重要な役割を果たすと考えられている。同時に、これらのベンチャー企業に資金を提供するVCや事業会社等の外部投資家の役割も重要になる。しかし、外部投資家の投資対象となるベンチャー企業は、中小企業の中にどの程度存在しているのか、そして外部投資家から資金提供を受けた企業とそれ以外の企業とでは成長性の点から違いがあるのかを分析する。

本稿の構成は次の通りである。第2節では、本稿で使用する二つのデータベースとサンプルの抽出方法について説明する。第3節では、抽出したサンプルを用いて、設立年・地域・出口（exit）・業種・企業規模の観点からベンチャー企業やVC投資先企業の割合を把握する。また、財務数値と従業員数の記述統計を示す。第4節では、ベンチャー企業と非ベンチャー企業の設立後の成長性を比較し、第5節で本稿のまとめをおこなう。

## II. データとサンプル

### データソース

本稿では、中小企業のデータにベンチャー企業のデータを対応させ、中小企業の中のベンチャー企業の実態を把握することを試みる。これをおこなうために、二つのデータベースを使用する。第一に、中小企業のデータを、ビューロー・ヴァン・ダイク・エレクトロニック・パブリッシング株式会社（以下 BvD）の Oribis データベースから取得する。第二に、ベン

チャー企業に関するデータを取得するために、株式会社ジャパンベンチャーリサーチ（以下 JVR）が提供する資本政策データベースを利用した。

Oribis は、世界中の信用調査会社・登記当局等から収集した企業・財務情報を、統一された様式で収録したデータベースであり、2016年3月時点で全世界約2億社をカバーしている。この Orbis からは以下の手順でサンプルを抽出する。まず、2007年から2009年に設立された日本企業であり<sup>1</sup>、かつ直近10年間に少なくとも一度は売上高または純利益の値がデータベースに収録されている企業を選択する<sup>2</sup>。抽出条件に売上高と純利益を用いた理由は、それらが財務諸表の基本的な項目であるとともに、他の財務項目（総資産等）や従業員数を抽出条件に使用する場合よりも多くの企業が抽出できるためである<sup>3</sup>。なお、財務数値の報告基準は単独決算の値を用いる<sup>4</sup>。以上の条件で抽出した結果、95,507社が該当した。このうち18社の BvD ID は、“Credit needed”と表示されており、ID の特定と財務データの閲覧が不可能であるためサンプルから除外する。その結果、最終的に95,489社が得られた。

第二に、中小企業の中からベンチャー企業を特定するために、JVR が提供する資本政策データベース（2015年2月24日時点）を用いる。JVR は公開情報から IPO 企業と未公開企業のデータを収集している。ただし VC 投資を受けていない一部の IPO 企業は収録対象外である。また、未公開企業の収録対象は成長型ベンチャー企業であり、中小企業は対象外である<sup>5</sup>。資本政策データベースは、会社名・設立年月日・住所等のベンチャー企業に関する情報が収録されている『企業情報』と、設立からの資金調達を時系列に構成し、その増資内容を収録した『増資ラウンド情報』、そして、その増資ラウンドに参加する投資会社の投資

---

<sup>1</sup> ただし、設立年が不明な企業を除く。

<sup>2</sup> 財務情報は直近10年分が収録されており、本稿で使用する Orbis は2016年3月版であるため、基本的に2006年度の財務情報から収録されていることになる。ただし、直近の決算期が2014年度以前である企業も存在し、これらの企業については2006年度より過去に遡って財務情報を取得できる。日本における未公開企業の単独決算に関する財務情報は基本的に株式会社東京商工リサーチ（以下 TSR）が情報プロバイダーとなっている。

<sup>3</sup> これは売上高の値は収録されていても総資産や従業員数の値が欠損値である企業が存在することを意味する。

<sup>4</sup> 連結決算を優先に設定すると、上場企業の未公開時期の決算期の財務数値が抽出されないケースがある。

<sup>5</sup> [https://entrepedia.jp/pages/data\\_provided](https://entrepedia.jp/pages/data_provided)

内容を収録する『ラウンド明細情報』から構成される。資本政策データベースからは、2007年1月1日から2009年12月31日までに設立された日本企業（海外に所在地がある日本企業を除く）であることを条件に抽出した。また、JVRの業種分類で金融・保険・不動産業に分類される企業、会社登録のみの企業、HPアクセス不能などの事由により調査不能となった企業を除外する。さらに、未公開企業の株主の状況で、VC投資がおこなわれているか不明である企業、外国親会社管理下企業、個人事業を除く。最終的に425社のベンチャー企業が得られた。

