

東京大学 公共政策大学院

ワーキング・ペーパーシリーズ

GraSPP Working Paper Series

The University of Tokyo

GraSPP-P-12-001

VCT税制導入による  
ベンチャー企業活性化について

清水友貴 高木駿平 福井倫行

2012年 3月

**GraSPP**  
THE UNIVERSITY OF TOKYO

GraSPP Policy Research Paper 12-001

GRADUATE SCHOOL OF PUBLIC POLICY  
THE UNIVERSITY OF TOKYO  
HONGO, BUNKYO-KU, JAPAN

**GraSPP**  
THE UNIVERSITY OF TOKYO

# VCT税制導入による ベンチャー企業活性化について

東京大学 公共政策大学院  
事例研究(ミクロ経済政策・解決策分析 I)2011年度

公共管理コース2年 清水友貴

経済政策コース2年 高木俊平

国際公共政策コース1年 福井倫行

GraSPP ポリシーリサーチ・ペーパーシリーズの多くは

以下のサイトから無料で入手可能です。

<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/research/wp/index.htm>

このポリシーリサーチ・ペーパーシリーズは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある  
論文草稿である。著者の承諾なしに引用・配布することは差し控えられたい。

東京大学 公共政策大学院 代表 TEL 03-5841-1349

事例研究（ミクロ経済政策・解決策分析 I）

清水友貴、高木駿平、福井倫行

VCT 税制導入によるベンチャー企業活性化について

平成 24 年 3 月 16 日

## <目次>

要旨	3
第1章 問題意識	5
第2章 日本と英国のベンチャー税制の現状	6
2-1. 日本のベンチャー税制	6
2-1-1. 2種類の優遇税制	6
2-1-2. 認定投資ファンド制度	7
2-2. 英国のベンチャー税制	8
第3章 VCT 税制導入の根拠	9
3-1. VCT 税制の効率性	9
3-1-1. 雇用創出	10
3-1-2. 税収への貢献	10
3-1-3. 分析の不確実性と感度分析	12
3-1-4. 小括	12
3-2. エンジェル税制の非効率性	13
3-2-1. 従業員数の推移	14
3-2-2. 売上高の推移	15
3-2-3. 利益の推移	16
3-2-4. 小括	16
第4章 VCT 税制の制度設計	17
4-1. 税率の制度設計	17
4-2. 控除制度の制度設計	19
第5章 政策提言	23
5-1. 所得控除の一元的導入	23
5-2. 税率によるインセンティブ付け	24
5-3. 形式基準の緩和	24
5-4. 東京 AIM への適用の拡張	25
5-5. 東証 ETF への上場	25
第6章 今後の課題	26
6-1. 分析自体の限界	26
6-2. 分析対象の限界	26
参考文献・HP	27

## 要旨

本レポートでは、現行のベンチャー税制が財政負担に値しうる政策かを問題意識に、日本と英国との制度比較を中心に分析を行い、政策提言を行った。

ベンチャー税制とは、ベンチャー企業への投資を行った投資家に対し減税措置をおこなう税制である。日本においては、エンジェル税制が存在し、個人投資家による直接投資に対する減税措置がメインである。一方、英国においては、EIS(Enterprise Investment Scheme)という個人投資家による直接投資向け税制に加え、VCT(Venture Capital Trust)と呼ばれる上場ベンチャー向け投資信託経由での投資に対しても優遇税制を行っている。

第3章では、それぞれの税制を利用した投資先企業のパフォーマンスについて比較分析を行った。日本のエンジェル税制を利用した投資先企業について、帝国データバンクの調査事業を元に分析すると、従業員数・売り上げ・利潤のどの切り口から見ても、成長性及び成長意欲に欠けることがわかった。一方、英国のVCTの投資先企業について、英国のAssociation of Investment Companiesが作成したレポートを元に分析すると、高い成長性をもち、かつ税制全体としての財政負担は軽いことがわかった。特に、財政負担に関しては、企業の成長による法人税収の追加的増分だけで減税額を回収するとしても約6年で回収できることがわかり、むしろその後も成長を続けていけば補って余りある税収をもたらすことがわかった。以上の分析により、個人投資家よりも、事業への目利き力をもち、かつハンズオンによって直接を経営改善することができるVC等の機関投資家に投資判断をゆだねた方がより成長性のある企業に資金が流れるといえる。

第4章では、いかに税制をデザインすべきかについて、制度改正のインパクト分析を行うことによって分析した。税率改正の事例として、英国のVCT税制における2年間の税額控除率引き上げ(投資額の20%から40%へ引き上げ)を取り上げた。制度改正のなかったEIS税制との関連性から、制度が行われなかった場合の推定値を求め、改正の有無で9億3000万ポンド、250%の投資額の相違があることがわかった。20%の税率変更で投資家を大きくインセンティブ付けできるということである。また、控除制度改正の事例として、日本の2008年における所得控除導入を取り上げた。それまでの株式譲渡益控除は、株価のパフォーマンスに大きく左右されるという欠点があった。所得控除によって、どれだけ、その制約が解かれ投資が増えたのかを分析するために、被説明変数を税制利用額に、説明変数をJASDAQ指数と置いた回帰分析を行い、制度改正が行われなかった場合の推定値を求めた。その推定値と比較を行ったところ、所得控除の導入の有無で投資額にして400%の違いがあることがわかった。以上の分析に基づけば、より投資を促進したいルートの税率を10%~20%程度でも優

遇し、インセンティブ付けし、控除制度としては所得控除を導入すべきということである。

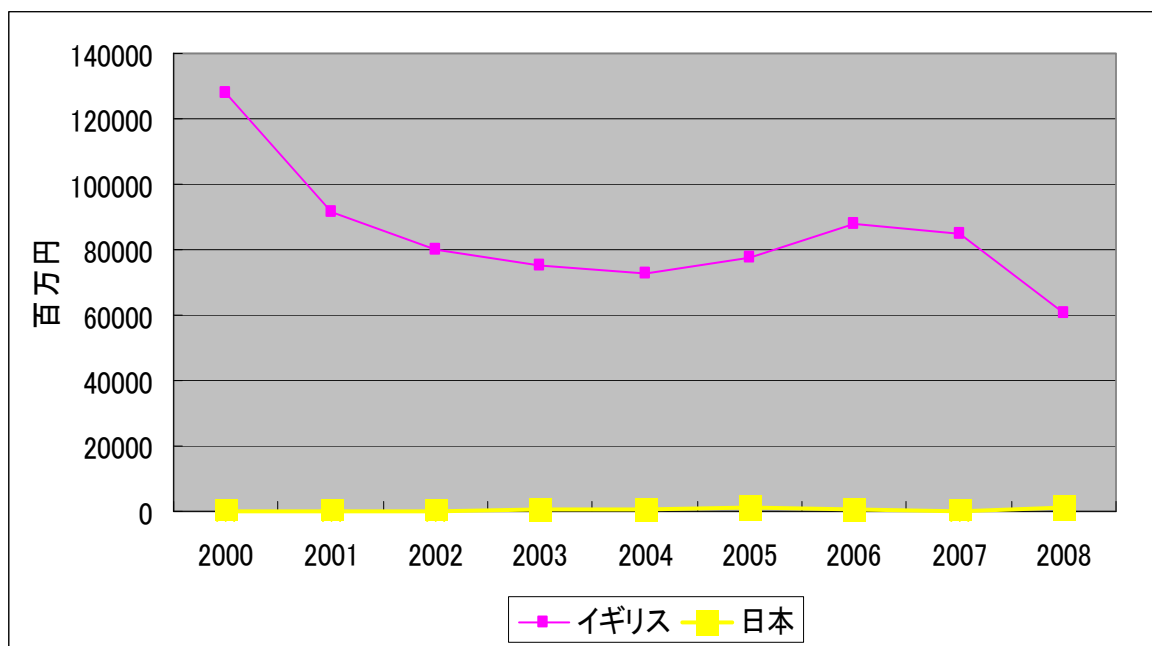
第5章では、以上を踏まえ、日本版 VCT 税制の導入を提言している。具体的な制度設計としては、①所得控除を一元的に導入する、②VCT を優遇するように税率に差をつけてインセンティブ付けする、③投資対象基準の細かい要件を緩和する、④日本版 VCT は東証 E T F に上場する、の4つである。

