

スタートアップ企業によるイノベーションを促進する 税制の設計のあり方^{*1}

長戸 貴之^{*2}

要 約

本稿では、わが国のイノベーション促進税制がスタートアップ企業によるイノベーション創出に資する設計になっているかを点検する。イノベーション促進のために税制上の対応をすることが正当化できる場合として、①イノベーションの正の外部性に起因する過少供給、②情報の非対称性に起因するスタートアップ企業の資金調達への制約、への対応、さらに、③累進税率構造・法人二重課税・実現主義に基づくキャピタルゲイン課税といった既存税制の基本構造がもたらす非効率性の改善、を取り上げる。次に、イノベーション促進税制の設計のあり方に関する留意点を、アメリカの理論研究や税制・実務の発展を参考に析出する。

わが国のイノベーション促進税制の課題としては、①欠損や税制優遇措置に税還付が認められておらず、繰越も限定的であり、租税属性の移転に対する立法・司法上の制約も相まって、スタートアップ企業が十分に恩恵を受けられていない点、②幾度にもわたる改正の結果、制度が複雑化しており、資金的・時間的資源に制約のあるスタートアップ企業には利用しづらいものとなっている点、③起業家の参入・退出戦略に関し、労働所得を株式キャピタルゲインに転換することを可能にすることで起業の成功税としての性格を緩和し参入を促進しているとみることができ、また、退出段階でのロックイン効果を緩和していると理解できるが、同時に、個人所得税における累進課税の要請との緊張関係を孕んでいる点、を指摘する。

キーワード：リスク・テイキングと課税、研究開発税制、エンジェル税制、Tax Receivable Agreement (TRA)、株式キャピタルゲイン課税、IPO、M&A

JEL classification：H25, K34, O38

I. はじめに

政府は、イノベーション¹⁾促進のための政策手段として税制を用いる誘因に駆られがちである。税制を通じたイノベーションの促進は、一定の条件下で正当化可能である。しかし、既存

* 1 本稿は JSPS 科研費若手研究 (18K12634) の研究成果の一部である。

* 2 学習院大学法学部教授。

税制の基本構造や、イノベーション創出主体の有する特徴に配慮した設計でなければ、イノベーション促進という目的は達成されず、不要な税収減と制度の複雑化をもたらすだけである。

本稿では、イノベーション創出主体としてスタートアップ企業を念頭に置き、わが国のイノベーション促進のための政策税制（以下「イノベーション促進税制」という）がスタートアップ企業によるイノベーション創出に資する設計になっているかを点検する。

まず、イノベーション促進のために税制上の対応をすることが正当化できる場合を整理する（Ⅱ）。具体的には、①イノベーションの正の外部性に起因する過少供給、②情報の非対称性に起因するスタートアップ企業の資金調達への制約、という市場の失敗への対応策として、イノベーション促進のために税制を用いることを正当化できる。また、③累進税率構造・法人二重課税・実現主義に基づくキャピタルゲイン課税といった既存税制の基本構造がもたらす非効率性を改善するために税制優遇措置を講じることも正当化できる。

しかし、仮にイノベーション促進税制が正当化できる場合があるとしても、その設計のあり

方次第ではイノベーション促進目的を達成できない。そこで、イノベーション促進税制の設計のあり方に関する留意点を、アメリカの理論研究や税制・実務の発展を参考に析出する（Ⅲ）。

次に、わが国のイノベーション促進税制を評価する（Ⅳ）。わが国のイノベーション促進税制の課題としては、①欠損や税制優遇措置に税還付が認められておらず、繰越も限定的であり、租税属性の移転に対する立法・司法上の制約も相まって、スタートアップ企業が十分に恩恵を受けられていない点、②幾度にもわたる改正の結果、制度が複雑化しており、資金的・時間的資源に制約のあるスタートアップ企業には利用しづらいものとなっている点、③起業家の参入・退出戦略に関し、労働所得を株式キャピタルゲインに転換することを可能にすることで起業の成功税としての性格を緩和し参入を促進しているとみることができ、また、退出段階でのロックイン効果を緩和していると理解できるが、同時に、個人所得税における累進課税の要請との緊張関係を孕んでいる点、を指摘する。最後に議論をまとめる（Ⅴ）。本稿の執筆基準時は2020年12月末である。

Ⅱ. イノベーション促進税制の正当化

Ⅱ-1. イノベーションの正の外部性

イノベーション促進のために税制を用いることが正当化できる場合の一つに、イノベーションに正の外部性という市場の失敗がある場合が挙げられるが、その前提として、まず、そのような市場の失敗がない場合には、課税の中立性

を確保すべきことを確認する。

Ⅱ-1-1. 課税の中立性の確保

(1) リスク・テイキングに対する中立性²⁾

イノベーションを創出するための活動にはリスクがつきものであり、ベンチャー企業のほと

1) イノベーションの厳密な定義は難しいが、本稿では、Schumpeter (1947) at 151に倣い、新しいことを行うことあるいは既に行われていることを新しい方法で行うことを広く意味するものとして用いる。本稿の目的との関係で重要なのは、イノベーション促進税制として取り上げる税制上の対応によっていかなる問題にどのように対応していくかを具体的に検討することである。

2) Domar and Musgrave (1944); Kaplow (1994); Weisbach (2004).

んどは失敗する。そのため、原則として³⁾、リスク・テイキングに対する課税の中立性を確保することは極めて重要であり、この点は強調してもしすぎることはないが、既に広く知られているためここでは簡潔に触れるにとどめる。所得課税においてリスク・テイキングに対する中立性を確保するためには、完全還付付きの一律税率で課税することが必要である。すなわち、リスク・テイキングの結果、利益が出た場合に納税を求めることの裏返しとして、欠損が出た場合には利益に対するのと同一税率を適用した額の税還付を行い、国家はリスク・テイキングを行う主体にとって「サイレント・パートナー」となることが求められる。これが担保されれば、納税者は、同一のリスク投資をグロス・アップする形でポートフォリオ調整を行うことで税引前の期待ペイオフを再現でき、実質的にリスクへの課税をなかったものとする。

（2）投資決定に対する中立性⁴⁾

所得課税においては、固定資産への投資に即時償却は認められず、費用収益対応の原則に基づく減価償却が求められるのが基本であるため投資を抑圧する効果がある。投資決定に対する中立性を確保するためには、キャッシュフロー税を採用し、Rベースであれば実物取引と金融取引を区別した上で実物取引のキャッシュフローのみに着目し、即時償却を認めつつも利子控除を否定することになる。R+Fベースであれば、実物取引と金融取引の区別は要しないが、株式と負債の区別を要する。いずれの場合も、リスク・テイキングへの課税に関しては、所得課税の場合と同様、完全還付付きの一律税率で

課税するのであれば、納税者がグロス・アップしてポートフォリオ調整を行うことでなかったことにできる⁵⁾。しかし、投資時と収益稼得時が離れていると、財政需要等に応じて税率が変更され、投資時と収益稼得時の適用税率が同一であるとの前提条件が満たされなくなる可能性が高まる。Cary Brown 定理によれば、キャッシュフロー税ではなく、投資収益非課税とすることでも投資決定への中立性を確保できる⁶⁾。しかし、投資収益非課税の下では、超過収益に課税が及ばなくなり⁷⁾、イノベーションによる超過収益に課税できなくなるのでは、税収調達観点から望ましくない。

現行税制の外観からの乖離を抑えつつ、投資決定への中立性を確保するのであれば、利子控除を維持しつつ真の経済的減価償却（true economic depreciation）を行うことが考えられる⁸⁾。しかし、それが税務執行的に困難であっても、既存の減価償却を維持したままで、取得した資産の未償却部分に対応する資本の通常利益相当額の資本コスト控除（cost of capital allowance, COCA）⁹⁾を認めることで同一目的を達成できる¹⁰⁾。ただし、この方法による場合は、既存の複雑な減価償却制度が維持される上に、通常利益を算出するための通常利益率の設定が制度設計上の課題となる。

Ⅱ-1-2. 税制優遇措置としてのイノベーション促進税制

（1）税制優遇

税制「優遇」措置というとき、いかなる税制を基準に「優遇」と評価するかに意識的である必要がある。例えば、所得課税を基準とした場

3) 重要な例外として、有限責任制度の下で過大なリスク・テイキングの誘因がある場合が挙げられる（Nagato, 2019）。

4) Warren (2008)、長戸 (2018) で引用した文献も参照。

5) Weisbach (2004) at 21-22.

6) Brown (1948).

7) 神山 (2019) 157-58 頁。

8) Samuelson (1964).

9) Kleinbard (2005); Kleinbard (2017).

10) Warren (2008); 神山 (2019) 16-18 頁。

合、即時償却は優遇の取扱いとなるが、投資決定への中立性確保を重視し、消費課税を基準とした場合、利子控除の否定を伴う即時償却は「優遇」措置ではない¹¹⁾。イノベーションとの関係では、現行法上、研究開発（R&D）投資について即時償却が認められるのが一般的だが、所得課税を貫徹するのであれば、研究開発費用の多くを占める人的資本・知的資本への投資は資産化した上で償却すべきだと考えることもできる¹²⁾。また、国際的側面までみれば、高い国内税率で即時償却の取扱いを受けておきながら、費用分担契約等により、創出された知的財産権を低税率国に所在する外国子会社の帰属として当該知的財産権からの収益を外国子会社の所得とし、かつ外国子会社合算税制の適用も免れる形で収益に対しては低税率でしか課税されないようにすること¹³⁾は、キャッシュフロー税で述べたところの一律税率での課税という前提を満たさず、キャッシュフロー税の観点からも投資を「優遇」しているといえる。

(2) 政府による支援の正当化と政策手段

一定の条件下では、中立性の確保を超えて、政府が税制等の政策手段を用いてイノベーション創出に干渉し支援することを正当化しうる。典型的なのが、イノベーションに正の外部性があり、その供給を市場に委ねてしまうと社会的に過少供給になるという市場の失敗が起きる場合である。すなわち、イノベーションの成果がもたらす社会的便益が大きくとも、イノベーターが失敗のリスクを伴う自身の投資に見合う

私的利益を確保できないとイノベーションの供給は社会的に望ましい水準よりも過少となる。そこで、政府が法制度を通じてイノベーターの得るリターンを上乗せしたり、イノベーション創出にかかるコストを部分的に負担したりすることでイノベーションを促進することが正当化される¹⁴⁾。

Hemel and Ouellette (2013) は、政府が取り得る政策手段として、特許、直接支出（補助金）、賞金、R&D 租税誘因措置、パテントボックスを比較検討している（表1）。彼らは、これらの政策手段は経済的インセンティブとしては等価に設計可能だが、それぞれの特徴を把握することが重要だと論じる。それぞれの政策手段が有する特徴は、①支援の対象と規模の決定主体、②支援の与えられるタイミング、③支援の費用負担者、の観点から分析できる。例えば、①支援の対象と規模を政府が決定するのは、補助金、賞金であるが、（特に規模について）市場が決めるのが、特許及びパテントボックス、R&D 租税誘因措置である。イノベーション創出に係る便益と費用に関する情報について政府よりも市場が情報優位であれば、後者の政策手段が有効となる¹⁵⁾。②支援の与えられるタイミングについて、イノベーションの成否が決まる前に恩恵を受けられるのが、補助金、（還付付きの）R&D 租税誘因措置だが、賞金、特許及びパテントボックスはイノベーションが成功した場合にしか恩恵を受けられない¹⁶⁾。したがって、成功するか否かについての不確実性が高く、イノベーション創出に向けた投資段階では資金調

11) 神山 (2019) 338-39 頁。

12) 中里 (1998) 110-13 頁 [初出 1996]；Kahng (2014)。なお、アメリカでは、2017 年改正により 2022 年以降、研究開発費は資産化され 5 年間で償却されることとなった。

13) See Shay et al. (2016) at 435-39.

14) しかし、Shay et al. (2016) は、正の外部性を生む研究開発の定義やそれを優遇する税制の設計は現実的でなく、財政への配慮から支援の規模を市場が決める R&D 租税誘因措置よりも、政府が支援の規模を決め支援の対象を専門家のピアレビューによる審査で決める補助金によることが望ましいとする。また、仮に税制を用いるのであれば、パテントボックスよりも、資金調達への制約に苦しむスタートアップ企業を対象を絞った還付付きの R&D 租税誘因措置が望ましいとする。

15) See Hemel and Ouellette (2013) at 327-28.

16) See *id.* at 333-34.