#### サンプル選択

表1にサンプル選択の過程をまとめている。サンプルの選択は次の手順でおこなった。まず、中小企業のデータにベンチャー企業のデータを対応させるために、JVRに収録されているベンチャー企業の英語名をOrbis内で企業名検索し、その企業のBvD IDを特定する<sup>6</sup>。検索の結果、BvD IDが特定できた企業は425社中362社で、残りの63社は、商号のぶれを考慮して検索したとしてもOrbis内に該当する企業を見つけることはできなかった<sup>7</sup>。

次に、BvD IDで関連付けて二つのデータベースを結合した結果、BvD IDが特定できた362社のうち222社が対応した。残りの140社は、BvD IDは特定できていても直近10年間で売上高かつ純利益の値が少なくとも一度は報告している企業という条件を満たしていないためサンプルから除外される。

また、分析に必要な基本的な項目（業種と住所）の情報が得られない企業と業態が異なる企業を次の通り除外する。NACE業種分類<sup>8</sup>と所在地の情報が欠損値である25社を除外した<sup>9</sup>。さらに、業態が事業会社ではない企業（2,729社、内JVRから特定されたベンチャー企業4社）、設立年以前の決算期のデータが存在する企業（625社）を除外する。その結果、

---

<sup>6</sup> 検索の結果、複数の企業が該当した場合、二つのデータベースの設立年、住所、創業者の氏名を比較してユニークに特定する。

<sup>7</sup> Orbisに収録されていない企業が存在する理由として、それらが倒産企業であること、信用調査の対象とならない企業であること等が考えられる。このような企業は、信用調査会社であるTSRの調査対象とはならず、したがってOrbisにも収録されていない可能性がある。

<sup>8</sup> NACEは欧州地域で使用される業種分類である。

<sup>9</sup> これらの企業は情報プロバイダーが異なる。BvD IDが、“GBFC”で始まる企業の情報プロバイダーはJordansであり、“NL”で始まる企業の情報プロバイダーはLexis Nexisである。

92,110社が残る。このうち JVR のデータから特定されたベンチャー企業が 218 社残っている。JVR のデータに収録されており、Orbis 内で特定できた企業をベンチャー企業、Orbis で抽出されたそれ以外の企業を非ベンチャー企業と呼ぶことにする。

財務データを用いた分析をおこなう際には、財務諸表のロジックに矛盾がある企業（データエラーの可能性のある企業）2社と、設立2年目以降の決算が1期しか存在せず、かつ決算月数が12ヵ月未満の企業113社を除外した91,995社のサンプルを用いる。

#### マッチング

ベンチャー企業と非ベンチャー企業のパフォーマンスを比較する分析では、マッチングで得られたサンプルを用いる。以下の手順でマッチングをおこなう。当該ベンチャー企業の業種と同じ業種内で同じ設立年の売上高が最も近い非ベンチャー企業5社を選択する。同じ企業を繰り返し抽出することを許容するマッチング方法(nearest-neighbor matching with replacement)で取り出す。この際、企業規模が似た企業どうしを対応させることを目的に、設立年の総資産額がわかる場合、総資産比率が0.5倍以上かつ1.5倍以下の企業に限定する。この条件を満たさない場合は、対応する企業が5社未満であっても抽出しない。設立年の総資産が欠損値の場合は、総資産に関する条件は設定しない。また5社目の値が同じ場合は同じ値である6社目以降の5社目の企業と同じ値をもつ企業も取り出す。これらの理由により、厳密な1対5のマッチングとは異なり、中小企業の中から選択される非ベンチャー企業数はベンチャー企業数の5倍より多くも少なくもなる可能性がある。

売上高によるマッチングの結果、ベンチャー企業55社に対して非ベンチャー企業199社が選択された。また、同様の方法でのマッチングを売上高の代わりに従業員数を用いておこなった場合、ベンチャー企業40社に対して非ベンチャー企業157社が選ばれた。従業員数を基準にしたマッチングの企業数が売上高を基準としたそれと比較して少ないのは、記述統計でみたように、従業員数は多くの欠損値を含んでいるためである。なおマッチした二つの企業群の間に、設立年の売上高（また従業員数）の平均値に10%水準で統計的に有意な差はないことを確認している。設立後の成長性を分析する際は、この二つのサンプルを用いる。

### III. 企業数とサンプルの特徴

本節では、いくつかの視点からサンプルの特徴を明らかにする。まず、設立年・地域・企業の状態・規模・業種別に企業数と中小企業に占めるベンチャー企業の割合を把握する。これらの分析ではサンプル1（表1参照）を用いる。その後、サンプル2を用いて財務と従業員数の特徴を分析する。