本研究の限界としては、個票データが得られず平均値での議論に終始してしまったことや英国以外の国との制度比較が行えなかったこと、既存の税制との整合性を税理論上いかにとっていくべきかという考察が不十分であることである。

## 第1章 問題意識

ベンチャー企業は、革新的な技術や経営手法を生み出し、経済全体の活性化を担う存在として期待され、日本を含む先進各国はベンチャー支援に政策的に乗り出している。そのための主要なツールの一つが、ベンチャー投資を行った投資家に対し、その投資額に応じた減税措置を設けるというベンチャー税制である。日本でも1997年にエンジェル税制として導入された。その利用実績は増加傾向にあるものの、ベンチャー税制の分野で先進的であり世界で最も多額の利用投資額を誇る国の一つである英国と比較すると、図表1のとおり、同税制を利用した投資額は圧倒的に少ないのが現状である。このような日本のエンジェル税制と諸外国のエンジェル税制の違いを生じさせている制度的要因は何であろうか。この点を明らかにする必要がある。

図表1 ベンチャー税制利用投資額の日英比較（1ポンド120円として計算）



また、日本の財政状況が悪化している中、財政全体を持続可能なものにするためにも経済の成長が不可欠である。ベンチャー企業への支援が十分に機能すれば、こうした状況を解決する有効な政策的ツールとなるが、十分に機能しなければ、ただ財政負担を増してしまう存在となる。このため、支援を受けるベンチャー企業が本当に成長性を期待できるのかどうかを検討することは欠かすことが出来ない。

以上のような問題意識に基づき、本レポートでは一定の成果を上げていると評価できる英国の制度と日本の制度を比較することを通じ、日本のベンチャー税制の現状を評価し、政策提言を行うことを目指す。

## 第2章 日本と英国のベンチャー税制の現状

本章では、日本と英国のベンチャー税制について概観する。

### 2-1. 日本のベンチャー税制

日本にでは、1997年にエンジェル税制が整備された。エンジェル税制の税制優遇は所得控除（税制優遇 A）とキャピタルゲイン（ベンチャー株式に限る）に対する優遇税制（優遇税制 B）の二つから選択する形式となっている。また、キャピタルロスについては、同一年度の他の株式譲渡益と通算（相殺）することができ、さらに、同一年度に通算しきれなかった損失については、翌年度以降3年に亘って譲渡益と通算することができる」とされている。

#### 2-1-1. 2種類の優遇税制

優遇税制 A は、ベンチャー企業への投資額から 5000 円を差し引いた額を、その年度の総所得金額から控除できるというものである。この控除額には上限があり「課税所得の 40%」と「1000 万円」の内、低い方が控除額の上限とされる。一方、優遇税制 B は、ベンチャー企業に対する投資額全額を他の株式（ベンチャー企業に限る）譲渡益から控除できるもので、後者については控除額上限が存在しないのが特徴になっている。

投資先企業の適格性要件についてみると、優遇税制 A は設立後 3 年未満の企業に限っているのに対し、優遇税制 B については 10 年未満となっており制限が緩和されている。また、いずれにおいても、企業は「技術開発型」あるいは「ニュービジネス型」のいずれかに分類され、それぞれに異なる要件が課されている。主な要件としては「技術者」ないし「開発者」と呼ばれる一定以上の職能を持った社員が存在していることや、一定程度マーケティングに経費を割いているか等が定められている。これらは、企業の技術力や成長性を担保するための要件となっている。また、要件は、設立年数によっても異なっている。詳細は図表 2 及び図表 3 の通りである。

図表 2 優遇税制 A の対象要件

優遇措置 A の対象となる企業は、創業（設立）3 年未満の中小企業であり、かつ下記のイ、ロ要件のいずれかを満たす事が必要となる。

設立 (事業年数)	イ要件 (技術開発型)	ロ要件 (ニュービジネス型)
--------------	----------------	-------------------



1年未満かつ最初の事業年度を未経過	研究者が2人以上かつ全従業員の10%以上	開発者が2人以上かつ全従業員の10%以上
1年未満かつ最初の事業年度を経過	研究者が2人以上かつ全従業員の10%以上で、直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字	開発者が2人以上かつ全従業員の10%以上で、直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字
1年以上～2年未満	試験研究費等（宣伝費、マーケティング費用を含む）が売上高の3%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字	売上高成長率が25%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字
2年以上～3年未満		

図表3 優遇税制Bの対象要件

優遇措置Bの対象となる企業は、創業（設立）10年未満の中小企業であり、かつ下記のイ、ロ要件のいずれかを満たす事が必要となる。ベンチャー企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益から控除できる（控除対象となる投資額の上限なし）。

設立 （事業年数）	イ 要件 （技術開発型）	ロ 要件 （ニュービジネス型）
1年未満	研究者が2人以上かつ全従業員の10%以上	開発者が2人以上かつ全従業員の10%以上
1年以上～2年未満	試験研究費等（宣伝費、マーケティング費用を含む）が売上高の3%超	売上高成長率が25%超
2年以上～5年未満		
5年以上～10年未満	試験研究費等（宣伝費、マーケティング費用を含む）が売上高の5%超	

### 2-1-2. 認定投資ファンド制度

これらの企業の適格性の認定は経済産業省により行われているが、認定手続きを簡素にするために、「認定投資ファンド」制度が設けられている。これは、経済産業省の認定を受けた投資事業有限責任組合が投資するベンチャー企業がエンジェル税制の対象になるかを判断する場合に、企業の適格性要件の一部が免除され、かつ組合がベンチャー企業に対して確認書を発行できるとすることで、経済産業省への確認申請が不要になるというものである。但し、優遇税制Aを受ける場合には、認定投資事業有

限責任組合を通じて株式を取得しても、企業の適格性要件の免除は受けられないとされている。現在、こうした認定ファンドは16設立され、うち14が活動している。

## 2-2. 英国のベンチャー税制

英国では、Enterprise Investment Scheme(以下、EIS)および Venture Capital Trust(以下、VCT) という二種類のベンチャー支援税制が設けられている。

EIS は、個人投資家が直接にベンチャー企業に投資をする際に税制優遇がなされるもので、一方、VCT は投資信託に類似した仕組みで、ベンチャー企業に対し投資をする投資信託への出資に対し、税制優遇がなされるものである。VCT が一定の要件を満たす場合には、VCT が株式の譲渡により得た所得およびその他の所得の全てについて、法人税が免除される。これ以外でも、2010年までは、Corporate Venturing Scheme(以下、CVS)と呼ばれるコーポレートベンチャリングを促進するスキームが、2000年から10年間の時限立法として用意されていた。しかし、これはEISおよびVCTと比較して利用実績が振るわなかったため廃止された(CVSの利用実績はベンチャー支援税制全体の利用実績の内わずか1~3%を占めるにすぎなかった)。EISとVCTに関しては、EISがVCTの3~5倍の利用実績があり、EISがより積極的に活用されていることが伺える。

VCT側の要件としては、VCTの投資額の少なくとも70%(時価)が非上場会社に投資されていること、というものがある。但し、代替投資市場であるAIMにおいてのみ株式が取引されている法人も、非上場会社として取り扱われることとされている。また、投資先企業の要件として、特定の事業(例えば、農業、ホテル運営、土地及び株式等の売買に関する法律または会計上のアドバイス提供業務等)以外の事業を行っていることが条件付けられている。これは、VCT税制が、高度な技術を持つなど成長性の高い企業への投資を意図しているためである。また、企業規模については、VCT投資による投資直前の総資産が700万ポンドを超えないこと、またフルタイムの従業員(または同等のパートタイマー)が50人を超えないこと、また年間売上高が200万ポンドを超えないことなどが要件として定められている。従業員の規模から、比較的小規模な企業に限定されていることが伺える。

次に、投資家側の税制優遇については、①VCTの新株引受に当たり、投資額の30%の個人所得税の免除、②VCTから受領する配当について、個人所得税の免除、③VCT株式の譲渡時におけるキャピタルゲイン税の免除、の三点が設けられている。但し、税制優遇の対象となる年間投資額は20万ポンド以内を限度とする旨規定されている。また、新株引受後、5年間のロックアップ規定が設けられている。

