

## 第4章 株主コミュニティ制度とTOKYO PRO Market の新たな展開

### はじめに

本章では、株主コミュニティ制度と TOKYO PRO Market に焦点をあて、市場参加者へのインタビューを基に、最近の動向を紹介した上で、今後の課題を検討する。

株主コミュニティ制度は、「地域に根差した企業等の資金調達を支援する」こと、また TOKYO PRO Market は、「日本やアジアにおける成長力のある企業に新たな資金調達の場と他市場にはないメリットを提供する」ことを目的として設立されており、両者は地域活性化やベンチャー育成にとって、重要な役割を果たすものと期待されている。しかしながら、両者ともに周知性は低く、銘柄数などにおいて存在感にも乏しいのが実情である。

実際、上場会社数を見ると、東京証券取引所第一部2,066、第二部520、マザーズ244、JASDAQスタンダード706、同グロース41、TOKYO PRO Market 22（2018年2月5日現在）であり、株主コミュニティ制度22銘柄（2018年1月26日現在）と、東証一部が最も多く、二部以下は減少し、株主コミュニティや TOKYO PRO Market 銘柄は、合計しても40銘柄程度に過ぎず、東証一部の2%程度である。

このことは、市場構造が逆ピラミッドになっていることを意味しており、日本の人口構造同様、将来の証券市場の担い手が育っていないことを示唆しているだけでなく、現時点においても、資金調達意欲のある中小・ベンチャー企業に対して、証券市場が必ずしも十分な機能を提供していないことを意味してい

ると考えられる。

このような状況の中で、新しい展開や取組みも見られるようになってきている。

まず、2014年の金融商品取引法改正によって、投資型クラウドファンディングの利用促進が図られ、株式投資型クラウドファンディングを専門に取り扱う証券会社として、日本クラウドキャピタル、DANベンチャーキャピタルおよびエメラダが新規参入し、株式による資金調達事例が次々に現れている。このことは、株主コミュニティ制度の利用可能性が拡大していることを示唆している。

次に、TOKYO PRO Marketについても、新規上場銘柄は、2011年1銘柄、2012年2銘柄、2013年4銘柄、2014年3銘柄、2015年6銘柄、2016年3銘柄であったものが、2017年7銘柄と、徐々にではあるが、上場銘柄を増やしている。

さらに、同市場のJ-Adviserとして、東京本社の外資系証券のフィリップ証券と、沖縄県名護市に拠点を置いて活動する、OKINAWA J-Adviserが中心的な役割を果たしており、それぞれの特徴を生かした取組みを進めており、注目に値する。

したがって、本章では、株主コミュニティ制度およびTOKYO PRO Marketについて、最近の動向と取組みについて紹介し、その意義や課題を検討する。

## I 株主コミュニティ制度

### 1. 制度概要と市場の現況

日本証券業協会（日証協）は、非上場株式の取引制度として、グリーンシート銘柄制度を運営しているが、その銘柄数は年々減少しており、2004年末96銘柄から2017年末11銘柄に低下している。

その一方で、2013年12月、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」が公表され、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策の一つとして、非上場株式の取引・換金のための枠組みが取り上げられ、ここで「新たな非上場株式の取引制度」の創設が提言され、その制度については、「グリーンシート銘柄制度と同様、自主規制機関である日本証券業協会の自主規制規則に基づく制度として創設し、第一種金融商品取引業者が投資勧誘を行える範囲を、第一種金融商品取引業者が銘柄毎に組成・管理する「投資グループ」のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留めることが適当である<sup>1)</sup>」とされた。この審議会報告を受け、2015年金商法改正において、「新たな非上場株式の取引制度」が盛り込まれ、新制度は日証協の自主規制に基づいて運営されることと定められた。

これを受けて、2015年5月、日本証券業協会は「株主コミュニティ制度」を創設した。

この制度の要点は、①証券会社が非上場株式の「株主コミュニティ」を組成する、②当該株式に投資しようとする投資家はその株主コミュニティに参加する、③株主コミュニティを組成・運営する証券会社は、日証協による指定を受ける、④証券会社は株主コミュニティに参加している投資家に対してのみ勧誘可能、⑤株主コミュニティへの参加の勧誘不可、というものである<sup>2)</sup>。

同協会では、株主コミュニティの参加者としては、「その会社の役員、従業員、その親族、株主、継続的な取引先といった会社関係者のほか、新規成長企業等への資金供給により成長を支援する意向のある投資家や、地域に根差した企業の財・サービスの提供を受けている（又は受けようとする）ことから株主優待を期待する方などの非上場株式の取引意向のある方<sup>3)</sup>」を想定している。

また、同協会の資料では、株主コミュニティ制度の利用場面として、①地元企業（鉄道・バス会社など）の株主優待がほしい、②相続した非上場株式を売却したい、③非上場会社において事業承継を行いたい（同制度を利用して、証券会社を通じて事業承継を行う）、④非上場会社として資金調達を行いたい、

⑤株式投資型クラウドファンディングで発行された株式を取引したいという場面をあげている<sup>4)</sup>。

したがって、同制度は、必ずしも成長企業への資金調達だけを目的としたものではなく、2018年に廃止予定のグリーンシート銘柄制度の受け皿という側面もあると考えられるが、証券市場のすそ野の拡大を企図している制度ととらえることができる。