#### 設立年

表2は、2007年から2009年に設立された中小企業の数、JVRデータから特定したベンチャー企業数、そのうちVCや事業会社から投資を受けているベンチャー企業数を示している。毎年3万社程度の企業が設立されていることがわかる。3年間を通じてベンチャー企業数は、年58社から96社であり、中小企業に占める割合としては0.2%程度でほぼ一定である。VC投資を受けていることが判明しているベンチャー企業の割合は0.13%である。ただし、本稿で使用するベンチャー企業のサンプルは、VC投資がおこなわれたか否か不明である企業を除外しているため、実際はVC投資がおこなわれているにもかかわらずサンプルに含まれていない企業が存在する。また、JVRデータに収録されているいくつかのベンチャー企業がOrbisには収録されていないことを考慮すると、Orbisでもすべての企業を収録しているわけではないことに注意が必要である。いずれにしても、バイグレイブ&ザカラキス(2009)が指摘しているように、VCから資金を調達できる企業は中小企業全体のほんの一部のスーパースターのみであるといえる。また、米国の国政調査から得られたデータLongitudinal Business Databaseを用いて、未公開企業に占めるVC投資先企業の割合を分析したPuri & Zarutskie (2012)の結果と比較すると、2001年から2005年では0.14%から0.16%であり、日本においても極めて類似した割合が得られた。

#### 地域

都道府県別の設立企業の分布状況を分析する。まず、Orbisのデータ項目から企業の住所と対応する7桁の郵便番号を取得する。Orbisの所在地データの様式は統一されていないため、郵便番号に対応する都道府県を日本郵政株式会社が公開している郵便番号データ<sup>10</sup>を用いて特定する。

---

<sup>10</sup> <http://www.post.japanpost.jp/zipcode/download.html>

表3は、都道府県別の設立企業数、中小企業に占めるベンチャー企業の割合を示している。2007年から2009年に設立された企業の18%は東京都に所在地があることがわかる。次に大阪府が多く7%である。北海道と神奈川県がそれに続き、いずれも約5%である。一方で、JVRに収録されているベンチャー企業の70%は東京都に所在地があることがわかる。神奈川県と大阪府が次に多く、6%である。Orbisに収録されている中小企業の所在地の分布状況と比較して、JVRに収録されているベンチャー企業の所在地の分布は、東京都に集中していることがわかる。Orbisに占めるJVR収録企業の比率は、東京都が最も多く0.92%である。

#### 企業の出口

設立後数年間で企業はどのような出口を経験しているのか。企業の出口を、「失敗」、「合併・買収」、「IPO」の三つに分けて分析する。これら三つに分類されない残りの企業はアクティブ（継続調査中）である。まず「失敗」は、Orbisでの状態（status）が“Inactive (no precision)”であるか、JVRの情報から消滅、解散、事業譲渡により会社解散であることが判明している企業と定義する。Orbisでの状態が“Dissolved (merger or take-over)”であるか、JVRの情報から吸収合併、買収、上場企業の子会社化されたと判明している企業を「合併・買収」とする。企業がIPOした場合、OrbisにIPO日がレコードされるため、IPO日が存在する企業は「IPO」とする<sup>11</sup>。

表4は、企業の出口の状況を示している。JVRの業種分類で金融・保険・不動産業に該当する企業を除外しているため、非ベンチャー企業でも金融業を除いた結果も報告している。JVRはVC投資を受けていないIPO企業のデータは基本的に収録していないため、VC投資先ベンチャー企業の状態も報告している。ベンチャー企業の6%はIPOを果たしており、この比率は中小企業よりも多い。さらに、ベンチャー企業の中でもVC投資先企業または事業会社投資先企業がIPOをおこなう比率が高い。事業会社から投資を受けているベンチャー企業は、上場会社の子会社化や吸収合併される割合が高いことも特徴である。

---

<sup>11</sup> ステータスは、企業ごとに調査時期が異なることに注意が必要である。

## 業種

表5は、NACEコードに基づく業種ごとの企業数を示している。JVR業種分類で金融・保険・不動産業を除外しているが、NACEに基づく業種分類では、金融、保険、不動産業に分類される企業も存在する<sup>12</sup>。Orbisには、建設業に属する企業が多く含まれており22%である。次に、卸売・小売業に属する企業が多く17%である。JVRに収録されている企業の半数以上(59%)が情報・コミュニケーション業に属している。二つデータベースを比較した場合、Orbis企業の2.9%を収録している。以上のことから、ベンチャー企業は特定の業種(特に情報・コミュニケーション業)に集中していることがわかる。