達能力に限界があるスタートアップ企業には、前者の支援が望ましい¹⁷⁾。③支援の費用負担者はイノベーションの成果の利用（消費）者か、納税者全体かに大別できる。特許の場合、イノベーションの成果の利用者がその経済的負担を負うが、それ以外のものは、国庫（納税者）が広く経済的負担を負う¹⁸⁾。ただし、上記支援を国庫から行うことによる二重の支援（cross-subsidization）を避けるために、財源をイノベーションの成果を用いた商品にかける個別の売上税により調達することも制度設計上は考えられる¹⁹⁾。

Hemel and Ouellette (2019) はさらに分析を深化させ、イノベーション政策については、イノベーション創出のためのイノベーション・インセンティブ（innovation incentive）とその成果を配分するための配分メカニズム（allocation mechanism）の二領域に分け、それぞれの領域における知的財産制度による政策手段とそれ以外の政策手段の組み合わせ（matching, mixing, layering）を考えていくべ

きだとする²⁰⁾。したがって、上記③はあくまで典型例についての特徴だということになろう。

これに対し、Nussim and Sorek (2017) は、Hemel and Ouellette (2013) をはじめとするこの分野の法学研究の不十分さを指摘する。すなわち、先行研究は、経済学における分析枠組みを取り込み、現金給付（補助金・賞金）と租税誘因措置の差異を分析しようとするが、経済学的には金銭的価値の付与という点で両者に差異はなく、経済学における先行研究は税制を別括りにして論じていない（論じる必要がない）。それにもかかわらず、両者を、一方では補助金・賞金、他方ではR&D租税誘因措置・パテントボックスと区別しても有益でなく、これらの政策手段の比較考察においても、理想的な制度設計をした場合のこれらの政策手段を比較するのではなく、既に用いられている現実の政策手段を念頭に比較検討するにとどまっていると批判する²¹⁾。Nussim and Sorek (2017) は、この問題に法学独自の分析を加えるのであれば、経済的に等価な現金給付と租税支出との使い分けに

表1 Hemel and Ouellette (2013) による分類

いつ\誰が	政府	市場
事前	直接支出（補助金）	R&D 租税誘因措置
事後	賞金	特許（+パテントボックス）

17) See *id.* at 334-39.

18) See *id.* at 345-46.

19) See *id.* at 347-49.

20) Matching とは、イノベーション・インセンティブと配分メカニズムとで異なる政策手段を用いること（例：知的財産制度を採用しながら、配分メカニズムとしては、政府が知的財産を市場価格で買い取り、当該知的財産自体はパブリックドメインとする。補助金でイノベーションを促進しながらも商業化のためのイノベーションには知的財産制度を用いて配分させる。）、Mixing とは、両者のうち同じ領域で、知的財産制度とそれ以外の政策手段を同時に組み合わせる（例：イノベーションのもたらす社会的価値の政府と市場それぞれの見積りの誤りを補完するため、イノベーション・インセンティブとして知的財産制度と補助金、賞金、税制を同時に用いる。）、Layering とは、異なる管轄レベルにおいて、知的財産制度による手段とそれ以外の手段を用いること（例：国際的には既存の知的財産制度を利用しながら、国内的にはそれ以外の政策手段も併用する。）を指している。See Hemel and Ouellette (2019) at 550.

21) See Nussim and Sorek (2017) at 51-65. 例えば、（政府が支援の規模を決定すると特徴づけられる）賞金の額を、市場における評価によって決定する仕組みがありうることが指摘されている。同論文については、神山 (2018) 11-15 頁も参照。

関して、組織論 (the organizational theory) の考え方に依拠して、制度を実施する機関の専門性や、課税庁と専門性を有する他の行政官庁との間の協調コスト (coordination cost)、同種の政策の実施にかかるコストに関する範囲の経済 (economy of scope) の有無といった点について考慮すべきであり、結論として、あえて租税誘因措置を用いてイノベーション促進政策を実施する利点はないと主張する²²⁾。

II-2. スタートアップ企業の資金調達への制約

イノベーション促進税制が正当化される第二の場合として、イノベーションの主たる創出主体となるスタートアップ企業が直面する、情報の非対称性に起因する資金調達への制約の問題がある。この問題が存在する場合、仮にイノベーションに正の外部性がなくても、税制を通じてこの問題を解決しイノベーションの促進を図ることを正当化できる。

II-2-1. イノベーション創出主体としてのスタートアップ企業

かつてイノベーションに成功した経験を持つ既存成熟企業の方が、資金力やリスク分散の容易さの点で新規事業に手を出しやすいにもかかわらず、既存成熟企業がさらなるイノベーション創出に失敗し、新興スタートアップ企業がイノベーション創出主体として念頭に置かれることが多いのはなぜか。この点は、いわゆる「イノベーターのジレンマ」²³⁾により説明される。経済学的には、既存企業は、新興企業よりも研究開発能力や資金力で勝り、さらに、新興企業が新技術を開発し市場シェアを高めるより先に買収するインセンティブがあるにもかかわらず、新製品開発により代替される既存製品からの収益が減る効果がより大きい場合に、既存企

業は「イノベーターのジレンマ」に陥ることが事例研究により解明されている²⁴⁾。

イノベーション創出を政府が積極的に支援する場合、(資本金や従業員数など何らかの企業の規模を指標として区分したところの) 中小企業がその支援対象とされることがある。しかし、ここで注意すべきは、中小企業とイノベーション創出主体たるスタートアップ企業は区別すべき点である。スタートアップ企業は中小企業に含まれるのが通例であろうが、その逆は真ではない。アメリカの実証研究によれば、多くの中小企業はイノベーション創出を志向しておらず²⁵⁾、そのため、政府による支援を講じる際には、中小企業という企業の規模ではなく、むしろ新興企業であるかという企業の若さに着目した方が相対的に適切に対象選択できると論じられている²⁶⁾。しかし、スタートアップ企業の中にも、単に設立間もないだけで、既存技術を用いるばかりでイノベーションを創出しない企業と、真にイノベーション創出を志向する企業が混在する。そのため、税制優遇措置を講ずるにあたっては、理想的にはさらにきめ細やかな対象選択が必要となる。しかし、政府が事前にその情報を把握することは困難である。スタートアップ企業のうち、イノベーション創出を志向する企業であるかそうでない企業であるかを政府が観察できない場合の税制上の対応の仕方についてはIII-1で述べる。

II-2-2. 資金調達への制約

スタートアップ企業には過去の実績がなく、また、イノベーション創出のための事業は新規でありリスクが高いことから、スタートアップ企業と外部投資家との間には、事業の収益性や経営者の経営能力に関する情報の非対称性が存在する。そのため、スタートアップ企業は、事

22) See Nussim and Sorek (2017) at 79-80.

23) クリステンセン (2001)。

24) Igami (2017)。

25) Hurst and Pugsley (2011)。

26) Gale and Brown (2013)。

業の初期段階において、そのような情報の非対称性に起因する資金調達への制約に直面しやすい。Holtz-Eakin et al. (1994 a, b) は、起業家が相続により自己の財産を増加させ外部資金に頼る必要性が減じた場合には、起業への参入や個人事業の存続の割合が高くなったことを明らかにし、起業家が事業の初期段階において外部投資家からの資金調達の制約に直面していることを実証的に示している。

さらに、アメリカではスタートアップ企業が情報の非対称性を克服してベンチャーキャピタルから資金調達するための資金調達手法として清算時の残余財産優先分配権等が付与された転換可能優先株式が用いられ、（必ずしも租税政策として意図したところではないが）そのような資金調達手法が、起業家への付与時点における普通株式の評価額を低くし、労働所得を将来的に低率で課税されるキャピタルゲインへと転換することを許容するという形で課税上も優遇的に取り扱われている仕組みを分析した研究がある²⁷⁾。わが国でも優先株式の利用に関する課税上の取扱いについて研究が進んでいる²⁸⁾。

II-2-3. 資金制約と複雑な税制優遇措置との相性

スタートアップ企業の直面する資金制約と税制優遇措置との関係については、Morse and Allen (2016) が興味深い分析を提供する。すなわち、資金制約に服する上に成功確率が低いスタートアップ企業にとっては、利益が出て初めて恩恵を受けられる税制優遇措置を利用するか否かは、将来の確率の低い利益に対する税負担減少という利点と、資金制約の下で手元資金から支出しなければならないタックス・プランニングにかかる費用（この費用支出はそれ自体

成功の確率を低下させる点が重要である）とを比較考量して決定する。そのため、資金制約に直面しがちな設立当初の、まだベンチャーキャピタル等の外部投資家からの資金調達に成功する前の段階にあるスタートアップ企業は、利用のためのタックス・プランニングに多額の費用がかかるイノベーション促進税制（典型的にはパテントボックスと還付なしのR&D税額控除が念頭に置かれる）を利用せず、そのようなイノベーション促進税制は失敗に終わる、と主張する。

II-3. 既存税制の基本構造の参入・退出戦略への影響

II-3-1. 参入・退出戦略への影響

II-1, II-2では、市場の失敗に対処するためにイノベーション促進税制を用いることが正当化される場合を取り上げた。これに対し、II-3では、既存税制の基本構造として根付いている仕組みがイノベーション創出を制約あるいは促進している側面に光を当てる。既存税制の基本構造として取り上げるのは、累進税率構造、法人二重課税、実現主義に基づくキャピタルゲイン課税、である。これらの基本構造が、起業への参入・退出戦略に影響を及ぼし、場合によってはイノベーション促進税制として税制を用いることを正当化しうる。

多くの国の所得税は累進税率構造を採用しており、所得が大きくなるとより高い限界税率に服するのに加えて、損失・欠損に税還付を認めることは稀で、利益と損失が非対称的に取り扱われるのが通例である²⁹⁾。そのため、高いリスクを伴う起業を個人事業の形で行う場合、通常損失を負担しない被用者と比べ、起業家は成功すると相対的に重い課税（成功税（success

27) Gilson and Schizer (2003). *But see* Fried and Ganor (2006) (優先株主が企業支配権を握るとエージェンシーコストが生じるため、株式評価額の優遇という形の税制優遇で転換可能優先株式の利用へのインセンティブを与えることに反対)。

28) Shishido (2009); 渡辺 (2018)。

29) 累進税率構造の下で、欠損に適用すべき税率が租税政策上の問題であると指摘するものとして、Nussim and Tabbach (2014)。同論文の分析として、長戸 (2017) 299-307 頁。

taxes))に服し、成功税が起業のインセンティブを減じていると指摘されている³⁰⁾。スタートアップ事業から生じた損失を他の所得から控除するのであれば、損失が法人レベルにとどまってしまう法人課税を受ける組織体ではなく、パススルー課税が認められるLLCその他の組織体の利用が考えられるが、シリコンバレーのスタートアップ企業は設立当初あるいは遅くともベンチャーキャピタルから最初の出資を受ける時点までには法人課税を受けるようになることが一種の謎とされてきた³¹⁾。最近の研究で、Polsky (2019)は、スタートアップ企業へのベンチャーキャピタルやエンジェル投資家による重層的な投資構造の下では、組織体がパススルー課税の申告のために負担するForm K-1の発行費用は非常に高くなり、また、ほとんどのスタートアップ企業が失敗に終わるにもかかわらず、Form K-1の発行を期待することは難しいこと等、パススルー課税を受けるための納税協力費が極めて高いことや、パススルー課税による税務メリットである損失の利用価値についても、IPOの際には十分に価格に反映されない、あるいは、租税上の利益の価値が将来の収益の有無に依存するため割引率が高くなり低く評価される、といった形で、現実にはそれほど大きなメリットではなくなっていると分析して

いる³²⁾。そして、スタートアップ企業の多くが法人課税を受ける組織体を選択する結果、成功して利益が出れば法人二重課税により他の組織体に比べ相対的重課に服することになる。

また、実現主義に基づくキャピタルゲイン課税の存在も起業への参入・退出戦略（及び資金調達）に影響を及ぼしうる。キャピタルゲイン課税が損失控除制限や累進税率構造により成功税の性格を有する場合には参入を抑圧し³³⁾、また、キャピタルゲイン課税負担分によって（年金基金等の免税主体以外の）投資家からの資金調達コストが引き上げられる³⁴⁾。スタートアップ企業にとって、免税主体が多くを占めるベンチャーキャピタル以外にも、親族や身近なエンジェル投資家からの資金調達が起業の初期段階では極めて重要であるからこの点は無視できない。さらに、起業家が自らの事業ないし企業株式を売却して含み益を実現する際に生じるキャピタルゲイン課税が退出戦略に与える影響は特に注目し値する³⁵⁾。実現主義に基づくキャピタルゲイン課税は、ロックイン効果による経済的非効率性を生むが、起業家が自らの事業ないし企業株式を売却するか否かの判断におけるロックイン効果もたらす経済的非効率性は大きい。上場株式へのポートフォリオ投資家であれば、他にキャピタルゲインを相殺するキャピタ

30) See Gentry and Hubbard (2005). ただし、Gentry and Hubbard (2005)は、データの制約で個人事業主を起業家として取り扱っており、この分析には、多くの場合、法人課税を受ける組織体を用いるスタートアップ企業の創業者は含まれていない。See Fleischer (2011) at 93. また、起業家は、法人税率が個人所得税率よりも低い場合、法人課税を受ける組織体（とりわけ軽減税率が適用される中小企業形態）で事業を行うことで成功税を部分的に回避できる。しかし、スタートアップ企業の多くは創業当初からしばらくは欠損を計上するため、法人レベルで生じた欠損を（仮に存在すれば）個人レベルの他の所得と相殺するためには法人課税を受ける組織体を用いない方が有利となる。また、損失を他の所得と相殺できる限りにおいて、個人所得税率が高いこともリスク・テイキングを抑圧しないことになる。See Cullen and Gordon (2007). しかし、この分析枠組みは、現実にはスタートアップ企業の多くが法人課税を受ける組織体を用いる点を見落としておりと批判される。See Fleischer (2011) at 94-95.

31) Bankman (1994)（パススルー課税を受けられる組織体を用いるよりも弁護士費用等が安い、損失をパススルーする意味のない免税主体がベンチャーキャピタルの多くを構成する、節税よりも会計上の利益を多く見せたい不合理な投資家群の存在、ベンチャーキャピタル境界の経路依存性と移行コストの存在などの仮説を提示）。

32) See Polsky (2019).

