

米国 QSBS 税制の現状と課題

—— スタートアップ企業への投資は
どのように定義されているか？ ——

吉 村 政 穂*

- I はじめに
- II QSBS 税制の現状
- III 結びに代えて

I はじめに

岸田政権は 2022 年をスタートアップ創出元年と位置付け、スタートアップ企業をイノベーションの担い手と位置付け、その支援策の検討を促進することを宣言した¹⁾。同年 6 月までに 5 か年計画を設定し、大規模なスタートアップの創出に取り組むことが明らかにされている。例えば、総合科学技術・イノベーション会議の下にイノベーション・エコシステム専門調査会を設置し、同調査会には「科学技術・イノベーション政策の観点から、成長志向の資金循環形成、『人材』の基盤強化などイノベーション・エコシステム構築に向けた調査・検討」がミッションとして与えられている。同調査会において掲げられた課題の 1 つには起業家へのインセンティブが取り上げられ、次の枠内で示すように、特に米国における税制上の措置に焦点が当てられているようだ²⁾。このほか、与党である自民党

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第 21 巻第 2 号 2022 年 7 月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科教授

- 1) 岸田内閣総理大臣年頭記者会見（2022 年 1 月 4 日）参照。
- 2) 事務局の挙げる論点として、「諸外国の経験も参考に、起業家への税制優遇などインセンティブの付与や適切な投資家の範囲に留意しつつ、未上場市場を創出するための環境整備が必要ではないか」と掲げられている。

が準備している提言に関する報道でも、「株式譲渡益課税（キャピタルゲイン課税）を念頭に税制優遇措置も求める。起業家が未上場の段階で自社株を現金化し新事業に投資する場合への適用を想定する」³⁾と伝えられ、スタートアップ企業への投資（株式）に係る譲渡益課税への優遇措置拡充を求める内容が盛り込まれる見込みだ。

- 起業家・従業員の自社株によるキャピタルゲインは\$10M（約11億円）まで非課税（年間）
- エンジェル投資家にも税制優遇措置あり
- ※ 総資産が\$50M（約55億円）未満の未上場テック系スタートアップが対象
- ※ 5年以上の株式保有が売り手側の要件
- ※ VC会社による投資は対象外

こうした情勢を受けて、スタートアップ創出に向けた産業界の要望においても、スタートアップ企業の株式譲渡益に対する優遇措置を求める声が上がっている。例えば、日本経済団体連合会「スタートアップ躍進ビジョン～10X10Xを目指して～」(2022年3月15日)には次のような記述が見られる。

「更なるエンジェル投資を促す施策として、政府が諸外国の税制も参考としつつ、エンジェル投資家が投資を行うことによるメリットをより実感できる形で、当該税制の認知度の更なる向上とともに所要の拡充等を図ることが考えられる。」

新経済連盟も、「Innovate Japan by Digital～重点計画改定に関する意見～」(2022年4月14日)において、起業自体のインセンティブの強化のための改革として、日本版QSBS(Qualified Small Business Stock)の導入を提言の1つに

3) 日本経済新聞「自民『未上場株の流通市場を』スタートアップ支援提言」(2022年3月30日)。

盛り込んでいる。このように、イノベーション支援に関する税制措置の中でも、エンジェル税制の拡充、特にスタートアップ企業に対する投資（株式）に与えられる優遇措置に注目が集まっていると言える。

今後、税制改正におけるトピックの1つとして、起業家支援とあわせてエンジェル税制（新規創設企業の株式譲渡益に対する優遇措置）の拡充を求める声が打ち出されたのに応え、その導入の是非が議論されることになるだろう。その際、こうした提言が参考とすべき優遇措置として挙げる米国の優遇措置、すなわち適格小規模事業株式（QSBS）税制について、その具体的な制度設計・運用にあたっていかなる課題が存在したのかを十分に咀嚼した上で、議論が行われることが望ましい。ベンチャー投資に係る譲渡益課税の軽減に賛否のあることはすでに日本でも紹介されている⁴⁾が、その具体的な実務面での利用を検討することで、わが国における議論がより慎重で実り豊かなものになることを期待している。