なお、この市場の約定数量および金額の推移は、以下のとおりである（図表4-1参照）。

**図表4-1 株主コミュニティ制度における証券会社別約定数量および金額の推移**

|       | 今村証券<br>(H27.8.28指定) |             | 島大証券<br>(H27.10.26指定) |             | みらい証券<br>(H28.6.17指定) |             | 計           |               |
|-------|----------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|-------------|---------------|
|       | 約定数量<br>(株)          | 約定金額<br>(円) | 約定数量<br>(株)           | 約定金額<br>(円) | 約定数量<br>(株)           | 約定金額<br>(円) | 約定数量<br>(株) | 約定金額<br>(円)   |
| 2015年 | 21,730               | 42,420,000  | 13,062                | 28,729,185  | -                     | -           | 34,792      | 71,149,185    |
| 2016年 | 157,214              | 298,557,900 | 188,086               | 142,456,862 | 6,000                 | 585,000     | 351,300     | 441,599,762   |
| 2017年 | 167,050              | 372,673,500 | 236,784               | 171,882,004 | 36,022                | 6,458,000   | 439,856     | 551,013,504   |
| 計     | 345,994              | 713,651,400 | 437,932               | 343,068,051 | 42,022                | 7,043,000   | 825,948     | 1,063,762,451 |

〔出所〕日証協のデータによる。

次に、同制度の売買回転率（株数ベース）は、以下である（図表4-2参照）。

**図表4-2 株主コミュニティ制度銘柄の売買回転率**

| 年     | 発行済株式数      | 回転率（%） |
|-------|-------------|--------|
| 2015年 | 311,450,739 | 0.01   |
| 2016年 | 314,998,359 | 0.11   |
| 2017年 | 318,306,959 | 0.26   |

（注）発行済株式数の計算については、一般に流通していない種類株は除いた。

〔出所〕日証協データと各社の開示書類より作成。

同制度の現状として、①約定数量・金額は増加しているものの、まだ低位にある。②売買回転率はかなり低位にある、③銘柄数も少ない、④参加者数が少ない銘柄が目立っている、という点が指摘できる。ただし、⑤株主コミュニ

ティとグリーンシートの売買代金を比較すると、ほぼ前者が後者を上回るようになってきている（図表4-3参照）。

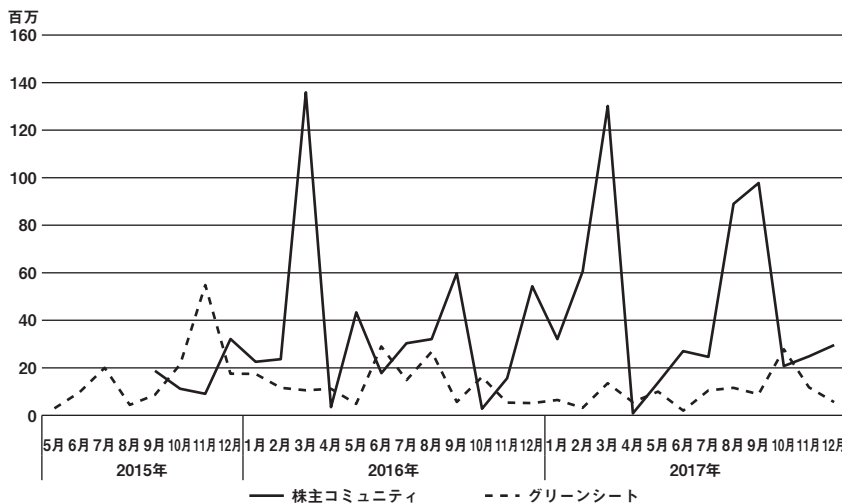
## 2. 証券会社

現在、この制度に関する取り組みを進めているのは、今村証券、島大証券、みらい證券の3社である<sup>5)</sup>。このうち今村証券とみらい證券にインタビューする機会を得たので、この2社の取り組みを紹介する。

### (1) 今村証券の取り組み

今村証券は、1921年創業、金沢市に拠点を置き、北陸3県に10店舗を展開するジャスダック上場の証券会社である。同社は、グリーンシート銘柄の取り組みにおいてパイオニアであり、長年の経験を有している。その背景には、同社がグリーンシート導入以前からいわゆる「青空銘柄」の取り組みを進めていたことがあげられる。北陸では、以前から非上場株式の取引が盛んで、北陸鉄

図表4-3 株主コミュニティとグリーンシートの売買代金の比較（単位：百万円）



〔出所〕日証協データによる。

道、富山地方鉄道、YKKなどの株式が取引されていた。特に、バスや電鉄会社の場合、株主優待として無料乗車券が交付されており、通学用として優待券が使えることから、子弟の高校進学を機に買付、卒業時に売付というパターンが多く見られた。また、地元銀行でも戦後の株式民主化運動の際に個人株主が増えたことから、相続などによる売却ニーズが生じたようである。さらに、北陸では戦後復興期に公益企業が設立される際、銀行融資が十分に受けられなかったことから、株式発行による資金調達が活発に行われ、これも流通市場を形成する要因となった。今村証券は、これらの非上場株の気配公表を行い、これが地元新聞に掲載された。同社はこのような青空銘柄での取組を基盤として、1997年にグリーンシート導入後は、積極的にグリーンシート銘柄、とりわけリージョナル銘柄について取組を進めた<sup>6)</sup>。

このような業務基盤を土台として、同社は株主コミュニティ制度の制度設計に関わってきた。

株主コミュニティ制度における同社の取り組みは、図表4-4の通り11銘柄である。

同社の指摘によれば、株主コミュニティ制度の課題は以下である。

図表4-4 今村証券の株主コミュニティ運営状況（2017年1月末公表分）

| 銘柄名           | 組成日        | 参加者数 |
|---------------|------------|------|
| 北陸鉄道株式会社      | 2015年8月28日 | 354  |
| 株式会社金沢名鉄丸越百貨店 | 2015年8月28日 | 9    |
| 北陸放送株式会社      | 2015年8月28日 | 3    |
| 富山地方鉄道株式会社    | 2015年8月28日 | 52   |
| 株式会社廣貫堂       | 2015年8月28日 | 3    |
| 北日本放送株式会社     | 2015年8月28日 | 2    |
| YKK株式会社       | 2015年8月28日 | 11   |
| 立山黒部貫光株式会社    | 2015年8月28日 | 15   |
| 株式会社福邦銀行      | 2015年8月28日 | 4    |
| 株式会社ホクコン      | 2015年8月28日 | 1    |
| 福井鉄道株式会社      | 2015年8月28日 | 1    |

