

2025 年 10 月 29 日 全 10 頁

非上場株式の発行・流通を活性化する方法

「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」が
報告書を公表

金融調査部 研究員 谷 京

[要約]

- 2025 年 9 月 5 日、金融庁と日本証券業協会が共催するスタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会は、『「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」報告書』（以下、報告書）を公表した。
- 報告書は、スタートアップ企業等への資金供給の在り方に関し、次の四つの観点から基本的な考え方を整理している。第一に、スタートアップ企業等への投資はリスク許容度のある投資者による自己責任が前提である。第二に、大規模投資家やエンジェル投資家、SPV スキーム等のビークルによる投資の拡大が重要である。第三に、セカンダリー市場の整備は、非上場株式の流動性向上に加え、スタートアップ企業等への資金供給の活性化にも寄与する。第四に、市場仲介者には、持続可能な形でスタートアップ企業等の成長を支援する役割が求められる。
- このようなスタートアップ企業等への資金供給の在り方を前提に、報告書では非上場株式の発行・流通を活性化するための対応策が検討されている。具体的には、証券会社等が関与するスタートアップ企業等の資金調達額を 2027 年度までに 1,800 億円にするという重要目標達成指標（KGI）が設定され、大規模投資家による資金供給の拡大、SPV スキーム・投資信託・エンジェル投資家の役割強化、特定投資家制度の利活用、非上場株式のセカンダリー取引の活性化、非上場株式の勧誘規制の見直しなど、多岐にわたる提言が行われた。とりわけ特定投資家制度の利活用、セカンダリー取引の活性化、勧誘規制の見直しに関する対応策については、「日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令和 7 年度中に結論を得る」と明記されており、他の対応策よりも早期に実現・措置される可能性がある。
- 非上場株式への投資は上場株式への投資よりも高いリスクを伴うため、適切な投資者保護が必要不可欠である。英国で 2025 年 6 月より試験運用が開始された非上場株式の新しい取引プラットフォーム（PISCES）など、海外の先行事例も参考に、規制緩和と投資者保護のバランスに関する議論を深めていくことも求められよう。

1. 非上場株式の発行・流通を活性化する必要性

日本政府の「[スタートアップ育成 5 か年計画](#)」（2022 年 11 月 28 日、新しい資本主義実現会議決定）では、スタートアップ企業等は「社会的課題を成長のエンジンに転換して、持続可能な経済社会を実現する、まさに『新しい資本主義』の考え方を体現するもの」として位置付けられた。そこで同計画は、日本にスタートアップ企業等を生み育てるエコシステムを創出し、第二の創業ブームを実現すべく、スタートアップ企業等への投資額を 2027 年度に 10 兆円規模とし、将来的にはユニコーン企業（時価総額 1,000 億円超の未上場企業）を 100 社創出するという目標を掲げ、次の「大きな 3 本柱の取組を一体として推進していく」とした¹。

- ① スタートアップ創出に向けた人材・ネットワークの構築
- ② スタートアップのための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

このうち「スタートアップのための資金供給の強化と出口戦略の多様化」に向けた施策としては、官民ファンド等の出資機能の強化や銀行等によるスタートアップへの融資促進と並び、特定投資家私募制度²の見直しや非上場株式のセカンダリーマーケットの整備が挙げられた。

また、2024 年 6 月 21 日に閣議決定された「[規制改革実施計画](#)」でも、スタートアップ企業等の更なる成長に向けた実施事項の一つに、非上場株式の発行・流通の活性化が挙げられた。具体的には、金融庁に対して、スタートアップ企業等の具体的な資金ニーズ、投資者保護や事業者負担の実態などを踏まえつつ、発行市場と流通市場の活性化に向けた規制緩和を検討することが求められた。加えて、日本証券業協会（日証協）と連携し、証券会社による非上場株式の勧誘の在り方や私設取引システム（PTS）の活用促進について事業者等と議論する場を設け、非上場株式の発行・流通を活性化するための制度整備等のスケジュールやビジョン・目標を共有した上で、制度の運用状況を包括的にフォローアップすることが提言された。