現在、英国ではVCT税制の改正が検討されており、適用範囲を拡大する方向で検討が進められている。Association of Investment Companies(以下、AIC)が提案して

いる改正の方向性は以下の通りである。第一に、資産規模要件については、現在の総資産(Gross assets)700万ポンド以下から純資産(balance sheet total)1,500万ポンドへと緩和される。第二に、従業員要件(正社員)は、50名から250名に緩和される。第三に、企業の1年間に税制優遇の対象とすることができる投資額の上限は200万ポンドから500万ポンドに、また、税制優遇の対象となるVCT1社当たりの投資額の上限は、100万ポンドから150万ポンドに引き上げるという内容である。また、VCT税制の改正に合わせて、EISの所得税の控除率についても、現行の20%から30%に引き上げることが検討されている。

また、従来の優遇税制とは別に、より小規模な企業に対する優遇税制であるThe seed enterprise investment scheme(以下、SEIS)が検討されている。これは、従業員25人以下、総資産額20万ポンド以下の企業に対して適用される制度である。

このように、英国における優遇税制の適用範囲は拡大される見込みである。またより小規模なスタートアップにフォーカスした制度が検討されている点を特徴として指摘することができる。

### 第3章 VCT税制導入の根拠

本章では、日本におけるエンジェル税制利用企業の成長性の低さ、雇用創出力の弱さを実証し、個人投資家の行うガバナンスのききにくい投資よりも専門家の行う間接金融の方が質の高いベンチャー育成につながることから、VCT税制の正当性を指摘する。

#### 3-1. VCT税制の効率性

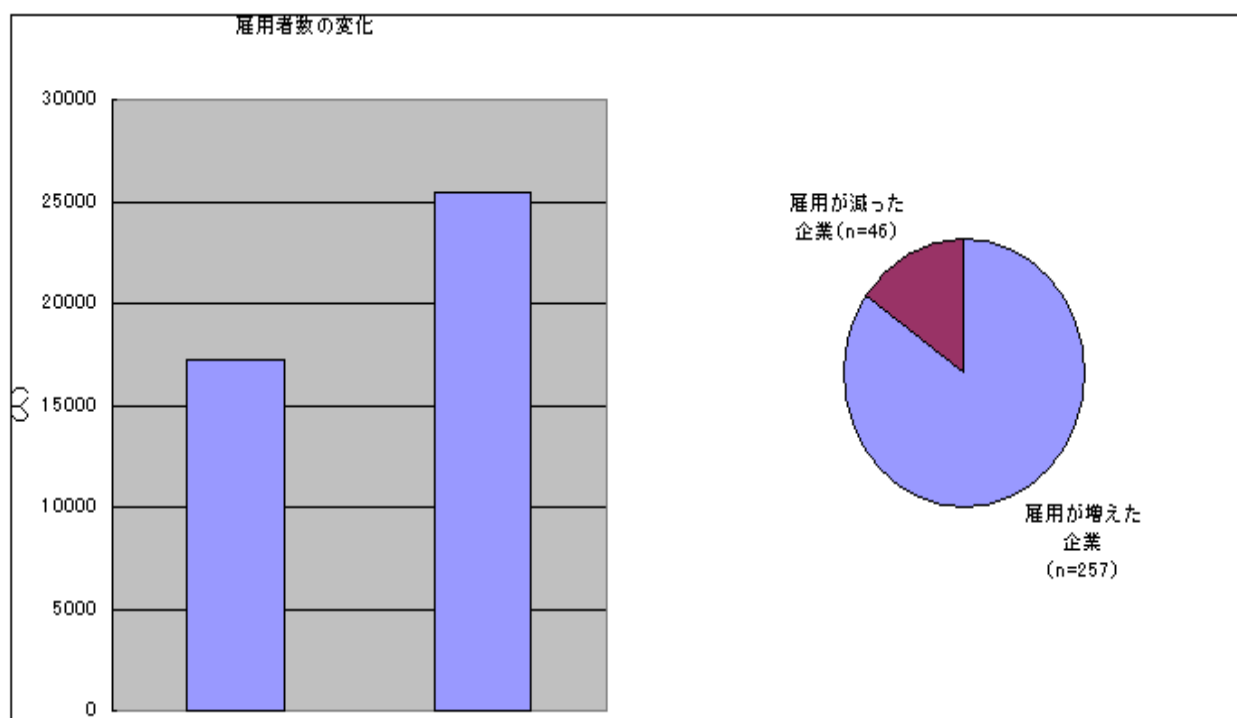
まず、投資先企業のパフォーマンスについて調査したAICのレポートをレビューすることで、機関投資家経由のベンチャー税制である英国のVCT税制の効率性を確かめたい。このレポートでは、2004年から2009年の5年間にAICの会員である61のVCTが投資を行った384社のVB(venture business)についてデータを収集しており、これらの企業に対する投資額合計は9億7300万ポンドとなっている。以下では、AICの同レポート中、本稿に関連性を有する「雇用創出」、「税収への貢献」について検討する。

### 3-1-1. 雇用創出

まず雇用創出について考察する。VCT による投資先企業への投資が始まった段階での雇用数は、アンケートに回答した 303 社合計で 17,219 人であったが、投資が終わった段階の（投資が終了しなかった場合には 2009 年の調査期間終了時）雇用数は 25,402 人となっており、投資前後で 8,381 人の雇用増となっている。雇用者の増加を企業の成長性の代理変数とみなし、この雇用者増が 5 年間の投資期間を通じて実現されたものとする、投資先企業は年間 10%の成長率で拡大しているといえる。

この雇用増加分の全てが VCT 税制によってもたらされたわけではないが、資金調達項目で述べたように VCT の資金が事業拡大に不可欠であったことから、従業員増加に対する影響力は高いと考えられる。

図表 4 VCT 投資による雇用成長



### 3-1-2. 税収への貢献

次に税収に対する貢献度について考察する。税制優遇の制度を設けることで財政上の負担となっている以上、税制としてのコストパフォーマンスについても検討する必要がある。投資先企業のうち、アンケートに回答した 247 社が 2009 年の 1 年間で支払った税額は図表 5 の通りである。また、あくまでデータとして明らかになっているのは、各項目の回答企業数の分だけであるため、全企業が回答したと仮定した場合の推定値として、全企業が回答したと仮定した場合の推定値 = 各項目の回答額合計値 ×

(247/回答企業数)とおき、247 社分の税収合計額を見積もっている。ただし、アンケートに回答しなかった企業の中には、納税額が小額であることから回答しづらいため回答しなかった企業が含まれているなどのサンプルバイアスが考えられるため、税収を過大評価している可能性が高いことには留意する必要がある。

図表 5 VCT 投資先企業からの税収内訳

種目別	回答企業数 (社)	税収実績値 (100万£)	全企業が回答した 場合の税収推定値 (100万£)
源泉徴収(所得税・社会保障費)	247	169.8	169.8
法人税	86	21.6	62.03721
消費税	95	47.2	122.72
法人事業税	146	9.5	16.07192
合計	247	248.1	370.6291

これに対し、アンケートに回答した 247 社への投資における優遇措置の見積もり合計額は、3 億 7,130 万ポンドであった。推測値に基づき単純計算をすれば、5 年間の税制優遇額をほぼ 1 年の税収でまかなっていることになる。

しかし、VCT 投資先企業が納めた税収の全てを VCT の効果とすると、VCT の効果を過大に評価することになってしまう。企業は VCT からの投資がなくても事業を継続し、税を納めたはずだからである。従って、追加的な財政措置である VCT 税制を相殺する税収と考えられるのは、VCT によってもたらされた投資先企業の成長による法人税収の増加分と考えることが出来る。

上記、成長性の項目を参考に、VCT 投資先企業は毎年 10% の成長をすると仮定し、法人税収の追加的増分によって減税額が補われるためには、どの程度の年数が必要か算出する。

$$1 \text{社あたり減税額} = \sum_{t=1}^T \left\{ \text{一社あたり年間法人税収}_{1 \text{期}} \times \{(1.1)^{t-1} - 1\} \right\}$$