II QSBS 税制の現状

1 制度の沿革

QSBS 税制は、クリントン政権の下、小規模事業への出資拡大を狙って1993年に導入された。クリントン大統領は、初の議会演説において、次のように中小企業に対する優遇措置の導入を訴えた。

「我々の計画は、金利の引下げ、インフラの改善、より良い訓練を受けた労働者、そしてより強い中産階級を通じて、米国企業の健全性を向上させるように立案されている。中小企業はわが国の雇用の大半を生み出しているため、我々の計画には、中小企業を対象とした歴史上最も大胆な優遇措置が含まれている。我々は、小企業のための恒久的な投資税額控除と、リスクを取る起業家への新たな報酬を提案する。……」⁵⁾

4) 最新の議論として、長戸貴之「イノベーションに資する租税制度の実施方法に関する一考察」フィナンシャルレビュー（近刊）でも取り上げられている。

クリントン政権が主導した1993年改正 (Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993) によって導入されたQSBS税制は、5年以上保有されたQSBSの売却益について、1,000万ドルの売却益と株主の基準価額の10倍とのいずれか大きい額までの範囲で50%除外を認めるように規定が定められた⁶⁾。一定期間保有された株式に係る譲渡益の一部を課税対象から除外することで、スタートアップ企業が「辛抱強い」エクイティ投資家にアクセスする機会を後押しすると期待されたのである⁷⁾。

ただ、50%除外という優遇内容にも拘らず、この時点では、同税制によって与えられる課税上の便益はそれほど大きなものではなかった⁸⁾。まず、課税対象となる50%部分はIRC §1(h)(4)に基づく28%のキャピタルゲイン税率で課税されることとなっており(すなわち、大雑把に計算した実効税率は14%)、1998年税制改正によりキャピタルゲイン最高税率が20%に引き下げられた状況では、6パーセントポイントの減税効果にすぎなかった⁹⁾。また、除外された利得は代替ミニマム税(AMT)の対象となったため¹⁰⁾、追加的に7%の税率で課税される可能性を有していた(仮にAMTを課される場合、合計の実効税率は14.98%となる)。

その後、2009年の税制改正により、2009年2月18日から2010年9月27日の間に発行されたQSBSについては、除外率が75%に拡充された。金融危機以降の不景気による失業率増に直面し、①新しい雇用の創出と喪失の危機にある雇用の救済、そして②経済活動を活性化するであろう投資を促進することがその目的とされた¹¹⁾。その結果、QSBS除外の対象となる株式の譲渡益に対する実効税率は8.47%まで大きく引き下げられた¹²⁾。従前の実効税率14.98%という数字は、

5) William J. Clinton, *Address Before a Joint Session of Congress on Administration Goals* (Feb. 17, 1993).

6) Sec. 1202 (a) (1).

7) Gary Guenther, *Small Business Tax Benefits: Current Law*, CRS Report RL32254 (updated Nov. 10, 2021) 14.

8) Manoj Viswanathan, *The Qualified Small Business Stock Exclusion: How Startup Shareholders Get \$10 Million (or more) Tax-Free*, 120 Colum. L. Rev. F. 29, 30 (2020).

9) *Id.*

10) IRC sec. 57 (a) (7).

2003 年よりキャピタルゲイン最高税率が 15% に引き下げられたことで大きく魅力を失い、さらなるインセンティブの機会を提供する必要に迫られていたのである¹³⁾。

2010 年小企業雇用法による税制改正では、不景気に逆戻りしないことを目標として¹⁴⁾、ついに連邦所得税から 100% の除外が認められることとなった¹⁵⁾。2010 年 9 月 28 日以降に株式を取得した株主は、5 年間の保有期間が満たされていれば、1000 万ドル¹⁶⁾またはその基準価額（投資額）の 10 倍相当額のいずれか大きい額を限度として、利益をすべて除外できるように規定された。小規模事業への投資を促し、雇用を拡大することを期待した措置である。ただ、この 100% 除外にはサンセット条項が適用され、プランニングに利用するには不確実性があったと指摘される¹⁷⁾。