この提言を踏まえ、日証協と金融庁は 2025 年 1 月から計 7 回にわたり「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」（以下、懇談会）を開催した。非上場株式の発行・流通の活性化に向けて、懇談会で検討された事項は次の通りである³。

- ① 非上場株式の取引制度及び規制（勧誘対象、情報提供等）のあり方
- ② 既存の非上場株式取引制度の改善策
- ③ 非上場株式の PTS 取引（登録 PTS）の活性化に向けた対応
- ④ その他（検討結果のフォローアップのあり方等）

¹ 新しい資本主義実現会議決定「[スタートアップ育成 5 か年計画](#)」令和 4 年 11 月 28 日、3 ページ。

² 投資者保護の観点から、非上場株式等の投資勧誘の対象を特定投資家（プロ投資家）に限定する制度。

³ 日本証券業協会・金融庁「[『スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会』について](#)」2024 年 12 月 17 日。

市場関係者（発行体、投資者、市場仲介者）からのプレゼンテーションや海外調査の結果を踏まえた議論を経て、2025 年 9 月 5 日、懇談会は「『[スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会](#)』報告書」（以下、報告書）を公表した。報告書は、スタートアップ企業等への資金供給等の在り方に関する基本的な考え方を整理した上で、非上場株式の発行・流通の活性化に向けた具体的な対応策を示している。本稿では、報告書のポイントを紹介する。

2. スタートアップ企業等への資金供給等の在り方

報告書は、①スタートアップ企業等への投資の位置付け、②スタートアップ企業等への資金供給者、③セカンダリー市場、④市場仲介者（証券会社等）の役割という四つの観点から、スタートアップ企業等への資金供給の在り方に関する基本的な考え方を整理している。

(1) スタートアップ企業等への投資の位置付け

スタートアップ企業等への投資には、事業の不確実性が高いこと、開示情報が限定的であるために発行体と投資者の間の情報の非対称性が高いこと、非上場株式の市場が未発達で流動性が低いこと、インサイダー取引規制をはじめとする不正取引規制が適用されないことなどのリスク・特性がある。それゆえ、報告書では、スタートアップ企業等への投資は「これらのリスク等を正しく理解し、かつリスク許容度のある投資者による自己責任に基づく投資を前提とすべきである」とされている。

(2) スタートアップ企業等への資金供給者

スタートアップ企業等への投資が盛んな米国では、エンジェル投資家（創業間もないスタートアップ企業に対して、自己資金で出資を行う個人投資家）が特にリスクの高いシード期において、主たる資金供給者として存在感を示している。また、調達額の大きいアーリー期以降においては、ベンチャーキャピタル（VC）に加え、グロースキャピタルやプライベートエクイティファンド（PE）、ヘッジファンドおよび投資信託など、1 億ドル以上の証券投資を行う適格機関投資家が中心的な役割を果たしている。これらの点を踏まえ、報告書は「リスクの高いシード期を支えるエンジェル投資家による投資や米国のような SPV スキームなどのピークルを通じた投資の拡大が重要であり、また、調達額も大きくなるアーリー期以降においては大規模投資家等や投資信託などのピークルを通じた投資の拡大が特に重要である」としている（SPV スキームについては後述）。さらに、投資者の裾野拡大という観点から、エンジェル投資家や大規模投資家以外の「リスク許容度・投資判断能力のある投資者」による投資を拡大させる必要性にも言及している。

(3) セカンダリー市場

非上場株式のセカンダリー市場は、スタートアップ企業等の株式の換金性（流動性）を高めることで、スタートアップ企業等への資金供給のハードルを下げるなどプライマリー市場の活性化にも寄与する。それゆえ、報告書はセカンダリー市場の整備を「スタートアップ企業等が非上場のままで成長するには不可欠なもの」と位置付け、「プライマリー市場の更なる活性化と併せてセカンダリー市場の活性化に向けた取組みが重要である」としている。

