

2025 年 4 月 3 日 全 7 頁

英国が非上場株式の流通市場を創設へ

非上場株式のセカンダリー取引を促進する「PISCES」とは

金融調査部 研究員 谷 京

[要約]

- 英国では 2025 年後半に、非上場株式の新しい取引プラットフォーム（PISCES）の試験運用（サンドボックス）が開始される見込みである。PISCES とは、非上場企業が一時的に株式を公開し、その株式が期間限定で売買される流通市場である。その目的は、金融サービス分野の抜本的改革の一環として、非上場株式のセカンダリー取引を促進し、投資機会の多様化と非上場企業の成長を支援することにある。
- PISCES は、プライベート市場における慣行や投資家のリスク許容度を基に制度設計する「プライベートプラス」アプローチを採用している。当初の案では、相場操縦やインサイダー取引を規制する市場濫用規制を適用する予定であった。しかし、特に PISCES 参加企業の負担削減の観点から、コア開示情報と追加情報の提供を求める開示制度に変更されたほか、インサイダー取引の規制も外された。また、PISCES 独自の特徴として、PISCES 参加企業は株式の最低価格や最高価格を設定できる。
- 非上場企業への投資はより高いリスクを伴うため、適切な投資家保護が必要不可欠である。他方で、公開市場と同等の規制を持ち込んでしまえば、非上場株式の流通市場としての魅力が損なわれることにもなる。日本でも非上場株式の流通促進に向けた議論が活発化している中、規制緩和と投資家保護のバランスを探る上で、PISCES サンドボックスの展開が注目される。

1. PISCES 設立の提案とその背景

2024 年 3 月、英財務省は 2023 年金融サービス・市場法によって確立された「金融市場インフラサンドボックス」¹を活用し、非上場株式の新しい取引プラットフォームである PISCES (Private Intermittent Securities and Capital Exchange System) を試験運用する旨の市中協議文書を公表した²。PISCES とは、非上場企業が一時的に株式を公開し、その株式が期間限定で売買される流通市場である。PISCES 設立の提案に対しては、市場運営会社（取引所）や法律事務所、資産運用会社等から肯定的な反応があった。その結果、英国政府はサンドボックス内で PISCES 設立を推進する意向を固め、2024 年 10 月に発表された来期予算では、PISCES での取引が印紙税と印紙保留税の免除対象となった³。そして、同年 12 月には英国金融行動監視機構(FCA) が PISCES に関する最新の市中協議文書を公表した⁴。英財務省は、2025 年 5 月までに PISCES の法的枠組みを提案し、続けて FCA が最終規則を公表する見込みである。PISCES は 5 年間、金融インフラサンドボックス環境下で試験運用される予定であるが、議会の承認が得られれば、早期に終了または恒久化される可能性もある⁵。

PISCES 設立提案の背景には、英国金融市場の苦境がある。英国の個人貯蓄口座 (ISA) は、日本の少額投資非課税制度 (NISA) のモデルとして知られているが、そのうち株式や投資信託を運用できる株式型 ISA での英国株への投資比率は残高の約 30%にとどまり、英国企業には十分な資金が回っていないと報じられている⁶。また、ロンドン証券取引所の上場企業数は最盛期の 2007 年からほぼ半減し、新規株式公開 (IPO) も低迷が続いている。このような状況下で、英国政府は 2022 年 12 月、金融サービス分野の抜本的改革 (エディンバラ改革) を発表した。エディンバラ改革は、英国の投資と成長を加速させるべく、不動産投資信託の税制優遇や空売りに関する規制緩和など広範に及ぶ 30 の取り組みを掲げた。

非上場企業が資本市場にアクセスできるようにする PISCES の設立も、このエディンバラ改革の一環である。英国には、証券取引所と類似の仕組みで、非上場株式のセカンダリー取引ができるプラットフォームは、現在のところ存在しない。広範な投資家層が非上場株式を取引できるようになれば、投資機会の多様化につながる。また、非上場企業がさらに成長し、規模を拡大するために必要な資金の調達が容易になることも期待されている⁷。

日本でも、2022 年 11 月に岸田政権下で策定された「スタートアップ育成 5 か年計画」を受け

¹ 金融市場インフラサンドボックスとは、新しい金融技術やサービスを実際の市場環境で試験し、イノベーションを促進するための枠組みである。

² HM Treasury, “[Private Intermittent Securities and Capital Exchange System \(PISCES\) Consultation](#),” March 2024.

³ HM Treasury, “[Private Intermittent Securities and Capital Exchange System \(PISCES\) Government response](#),” November 2024, p. 6, p. 36.