2015 年 12 月、オバマ政権下で、100 パーセント除外を恒久化する税制改正が成立し、制度の恒久化が実現した（2010 年 9 月 27 日以降に発行された株式に適用される）。これは、キャピタルゲイン最高税率が 20%（所得額が一定水準を超えると、これに純投資所得税 3.8% が上乗せされる）とされたのに対して、その便益は相対的に大きなものとなった。

2 現行法の構造

(1) QSBS 要件

QSBS は、発行時に「適格小規模事業（Qualified Small Business, QSB）」に該当する C 法人の株式¹⁸⁾であって、かつ株主が当初発行（original issuance）時に

11) Beckett G. Cantley, *The New Section 1202 Tax-Free Business Sale: Congress Rewards Small Businesses That Survived the Great Recession*, 17 Fordham J. Corp. & Fin. L. 1127, 1136-37 (2012).

12) David B. Strong, *Section 1202—Qualified Small Business Stock* (Aug. 17, 2021) 25.

13) *Id.* at 26.

14) Cantley, *supra* note 11, at 1140.

15) Sec. 1202 (a) (4).

16) 1000 万ドルからは前年までの適用額の総額が減額される。Sec. 1202 (b) (1) (A).

17) Cantley, *supra* note 11 at 1160.

18) QSBS 税制の対象となる株式には、ストックオプションは含まれない。Natkunanathan v Commissioner, TC Memo 2010-15, aff'd (9th Cir 2012) 479 Fed Appx 775.

金銭その他の財産（株式は含まない）と引き換えに、あるいは企業に提供されたサービスの対価として、当該株式を取得したものと定義されている¹⁹⁾。

そのため、S法人の株式やパススルー事業体の株式は、QSBS除外の対象とはならない。QSBS税制の恩恵を評価するためには、株式譲渡時の除外だけでなく、C法人に該当することに伴って生じる法人税（二重課税）負担とQSBS譲渡時の除外とを衡量することが必要となる²⁰⁾。そして、法人税率を大きく引き下げる税制改革が2017年に成立するまでは、新規事業の設立にあたってパススルー事業体を選択し、法人税負担を回避することが多いとされてきた²¹⁾。もっとも、当初パススルー事業体として設立し、その出資持分を351条の出資取引としてC法人株式と交換する可能性は開かれている²²⁾。チェックザボックス上の選択を変更する場合にも、パートナーシップの清算と同様、パートナーがパートナーシップ持分をC法人に譲渡し、C法人の株式を分配されるものとして取り扱われる。ただし、いずれの場合も、C法人の株式が発行されてから5年の保有要件を充足する必要がある²³⁾。

また、当初発行によって取得することが要求されているため²⁴⁾、個人がC法人の株式を既存株主から購入した場合、その時点で当該株式はQSBSとしての資格を失う。ただし、QSBSが贈与または死亡により譲渡された場合、譲受人は譲渡人と同じ方法でQSBSを取得し、譲渡直前の連続した期間にその株式を保有していたものとして扱われる²⁵⁾。

さらに重要なのは、出資（351条）または組織再編（368条）取引における例

19) Sec. 1202 (c) (1).

20) Cantley, *supra* note 11, at 1146.

21) もっとも、シリコンバレーにおけるスタートアップ企業は、課税上の不利にもかかわらずC法人を選択する傾向があることが知られ、解明すべき謎として認識されていた。See Gregg Polsky, *Explaining Choice-of-Entity Decisions by Silicon Valley Start-Ups*, 70 *Hastings L.J.* 409, 411 note 1 (2019).

22) Bahar Schippel, *Incorporating a Partnership to Take Advantage of the Qualified Small Business Stock Rules*, 19 *J. Passthrough Entities* 47, 48 (2016).

23) *Id.* at 50.

24) 株式が「新規に発行されたもの」であることを確保するために、IRC §1202 (c) (3) はC法人株式の償還に制限を課している。

25) Sec. 1202 (h) (1).