33) Gentry (2016) at 344-45.

34) See *id.* at 348-51.

35) See *id.* at 345-46.

ルロスを有していることが多く、また、収益率が同じであれば個別の保有株式への関心は低いからロックイン効果はさほど大きくないと考えられる。これに対し、起業家は通常、分散投資をしておらずポートフォリオ調整によりキャピタルゲイン課税を相殺することは難しく、また、非上場企業は誰が支配株主であるかが企業運営上重要な意味を持つためである。

II-3-2. 労働所得のキャピタルゲインへの転換

起業家への課税が成功税の性格を有し起業を阻害しているとの分析がある一方で、Fleischer（2011）は、起業家の保有する株式への課税のあり方³⁶⁾が、実質的には通常所得として課税されるべき労働所得を低率で課税されるキャピタルゲインに転換するものとなっており、累進課税よりもむしろ所得に対して逆進的な課税になっていると批判し、それを起業家のもたらす正の外部性により正当化することもできないと主張する。すなわち³⁷⁾、起業家が法人を設立してベンチャーキャピタルから出資を受ける際、ベンチャーキャピタルから多額の金銭出資を受け、転換可能優先株式を引き受けさせる一方で、起業家自身は少額の金銭しか出資せず、実質的には労務提供により普通株式を引き受ける（いわゆるスウェット・エクイティ（sweat equity））のが通例である。これは、自身のために提供した労務への金銭報酬は低額にすることで実質的には帰属所得に課税されておらず、税引前所得でそのまま自分の企業の株式に投資できている点で、労務への対価を市場から受け取り税引後所得で株式投資をする一般の賃金労働者よりも有利に取り扱われていることを意味する。さらに、起業家は、引き受ける普通株式について、アメリカ国内歳入法典§ 83（b）の選択により、株式が権利確定（vest）されるまで課税を繰り延べるのではなく、付与時に時価評価して通常所得

としての課税を受けることを選択するのが通例であり、その時の評価額は実務上、株式のオプション価値を十分に反映しない極めて低廉なものとなるのが黙認されている。そして、実現主義の下では株式は譲渡されるまでは課税されないため課税繰延の利益を享受でき、さらに、株式を譲渡する際には低率のキャピタルゲイン課税を受ける、あるいは、死亡まで株式を譲渡せずに基準価格の公正市場価値への引上げ（step-up in basis）を待つことで課税を回避できる、というのである。

II-3-3. 起業家への課税の軽重の推計

Toder（2020）は、アメリカ連邦所得税における成功した起業家への実効税率を推計している。Toder（2020）のモデルでは、成功した起業家の実効税率を、株式のキャピタルゲイン課税と組織体が生み出した利益への課税を構成要素として推計する。株式キャピタルゲイン課税については、課税繰延の利益と低率での課税による優遇がある一方、法人二重課税に服するものとしており、本稿が既存税制の基本構造として取り上げた累進税率構造、法人二重課税、実現主義に基づくキャピタルゲイン課税のうち、後者2つをカバーするモデルとなっている。現実には多くの起業家が法人課税を受ける組織体を用いることからすると本稿の関心からも参考になる。また、損失控除制限に伴う成功税としての性格についてはモデル外で留意点を述べている。

株式キャピタルゲインへの実効税率は、キャピタルゲインへの法定税率を現行法の23.8%とした場合、リスク調整後の割引率と起業から退出までの年数を変数としていくつかの現実的な数値を代入した結果、8.4%から15.9%と推計している³⁸⁾。また、組織体が生み出した利益への課税は、法人実効税率（多国籍企業の場合、利益移転により実効税率が低くなる）、株式所

36) 前掲注27及びそれに対応する本文。

37) See Fleischer（2011）at 81-87.

38) Toder（2020）at 1224-25.

得への限界税率（株主が免税主体だと0になる）、負債比率等の種々の変数次第で、-10.3%から12.4%と推計している³⁹⁾。両者を統合した実効税率は、低い推計で-4.4%、中位の推計で11.8%、高い推計で30.9%としており、高い推計でも、個人所得税の最高税率37%を下回ると分析している⁴⁰⁾。参入戦略（他国からの移民による参入を含む）との関係では、アメリカにおける起業への誘因効果を有する可

能性がある一方、起業家が成功した場合に稼働できる所得の大きさに鑑みれば、税制は必ずしも起業への意思決定に大きな影響を与えるわけでもない指摘している⁴¹⁾。また、これらの実効税率の推計はあくまで成功した起業家についてのものであり、損失控除制限のために起業による期待利益への実効税率はより高くなるとも付言している⁴²⁾。

Ⅲ. イノベーション促進税制の設計

本章では、前章で正当化の余地があることを論じたイノベーション促進税制の具体的な設計のあり方を考察する。

Ⅲ-1. スタートアップ企業に特化した税制上の対処

まず前提として、市場の失敗のない世界では、利益と損失を統一的に取り扱い、かつ、起業家となるか被用者となるかで適用税率が等しくなる中立的な税制により効率的なイノベーション創出が行われるが、市場の失敗のある世界ではそうならない。Gordon and Sarada (2018) は、スタートアップ企業を念頭に、イノベーションの正の外部性とスタートアップ企業の資金調達への制約という市場の失敗が存在する場合にこれらにいかに関税上対処すべきかを検討する。彼らのモデルによれば、スタートアップ企業の中にも、真に起業家精神 (entrepreneurship) のある企業とそうでない企業があるが、外部から観察可能な情報の制約のため政府は両者を見分けられず、そのような条件下でいかにして前者のイノベーション創出活動を促進する税制を

設計するかを論じる。

第一の市場の失敗であるイノベーションの正の外部性に起因する過少供給について、Gordon and Sarada (2018) のモデルでは、起業家精神のないスタートアップ企業はリスクのない活動を行うのに対し、起業家精神のあるスタートアップ企業はリスクのあるイノベーション活動を行うと仮定される。そのため、前者は既存技術から安定的な収益を稼働するのにに対し、イノベーション創出のための初期投資を行う後者でのみ損失が生じると（彼ら自身も認めるようになり強い）仮定をする。そして、イノベーションの過少供給の問題を矯正するための税制上の支援を行う際には、安定した利益を稼働しやすい起業家精神のないスタートアップ企業ばかりが恩恵を受けてしまうスタートアップ企業の利益への適用税率引下げよりも、起業家精神のあるスタートアップ企業のみが被ると想定される損失についての課税上の取扱いを緩和すべきだとする⁴³⁾。その具体例としてスタートアップ企業に税還付を認めることや、課税上の欠損の売買に対して寛容になることを挙げる。

39) See *id.* at 1226-27.

40) See *id.* at 1227-28.

41) See *id.* at 1228.

42) See *id.* at 1228-29.

第二の市場の失敗であるスタートアップ企業の資金調達への制約に関する議論は、株式市場と負債市場とに分けられ、両者の直感的な説明は以下の通りである⁴⁴⁾。

ある経営者（リスク回避的だと仮定される）は、スタートアップ企業を経営する際、新技術開発のためのスタートアップ費用及び新技術開発に伴うリスクに付随する費用（リスク負担費用）を負担して真にイノベーションを創出する事業を行う（スタートアップ企業の経営者のうち、このような経営者が「起業家（entrepreneur）」と定義される）か、既存技術を用いて安定的な利益を上げるかの選択に直面する。そして、新技術開発による期待増加利益がスタートアップ費用とリスク負担費用の和を上回る場合に新技術開発を選択する。そして、スタートアップ企業が株式により資金調達する際には、外部投資家は経営者の経営能力（既存技術を用いた場合にも発揮できる能力でイノベーションの度合いとは別の変数）を直接観察できないため、経営者が売りに出す株式の割合がその者の経営能力のシグナルとなる。すなわち、売りに出す割合が高いほど、その経営者の経営能力は低いと受け取られる。そのため、経営者が、リスク分散可能な外部投資家への株式売却割合を増やすことでリスク負担費用を低減することが抑制されてしまう。このとき、新技術開発を行う起業家は、情報の非対称性がない場合に比べ、リスク負担費用を負う分、よりリスクの低い事業を選択することになる。するとより創造性の高い新技術を開発する経営者の数が減少する。これに対して、外部投資家や国にとっては、当該リスクは分散可能でありリスク負担費用はゼロにできるので、この状態では社会的なリスク配分が非効率となる。そこで、Gordon and Sarada (2018) は、一見直感に反するものの、スタートアップ企業の利益と損失に対して付加税を課すことを提案する。これにより、リスク中立的な政府が、リスク回避

的な経営者よりも割合的に多くのリスクを引き受けることにつながり、リスク配分が改善するという。その一方で、利益が出た場合の実効税率が増大することに伴い起業への新規参入が減少してしまうのを回避すべく、課税ベースを縮小して付加税を課す前と同一水準の実効税率を維持することを提案する。

負債市場の情報の非対称性への対応策は以下の通りである。今度は、起業家は税引後スタートアップ費用を自己の資産で賄えず、借入れをする必要があるが、スタートアップ企業と外部投資家との間の情報の非対称性のために経営者の自己資産の範囲内でしか借入れができず、リスク・テイキングが過小になると想定される。そこで、Gordon and Sarada (2018) は、税引後スタートアップ費用を低下させるべく、スタートアップ企業の被る損失の課税上の取扱いを緩和することを提案する。このような税制上の対応をした場合、資金調達への制約に直面しないスタートアップ企業に過大なリスク・テイキングの誘因が生じてしまうが、それに対しては、利益が出た場合の税率引上げを提案する。利益への適用税率引上げは、前述のように新規参入を阻害するが、この点は、株式市場の場合と同様、投資額に対する課税上の取扱いを緩めることを提案する。以上のようなトレードオフの落としどころとして、損失と利益に対称的に通常税率と同一の適用税率を用いることを示唆する。このような議論は、従来のリスク・テイキングに対する中立性確保という論理とは異なる論理で利益と損失の対称的取扱いを要求する点で注目に値する。すなわち、この論理によれば、情報の非対称性に直面しやすいスタートアップ企業に対してのみ利益と損失の対称的取扱いを認めるという選択肢を理論的に基礎づけられるのである。

以上の提案への留意点として、起業家精神のない企業でも損失の選択的実現などで損失を生

43) See Gordon and Sarada (2018) at 5-6. イノベーションがもたらす新製品による消費者への便益という市場の失敗についても同じ枠組みで論じている。

44) See *id.* at 4-9.

じさせることができるが、これに対しては、Gordon and Sarada (2018) は、人為的操作の余地の大きい金融資産の損失については損失の利用に制限を設けたり、アメリカ内国歳入法典 § 1244⁴⁵⁾ のように、中小企業の創業者の株式譲渡損についてのみ損失の取扱いを緩和したりすることを提案する⁴⁶⁾。また、イノベーション創出主体としてスタートアップ企業を念頭に議論しているが、既存成熟企業についてもイノベーション創出主体になることを否定する趣旨ではなく、既存成熟企業は資金調達への制約に直面しにくく、また、既存成熟企業は他の事業の利益と相殺するなどして課税上損失を十分に利用できたり、納税額があり R&D 租税誘因措置の恩恵を受けられたりしている⁴⁷⁾ ため議論の余地が少なく、損失の取扱いで制約を受けており、R&D 租税誘因措置の恩恵にも与えていないスタートアップ企業に焦点を当てたと説明する⁴⁸⁾。

Ⅲ－２．契約による租税属性の移転 (Tax Receivable Agreement)

欠損や R&D 租税誘因措置について税還付が認められていないことが、リスク・テイキングや投資決定への課税の中立性を確保する上でも、イノベーション促進税制を設計する上でも、制度的課題となっている。しかし、既存税制の下における所得算定の正確性や執行上の懸念から税還付を実施することには抵抗が伴ってきた。そこで代替案として考えられるのが租税属性の移転であるが、租税属性の移転に関しても、M&A を通じた租税属性の移転において典型的

なように租税法上制限が設けられることが多い⁴⁹⁾。

しかし、近年のアメリカにおける IPO 実務では、創業者やベンチャーキャピタルをはじめとする IPO 前の株主が IPO 後に上場した企業の有する租税属性から現に生じた租税上の利益相当額の大部分 (実務慣行では 85%) を上場した企業から事後的に受け取る旨を定める契約条項である租税売掛金合意 (Tax Receivable Agreement, TRA) 条項が普及してきている⁵⁰⁾。ここでは TRA の内容と TRA に対する賛否の議論を紹介することで租税属性の移転に関する視野を広げたい。

Ⅲ－２－１．Tax Receivable Agreement とは？

TRA は、1993 年に初めて現れ、2000 年代後半以降アメリカにおける IPO 実務で普及した過給 IPO (supercharged IPOs) といわれる IPO 局面における税務ストラクチャーに組み込まれる契約条項として脚光を浴びるようになった。過給 IPO では、上場前の企業が IPO をするにあたり、設立した別法人への企業資産や持分の譲渡を挟むことで資産の含み益を実現して資産の取得価額を引き上げたり、そのままでは償却控除できない自己創設のれんを譲渡を挟むことで償却控除可能にしたりして新たな租税属性を創出し、IPO の際の値付けを高めることが行われる。そして、新たに創出された租税属性に起因する租税上の利益の経済的価値を上場前の株主と上場した企業との間で分け合うための契約条項として TRA は用いられるようになった⁵¹⁾。過給 IPO 自体については、Up-C ス

45) この規定は出資額 100 万ドル以下の小規模会社の株式に係る損失について、損失控除制限のかかるキャピタルロスではなく、通常所得の損失として取り扱うことを認める。

46) See Gordon and Sarada (2018) at 9.