〔出所〕日本証券業協会，<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/toriatsukai/index.html>

まず、銘柄によっては売買が低調であるため、流動性が低いことである。特に、売り注文はあっても買い注文が出てこないために売り手が延々と待たされることが多い。

次に、発行会社が新株発行に消極的であり、現在の北陸地方では、ほとんど発行市場はないに等しい状況だという。同社は、地元企業にアプローチしているものの、反応は芳しくないようである。この背景には、発行会社が株価の変動を好ましく思わないという点が指摘される。実際、過去の出来値よりも低い価格での売買については、発行会社が難色を示すことが多く、了解を取らねばならない場合が多い。その際、自社株の価格変動が露骨に忌避されることもあるという。

第三に、勧誘行為が禁止されていることも障害となっている。現在、コミュニティ参加者が著しく少数の銘柄もあるが、投資家が自発的に参加申し出するのを延々と待ち続けるしか手段がない。また、営業の現場では銘柄に関する説明と勧誘を截然と区別することは難しく、現場での対応には神経を使わざるを得ない。

以上のように、株主コミュニティ制度が非上場株式市場として機能するためには、まだまだ課題が多く残されているが、2016年末時点での累計売買金額は5億1274万円に達している。

## (2) みらい証券の取り組み

みらい証券株式会社は、1998年、日本アジア投資株式会社の100%子会社として設立された。設立当時の名称は、未来証券株式会社であり、2008年に現在の名称に変更している。同社は、創業者である今原禎治氏（名誉会長）のジャフコおよび日本アジア投資の株式上場の実績をもとに、日本におけるプライベート・エクイティ市場を育てるべく設立された。したがって、同社はプライベート・エクイティ業務のパイオニアとして、各ステージの企業に対して、成長資金を供給するとともに、資金調達や株主構成に関するアドバイザー業務を行っている。具体的には、アドバイザー／アレンジメント業務（M&Aア

ドバイザリー、公募・私募の資金調達アレンジメント、資本政策に関するコンサルティング、IPOコンサルティング、資産証券化やオフバランス化のアレンジメント)、未上場株式流動化/2次買取(未上場株式・社債の流動化サポート業務、セカンダリー投資ファンドの運營業務)、MBO/企業再生(資金提供・投資事業組合の組成、アレンジメント)、IPO(引受およびコンサルティング)、グリーンシート指定(グリーンシート銘柄の審査手続、届出、募集・売出、売買)、さらに株主コミュニティの運営である。

同社では、現在6社の株主コミュニティの取扱いを行っている。同社の取扱い銘柄は、図表4-5の通りである。なお、これら6社のうち、武井工業所はフェニックス銘柄、旅籠屋、三国商事および太陽毛絲紡績は、グリーンシート銘柄の指定を受けた経験を有しているが、他の2社はフェニックス銘柄およびグリーンシート銘柄以外の銘柄であり、この点が同社の特徴であり、実質的に初の株主コミュニティ運営会社であるという自負を持っている。

同社が株主コミュニティ制度の運営に取り組む背景として、日本の株式市場が構造的に逆ピラミッドになっていることがあげられる。ここでいう逆ピラミッドとは、東証1部の上場銘柄数に比して、ベンチャー市場とされるマザーズやジャスダック銘柄数はその半分程度となり、TOKYO PRO Marketや株主コミュニティ制度の銘柄数は、取るに足らない数字となっている。これは、アメリカや中国の市場構造がピラミッド型であり、裾野が広がっているのと対照的であることが指摘される。同社は、このような構造を少しでも変化させる

図表4-5 みらい證券の株主コミュニティ運営状況(2018年1月末公表分)

| 銘柄名        | 組成日        | 参加者数 |
|------------|------------|------|
| 株式会社武井工業所  | 2016年7月1日  | 257  |
| 株式会社旅籠屋    | 2016年9月23日 | 243  |
| 株式会社 Kips  | 2017年4月10日 | 32   |
| 日商平野株式会社   | 2017年6月1日  | 1    |
| 三国商事株式会社   | 2017年10月1日 | 61   |
| 太陽毛絲紡績株式会社 | 2018年1月22日 | 0    |

〔出所〕日本証券業協会、<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/toriatsukai/index.html>



ことを企図しており、その潜在的なニーズは十分存在すると判断している。

同社によれば、国内のベンチャーキャピタルの投資額は、欧米に比して少ないだけでなく、その投資先の約7割は上場できず、いわば「塩漬け」状態に陥っている。さらに、創業者や経営者に対して株式買戻しを要求するような場合さえ散見されるという。このような投資先企業が株主コミュニティ制度を利用すると、同制度の市場規模は飛躍的に拡大すると予想される。具体的には、各県で2社が同制度を利用すると、全国合計100社に達し、一定の存在感を持つようになる。さらに、この中から上場企業が出ると、投資家の注目度も高まるようになる。

同社では、株主コミュニティ組成によるメリットとデメリットを次のように

**図表4-6 みらい証券の提示する株主コミュニティ制度のメリットとデメリット**

|      | メリット   | デメリット   |
|------|--|---|
| 発行会社 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・資金調達ができる（募集、私募又は売出しも可）</li> <li>・公的な制度のもと、株式の流動化を行うことができる。</li> <li>・株主以外の会社のサポーターもコミュニティメンバーに参加できる。</li> <li>・譲渡制限があっても株主コミュニティが組成できる。</li> <li>・情報開示を株主コミュニティ内に制限できる。</li> <li>・新規株主に対し、反社会的勢力の排除はもちろんのこと、コミュニティメンバーも制限できる。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主コミュニティ組成に向けての審査料、年間運営手数料がかかる。</li> <li>・発行株式の譲渡制限がある発行会社では、譲渡承認手続きが増える場合もある。</li> <li>・株主コミュニティ参加者への情報開示の対応が必要となる。</li> </ul>   |
| 投資者  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・非上場株式の購入・売買の機会が増える。</li> <li>・運営会社（証券会社）がエスクローサービスを行うので、受け渡し事故がない。</li> <li>・未上場株詐欺にひっかからない。</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主コミュニティに参加するにあたり、口座開設料がかかる。</li> <li>・コミュニティに参加しても、すぐに株主になれない場合もある。</li> <li>・財産評価基本通達において、売買実例価額による方法（時価評価）に該当していない。</li> </ul> |