## 企業規模

表6は、基準年の従業員数で測定した企業規模ごとの企業数の分布状況である。基準年とは、その企業にとって、最も遡れる決算年とする。従業員数を9つの区分(1-3人、4-6人、7-10人、11-20人、21-30人、31-50人、51-70人、71-100人、101人以上)に分割した場合、1-3人のクラスに分布する企業が最も多く、13,975社存在し、サンプルの15%を占める。4-6人のクラスが次に多く、7,238社で8%である。従業員規模の区分が大きくなるにつれて、企業数は徐々に減少する。100人より多い従業員数の企業は346社含まれており、その割合は0.4%と小さい。従業員数の値が欠損値の企業が69%と多く含まれている。このように本稿で使用するサンプルは従業員数が小さい企業が多いことがわかる。ベンチャー企業は、7-10人と11-20人のクラスの割合が多い。

## 記述統計

表7は、91,995社(サンプル2)の財務変数と従業員数の記述統計を示している。観測数の単位は企業-決算期である。売上高や利益の額はフローであるため、決算月数が12ヶ月の決算期のみを使用する。企業によっては変数に欠損値を含んでいるため、各変数の観測数が異なっている。売上高の収録が最も多く、貸借対照表の勘定項目の値の収録が少ない。特に、現金及び現金同等物は多くの欠損値を含む。また、従業員数も同程度に欠損値を含んでいる。売上高と従業員数は97パーセンタイル値でウィンソライズしている。ROAとROE

---

<sup>12</sup> たとえば、地盤ネット株式会社はJVRの業種では消費者向けサービス・販売に分類されているが、NACEではFinancial and insurance activitiesに分類されている。

は、3パーセンタイル値と97パーセンタイル値でウィンソライズした。以上のようなデータの特徴と処理に注意しつつ、サンプルの特徴をみていく。

売上高の平均値は14万円、中央値は5万円である。有形固定資産比率の平均値は0.16、中央値は0.08である。総資産に対する現金及び現金同等物の比率は平均で0.32、総資産に占める長期負債の割合と短期借入金の割合はそれぞれ0.32と0.35である。負債・株主資本比率（DEレシオ）の平均値は6倍、中央値で1.7倍である。ROAの平均値は2%、ROEの平均値は1.5%である。従業員数の平均値は9人、中央値は4人である。90パーセンタイル値でも20人であり、サンプルの多くは従業員数が小規模の企業であるといえる。

#### ベンチャー企業の財務特性

表8は、非ベンチャー企業とベンチャー企業の設立時の財務状況を比較している。ここでの分析は、設立時の財務データが存在する未公開企業のみが対象となっていることに注意が必要である。未公開企業は設立時から財務データが存在することは稀であるため、セレクションバイアスの可能性が残されている。表7は全体を把握するため、非ベンチャー企業とベンチャー企業の設立後の決算期をプールしており、設立からの年数や企業属性（ベンチャー企業と未公開企業）を区別できていなかった。設立時のベンチャー企業と非ベンチャー企業の特徴を比較するために、未公開企業とベンチャー企業の設立年か設立後1年目の決算期の記述統計をパネルAとパネルBに分けて示している。ここでも決算月数が12ヵ月の決算期に限定する。

表8パネルAは、設立年と設立1年後の非ベンチャー企業の財務状況を示している。ROAの平均値は-2%、ROEの平均値は-3%である。従業員数の平均値は7人、中央値は4人である。パネルBは、設立年と設立1年後のベンチャー企業の財務状況を示している。ROAの平均値は-14%、ROEの平均値は-14%である。ベンチャー企業の特徴を分析するため、平均値の差の検定をおこなった。太字は5%水準で統計的に有意な差があることを表す。設立初期において、ベンチャー企業は、非ベンチャー企業と比較して有形固定資産比率が低い、現金比率が高い、ROAとROEが低いという特徴がみられる。

しかし、表8で観察された設立年の財務的特徴の違いは、ベンチャー企業が特定の業種に集中していることが影響している可能性がある。この可能性に対処するため、表9ではベンチャー企業が多く分布している情報・コミュニケーション業に限定して記述統計を示して

いる。平均値の差の検定をおこなった結果、表 8 で得られた有形固定資産比率、現金比率、ROA、ROE の有意な差はみられない。

以上の結果から、ベンチャー企業と非ベンチャー企業を比較した場合、ベンチャー企業は有形固定資産比率が低く、現金保有比率が高いが、情報・コミュニケーション業に限定した場合、これらの特徴は消滅することが明らかになった。

#### IV. ベンチャー企業の成長性

本節では、ベンチャー企業と非ベンチャー企業の設立後の成長性を比較する。はじめに、設立から財務データが取得できる企業数を比較する。次に、マッチング法を用いて、中小企業の中からベンチャー企業と属性が似た中小企業（非ベンチャー企業）を選択し、設立後の成長性を分析する。