47) Shay et al.(2016) at 448-49 も R&D 租税誘因措置の恩恵を受けるのは大企業だとする。

48) See Gordon and Sarada (2018) at 9-10.

49) 租税属性移転に係る理論及び日米における租税属性の移転の制限ルールについて、長戸 (2017)。ヨーロッパにおける欠損金の移転に関する制限ルールの分類として、Bührle and Spengel (2020)。

50) Shobe (2018) at 891 によれば、TRA を用いる IPO の割合は、2005 年より前には 1% に満たなかったが、2017 年には 8% を超えた。

51) Paul and Sabbah (2013)。

トラクチャーをはじめとするアメリカ固有の IPO 実務や租税法上の仕組みが関係し⁵²⁾、わが国の IPO 局面における課税との直接的な関係性は薄い。また、TRA は Up-C ストラクチャーやその他の新たな租税属性を創出するための仕組みとは切り離して論じることができ⁵³⁾、現に新たな租税属性の創出を行わず、純粹に既存の租税属性の価値を移転するために TRA を用いる IPO も普及してきている⁵⁴⁾。よって、ここでは TRA に絞って紹介する。

Shobe (2018) は、TRA の発展を三世代に分けて整理する⁵⁵⁾。第一世代の TRA は、過給 IPO によって新たに創出された租税属性やその過程で生じる租税負担を上場前の株主と上場企業との間で適切に配分するために用いられる。2007 年に初めて現れた第二世代の TRA は、過給 IPO の際に新たに創出された租税属性に加え、資産の取得価額や繰越欠損金等の IPO 前の既存の租税属性の価値も上場前の株主と上場した企業とで分け合うために用いられるようになった。そして 2010 年に現れた第三世代の TRA は、過給 IPO ではない IPO においても用いられるようになり、繰越欠損金や資産の取得価額の租税上の利益の価値分が上場前の株主に支払われるようになった⁵⁶⁾。

新たな租税属性の創出がなくても TRA が用いられるようになった背景には、IPO の値付けの際に、上場する企業の租税属性の価値が十分に反映されておらず、上場前の株主がその価値を享受できていないとの認識が存在する。具体的には、IPO の際の値付けは、租税属性の価値

を反映しない EBITDA を用いて算定されることが多いという実務慣行が挙げられる⁵⁷⁾。仮に IPO の値付けに租税属性の価値が十分に反映されていれば、TRA により上場前の株主がさらなる支払いを受けることは二重取りとなる。TRA への評価はこの部分の事実認識とその評価に依存する⁵⁸⁾。Shobe (2018) は、IPO において租税属性の価値が十分に反映されていないとの正当化は、第一世代の複雑な過給 IPO の下では一定の説得力があるが、既存の租税属性の価値についても対象とされるに至った第二世代や第三世代の TRA では説得力が弱まるとする⁵⁹⁾。また、TRA は開示され投資家は十分にその内容を理解した上で株式を取得するか否かを決定すると TRA を擁護する立場は想定するが、M&A のように当事者間で十分な交渉が行われる私的相対取引と比して、IPO 局面における TRA は上場前の株主が内容を定め、新株主はそれに応じるか否かを決めるのみであり私的相対取引とは性質が異なるという。そして、Shobe (2018) は、租税上の利益が十分に反映されていないとの主張との関係で、潜在的な租税負担についても十分に反映されていないであろうにもかかわらず、TRA には事後的な租税負担の分担については含まれないのが通例であることは問題があると指摘する⁶⁰⁾。これに対し、TRA は事前に評価が困難な租税属性の価値について事後的に租税上の利益が出たタイミングでその額を確定するための合理的な契約条項であり、投資家にも開示されているので問題視するのはおかしいとの評価も有力である⁶¹⁾。

52) See generally Paul and Sabbah (2013); Fleischer and Staudt (2014); Shobe (2017); Polsky and Rosenzweig (2018).

53) See Polsky and Rosenzweig (2018) at 452-53.

54) Shobe (2018) at 892.

55) See *id.* at 902-12.

56) TRA に基づき支払われた所得の性質決定として、資産の取得価額については、譲渡代金の追加的支払い、繰越欠損金については、既存株主への分配であり、E & P や株式の取得価額に応じて、配当、資本の払戻し、キャピタルゲインとなるとされる。See Paul and Sabbah (2013).

57) *Id.* at 75.

58) See Shobe (2018) at 914.

59) See *id.* at 917.

60) See *id.* at 924.

TRA への評価は、終局的には IPO 局面であるがゆえに二重取りが生じているかや、投資家の合理性を実証によって決めるしかないが、立法政策として規制するかはともかく、少なくとも課税庁が異議を唱えてくることはないと考えられている⁶²⁾。本稿との関係では、このような契約による租税属性の移転が、M&Aのような私的相対取引ではない IPO 局面においてかなり普及してきている点が重要である。

Ⅲ-2-2. イノベーション促進税制との関係

TRA はイノベーション促進税制を設計する上で重要な含意を有する。仮に租税属性の価値が IPO 時に十分に反映されていないのであれば、TRA の利用により、欠損や R&D 租税誘因措置について税還付が認められていなくとも繰越が認められる限りは、IPO 後もスタートアップ企業創業者やベンチャーキャピタルにその租税上の価値を享受する途を開くことになり、起業の持つ成功税としての性格を緩和できるからである。古くは Amazon, Tesla, 近年では Uber, Lyft のように、膨大な金額の初期投資を行い、それを回収するに足る安定的な純利益を生み出すようになる前に IPO をするベンチャー企業の存在は十分に想定できるようになってきており、起業家や上場前の投資家が多額の初期投資に起因する欠損その他の租税属性の価値を上場後も長期にわたり享受できるよう

にしておくことは重要である。

Ⅲ-3. キャピタルゲイン課税の緩和・課税繰延

Ⅱ-3で述べたように、既存税制の基本構造となっている、累進税率構造、法人二重課税、実現主義に基づくキャピタルゲイン課税は、イノベーションを創出しようする起業への参入を阻害し、また、退出の際の判断を歪めるおそれがある。これらの歪みを部分的に緩和する機能を果たす税制上の措置として、スタートアップ企業の株式を譲渡した場合に生じるキャピタルゲインへの軽減が考えられる。法人二重課税について、既存税制は利益が出た場合は法人レベルと株主レベルの二段階で課税するのに対し、損失については法人レベルでとどまり、株主レベルでは投下資本の原資部分が控除できるのみである。よって、株式キャピタルゲインへの軽減は法人二重課税を部分的に解消し⁶³⁾、利益と損失の対称的取扱いを回復する手段だと評価する余地もある⁶⁴⁾。キャピタルゲインへの低率課税の他に、アメリカ内国歳入法典 § 1202 は、現在では保有期間 5 年以上であり、小規模事業（株式発行時に総資産 5000 万ドル以下）を営む C 法人から出資や労務提供により直接取得した株式を譲渡した際のキャピタルゲインを、一発行法人当たり 1000 万ドル又は譲渡した株式の調整基準価格の総計の 10 倍のいずれか大きい額の限度で非課税としている⁶⁵⁾。これにより、ス

61) Polsky and Rosenzweig (2018) at 454-55. TRA が開示されている以上は、投資家が合理的である限り募集や売出しに応じず引受価格が下がるだけで二重取りは生じないと考えられる。COVID-19 対応のための税制措置やバイデン政権への移行に伴う法人税の取扱いの不確実性の増大への対応策として TRA の利用が増加すると見通しもあり (Foster, 2020)、価格評価の不確実性を回避するための合理的な契約条項としての性格を強めているように見受けられる。

62) See Polsky and Rosenzweig (2018) at 453.

63) See Viard (2012) at 740-41 (§ 1202 は、株式による資金調達コストを下げる点で目的は正当化できるが、その対象を中小企業に限定していることに問題があるとする)。

64) See Gentry (2016) at 342-43, 354. なお、起業家が株式譲渡により退出し、上場した法人が法人税を実際に払うようになるのは退出後であるとしても、退出時の株式譲渡価格に退出後の法人税負担分が反映されるものと考えられる。See Toder (2017)。

65) § 1202 は 1993 年にキャピタルゲインの半額を非課税とする形で導入されたのち、金融危機対応などを機に拡大され、2015 年には、限度額内でキャピタルゲイン全額を非課税とする形で恒久化された。See Mort et al. (2019) ch. 15 § 3. なお、§ 1045 は、小規模事業法人の株式を他の小規模事業法人の株式と交換する場合に課税繰延を認める。

スタートアップ企業の資金調達への制約や、退出へのロックイン効果の緩和が期待できる。

しかしながら、§ 1202の具体的設計には批判もある。例えば、適用対象を、小規模事業を営むC法人の株式に限っている点⁶⁶⁾や、小規模事業か否かの判定方法として株式発行時の法人の総資産を基準としている点⁶⁷⁾が問題視されている。

また、退出戦略としてIPOではなく、上場企業へのM&Aによる売却を選択し、M&Aの手法として株式の交換（Stock-for-stock exchange）を用いることで、所定の要件を満たせばアメリカ国内歳入法典上B型組織再編成⁶⁸⁾となり、起業家は手放すスタートアップ企業株式へのキャピタルゲイン課税を（実現主義の下で既に課税繰延の利益を得られることに加え）さらに繰り延べることができるため、Fleischer（2011）は、キャピタルゲイン課税によるロックイン効果はそれほど大きくないと反論する⁶⁹⁾。

しかし、Gentry（2016）は労働所得のキャピタルゲインへの転換による課税負担の軽減への批判は、仮にスウェット・エクイティに関する労働所得分を金銭として受け取り課税されていた場合に、法人レベルでの追加的費用控除があり、起業家が当初の投資水準を維持するために税引後賃金分の金銭を企業に再出資するという仮定の下では妥当しない場合があると反論する⁷⁰⁾。例えば、スウェット・エクイティに対して追加的に100の賃金を支払った時、起業家には $100 \times$ 賃金所得税率 t_w の追加課税があり、 $100(1-t_w)$ を手にするが、法人レベルでは $100 \times$ 法人税率 t_b の控除があり、法人が事業活動に回せる資金は $100(1-t_b)$ 減少する。そこ

で起業家は、 $100(1-t_b)$ を追加出資するが、そのとき、起業家の株式の取得価額は $100(1-t_b)$ 増加し、将来法人の株式を譲渡したときのキャピタルゲインを圧縮し、キャピタルゲイン課税を $100(1-t_b) \times$ キャピタルゲイン税率 t_c だけ減少させる。したがって、法人レベルと起業家レベルを全体としてみた場合、税負担増加分 $100t_w$ の現在価値を、税負担減少分 $100t_b$ の現在価値と $100(1-t_b)t_c$ の現在価値の総計が上回る場合には、むしろ労働所得をキャピタルゲインに転換した場合の方が、税負担が重かったことになる。例えば、簡略化のために、すべて同一時点で行われるとし、2017年改正前を念頭に、 $t_w=35\%$ 、 $t_b=35\%$ 、 $t_c=15\%$ とすると、 $35 < 35 + 9.75$ となる。また、2017年改正後を念頭に置いた場合でも、 $t_w=32\%$ 、 $t_b=21\%$ 、 $t_c=15\%$ のときには、 $32 < 21 + 11.85$ となり、常に労働所得をキャピタルゲインに転換した方が有利となるわけではない。もちろん、この計算は、法人レベルでの費用控除の租税上の利益を享受するに足る課税所得があることを前提としているため、現実には所得転換をした方が有利になる場合の余地が広まろうが、それは本来的には利益と損失の非対称的取扱いという別の問題だという⁷¹⁾。

66) Viard（2012）at 741（大企業も経済成長を後押しすると指摘）。

67) See Viswanathan（2020）at 31-32（法人課税を受ける組織体を用いることが多いシリコンバレーのテクノロジー系のスタートアップ企業に投資する、もともと裕福なベンチャーキャピタリストや株式報酬を受けとるテクノロジー企業の従業員ばかりを利することになっていることを問題視）。

68) I.R.C. § 368（a）（1）（B）。

69) Fleischer（2011）at 98-99。

70) See Gentry（2016）at 337-40。

71) See *id* at 341。

Ⅳ. わが国のイノベーション促進税制の評価

本章では、前章で俯瞰したイノベーション促進税制の設計上の考慮事項を参考に、わが国のイノベーション促進税制の具体的評価を行う。

Ⅳ-1. 正の外部性

Ⅳ-1-1. 課税の中立性の確保

イノベーションの正の外部性への税制上の対応の前に、そもそもリスク・テイキングや投資決定に対する課税の中立性が確保できているかを確認する。

まず、リスク・テイキングへの中立性について、個人所得税が累進税率構造（所税 89 条）を採用しているため個人レベルでの一律税率での課税は望むべくもないが、さらに、個人レベルでも法人レベルでも、事業上生じた欠損に対する即時の税還付は認めておらず、期限付きでの欠損金の繰越控除（所税 70 条 1 項〔3 年〕・法税 57 条 1 項〔10 年〕）を基本とし、個人事業主や資本金の額が 1 億円以下の中小法人等に対して繰戻還付を認めている（所税 140 条、法税 80 条、法税 144 条の 13、措法 66 条の 12 第 1 号）。法人税における繰越控除については、各事業年度の所得の 50% までしか控除できないのが原則だが⁷²⁾、中小法人等にはその制限がかからない（法税 57 条 11 項 1 号）。また、急速に成長したスタートアップ企業を念頭に、設立から 7 事業年度（ただし上場した場合は上場した日の属する事業年度の直前の事業年度までに限る。）は、資本金の額にかかわらず 50% の