〔出所〕みらい証券株式会社「株主コミュニティ制度について」2017年9月、による。

まとめている（図表4-6参照）。

同社は、株主コミュニティの開始の手続について、次のように説明している。

- ① みらい証券による審査：実在性、財務状況、監査状況、法令順守状況など
- ② 反社会的勢力の排除：関係の有無、排除の仕組とその運営状況
- ③ 株主コミュニティ参加者への情報提供<sup>7)</sup>：有価証券届出書、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書、それらが無い場合、会社法に基づく計算書類及び事業報告、上記に加え、その他運営会員が必要と認める情報

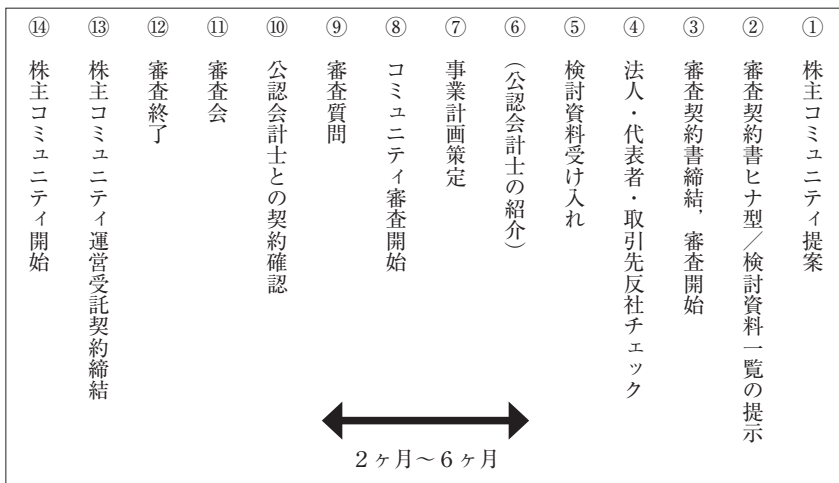
また、同社は、株主コミュニティにかかる主な費用と期間について、次のように説明している。同社は、これらの費用と期間は、TOKYO PRO Marketに比して、いずれも安価で、短期間と説明している

- ① 発行会社：初回審査料、年間運営手数料、審査期間 2か月～
- ③ 株主コミュニティ参加者：口座開設料 有料、取引手数料 無料、振込手数料 参加者負担

さらに、株主コミュニティ運営までのスケジュールについては、以下のよう

に説明している。

図表4-7 株主コミュニティ運営までのスケジュール



〔出所〕みらい証券、前掲

同社によると、証券会社として株主コミュニティを取り扱う際の課題として、そもそも株主コミュニティ制度の周知性が低いことがあげられる。したがって、まずこの制度の周知性を高める必要があることが指摘される。また、勧誘規制が挙げられる。現状では、コミュニティのメンバーに対して勧誘することは可能であるが、メンバー以外に参加を証券会社が勧誘することができない。さらに、証券会社が関与した発行会社主体の会社説明会の開催についても、勧誘に該当するかどうか規制上、明確でない。この点について、何らかの規制上の改善ないし工夫が必要である。他方、発行会社としては、資金調達市場としての機能が十分でないことが課題となっている。

今後、同社としては、株主コミュニティの拡大・発展のための経営戦略として、株式投資型クラウドファンディング・プラットフォーム運営会社との連携を進めていくとしている<sup>8)</sup>。株式投資型クラウドファンディングが発行市場の機能を担い、株主コミュニティが流通市場の機能を担えば、両者は相互補完的な関係を形成でき、発行会社にとって十分メリットがある。発行会社にとっては、既存の取引所上場よりも低コストで、上場市場に等しい機能が享受できるからである。このような取組によって、日本一の株主コミュニティ運営会社を目指すとしている。

### 3. 制度利用会社

#### 株式会社旅籠屋

株式会社旅籠屋は、東京都台東区に本社を置く、1994年設立（1号店創業1995年）のホテルチェーンである。同社創業者は、現在の代表取締役の甲斐真氏である。同氏は、メディアでもしばしば取り上げられる<sup>9)</sup>とともに、経営者としての活動や思いを著書として刊行している<sup>10)</sup>。

同社のビジネスは、アメリカのモーテルをモデルとし、幹線道路や高速道路のロードサイドにミニホテルを多店舗展開しており、このように多店舗展開し

ているのは、同社が日本で唯一であるという。現在、東北から九州にかけて60店舗以上を運営している。顧客は、子供連れのファミリー、単独ないしグループのツーリング、ビジネス客などであり、シンプルな素泊まりの自由な空間をリーズナブルな料金（平日、親子4人で1室1万円）で提供している。

同社の事業目的は、①「旅行者が気軽に安心して泊まれる自由で経済的な宿泊施設の提供」、②「地域に調和する資産活用事業の創出と堅実で自立した生活基盤の確保」であり、そのコンセプトは、「素泊まり」、「街道沿い」、「小規模運営」、「チェーン展開」である。したがって、同社の運営するホテルには、①客室はプライバシー重視のゆとりあるスペースとし、必要十分な設備を提供する、②飲食サービスなど付加的なサービスは提供しない、③住み込みの夫婦による運営とし、施設規模もその範囲とする、④客室の常備品や使い捨て品は必要最小限とし、不合理な無駄を省く、⑤ルート別価格、値引きなどを行わず、明朗な料金システムを設定する、といった特徴がある。