設立年からの財務データが取得できる企業数

表 10 は、設立年からの財務データが取得できるベンチャー企業と非ベンチャー企業の設立後の観測数と継続率を示している。設立年の財務データが存在するベンチャー企業は 215 社中 56 社である。設立から 5 年後では、26 社にまで減少しており継続率は 46%である。一方、非ベンチャー企業で設立年から財務データが存在する企業は 18,035 社である。5 年後は 5,613 社で継続率は 31%である。

ベンチャー企業と非ベンチャー企業の成長性の比較

ベンチャー企業と非ベンチャー企業の成長性を比較する。企業の成長性を売上高と従業員数で測定した。図 1 a は、設立年の売上高でマッチしたサンプルの設立後 5 年間の売上高の平均値の推移を示している。設立年では同程度である売上高は、設立後 2 年目以降徐々に差が表れ、5 年後にはベンチャー企業の売上高の平均値が非ベンチャー企業のそれを大きく上回っている。図 1 b は売上高の代わりに設立年の従業員数でマッチしたサンプルを用いた結果である。売上高の推移と同様に、設立年では差はないが、その後、ベンチャー企業の従業員数は非ベンチャー企業と比較して大きく増加していることがわかる。ベンチャー企業の中でも特に、VC または事業会社から投資を受けているベンチャー企業の売上高と従業員

員数の平均値は高い<sup>13</sup>。Puri & Zarutskie (2012)は、VC 投資先企業は非 VC 投資先企業と比較して、設立後に売上高の拡大や従業員数の増加が見られることを明らかにしており、本稿の結果は Puri & Zarutskie の結果と一致する。

## V. おわりに

本稿では、日本のベンチャー企業の実態を把握するため、中小企業をカバーするデータベースとベンチャー企業をカバーするデータベースを組み合わせて、記述的な分析をおこなった。本稿の目的は、ベンチャー企業の中小企業における位置づけを記述的に分析することであったため、会社設立後の資金調達タイミングや調達額を考慮した詳細な分析はおこなっていない。また、外部投資家の属性や、VC 属性（証券会社系、銀行系、事業会社系、海外 VC 等）ごとの投資行動やディール・ストラクチャーの分析もおこなっておらず、今後これらの分析を進めていく。

## 参考文献

ウィリアム・バイグレイブ、アンドリュー・ザカラキス『アントレプレナーシップ』日経 BP 社, 2009

Puri, M., & Zarutskie, R. (2012). On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. *Journal of Finance*, 67(6), 2247–2293.

---

<sup>13</sup> 外部投資家投資先ベンチャー企業とそれ以外のベンチャー企業の間には、設立年での売上高と従業員数の平均値に統計的に 10%水準で有意な差はないことを確認している。