以上のような方程式を T について解くと、 $T \approx 5.2$  となり、税制優遇制度としての減税措置は 6 年で回収されることが示された。

### 3-1-3. 分析の不確実性と感度分析

このような回収期間の試算にはどのような不確実性がありうるだろうか。

回収期間をより短く見積もれる要素としては、ベンチャー企業の外部性と非自発的失業の存在が考えられる。ベンチャー企業の外部性とは、既存の大企業では不可能なイノベーションを起こすことで産業全体の発展に貢献することであるが、これにより他の企業の利潤も増し、多くの税収増につながりうる。また、非自発的失業の存在に関しては、ベンチャー企業によって雇用された労働者が非自発的失業をしていたと仮定すると、社会保障給付の削減（受給している場合）と所得税と社会保障料の収入増という影響を財政上もたらすことになる。社会的にも遊休資源の活用を促したことになる。

回収期間を長く見積もる要素としては、毎年 10%の割合で成長をするという仮定を置いていること、法人税の納税額を回答しなかった企業は、法人税を納めるだけの利潤を生み出せなかったから回答しなかったことが考えられ、回答した企業に比べ業績が悪い可能性があり、それほど多くの法人税収をもたらさないとも考えられることである。

特に、上述の計算で仮定した年率 10%での成長の持続は、強い仮定であるため、感度分析を行った。成長率に関して 15%、12%、8%、5%、3%を想定して感度分析を行った。その結果が以下の表である。

成長率 (%)	回収期間(年)
15	4.3
12	4.8
10	5.2
8	5.8
5	7.2
3	9.1

成長率の仮定を変化させることで回収期間にある程度の開きが見受けられるものの、最も低く仮定した3%でさえ、10年以内で回収できることから、中長期で考えた場合、財政に過度の負担をもたらすものではないことがわかる。

### 3-1-4. 小括

以上述べてきたように、VCT 税制は成長性のある企業に資金を流す仕組みであり、税制としての収支に関して減税措置による税の減収を上回る追加的な税収を見込むことができる効率的な税制であることが確かめられた。

この要因としては、①VCT はベンチャー投資に特化した機関投資家としてベンチャー企業の将来性について目利きができること、②VCT はハンズオン支援によって経営面において未熟な VB を支援し成長を促進することができること、③VCT 自体が上場しているためマーケットから高い収益性を求められるというガバナンスが効いていること、などが考えられる。

### 3-2. エンジェル税制の非効率性

次に、税制利用企業のパフォーマンスについて調査した帝国データバンクのレポート（2010）をレビューすることを通じて、個人投資家による投資が主体となっている日本のエンジェル税制の非効率性について検証したい。本稿では、成長性や資金調達という切り口から、エンジェル税制を利用した VB と非利用の VB のパフォーマンスを比較している。調査対象は、図表 6 の通りである。

図表 6 調査対象の概要

	サンプル数 (有効回答)	母集団	母集団属性
上場 VB	161 社	161 社	ベンチャーキャピタルから出資を受け 2001 年度以降に新興市場に IPO した企業でジャパンベンチャーリサーチがデータを保有する企業
非上場 VB	233 社	991 社	第三者からの資金調達を行っている 2001 年度以降設立の未上場企業で、ジャパンベンチャーリサーチがデータを保有する企業
税制利用 VB	110 社	251 社	2010 年 3 月末時点までにエンジェル税制を利用した企業

(注：各質問項目によって回答企業数は異なる)

以上のサンプルに基づき、各集団の設立初期の成長性を企業設立後 5 期間の、①従業員数の推移、②売上高の推移、③利益の推移で評価した。また、以下で述べるように、本調査から得られたデータはあくまで平均値が中心であることに留意が必要である。

分析に入る前に、本調査の統計データが有するサンプルバイアスに関して述べる。本調査はサンプルの平均値を用いて比較を実施しており、有意な解釈を引き出すにはサンプルバイアスについての検討が必要となる。

まず、非上場 VB の標本抽出において、非上場 VB の成長性を過大評価するようなバイアスがかかっている可能性は低い。なぜならば、非上場 VB に対しては回収率を上

げるために答えにくい項目は選択性になっているからである。したがって、業績の良い企業ばかりが回答してしまうというバイアスはある程度回避できている。

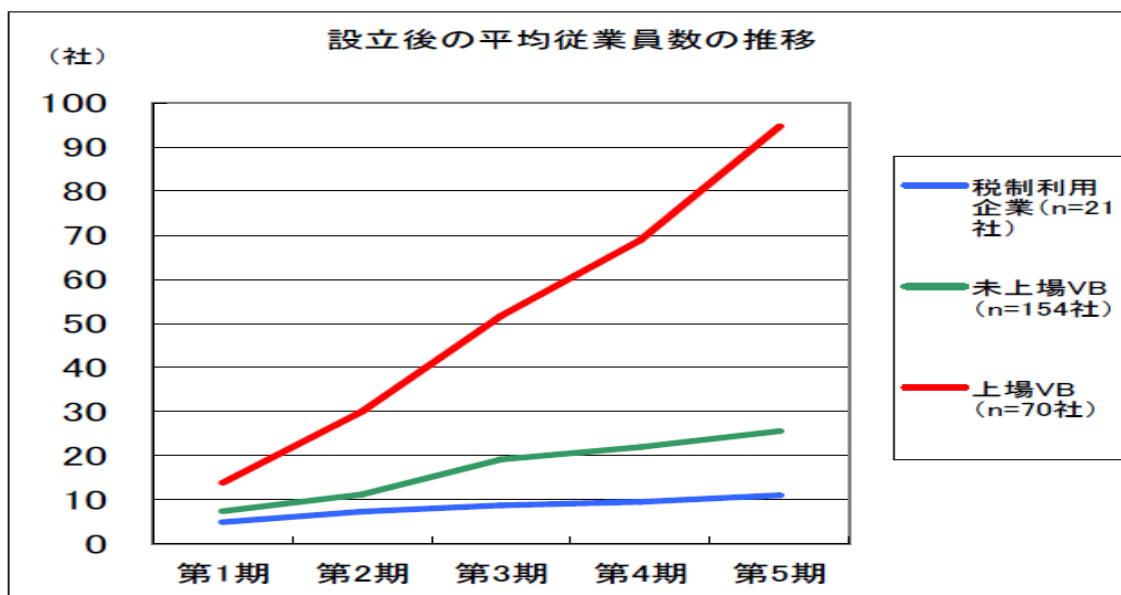
また、エンジェル税制を利用した企業についてのデータに関しては、利用企業 251 社に対し、110 社とサンプル数が少ないが、これらのサンプルには、成長性を高く見積もる正のバイアスがかかっていると推測される。なぜなら、設立後に5年連続で従業員・売上高のデータが取れるということは5期間にわたり倒産を免れた企業ということになるからである。また、業績の悪い企業はこうしたアンケートを拒む傾向が強いと考えられる。

したがって、上記の調査が非上場の VB に比べ、エンジェル税制を利用した企業の業績を過小評価している可能性は小さい。つまり、以下で立証する結論がサンプルバイアスによって覆しえないものだということである。もちろん個票データが得られなかった以上、厳密にエンジェル税制の効果を測定できたわけではなく、あくまで暫定的な議論である点には留意する必要がある。

### 3-2-1. 従業員数の推移

まず従業員数に関しては、5期続けて従業員数のデータを得られたサンプルを選び、上場企業 70 社、非上場 VB154 社、税制利用 VB70 社からデータを取り、それぞれの平均従業員数の推移を比較した。その結果が以下の図である。