また、同社の出店は、土地のオーナー（個人または法人）が建物の建築費（1億～1.2億円前後）を負担し、同社の設計・監理の下で建物（木造2階建て、12～14室）を新築した上で、同社とオーナーの間で、当該物件の賃貸借契約（20年契約）を締結し、同社が年間800～1,000万円の家賃（固定）をオーナーに支払うというものである。その際、ホテルのメンテナンス費用や運営費も同社が負担するため、オーナー側の表面利回りは、年8～9%となる。

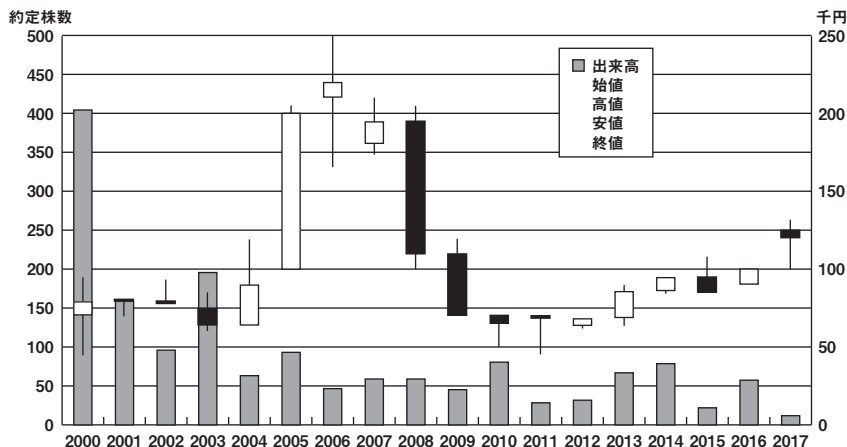
同社での甲斐社長へのインタビュー内容は、以下の通りである。

- ① 創業以来、店舗展開を継続し、約20年間増収を維持しているものの、創業当初は、信用不足のために金融機関からの融資が受けられず、資金調達に苦戦した。さらに、同社のビジネスモデルはオーナーの資金によって建設費を賄う点に特徴があり、初期投資が節約できるものの、信用力がなく応じる地主はなかなか見つからなかった。多店舗展開した場合、10店舗程度を出店しなければ黒字転換できない見通しであったため、自力で店舗を増やす必要があったが、自己資金が底をついており、目途が立たない状態が続いた。その際、偶然グリーンシート市場の情報を得て、ここでの公募増資を試みた。そ

の際、当時のディー・ブレイン証券（現、日本クラウド証券）がグリーンシート指定を担当し、約1億円を調達できた。もしグリーンシート市場がなければ、今日の同社のビジネスは存在しなかったといえる。

- ② グリーンシートに指定されたことによって、株主は約200名となった。なお、この間の株価の推移は、図表4-8のとおりである。グリーンシートに指定されたことによって、会社が公的な存在となり、情報開示や説明責任を問われるようになることを痛感した。会計の整備などは、確かに面倒な面はあるものの、会社の状況把握のために不可欠であり、公開会社であるかどうかに関係なく、経営の基本であることを自覚した。情報開示は、会社の在り方を透明化し、会社の在り方を改善すると考えている。グリーンシートが低迷した要因として、情報開示が強化されたことが指摘されることもあるが、もしそうだとすれば、それは経営者の在り方として間違っていると言わざるを得ない。
- ③ グリーンシートの廃止には、反対してきた。むしろ、グリーンシートの社

図表4-8 旅籠屋の株価推移



(注) 2016年9月6日までは、グリーンシートでの約定価格であるが、それ以降は株主コミュニティでの約定価格である。

〔出所〕 同社 HP, [http://www.hatagoya.co.jp/000\\_Honbu/IR.htm](http://www.hatagoya.co.jp/000_Honbu/IR.htm)

会的地位を向上させるべきであった。実際、グリーンシートの株主には、長期的に会社を支援しようという安定株主が多く、それが利点であったが、その点が十分に理解されていなかった。

- ④ グリーンシートの拡大を阻害した要因として、次の点が指摘できる。まず、大手証券会社は、IPOに熱心な反面、グリーンシートを積極的に取り扱おうとしなかった。そこには、採算が取れないことや玉石混交でリスク大という理由が挙げられるが、前者の理由は、大手証券としての社会的責任の放棄であり、後者の理由はベンチャー育成という観点から間違っている。ベンチャー育成にとって、重要なことは、「玉」があるかどうかであって、「石」が混じっているかどうかではない。その意味では、ベンチャーキャピタルもリスクをとっているかどうか疑問である。むしろリスクマネーを提供する主体は、個人投資家ではないか。また、行政も投資家保護を重視するせいか、そのベンチャー育成は「石」の排除に偏ったものとなっているとともに、規制も画一的で、柔軟性に乏しいものとなっている。
- ⑤ 株主コミュニティ制度については、そもそもグリーンシートを拡大すべきであるという意見を持っている。したがって、今でもグリーンシートのほうが望ましいと考えているが、グリーンシートが廃止となり、その代替措置として株主コミュニティ制度が導入されたので、これに移行した。その際、IPOなども検討したが、デメリットのほうが大きいと判断し、IPOは選択しなかった。

## II TOKYO PRO Market

### 1. 制度概要と市場の現状

TOKYO PRO Market は、2008年の金融商品取引法により、プロ向け市場として導入された TOKYO AIM を母体としており、東京証券取引所とロンドン証券取引所の共同出資によって設立された TOKYO AIM 取引所による運営