外である。これらの取引によって、QSBS が他の株式と交換された場合には、たとえ取得した株式が QSBS として適格でなかったとしても、手放した株式が取得された日に取得された QSBS として扱われることが規定されている²⁶⁾。ただし、新たに取得した株式が独立して QSBS の要件を満たさない場合には、その譲渡時に QSBS 税制が適用されて除外される利得は、取引日において 351 条または 368 条の不認識規定の適用がなかったとしたら認識されたであろう利得の範囲に限定されている（取得した株式が QSBS 適格である場合にはその限りでない）²⁷⁾。

例えば、次の設例²⁸⁾のように、他社に株式を譲渡して事業から離脱した創業者であっても 1202 条の恩恵に浴することができる。

ある納税者が 1202 条の QSB に該当する新興のインターネット企業の創業者であると仮定する。創業から 6 年目で、創業者の株式は 800 万ドルの価値を有していた。マイクロソフト社がそのインターネット企業に接近し、創業者の株式を含む全株式の取得することを提案した。368 条の B 型組織再編成として非課税となる取引が行われ、創業者は 800 万ドル相当のマイクロソフト株を受け取った。その後、創業から 7 年目に創業者の保有するマイクロソフト社株式が 1000 万ドルになった時点で、同株式を売却する。この場合、創業者はマイクロソフト株式 1000 万ドルについて生じた売却益から 800 万ドルを除外することができる。創業者が 368 条取引によって取得したマイクロソフト社株式は QSBS の性格を保持しているため、マイクロソフト社は QSB に該当しないにもかかわらず、1202 条の適用を受け、800 万ドルを除外することができるのである。

26) Sec. 1202 (h) (4).

27) Sec. 1202 (h) (4) (B).

28) Christopher Karachale, *Qualified Small Business Stock Under IRC Section 1202: Tax-Free Money for the Masses?*, 31 Cal. Bus. L. Prac. 73, 79 (2016).

(2) QSB 要件

QSBS 税制の適用を受けるためには、前述の通り、QSB に該当する C 法人の株式でなければならない。「適格小規模事業 (QSB)」とは、以下の条件を満たす C 法人である国内法人として定義されている²⁹⁾。

(A) 1993 年歳入調整法の制定日から当該発行前まで、常時 (at all times)

当該法人 (またはその前身) の総資産が 5000 万ドルを超えていないこと

(B) 発行直後の当該企業の総資産額 (発行に伴う払込金額を考慮して決定) が 5000 万ドルを超えず、かつ

(C) 当該会社が、本条の目的を達成するために財務長官が要求する報告書を、長官および株主に対して提出することに同意していること

このように、QSB は総資産額を基準として、小規模性が判断されることになっている。ここにいる総資産額は、原則として、現金の額と法人が保有する金銭以外の財産の調整後基準価額を基に決定される。ただし、この算定にあたって、QSBS 発行のために当該法人に出資された財産の調整後基準価額は、出資日の当該財産の公正市場価値とされる³⁰⁾。スタートアップ企業への支援という観点からは発行法人単体で評価することは適当ではないため、同一の親子会社グループに属する法人は、このテストとの関係では単一の法人として扱われることになっている³¹⁾。

また、株式発行前までにおいて、常時、総資産が 5000 万ドルを下回る必要があると規定されている。当該発行後に 5000 万ドルの閾値を超過しても要件を欠くことにはならない³²⁾。もっとも、課税庁による指針が示されていないため、その要件充足を判断するにあたって不確実性が存在すると指摘される。

次いで、(厳密には QSBS からの除外事由として位置づけられているものの)

29) Sec. 1202 (d) (1).

30) Sec. 1202 (i).

31) Sec. 1202 (d) (3) (A). なお、この場合の親子会社グループとは、親が子会社株式 (議決権または価値) の 50% 超を保有しているグループのことを指す。

32) Strong, *supra* note 12, at 16.