(4) 市場仲介者の役割

日本では、非上場株式の勧誘を原則禁止とする自主規制を前提に、投資者保護を考慮して制度設計された個別の勧誘制度に基づいて、スタートアップ企業等の株式の勧誘が行われている。また、大規模投資家等がスタートアップ企業等に投資する際には、市場仲介者によるファイナンシャルアドバイザー（FA）業務や紹介などによる支援も大きな役割を果たしている。こうした現状を踏まえ、報告書では「市場仲介者がスタートアップ企業等の成長を継続的に支援していくためには、市場仲介者の収益の観点からも持続可能な形でその役割を果たしていくことが重要である」とされている。

3. 非上場株式の発行・流通の活性化に向けた具体的な対応策

このようなスタートアップ企業等への資金供給等の在り方に関する基本的な考え方を前提に、報告書は非上場株式の発行・流通の活性化に向けた様々な対応策を挙げている。

(1) 資金供給の目標および参考指標の設定

報告書では、スタートアップへの資金供給拡大に向けた重要目標達成指標（KGI）が設定された。2027年度にスタートアップ企業等への投資額を10兆円規模にするという「スタートアップ育成5か年計画」の目標と整合的な指標とするため、証券会社等の市場仲介者が関与するスタートアップ企業等の資金調達額がKGIの指標とされている。

具体的には、現状のIPOによる資金調達と同等程度の役割を非上場の段階でも果たすことを目指し、「市場仲介者が関与する資金調達額を2027年度までに1,800億円とすること」という数値目標が掲げられた。この金額は、2024年におけるIPOの調達額（1,741億円）に匹敵する水準であり、2024年の市場仲介者を通じたスタートアップ資金調達額（約420億円）から今後2年程度で4倍超に増やすことが必要となる。なお、KGIとなる「市場仲介者が関与する資金調達額」には、日証協規則に定める非上場株式の勧誘制度である特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）や株主コミュニティ制度、株式投資型クラウドファンディング等による調達額に加え、証券会社等によるFA業務やマッチングイベントを契機とした調達額も含めることが想定されて

いる。

また、報告書では、上記の KGI 達成に向けた参考指標を設定し、定期的に観測・公表していくこととされた。具体的には、2024 年の金融商品取引法改正で措置された「登録 PTS」や「非上場有価証券特例仲介等業務」に関する統計、J-Ships の利用状況、非上場株式を組み込んだ SPV スキーム・投資信託等ビークルを通じた資金調達額、未公開株に関する苦情・相談件数が参考指標に挙げられている。

(2) 大規模投資家等による資金供給の拡大

報告書では、機関投資家や海外投資家といった大規模投資家からスタートアップ企業等への資金供給を拡大させる必要性について、次のように整理された。懇談会の議論では、企業価値向上の期待や株主管理負担の抑制の観点から、スタートアップ企業等は大規模投資家等による資金供給を求めていることが確認された。しかし、日本ではリスクを取って成長企業へ多額の資金を投じるグロースキャピタル等の投資者層が薄く、ミドル・レイター期に資金を安定的に供給できる投資者が限られている。それゆえ、スタートアップ企業等が海外投資家を含む多様な投資主体から、複数の投資ステージにわたって資金提供を受けられる環境づくりが重要である。また、成長したスタートアップ企業等の株式についてセカンダリー取引のニーズに応える投資者層（グロースキャピタルやセカンダリーファンド等）もまだ発達段階にあるため、セカンダリー取引においても海外投資家をはじめ、大規模投資家等の誘致・出現が求められる。

このような現状の課題を踏まえ、報告書では大規模投資家等からの資金供給の拡大に向け、以下の推進施策を関係各所で検討することを促している。

- 長期運用に資するアセットクラスとしての国内 VC の魅力向上
- 機関投資家から国内 VC に対する資金流入を促すための官民ファンドの活用の促進
- オープンイノベーション促進税制の拡充
- 外国組合員特例税制（PE 課税特例）の要件緩和や手続き簡素化
- 証券会社等による FA 業務やマッチングイベントの強化