図表7 従業員数から見る成長性



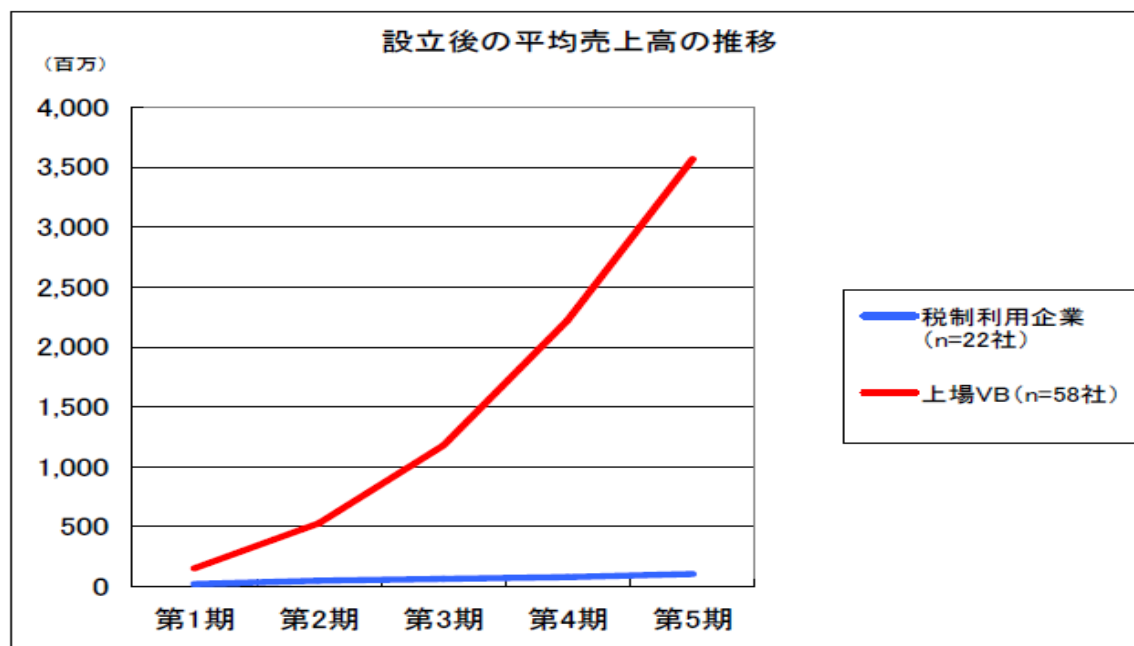


上場企業の成長性が突出して高いのは性質上自明であるが、注目すべきは非上場VBとの差である。設立後の5期全てを通じて未上場VBの方が、従業員数の絶対値、成長率ともに高くなっている。また、税制利用企業をそれ自体でみても成長性が低いことが顕著に見て取れる。

### 3-2-2. 売上高の推移

次に、売上高について検証する。売上高に関しては、5期続けて売上高のデータを得られたサンプルを選び、上場企業58社、税制利用企業22社からデータを取り、それぞれの平均売上高の推移を比較した。その結果が図表8である。非上場VBに関しては、アンケートの回収率を上げるため、売上高についてのアンケートを行っていない。

図表8 売上高からみる成長性

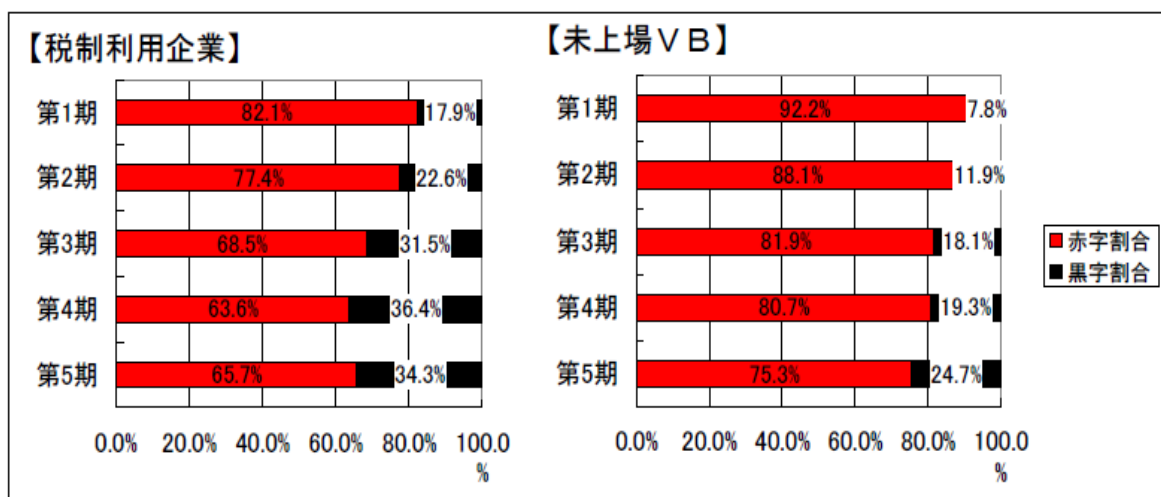


従業員数の場合と同じく、上場企業の成長性が突出して高いのは性質上自明ではあるが、税制利用企業に関しては、ほとんど売上高の成長が認められず、設立後5期間において、ほぼ一定の売上高の規模を継続しているのが見て取れる。

### 3-2-3. 利益の推移

最後に利益についてみる。売上高に関しては、未上場 VB 231 社、税制利用企業 67 社からデータを取り、それぞれの群における赤字企業と黒字企業の割合の推移を比較した。その結果が図表 9 である。

図表 9 利益から見る成長性



税制利用企業の方が、未上場 VB に比べて、赤字割合が少なく、かつ黒字化も早いという傾向が読み取れる。この点、一般的なケースにおいては税制利用企業の方が企業として優良だといえそうである。しかし、一般的に VB は設立当初は売上高が小さく、成長のための初期投資が多額に必要となるため、設立当初は赤字になりやすく、その後一気に黒字に転換するという「Jカーヴ」成長をする傾向にあることを鑑みると、早期黒字化をしている税制利用企業は、早期黒字化の見込める「小商い」に終始し、成長意欲を欠いている可能性がある。売上高や従業員数の成長性の低さも考慮すると、その蓋然性はある程度高いといえる。

### 3-2-4. 小括

本調査により、従業員数、売上高、利益のいずれの項目によって成長性を評価した場合でも、エンジェル税制による資金供給の恩恵を受けている企業は成長性が低い、または成長意欲が低い、ということがわかった。

この理由としては、VC に比べて、個人投資家は事業を「見る目」に長けていないこと挙げられる。また、磯崎（2010）が述べているように、エンジェル投資家に特有の要因も存在する。エンジェル投資家の中には、創業者に特別な感情をもって投資を行う等、単純な金銭動機でない投資を行う者がいる。スタートアップ期で資金需要が

旺盛な時期に、そうした投資家から投資を受けてしまったために、成長期の資本政策に支障が生じ、結果的に成長が阻害されたというケースは多いようである。必ずしもビジネスの理屈に基づいて行動しない個人投資家が、ビジネスの発展の妨げになってしまうのである。

3-1. では VCT 税制の効率性を、3-2. ではエンジェル税制の非効率性について述べてきた。本第3章の結論は、個人投資家に対するエンジェル税制よりもプロの投資家である VC を通じた資金供給に対して税制優遇を設けた方が、ベンチャー企業の育成や税制としての効率性という点から考えて優れているということである。

## 第4章 VCT 税制の制度設計

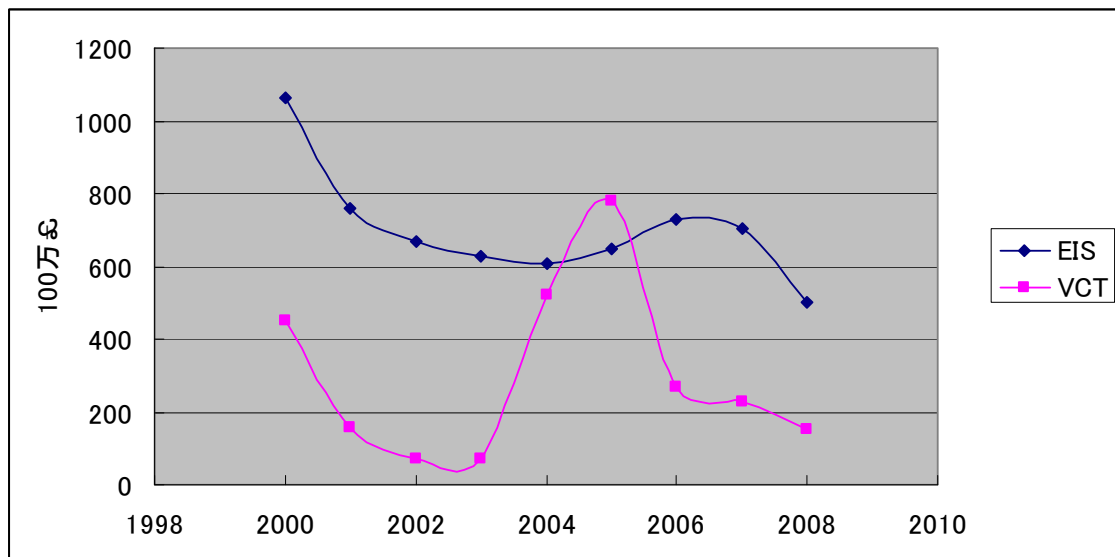
本章では、VCT 税制をいかに制度設計すべきかについて、日本と英国における制度改正についての計量分析から示唆を得る。

