

# TOKYO PRO Marketの概況と今後の課題



東京証券取引所

上場推進部長 **荒井 啓祐**  
 上場推進部課長 **滝口 圭佑**

## 1. はじめに

TOKYO PRO Marketの母体となるTOKYO AIMは、2008年の改正金融商品取引法により導入された「プロ向け市場制度」に基づき、株式会社東京証券取引所グループとロンドン証券取引所の共同出資により創設された株式会社TOKYO AIM取引所による運営マーケットとして、2009年6月に開設された。国内外の企業に従来の金融商品取引市

場（以下「一般市場」という。）にはないメリットを提供すること、プロ投資家に新たな投資機会を提供すること、ひいては日本の金融市場の活性化並びに国際化を図ることを目的とし、機動性・柔軟性に富む市場運営の実現を目指しており、2012年7月からはTOKYO PRO Marketとして、TOKYO AIMの市場コンセプトを継承し、株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）が市場運営を行っている。

本稿では、東証へ移管後約11年を経過したTOKYO PRO Marketの制度や上場会社の特徴、市場の活用方法について解説するとともに、今後の課題についても紹介する。なお、本稿中の意見に係る部分は筆者の見解であり、筆者が所属する組織の見解ではない。

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 制度の特徴
3. 上場会社の状況
4. 市場の活用方法
5. 今後の課題

## ■ 2. 制度の特徴

### (1) プロ投資家

特定取引所金融商品市場であるTOKYO PRO Marketは、金融商品取引法及び東証の規則において、特定投資家等を除く一般投資家の買付けが禁止されている。買付け可能な投資家は「特定投資家等（いわゆる「プロ投資家」）」と呼ばれ、大きくは特定投資家と一定の非居住者に分類される。更に特定投資家は、法令によって特定投資家として定義される者と、一定の条件を満たした上で、証券会社に届け出ることによって特定投資家に移行することができる投資家（いわゆる「みなし」特定投資家）に分類される（図表1参照）。なお、特定取引所金融商品市場においては、一般投資家の売付けは禁止されていないため、上場前から株を保有している一般投資家がTOKYO PRO Marketにおいて、保有する株式を売却することは可能である。

### (2) J-Adviser制度

TOKYO PRO MarketはAIM市場のNominated Advisers（通称Nomads）制度を参考にした「J-Adviser制度」を採用しており、東証は一定の資格要件を満たし、資格を認証したJ-Adviserに対して特定業務（上場又は上場廃止に関する基準又は上場適格性要件に適合するかどうかの調査など）を委託している。J-Adviserは担当する上場会社に対して、

上場前の適格性の調査確認や上場後の適時開示の助言・指導、上場維持要件の適合状況の調査を実施する。J-Adviserの資格要件として、業務を行うための十分な経験と高い知見を有するJ-QS（Qualified Specialist）を3名以上確保しなければならないという規定があるが、担当会社に対して質の高いサービスを提供し、また指導力を発揮するためには、十分な人的リソースを有する必要があるという考え方に基づくものである。

2024年3月末現在、18社がJ-Adviser資格を有している（図表2参照）。一般市場の新規上場における主幹事業経験を有する証券会社だけでなく、ディスクロージャー支援やM&A仲介、IPOコンサルティングを行う事業会社のほか、直近では銀行が資格を取得し、幅広い業種の会社がそれぞれの事業上の知見を活かした活動を行っている。

### (3) 上場基準

プライム市場やスタンダード市場等の一般市場においては、市場のコンセプトに合わせ、株主数・流通株式・利益の額等の上場基準（いわゆる形式基準）が規定されているが、TOKYO PRO Marketにおいては形式基準を設けていない（図表3参照）。これは、買付け可能な投資家がリスク許容度の高い特定投資家等に限定されていることを踏まえ、柔軟な制度設計が可能となっているためである。一方で、コーポレートガバナンスや内部管理体制等に関する上場適格性要件（いわゆる実

(図表1) 特定投資家等の具体例

<ul style="list-style-type: none"> <li>適格機関投資家（金融機関など）、国、日本銀行</li> <li>上場会社、資本金5億円以上の株式会社</li> <li>日本国内に住所を又は居住を持たない個人、法人</li> </ul>
<b>証券会社に申し出をし認められた場合</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>非上場かつ資本金5億円未満の株式会社</li> <li>一定の要件に該当する個人</li> </ul>