(3) SPV スキーム・投資信託・エンジェル投資家の役割

報告書では、大規模投資家だけでなく個人投資家の資金をスタートアップ企業等に供給することも必要であるという認識の下、SPV スキームや投資信託、エンジェル投資家といった多様な投資ビークル・投資主体の活用促進についても現状と課題が整理された。

SPV (Special Purpose Vehicle) スキームとは、複数の投資者が共同で出資し、シンジケートを形成する仕組みである。SPV スキームでは、投資者個人がスタートアップ企業等への直接

の投資者にならず、また株式の譲渡制限を受けない形での共同出資が可能となる。それゆえ、SPV スキームは欧米のスタートアップ企業等への投資において広く活用されている。日本では、特に株式投資型クラウドファンディングにおいて、多数の出資者を一つの SPV（匿名組合等）にまとめる「株主一元化スキーム」が活用されており、これに対応した投資運用業の登録緩和措置や自主規制規則等の整備が進められている。報告書では、個人を対象にした SPV スキームの販売をさらに広げていくための方策として、SPV スキーム持分のセカンダリー取引環境整備のためのモデル契約等を検討することが掲げられた。

投資信託について、日本では投資信託協会が 2024 年 2 月に自主規制規則を改正し、公募投資信託への原則 15% までの非上場株式の組入れが可能となった⁴。もっとも、実務上では一時的な組入比率上限の超過を避けるべく抑制的な運用になっているという課題がある。また、欧州では非上場株式など流動性の低い資産に主として投資する投資信託を個人にも販売可能とする制度が整備され、幅広い投資者から成長資金を集める手段となっている一方、日本では同様の枠組みが存在しない。そこで報告書は、非流動性資産を組み込んだ投資信託の規制緩和や新たな組成・販売の枠組みを検討するよう提言している。

エンジェル投資家について、欧米では業界の専門家としてスタートアップ企業等に経営助言なども行うようなエンジェル投資家が、ハイリスクなシード期の主要な資金供給者となっている。特に英国では、企業投資スキーム／シード期企業投資スキーム（EIS/SEIS）等の税制優遇によって、エンジェル投資を促進している。日本でも 2023 年 4 月に、株式譲渡益を原資としたスタートアップ企業等への再投資や起業への出資を非課税とする「プレシード・シード特例」（日本版 QSBS）が創設され、エンジェル投資を後押しする措置が講じられた。しかし、日本のエンジェル投資額は直近で 185 億円（2024 年度）に過ぎず、米国の数兆円規模と比べ、極めて小さい状況にある。それゆえ、報告書ではスタートアップ企業等への投資を税制面から促進する取組みとして、「投資信託を通じたスタートアップ企業等への投資」をエンジェル税制の対象に含めることや、エンジェル税制自体の拡充・見直し措置が提案されている。また、証券会社による非上場株式取引支援の役割拡大に伴い、新たに「認定金融商品取引業者制度」を設けることも、検討課題として挙げられた。具体的には、投資型クラウドファンディング事業者に適用される、エンジェル税制の対象となるスタートアップ企業等の要件が一部免除となる措置を、J-Ships や株主コミュニティ等の金融商品取引業者経由のスタートアップ投資にも適用することが想定されている。

（4）特定投資家制度の利活用拡大と準特定投資家制度の創設

日本では金融商品取引法上、非上場株式の勧誘や取引は原則として適格機関投資家等の特定投資家（プロ投資家）に限定して行われている。報告書では、「リスク許容度・投資判断能力のある投資者」によるスタートアップ企業等への投資を拡大することが必要という認識の下、