当該株式の保有期間の実質的な全て (substantially all) において能動的な事業 (active business) を行っていること、および C 法人であることが要求されている³³⁾。具体的には、当該法人の資産の (価値において) 80% 以上が適格事業の能動的活動に用いられていること、およびその法人が適格法人であることが必要である³⁴⁾。ただし、スタートアップ企業の場合、創業時は能動的事業に向けた予備的な活動に従事していることがある。そこで、将来の適格事業に関連して、①創業活動、②研究・試験活動または③社内研究活動に使用される資産は、適格事業の能動的な遂行に使用されるものとして扱われなければならない³⁵⁾。

適格事業については、その性質を積極的に定義するのではなく、列挙された分野におけるサービス提供を伴う事業以外の事業を指すものと規定されている³⁶⁾。適格事業として認められない分野は、(A) 健康、法律、工学、建築、会計、数理学、舞台芸術、コンサルティング、体育、金融サービス、仲介サービスおよび「1人以上の従業員の評判・技能が主たる資産 (principal asset) となる事業」³⁷⁾、(B) 銀行業、保険、リース、融資、投資または同様のビジネス、(C) 農業ビジネス (林業を含む) および (D) ホテル、モーテル、レストランの運営事業または類似のビジネスが掲げられ、サービス産業が排除されている。これらの非適格事業は形式的に判定されるわけではなく、事業活動の実質を考慮し、顧客にサービス (「個人の専門性 (individual expertise)」の提供を含む) という形式で価値を提供しているかという観点から判定される³⁸⁾。

さらに、能動的な事業を裏付けるため、保有資産についての制限も存在する。法人の資産の 10% 以上が第三者企業のポートフォリオ株式または証券で構成されている場合に、当該法人が能動事業テストを満たさないことを明確にしている³⁹⁾。また、法人資産の 10% 以上が不動産である場合、その不動産は適格な能

33) Sec. 1202 (c) (1).

34) Sec. 1202 (e) (1). 常に、それとも平均として上回っていれば足りるのかは明らかでない」と指摘される。

35) Sec. 1202 (e) (2).

36) Sec. 1202 (e) (3).

37) See, e.g., *Owen v Commissioner*, TC Memo 2012-21; *Holmes v Commissioner*, TC Memo 2012-251, aff'd (9th Cir 2015) 593 Fed Appx 693.

動事業の一部として使用されていなければならない⁴⁰⁾。

(3) パススルー事業体が保有している場合の取扱い

QSBS 税制の恩恵は、パススルー事業体を通じてスタートアップ企業に投資した場合にも及ぶ。パススルー事業体の譲渡利得のうち、その納税者の持分に応じて帰属する部分については、課税所得から除外されるのである⁴¹⁾。

その除外を受ける利得の範囲については、次のように規定されている⁴²⁾。

- (A) その金額が、(その事業体を個人とみなした場合に) 当該事業体段階において適格小規模企業株式としての要件を満たし、かつその事業体によって5年超保有されていた株式の売却・交換に係る利得に起因するものであり、かつ
- (B) この金額は、パススルー事業体が株式を取得した日からその後当該パススルー事業体が株式を処分するまでの間、継続して (at all times) 納税者が所有していた当該事業体持分を保有していたことによって、納税者の総所得に含まれるものである

条文上、パススルー事業体および構成員（納税者）それぞれの段階において継続保有要件を満たすことが必要とされている。そのため、パススルー事業体が

38) 顧客の実験薬の商業化を支援するという医薬品産業に関連した事業を遂行する会社について、内国歳入庁は次のように述べ、その活動が適格事業に該当すると判断した。Private Letter Ruling (PLR) 201436001 (May 22, 2014).

「同社は、個人の専門知識の形式でサービスを提供する事業ではない。代わりに、同社の活動は、特定の製造資産や知的財産を活用し、顧客にとっての価値を創造することである。本質的に、同社は、医薬品産業において自動車産業における部品メーカーに相当する。したがって、同社は、たしかに健康産業の構成部分である医薬品産業で主に活動しているものの、§ 1202 (e) (3) の意味における健康産業におけるサービスを提供しているわけではない。また、会社の事業活動は、§ 1202 (e) (3) で規定された禁止類型のいずれにも該当しない。」

39) Sec. 1202 (e) (5).

