

## 個人投資家のスタートアップ投資とエンジェル税制 ー上場ベンチャーファンド市場への期待ー

板津 直孝

### ■ 要 約 ■

1. 日本は近年、スタートアップの開業率やユニコーンの企業数が低水準であるという課題に直面している。スタートアップは経済成長の原動力であるイノベーションを創出する重要な存在であることから、日本政府は「スタートアップ育成5か年計画」を掲げ、スタートアップへの資金供給強化を目的に、個人投資家向けのエンジェル税制を順次改正し投資促進を図っている。
2. 現行のエンジェル税制は、スタートアップの投資時点での税制優遇に重点を置いており、譲渡時の譲渡益控除を認めていないため、例えば米国の適格中小企業株式（QSBS）と比べると個人投資家のインセンティブは限定される。また、投資方法は直接投資を主軸としているため、個人投資家がスタートアップ特有の投資リスクに対応する必要があるため参入障壁が依然として高い。
3. 上場ベンチャーファンドは、資産運用会社による運用、投資リスクの分散、上場やM&Aなどを見据えた流動性と出口戦略の整備などにより、個人投資家に対してスタートアップへの間接的な投資機会を提供する。しかし、投資法人に対する税制がファンドの運用実態と必ずしも合致していないことに加え、個人投資家に対するエンジェル税制の適用がない。例えば英国のベンチャーキャピタルトラスト（VCT）の税制は、ファンドや個人投資家への税制優遇で投資を強力に後押ししており、日本の税制との差異が大きい。
4. 日本では、直接投資向けのエンジェル税制の改善に加えて、上場ベンチャーファンドの投資法人と個人投資家の双方に対する税制の見直しを進めることが、個人投資家のスタートアップ投資への参入障壁を下げ、スタートアップ・エコシステムの活性化につながると考えられる。

野村資本市場研究所 関連論文等

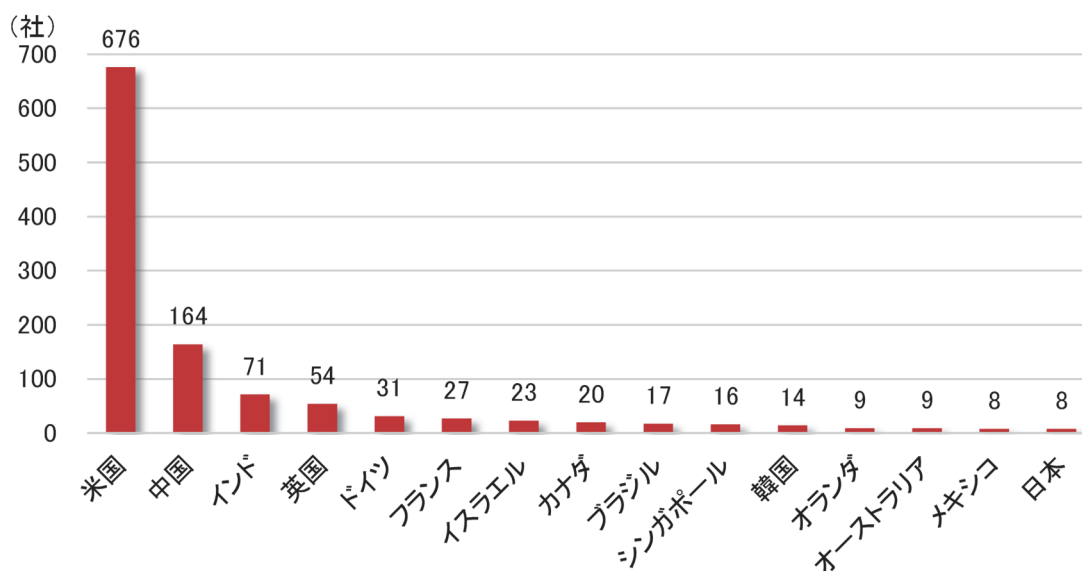
・神山哲也「上場ファンドを通じた非上場企業への資金供給ー米国 BDC と英国 VCT の事例ー」『野村資本市場クォーターリー』2021年春号。

## I 日本におけるスタートアップ・エコシステムの整備

日本を代表する企業の多くは、戦後直後に若年層がスタートアップとして創業し、その後、日本経済を牽引するグローバル企業へ成長していった。スタートアップは、経済成長の原動力であるイノベーションを創出する重要な存在であることから、スタートアップが新たに生まれ、成長を促進することができる環境を整備することが重要になっている。

