

アナリストの眼

ユニコーン創出に向けた未上場株セカンダリー市場の制度整備

【ポイント】

1. 日本のスタートアップエコシステムは、ユニコーン創出数が少なく、国際的に見て「高さのある企業」が育ちにくい構造にある。
2. 未上場株セカンダリー市場の整備が、流動性不足と成長資金の目詰まりを解消する鍵となる。
3. 数多くのユニコーンを創出するには、制度整備だけでなく、セカンダリー取引を活用した資金循環が実際に回り始めることが不可欠である。

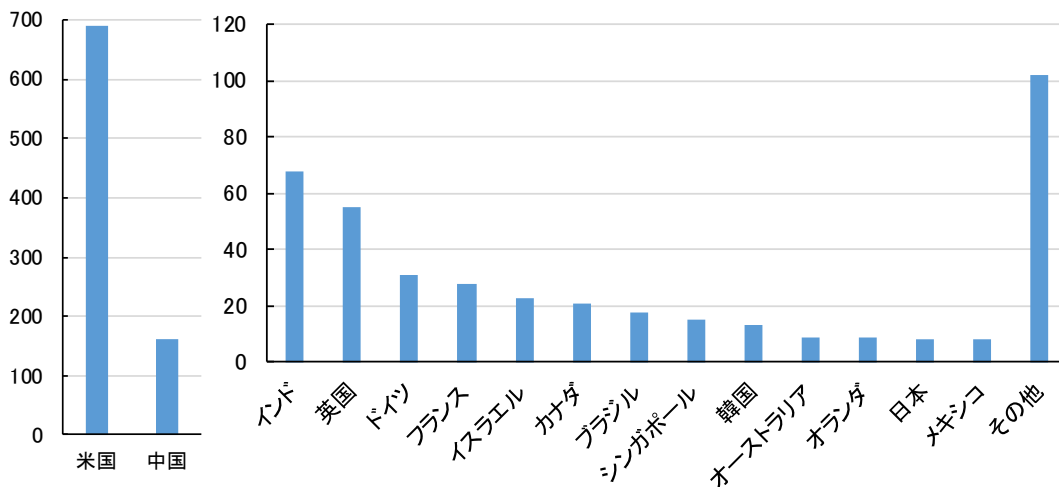
1. 数字で見るスタートアップの「高さ」の差

スタートアップ政策を論じる際には、スタートアップへの資金供給量に注目が集まりやすい。しかし、大きく成長する企業、いわば「高さ」のあるスタートアップが継続的に生まれるためには、資金供給量の増加だけでは不十分であり、資金が十分に循環する市場の存在が不可欠である。

スタートアップの「高さ」を測る代表的な指標として、企業価値 10 億ドル以上の未上場企業であるユニコーンの数が挙げられる。2022 年に岸田政権が掲げた「スタートアップ育成 5 か年計画」でも、将来目標として「ユニコーン 100 社創出」を掲げ、出口（イグジット）戦略の多様化を含むスタートアップエコシステムの形成を目指している。

しかし、国立研究開発法人 NISTEP（科学技術・学術政策研究所）によると、2007 年～2024 年の国・地域別ユニコーン累計数は、米国 690 社、中国 162 社に対し、日本は 8 社にとどまっており、英国 55 社、ドイツ 31 社、シンガポール 15 社、韓国 13 社といった国々と比較しても、日本は絶対数で見劣りしている（図表 1）。

図表 1. 国・地域別ユニコーン企業数（2007～2024 年の合計）



（出典）文部科学省 科学技術・学術政策研究所、「科学技術指標 2025」を基に、フコク生命が加工・作成

2. なぜ「上場がゴール」になりやすいのか

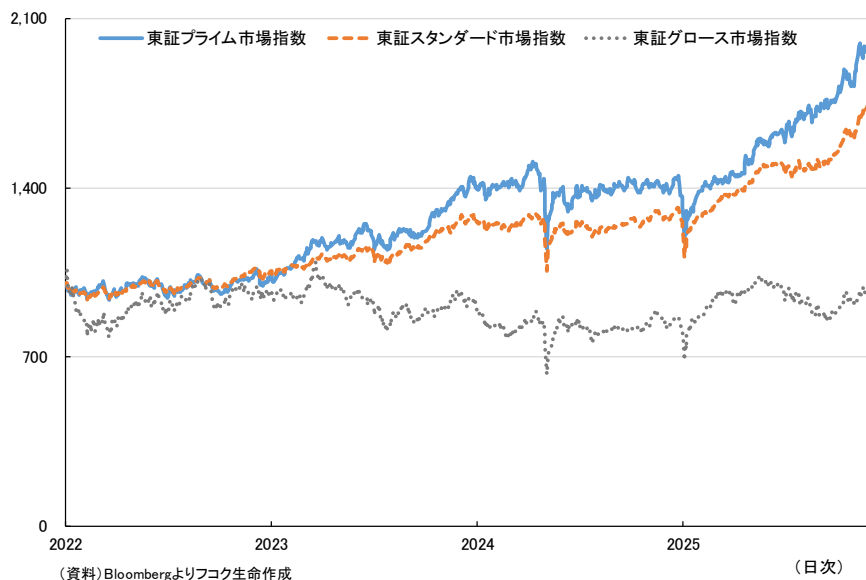
日本のスタートアップエコシステムが抱える代表的な課題として、本来目指すべき中長期の事業成長ではなく、短期的な IPO（新規株式公開）そのものが目的化し、上場時をピークに成長が鈍化してしまう、いわゆる「上場ゴール」の問題がある。