(図表2) J-Adviser一覧（2024年3月末時点）

(株)アイ・アールジャパン アイザワ証券(株) SMBC日興証券(株) (株)SBI証券 (株)佐賀銀行 G-FAS(株) Jトラストグローバル証券(株) (株)ジャパンインベストメントアドバイザー 大和証券(株) 宝印刷(株)	(株)日本M&Aセンター 野村證券(株) フィリップ証券(株) (株)船井総合研究所 みずほ証券(株) 三田証券(株) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券(株) 名南M&A(株)
---	--

(図表3) TOKYO PRO Marketの上場基準の特徴

	TPM	一般市場
上場基準	形式基準：なし 実質基準：あり	形式基準：あり (株主数、流通株式等) 実質基準：あり
審査実施主体	<b>J-Adviser</b>	主幹事証券会社 + 東証
監査証明	最近 <b>1</b> 年間	最近 <b>2</b> 年間
内部統制報告書	<b>任意</b>	<b>必須</b>
四半期開示	<b>任意</b>	<b>必須</b>

---

質基準)に関する基準は規定しており、担当J-Adviserによる調査・確認が行われることとなっている。また、開示についても、一般市場の新規上場では通常最近2年間の監査証明が必要になるところ、TOKYO PRO Marketにおいては最近1年間の監査証明のみが求められるほか、上場後も内部統制報告書と四半期開示は任意となっている。

#### (4) プリンシプルベースの考え方に基づく運用について

東証はプリンシプルベースの考え方に基づいてTOKYO PRO Marketの上場制度を運用している。「プリンシプルベースの考え方」とは東証が市場運営にあたり「特定上場有価証券に関する有価証券上場規程の特例」における原則的な取扱いを定めた各条項の趣旨に従い、市場の透明性、公正性を確保する観点を踏まえ、個々のケースに応じた適切な判断を行いながら市場を運営するということを意味する。

### ■ 3. 上場会社の状況

#### (1) 上場会社数の推移

TOKYO AIM設立後はしばらく上場実績がなく、初めての新規上場は2011年6月となった。その後も新規上場が伸び悩む時期が続いたが、J-Adviserの増加と上場事例の積み上がりにより、増加基調に転じ、2017年以降は一貫して新規上場会社数が前年を上回って

いる(図表4参照)。2023年には32社が新規上場し、同年の国内市場別の新規上場会社数ではグロース市場に次ぐ数となっている。更に2024年3月末時点において、上場会社数は初めて100社を上回った。J-Adviserをはじめとする関係者からは、企業のTOKYO PRO Marketへの上場意欲は依然旺盛であるとの声が聞かれ、更に上場会社数が増加することが見込まれる。

#### (2) 上場会社の特徴

##### a.業種と地域

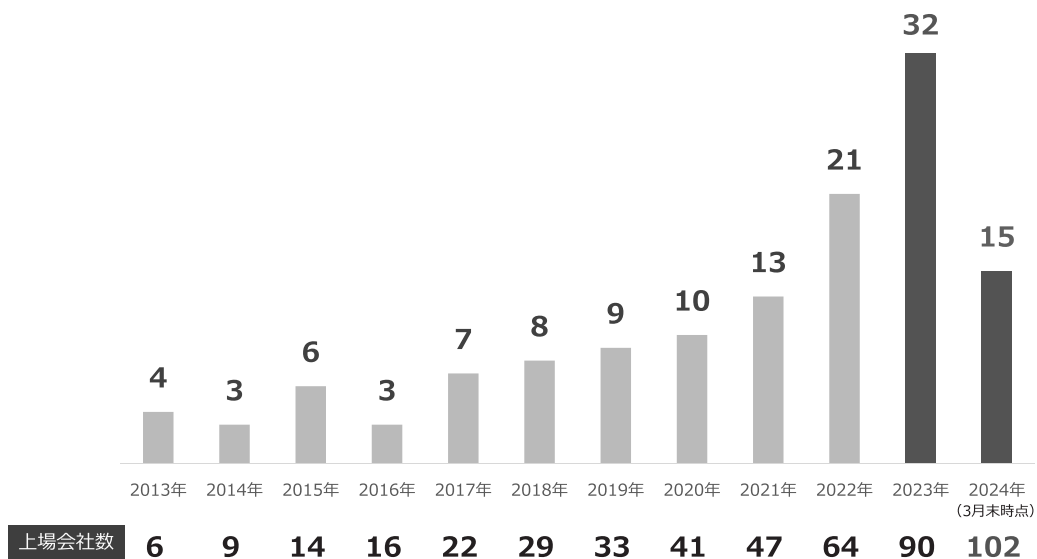
TOKYO PRO Marketの上場会社の業種については特定業種に分布の偏りが見られない(図表5参照)が、一般市場のうちIPOの中心市場であるグロース市場がいわゆるITベンチャー企業も分類される情報通信業・サービス業が約7割を占めているのとは対照的な構成となっている。