マーケットとして開設された。その後、ロンドン証券取引所が出資を引き上げたことから、同市場は、2012年から現在のTOKYO PRO Marketとして東京証券取引所が運営している。

TOKYO PRO Marketの要点は、①上場基準として数値基準なし、上場申請から承認までの期間は10営業日、③上場前に監査期間は最近1年間、内部統制報告書および四半期開示は任意、④主な投資家は特定投資家（いわゆるプロ投資家）、⑤J-Adviser制度の採用（東証が認証したJ-Adviserが、上場審査を実施するとともに、上場後は担当する上場企業の情報開示やファイナンスの手続きなどをサポートする）、などである<sup>11)</sup>。

市場創設以来、TOKYO PRO Marketには、27社が上場しており、その内訳は図表4-9の通りである。なお、2018年2月5日時点の上場銘柄数は23であり、4銘柄が上場廃止となっているが、そのうち1銘柄（歯愛メディカル）はジャスダックに上場した。

また、J-Adviserとしては、SMBC日興証券株式会社、株式会社OKINAWA J-Adviser、GCA FAS株式会社、大和証券株式会社、野村證券株式会社、フィリップ証券株式会社、みずほ証券株式会社、三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社、リーディング証券株式会社、株式会社アイ・アールジャパン、宝印刷株式会社の11社が資格を取得している。ただし、このうち上場銘柄を担当しているのは、株式会社OKINAWA J-Adviser、フィリップ証券株式会社、リーディング証券株式会社の3社のみである。なかでも、フィリップ証券株式会社の担当銘柄数15社、株式会社OKINAWA J-Adviser6社となっており、この2社で大半の銘柄を担当している状況である。この2社については、インタビュー調査の機会を得たので、それをもとに、その取組を紹介する。

図表4-9 TOKYO PRO Market 上場会社一覧（時系列）

| 銘柄コード | 会社名<br>(銘柄コード) 所在地                        | 上場日        | 担当 J-Adviser<br>(上場時) | 時価<br>総額   | 備考  |
|-------|---|------------|-----------------------|------------|---|
| 1     | メビオファーム<br>(4580) 東京                      | 2011.7.15  | フィリップ証券               |            | ・ TOKYO AIM 第1号<br>・ H25.6上場廃止  |
| 2     | 五洋食品産業<br>(2230) 福岡                       | 2012.5.28  | フィリップ証券               | 17         | ・ TOKYO AIM 第2号<br>・ 3年経て社債発行を行い、一般投資家から合計1.6億円を集める<br>・ 有価証券報告書提出会社<br>・ 香港の企業と業務提携<br>・ 3.5億円第三者割当実施。筆頭株主はファンドに異動(38.4%)。社長は18.3%に。 |
| 3     | 新東京グループ<br>(6066) 千葉                      | 2012.9.25  | フィリップ証券               | 20         | ・ TOKYO PRO Market 第1号<br>・ 再生エネルギー事業子会社設立<br>・ M&A実施(リサイクル会社を買収し子会社化)  |
| 4     | 碧<へき><br>(3039) 沖縄                        | 2013.6.4   | OKINAWA<br>J-Adviser  | 6          | ・ 元グリーンシート銘柄  |
| 5     | MISAWA HABITA<br>(1427) 群馬                | 2013.7.31  | フィリップ証券               |            | ・ M&A実施(建設会社を買収し子会社化)<br>・ セカンダリーファイナンス(第三者割当増資)15百万円実施<br>・ H28.4上場廃止  |
| 6     | アドメテック<br>(7778) 愛媛                       | 2013.9.4   | フィリップ証券               | 7          | ・ セカンダリーファイナンス(第三者割当増資)を複数回実施し3億円程度を調達<br>・ 有価証券報告書提出会社<br>・ 上場会社テラと業務資本提携  |
| 7     | エコグリーン <sup>(注2)</sup><br>(3188) 東京       | 2013.10.31 | フィリップ証券               |            | ・ メガソーラー事業参入<br>・ 本質エネルギー関係の会社と業務提携<br>・ リサイクル会社と業務提携<br>・ TOBにより27.10上場廃止 ※  |
| 8     | 中央インターナショナル<br>(7170) 佐賀                  | 2014.7.14  | OKINAWA<br>J-Adviser  | 14         |   |
| 9     | はかた匠工芸(3610)福岡                            | 2014.7.15  | フィリップ証券               | 3          | ・ 日本和装(東証2部)の子会社  |
| 10    | イー・カムトゥルー<br>(3693) 北海道                   | 2014.10.20 | フィリップ証券               | 3          | ・ セカンダリーファイナンス(第三者割当増資)を2回実施<br>合計30百万円<br>・ シンガポール系の会社と業務提携  |
| 11    | シンプレクス・ファイナ<br>ンシャル・ホールディ<br>ングス(7176) 東京 | 2015.1.27  | OKINAWA<br>J-Adviser  | 5          |   |
| 12    | TSON(3456) 愛知                             | 2015.3.23  | フィリップ証券               | 2          |   |
| 13    | 動力(旧スズキ太陽技術)<br>(1432) 愛知                 | 2015.8.18  | フィリップ証券               | 4          | ・ 高島(東1部)の子会社を買収し合併<br>・ 合併に伴い社名変更  |
| 14    | デンタス(6174) 徳島                             | 2015.9.11  | OKINAWA<br>J-Adviser  | 7          | 直前期債務超過   |
| 15    | WBFリゾート沖縄<br>(6179) 沖縄                    | 2015.10.15 | OKINAWA<br>J-Adviser  | 7          |   |
| 16    | トライアンフコーポレ<br>ーション(3651) 東京               | 2015.11.25 | フィリップ証券               | 21         | ・ 元グリーンシート銘柄  |
| 17    | 歯愛メディカル<br>(3540) 石川                      | 2016.6.17  | フィリップ証券               | TPM<br>240 | 2017.12.18ASDAQ(ST)上場<br>株価推移:2400円(TPM)⇒3300円(IPO)⇒4030円(JQ上場初値)   |
| 18    | コンピュータマインド<br>(2452) 神奈川                  | 2016.6.23  | フィリップ証券               | 2          | ・ 元グリーンシート銘柄  |
| 19    | ピースリビング(1437)徳島                           | 2016.7.7   | フィリップ証券               | 6          |   |
| 20    | やまぜんホームズ(1440)三重                          | 2017.3.3   | フィリップ証券               | 8          |   |
| 21    | トリプルワン(6695)東京                            | 2017.6.30  | フィリップ証券               | 3          |   |
| 22    | 富士テクノソリューションズ<br>(2336) 神奈川               | 2017.9.19  | フィリップ証券               | 3          | ・ 元グリーンシート銘柄  |
| 23    | global bridge HOLDINGS<br>(6557) 東京       | 2017.10.17 | OKINAWA<br>J-Adviser  | 11         |   |
| 24    | クボデラ(9261) 東京                             | 2017.10.17 | OKINAWA<br>J-Adviser  | 1          | 直前期に合併・決算期変更実施  |
| 25    | 翔栄(3483) 愛知                               | 2017.10.24 | フィリップ証券               | 7          |   |
| 26    | ババネット(9388) 埼玉                            | 2017.10.30 | フィリップ証券               | 4          |   |
| 27    | ニッソウ(1444) 東京                             | 2018.2.26  | フィリップ証券               |            |   |