しかし、日本は近年、開業率やユニコーン（設立10年以内で評価額10億ドル以上の未上場スタートアップ）の企業数において、欧米諸国などと比較して低水準であるという課題に直面している（図表1）。

図表1 ユニコーン企業数の国際比較（2024年9月現在）



（出所）文部科学省「産業連携・地域振興の現状と課題について」2025年6月4日より野村資本市場研究所作成

スタートアップへの投資額も、日本の経済規模を踏まえると少ないという現状がある。2024年度のスタートアップへの投資額は、米国が24兆円、欧州が1.9兆円であるのに対して、日本は0.3兆円にとどまり、米国のおよそ80分の1となっている。日本では、スタートアップの創業直後の資金はもとより、成長ステージでの資金が少ないという課題がある<sup>1</sup>。

日本政府は、戦後の創業期に次ぐ第2の創業ブームを実現するために、スタートアップの成長を組織的に支援する枠組みであるスタートアップ・エコシステムを整備し、起業家、政府、大企業、投資家、研究機関などと連携して、イノベーションを持続的に生み出す取組を推進している。最近では、2022年をスタートアップ創出元年と位置付けた「スタートアップ育成5か年計画」を策定し、①人材・ネットワークの構築、②資金供給の強化と出口戦略の多様化、③オープンイノベーションの推進の3本柱を掲げている<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> 文部科学省「産業連携・地域振興の現状と課題について」2025年6月4日。

<sup>2</sup> 内閣官房「スタートアップ育成5か年計画」2022年11月28日。

資金供給の強化では、スタートアップへの資金供給を促す優遇税制を整備することが盛り込まれ、エンジェル税制として、スタートアップへ投資して株式を取得した個人投資家に対して、税制上の優遇措置を講じる税制改正が2023年度より順次実施されている。

本稿では、日本においてスタートアップを生み育てる上で不可欠な税制面での支援について、米英の動向と比較し、2025年度税制改正を踏まえたエンジェル税制と個人投資家の投資促進に向けた課題を整理する。

## II 2025年度税制改正を踏まえたエンジェル税制の概要

### 1. スタートアップの投資時点での税制優遇措置

エンジェル税制は、スタートアップへ投資を行った個人投資家に対して、スタートアップの投資時点での税制優遇に重点を置く内容になっている。

スタートアップへ投資した年に受けられる税制優遇措置には、課税を繰延べる2種類の措置がある。加えて、スタートアップの初期フェーズへの投資に適用されるプレシード・シード特例では、課税を繰延べず20億円まで非課税となる（図表2）。

図表2 スタートアップへ投資した年に受けられる税制優遇措置

	措置内容	控除方法	控除対象	控除上限
優遇措置A	課税繰延	総所得金額から寄付金控除	投資額 - 2,000円	総所得金額×40%又は800万円のいずれか低い額
優遇措置B	課税繰延	投資した年の株式等譲渡益から控除	投資額	上限なし
プレシード・シード特例	非課税	投資した前年の株式等譲渡益から繰戻し還付		非課税枠20億円、超過額は課税繰延

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

優遇措置Aでは、スタートアップへ投資した年に、個人投資家が総所得金額から投資金額を寄付金控除することができる。課税を繰延べることができるが、寄付金控除額が取得価額から減額されるため、スタートアップの株式を譲渡する際には、減額された取得価額に基づく譲渡益に対して課税される。

優遇措置Bでは、上場株式や投資信託などの譲渡益（株式等譲渡益）から、スタートアップへ投資した年の投資額を控除することができる。さらに、2025年度税制改正により、2026年1月1日以降に取得した株式については、控除しきれないスタートアップへの投資額がある場合、前年の株式等譲渡益に係る所得税額のうち、投資した年の株式等譲渡益から控除しきれない投資額に対応する金額の繰戻し還付を受けることができるようになった。措置内容は、優遇措置Aと同様に、スタートアップの株式を譲渡するまでの株式等譲渡益の課税の繰延べである。

プレシード・シード特例では、優遇措置 B と同様に、株式等譲渡益からの控除又は繰戻し還付を適用することができる。同特例の大きな特徴は、20 億円までは課税の繰延べではなく非課税となる点で、減税効果が大きいことである。20 億円を超過する部分は、優遇措置 B と同様に、スタートアップの株式を譲渡するまで課税が繰延べられる。