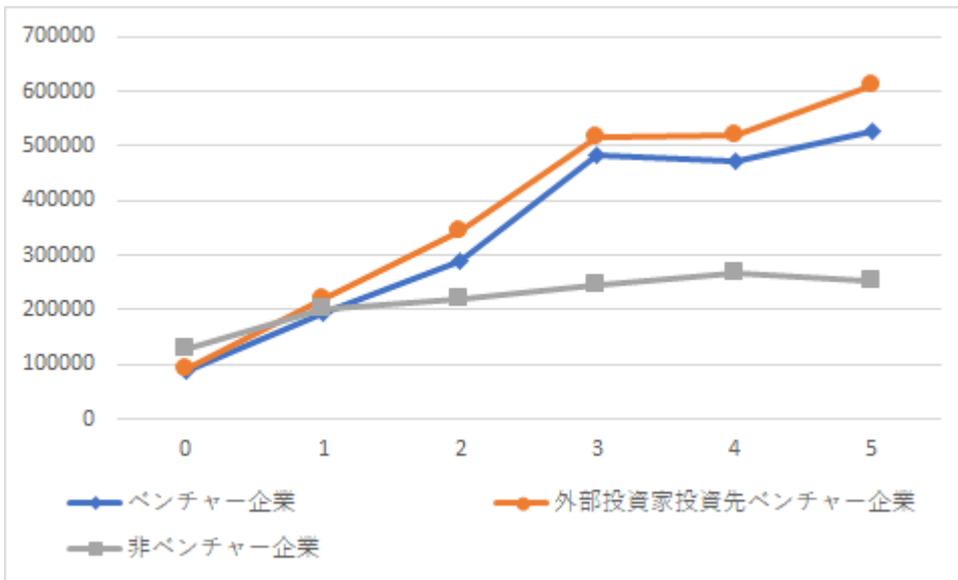


図 1 a 設立後の売上高平均の推移

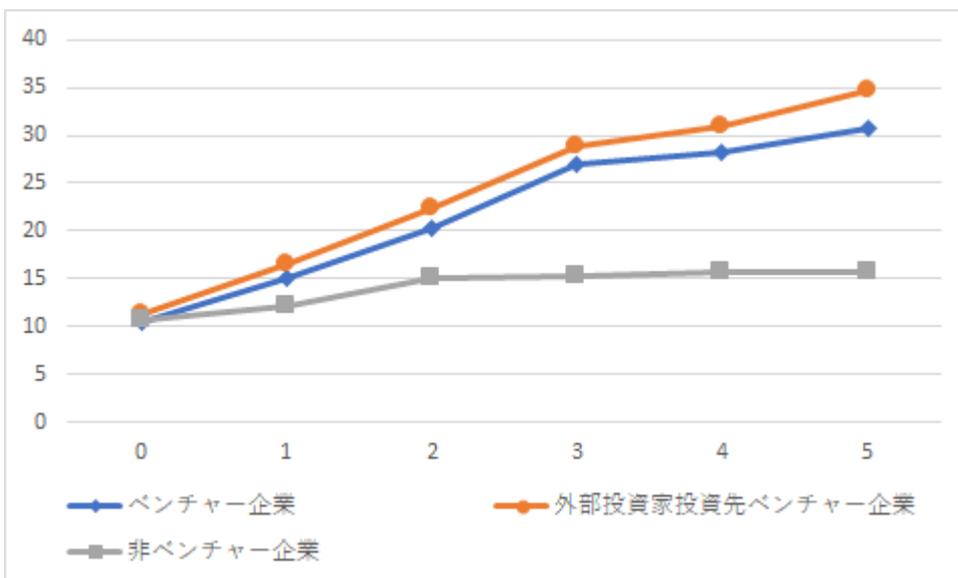


図 1 b 設立後の従業員数平均の推移

表1 サンプル選択の過程

BvD Orbisデータベース (2016年3月版)		JVR資本政策データベース (2015年2月時点)	
(1) 直近10年の売上高を少なくとも一度は取得できる企業	56,834,901		
(2) 直近10年の純利益を少なくとも一度は取得できる企業	21,431,298		
(3) 2007年から2009年設立の日本企業	309,029	(1) 2007年から2009年設立の日本企業	425
(4) ((1)または(2))かつ(3)	95,507	(2) BvD IDが特定できない企業	63
(5) BvD IDが "Credit needed"である企業	18	(3) (1)-(2)	362
(6) (4)-(5)	95,489	(4) BvD IDは特定できてもOrbis条件(1)または(2)を満たさない企業	140
(7) 住所と業種が特定できない(情報プロバイダーが異なる)企業	25	内JVR (3)-(4)	222
(8) 属性が事業会社ではない企業	2,729	内JVR	0
(9) 設立年以前の財務データが存在する企業	625	内JVR	4
(10) (6)-(7)-(9): サンプル1	92,110	内JVR	0
(11) 財務諸表の数値のロジックに矛盾がある企業	2	内JVR	218
(12) 設立2年目以降の決算が1期しか存在せず, かつ決算月数が12ヵ月未満の企業	113	内JVR	0
(10)-(11)-(12): サンプル2	91,995	内JVR	3
			215

表2 設立年ごとの企業数

設立年	中小企業全体	ベンチャー企業		VC投資先		事業会社投資先	
	企業数	企業数	%	企業数	%	企業数	%
2007	34,180	96	0.28	67	0.20	60	0.18
2008	30,614	64	0.21	32	0.10	32	0.10
2009	27,316	58	0.21	24	0.09	32	0.12
合計	92,110	218	0.24	123	0.13	124	0.13