(注1) 各社の業績欄の最上段は上場直前決算期の数値、2段目が上場した決算期(上場申請期)、3段目が上場の翌決算期となっている。

(注2) エコグリーン:公開買付者は、ジャパン・リニューアブル・エナジー(JRE)株式会社の100%子会社であるEGインベストメント。JREは、米ゴールドマンサックスが出資し設立した日本における再生可能エネルギービジネスの事業主体で資本は192億円。公開買付価格で換算したエコグリーンの評価は約10億円。同時実施のEGに割当てる第三者割当増資は約16億円。TOB及び第三者割当増資の結果、社長の比率は29.5%、EGは70.5%となる。

(注3) TOKYO PRO Market 時価総額:401億円

(注4) 上場時のJ-Adviserは、その後変更されている場合がある。例えば、[出所] フィリップ証券の資料による。



## 2. J-Adviser

### (1) フィリップ証券

フィリップ証券は、シンガポールのフィリップキャピタルグループが2002年に成瀬証券を買収し、2011年に社名をフィリップ証券に変更し現在に至る。成瀬証券は、1887（明治20）年創業の上甲信弘商店が1944年（昭和19）年に社名変更した、老舗証券会社である。同社を傘下に収める、フィリップキャピタルグループは、1975年設立、シンガポールを拠点として、アメリカ、イギリス、フランス、日本、オーストラリア、香港、中国、タイ、マレーシア、インドネシアなど、世界16か国にグループ企業を展開する、総合金融会社である。

同社がTOKYO PRO Market に取り組むことになった経緯は、以下のように整理することができる。まず、2011年、TOKYO PRO Market の前身である、TOKYO AIM 市場が東京証券取引所とロンドン証券取引所の共同出資で設立されたが、リーマンショックの影響などもあり、発足当初から振るわなかった。さらに不振の理由は、ロンドン証券取引所のブランド力に依存したこと、国際化を図ったこと、大手証券会社の取組に過度に期待したことなどが挙げられる。市場設立後2年近くたっても上場会社が出ないことに危機感を抱いたTOKYO AIM 取引所は従来の方針を転換し、この市場に積極的に取り組む証券会社を模索した。その際、フィリップ証券がJ-Adviser（TOKYO AIM 市場においてはJ-Nomad と称していた）として、この業務に取り組む姿勢を示すとともに、シンガポールのベンチャー企業で上場実務に携わっていた脇本源一氏（現、執行役員兼コーポレートファイナンス部長）をスカウトした。同氏は、大和証券、楽天証券で公開引受実務の実績があるだけでなく、シンガポール証券取引所のカタリスト市場（同市場もロンドン AIM 市場のモデルを採用している）に精通しており、TOKYO PRO Market での活躍が期待された人事であった。なお、同氏によれば、東京証券取引所がTOKYO PRO

MarketのJ-Adviserを外資系証券会社に担当させたことは、結果的に適切な選択であったという。もし最初のJ-Adviserが国内の中小証券であると、TOKYO PRO Marketのイメージはかなり違ったものになっていたのではないかと想像されるからである。

その後、TOKYO AIM市場として2社が上場市場がスタートしたことを受け、東京証券取引所はロンドン証券取引所との合弁を解消し、当該市場を東京証券取引所の株式市場として取り込むとともに名称をTOKYO PRO Marketに変更し現在に至っている。

同社のJ-Adviserとしての特徴は、次の2点である。

- a) 同社はTOKYO PRO Market (TOKYO AIM) 発足当初から市場の立ち上げにかかわってきたため、様々な運営実務にも関与し、東京証券取引所からの信頼を得ているものと自負している。
- b) 同社はTOKYO PRO Marketの拡大を一種の布教活動ととらえ、自ら「伝道師」を自任している点である。各種のセミナーでTOKYO PRO Marketの魅力のアピールするほか、公認会計士、コンサルタント、各種「士」業のネットワークを通じて、市場の周知性を高める努力をしている。そのため同社の手掛ける案件の8割は、これらのネットワークを通じた紹介案件であり、残り2割は会社からの直接の問い合わせによるものだという。なお、TOKYO PRO Marketの上場案件は、特に個人事務所で開業する「士」業の実務家にとってもビジネスチャンスになるため、これらのネットワークは双方にとってメリットがある。