なお、プレシード・シード特例の非課税措置の適用を受けた株式は、投資した年の翌年末までの保有期間が設定されており、保有期間内に当該株式の譲渡をした場合は、IPO や M&A など一定の場合の譲渡を除き非課税措置が適用されなくなり、課税の繰延べ措置に切り替わる。

エンジェル税制の各優遇措置を受けるには、個人投資家による資金の払込期日時点で、スタートアップ要件と個人投資家要件を満たしている必要がある。スタートアップ要件は、投資した年の優遇措置 A、優遇措置 B、プレシード・シード特例の優遇措置毎に、設立経過年数毎の要件や外部資本要件などが異なる。

## 2. スタートアップの株式譲渡時点での税制の取扱い

優遇措置 A 及び B は課税の繰延べであることから、スタートアップの株式譲渡時点では、投資時点で適用を受けた控除相当額は課税対象となる。スタートアップ株式の譲渡損失が発生した場合は、株式等譲渡益と損益通算し通算損失を翌年から 3 年間にわたって、各年の株式等譲渡益から当該通算損失を控除することができる。

プレシード・シード特例では、投資時点で適用を受けた非課税枠 20 億円を超過する控除相当額は、優遇措置 A 及び B と同様に課税の繰延べとして取り扱われる。

## 3. 米国税制を参考としたプレシード・シード特例

プレシード・シード特例は、米国の適格中小企業株式（QSBS）税制を参考にしたもので、日本版 QSBS 特例とも呼ばれる。同特例は、創業初期のスタートアップへの投資を促進する制度であり、投資先が設立 5 年未満であり、試験研究費等の対出資金比率が 30% 超の見込みであることなど、特定のスタートアップ要件を定めている。

米国の QSBS 税制は、ビル・クリントン政権（当時）が主導して、スタートアップへの投資拡大を目的として 1993 年に導入された<sup>3</sup>。その後改正が重ねられ、第 2 次トランプ政権下では「ひとつの大きく美しい法案（One Big Beautiful Bill Act）<sup>4</sup>」が 2025 年 7 月に成立し、内国歳入法（IRC）第 1202 条に複数の改正が加えられ、税制優遇措置がさらに強化された。これにより、個人投資家が 2025 年 7 月 4 日以降に一定の要件を満たすスタートアップの株式を取得し譲渡した場合、総所得金額からスタートアップの株式譲渡益を大幅に控除することが認められる（図表 3）。

<sup>3</sup> Congress.Gov, “Public Law 103-66,” August 10, 1993.

<sup>4</sup> Congress.Gov, “Public Law 119-21,” July 4, 2025.

図表3 米国の QSBS 税制に基づく税制優遇措置

保有期間	控除割合	控除上限
3 年間	50%	(A) 又は (B) のいずれか大きい額
4 年間	75%	(A) 1,500 万ドル (同一法人で過去に除外した譲渡額を控除)
5 年以上	100%	(B) 譲渡株式の調整後簿価の 10 倍

(出所) Congress.Gov, “Public Law 119–21,” July 4, 2025 より野村資本市場研究所作成

米国では、NASDAQ 等への IPO を達成したスタートアップの創業者がエンジェル投資家となって、他のスタートアップを支援するという好循環が生じているとされる。QSBS 税制は、スタートアップの株式の巨額な譲渡益に対して大きな節税効果をもたらすため、個人投資家によるリスクマネー供給の原動力の一つになり得る。QSBS 税制は、米国のスタートアップ・エコシステムに貢献していると考えられる。

#### 4. エンジェル税制におけるスタートアップへの投資方法

エンジェル税制におけるスタートアップへの投資方法については、直接投資、経済産業大臣の認定を受けた投資事業有限責任組合（認定 LPS）経由、経済産業大臣の認定を受けた認定少額電子募集取扱業者（認定 ECF）経由の 3 つの方法がある。各方法に応じて、エンジェル税制の確認申請の手続きが異なる（図表 4）。

図表4 エンジェル税制におけるスタートアップへの投資方法



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

個人投資家がスタートアップに直接投資する場合、スタートアップは、個人投資家からの払込み後にエンジェル税制の適用について都道府県の確認を得る必要がある。ただし、投資を受ける前の段階でも、自社がエンジェル税制の対象企業であることの事前確認を受けることができる。