スタートアップ投資は未上場株式投資であり、事業の不確実性や情報の非対称性、市場未発達による低流動性といった特性を有し、換金機会が限られやすい。これは VC ファンド¹等の投資家だけでなく、発行体であるスタートアップや、従業員・創業者などの既存株主にも影響を及ぼす。具体的には、投資家にとっては投資回収の見通しを立てにくく、発行体にとっては成長投資の選択肢が狭まり、従業員・創業者等にとっては保有株式の流動性が限られるため、成長途上であっても流動性確保のために上場を急ぐインセンティブが高まり、上場ゴールが短期的な最適解となりやすい。

スタートアップの主要なイグジット先であるグロス市場では、上場審査基準が低く、ファンド満期を迎えた VC ファンドがイグジットのために上場を急ぐことから、小規模のまま上場する企業が多い。小規模上場企業は時価総額の小ささゆえに機関投資家の投資対象外となりやすく、公募増資等によるエクイティファイナンスを活用しづらいため、成長投資が行われず、上場後の成長が停滞する傾向にある。

実際、グロス市場上場企業の約半数は足元の時価総額が IPO 時を下回っており、東証グロス指数もプライム・スタンダード指数に比べて低迷している（図表2）。これらの構造的課題をスタートアップの意識改革のみで解決することは難しく、未上場市場と上場市場を“地続き”で捉え、投資・回収・再投資のサイクルで資金が循環する市場環境の整備が求められている。

図表2. 東証プライム・スタンダード・グロス指数



3. 東証グロス市場の課題と上場維持基準の見直し

2025年9月、東京証券取引所は、グロス市場の上場維持基準の見直しを公表した。従前の「上場10年経過後・時価総額40億円」から、新基準では「上場5年経過後・時価総額100億円」へと大幅に引き上げられており、上場企業に対する成長インセンティブ付与や、M&Aを含む新陳代謝促進に向けた市場環境整備が進んでいる。

¹ 機関投資家・事業会社・個人投資家などから資金を集め、成長が期待されるスタートアップに出資し、企業価値の上昇益獲得を狙うファンド。

4. 未上場株セカンダリー市場の整備

上場ゴールの背景にある「低流動性」と「成長資金の目詰まり」を解消するには、上場市場改革と並行して、未上場市場そのものの制度整備を進める必要がある。経済産業省や金融庁は、プライマリー（発行）市場からセカンダリー（流通）市場までを“地続き”で改革する方針を示しており、プライマリー市場に関してはその具体的な方策について、詳細の説明は紙面の制約から本稿では割愛するが、届出免除基準の見直し、少額募集における開示制度の整理、私募のあり方の再検討などが議論されている。

未上場株セカンダリー市場整備の狙いは、単に「売買の場を作る」ことではなく、成長途上の未上場段階でも投資家・従業員・創業者などが必要に応じて流動性（換金機会）を得られるようにし、資金循環を太くすることである。日本証券業協会はセカンダリー取引を、①VC ファンド等が保有株を売却する「株主主導型」、②創業者・従業員等が保有株を売却する「発行体主導型」に整理しているが、前者は投資家の投資回収手段を広げ、後者は既存株主の流動性を高める効果がある。さらに、VC ファンドへ資金を供給する投資家にとっても、投資回収の円滑化によりアセットクラスとしての VC ファンドの魅力が高まり、ひいてはスタートアップへの資金供給量増加につながる。

未上場株セカンダリー取引の受け皿としては、PTS（Proprietary Trading System、私設取引システム。東証等の証券取引所を経由せずに株式等を取引する仕組み。）が焦点となる。金融庁は PTS の規制要件を取引規模に応じて緩和する方向で議論を進めるほか、特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）の整備を踏まえ、PTS で特定投資家向け有価証券を扱えるよう制度設計を検討している。セカンダリー市場の活性化と投資家保護の両立が求められるところであり、情報の非対称性が大きくなりやすい未上場株式においては、勧誘対象、情報提供、審査実務の設計が市場の信頼性を左右すると言える。適切な制度枠組みが整えば、セカンダリー取引の成立可能性は高まり、市場規模の拡大も期待される。

経済産業省も、未上場株セカンダリー市場の制度整備を進め、未上場から上場後まで途切れない成長を後押しする重要性を指摘している。セカンダリー市場が拡大し、スタートアップが成長の過程で適切な流動性を得られるようになれば、上場を急ぐインセンティブが弱まり、中長期的な視点のもとで未上場のまま規模拡大を図る戦略が取りやすくなる。この方向性こそが、「高さ」のあるスタートアップの成長支援に直結する。

5. 「上場ゴール」を解消し、成長の選択肢を増やせるか

もともと、未上場株セカンダリー市場は制度整備だけでは定着しない。制度はあくまで出発点であり、「スタートアップ育成 5 年計画」が掲げるユニコーン 100 社創出という目標に近づくためには、未上場株セカンダリー取引が実際に活用され、投資→回収→再投資の循環が太く回り始めることが不可欠である。

金融庁・経済産業省は、スタートアップエコシステムの関係者が同じテーブルにつき、目指す姿を共有する場としてラウンドテーブルを設置した。今後はこうした対話の枠組みも活用しつつ、「流動性の拡充」「投資家保護」「現場の実務負担」という三つの要請をいかに最適化するかが焦点となる。

「高さ」のあるスタートアップを数多く生み出すエコシステムの形成には、未上場株セカンダリー取引が資金循環の要として根付くことが不可欠となろう。