⁴ 森駿介「[投資信託への非上場株式の組入れ](#)」大和総研レポート、2024 年 3 月 12 日、2-4 ページ。

この特定投資家制度および関連する J-Ships の利活用拡大や特定投資家の移行要件を満たす一般投資家（準特定投資家）による投資の推進策が検討された。

J-Ships とは、証券会社経由で特定投資家に非上場株式を勧誘・販売できる仕組みである。J-Ships を利用する発行体は、株式総数や新株予約権の状況、最近事業年度の財務諸表等を含む「特定証券情報」を作成・開示する義務がある。特に資金調達的手段ではないセカンダリー取引においても、50 名以上の者を対象に勧誘等を行う場合には特定証券情報の作成が必要で、スタートアップ企業等の負担になっていると指摘されている。また、J-Ships を利用する発行体は他の私募・私売出し（適格機関投資家・少人数）を同時に利用できないという制約が、スタートアップ企業等の資金調達や既存株主のセカンダリー取引に支障をきたしているおそれもある。報告書はこれらの課題を踏まえ、特定証券情報の記載事項・提出要件の見直しや私募制度併用制約の緩和について、今後も金融庁と日証協で協議を続けることとした。

報告書では、特定投資家による投資の活性化策として、特定投資家への移行要件・手続の見直しも挙げられた。個人が特定投資家に移行するための要件については、2025 年 3 月の金融庁の「金融商品取引業等に関する Q&A」の改訂により、「特定の知識経験」の内容が明確化され、実質的に要件が拡大された。その中で、懇談会では現行の「投資性金融資産・純資産が 3 億円以上かつ平均取引回数が月 4 回以上」という移行要件について、資産額および平均取引回数の緩和を求める意見が上がった⁵。もっとも、報告書は「特定投資家に移行できず不都合が生じている具体的なニーズを把握し、実態に応じた検討を行うことが重要との指摘」も踏まえ、特定投資家への移行要件の更なる緩和については今後の検討課題とするにとどめている。また、現行制度では一般投資家から特定投資家へ移行した者は約 1 年間のみ特定投資家として扱われ、当該投資家が特定投資家であり続けるには都度の更新申出が必要となっている。懇談会では、特定投資家および事業者の負担を軽減するため、明示的な更新拒否がない限りは特定投資家としての取扱いを継続できないか（オプトアウト方式）との提案があった⁶。ただし、報告書は「特に高齢者において、リスク評価能力が 1 年間で変化することは十分あり得るため、定期的な確認が必要との指摘もあり、慎重な検討が必要である」と結論付けている。

さらに、新たな投資者区分として「準特定投資家」を設け、その層への非上場株式の勧誘・販売を可能にする制度整備も打ち出された。準特定投資家とは、特定投資家への移行要件を満たし、一定のリスク分析能力やリスク許容度を有していると認められるものの、移行申出を行っていない一般投資家を指す。報告書は、現行の非上場株式に係るルール（J-Ships 等）を参考に、証券会社に対して一定の社内規則整備を義務付けたり、勧誘対象の投資者の範囲を定めたりするといった投資者保護のための措置を考慮しつつ、準特定投資家を対象とする非上場株式の勧誘・取引制度に係るルール整備を検討するとしている。

⁵ 日本証券業協会「[本懇談会の論点と対応の方向性②](#)」2025 年 6 月 6 日、9 ページ。

⁶ 日本証券業協会「[スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会（第 5 回）](#)」令和 7 年 6 月 6 日、14 ページ。

(5) 非上場株式のセカンダリー取引の活性化

日本ではこれまで、株主コミュニティ制度の創設や非上場株式の取引等に関する規則（非上場 PTS 規則）の制定、金融商品取引法改正による登録 PTS や非上場仲介業の創設など、限定的ながらも非上場株式のセカンダリー取引の枠組み整備が進められてきた。しかし、依然として非上場株式の売買は乏しく、初期投資家の換金機会が限られることが、スタートアップ投資のハードルを上げる一因となっている。このような現状を踏まえ、報告書は非上場株式のセカンダリー市場の活性化、特に登録 PTS の利活用に向けた対応策を検討している。