個人投資家がスタートアップに認定 LPS を経由して投資する場合、認定 LPS がエンジェル税制の対象企業を判断する際に、経済産業大臣の認定に伴いスタートアップ要件の一部が免除され、かつ認定 LPS が確認書を発行できるとすることで、都道府県への確認申請が不要となる。免除されるスタートアップ要件には、設立経過年数毎の要件や外部投資要件の一部が含まれる。

個人投資家がスタートアップに認定 ECF を経由して投資する場合も、認定 LPS と同様に、認定 ECF がエンジェル税制の対象企業を判断する際に、経済産業大臣の認定に伴いスタートアップ要件の一部が免除され、かつ認定 ECF が確認書を発行できるとすることで、都道府県への確認申請が不要となる。

認定 LPS 及び認定 ECF の一覧は、2023 年 3 月までの出資については、中小企業庁のホームページで確認できる。認定 LPS は 26 組合、認定 ECF は 5 社である（図表 5）。なお、エンジェル税制の担当部局は、2023 年 4 月より、中小企業庁から経済産業省イノベーション・環境局イノベーション創出新事業推進課に変更された。

図表 5 認定 LPS と認定 ECF の一覧（2023 年 3 月までの出資）

認定 LPS	NextG LPS	NBC エンジェルファンド 2 号 LPS
	MIC Seed 1 号 LPS	Reality Accelerator 1 号 LPS
	日本スタートアップ 2 号 LPS	IPA・S 先端企業 LPS
	New Commerce Explosion LPS	ドクターズ・ファンド 6 号 LPS
	Gazelle Capital 2 号 LPS	リアルテックファンド 1 号 LPS
	AZ ファンド大黒 1 LPS	理研グリーン・ライフイノベーション LPS
	AZ ファンド 2022 恵比寿 LPS	NBC エンジェルファンド 1 号 LPS
	The Independents Angel 2 号 LPS	アジア学生起業家ファンド I-SHIN LPS
	MIC イノベーション 5 号 LPS	GPP 第 1 号 LPS
	AZ ファンド 2021 LPS	九州ベンチャー LPS
	イノベーションディスカバリー 1 号 LPS	九州 IT・半導体 LPS
	リアルテックファンド 3 号 LPS	アント・リード 1 号 LPS
	GP ライフサイエンス LPS	ウォーターイン・テクノロジー 1 号 LPS
	認定 ECF	株式会社ユニコーン
エンジェルナビ株式会社		株式会社 FUNDINNO
イークラウド株式会社		

（出所）中小企業庁「認定 LPS 及び認定 ECF 一覧」より野村資本市場研究所作成

### Ⅲ 上場ベンチャーファンド経由でのスタートアップ投資

#### 1. 上場ベンチャーファンド市場の整備

前述の通り、日本のエンジェル税制は、個人投資家によるスタートアップへの直接的な投資を主軸としている。認定 LPS 及び認定 ECF 経由の投資では、スタートアップ要件の一部が免除され、都道府県への確認申請が不要となるため、個人投資家の参入障壁は一定程度軽減される。しかし、個人投資家がスタートアップの投資リスクや特性に対応するには、なお高い障壁が残る。一般に、非上場のスタートアップへの投資は、上場企業と比較して価格変動リスクや流動性リスクが高いことに加え、事業の不確実性が高く、情報開示が十分でない場合が多いといった特有のリスクを伴うためである。

東京証券取引所は 2024 年 11 月、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の改正等に伴う上場ベンチャーファンドの上場制度等の整備について」を公表した。同整備は、政府によるスタートアップ育成 5 か年計画を受け、スタートアップの資金調達環境を改善することを目的に、上場するファンド数の増加を図るものである。上場ベンチャーファンドへの投資を通じて、個人投資家によるスタートアップへの投資機会が拡大することが期待されている。

同市場に上場するベンチャーファンドは、資産運用会社によって選定された多数の非上場企業で主にポートフォリオが構成されるため、投資リスクが分散され、適時開示制度により情報の透明性が確保されている。上場ベンチャーファンドは、非上場企業に投資しつつ投資家に一定の流動性を提供する投資法人であり、投資家の請求による払戻しを行わないクローズドエンド型である。払戻しのために組入資産を売却する必要がないため、非上場企業の組入比率を高く維持したファンド組成が可能となる。加えて、創業間もないスタートアップから IPO を達成したスタートアップまでを投資対象とすることができるため、中長期にわたってスタートアップの成長を継続的に支援することができる。