40) Sec. 1202 (e) (7).

41) Sec. 1202 (g) (1).

42) Sec. 1202 (g) (2).

QSBS を取得した後に取得・増加した当該パススルー事業体の持分（に対応したキャピタルゲイン）は QSBS 税制の対象とならない⁴³⁾。

3 再投資規定

QSBS については、5 年間保有していない個人投資家であっても、その譲渡とあわせて他の QSBS を購入した際に、その再投資に充当する額の課税繰延べを認める措置が 1997 年に導入されている⁴⁴⁾。すなわち、QSBS⁴⁵⁾を 6 か月超保有している非法人納税者は、売却後 60 日以内に購入した他の QSBS の取得価額に対応する金額だけ課税を繰り延べることを選択できる⁴⁶⁾。この時点で 100% 除外の恩恵は得られないものの、キャピタルゲインを再投資に回した場合にはその分だけ課税繰延べの利益を享受することができるのである。

共和党が両議院の多数を占める政治状況で成立した同規定の目的は、「投資家が経済の長期的な成長に重要な新しい小企業により多くの資金を提供することを期待する」と謳われている⁴⁷⁾。変化の激しいシリコンバレーでは、企業のライフサイクルが 5 年というのは稀であるため、1045 条の存在は、創業者やベンチャー企業の従業員にとって重要な意義を有していると考えられている⁴⁸⁾。シリコンバレーの多くの投資家は、再投資規定に伴う柔軟性により、QSBS を売却し、60 日以内に新しい QSBS に投資することで、利益を無限に繰り延べることができる。また、購入した QSBS を 5 年間保有し、さらに 100% 利得除外を享受することも妨げられてはいない。

1202 条および 1045 条について発出された財務省規則は少ないものの、その中

43) Sec. 1202 (g) (3).

44) 1993 年改正においても、5 年間の保有期間を満たしていない QSBS の譲渡益について、その売却代金が中小企業庁の認定を受けた「特別小規模事業投資会社 (specialized small business investment company, SSBIC)」の株式購入に使用される限り、課税が繰り延べられることとされていた。Sec. 1044.

45) 定義は 1202 条にいう QSBS と同一である。Sec. 1045 (b) (1).

46) Sec. 1045.

47) Staff of the Joint Committee on Taxation, *General Explanation of Tax Legislation Enacted In 1997* (Dec. 17, 1997).

48) Karachale, *supra* note 28, at 79.

で非常に興味深いのは、2007年に確定した財務省規則⁴⁹⁾によって定められた、パートナーシップ (LLCを含む) とそのパートナーに対する再投資規定の適用⁵⁰⁾に関する3つの一般的なルールである⁵¹⁾。第1に、パートナーシップが6ヶ月間保有したQSBSを売却し、当該パートナーシップが代わりのQSBSを購入した場合、当該パートナーシップは繰延べの選択をすることが認められ、1045条の適用を選択したときには、個々のパートナーは繰延べの恩恵を受けることができる (パートナーがパートナーシップの選択を覆すこともできる⁵²⁾)⁵³⁾。第2に、パートナー (納税者) がQSBSを売却した場合、当該納税者がパートナーとなっているパートナーシップが再投資期間内に他のQSBSを購入した場合、当該納税者は再取得要件を満たし、繰延べを選択することができるとしている⁵⁴⁾。第3に、パートナーシップがQSBSを売却する場合、当該パートナーシップの各パートナーは60日のロールオーバー期間内に代替のQSBSを (パートナーシップ外で) 個別に購入して、パートナーシップの元のQSBSの売却に伴う利益を繰り延べることができる⁵⁵⁾。これらのルールはパートナーシップのパススルー性から基礎付けられているものの、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタルファンドその他パートナーシップとして性質決定される投資ビークルを扱う実務家にとっては、運用上の柔軟性を提供することになる⁵⁶⁾。

そして、こうした柔軟な財務省規則が制定される背景としては、ベンチャーキャピタルファンドの実態に対応した内容を求める実務的ニーズがあった⁵⁷⁾。ベンチャーキャピタルファンドはオープンエンド型の投資ファンドではなく、特に

49) Treasury Regulation Sec. 1.1045-1.