### 4-1. 税率の制度設計

本節では、ベンチャー税制において税率の設定がどの程度の重要性を有するのかを検証するため、ベンチャー投資における税率変更が及ぼすインパクトについて検証する。そのために、英国で 2003 年と 2004 年の 2 年間に実施された VCT 税制における税額控除率の改正を事例として取り上げる。英国では、2003 年と 2004 年の 2 年間で税額控除率を 20% から 40% へと 20% の引き上げを行っている。この結果、2003 年に 5 億 2,000 万ポンド、2004 年に 7 億 8,000 万ポンドと、大幅に税制を利用した投資が増えた。図表 10 にイギリスのベンチャー税制の利用実績を示す。

図表 2 英国における税制利用投資額の実績値

税制利用投資額 (単位: 100万ポンド)			
年	EIS	VCT	CVS
2000	1065	450	18
2001	761	155	7
2002	667	70	10
2003	627	70	13
2004	606	520	11
2005	647	780	8
2006	731	270	8
2007	706	230	12
2008	503	150	17



税制改正により VCT 税制を利用した投資額の顕著な増加が見られるものの、この増加がどの程度制度改正によるものかを評価する必要がある。本稿では、英国での個人向けベンチャー税制である EIS の利用実績と VCT の利用実績がおおよそ比例関係にあることから、最小二乗法による回帰分析によって税制改正の without ケースの推測値を求める。

定式化は以下の通りである。

$$\text{VCT 利用実績} = \beta * \text{EIS 利用実績}$$

この定式化は EIS 税制と VCT 税制が、ベンチャー向け投資を行う個人投資家向けの税額控除型税制優遇として類似していることから、景気や投資家の行動変容などの外部環境の変化に対して、およそ類似した反応をするためと考えれば説得的である。切片を 0 としたのは、EIS の利用が全く無いような経済環境においては VCT の利用も無くなると考えることが自然だからである。結果は図表 11 の通りである。

図表 3 回帰分析結果

```
. regress vct eis, noconstant
```

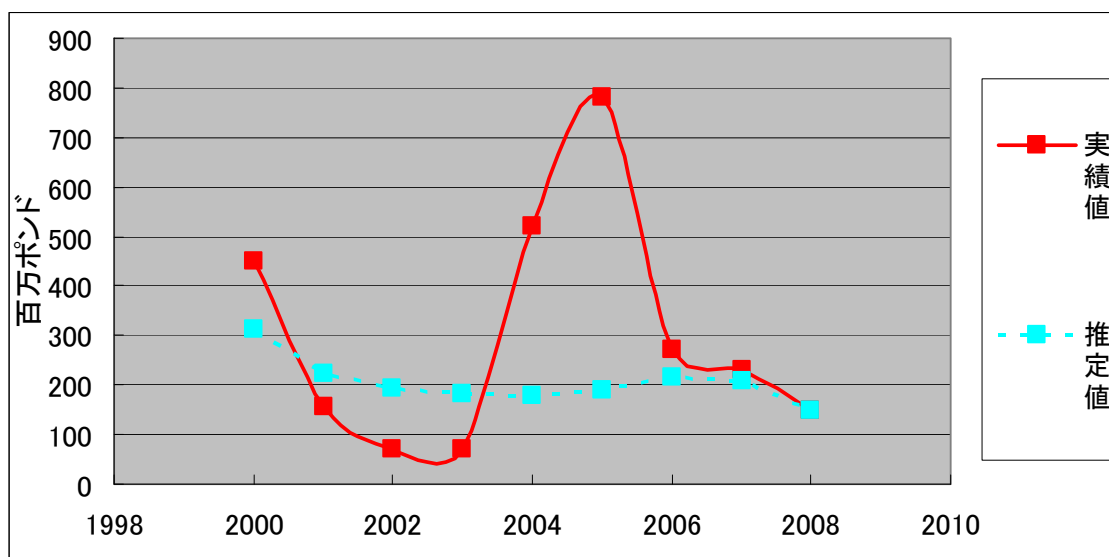
Source	SS	df	MS	Number of obs =	7
Model	328652.447	1	328652.447	F( 1, 6) =	35.23
Residual	55972.553	6	9328.75883	Prob > F =	0.0010
Total	384625	7	54946.4286	R-squared =	0.8545
				Adj R-squared =	0.8302
				Root MSE =	96.586

vct	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
eis	.2926597	.0493068	5.94	0.001	.1720104 .413309

図表 11 の係数の値から推定値を求め、実績値との比較を行った。

図表 4 VCT 利用投資額の実績値と推定値



以上より、税制改正が行われなかった場合の推定値と比較して、二年間で、投資額 9 億 3,000 万ポンド、250%の利用増がもたらされたことがわかった。20%という税率の変化が大きく投資家をインセンティブづけることを確認することができた。

#### 4-2. 控除制度の制度設計

本節では、ベンチャー税制において控除制度の影響を検証するため、日本のエンジェル税制において行われた控除制度の改正がどのようなインパクトを与えたのかについて検証する。

2007年度までの、日本のエンジェル税制は、株式譲渡益に対する減税措置のみであった。このため、株式の譲渡益が株価の変動に左右されるため、税制利用も株価変動の影響を受けやすく、また、株式投資を意欲的に行っている投資家にしか株式譲渡益を控除するインセンティブが働かないという特徴があった。株価変動に関わらず、ビジネスチャンスを見計らって起業する方が望ましいこと、富裕層に限らず広く投資チャンスが開かれているべきことを考えれば、このような状況は合理的とはいえない。

このような欠点を補うため、2008年度から所得控除制が、株式譲渡益に対する控除制と並立する形で創設された。当該制度がエンジェル税制の利用をどのように変化させたのかについて以下検討する。

図表13は日本のエンジェル税制を利用した投資額である。2007年以降は、個人投資家による直接投資の利用額のデータしか得られず、エンジェル税制全体（2004年以降導入されたファンド経由及びグリーンシート経由の投資を含む）の利用額のデータは得ることができなかった。JASDAQのデータは、株式譲渡益に対する減税措置の利用実績が株価に連動していることを示すために加えた。

図表5 日本のエンジェル税制利用投資額

(単位：100万円)

西暦	制度変更	個人投資家による投資額	ファンド 経由の投 資額	グリーン シート経由 の投資額	合計	JASDAQ指数
		(投資額合計に 占める割合)				
1997		79			79	36.827778
1998		23			23	28.419167
1999		55			55	59.8825
2000		179			179	85.02
2001		104			104	52.864167
2002		149			149	45.85
2003		902			902	53.740833
2004	ファンド・グリーン シートの導入	812	250	441	1,503	88.156667
		(54%)				
2005		921	1,368	172	2,461	102.17917
		(37%)				
2006		659	677	0	1,336	102.26583
		(49%)				
2007		278	データ無	データ無	データ無	80.101667
2008	所得控除制度の導入	1,123	データ無	データ無	データ無	57.385833
2009		845	データ無	データ無	データ無	46.019167
2010		652	データ無	データ無	データ無	50.706667

まず、株式譲渡益に対する減税措置下のエンジェル税制利用投資額が株価に連動していることを定量的に評価したい。そのために、株式譲渡益に対する減税措置下で、かつファンド・グリーンシート経由投資を含む税制全体(以下、税制全体)の利用実績データが存在する 1997 年から 2006 年のデータを用いて、税制全体の投資額を被説明変数、JASDAQ 株価指数を説明変数において、分析を行った。定式化は以下のとおりとした。

$$\text{エンジェル税制利用実績}(t) = \alpha + \beta * \text{JASDAQ 指数}(t)$$

結果は下の表の通りである。“total” はエンジェル税制全体の利用実績、“jasdaq” はジャスダック指数の年次平均値である。ジャスダック指数のデータはヤフーファイナンスのホームページより抜粋した。

