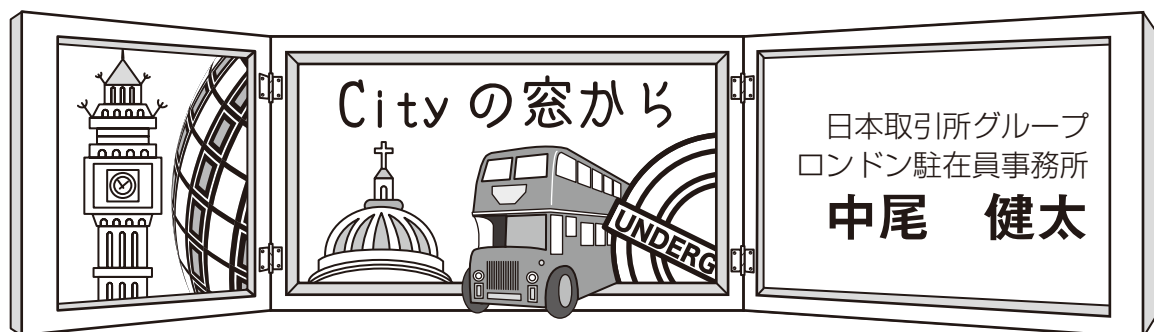




—連載（第44回）—

## 英国で普及するベンチャー企業投資形態について（Venture Capital Trust）



### ■ 1. はじめに

欧州のスタートアップ企業に対する投資が加速している。欧州のプライベートエクイティ団体である「Invest Europe<sup>（注1）</sup>」が2020年5月に公表した資料によると、2019年における欧州のスタートアップ企業に対する投資総額は、本統計が開始された2007年以降で初めて、年間100億ユーロ（約1.28兆円<sup>（注2）</sup>）を上回ったとのことである。これを国別にみると、英国のスタートアップ企業に対する投資額は26.1億ユーロ（約3,343億円）と、欧州内では最大の投資国となっている<sup>（注3）</sup>。

こうした背景としては、英国では従来から、ベンチャーキャピタル（以下、VC）投資に加えて、Venture Capital Trust（以下、VCT）と呼ばれる、上場投資法人形態を活用した形でのスタートアップ企業への投資も、非常に盛んとなっていることなどがあげられる。そのため、今回は英国におけるVCT

の概要等について紹介することとしたい。

なお、本稿で示した見解はすべて筆者個人の見解であり、筆者の所属する組織としての見解を示すものではないことをお断りする。

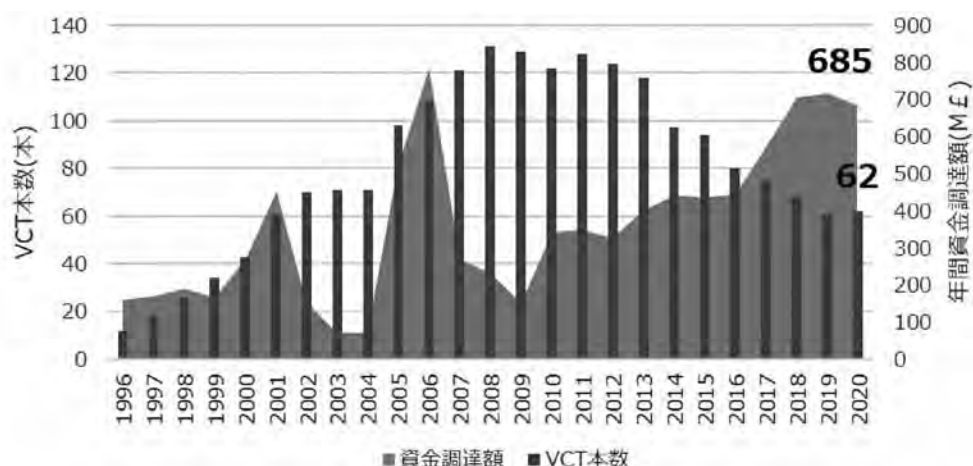
### ■ 2. Venture Capital Trustの概要について

#### （1） Venture Capital Trustとは

英国におけるVCTは1995年に誕生しており、個人投資家を対象<sup>（注4）</sup>とした、英国国内における未上場のスタートアップ企業への投資促進を目的とした税制優遇制度が設けられていることが最大の特徴点となっている。VCTは、投資家から資金を集め、主に未上場のスタートアップ企業へと投資を行うことで、投資リターンを獲得するといった役割が担われており、その制度上、「規制市場への上場<sup>（注5）（注6）（注7）（注8）</sup>」が義務付けられており、個人投資家による購入が行われやすい環境が整備されている。