また、上場会社の本店所在地についても、国内一般市場における新規上場会社の約7割が東京に集中しているのに対し、TOKYO PRO Marketの新規上場会社の約6割は東京以外の地域に分散しているという特徴が見られる。

##### b.会社規模

2023年に東証市場に新規上場した会社の業績を市場別に比較すると、売上高、経常利益、純資産額のいずれの項目においても、TOKYO PRO Marketの会社はスタンダード市場とグロース市場より低くなっている(図

(図表 4) TOKYO PRO Marketの新規上場会社数の推移



(図表 5) 2023年新規上場会社の業種比較

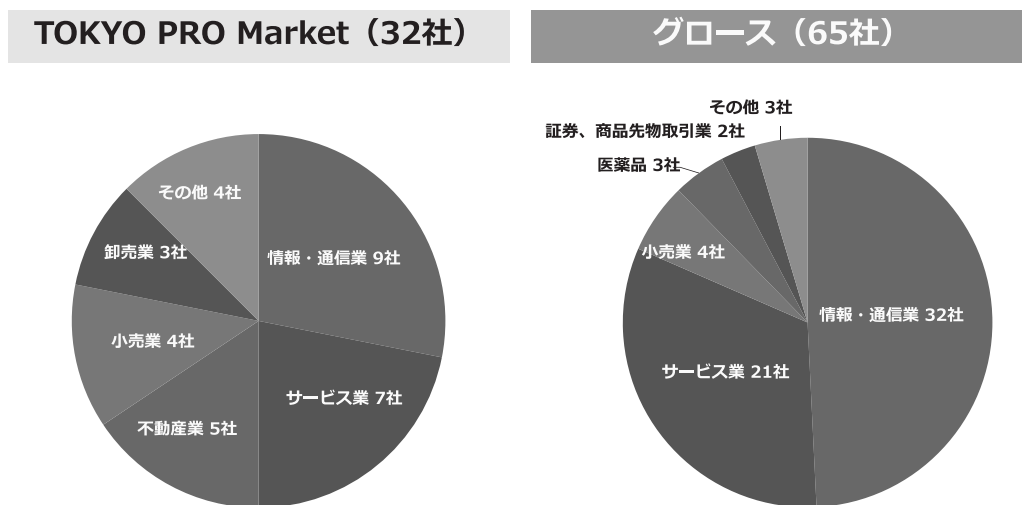


表 6 参照)。これは上場基準に形式基準がないため、他市場に比べ規模の小さい会社でも上場できるためであると考えられる。

次に、新規上場時の初値時価総額について

グロス市場と比較すると、業績や純資産額の差以上の乖離が見られるが、グロス市場は主幹事証券会社が高い成長可能性を有すると評価した企業が上場することから、相対的

(図表6) 2023年新規上場会社企業規模

市場	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; text-align: center;">           上段：最大値  <b>中段：中央値</b>            下段：最小値         </div>			
	売上高	経常利益	純資産の額	初値時価総額
TOKYO PRO Market	253億円 <b>15億円</b> 3億円	19億円 <b>1億円</b> ▲0億円	114億円 <b>4億円</b> 1億円	112億円 <b>12億円</b> 2億円
スタンダード	835億円 <b>71億円</b> 6億円	233億円 <b>7億円</b> 1億円	1,454億円 <b>34億円</b> 1億円	1,843億円 <b>100億円</b> 27億円
グロース	461億円 <b>25億円</b> 0億円	56億円 <b>1億円</b> ▲40億円	210億円 <b>11億円</b> 0億円	1,286億円 <b>130億円</b> 20億円