上場ベンチャーファンドへの投資も自己責任に基づく投資が前提だが、最低投資額や専門知識を必要とするスタートアップへの直接的な投資と比較して、個人投資家のスタートアップ投資への参入障壁を下げることが期待される。一般に、個人投資家にとって、非上場企業の選別や情報収集は容易ではない。上場ベンチャーファンドは、資産運用会社による運用、投資リスクの分散、上場や M&A などを見据えた流動性と出口戦略の整備などを備えることにより、個人投資家が有望なスタートアップにアクセスする可能性を高めることが期待されている。

こうした状況を踏まえると、次節で述べる通り、上場ベンチャーファンドに適用される法人税等や個人投資家に対する税制優遇措置の整備を進めることも、個人投資家によるスタートアップへの投資促進をさらに後押しする上で必要と考えられる。

## 2. 上場ベンチャーファンドに適用される法人税等

上場ベンチャーファンドは投資法人であり内国法人に該当することから、法人税等の課税対象になる。したがって、上場ベンチャーファンドの課税所得に法人税等が課せられ、課税済利益から支払われる分配金は、受け取った投資家側でも再度課税対象になる。

そのため、上場ベンチャーファンドと投資家の二重課税を回避するため、一定の要件に該当する場合は、上場ベンチャーファンドの課税所得の計算上、分配金相当額を損金算入することが認められている。この課税形態はペイ・スルー課税と呼ばれ、不動産投資信託（REIT）などの上場投資法人などに適用されている。投資法人は、資産流動化という特定の目的のために存在する特殊な法人であり、導管的な存在に過ぎない。税制上も導管的な存在に適合した課税上の取扱いをするために、一定の要件を満たす投資法人が、配当可能額の90%を超えて分配するなどの導管性要件を満たす場合には、当該事業年度に係る分配金相当額を損金算入することが認められる。

法人税法では基本的に法人格の有無により納税義務者を判定するため、法人格のない有限責任事業組合（LLP）、LPS、任意組合（NK）などには組合自体への法人税等の課税はなく、投資家において課税される。この課税形態はパス・スルー課税と呼ばれ、ペイ・スルー課税とは区別される。

上場ベンチャーファンドが投資家との二重課税を回避するためには、ペイ・スルー課税の適用要件を満たす必要があるが、配当可能額の90%を超えて分配する導管性要件は、多数の非上場企業の株式を取得する投資法人にとって大きな障壁になり得る。導管性要件はキャッシュフローに影響を与え、上場ベンチャーファンドが株式の譲渡益を分配せずに次の案件に再投資することを困難にする。

米国の事業開発会社（BDC）も、概ね日本と同様の導管性要件に基づく税制優遇措置が適用されている。BDCは非上場企業へ投資するクローズドエンド型の投資会社で、多くが米国株式市場に上場している。BDCは1940年投資会社法の規制の下、内国歳入法の規制投資会社（Regulated Investment Company）としての指定を受けることで、課税所得の90%以上を配当として投資家に分配すれば法人所得税が免除される。ただし、現存のBDCは実質的に債券ファンドであることから、投資家へのリターンの主な源泉は、株式の譲渡益よりも利息収入となっている<sup>5</sup>。BDCの課税所得は定期的な利息収入で構成されるため、投資家に対しても同様に定期的に分配をすることが制約にならず、BDCの商品特性は導管性要件に適合しやすいと言える。

<sup>5</sup> 神山哲也「上場ファンドを通じた非上場企業への資金供給—米国BDCと英国VCTの事例—」『野村資本市場クォーターリー』2021年春号参照。

### 3. 上場ベンチャーファンドの個人投資家に適用される所得税等

上場ベンチャーファンドは税法上「上場株式等」に該当し、「金融商品取引所に上場されている株式等」に分類されるため、譲渡益は原則として申告分離課税の対象となる（租税特別措置法第 37 条の 11「上場株式等に係る譲渡所得等の課税の特例」）。そのため、エンジェル税制の適用はない。

上場ベンチャーファンドが上記のような商品特性のために、配当可能額の 90%を超えて分配するペイ・スルー課税の適用要件を満たせない場合、上場ベンチャーファンドと投資家の間で二重課税が生じる。上場ベンチャーファンドを経由したスタートアップへの資金供給を促進するためには、二重課税を回避すべきであり、上場ベンチャーファンドに課税が生じるのであれば、個人投資家に対する税制優遇の導入が必要と言える。