(図表1) 英国におけるVenture Capital Trustの推移 (注11)



(出所) HMRCのウェブサイトをもとにJPXロンドン駐在員事務所作成

## (2) Venture Capital Trustの利用状況

英国においては、2020年末時点で合計62本のVCTが運用されている。また、VCTを通じた資金調達額については、2009年を契機として増加に転じており、2020年の資金調達額は合計6.85億ポンド（約998億円<sup>(注9)</sup>）となっている。

前述の「Invest Europe」によると、英国のスタートアップ企業における2019年の資金調達総額は、26.1億ユーロ（約3,343億円）であったことを踏まえると、VCTがスタートアップ企業の資金調達にも大きく貢献しているということがいえる<sup>(注10)</sup>。

めに、英国の歳入関税庁（以下、HMRC：HM Revenue & Customs）に対して「非課税に関する申告」を行うことが求められている。HMRCが公表した、2019年の申告者数を投資金額別に区分してみると（図表2参照）、2019年のみでも、年間の投資金額が1,000ポンド（約145,740円）未満の個人投資家は1,000名以上も存在しており、VCTの総投資家数のうち7%を占めている。こうした状況を踏まえると、VCT投資に関しては、必ずしも投資家ごとの投資総額自体が高額というわけではなく、少額資金による投資も活発に行われているということが推察される。

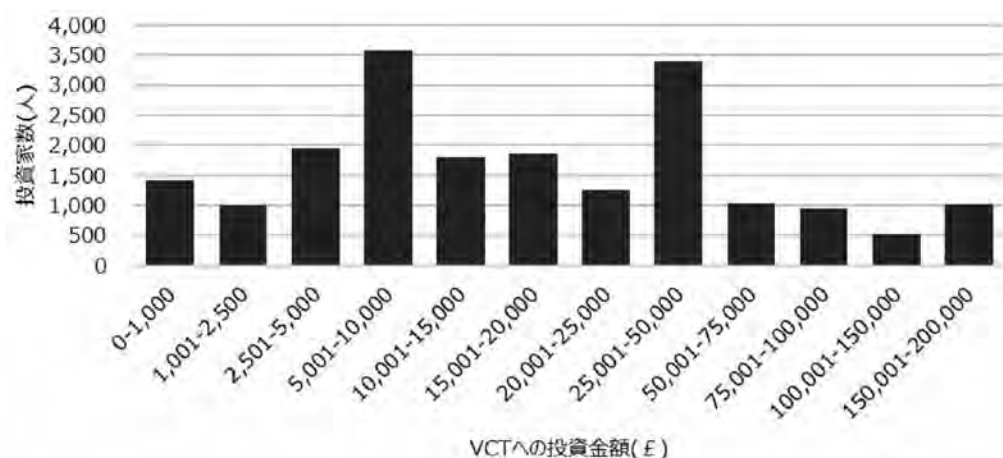
## (3) Venture Capital Trustの個人投資家層

VCTを有する個人投資家は、VCTスキームの最大の特徴点である税制優遇を受けるた

## (4) Venture Capital Trust への投資メリット

VCT投資における非課税対象は、キャピタルゲイン課税、インカムゲイン課税（分配

(図表 2) 2019年における投資額別の投資家層 (非課税申告ベース)



(出所) HMRCのウェブサイトをもとにJPXロンドン駐在員事務所作成

(図表 3) Venture Capital Trust に対する主な税制優遇措置

| 概要                                  | 詳細                                         | 主な要件                                                                                                                                                                                                                                       |
|-------------------------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| キャピタルゲイン課税を控除                       | ・ VCT (投資証券) の売却等で発生した利益に対するキャピタルゲイン課税が非課税 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 18歳以上の個人投資家であること</li> <li>・ 非課税の対象となる投資額の上限は20万ポンド</li> <li>・ 投資家が取得するVCT (投資証券) については、プライマリー／セカンダリーでの調達如何を問わない。</li> </ul>                                                                       |
| 分配金課税 (インカムゲイン) を控除                 | ・ VCT (投資証券) からの分配金が非課税                    |                                                                                                                                                                                                                                            |
| 所得税から控除 (Upfront income tax relief) | ・ VCT (投資証券) 購入金額の一定額を、所得税から控除             | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 18歳以上の個人投資家であること</li> <li>・ プライマリー市場を通じたVCTの購入のみが対象</li> <li>※セカンダリー市場を通じたVCT (投資証券) は対象外</li> <li>・ VCTを最低5年間保有し続けた場合に、投資額の30%に相当する金額を所得税から控除 (注12)</li> <li>・ 非課税の対象となる投資額の上限は20万ポンド</li> </ul> |