登録 PTS とは、流動性の低い非上場有価証券を取引対象とし、取引規模が限定的な私設取引システムの運営事業者について、第一種金融商品取引業の登録のみで業務を行えるようにする制度である⁷。現行では、他の証券会社の顧客の注文も受託する取次型登録 PTS において、運営事業者は発行体からの適時の情報提供と価格情報の公表を求められている。しかし、スタートアップ企業等は株価や財務情報の外部公開を望まないケースも多く、価格情報等の公表義務が登録 PTS の利用の障害となるおそれがある。そこで報告書では、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者（特定投資家等）に限られる取次型登録 PTS については、適時の情報提供や価格公表の義務を一部緩和し、自社顧客型登録 PTS⁸に近い規制水準とすることが考えられると提言された。

また、スタートアップ企業等の株式のセカンダリー取引として、株主コミュニティ銘柄を自社顧客型登録 PTS において取引する手法も考えられる。取次型登録 PTS と異なり、自社顧客型登録 PTS では価格情報は顧客の要請に基づいて提供されることとなっており、取引を行わない投資者には公表されない。しかし、日証協の株主コミュニティに関する規則では、運営事業者は価格情報を含む取引情報を週次で日証協に報告し、日証協がその内容についてウェブサイト上で公表することとされている。この点、懇談会では、スタートアップ企業等にとってセカンダリー取引の価格情報が広く知られることは、将来の資金調達に影響しかねないとの懸念が示された。それゆえ、報告書は自社顧客型登録 PTS を利用した株主コミュニティ銘柄の取引についても、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合には、価格情報を含む取引情報の公表の見直しについて検討することとしている。

(6) 非上場株式の勧誘規制の見直し

日本では、証券会社による非上場株式の勧誘を原則禁止とする自主規制が敷かれてきた（店頭有価証券に関する規則第3条）。スタートアップ企業等への成長資金の供給も、投資者保護を考慮して制度設計された個別の勧誘制度を通じてのみ行われることとなっている。この点、証券会社等の市場仲介者の関与を高めなければスタートアップ企業等の資金調達額拡大は難しい一方、原則勧誘禁止の自主規制が証券会社等の関与を阻む要因となっている可能性がある。懇

⁷ 矢田歌菜絵「[PTSを巡る制度見直し（案）](#)」大和総研レポート、2024年11月13日、2-3ページ。

⁸ 登録 PTS 運営事業者（証券会社）の自社顧客のみを対象に非上場有価証券の取引を行う私設取引システム。

談会でも「非上場株式の原則勧誘禁止の規制が制定された時点と比べて、金商法上の体制整備義務・行為規制などが拡充されており、また、顧客本位の業務運営に関する原則が策定され、実際に浸透しつつあるなどの制度面での進展があることから一律形式的な原則勧誘禁止の規制を見直すことが考えられる」との指摘があった。報告書はこれらを踏まえ、非上場株式の勧誘を行う証券会社のリスト化など投資者保護に留意しながらも、原則勧誘禁止から日証協の規則に定める取引制度に基づき勧誘・取引を行う規制体系へ転換する方向で検討を進めるべきと結論付けた。

4. 今後の注目点と論点

ここまで見てきたように、報告書は投資者保護に留意しながらもスタートアップ企業等への資金供給の拡大を目指し、非上場株式の発行・流通の活性化に向けた様々な対応策を検討している。報告書の提言内容を主な課題領域ごとに整理すると、次の通りである。