⁴ FCA, “[CP24/29: Private Intermittent Securities and Capital Exchange System: Sandbox Arrangements](#),” December 2024.

⁵ HM Treasury, “[Private Intermittent Securities and Capital Exchange System \(PISCES\) Government response](#),” p. 14.

⁶ 日本経済新聞「[新NISAの『先輩』英ISA、米株にマネー回避 改革も空転](#)」2024 年 11 月 30 日。

⁷ HM Treasury, “[Private Intermittent Securities and Capital Exchange System \(PISCES\) Government response](#),” p. 11.

て、スタートアップ企業への資金供給を促進させるための環境整備や非上場株式の流通促進に向けた議論が活発化している⁸。それゆえ、英国の PISCES は日本にとっても示唆に富む事例となろう。そこで、本稿は FCA の市中協議文書に基づき、PISCES の制度設計や投資家保護について概観した上で、日本への示唆を探りたい。

2. PISCES の制度設計

PISCES の制度設計における最大の特徴は、公開市場の厳格な基準を持ち込むのではなく、プライベート市場における慣行や投資家のリスク許容度を基に制度を構築する「プライベートプラス」アプローチを採用したことである。その結果、PISCES の規制枠組みは、①開示制度、②発行体の裁量、③市場濫用規制（Market Abuse Regulation: MAR）などの面で、多角的取引システム（Multilateral Trading Facility: MTF、日本の私設取引システム（PTS）に相当）や株式投資型クラウドファンディングといった他の取引プラットフォームとは異なる特徴を有している（図表 1）。

図表 1 PISCES と他の取引プラットフォームの比較

	PISCES	MTF	株式投資型クラウドファンディング
市場の種類	流通市場のみ	発行市場と流通市場	主に発行市場
取引所	なし	あり	なし
取引活動	断続的・限定的な期間	取引時間の制限なし	一部のプラットフォームは二者間取引の掲示板を提供
市場濫用規制	なし	UK MAR	なし
取引報告制度	なし	あり	なし
開示制度	コア開示情報の非公開かつ断続的な開示	UK MAR に基づく公開かつ継続的な開示	なし
個人投資家	高所得者や「投資判断能力のある投資家」、PISCES 参加企業の役員・従業員などに取引参加者を限定	一般の投資家が含まれる	広範なアクセス（金融プロモーションには一定の制限あり）
発行体の裁量	発行体が株式の取引時期を決定、投資家や価格の制限も要求可能	なし	なし

（出所）FCA, “[CP24/29: Private Intermittent Securities and Capital Exchange System: Sandbox Arrangements](#),” December 2024, p. 8 より大和総研作成

⁸ 森駿介・横山淳「非上場会社のエクイティファイナンス・1 今日意義と制度改正」『旬刊商事法務』No. 2380（1月25日号）、2025年1月、12-18ページ、参照。

(1) 開示制度

相対的にリスクの高い非上場株式の取引において、幅広い投資家が適切な情報を基に投資判断を行うには、開示制度が重要となる。そこで、FCA は PISCES の運営会社に対し、企業に「コア開示情報」の提供を要求するよう提案している。コア開示情報とは、プライベート市場での取引において通常求められる情報を反映させたものである。具体的には、財務状況や主要株主に関する詳細、事業または収益性の持続可能性に関する情報などが含まれる。コア開示情報は、投資判断に必要な基本情報を提供しつつ、企業にとっても開示の負担が少なくなるように設計されている⁹。

また、コア開示情報の提供だけでは PISCES 市場の効率的かつ効果的な機能が満たされない場合、運営会社による追加情報の開示取り決めが提案されている。追加情報の開示取り決めとしては、投資家の投資判断に関連すると考えられる追加情報の一般的な開示を求める「スーパースーパーモデル」や、企業が投資家の要求に応じて情報を提供するように促進する「アスクモデル」が例示されている。FCA の市中協議文書は、スーパースーパーモデルの義務化についてフィードバックを要請しており、PISCES サンドボックスの実行時にはスーパースーパーモデルが優先的に選択される可能性もある¹⁰。

さらに、FCA はコア開示情報および追加情報の開示に加えて、コア開示情報の省略や提供範囲に関する規則も提案している。たとえば、情報の開示が企業の正当な利益を損なう場合や、他の当事者との契約上の取り決めが情報の開示を妨げる場合は、コア開示情報の省略が許される。また、開示情報は一般には公開されず、PISCES での取引イベントが終了するまでの期間に限り、参加投資家だけに提供される¹¹。

なお、FCA は PISCES を機関投資家やプロ投資家、一部の個人投資家を対象とした「買い手自己責任」市場と位置づけている。それゆえ、FCA は PISCES の運営会社に対し、企業が開示規則を遵守しているかどうか監視するよう期待しながらも、開示の内容そのものを精査することまでは求めている¹²。