表3 地域別の企業数

都道府県	中小企業全体		ベンチャー企業		100×(B)/(A)
	企業数 (A)	%	企業数 (B)	%	
北海道	4,834	5.25	2	0.92	0.04
青森県	1,004	1.09	0	0.00	0.00
岩手県	764	0.83	0	0.00	0.00
宮城県	1,607	1.74	1	0.46	0.06
秋田県	750	0.81	0	0.00	0.00
山形県	800	0.87	1	0.46	0.13
福島県	1,375	1.49	1	0.46	0.07
茨城県	1,406	1.53	2	0.92	0.14
栃木県	1,117	1.21	0	0.00	0.00
群馬県	1,509	1.64	1	0.46	0.07
埼玉県	3,939	4.28	1	0.46	0.03
千葉県	3,774	4.10	1	0.46	0.03
東京都	16,610	18.03	152	69.72	0.92
神奈川県	4,697	5.10	14	6.42	0.30
新潟県	1,461	1.59	1	0.46	0.07
富山県	846	0.92	0	0.00	0.00
石川県	826	0.90	0	0.00	0.00
福井県	771	0.84	0	0.00	0.00
山梨県	934	1.01	0	0.00	0.00
長野県	1,234	1.34	2	0.92	0.16
岐阜県	974	1.06	1	0.46	0.10
静岡県	2,048	2.22	2	0.92	0.10
愛知県	4,383	4.76	5	2.29	0.11
三重県	933	1.01	0	0.00	0.00
滋賀県	1,060	1.15	0	0.00	0.00
京都府	1,650	1.79	5	2.29	0.30
大阪府	6,794	7.38	13	5.96	0.19
兵庫県	3,426	3.72	4	1.83	0.12
奈良県	743	0.81	0	0.00	0.00
和歌山県	698	0.76	0	0.00	0.00
鳥取県	461	0.50	0	0.00	0.00
島根県	548	0.59	0	0.00	0.00
岡山県	1,339	1.45	0	0.00	0.00
広島県	2,460	2.67	0	0.00	0.00
山口県	792	0.86	1	0.46	0.13
徳島県	572	0.62	0	0.00	0.00
香川県	779	0.85	0	0.00	0.00
愛媛県	1,091	1.18	0	0.00	0.00
高知県	491	0.53	0	0.00	0.00
福岡県	3,624	3.93	6	2.75	0.17
佐賀県	656	0.71	0	0.00	0.00
長崎県	752	0.82	0	0.00	0.00
熊本県	992	1.08	0	0.00	0.00
大分県	992	1.08	0	0.00	0.00
宮崎県	930	1.01	1	0.46	0.11
鹿児島県	1,092	1.19	0	0.00	0.00
沖縄県	1,572	1.71	1	0.46	0.06
合計	92,110	100	218	100	

表4 企業の出口

出口	中小企業全体	非ベンチャー企業	非ベンチャー企業 (金融業除く)	ベンチャー企業	VC投資先	事業会社投資先
失敗	13.43%	13.44%	13.85%	7.80%	6.50%	9.68%
合併・買収	0.02%	0.01%	0.00%	7.80%	5.69%	12.90%
IPO	0.07%	0.05%	0.01%	5.96%	9.76%	8.87%

表5 業種別の企業数

NACE Rev. 2 main section	中小企業全体		ベンチャー企業		100×(B)/(A)
	企業数 (A)	%	企業数 (B)	%	
A - Agriculture, forestry and fishing	1,472	1.60	2	0.92	0.14
B - Mining and quarrying	50	0.05	0	0.00	0.00
C - Manufacturing	6,521	7.08	21	9.63	0.32
D - Electricity, gas, steam and air conditioning supply	48	0.05	0	0.00	0.00
E - Water supply; sewerage, waste management and remediation activities	602	0.65	0	0.00	0.00
F - Construction	20,297	22.04	1	0.46	0.00
G - Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles	16,280	17.67	16	7.34	0.10
H - Transportation and storage	1,933	2.10	0	0.00	0.00
I - Accommodation and food service activities	2,837	3.08	1	0.46	0.04
J - Information and communication	4,349	4.72	129	59.17	2.97
K - Financial and insurance activities	940	1.02	1	0.46	0.11
L - Real estate activities	5,927	6.43	0	0.00	0.00
M - Professional, scientific and technical activities	8,085	8.78	28	12.84	0.35
N - Administrative and support service activities	4,060	4.41	15	6.88	0.37
O - Public administration and defence; compulsory social security	612	0.66	1	0.46	0.16
P - Education	6,524	7.08	1	0.46	0.02
Q - Human health and social work activities	767	0.83	1	0.46	0.13
R - Arts, entertainment and recreation	10,806	11.73	1	0.46	0.01
S - Other service activities	0	0.00	0	0.00	N.A.
合計	92,110	100	218	100	

表 6 企業規模（従業員数）と企業数

従業員数（人）	中小企業全体		ベンチャー企業		VC投資先		事業会社投資先	
	企業数	%	企業数	%	企業数	%	企業数	%
1-3	13,957	15.2	13	5.96	3	2.44	4	3.23
4-6	7,238	7.9	18	8.26	9	7.32	8	6.45
7-10	3,290	3.6	22	10.09	16	13.01	13	10.48
11-20	2,122	2.3	20	9.17	17	13.82	14	11.29
21-30	600	0.7	2	0.92	1	0.81	1	0.81
31-50	470	0.5	6	2.75	4	3.25	4	3.23
51-70	167	0.2	2	0.92	0	0.00	2	1.61
71-100	178	0.2	2	0.92	1	0.81	2	1.61
>100	346	0.4	3	1.38	2	1.63	2	1.61
欠損値	63,742	69.2	130	59.63	70	56.91	74	59.68
合計	92,110		218		123		124	