図表 1 非上場株式の発行・流通における課題と対応策

課題領域	直面する課題	提言された対応策
大規模投資家からの資金供給	✓ ミドル・レイター期を支える投資者層の薄さ ✓ 海外投資家を誘致する必要性	✓ VC 業界の強化 ✓ 機関投資家のスタートアップ投資促進 ✓ 関連税制の拡充・簡素化 ✓ 証券会社の機能強化
個人マネーや小口資金の活用	✓ 投資ビークルの活用不足 ✓ 非上場株式を組み入れた公募投信の少なさ ✓ エンジェル投資が小規模	✓ SPV スキーム持分の換金機会の確保 ✓ 非流動性資産ファンドの規制緩和 ✓ エンジェル税制の拡充
特定投資家制度の利活用	✓ 負担の大きい開示義務 ✓ 私募制度の併用制約 ✓ 一般投資家から特定投資家への移行の促進	✓ 特定証券情報の簡素化 ✓ 特定投資家への移行要件の緩和 ✓ 準特定投資家制度の創設
セカンダリー取引の活性化	✓ 取引プラットフォームの活用が不十分	✓ 取次型登録 PTS の情報開示義務を緩和 ✓ 株主コミュニティ銘柄の価格情報の非公開化
勧誘規制の見直し	✓ 非上場株式の勧誘を原則禁止とする自主規制	✓ 勧誘規制体系の転換 ✓ 投資者保護策

(出所) 日本証券業協会「『スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会』報告書」2025年9月5日を基に大和総研作成

このように、報告書の提言内容は多岐にわたる。とりわけ特定投資家制度の利活用、セカン

ダリー取引の活性化、勧誘規制の見直しに関する対応策については、「日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令和 7 年度中に結論を得る」と明記されている。他の対応策よりも早期に実現・措置される可能性があるため、議論の進展を注視したい。

また、報告書はスタートアップ企業等への成長資金供給の拡大に向け、非上場株式の発行・流通に関して大胆な規制緩和を提言している。他方で、非上場株式への投資は上場株式への投資よりも高いリスクを伴うため、適切な投資者保護が必要不可欠である。たとえば、現行の非上場株式の取引制度については、一般投資家が広く取引に参加するものではなく、また取引が頻繁に行われるものでもないことから、原則としてインサイダー取引規制の適用対象外とされている⁹。しかし、報告書で提言された準特定投資家制度の創設やセカンダリー取引の活性化、勧誘規制の見直し等で、一般投資家による非上場株式の取引への参加が進めば、今後このインサイダー取引規制を適用除外とする前提が崩れることとなる。

規制緩和と投資者保護のバランスを探る上で参考となる先例が、英国で 2025 年 6 月から試験運用が開始された非上場株式の新しい取引プラットフォーム（PISCES）である¹⁰。「買い手自己責任市場」と位置付けられた PISCES では、インサイダー取引規制の適用除外や開示情報の簡素化が認められた一方、次のような投資者保護策も採用されている（図表 2）。

図表 2 PISCES における投資者保護策

インセンティブの禁止	✓ PISCES 株式の販促活動では、紹介キャンペーンや新規加入者ボーナスなどの金銭的・非金銭的インセンティブを禁止
リスク警告	✓ PISCES 株式の販促活動には、価値算定が困難で流動性の低い株式・債券（NRRS）向けの標準リスク警告を使用 ✓ PISCES 株式の取引時には、個人投資家向けのリスク警告を表示
投資家の分類	✓ 市場仲介者は、PISCES 株式を購入しようとする個人投資家が PISCES で取引するための適格基準を満たしていることを確認
適合性評価	✓ 市場仲介者は、個人投資家が投資のリスクを理解するために必要な知識と経験を有しているかどうかを判断する適合性評価を実施
意思決定時間の確保	✓ 新規の個人投資家が PISCES 株式を購入する際には、24 時間のクーリングオフ期間を導入
記録保持	✓ 販促活動や適合性評価に関する記録を作成・保持

（出所）FCA, “[PS25/6: Private Intermittent Securities and Capital Exchange System](#),” 2025/6/10, pp. 46-53 を基に大和総研作成

報告書も随所で「投資者保護」の必要性に言及するとともに、勧誘規制の見直しに関する具体策として、勧誘可能な適切な態勢を整備した証券会社リストの公表や、証券会社の態勢整備義務などを挙げている。規制緩和一辺倒ではなく、投資者保護についても議論が進展することを期待したい。

⁹ 金融庁「[金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ 報告](#)」平成 25 年 12 月 25 日、7 ページ。

¹⁰ 谷京「[英国が非上場株式の流通市場を創設へ](#)」大和総研レポート、2025 年 4 月 3 日。