控除制限はかからない（法税 57 条 11 項 3 号）という部分的手当てがされている。なお、コロナ禍への対応のため令和 2 年 2 月 1 日から令和 4 年 1 月 31 日までに終了する各事業年度において生じた欠損金額については、資本金の額が 1 億円超 10 億円以下の法人についても繰戻還付の停止措置が不適用となった⁷³⁾。この立法前に既に行われていたリスク・テイキングへの影響はなく急激な売上減少に対しキャッシュフロー提供の効果があるのみだが、立法後のリスク・テイキングに対しては中立性を確保する方向での対処である。

このように、基本的には欠損に税還付を認めず恩恵を受けるには欠損を控除できる課税所得がなければならないため、初期段階では安定的に収益を上げるのが難しいスタートアップ企業が利用できる可能性は低く、リスク・テイキングを阻害しているおそれがある⁷⁴⁾。また、繰越可能期間は法人税でも 10 年間であり、IPO 後も安定的な純利益を上げるまでに更なる時間を要する新興企業が観察されるようになっていることに鑑みると⁷⁵⁾、上場を契機に繰越控除可能額に制限がかかることに合理性はなく、また、そもそもの繰越可能期間が短すぎると評価できる。例えば、アメリカの他に、イギリス・ドイツ・フランス・イタリア・スペインといった国々では、今では基本的に欠損金額の繰越可能期間の制限はない⁷⁶⁾。繰越可能期間が 10 年間に限られる原因として、会社法上の帳簿保存義務が

72) 令和 3 年度税制改正では、産業競争力強化法上の事業適応計画（仮称）の認定を受けた場合に控除制限が緩和される予定である。

73) 新型コロナウイルス感染症等の影響に対応するための国税関係法律の臨時特例に関する法律 7 条。

74) II-1-1 (1)。

75) 東証マザーズでは上場のための形式基準に利益基準が定められておらず、赤字上場が行われることがある（トーマツ IPO 支援室（2017）56-57 頁）。例えば、2018 年 6 月に東証マザーズに上場したメルカリは、2013 年創業だが上場後の 2 事業年度も赤字を計上しており（<https://about.mercari.com/ir/library/pl/>）、毎年控除制限も相まって創業初期の繰越欠損金は期限切れとなる可能性があろう。

10年しかない（会社法432条2項）ことと、税務訴訟における立証責任を基本的に国が負うこととの関係で10年を超える繰越欠損金額の追跡は困難だと判断されたという事情がある⁷⁷⁾。しかし、租税法上独自に、10年を超える場合には、納税者が現在と同水準の証憑を添付し、立証責任も負うという条件をつけて繰越控除を認めるという方策は検討に値する⁷⁸⁾。

投資決定への中立性に関しては⁷⁹⁾、所得課税を基本とする以上、有形資産への投資がある程度抑圧されるのはやむを得ないが、無形資産への投資については、研究開発費等は即時償却される（税法22条3項・4項）上に利子控除に特段の制限はないので、（還付はないものの）利益の出ている企業については中立性の確保を超えて促進されている。有形資産についても、中小企業に対しては各種の特別償却や税額控除が認められている。具体的には、中小企業の少額減価償却資産への投資については即時償却が認められる（措法28条の2、措法67条の5）。また、中小企業経営強化税制は、経営力の向上につながる生産性の向上を促進するため、中小企業経営強化法の認定を受けた経営力向上計画に基づき一定の設備や政策等をした場合に、即時償却又は取得価額の10%（資本金3000万円超1億円以下の法人は7%）の税額控除を認めている（措法10条の5の3、措法42条の12の4、措法68条の15の5）。さらに、中小企業投資促進税制は、一定の機械装置等の対象設備を取得や製作等した場合に、取得価額の30%の特別償却又は取得価額の7%の税額控除を認めている（措法10条の3、措法42条の6、措法68条の11）。これらの各種投資促進税制に

は負債利子控除の制限がなく十分な利益がある中小企業には中立性の確保を超えて税制優遇を与えている可能性があるが、いずれも税還付は行っておらず、利益や納税額が生じていないスタートアップ企業は利用できない上、繰越は1年に限られる。また、これらの各種投資促進税制の適用対象者は、資本金の額が1億円以下であるか否かにより区分したところの中小企業を主としており、政策目的としてもスタートアップ企業のイノベーション促進に特化したものではなく、経営基盤が脆弱な中小企業への優遇税制としての性格が濃い⁸⁰⁾。

Ⅳ－1－2. 正の外部性の内部化のための税制優遇措置

わが国で、イノベーションのもたらす正の外部性を内部化するための税制優遇措置としての機能を果たしうる制度に、研究開発税制がある。

わが国では、昭和42年に増加型の研究開発税制が導入されたが、平成15年度税制改正において、研究開発費の伸びが停滞してきたことを受け、総額型との併用性となった。同年度の税制改正では、デフレ経済の克服が意識され、法人税率の引下げを見送り、研究開発や設備投資への減税に重点を置くという選択をしたという背景があった⁸¹⁾。平成26年には、政府税制調査会が、研究開発税制は最大の政策税制であり、法人税率の引下げに対応して大幅に縮減すべきであり研究開発投資の増加インセンティブとなるような仕組みに転換していくべきだと提言した⁸²⁾。平成29年3月末をもって増加型の研究開発税制は廃止され、総額型への一本化が図られており、増加型の性格は、総額型の制度

76) アメリカでは2017年改正により繰越欠損金の毎年の控除額には単年度所得の80%までと制限が設けられたが、繰越期間制限はなくなった（I.R.C. § 172）。ヨーロッパについては、Asen（2020）。2015年7月1日時点のものであるが、Hanappi（2018）at 16によれば、調査対象国34か国中18か国が無期限での繰越を認める。

77) 藤田（2015）89頁。

78) 政府税制調査会（2014）5頁。

79) II－1－1（2）。

80) 佐藤（2017）53頁。

81) 政府税制調査会（2002）6-7頁；大武（2003）5-7頁。今井（2002）40頁も参照。

82) 政府税制調査会（2014）4頁。

の下で税額控除率の決定においてのみ加味されるようになった。令和2年現在では⁸³⁾、研究開発税制による税額控除額は、増減試験研究費割合に応じて試験研究費の額の6-10%（時限で最大14%まで引上げ）とされており、適用事業年度の調整前法人税額の25%が控除限度額とされている（措法42条の4第1項）。ただし、資本金の額が1億円以下であるかにより判定される「中小企業者」（措法42条の4第8項第7号、同施行令27条の4第12項）については、適用事業年度前3年の事業年度における平均年間所得の額が15億円を超える「適用除外事業者」（措法42条の4第8項第8号）に該当しない限り、中小企業技術基盤強化税制（措法42条の4第4項）の適用があり、税額控除額が、試験研究費の額の12%（時限で最大17%まで引上げ）へと引き上げられている。税還付や繰越は認められていない。また、売上高研究費割合が10%超（中小企業者の場合は増減試験研究費割合が8%超）の場合は、控除限度額に法人税額の10%分が上乘せされる時限措置がある。平成29年度税制改正では、IoT、ビッグデータ、AI等を活用した「第4次産業革命」型の新たなサービス開発を促進する観点から、製造業の試験研究に加え、新たにIT等を活用したサービス開発のための試験研究も対象に加えられた⁸⁴⁾。しかし、そもそもの試験研究費の内容に、既存製品や既存技術の改良のための費用も含んでしまっており、正の外部性を有するイノベーション創出のための税制優遇措置としてはうまく機能していない可能性が指摘されてい

る⁸⁵⁾。

さらに、研究開発税制では、設立間もないスタートアップ企業について特別の取扱いを定めている。スタートアップ企業は設立から8事業年度目に突入したり、上場したりすることによって前述の欠損金額の繰越控除の控除制限を受けるようになり（法税57条11項3号の適用がなくなる）、累積した欠損金額があるにもかかわらず納税額が生じるようになる。そのことへの対応として、令和元年度税制改正により、研究開発税制の設計上、設立後10年以内のスタートアップ企業を対象に、試験研究費を支出した場合には実質的に欠損金額の控除限度額が2割増しとなるよう、税額控除額の上限が調整前法人税額の25%から40%へと引き上げられた（措法42条の4第2項⁸⁶⁾）。試験研究費の支出と紐づけながら実質的に欠損金額の控除制限を緩和しようとする取扱いであり一定の評価に値するものの、リスク・テイキングへの中立性確保という観点からは異質のものとして理解できる上、制度を過度に複雑化する側面があることは否めない。また、税還付や繰越が認められないため、スタートアップ企業をはじめとする中小企業による利用は進んでいない⁸⁷⁾。OECD（2020）によれば、わが国では、欠損を生じている企業の取扱いについて1-B-indexが0近傍から負となっており、これは調査対象となった47の国・地域の中でほぼ最下位である⁸⁸⁾。スタートアップ企業が欠損を生じやすいことに鑑みると改善の余地がある。

ここ数年来、イノベーション創出手法として

83) 令和3年度税制改正では、研究開発税制の見直しが予定されているがここでは取り扱わない。

84) 財務省（2017）389頁。

85) 神山（2018）10-11頁。このような批判が妥当する余地がある一方で、研究開発税制自体が、イノベーションのもつ正の外部性の内部化に限られない政策目標（例：生産性向上・企業のデジタルトランスフォーメーションの推進）を包含しうる。本稿では、イノベーションの有する正の外部性の内部化に焦点を絞って検討する。

86) 財務省（2019）333-34頁。

87) 中小企業による研究開発税制（中小企業技術基盤強化税制）の利用実態をめぐる調査によれば、研究開発税制を利用したことがない理由として、制度自体の存在を知らない場合と並んで赤字が生じており税額控除を利用できないという理由が占める割合が多かった（20-30%）（三菱UFJリサーチコンサルティング（2020）18-28頁）。

88) See OECD（2020）at 13-14.1 - B-indexについては、神山（2018）19頁。

着目されているのが、いわゆるオープンイノベーションである⁸⁹⁾。オープンイノベーションとは、企業が研究開発を自前のみにより行うのではなく、国の試験研究機関や大学・他の民間企業と共同で行うことによりイノベーションを創出することである。平成26年の政府税制調査会による研究開発税制の見直しの提言後も、平成27年度税制改正では、日本の成長戦略⁹⁰⁾との関係でオープンイノベーション型の研究開発税制が拡充されることとなった⁹¹⁾。令和2年現在では、特別試験研究費の額に関する税額控除制度として、国の試験研究機関、大学その他の者と共同して行う試験研究や、これらの者への委託研究等の特別試験研究費の額（措法42条の4第8項10号）について、調整前法人税額の10%を上限として類型に応じ20-30%を税額控除できる（措法42条の4第7項⁹²⁾。特別試験研究費の範囲について、平成25年度税制改正では、オープンイノベーション推進の観点から、国の試験研究機関や大学との共同研究に係る費用に加え、民間企業同士の共同研究に係る費用も追加されたが、民間企業への委託研究については単なる業務・事務の外注費費用との区別が難しく対象に含まれていなかった。しかし、令和元年度税制改正では、オープンイノベーション促進がさらに推し進められ、民間委託研究についても客観的に区分した上で特別試験研究費の対象に追加され⁹³⁾、また、民間との共同研究及び委託研究であって革新的なものに係る特別試験研究費の税額控除割合が20%から25%へと、税額控除額の上限も調整前法人税額

の5%から10%へと引き上げられた⁹⁴⁾。さらに、研究開発税制の枠外であるが、令和2年度税制改正では、オープンイノベーション促進税制として、産競法上の「新事業開拓事業者」と共同して特定事業活動を行う法人が、令和2年4月1日から令和4年3月31日までの間に特別新事業開拓事業者たるベンチャー企業の株式を出資により取得した場合には、取得した株式を取得した事業年度終了の日まで保有している場合に、取得価額の25%を損金算入することを認めた（措法66条の13）。これは、わが国企業がベンチャー企業との協働によるオープンイノベーションを行うことを後押しするために、極めて異例であるが、所得控除を認める取扱い⁹⁵⁾と説明されている。

Ⅳ-1-3. 評価

上記の欠損金額の取扱いや中小企業向け各種投資促進税制、研究開発税制は、いずれも税還付を認めていない上、繰越を認めるものについてもその期間は限定的である。OECD（2020）からは、政府による研究開発支援に占める税制の割合が高くその受益者が利益の出ている企業に大きく偏っている点がわが国の顕著な特徴であることがうかがえる⁹⁶⁾。OECD（2020）ではR&D租税誘因措置について中小企業にのみ還付を認める国（オーストラリア、カナダ、フランス）や企業規模を問わずに還付を認める国（オーストリア、ベルギー、デンマーク、ドイツ、アイスランド、アイルランド、ニュージーランド、ノルウェー、スペイン、イギリス）が

89) 既に平成21年度の経産省の税制改正要望においてオープンイノベーションの考え方が示されており、将来的な拡充が期待されていた（参照、柳瀬（2008）19頁（「オープンイノベーションの促進のための研究開発関連税制と書いてありますが、これは地味に見えますけれど、ものすごくうまくいくと大化けする税制かなと思っています」））。

90) 「日本再興戦略」改訂2014（平成26年6月24日閣議決定）。

91) 財務省（2015）403頁。

92) 重複適用を防ぐため上記の総額型の研究開発税制、中小企業技術基盤強化税制の適用を受ける際の計算の基礎となった特別試験研究費の額は対象となる特別試験研究費の額から除かれる。

93) 財務省（2019）338頁。

94) 財務省（2019）351-52頁。

95) 財務省（2020）434-35頁。

96) OECD（2020）at 13, 31.