表7 記述統計量

変数	観測数	平均値	標準偏差	10パーセン タイル値	中央値	90パーセン タイル値
売上高（円）	235,350	142,937	255,332	5,000	53,720	339,217
有形固定資産比率	95,068	0.16	0.21	0	0.08	0.47
現金比率	82,790	0.32	0.24	0.04	0.26	0.67
長期負債比率	95,070	0.32	1.83	0	0.14	0.75
短期負債比率	95,071	0.35	32.35	0	0	0.41
負債・株主資本比率	94,219	6.06	11.08	0	1.69	16.88
ROA（%）	95,071	2.02	23.97	-23.47	2.87	27.13
ROE（%）	95,071	1.49	21.96	-20.71	2.16	22.36
従業員数（人）	83,620	9.23	14.33	1	4	20

表 8 記述統計：設立年での比較

パネルA：非ベンチャー企業（設立年と設立1年目の決算期）						
変数	観測数	平均値	標準偏差	10パーセン タイル値	中央値	90パーセン タイル値
売上高（円）	15,568	110,027	212,926	4,655	46,083	225,027
有形固定資産比率	9,070	0.15	0.20	0	0.07	0.44
現金比率	7,935	0.32	0.25	0.04	0.26	0.70
長期負債比率	9,071	0.23	0.51	0	0.00	0.66
短期負債比率	9,071	0.20	5.77	0	0	0.39
負債・株主資本比率	8,940	4.07	9.13	0	0.96	9.81
ROA（%）	9,071	-2.08	27.29	-39.64	1.38	27.45
ROE（%）	9,071	-3.23	24.68	-37.49	0.62	20.35
従業員数（人）	7,497	7.58	12.72	1	4	15
パネルB：ベンチャー企業（設立年と設立1年目の決算期）						
変数	観測数	平均値	標準偏差	10パーセン タイル値	中央値	90パーセン タイル値
売上高（円）	42	106,128	174,497	5,480	46,673	245,282
有形固定資産比率	34	<b>0.04</b>	0.07	0	0.01	0.10
現金比率	34	<b>0.43</b>	0.31	0.08	0.41	0.91
長期負債比率	34	0.22	0.29	0	0.10	0.69
短期負債比率	34	0.10	0.15	0	0.03	0.24
負債・株主資本比率	34	1.77	2.39	0	0.85	3.82
ROA（%）	34	<b>-13.97</b>	33.33	-59.33	-0.45	26.76
ROE（%）	34	<b>-14.02</b>	30.75	-60.89	0.19	16.36
従業員数（人）	31	7.90	5.56	2	7	15

太字は5%水準で統計的に有意であることを意味する。

表9 記述統計：情報・コミュニケーション業

パネルA：非ベンチャー企業（設立年と設立1年目の決算期）						
変数	観測数	平均値	標準偏差	10パーセン タイル値	中央値	90パーセン タイル値
売上高（円）	792	84,525	200,772	2,639	24,045	158,624
有形固定資産比率	370	0.06	0.13	0	0.00	0.18
現金比率	368	0.39	0.26	0.06	0.37	0.76
長期負債比率	370	0.31	0.95	0	0.00	0.63
短期負債比率	370	0.16	0.46	0	0	0.45
負債・株主資本比率	369	3.03	8.26	0	0.70	5.99
ROA（%）	370	-3.78	31.67	-60.66	2.04	31.09
ROE（%）	370	-6.18	28.01	-59.72	0.64	20.29
従業員数（人）	341	9.72	15.04	1	4	23
パネルB：ベンチャー企業（設立年と設立1年目の決算期）						
変数	観測数	平均値	標準偏差	10パーセン タイル値	中央値	90パーセン タイル値
売上高（円）	22	81,886	103,964	8,000	46,673	171,561
有形固定資産比率	18	0.04	0.07	0	0.01	0.10
現金比率	18	0.35	0.33	0.04	0.22	0.98
長期負債比率	18	0.27	0.28	0	0.14	0.72
短期負債比率	18	0.11	0.11	0	0.10	0.29
負債・株主資本比率	18	2.11	1.97	0	1.63	4.20
ROA（%）	18	-8.84	33.18	-59.33	0.69	26.88
ROE（%）	18	-9.09	28.48	-58.92	0.18	18.13
従業員数（人）	18	7.61	5.24	2	7	15

表 10 設立年から財務データが取得できる企業

設立後年数	ベンチャー企業		非ベンチャー企業	
	企業数	継続率	企業数	継続率
0	56	100	18,035	100
1	47	83.93	15,310	84.89
2	44	78.57	11,952	66.27
3	29	51.79	8,021	44.47
4	29	51.79	7,287	40.40
5	26	46.43	5,613	31.12