図表 6 回帰分析結果

Source	SS	df	MS			
Model	3863376.19	1	3863376.19	Number of obs =	10	
Residual	2513738.71	8	314217.339	F( 1, 8) =	12.30	
Total	6377114.9	9	708568.322	Prob > F =	0.0080	
				R-squared =	0.6058	
				Adj R-squared =	0.5565	
				Root MSE =	560.55	

	total	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
jasdaq		24.37185	6.950563	3.51	0.008	8.343818 40.39987
_cons		-917.7582	488.6876	-1.88	0.097	-2044.674 209.1574

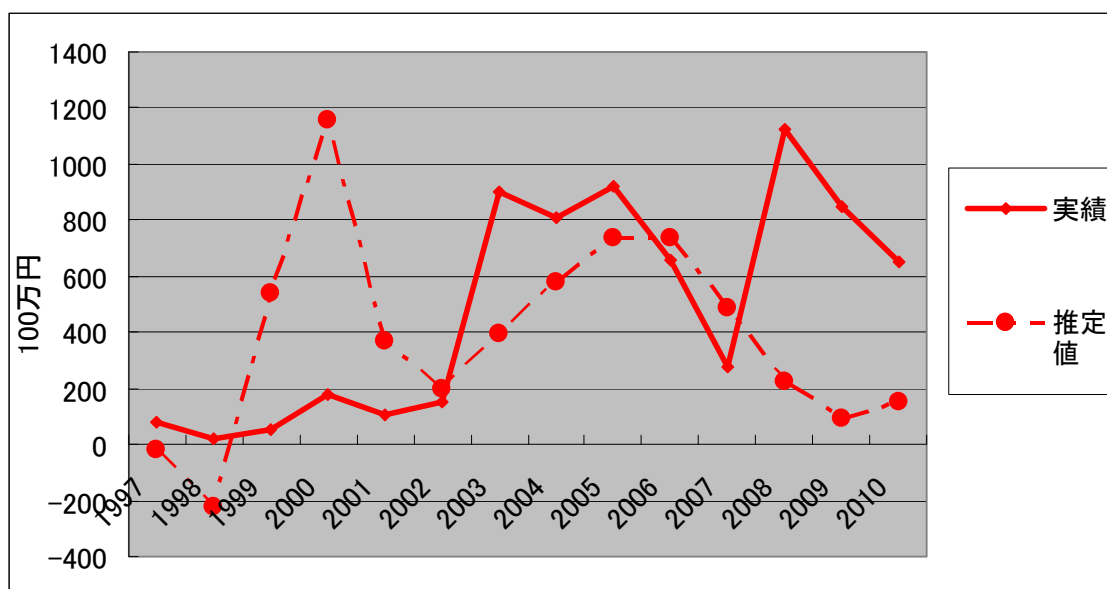
図表 14 のとおり、 $\alpha = -917.75$ 、 $\beta = 24.37$  となっている。この係数の値を利用し、制度変更が行われなかった場合の税制全体の利用推定値を求めることができる。これと実際の税制利用投資額の実績値を比較することで、所得控除制度の導入が与えた影響を検証する。

ただし、制度変更後の税制全体の投資額のデータを得られなかったため、2010 年まで欠損なく集められるデータである個人投資家による直接投資額の実績値と比較できるように、税制全体の投資額の推定値を上記で求めた回帰式から計算し、この推定値に対し、税制全体投資額における個人投資家による直接投資額の占める割合の、2004 年から 2006 年における平均値 (46.9%) を掛け合わせた値を個人投資家による直接投資額の推定値として比較を行った。

図表 7 個人投資家による直接投資額の推定値の計算方法

西暦	個人投資家 (実績値)	個人投資家 (推定値)	税制全体 (推定)	ジャスダ ック指数
：	：			：
2006	659		↓ 回帰式利用	：
2007	278	↓ 税制全体 (推定) × 0.469	1034.467	80.101667
2008	1123	526.9694028	480.8405	57.385833
2009	845	396.5174936	203.8138	46.019167
2010	652	305.9519596	318.0568	50.706667

図表 8 エンジェル税制を利用した個人投資家による直接投資額の実績値と推定値



エンジェル税制利用投資額自体の規模が小さかった制度設立の初期においては、株価の変動ほどには投資額が変化せずやや推定値との乖離が大きくなっているが、中盤から後期にかけては推定値との適合性は比較的向上している。所得控除制度導入後の推定値と実績値の乖離が顕著にみられる。2008年の税制改正後の実績値は、税制改正が行われず株式譲渡益に対する減税措置に留まっていた場合の推定値に比べ、3年間の平均で約400%増という高い値をとっている。所得控除制度の導入によって、株価の変動に左右されないエンジェル税制の利用が進んだことを読み取ることができる。円滑な資金供給のためには、所得控除制度の維持が必要であると考えられる。

一方で、現行のエンジェル税制で所得控除が適用されるためには、設立3年以内であること等多くの形式基準が存在する。第3章で見てきたように、実際にはそうした形式基準が成長性のあるVBへの投資に繋がっていないことを考えると、より所得控除の適用範囲を広げる必要があると考える。

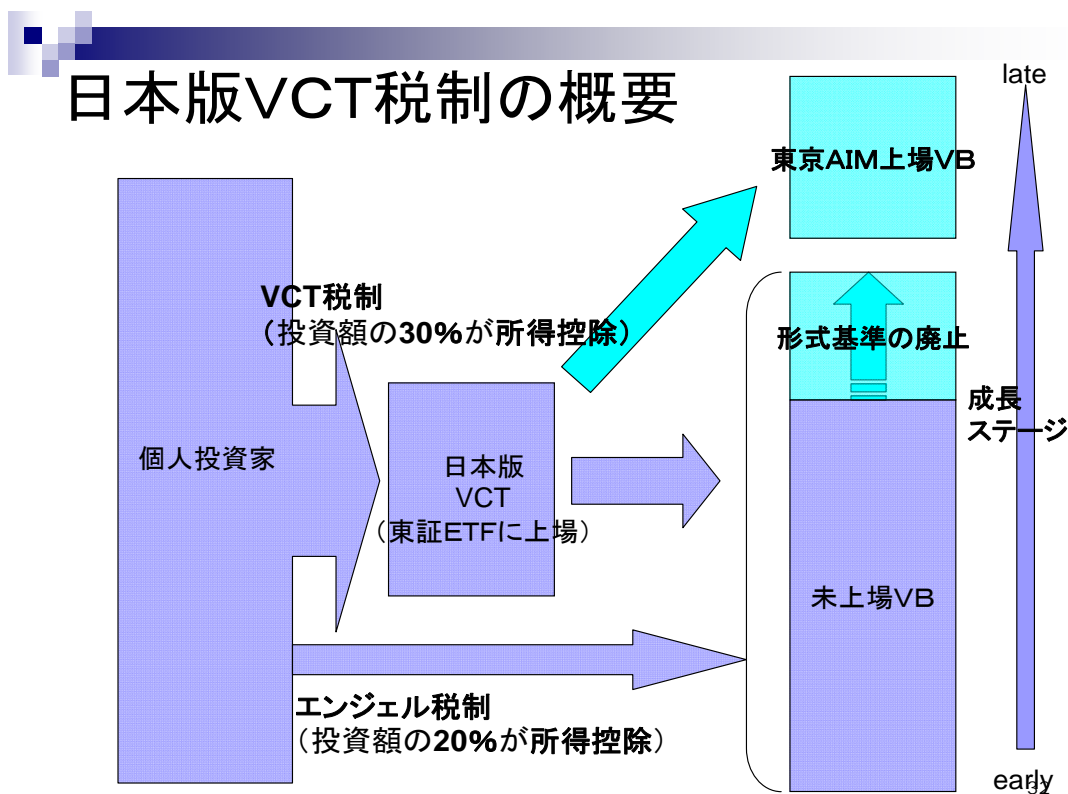


## 第5章 政策提言

前章までの分析を踏まえ、本章では、日本のベンチャー税制について政策提言を行いたい。本稿では、以下の4つのポイントからなる日本版 VCT 税制の導入を提言する。

- ①所得控除を一元的に導入する。
- ②税率に差を設けることでインセンティブを付与する。
- ③投資対象基準の詳細な要件を緩和する。
- ④日本版 VCT は東証 ETF に上場