50) 1998年改正により、(個人に限っていた文言を) C法人以外の納税者が適用対象であることを明らかにするとともに、1202条 (g) と「同様 (similar)」のルールが適用されることが明文で追加された。IRS Restructuring and Reform Act of 1998, P.L. 105-206, Sec. 6005 (f).

51) Karachale, *supra* note 28, at 79.

52) Treas Reg Sec. 1.1045-1 (g) (3) (i).

53) Treas Reg Sec. 1.1045-1 (b).

54) Treas Reg Sec. 1.1045-1 (c).

55) *Id.*

56) Karachale, *supra* note 28, at 80.

57) Treas Reg Sec. 1.1045-1 (c).

QSBS に該当し得る小規模スタートアップへの投資は長期投資を前提としている。そのため、ファンドが投資先企業に新規投資を行うことができる期間は、ファンドの全存続期間ではなく、契約条項によりその最初の数年間（通常3年から5年の投資期間（または出資約束期間））に制限されていることが通常である。さらに、ファンドがそうした投資を処分するには数年かかるとされている。したがって、仮に同一のパートナーシップにおける売却・再購入を要求した場合、QSBS を売却したベンチャーキャピタルファンドが当該売却代金を他の QSBS に再投資することは期待できないことになる⁵⁸⁾。

財務省規則によれば、ファンド投資家が十分な情報を持ち、ファンドが5年間保有に満たない QSBS を処分することを知っている場合には、その投資家は代替 QSBS を購入することで、ファンドが処分した QSBS の利益を繰り延べることができる（そして、この繰延べは、ファンドの他の投資家が代替 QSBS に対する再投資を行うかどうかに関係ない⁵⁹⁾）。

もっとも、提案規則に対するコメントとして、個人投資家がそうした投資機会に関する情報を有している前提への疑問や直接投資のリスクの高さが指摘されていた⁶⁰⁾。また、利益相反を避けるため、ファンドマネージャーはファンド外の閉鎖会社に対する投資が契約上制限されていることもあわせて指摘されている⁶¹⁾。たしかにこれらの指摘は、ベンチャーキャピタルファンドを通じたスタートアップ投資に 1045 条の恩恵が十分に与えられていない可能性を示唆するものであったが、最終的にパートナーシップを横断する形で QSBS 再投資を認めるルールは導入されていない。

こうしたパートナー段階の制約に加えて、階層化された構造を有するファンドについて、1045 条の適用上、より上位のパートナーシップをパートナーと見て、下位にあるパートナーシップにおける売却・購入との関係で QSBS 再投資の適用を求める意見も見られた⁶²⁾。しかしながら、このようなルールを採用した場

58) National Venture Capital Association, *Comments on Proposed Regulations Concerning the Application of Section 1045 to Partnerships and Their Partners* (Nov. 11, 2004).

59) Treas Reg Sec. 1.1045-1 (c).

60) National Venture Capital, *supra* note 58.

61) *Id.*

合には、「受け入れがたい執行上の負担と複雑さ」が生じるとして⁶³⁾、最終規則には反映されなかった。

Ⅲ 結びに代えて

ここまで見た通り、QSBS 税制はスタートアップ企業に対する長期投資を促す効果を期待され、出資者への優遇は順次拡大されてきた。この優遇拡大に呼応するように、プライベートエクイティやベンチャーキャピタルを通じた富裕層の投資が活発化してきている⁶⁴⁾。2000年に1608本で5770億ドルを運用していたプライベートエクイティおよびベンチャーキャピタルは、2017年には4719本、2兆5千億ドルにまで拡大したとされる⁶⁵⁾。そして、非課税主体である機関投資家が中心であった時期と異なり、QSBSのメリットを享受する個人投資家の割合が増加している。パートナーシップに関する1045条財務省規則に見られた柔軟性は、こうした変化の反映と捉えることができる。また、2010年改正によるキャピタルゲイン課税の軽減が、スタートアップ企業への投資を増やしたという実証研究もある⁶⁶⁾。