(注1)：1億円未満四捨五入

(注2)：IFRS採用企業については、「売上高」＝「売上収益」、「経常利益」＝「税引前利益」、「純資産の額」＝「資本合計」を記載

に高いバリュエーションで評価されていること等が要因と考えられる。

### c.株主数と社歴

TOKYO PRO Marketは新規上場時に必ずしも資金調達を行う必要がなく、株主数等の基準もないため、上場時に大半の会社はファイナンスを実施しておらず、上場後にも上場前の株主構成を概ね維持しているという特徴があり、約9割の会社が株主50名以下となっている(図表7参照)。

また、社歴については過半数の会社が15年以上で新規上場しており、新興のベンチャー企業以外の会社も相当数上場している。

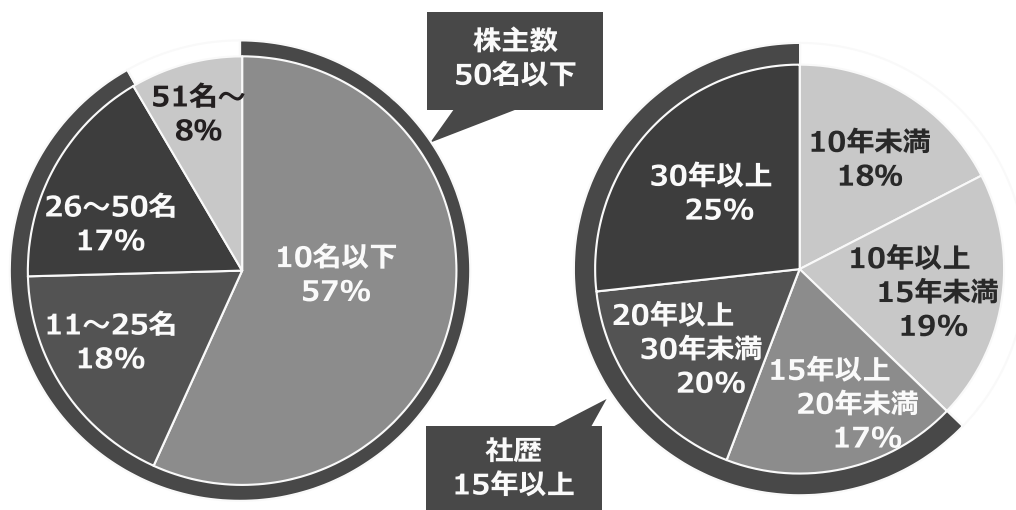
## ■ 4. 市場の活用方法

東証では、TOKYO PRO Marketに上場した会社の経営者へのインタビューを通じ、上場による目的と効果について以下のようなものがあることを確認している。

### a.知名度と信用力の向上

TOKYO PRO Marketのみならず、一般市場においても近年上場の目的として最も期待され、そして効果の実感も得られていると回答されているのが知名度と信用力の向上である。上場準備を通じ、上場適格性を備えたガバナンス・内部管理体制が構築されることに

(図表 7) 上場会社の株主数と社歴



(注 1) 上場直前期の数値データ

(注 2) 2012年~2023年に上場した会社を対象

加え、監査報告書が添付された発行者情報やその他の開示を通じ企業情報の透明性が高まることで、金融機関との関係強化や、取引先・販路の拡大、人材獲得における優位性が高まるといったメリットが享受できると言われている。特にTOKYO PRO Marketにおいては、労働力確保に課題を抱える東京以外の会社も多いことから、上場による人材採用力の向上を期待する経営者が多い。

#### b. M&Aによる外部成長又は事業承継

TOKYO PRO Market上場会社の経営者からは、上場することにより様々なM&Aに関する情報が寄せられ、条件交渉においても未上場時代に比べ有利に進められるとの声が寄せられている。実際の上場事例においても、上場前後に積極的なM&Aにより業容を拡大