(2) 取引イベントの管理

FCA は PISCES 参加企業に対し、取引や情報開示に関して一定の制御権を持たせつつ、市場の健全性と投資家保護を確保しようとしている。その方策として、PISCES では企業が株式の最低価格や最高価格（価格パラメータ）を設定できるようにすることが提案されている。これにより、企業は資金調達コストや投資家のインセンティブに直結する株式の評価を制御できる。価格パラメータの設定は、一般的な取引所規則では認められておらず、PISCES 独自の特徴とな

⁹ FCA, *op. cit.*, pp. 18-22.

¹⁰ *Ibid.*, pp. 22-25.

¹¹ *Ibid.*, pp. 26-28.

¹² *Ibid.*, pp. 29-30.

る¹³。

FCA の草案では、PISCES 参加企業が株式を購入できる人に制限を課すことも可能となっている。これにより、企業は競合他社の排除や取引数量の制限など、正当な商業的利益に基づいて自社株へのアクセスを制限できる。ただし、すでに投資家が保有している株式の売却に対して、新たな制限を課すことはできない¹⁴。

先述のとおり、PISCES は「買い手自己責任」市場であるため、PISCES の運営会社は企業の開示を適切に監視し、利益相反のリスクを軽減する義務こそ負うものの、価格パラメータの具体的な数値やその合理性を確認する必要はない。PISCES で取引する投資家は、企業の開示情報を基にリスクを判断する責任がある¹⁵。

また、PISCES は英国金融商品市場規則（UK MiFIR）の定義する取引所ではないため、公正で秩序ある取引を確保するための透明性要件も適用されない¹⁶。もっとも、一般的なプライベート市場の二者間取引とは異なり、PISCES では複数の異なる買い手と売り手の間で多面的取引が行われる。そこで、FCA は PISCES の運営会社に対し、透明性に関する諸規則を実施するよう求めている。具体的には、現在の入札価格と提示価格、市場の深さ（買い注文と売り注文がどれだけ存在するか）、取引の識別情報、価格、量、時間などを可能な限りリアルタイムで提供し、加えて過去の取引データも保持・開示することが要求されている¹⁷。

(3) 市場操作と監視

UK MiFIR の定義する取引所とは見なされない PISCES の法的枠組みには、相場操縦やインサイダー取引を規制するための MAR や取引報告制度は含まれていない。2024 年 3 月の英財務省案では MAR が採用されていたが、MAR に従うにはすべての潜在的なインサイダー情報を特定の上、開示する必要があり、企業や投資家、仲介業者にとって過度な負担になるとのフィードバックを受けて外された¹⁸。

代わりに、FCA の草案は、PISCES の運営会社が市場操作のリスクを軽減するための規則と取り決めに制定するよう要求している。具体的には、取引のパターンや異常な取引活動を監視するシステム、異常な価格変動が発生した場合に取引を一時停止する取引制限措置、市場操作を行った市場参加者に対する懲戒措置などの導入が挙げられている。また、PISCES のガバナンスは運営会社だけに委ねられるわけではなく、FCA も定期的なレビューやエンフォースメントを通じて、運営会社による規制と取り決めに適切に機能しているかを監督するとされている。ただ

¹³ *Ibid.*, pp. 33-36.

¹⁴ *Ibid.*, pp. 37-41.

¹⁵ *Ibid.*, pp. 36-37.

¹⁶ 市場の透明性とは、取引に関する情報（買い気配値と売り気配値の提示や実際に約定した個々の取引全部の価格と出来高など）がリアルタイムで公開される程度として定義される（IOSCO, “[Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation](#),” May 2017, p. 11）。

¹⁷ FCA, *op. cit.*, pp. 44-46.

¹⁸ HM Treasury, “[Private Intermittent Securities and Capital Exchange System \(PISCES\) Government response](#),” pp. 9-10.