米国の BDC は実質的に債券ファンドであるため、導管性要件への適合性が高く、法人所得税免除の適用が容易である。個人投資家は BDC から分配金を受け取った際に課税されるが、二重課税は回避されている。

英国のベンチャーキャピタルトラスト（VCT）では、二重課税の回避に留まらず、VCT と個人投資家の双方において税制優遇措置が講じられている。VCT は、1995 年財政法（Finance Act 1995）により導入されたクローズドエンド型の上場投資法人であり、個人投資家が VCT 経由で、高い成長可能性を持つ英国の非上場企業に間接的に投資することを奨励している<sup>6</sup>。

VCT が行う投資では、適格な融資は無担保であることが要件とされているため、実態として有担保貸出が主要投資対象である米国の BDC と比べて、株式への投資が中心となっている<sup>7</sup>。VCT は株式の譲渡益に対して法人所得税が免除されるため、株式の譲渡益を分配せずに次の案件に再投資する際に税法上の障壁はない。その上で、VCT の個人投資家に対しても税制優遇措置が講じられている（図表 6）。

図表 6 VCT の個人投資家が利用できる税制優遇措置

所得税控除	18 歳以上の個人株主は、年間最大 20 万ポンドの投資額に対して 30%の所得税控除を受けられる（株式を最低 5 年間保有する必要がある）。
分配金	VCT の普通株式からの分配金に対して所得税は課されない。
譲渡益	VCT の普通株式の譲渡益に対して譲渡益税（Capital Gains Tax）は課されない。

（出所）HM Revenue & Customs, “Venture Capital Trusts: Introduction to National and Official Statistics,” May 23, 2024  
より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> HM Revenue & Customs, “Venture Capital Trusts: Introduction to National and Official Statistics,” May 23, 2024.

<sup>7</sup> 年金シニアプラン総合研究機構「上場プライベート・アセット等に関する調査研究」2023 年 11 月。

## IV スタートアップ投資の促進に向けた税法上の課題

### 1. 日本版 QSBS 特例における控除対象

日本版 QSBS 特例であるプレシード・シード特例と米国の QSBS 税制の大きな違いは、米国の QSBS 税制が投資したスタートアップの株式の譲渡益を控除できるのに対して、日本版 QSBS 特例は投資したスタートアップの株式の譲渡益ではなく、その他の上場株式や投資信託などの株式等譲渡益の控除又は繰戻し還付に限られる点である。個人投資家がスタートアップへ投資する際に日本版 QSBS の非課税枠を上限 20 億円まで適用するには、相当する株式等譲渡益が別途発生していることが条件となる。

すなわち、日本版 QSBS 特例を適用するには、スタートアップの投資時期を株式等譲渡益の発生とタイミングを合わせる必要があり、これを実践可能な個人投資家は相当程度限定されよう。スタートアップの投資時点での税制優遇措置は、スタートアップへの投資が十分に浸透していない日本では動機付けにはなるが、株式等譲渡益は上場株式や投資信託などとの損益通算が認められていることもあり、動機付けの効果は限定的であると考えられる。

日本版 QSBS 特例を、米国と同様に、スタートアップの株式譲渡時点での譲渡益への税制優遇を伴うものとする事ができれば、個人投資家によるスタートアップ投資の裾野をさらに広げ、税制面での一層の支援につながる可能性がある。

日本では金融所得に対して源泉分離課税が適用されているが、2025 課税年度の所得より一定の個人投資家に対して、追加的な金融所得課税が導入された。同課税は、「極めて高い水準の所得に対する負担の適正化」を目的とし、所得税の累進課税が適用されない所得（金融所得等）が多い高所得者層について、一定の算式に基づく金額が通常の所得税額を超える場合に、その超える金額に相当する所得税を追加で課税するものである（租税特別措置法第 41 条の 19「特定の基準所得金額の課税の特例」）<sup>8</sup>。また、公的医療・介護保険において保険料算定の基礎となる所得に金融所得を含める議論も始まった<sup>9</sup>。

米国では金融所得も申告課税となっているため、QSBS 税制は金融所得を含む総所得金額からの控除を認めている。日本においても、スタートアップ・エコシステムの整備の一環として、金融所得課税が適用される一定の個人投資に対しては、総所得金額からスタートアップの株式の譲渡益を控除する制度も検討すべき時期が到来していると考えられる。総所得金額からの控除は、一定の富裕層のスタートアップ投資への関心を高め、スタートアップの成長を資金面で継続的に支援することにつながる可能性がある。