紹介されており、また、還付は認めなくとも、欠損を生じている企業でも支払う給与税（payroll tax）や社会保険料からの税額控除を認める選択肢の重要性も指摘されており参考になる⁹⁷⁾。

税還付や繰越が認められない場合には、租税属性の移転を模索することになるだろうが、わが国の立法及び司法は、連結納税制度やグループ通算制度を除き、法人格を跨いだ租税属性の移転に制約を課している。欠損金額については、株式取得を通じた欠損金利用価値の移転への制約（法税 57 条の 2）があり、適格合併のための個別の要件を満たした場合でも、欠損金額の引継が組織再編成に係る行為計算否認規定（法税 132 条の 2）により否認されるリスクがある⁹⁸⁾。なお、事業再生局面では、期限切れ欠損金を利用でき、また、欠損金利用価値の移転にも寛容だが⁹⁹⁾、期限切れ欠損金は、債務消滅益や役員等からの贈与・資産の評価益の限度で利用できるとどまり、株式による資金調達主流であるスタートアップ企業との関連性は薄い。

以上より、わが国のイノベーション促進税制は、安定した事業ポートフォリオがある成熟企業には一定の恩恵をもたらす一方、イノベーション創出主体として期待されるスタートアップ企業には効果的なものではないと評価できる¹⁰⁰⁾。また、制度自体が複雑で専門家の助言を要するであろうものであり、制度利用のため

のコストが高いと推測でき¹⁰¹⁾、資金的・時間的資源に制約のあるスタートアップ企業の利用を妨げている可能性がある¹⁰²⁾。少なくとも、イノベーション創出のために欠損を生じやすいスタートアップ企業については対処の余地がある。税還付が認められない点を、IPO を行うスタートアップ企業では TRA によって改善できないかは後述する¹⁰³⁾。

IV-2. スタートアップ企業の資金調達への制約

IV-2-1. エンジェル税制の概要

わが国には、スタートアップ企業の資金調達への制約を緩和するための税制としてエンジェル税制がある。現在のエンジェル税制では、設立 5 年未満で一定の要件を満たした中小企業に対し金銭の払込により出資をした個人投資家が、投資額から 2000 円を控除した部分（限度額は総所得金額×40%と 800 万円のいずれか低い方）を、総所得金額から控除することを認める措置（優遇措置 A、措法 41 条の 19）と、設立 10 年未満で一定の要件を満たした中小企業に対し出資した個人投資家が、対象企業への投資額全額をその年の一般株式等及び上場株式等に係る譲渡益から控除することを認める措置（優遇措置 B、措法 37 条の 13）のいずれかを選択できる¹⁰⁴⁾。これらの措置は、株式の取得価額の控除を早める点で、投資家側から見た場合、加速度減価償却に類する効果を有する。

97) *Id.* at 17-18.

98) 最判平成 28 年 2 月 29 日民集 70 卷 2 号 242 頁〔ヤフー事件〕及び最判平成 28 年 2 月 29 日民集 70 卷 2 号 470 頁〔IDCF 事件〕は、外部から取得したグループ内子会社の期限切れの迫った欠損金額をグループ内の他の会社の所得と相殺し、それでも控除しきれない欠損金額を資産調整勘定に転換して期間制限を免れるために組織再編成を行った事案において否認が認められた。東京高判令和元年 12 月 11 日訟月 66 卷 5 号 593 頁〔TPR 事件〕では、100%親子会社間での適格合併であっても、被合併企業の事業の継続がないことを理由に欠損金額の引継が否定された。

99) 長戸 (2017) 69-70 頁。

100) OECD (2020) at 22-23 (R&D 租税誘因措置の便益が中小企業により享受されている割合が 7%と調査対象国中最も低い。)

101) 中小企業による研究開発税制（中小企業技術基盤強化税制）の利用実態をめぐる調査によれば、研究開発税制を利用したことがない理由として、税制を活用するにあたって手間がかかるという理由が占める割合が 3 番目に高かった (15-20%) (三菱 UFJ リサーチコンサルティング (2020) 18-28 頁)。

102) II-2-3.

103) IV-3-1.

さらに、投資対象のスタートアップ企業が未上場のままその株式価値が失われたことで生じた損失を株式の譲渡損（投資時に優遇措置A又はBの利用により控除した額分は取得価額から減額する）とみなして、その年の一般株式等及び上場株式等に係る譲渡益と通算でき、通算しきれなかった部分は3年間繰り越せる（措法37条の13の2）。これは、個人の株式への投資元本にかかる損失の控除が厳しく制限されている¹⁰⁵⁾のに対し、スタートアップ企業への投資については損失と利益の対称的取扱いを部分的に回復するための措置と理解できる。

Ⅳ-2-2. エンジェル税制の沿革

現行のエンジェル税制を評価するには、その沿革を、株式譲渡損益の一般的な課税ルールの変遷と併せて追うことが有益である。そこからは、投資の終了・退出段階における税制優遇から、投資段階における税制優遇へと変化してきたことが看取できる。

まず、投資の終了段階について。昭和28年以來の株式譲渡損益の原則非課税制度と有価証券取引税の賦課が改められ、平成元年4月から株式譲渡損益が原則として課税されることとなった。しかし、国・地方合わせ26%の申告分離制度と、譲渡価格の5%をみなし譲渡益としたうえでの国税のみ20%での源泉分離課税

のいずれかを選択できる制度（源泉分離選択課税制度）の下では、株式投資について損失が出た場合の控除の余地は限られ、特にベンチャー企業投資に個人投資家の資金が流れてこないことが指摘されていた。その一方で、株式譲渡益への課税は源泉分離選択課税制度の下で優遇されていたから、通商産業省は、株式譲渡益への分離課税制度を維持し総合累進課税に移行することは回避できるよう¹⁰⁶⁾、創業5年以内のスタートアップ企業への株式投資額について20%の税額控除を認めることを要望していた¹⁰⁷⁾。これに対し、平成9年度税制改正では、上場株式に先立ち、設立5年以内¹⁰⁸⁾のベンチャー企業への株式投資について上場前に株式が価値を失った場合には譲渡損が発生したものとみなし他の株式譲渡益と通算すること及び譲渡損を3年間繰り越すことを認める制度が導入され個人投資家のベンチャー企業への資金供給が企図された¹⁰⁹⁾。平成25年度税制改正で、上場株式等と一般株式等とで譲渡所得の分離課税制度が改組され、原則として非上場株式の譲渡損は上場株式の譲渡益と通算できなくなった際も、エンジェル税制における譲渡損については例外的に通算が認められるよう手当された¹¹⁰⁾。

次に、退出段階について。株式譲渡損益原則非課税制度の下でも、昭和36年度税制改正では事業譲渡類似株式譲渡への課税の導入¹¹¹⁾、

104) エンジェル税制の対象となる「特定中小会社」（措法37条の13）や「特定新規中小会社」（措法41条の19）は、中小企業等経営強化法に規定する「特定新規中小企業者」に該当する株式会社やそれ以外の各条各号に列挙された株式会社であり、「特定新規中小企業者」は経済産業省令で定める諸要件（試験研究費支出要件や外部資本導入要件がある。）を充足したことについて都道府県の確認を受ける必要がある。ただし、経産省の認定を受けたベンチャーキャピタルやクラウドファンディング業者によるプロの目利きを受けたと考えられるものについては、上記諸要件が免除され、都道府県の確認が不要となっている（財務省（2020）210-17頁）。

105) 倒産局面にある会社の株式譲渡損の計上を否定した裁判例として、東京高判平成18年12月27日訟月54巻3号760頁；東京高判平成27年10月14日税資265号順号12739。

106) 金融所得一体化課税の潮流の下で、分離課税制度における損失の利用制限について検討するものとして、吉村（2007）。

107) 望月（1996）23頁。そのため、源泉分離選択課税の廃止が決まってからは、エンジェル税制において株式の損失を他の所得と通算できるようにすることを要望するようになった（佐藤（1999）45-46頁参照）。

108) 平成12年度税制改正で設立10年以内へと対象が拡大された。

109) 大蔵省（1997）74-75頁。

110) エンジェル投資家は上場株式等も所有していると考えられること、ベンチャー企業にこれまでと同様のインセンティブ措置を維持する必要があると考えられることから通算が認められた（財務省（2013）138-39頁）。

さらに、昭和46年度税制改正では株式公開による株式譲渡の事業譲渡類似株式譲渡への追加¹¹²⁾があったため、創業者利益については総合課税による株式譲渡益課税が行われていた。そして平成元年4月の株式譲渡損益原則課税制度への移行後も、創業者利益については源泉分離課税を選択できず、上場等の日において所有期間が3年を超える場合には譲渡益の2分の1に対して国・地方合わせ26%での申告分離課税とされた(創業者利益の特例)¹¹³⁾。このように、創業者利益については既に特別の取扱いがあったものの、平成12年度税制改正では、さらに設立5年ないし10年以内の特定中小会社の株式を上場等の日以後1年以内(平成15年度税制改正で3年以内へと拡大)に譲渡した場合には、譲渡益の金額を2分の1(創業者利益の特例との重複適用により4分の1)とすることとされた(特定中小会社の株式の譲渡益に対する課税の特例)¹¹⁴⁾。

しかし、これらは投資の終了・退出段階における措置であったためかその利用が大きく進むことはなく、平成15年度税制改正では、投資段階での税制優遇措置として優遇措置Bが導入された¹¹⁵⁾。他方で、上場株式の譲渡については国・地方合わせ10%での優遇税率での課税が行われるようになったことに合わせ、創業者利益の特例の適用は停止され、平成17年度税制改正で廃止された¹¹⁶⁾。続いて、平成20年度税制改正では株式譲渡益のない個人投資家も利用できるようにとの改正要望¹¹⁷⁾もあり、優

遇措置Aが導入され、その見合いで特定中小会社の株式の譲渡益に対する課税の特例は廃止された¹¹⁸⁾。令和2年度税制改正では、前述のように法人によるベンチャー投資についてオープンイノベーション促進税制が導入されており¹¹⁹⁾、スタートアップ企業の資金調達への制約が大幅に緩和されることが期待される。

Ⅳ-2-3. 評価

このように、わが国のエンジェル税制は、投資の終了・退出段階における措置から、投資段階における措置へと変貌を遂げてきた。かかる変化は、Hemel and Ouellette (2013)の分析枠組み¹²⁰⁾に倣えば、ベンチャー投資の成否が判明した後に支援が与えられる事後のものから、判明する前に与えられる事前のものへと変化したとみうる。アメリカと異なり¹²¹⁾、ベンチャー投資への資金流入額が絶対的に少なかった(今も相対的に少ない¹²²⁾)わが国において、ベンチャー投資のほとんどが失敗する中、スタートアップ企業の資金調達への制約に直接的に対処するという観点から合理的なものと評価できる。

しかしながら、今もなおエンジェル税制の認知度及びその利用は活発でない。創業10年未満で2期連続売上高成長率15%以上の未上場の中小・ベンチャー企業を対象に行ったアンケート調査では、エンジェル税制を認知していた企業が23.3%にとどまり、認知している企業のうち、44.7%は、創業資金の調達を終えた後

111) 塩崎 (1961) 155 頁。

112) 坂本 (1971) 12-13 頁。

113) 石 (1993) 168-69 頁。

114) 大蔵省 (2000) 49 頁。

115) 財務省 (2003) 185 頁。経済産業省は、引き続き投資段階での20%の税額控除を要望していた(今井 (2002) 42 頁)。

116) 財務省 (2005) 91 頁。

117) 柳瀬 (2007) 21 頁 (投資額の20%の税額控除を要望)。

118) 財務省 (2008) 231 頁。

119) 前掲注95及びそれに対応する本文。

120) II-1-2 (2)。

121) III-3。

122) ベンチャー白書 (2020) I-36 頁。

に知ったと回答している¹²³⁾。また、エンジェル税制を利用しなかった理由としては、適用要件を満たすかわからなかった、手続を相談できる専門家がいなかった、申請書類等手続が煩雑だったという理由がそれぞれ17、15、7%となっている¹²⁴⁾。現行のエンジェル税制に至るまでの経緯のため、複数の措置が並列する過度に複雑な仕組みとなっており、また、原則として都道府県の確認を要するため¹²⁵⁾、ここでも資金的・時間的資源に制約のあるスタートアップ企業の利用にふさわしくない仕組みになっている可能性がある¹²⁶⁾。

また、現時点では新株予約権を引き受ける形での資金調達やエンジェル税制やオープンイノベーション促進税制の適用対象外だが¹²⁷⁾、スタートアップ企業の資金調達手法の多様化への対応として柔軟に適用対象を更新していくことも考えられよう。