し、PISCES にはインサイダー取引を規制する制度はなく、PISCES 参加企業の従業員など一部の投資家が他の投資家より多くの情報を持っている場合でも、その情報を基に取引することが禁止されない¹⁹。

3. PISCES における投資家保護

PISCES は未検証の新しい取引プラットフォームであり、投資家が予期しないリスクにさらされる可能性がある。とりわけ個人投資家が PISCES で取引する際には、従来の非上場株式への投資と同様のリスクが伴う。たとえば、PISCES 株式は断続的な取引イベントでのみ売買されるため、上場株式よりも流動性が低い。また、コア開示情報の規則や追加情報の開示取り決めを設けるとはいえ、PISCES 企業の開示情報は上場企業よりも限定的であり、投資家自身での調査が求められる。さらに、PISCES で取引されるのは成長段階にある非上場企業の株式であり、その価値の評価は難しいため、投資資金の全損リスクも相対的に高い²⁰。

PISCES で取引する個人投資家は、前年度の年収が 10 万ポンド以上または前年度の純資産が 25 万ポンド以上の高所得者や、過去に非上場株式への投資経験がある等の条件を満たした「投資判断能力のある」者²¹、PISCES 参加企業の役員・従業員などに限られるとはいえ、これらのリスクから投資家を保護するための適切な規制が必要である。そこで、FCA は投資家保護のための手段・方策を提案している（図表 2）。

図表 2 PISCES における投資家保護の手段・方策

①	投資インセンティブの禁止	✓ 友人紹介ボーナスや新規加入キャンペーンなどの投資インセンティブを禁止し、消費者が不当に影響を受けないようにする
②	リスク警告	✓ PISCES 株式のプロモーションには、明確かつ目立つリスク警告を含める ✓ リスク警告には、全額損失への言及やリスク概要へのリンクが記載されるべきである
③	投資家の分類	✓ 金融機関は、PISCES 株式を購入する個人投資家が適格な「PISCES 投資家」であることを確認する
④	適格性評価	✓ 個人投資家の知識や経験を考慮し、その投資が適切であるかどうかを評価する ✓ 個人投資家がリスクを理解しているかどうかを確認する
⑤	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、少なくとも 24 時間の猶予を設け、意思決定の時間を十分に確保する

¹⁹ FCA, *op. cit.*, pp. 55-58.

²⁰ *Ibid.*, p. 68.

²¹ 投資判断能力のある者とは、2005 年金融プロモーション命令 (FP0) の 50 条および 50 条 A で定義されているように、投資活動に伴うリスクの理解に十分な知識を有していると申告した個人投資家を指す。

⑥	記録保持	✓ 金融プロモーションや適格性評価に関する適切な記録を保持する
---	------	---------------------------------

(出所) FCA, *op. cit.*, pp. 70-76 より大和総研作成

4. 日本への示唆

PISCES 設立の背景となった上場企業や IPO の減少は、英国に限られた潮流ではない。非上場株式への投資が活発な米国では 2010 年代半ば以降、IPO の件数が減少する一方で、ユニコーンと呼ばれる企業価値 10 億ドル以上の非上場企業が増加した。それに伴い、非上場株式の流動化ニーズに応えるべく、ナスダック・プライベート・マーケットをはじめとする複数の非上場株式取引プラットフォームが整備されている²²。

翻って日本では、すでに制度的には PTS を通じた非上場株式の取引が可能となっているものの、実際に非上場株式を取り扱う PTS が開設された例はない。しかし、スタートアップが十分な事業成長を遂げないまま小規模で上場する「スモール IPO」が問題視される中で、IPO に依らないかたちでのスタートアップの成長支援や投資家の資金回収機会の拡大も求められよう。それゆえ、2024 年の金融商品取引法改正による非上場株式等の流通規制緩和を経て、いよいよ日本でも非上場株式の流通市場が本格的に立ち上がると予想される。

その際に重要となるのは、規制緩和と投資家保護の両立であろう。言うまでもなく、非上場企業への投資はより高いリスクを伴うため、適切な投資家保護が必要不可欠である。しかし、上場企業に対する規制強化や上場に係るコストの増大が、株式の非公開化や IPO の見送りにつながってきたことを踏まえば、非上場株式の流通市場に公開市場の基準を持ち込むことも本末転倒となる。実際、先述のとおり、PISCES の初期計画では MAR の適用が想定されていた。しかし、パブリックコメント後の草案では、コスト面での懸念から、PISCES の運営会社が市場操作のリスクを軽減するための規則と取り決めに制定することに変更された。その結果、PISCES 参加企業の負担はコア開示情報と追加情報の開示にとどめられた一方、PISCES では他の証券取引所の金融商品に影響を及ぼさない限り、インサイダー取引が規制されないこととなった。それでもなお、FCA の草案では規則が過剰であり、規制すべきは個人投資家の参加のみであるとの意見も存在する²³。

いずれにせよ、規制緩和と投資家保護のバランスを探る試みは、PISCES サンドボックスでも続くであろう。日本における非上場株式の流通市場を設計する上でも、PISCES の試験運用が注目される。

²² 日本証券経済研究所『図説 アメリカの証券市場 2025 年版』2025 年、136 ページ。

²³ Edwin Richards, “[How should PISCES be regulated?](#)” Updated February 20, 2025.