(出所) HMRCのウェブサイトをもとにJPXロンドン駐在員事務所作成

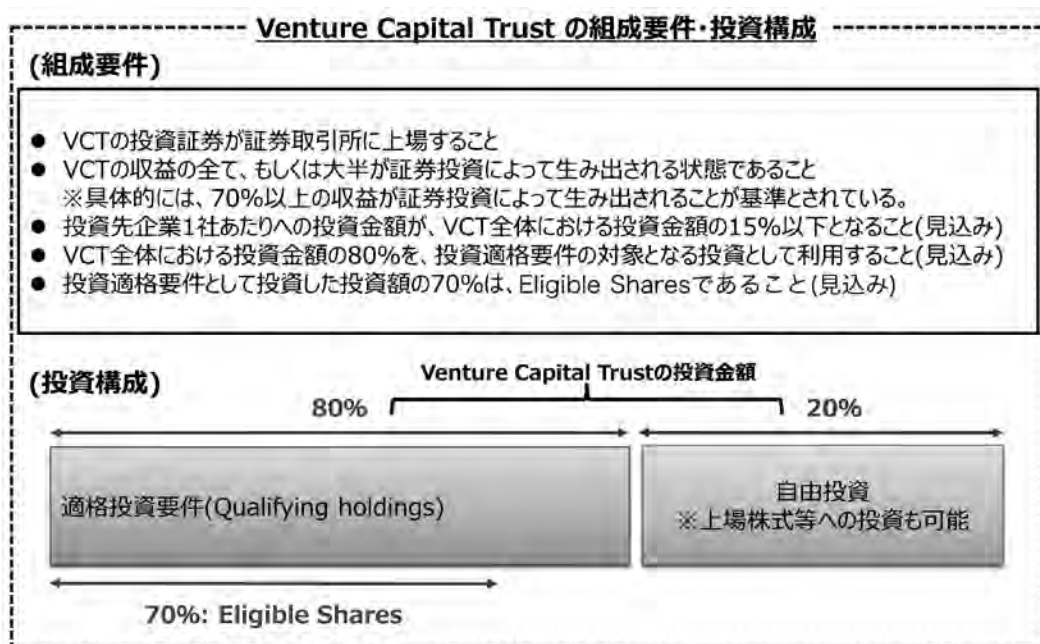
金課税) 及び所得税に区分される。主な非課税要件等は図表 3 のとおりである。

### (5) Venture Capital Trustの組成要件

VCTの組成には、投資家に対する税制優遇制度を設けることが可能となる (前述)。このため、VCTの組成に関しては、組成者自身においても、事前にHMRCからVCTの組成についての承認を得ておくことが求められる。

こうした承認要件 (注13) については、HMRCが公表を行っており、VCTの組成者は、もともとこうした税制優遇制度の適用を受けるためにVCTを組成することが一般的であることから、HMRCが公表する承認要件は、実質的なVCTの組成要件になることとなる (図表 4 参照)。

(図表 4) Venture Capital Trust の組成要件・投資構成 (主なものについて記載)



(出所) HMRCのウェブサイトをもとにJPXロンドン駐在員事務所作成

(適格投資要件 (Qualifying holdings))

- ✓ 投資先企業が、未上場企業であること  
(なお、ロンドン証券取引所グループの新興企業向け市場であるAIMへの上場企業は「未上場企業」と位置付けられる。)
- ✓ 投資先企業が、英国国内に拠点を有すること
- ✓ 投資先企業の財務体質が健全であること
- ✓ 1社に対する、1年間あたりの最大投資金額が500万ポンド(約7.28億円)以下であること
- ✓ 投資先企業が、VCTから調達した資金を2年以内に、自社の適切な事業活動に使用すること

- ✓ 投資先企業が、自社の事業運営開始時から7年以内に、(第三者から)出資を受けていること
- ✓ 投資先企業が、自社(もしくは自社の関連企業)以外(以下、第三者)から支配されていない状況であること  
※「支配」とは、株式の過半数が第三者に保有されていることを示す。
- ✓ 投資先企業の総資産が、VCTからの出資前時点で1,500万ポンド(約21.8億円)以下、同出資後に1,600万ポンド(約23.3億円)以下であること
- ✓ 投資先企業の従業員数が、(パートタイム社員も含めて)250名以下であること



(Eligible Sharesの主な定義)