Ⅳ-3. 参入・退出戦略への影響

Ⅳ-3-1. 参入戦略への影響

起業の成功確率が極めて低いことに鑑みると、かつての創業者利益の特例や特定中小会社の株式の譲渡益に対する課税の特例のような退出段階における税制優遇措置¹²⁸⁾が起業への参入を促進する効果に過度な期待はできない¹²⁹⁾。むしろ、起業に伴うリスクや研究開発投資をどのように課税上取り扱うかに配慮することで参入の間口を広げることを考えるべきである。

個人事業として起業した場合は、所得税の累

進税率構造（所税89条）が成功税としての性格を有しうる。しかし、わが国のスタートアップ企業の多くは、パススルー課税制度の未整備¹³⁰⁾という事情も相まって法人形態をとるであろう。また、仮にパススルー課税制度を整備したとしても、アメリカのように、スタートアップ企業に使い勝手のいいものとはならない可能性がある¹³¹⁾。そうすると、起業家の参入を阻害しないためには法人レベルで生じた欠損をはじめとする租税属性を将来的に起業家が利用できることを確保していく必要がある。特に、わが国では欠損金額の繰越可能期間が10年と短く、スタートアップ企業であっても、上場すれば毎年の繰越控除制限にかかり、研究開発税制における優遇措置は部分的なものにとどまる¹³²⁾。またIPOの値付けの際に租税属性の価値が十分に反映されていないのであればますます参入を阻害している可能性もあるので、TRAのような形で契約により起業家のリスク・テイキングへの阻害を緩和し、また現時点では利益が出ていなくても事後的に租税属性の価値を享受する方策を講じる必要がある。IPO局面でTRAが用いられた場合、TRAに基づく支払いは法人が上場前の株主に対して支払うため各種計数に応じて配当・原資の回収・株式譲渡対価ということになるだろう¹³³⁾。

Ⅳ-3-2. 退出戦略への影響

(1) 労働所得のキャピタルゲインへの転換

退出へのロックイン効果としては、譲渡する株式へのキャピタルゲイン課税がある。平成

123) みずほ情報総研（2019）28頁。

124) みずほ情報総研（2019）33頁。

125) 都道府県の確認を緩和する動きとして、前掲注104参照。

126) II-2-3。

127) 経済産業省（2020）

128) 前掲注113・114及びそれらに対応する本文。

129) 前掲注41及びそれらに対応する本文。

130) 増井（1999）。

131) 前掲注32及びそれらに対応する本文。

132) IV-1-2。

133) アメリカにおける取扱いについては、前掲注56及びそれらに対応する本文。

26年以降、M&Aによって非上場のまま譲渡しても、IPOにおける売出しの際や上場後に譲渡しても、分離課税により国・地方合わせて20%の一律税率での課税となっている（措法37条の10、措法37条の11）¹³⁴⁾。そのため、所得税の累進税率構造と比べ、労働所得を株式キャピタルゲインへと転換することにより優遇的な課税上の取扱いを受けられる¹³⁵⁾。これを法人二重課税や欠損の利用の制限への対応と見ることができ、わが国では、所得税・住民税の最高税率の合計が55%に達するので、アメリカよりも（州所得税によるものの）株式キャピタルゲインへの転換の便益は大きい。その意味で、株式報酬に対する課税のタイミングに係る操作と労働所得のキャピタルゲインへの転換を許容する余地を大きくするアメリカ内国歳入法典 § 83 (b) のような規定の導入には、優先株式も含めた株式の評価を正確に行える執行体制が整わない限り慎重であってよいであろう。

アメリカでは、非上場のスタートアップ企業の起業家が、上場買収企業の株式と自社の株式とを課税繰延のある交換（Stock-for-stock exchange）という形態のM&Aにより退出し、さらに相続時の基準価額の公正市場価額への引上げによりキャピタルゲイン課税を免れる事例があることを紹介した¹³⁶⁾。わが国でも、急成長したスタートアップ企業の起業家の退出戦略の一環として株式対価M&A及びその際の課税繰延の実務的需要が語られるようになっていく¹³⁷⁾。課税繰延措置導入にあたっては、対価が株式であることが課税繰延措置を正当化する事業上の理由を提供するかの吟味を要する¹³⁸⁾と同時に、相続時の課税関係まで踏まえた検討

を要する。アメリカとの比較では、相続時の取得価額の時価への引上げはないものの、個人間での相続や低額譲渡には課税繰延が認められている。

（2）M&A と IPO の中立性

平成26年以降は、退出戦略としてのM&AとIPOにおける株式の譲渡が課税上完全ではないものの概ね中立的に取り扱われている。しかし、かかる中立性が達成されたのはつい最近のことであり、そこに至るまでの沿革を整理しておくことが有益である。

昭和28年に株式譲渡損益が原則非課税となったが、昭和36年に事業譲渡類似株式譲渡が課税されるようになり、昭和46年には株式公開による株式譲渡が事業譲渡類似株式譲渡に追加されたことは前述した¹³⁹⁾。したがって、昭和46年改正により一旦は事業譲渡類似株式譲渡に該当する限りにおいてM&AとIPOによる退出の取扱いが中立的となった。しかし、平成元年4月からの源泉分離選択課税制度導入後は、非上場のままM&Aによって株式譲渡を行うと26%の課税に服するのに対し、IPOであれば、同一の法定税率でも創業者利益の特例を利用できた。加えて、平成12年度税制改正によるさらなる2分の1課税の創設のためIPOがますます有利となった。平成15年に上場株式の譲渡への優遇税率での課税が導入されたため創業者利益の特例の適用停止があってもIPOの優位は維持された。平成16年度税制改正になってようやく非上場のままM&Aによる株式譲渡で退出する場合との中立性が意識され、一定の非上場株式の譲渡も特定中小会社の株式の譲渡益に対する課税の特例の対象に追加

134) 佐藤（2013）40頁は、金融所得一体化課税の下で「金融所得」として括り出した残りの部分が、なお分離課税の対象とされるべき理由を説明することは難しいとする。

135) II-3-2. 渡辺（2018）453頁。

136) II-3-2・前掲注68・69及びそれに対応する本文。

137) 安藤ほか（2018）[松尾拓也・中山龍太郎・武井一浩発言]。

138) 長戸（2020）161-66頁。なお、令和3年度税制改正では租税特別措置として会社法上の株式交付に課税繰延が認められる予定である。

139) 前掲注111・112及びそれに対応する本文。

され、併せて非上場株式の譲渡損益課税への適用税率が国・地方合わせ20%へと引き下げられた¹⁴⁰⁾（但し、上場株式の場合は優遇税率10%による課税）。しかし、退出段階よりも投資段階における税制優遇へと方針転換したことで¹⁴¹⁾、特定中小会社の株式の譲渡益に対する課税の特例は平成20年度税制改正時に廃止された¹⁴²⁾。そして、平成25年末の上場株式の譲渡に係る優遇税率終了に伴い、ようやく現在のIPOとM&Aとの中立的な課税の実現に至ったのである。わが国のスタートアップ企業の退出戦略においてはIPOの割合がM&Aの割合よりも欧米と比べて相対的に高いが¹⁴³⁾、オープンイノベーションの促進を考える上では、かつてのようにIPOを結果的に優遇するのではなく¹⁴⁴⁾他企業によるM&Aとの中立性を維持していくことが重要である¹⁴⁵⁾。

（3）累進課税の要請と効率性のトレードオフ

起業家の退出戦略としてM&AとIPOが中立的に取り扱われたとしても、それが株式の譲渡という形をとる以上は、労働所得のキャピタルゲインへの転換の問題が生じる。仮にかかる転換が望ましくないと考えるのであれば、M&AとIPOの中立性を維持しつつ、累進課税の要請を満たす必要がある。たとえば、起業

家が退出する際の上場株式の譲渡と非上場株式の譲渡をいずれも総合課税の対象とすること¹⁴⁶⁾が考えられる。他方で、このような取扱い、損失の控除制限・法人二重課税・累進税率構造によって既存税制が起業への成功税としての性格を有している面を強化し、効率性や、さらには国際的な起業家の人材獲得競争の観点からは望ましくないとの評価を導きうる。とりわけ、総合課税に組み入れるとしても法人レベルでの法人税負担分の調整の必要性は強く意識されるべきである¹⁴⁷⁾。アメリカの巨大多国籍企業が法人レベルでは極めて低い実効税率でしか課税されていない¹⁴⁸⁾ために株式キャピタルゲインへの低率課税への批判が支持を得やすいのに対し、相対的に法人税を支払っていると思われるわが国の法人についてはただちに同様の結論が導かれるわけではないことに留意しなければならない。また、スタートアップ企業からの退出の際は、いまだに法人レベルで利益が生じていないにもかかわらず高い値付けがされる場合もあるので、利益が出るようになってからの事後的な調整の仕組みの整備は一層難しいものとなる¹⁴⁹⁾。

140) 財務省（2004）7頁、116頁。

141) 前掲注115及びそれに対応する本文。

142) 前掲注118及びそれに対応する本文。

143) ベンチャー白書（2020）I-18頁、47頁、61頁。ただし、ここでのM&Aには株式譲渡以外の方法による退出も含まれる。

144) 宍戸ほか（2019）53-54頁。

145) ただし、M&Aによる退出では課税繰延措置の適用可能性がある点には留意を要する。

146) 理想的には、株式キャピタルゲインのうち、労働所得から転換された部分のみ総合課税の対象とするのが望ましい。

147) ここでは詳述できないが、Kleinbard（2017）at 288-98は、労働所得に累進課税、資本所得に一律税率（25%）での課税、事業体レベルではみなし超過利益への25%での課税、投資家レベルではみなし通常利益への25%での課税をする二元的事業体所得課税（Dual BEIT）を提案しており、その中で、経営者支配株主による労働所得の資本所得への転換に対しては、転換された部分とみなされる部分を労働所得税率で課税することを提案するが、その際、事業体レベルでの税負担については個人レベルでの調整を認めている。

148) Toder（2020）at 1226-27では、起業後に多国籍企業へと成長し利益移転を行うことを想定して法人実効税率が低くなる場合（7.5%）についても推計している。ただし、2017年改正によるGILTIの導入と法人税率引下げで利益移転のインセンティブは減少する契機となっている。

149) 前掲注64も参照。

V. おわりに

本稿では、イノベーション促進のために税制を用いることが正当化できる場合を理論的に整理した上で、わが国のイノベーション促進税制を評価した。税制によるイノベーションの促進は、イノベーションの正の外部性、スタートアップ企業の資金調達への制約、既存税制の基本構造がもたらす歪みに対処するための方策として正当化可能である。

これらの点に着目してわが国の税制を評価した結果、そもそもリスク・テイキングへの中立性を確保するための課税上の欠損の利用の制限が厳しく、正の外部性を内部化するための研究開発税制についても、還付や繰越を認めないためにスタートアップ企業が十分に活用できていない。そのため、繰越を長期間認めた上で、契約による租税属性の移転に寛容になってよい。また、資金調達への制約を緩和するためのエンジェル税制は、退出段階の優遇から投資段階の優遇へと、問題への対応策としてふさわしい形へと変貌した。しかしながら、幾度もわたる改正を経て制度が複雑化しており、資金的・時間的資源に制約のあるスタートアップ企業関係者には使いづらい制度となっている可能性がある。

上記の市場の失敗とは別に、累進税率構造・法人二重課税・実現主義に基づくキャピタルゲ

イン課税といった既存税制の基本構造は起業の参入・退出戦略に歪みをもたらさう。これに対しては、起業家への成功税としての性格が有する参入抑制効果を緩和すべく、損失をはじめとする租税属性を契約により退出後にも実質的に利用可能とするような工夫を尊重していくべきこと、退出戦略においてM&AとIPOを中立的に取り扱うべきことを論じた。ただし、株式譲渡による退出は、労働所得の株式キャピタルゲインへの転換を可能にし、所得税の理想とする累進課税の要請とは緊張関係に立つことが避けられない点にも留意して租税政策決定をする必要があることを論じた。

(※本稿は2021年1月に脱稿したため、その後の法改正の動向は反映できていない。その後の動きも踏まえた若干の検討として、長戸貴之「スタートアップ企業によるイノベーションを促進する税制の設計のあり方：令和5年度税制改正大綱を踏まえて」租税研究881号145頁(2023)を参照されたい。また、校正時にQSBSを批判的に検討するGregg Polsky & Ethan Yale, “A Critical Evaluation of the Qualified Small Business Stock Exclusion,” *Virginia Tax Review*, Vol. 42, pp. 353-400 (2023)に接した。)

参 考 文 献

安藤元太＝中山龍太郎＝松尾拓也＝武井一浩
(2018)「座談会：M&A新時代——株対価M&Aの幕開け——」『MARR』286号 pp. 10-46
石弘光(1993)『利子・株式譲渡益課税論——所得税のアキレス腱を検証する——』日本経

済新聞社
今井尚哉(2002)「平成15年度経済産業省の概算要求における税制改正要望について」『租税研究』637号 pp. 38-44
大蔵省(1997)『改正税法のすべて〔平成9年版〕』大蔵財務協会

