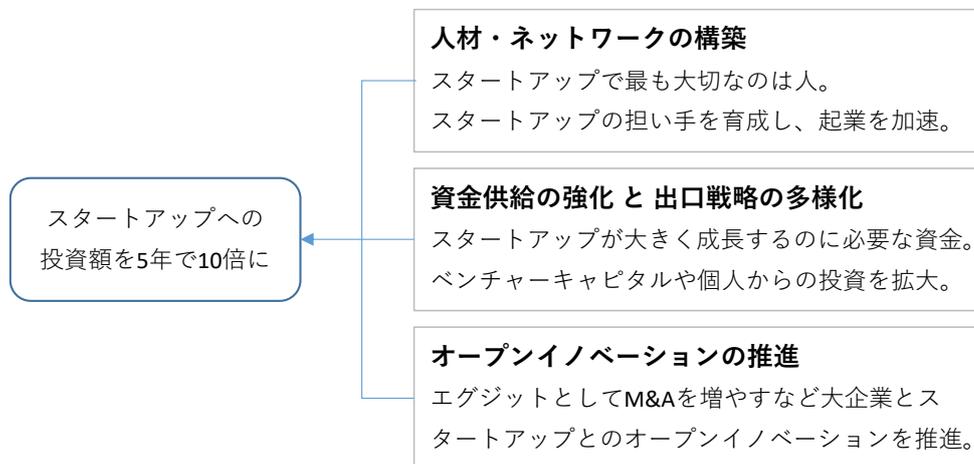


(資産運用)：求められる非上場株式の流通活性化

金融商品取引法の改正により、非上場有価証券の仲介業務への参入条件が緩和された。規制緩和により非上場株式の流通活性化が期待される。非上場株式の流通市場の整備により、投資家は投資資金回収の機会を得られる。また、非上場株式の取引市場の発展はスタートアップの資金調達方法の選択肢を広げ柔軟な成長を促進すると期待される。

2022年11月、政府はイノベーションやスタートアップを継続的に生み出す環境であるスタートアップエコシステムの構築を目指し「スタートアップ育成5か年計画」を決定、その実現に向けて様々な施策を行っている。スタートアップ育成5か年計画では、人材、資金、オープンイノベーションを計画の柱として、スタートアップへの投資額を5年で10倍にする目標を掲げている(図表1)。

図表1 スタートアップ育成5か年計画の三つの柱



(資料) 経済産業省「スタートアップの力で社会課題解決と経済成長を加速する」

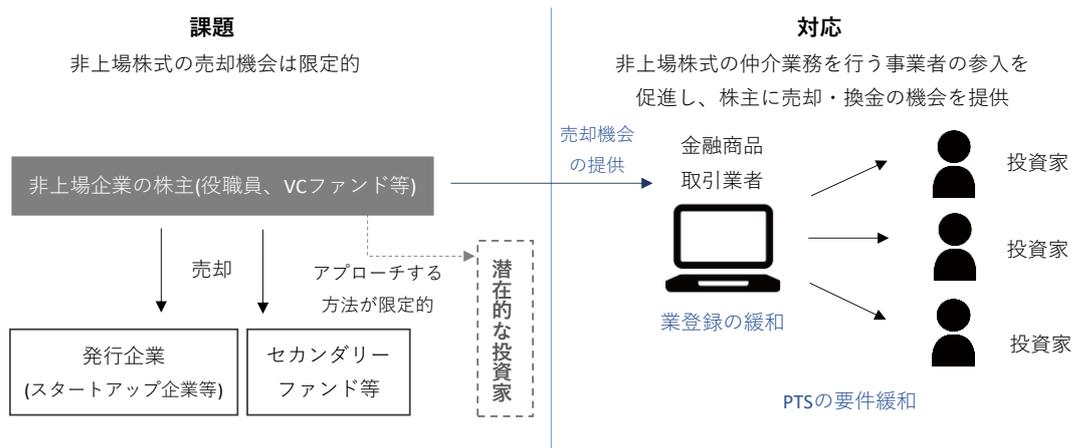
今年5月には、その一環として金融商品取引法の改正が行われ、非上場株の取引を促すことを目的として非上場有価証券の仲介業務の参入要件が緩和された。改正法では、私設取引システム(PTS)の運営業務について流動性の低い非上場有価証券のみを扱う場合、認可を要さず第一種金融商品取引業の登録により行うことができることとなった。

こうした非上場株式の流通の規制緩和を背景に、民間でも非上場株式の流通に向けた取組みが活発化している。スタートアップの資金調達業務と投資家の投資先管理を効率的に管理するプラットフォームサービスを提供するスマートラウンドは、非上場株式の売買を仲介するプラットフォームを提供すると発表したⁱ。この他、数社が非上場株式の売買仲介事業に参入している。

米国では、「ナスダック・プライベート・マーケット」など複数の非上場株式の流通市場があり、プラットフォーム上での非上場株式の取引が行われている。一方で、日本ではこうした非上場株式の流通市場は存在せず、非上場株式の取引は限られている。しかし、今回の規制緩和とこれを契機としたプラットフォームの提供により非上場株式の流通活性化が期待される。

また、こうした非上場株式の流通市場の整備は、日本でのスタートアップの成長を促すことも期待される。現状、日本ではスタートアップが事業成長が不十分で小規模な状態で上場する「スモール IPO」が多いことが課題の一つと言われている。これには複数の要因が背景にあるが、スタートアップに出資する投資家が投資資金を回収するには IPO が必要となることがその一つとなっている。上場後は株式の売買は容易になるが、短期保有の株主が増え長期的な展望よりも短期での売上高や利益で評価される状況に陥る恐れがある。非上場株式の流通市場の整備によって投資家に資金の回収機会を得られることで、スタートアップは上場を急がずに非上場での長期的な成長を目指しやすくなると期待される(図表 2)。

図表 2 非上場有価証券の流通活性化



(注)セカンダリーファンドとは、主に既に発行された非上場株式に投資するファンドを指す。

(資料) 日本証券業協会「『私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則』等の一部改正(案)に関するパブリックコメントの募集について」

世界では、創業から上場までの期間は長期化する傾向があり、スケールの大きい事業成長を目指すスタートアップが増えている。人工衛星によるインターネット通信や宇宙船の打ち上げなど宇宙関連事業を行う米国のスペースXは2002年の創業から22年が経過しているが、超長期を見据え、さらなる成長を目指し現在も非上場を継続している。

また、非上場株式の取引が行いやすくなることはスタートアップの従業員にとっても恩恵がある。スタートアップでは従業員等に対して、あらかじめ定められた価格(権利行使価額)で自社株を取得できる権利であるストックオプションの付与が行われる場合があるが、現状では上場しない限り売却による現金化は難しい。このため、スタートアップの事業が成長し、ストックオプションの価値が高まっても従業員は必要な時に現金を得ることができない場合がある。流通市場が整備されることでストックオプションの現金化を行いやすくなる事が期待される。これは従業員の生活資金などお金の不安を解消し、スタートアップで働きやすい環境を整備することにつながる。

非上場株式の取引市場の発展は、スタートアップの上場・非上場の形態や資金調達方法の選択肢を広げ柔軟な成長を促進すると考えられる。ただし、非上場株式には上場株式とは異なる性質やリスクもあり、適切な制度設計による投資家保護や取引基盤の整備が必要だろう。今後のスタートアップエコシステムの確立に向け、日本の非上場株式流通市場の発展に期待したい。

(原田 哲志)

¹ 日本経済新聞、「未上場株流通、新興が参入 規制緩和でネット売買仲介」、2024年9月4日