さらに、2017年の税制改革により法人税率が21%に大きく引き下げられたことで、二重課税回避（パススルー事業体）とQSBS譲渡に係る利得除外（C法人）とのバランスがQSBS側に傾くこととなった⁶⁷⁾。スタートアップ企業支援という観点からは、QSBS税制の役割はさらに大きくなったと評価できるかもしれない。

62) New York State Bar Association Tax Section, *Report on Proposed Regulations Regarding the Application to Partnerships of Section 1045 Gain Rollover Rules for Qualified Small Business Stock* (Jan. 21, 2005) 20.

63) Federal Register Volume 72, Number 156 (Aug. 14, 2007) 45349.

64) Paul S. Lee, L. Joseph Comeau, Julie Miraglia Kwon, and Syida C. Long, *Qualified Small Business Stock: Quest for Quantum Exclusions, Part 1*, Tax Notes Federal 15, 21 (Jul. 6, 2020).

65) *Id.*

66) Edwards, Alexander S. and Todtenhaupt, *Maximilian, Capital Gains Taxation and Funding for Start-Ups* (Oct. 7, 2018).

67) Lee et al., *supra* note 64, at 16–19.

しかしながら、QSBS 税制については、なお残る実務上の課題が指摘されている⁶⁸⁾。第1に、QSBS 税制適用上の重要な問題について、内国歳入庁の指針が明らかにされていない点が問題視される。例えば、QSB に関する総資産額テストの判定方法もそれほど明らかではない。第2に、時代に応じた要件の見直しが適切になされていない可能性がある。例えば、「常時」充足することが求められる総資産額 5000 万ドルという基準は、1993 年に制度が創設されて以来、見直しがなされぬままである。また、(非)適格事業の範囲を再検討することも考えられる。これらの課題は、QSBS としての適格性に直結するものであり、制度を利用する上で重大な障害となり得るものだろう。

なお、本稿では政策的観点からの議論を取り上げなかったが、QSBS 税制は本来賦課されるべきであった所得税を軽減するものであり、いわゆる租税支出としての側面を有している。例えば両議院税制委員会による推計では、2021 年度に 18 億ドル、2024 年度には 11 億ドルの減収を生じ⁶⁹⁾、財務省による推計では、2021 年度に約 15 億ドル、2024 年度には約 18 億ドルの減収がもたらされる⁷⁰⁾と予測されている⁷¹⁾。

また、その恩恵が富裕層に偏っていると批判が向けられている⁷²⁾。QSBS 税制の受益者は、スタートアップ企業の創業者や創設期の従業員、そしてエンジェル投資家やベンチャー投資家であり、一般的には富裕層と分類される納税者であることがほとんどであり、数百万ドルの除外という税制優遇を追加的に付与する政策的意義に乏しいと指摘される⁷³⁾。政策目的として何が期待されているのか、その減収に見合う効果をあげているのかは検証されるべき論点であろう⁷⁴⁾。

68) *Id.* at 19-20.

69) Joint Committee on Taxation, *Estimates of Federal Tax Expenditures for Fiscal Years 2020-2024*, JCX-23-20 (Nov. 5, 2020).

70) Department of the Treasury, Office of Tax Analysis, *Tax Expenditures, FY2023* (Dec. 9, 2021).

71) QSBS の適用件数を推計し、こうした租税支出の推計が過小ではないかという指摘も存在している。Viswanathan, *supra* note 8, at 33.

72) *Id.* at 38.

73) *Id.* ほかに、創業者による株式譲渡益に対する課税について、労働所得ではなくキャピタルゲインに転換されている点を含め再検証の必要性を訴えるものとして、Victor Fleischer, *Taxing Founders' Stock*, 59 UCLA L. Rev. 60 (2011) がある。

74) Fleischer (2016) は、「雇用創出」というお題目によって漫然と政策税制が導入・維持されている現状を強く批判する。Victor Fleischer, *Job Creationism*, 84 Fordham L. Rev. 2477 (2016).