- 大蔵省（2000）『改正税法のすべて〔平成12年版〕』大蔵財務協会
- 大武健一郎（2003）「平成15年度税制改正について」『租税研究』641号 pp. 5-16
- クリステンセン、クレイトン（2001）『イノベーションのジレンマ 増補改訂版』翔泳社
- 経済産業省（2020）『「コンバーティブル投資手段」活用ガイドライン』https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/open_innovation/convertible_guideline/guideline_vF.pdf
- 神山弘行（2018）「研究開発と税制——模倣の促進からイノベーションの促進へ」『租税法研究』46号 pp. 1-21
- 神山弘行（2019）『所得課税における時間軸とリスク——課税のタイミングの理論と法的構造』有斐閣
- 財務省（2003）『改正税法のすべて〔平成15年版〕』大蔵財務協会
- 財務省（2004）『改正税法のすべて〔平成16年版〕』大蔵財務協会
- 財務省（2005）『改正税法のすべて〔平成17年版〕』大蔵財務協会
- 財務省（2008）『改正税法のすべて〔平成20年版〕』大蔵財務協会
- 財務省（2013）『改正税法のすべて〔平成25年版〕』大蔵財務協会
- 財務省（2015）『改正税法のすべて〔平成27年版〕』大蔵財務協会
- 財務省（2017）『改正税法のすべて〔平成29年版〕』大蔵財務協会
- 財務省（2019）『改正税法のすべて〔令和元年版〕』大蔵財務協会
- 財務省（2020）『改正税法のすべて〔令和2年版〕』大蔵財務協会
- 坂本定司（1971）「昭和46年度の企業関係税制改正項目の解説（その二）——所得税関係の改正について」『旬刊商事法務研究』560号 pp. 12-15
- 佐藤悦緒（1999）「平成12年度通商産業省の税制改正要望」『租税研究』601号 pp. 45-50
- 佐藤英明（2013）「所得税の改正と今後の改革の方向性」『ジュリスト』1455号 pp. 35-40
- 佐藤主光（2017）「法人課税の租税特別措置——実態と経済的帰結」『会計検査研究』55号 pp. 39-56
- 宍戸善一＝大崎貞和＝木下信行＝中原裕彦＝水町勇一郎＝渡辺徹也（2019）「企業の一生プロジェクト：具体的イメージから説き起こす企業法がインセンティブ・パーゲニングに与える影響（第6章）IPO（1）」『NBL』1160号 pp. 52-56
- 塩崎潤（1961）「昭和36年度の税制改正について（二）」『自治研究』37巻6号 pp. 141-56
- 政府税制調査会（2002）「平成15年度における税制改革についての答申——あるべき税制の構築に向けて——」<https://www.cao.go.jp/zei-cho/history/1996-2009/etc/2002/pdf/141119.pdf>
- 政府税制調査会（2014）「法人税の改革について」<https://www.cao.go.jp/zei-cho/shimon/26zen10kai7.pdf>
- トーマツ IPO 支援室（2017）『株式上場ハンドブック〔第6版〕』中央経済社
- 中里実（1998）『金融取引と課税——金融革命下の租税法——』有斐閣
- 長戸貴之（2017）『事業再生と課税——コーポレート・ファイナンスと法政策論の日米比較——』東京大学出版会
- 長戸貴之（2018）「キャッシュ・フロー法人税の理論と課題」『法律時報』90巻2号 pp. 21-26
- 長戸貴之（2020）「企業支配権移転局面における課税繰延措置に関する一考察——株式交付などの株式対価 M&A を題材に——」『学習院大学法学会雑誌』56巻1号 pp. 131-95
- 長戸貴之（2023）「スタートアップ企業によるイノベーションを促進する税制の設計のあり方：令和5年度税制改正大綱を踏まえて」『租税研究』881号 pp. 145
- ベンチャー白書（2020）『ベンチャー白書2020』一般社団法人ベンチャーエンタープラ

- イズセンター
- 藤田泰弘 (2015) 「平成 27 年度法人税関係 (含む政省令事項) の改正について」『租税研究』789 号 pp. 86-119
- 増井良啓 (1999) 「組合損益の出資者への帰属」『税務事例研究』49 号 pp. 47-94
- みずほ情報総研 (2019) 『令和元年度 中小企業実態調査事業 (エンジェル税制活用による地方ベンチャー企業活性化に係る調査委託事業) 報告書』https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2019FY/000639.pdf
- 三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング (2020) 『令和元年度 中小企業技術基盤強化税制 (国税) 及び中小企業者等の試験研究費に係る特例措置 (地方税) の効果に関する調査報告書』https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2019FY/000244.pdf
- 望月晴文 (1996) 「平成 9 年度の通商産業省の税制改正意見」『租税研究』565 号 pp. 19-36
- 柳瀬唯夫 (2007) 「平成 20 年度経済産業省の概算要求における税制改正要望について」『租税研究』696 号 pp. 16-49
- 柳瀬唯夫 (2008) 「平成 21 年度経済産業省の概算要求における税制改正要望について」『租税研究』709 号 pp. 14-69
- 吉村政穂 (2007) 「金融所得課税の一体化」金子宏編『租税法の基本問題』有斐閣 pp. 351-76
- 渡辺徹也 (2018) 「種類株式を用いた資金調達——スタートアップ企業の課税問題を中心に」金子宏・中里実編『租税法と民法』有斐閣 pp. 442-60
- Asen, E. (2020), “Net Operating Loss Carryforward and Carryback Provisions in Europe,” <https://taxfoundation.org/net-operating-loss-tax-provisions-europe-2020/>
- Bankman, J. (1994), “The Structure of Silicon Valley Start-ups,” *UCLA Law Review*, Vol. 41, pp. 1737-68
- Brown, E. C. (1948), “Business-Income Taxation and Investment Incentives,” in Lloyd Appleton Metzler (ed.) *Income, Employment, and Public Policy: Essays In Honor of Alvin H. Hansen*, pp. 300-16
- Bührle, A. T. and C. Spengel (2020), “Tax Law and the Transfer of Losses: A European Overview and Categorization,” *Intertax* Vol. 48 Issue 6 & 7, pp. 564-81
- Cullen, J. B. and R. H. Gordon (2007), “Taxes and Entrepreneurial Risk-taking: Theory and Evidence for the U.S.,” *Journal of Public Economics*, Vol. 91, pp. 1479-1505
- Domar, E. D. and R. A. Musgrave (1944), “Proportional Income Taxation and Risk-Taking,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 58, No. 3, pp. 388-422
- Fleischer, V. (2011), “Taxing Founders’ Stock,” *UCLA Law Review*, Vol. 59, pp. 60-111
- Fleischer, V. and N. Staudt (2014), “The Supercharged IPO,” *Vanderbilt Law Review*, Vol. 67 No. 2, pp. 307-74
- Fried, J. M. and M. Ganor (2006), “Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups,” *New York University Law Review*, Vol. 81, pp. 967-1025
- Foster, E. L. (2020), “Rate Uncertainties Could Fuel Wave of Tax Receivable Agreements,” *Tax Notes Federal*, Vol. 169, pp. 1363-65
- Gale, W. and S. Brown (2013), “Small Business, Innovation, and Tax Policy: A Review.” *National Tax Journal*, Vol. 66 Issue 4, pp. 871-92
- Gentry, W. M. and R. G. Hubbard (2005), ““Success Taxes,” Entrepreneurial Entry, and Innovation,” *Innovation Policy and the Economy*, Vol. 5, pp. 87-108
- Gentry, W. M. (2016), “Capital Gains Taxation and Entrepreneurship,” *Tax Law Review*, Vol. 69, pp. 321-56
- Gilson, R. J. and D. M. Schizer (2003), “Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible

- Preferred Stock,” *Harvard Law Review*, Vol. 116, pp. 874-916
- Gordon, R. and Sarada (2018), “How Should Taxes be Designed to Encourage Entrepreneurship?,” *Journal of Public Economics*, Vol. 166, pp. 1-11
- Hanappi, T. (2018), “Loss Carryover Provisions: Measuring Effects on Tax Symmetry and Automatic Stabilisation,” *OECD Taxation Working Papers*, No. 35, <http://dx.doi.org/10.1787/bfbcd0db-en>
- Hemel, D. J. and L. L. Ouellette (2013), “Beyond the Patents-Prizes Debate,” *Texas Law Review*, Vol. 92, pp. 303-82
- Hemel, D. J. and L. L. Ouellette (2019), “Innovation Policy Pluralism,” *Yale Law Journal*, Vol. 128, pp. 544-614
- Holtz-Eakin, D., D. Joulfaian and H. S. Rosen (1994a), “Sticking It Out: Entrepreneurial Survival and Liquidity Constraints,” *Journal of Political Economy*, Vol. 102 No. 1, pp. 53-75
- Holtz-Eakin, D., D. Joulfaian and H. S. Rosen (1994b), “Entrepreneurial Decisions and Liquidity Constraints,” *RAND Journal of Economics*, Vol. 25 No. 2, pp. 334-47
- Hurst, E. and B. W. Pugsley (2011), “What Do Small Businesses Do?,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, pp. 73-142
- Igami, M. (2017), “Estimating the Innovator’s Dilemma: Structural Analysis of Creative Destruction in the Hard Disk Drive Industry, 1981–1998,” *Journal of Political Economy*, Vol. 125 No. 3, pp. 798-847
- Kahng, L. (2014), “The Taxation of Intellectual Capital,” *Florida Law Review*, Vol. 66, pp. 2229-77
- Kaplow, L. (1994), “Taxation and Risk Taking: A General Equilibrium Perspective,” *National Tax Journal*, Vol. 47, pp. 789-98
- Kleinbard, E. D. (2005), “The Business Enterprise Income Tax: A Prospectus,” *Tax Notes*, Vol. 106 pp. 97-107
- Kleinbard, E. D. (2017), “The Right Tax at the Right Time,” *Florida Tax Review*, Vol. 21 No. 1, pp. 208-388
- Morse, S. C. and E. J. Allen (2016), “Innovation and Taxation at Start-up Firms,” *Tax Law Review*, Vol. 69, pp. 357-88
- Mort, M., M. C. Ryan and M. J. Halloran (2019), *Venture Capital & Public Offering Negotiation*, 3rd edition 2019-2 Supplement
- Nagato, T. (2019), “Tax Losses and Excessive Risk Taking under Limited Liability: A Case Study of the TEPCO Bailout after the Fukushima Nuclear Disaster,” *Columbia Journal of Asian Law*, Vol. 32, pp. 139-80
- Nussim, J. and A. Sorek (2017), “Theorizing Tax Incentives for Innovation,” *Virginia Tax Review*, Vol. 36, pp. 25-82
- Nussim, J. and A. Tabbach (2014), “Tax-Loss Mechanisms,” *University of Chicago Law Review*, Vol. 81, pp. 1509-67
- OECD (2020), *OECD R&D Tax Incentives Database, 2020 edition*, <http://www.oecd.org/sti/rd-tax-stats-database.pdf>
- Paul, D. L. and M. Sabbah (2013), “Understanding Tax Receivable Agreements,” *Practical Law the Journal*, June 2013, pp. 74-79
- Polsky, G. D. (2019), “Explaining Choice-of-Entity Decisions by Silicon Valley Start-Ups,” *Hastings Law Journal*, Vol. 70, pp. 101-46
- Polsky, G. D. and A. H. Rosenzweig (2018), “The Up-C Revolution,” *Tax Law Review*, Vol. 71, pp. 415-70
- Polsky, G. D. & E. Yale (2023), “A Critical Evaluation of the Qualified Small Business Stock Exclusion,” *Virginia Tax Review*, Vol. 42, pp. 353-400
- Samuelson, P. A. (1964), “Tax Deductibility of

- Economic Depreciation to Insure Invariant Valuations,” *Journal of Political Economy*, Vol. 72, No. 6, pp. 604-606
- Schumpeter, J. A. (1947), “The Creative Response in Economic History,” *The Journal of Economic History*, Vol. 7, No. 2, pp. 149-59
- Shay, S. E., J. C. Fleming Jr. and R. J. Peroni (2016), “R&D Tax Incentives: Growth Panacea or Budget Trojan Horse?,” *Tax Law Review*, Vol. 69, pp. 419-58
- Shishido, Z. (2009), “Sweat Equity as a Gift: Venture Capital Investments and Tax Law in Japan,” *Proceedings from the 2009 Sho Sato Conference on Tax Law, Social Policy, and the Economy*
- Shobe, G. (2017), “Supercharged IPOs and the Up-C,” *University of Colorado Law Review*, Vol. 88, pp. 913-60
- Shobe, G. (2018), “Private Benefits in Public Offerings: Tax Receivable Agreements in IPOs,” *Vanderbilt Law Review*, Vol. 71, pp. 889-935
- Toder, E. (2017), *Taxing Entrepreneurial Income*, Urban-Brookings Tax Policy Center
- Toder, E. (2020), “Does the Federal Income Tax Law Favor Entrepreneur?,” *National Tax Journal*, Vol. 73 Issue 4, pp. 1219-32
- Viard, A. D. (2012), “The Misdirected Debate and the Small Business Stock Exclusion,” *Tax Notes*, Vol. 134, pp. 737-44
- Viswanathan, M. (2020), “The Qualified Small Business Stock Exclusion: How Startup Shareholders Get \$10 Million (Or More) Tax-free,” *Columbia Law Review Forum*, Vol. 120, pp. 29-42
- Warren, A. C. (2008), “The Business Enterprise Income Tax: A First Appraisal,” *Tax Notes*, Vol. 118 pp. 921-39
- Weisbach, D. A. (2004), “The (Non) Taxation of Risk,” *Tax Law Review*, Vol. 58, pp. 1-58