<sup>8</sup> 具体的には、個人で基準所得金額が 3 億 3,000 万円を超える場合、その超える部分の金額の 100 分の 22.5 に相当する金額からその年分の基準所得税額を控除した金額に相当する所得税を課することとされた。なお、2025 年 12 月に閣議決定された「令和 8 年度税制改正の大綱」では、当該所得課税の強化が図られている。同大綱の内容が実現すれば、基準所得金額が 1 億 6,500 万円を超える場合とされるとともに、税率が 100 分の 30 に引き上げられる。

<sup>9</sup> 内閣府「経済財政運営と改革の基本方針 2025 について」2025 年 6 月 13 日。

## 2. ペイ・スルー課税における導管性要件

ペイ・スルー課税における導管性要件は、上場インフラファンドにおいても障壁になっている。上場インフラファンドがペイ・スルー課税の適用を受けるためには、投資対象である再生可能エネルギー発電設備の運用方法を賃貸に限定する必要があるため、投資手法に一定の制約が伴う。日本取引所グループは、太陽光発電施設などのインフラ施設を投資対象とするインフラファンド市場を提供しているが、上場インフラファンドが導管性要件を満たすために賃貸スキームを採用せざるを得ない結果、再生可能エネルギー発電設備の円滑かつ機動的な取得が妨げられる場合があると指摘している<sup>10</sup>。上場インフラファンドは上場ベンチャーファンドと同様に、ファンドの運用実態と導管性要件との間にミスマッチが生じていると言える。

上場ベンチャーファンドはかつて2銘柄が上場していたが、資産規模を拡大できず、いずれも上場廃止となった。配当可能額の90%を超えて分配する導管性要件は、主に金銭の定期的な分配を想定した投資手法の要請になりやすく、ファンドの運用実態と合致しない場合がある。スタートアップが急成長を遂げるためには、M&Aを重ねることが効率的ともされており、上場ベンチャーファンドの投資先企業は、M&Aに向けた資金の確保が必要となりうる。導管性要件により配当可能額のほとんどを分配させられると、M&Aによる成長戦略を志向するスタートアップは、内部留保以外に新たな資金の調達を迫られることになる。上場ベンチャーファンドは長期投資であり、主要な利益は定期的ではなく投資先企業の売却やIPOによって発生する。導管性要件を厳格に適用すると、想定する投資回収と課税のタイミングがずれ、キャッシュフローに悪影響を及ぼす可能性がある。上場ベンチャーファンド経由でのスタートアップ投資を促進するには、導管性要件に関して配当可能額に対する分配割合の引き下げや、場合によっては実質的な撤廃を含む見直しが必要であると言える。

## 3. 二重課税の回避と個人投資家への税制優遇措置

米国や英国では、上場ベンチャーファンドを経由したスタートアップへの投資が進展している。IPOを達成したスタートアップの創業者がエンジェル投資家となって、他のスタートアップを支援するという好循環が生じている米国とは異なり、スタートアップ・エコシステムの整備途上にある日本では、スタートアップへの直接的な投資に加えて、個人投資家が間接的に投資する上場ベンチャーファンド市場の活性化が重要である。

日本の現行税制は、上場ベンチャーファンドに関して投資法人側にペイ・スルー課税の課題があるほか、ファンドに投資する個人投資家にエンジェル税制の適用がない。英国のVCTでは、個人投資家が利用できる税制優遇措置が、投資時点、分配金の受取時点、譲渡時点のそれぞれに講じられている。特に注目されるのは、投資額に対して所得税控除が

<sup>10</sup> 日本取引所グループ「投資リスク（インフラファンド）、税務上の導管性に係るリスク」2022年9月21日。

適用される上に、譲渡益税が課されない点である。日本のエンジェル税制と比べても、個人投資家に対する税制優遇の度合いは非常に大きく、英国が VCT 経由での個人投資家の投資促進を重視していることがうかがえる。

日本では、直接投資向けのエンジェル税制の改善に加えて、上場ベンチャーファンドの投資法人と個人投資家の双方に対する税制の見直しを進めることが、個人投資家のスタートアップ投資への参入障壁を下げ、スタートアップ・エコシステムの活性化につながると考えられる。