させた事例や、オーナーが他社に保有株式を売却し事業承継を行った事例も出てきている。

#### c. 一般市場への経由上場

最近TOKYO PRO Marketへの上場目的として増えてきているのが、将来的なグロース市場等の一般市場への経由上場を見据え、ファーストステップとしてTOKYO PRO Marketを選択するケースである。一般市場への上場においては、ガバナンスや内部管理体制の整備、高い成長可能性や収益性を示すための事業成長といった課題のクリアに加え、新規上場時の市況という外部環境に左右される場合もあり、上場準備期間が想定外に長期化するケースもあると言われている。一方で、TOKYO PRO Marketは形式基準がな



---

く、上場時の資金調達も必須ではないため、まずはTOKYO PRO Marketへ上場し、事業基盤を固めながら次の市場へ移行するタイミングを見計らうということが可能であり、これまで10社が一般市場に經由上場を実現させている。

## ■ 5. 今後の課題

TOKYO PRO Marketは上場会社の企業活動において様々なメリットがあり、上場会社は増加し続けているが、市場の機能発揮に向けた課題も存在しており、今後東証として対応を検討する必要があると考えられる。

### (1) 流動性の改善

TOKYO PRO Marketについて最もよく指摘される課題として、取引に参加する特定投資家が少なく、流動性が極めて低い点が挙げられる。上場基準の特徴ゆえに、多くの上場会社の株主や経営者は上場前からの株主構成を概ね維持し、TOKYO PRO Marketにおいて自社株式の高い流動性を求めているという背景もあるが、一方で既存株主が何らかの理由で株式を売却する必要が生じた際に、買い手が見つかりづらいという問題や、第三者割当等による株式発行をする際に、現在の業績等から考えられる適正価格が過去ついた株価と乖離しており価格決定が難しいという問題等も指摘されている。こうした状況の改善には、特定投資家の増加と流通可能性の高い

株式の増加の両面の対応が必要と考えられる。

まず、前者については、「みなし」特定投資家へ移行可能な潜在的な投資家も含めたそもその絶対数が少ないという面もあるが、現時点においては特定投資家に移行することで取引可能な金融商品が限定的であり、投資家に移行するメリットが乏しいという課題が一因と考えられる。足元では、特定投資家は株式投資型クラウドファンディングにおいて1社あたり年間投資額の上限が撤廃されたほか、非上場会社の株式等を特定投資家向けに発行・流通させることを可能とする特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）が開始される等、特定投資家の投資の選択肢が広がっており、各制度の活用が特定投資家層の拡大に寄与することが期待される。東証としては、これらを取り扱う事業者と連携を進めながら特定投資家制度の周知等を進める必要があると考えている。

次に後者については、資金需要の旺盛な会社をTOKYO PRO Marketへ誘致し、新規上場時又は上場後の資金調達を通じた特定投資家である株主を増加させることが考えられ、J-AdviserやIPO関係者と協力しながらプロモーション活動を継続していくほか、既上場会社やその関係者に向け資金調達や企業成長に向けたサポートなどを行い、市場全体の投資対象としての魅力を高めていく取り組みも検討していきたい。



---

## (2) 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議における検討

東証は、2022年4月に一般市場の市場区分をプライム、スタンダード、グロースの3市場に再編したが、その後同年7月には「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を設置し、上場会社各社の中長期的な企業価値向上を支えていくための方策について継続的に議論を行っている。本会議における検討を踏まえ、2023年3月には、プライム市場、スタンダード市場の上場会社に向け「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を行う等の対応を実施しているが、それに並行して、スタートアップの高い成長の実現を支えていく観点から、グロース市場の機能発揮に向けた対応についても検討を進めている。

その対応にあたっては、グロース市場単独ではなく、非上場段階におけるスタートアップへの資金供給や株式の流通も含めたエコシステム全体を捉える必要があり、政府が掲げる「スタートアップ育成5か年計画」等とも協調しながら進めていくこととしているが、施策の一つとしてTOKYO PRO Marketの活用についても挙げている。過去のフォローアップ会議において、現在のTOKYO PRO Marketには流動性などの課題もあることから、現行制度にとらわれない抜本的な見直しを行う必要性を指摘する意見もあり、今後コンセプト・位置づけから検討を進めていくことも考えられる。 ▮