図表 9 政策提言のイメージ図



全体のイメージを図示すると図表 17 のようになる。以下提言の各ポイントについて述べる。

### 5-1. 所得控除の一元的導入

株式譲渡益控除と所得控除が並立して設けられている現状の税制は、投資家に理解されにくいだけでなく、真に成長性のある起業への資金供給を阻害している可能性が

ある。第4章でみたように、所得控除は、より多くの投資家を経済環境に比較的左右されずに呼び込むことのできる仕組みである。しかし、その対象要件が創業3年以内など厳しくなっており、対象となる投資の機会が狭められている。

さらに、その厳しい基準で選ばれたはずの投資先企業が低い成長性しかみせていないことは第3章でみた通りである。重要なのはVBが形式的に備える条件ではなく、事業自体の本質的価値であり、投資家の側から言えばそれを見抜く目利き力である。

### 5-2. 税率によるインセンティブ付け

第4章の分析から、成長性のある企業への投資を実現するには事業に対する目利き力をもつVCなどの機関投資家に投資判断を委ねるべきだということがわかった。ベンチャー税制を実施するために追加的な財政負担をする根拠は成長性が期待できる企業の成長支援にあるのだから、より成長を促進し得る投資資金に対してより大きな財政措置を実施することは正当化される。

具体的には、VCTへの投資に対しては、投資額の30%の所得控除を行い、個人投資家による直接投資に対しては、投資額の20%の所得控除を行う。財政的負担が過大とならないためには、一人当たり控除額の上限を定めることによって全体の減税額を調整する。また、広く投資家から資金を募ることができるVCTの仕組みに対しては控除上限額を高く設定しないが、その代わり税率は高く設定する、一人の投資家による投資判断の要素が強い直接投資に対しては、控除上限額は高く設定するが税率は低くする、といったように全体のバランスを取りつつ、制度全体を設計することを想定している。

一方で、我々の政策提言は、個人投資家からのベンチャー投資を否定するものではない。日本でも、ベンチャー企業関連の労働市場が育ちつつあり、過去にVBでの業務を経験した個人投資家層の広がりも進んでいくことが期待されるからである。

### 5-3. 形式基準の緩和

第2章で述べたように現行のエンジェル税制には、投資先企業に対して、設立後年数ごとに営業利益や研究開発業務への取り組みの有無などの詳細な条件が課せられている。

この点、新たに導入する日本版VCT経由の投資に関しては、詳細な形式基準をより緩和して、英国と同様に中小企業であること等の基準に緩和することを提案する。

現行のエンジェル税制のように詳細な要件を定めても結果的に成長性のある企業への投資につながっていないことが第4章で示された。むしろ英国のように形式基準を緩和し、機関投資家の投資判断により委ねる制度の方が創業後の経過年数等にとらわ

れず、真に成長性のある企業、つまり VCT にとって収益を最大化させてくれる企業への投資が促進されるといえる。

ここで、日本の VB について、ひとつ示唆的な事例を挙げたい。PI 技術研究所である。1996 年に創業されたこの株式会社はブロック共有型ポリイミドという独自に開発した素材を生産販売している。同社の競争優位はブロック共有型ポリイミドという素材の多機能性にあるのだが、この素材を開発、改良するために創業後の多くの時間を費やしている。また、アカデミックな研究者である板谷博博士が創業者だったこともあり、創業当時はある程度、利益度外視の経営が行われていた面もあり、それに対し、同社に投資している VC であるツナミパートナーズがハンズオン経営を行い、経営者の派遣などを通じてようやく成長企業としての体制が整い始めたという特有の経緯もある。

結果的に、事業が軌道になって、増産体制に入ったのが 2011 年頃からであり、本格的な成長期に入るまでに 15 年を要したことになる。しかし、これは先行投資が必要な技術型ベンチャー企業であれば回避が困難な傾向であり、また、個別の企業ごとに創業時の事情が異なることから、創業後 3 年あるいは 10 年以上、経過しているからという理由で、形式的にこうした企業を優遇対象から排除することは望ましくないことがわかる。

また、そもそも複雑な制度が投資家をエンジェル税制から遠ざけているということもあり得るであろう。また、そのような条件がどのような論拠によって設定されたかも明確に公表されていないことも問題となり得る。

#### 5-4. 東京 AIM への適用の拡張

投資対象の要件を東京 AIM への上場株にも拡大することも提案する。現在、東京 AIM は上場企業がわずか 1 社と取引所として機能しているとは言いがたい。これは、投資家、企業、上場関係者ともに三すくみの状況にあるためであり、制度によって一度刺激されれば一気に活性化する可能性がある。VCT 税制は、日本の新興市場全体の活性化にもつながり得る東京 AIM の活性化を実現するためのツールとして活用できる可能性がある。

#### 5-5. 東証 ETF への上場

イギリスでは、VCT 自体が上場しており、市場価格がつけられている。これは常にマーケットから VC としてのパフォーマンスを評価されているということであり、より質の高い投資をおこなうことへのガバナンスを VCT が強く受けているということに

なる。実際にロンドン AIM への投資を集中的に行っている VCT のパフォーマンスは AIM 市場そのものより概ね良好であることがわかっている。

日本にも上場投資信託へのプラットフォームが整備されている以上、それを活用しない手は無い。税制上の実務的な問題を含め、東証（将来の日本証券取引所）および金融庁とうまく連携していくことが肝要である。

## 第6章 今後の課題

### 6-1. 分析自体の限界

大きな限界として、データの限界がある。第3章の分析のデータがいずれも個票で集められず、平均値のデータであるため、議論をより精緻化する余地がある。同様に、英国 VCT 税制に対する AIC のレポートのように、得られるデータがやや概略的で限定的であるために、その先の議論も概括的になっている。

### 6-2. 分析対象の限界

本稿では、英国との制度比較が中心であった。これは VCT 税制を実際に導入している国が英国のみであったためでもあるが、広くベンチャー税制を俯瞰するためには、他国との詳細な比較をしていくことが有用である。

また、証券税制など既存の税制との公平性等の問題についてより詳細に検証することが望ましい。実際に財政当局に政策提言を行う場合にはそうした実現可能性の検討が欠かせないためである。

最後に、だれが VCT のプレイヤーになるのか、といった人材に関わる本質的な問題については本稿では扱っていない。ベンチャー活性化という本稿の大きなテーマの実現という観点からは分析対象の限界といえる。

## 参考文献・HP

- ・ ベンチャーエンタープライズセンター ベンチャービジネス動向調査研究会 [2010], 「我が国新興市場を巡る課題について」
- ・ 大和総研 [2011], 産業金融システムの構築及び整備に係る調査事業「我が国新興市場及び機関投資家の機能強化に関する調査」
- ・ The Association of Investment Companies [2010], 「Supporting enterprise and growth: the role of Venture Capital Trusts」
- ・ 帝国データバンク [2010] 「平成22年度ベンチャー企業による資金調達の実態に関する調査」
- ・ 経済産業省HP
- ・ Yahoo! ファイナンスHP
- ・ 磯崎哲也 [2010] 「起業のファイナンス」
- ・ AIC report

<http://www.theaic.co.uk/PageFiles/14045/AICResearchClosingtheFinanceGapJan2011.pdf>

- ・ Stock Market News

<http://www.hl.co.uk/shares/stock-market-news/company-news/archive/budget-preview-VCTs-and-small-businesses>

- ・ HM revenue customs

<http://www.hmrc.gov.uk/budget2011/eis-VCT-reforms.pdf>

- ・ Tax-advantaged Venture Capital Schemes

[http://www.hm-treasury.gov.uk/d/condoc\\_responses\\_venture\\_capital.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/condoc_responses_venture_capital.pdf)

- ・ ベンチャー支援税制各国比較

<http://www.fsa.go.jp/news/22/singi/20110221-2/01.pdf>