- ✓ 優先株式ではないこと
- ✓ 償還株式ではないこと
- ✓ 配当に関して、投資先企業・株主・その他関係者によって、(不当に) 配当金額が決定されないこと
- ✓ 配当に関して、累積型ではなく、支払いが可能な場合には速やかに支払うこと

### 3. おわりに

スタートアップ企業への投資については、日本においても政府主導によりユニコーン企業を創出する目標が掲げられるなど、世界の主要国においても重要分野となっている。このため、スタートアップ企業に対する投資活動は、目先のところではコロナ禍による影響を注視していく必要もあるところだが、この先も引き続き盛り上がりを見せていくことが予想されている。

こうした中、英国においては、個人投資家の投資資金をスタートアップ企業に流入させる手段としてVCTという仕組みが確立しており、加えて、VCT投資に対するリスクについては、税制優遇が適用される要件に、「適格投資要件(Qualifying holdings)」や「Eligible Shares」といった基準が設けられることで、投資先企業のリスクが緩和され、適切な投資環境の実現を図ろうとしている点などは、興味深く感じる点である。欧州におけるスタートアップ企業に対する投資制度等につい

ては、引き続きJPXロンドン駐在員事務所でも動向を把握していきたい。

(注1) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターが発刊する「2019年欧州のベンチャー投資動向」(2020年7月)内のデータをもとに作成参照([http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2019Europe\\_VC\\_InvestmentTrend\\_in\\_Startups\\_VEC.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2019Europe_VC_InvestmentTrend_in_Startups_VEC.pdf))。なお、「Invest Europe」内に引用されている資料元は、「Private Equity Activity 2019」である(<https://www.investeurope.eu/news-opinion/newsroom/2019-europe-private-equity-activity-hits-highs-underlining-commitment-to-european-economy/>)。

(注2) 1ユーロ128.08円として計算(2021年1月13日時点の為替レートを参考)。以下の為替計算についても同じ。

(注3) 英主要紙によると、英国においても2020年には新型コロナウイルス感染の拡大によって、スタートアップ企業の多くが資金難に陥っているとの記事も散見される。こうした中、英国政府においては、成長可能性のあるスタートアップ企業(未上場企業)への支援を図ることを目的として「The Future Fund」が組成されるなど、コロナ禍において未上場のスタートアップ企業に対する成長支援が行われる状況にある。

(注4) なお、VCTにおける税制優遇制度は、個人投資家のみが利用可能な仕組みとなっている一方、VCTへの投資は、個人投資家のみならず、機関投資家等においても投資自体は可能となっている。

(注5) EUにおける規制市場(Regulated market)とは、市場運営者(Market Operator)により運営される多角的なシステム(Multilateral system)であり、これを通じて複数の第三者が金融商品を売買することが可能となる(Directive 2004/39/EC Article 4 (14))。

(注6) <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/venture-capital-schemes-manual/vcm54040>

(注7) 2020年10月20日時点(英国のEU離脱に伴う移行期間終了前)の情報に基づく。

(注8) なお、現在英国では、金融規制当局である金





融行為監督機構（FCA）により、合計 6 市場が Regulated market として定められている（<https://register.fca.org.uk/s/search?predefined=RM>）。一方で、Regulated market の 1 市場であるロンドン証券取引所（LSE）において、本年 1 月 8 日時点で上場する銘柄の中で、「VCT」という単語が含まれる企業数は合計 51 社存在していることから、英国国内で組成されている VCT は大半が LSE に上場していると推察される。

(注9) 1 ポンド 145.74 円として計算（2021 年 1 月 13 日時点の為替レートを参考）。以下の為替計算についても同じ。

(注10) ただし、VCT による資金調達額に関しては、必ずしも資金調達額の全てがスタートアップ企業に投資されているわけではないことから、注意が必要である。

(注11) <https://assets.publishing.service.gov.uk/>

[government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/943973/VCT\\_National\\_Statistics\\_2020\\_Commentary.pdf](https://government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/943973/VCT_National_Statistics_2020_Commentary.pdf)

(注12) 例えば、VCT が発行する投資証券に対して 2,500 ポンド投資した場合、投資額の 30% に相当する 750 ポンドが所得税から控除される（<https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/venture-capital-schemes-manual/vcm51070>）。また、HMRC 及び VCT 運用者の公表資料に基づくと、VCT を購入する場合、（所得税控除の適用要件である）VCT 保有期間 5 年を待たずして、投資家は所得税を控除できる一方で、控除後、VCT を 5 年間保有せずに途中で売却した場合は、控除された所得税を HMRC に対して払い戻す必要がある。

(注13) <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/venture-capital-schemes-manual/vcm50000>