同社の課題は、同時に市場全体の課題とも重なるが、次の点があげられる。

- a) 市場の知名度の向上という点があげられる。この市場は、個人投資家を対象としていないので、マスコミに取り上げられることが少なく、業界関係者やメディア関係者の理解も低い。そのため、誤解が拡散しやすく、業界関係者や中小企業を支援する公認会計士やコンサルタント等のなかにも偏見があり、市場の成長が阻害されている。
- b) 流動性が低いという点があげられる。その一因は、特定投資家限定という

規制にあり、規制緩和の必要がある。例えば、この規制のために、発行会社の社長が自社株を市場で買付できないといった規則上の歪みが生じている。また、株式投資型クラウドファンディングでは、個人投資家が非上場企業の株式に投資できるのに対して、TOKYO PRO Marketでは、個人投資家を実質的にほぼ排除しており、規制上のバランスを欠いている。シンガポールのカタリストのように、より個人投資家に門戸を広げるべきである。

- c) 上場銘柄数が少ないという点も指摘できる。今後、上場銘柄を増やすためには、2つのチャンネルが考えられる。一つは、非上場企業に対して、直接マザーズやJASDAQといった一般市場への上場目指すだけでなく、一旦TOKYO PRO Marketを経由して、十分に社内体制整備などを整えたうえで、上位市場に移行する、いわば「予備校」パターンである。このパターンが成功すれば、大手証券会社の姿勢にも変化が出てくる可能性も開ける。もう一つは、上位市場からの移行の受け皿としての活用である。例えば、最近のMBO実施企業のなかには、短期志向の個人投資家を排除したいという意図で、市場から退出した会社もあると考えられる。あるいは、上場というブランド価値だけのために上場している会社もあるように見受けられる。これらの会社は、むしろTOKYO PRO Marketのほうが適しているといえる。

同社によれば、TOKYO PRO Marketの潜在的な可能性は大きく、東京証券取引所もTOKYO PRO Marketの育成に注力するようになっており、また徐々にマスコミも変化しているという。特に、同社がJ-Adviserを担当していた歯愛メディカルがジャスダックに上場してからは、注目度も高まり、会社関係者やコンサルタントなどからの問い合わせが増加したという。今後は、このような事例を増やすとともに、株式投資型クラウドファンディングでの資金調達企業をTOKYO PRO Market上場に誘導する、あるいは上場を目指す会社に対してクラウドファンディングでの資金調達のアレンジメントを行うなど、様々な工夫や取組が考えられるとしている。

## (2) OKINAWA J-Adviser

同社は、2012年7月、沖縄県の金融特区活性化事業において、TOKYO PRO Marketの審査機関を作ることを目的に、金融特区に指定されていた名護市に沖縄県産業振興公社の全額出資（資本金1000万円）によって設立された。その後、県内金融機関等からの出資を得て、現在の資本金は2億円となっている（内、同公社と沖縄振興開発金融公社の出資割合は50%、その他として琉球銀行、沖縄銀行、沖縄海邦銀行、沖縄セラーなど）。また、名護のほかにも那覇、福岡、東京、大阪にも拠点を置いている。さらに、同社の業務は、J-Adviserとしての株式上場審査・支援事業のほかに、コンサルティング事業（内部統制構築支援、経営改善支援など）、調査・評価事業（企業価値評価、技術評価など）、To事業（ビジネスマッチングやイベントなどによるビジネスパートナーやビジネスチャンスとの出会いの場の提供）を手掛けている。なお、同社は、コアを株式上場審査・支援業務としながら、これら4事業を相互に関連させることで顧客企業の成長を促進させることができるとしている。

同社の特徴は、地方活性化のひな型としての「OKINAWA型上場モデル」を提案していることであろう。その具体例は、前述の株式会社碧の上場の際、同社が審査業務を担当し、財務面や内部統制について上場の適格性を調査・確認するだけでなく、地元のおきぎん証券が口座を開設し、取引先を中心に、地元企業が特定投資家として同社株式を購入し、同社の株主となった。さらに、上場による信用力向上は、前述のように金融機関から融資を受ける上でも役立つ、シンジケート・メンバーの拡大、金利の引き下げ、連帯保証の解消などにつながったという。このモデルは、沖縄だけでなく、徳島の株式会社デンタスの上場においても活用され、地域完結型の上場モデルとして、各地で適用可能であるとされている。

また、特定投資家には、上場会社や資本金5億円以上と見込まれる会社などが含まれることから、TOKYO PRO Market上場会社は、一方で地域の特定投資家から支援されると同時に、他方では自ら特定投資家として支援する側に

回ることも可能であり、地元会社同士が相互に支援し合う関係も形成可能である。これは、沖縄の伝統的な個人相互掛金制度である「模合」<sup>12)</sup>の企業版と捉えることもできるだろう。

さらに、特定投資家には、適格機関投資家が含まれることから、匿名組合や有限責任事業組合などのファンドを設立し、これがクラウドファンディングによって個人投資家から資金調達することも可能であり、現在クラウドファンディング・プラットフォームの設立も視野に入れているという。

また、TOKYO PRO Marketの場合、非居住者であれば個人・法人を問わず、市場での株式の売買が可能となっていることから、海外投資家を呼び込むことも検討しているという。現在、沖縄だけでなく、国内主要都市や観光地には、中国・台湾・韓国などから多数の観光客が押し寄せてきている現状を考えると、観光客がリピーターとなり、やがては株主となる可能性もあるという。

同社は、沖縄がアジアの主要都市を結ぶハブに立地していることから、将来的には香港、上海、台湾、シンガポールとの連携関係の強化も視野に入れているという。具体的には、TOKYO PRO Market 上場企業による海外取引所での重複上場を促進し、資金調達市場としての機能向上を図るというアイデアである。ただし、クロスボーダーの重複上場の場合、異なる言語での情報開示、会計基準の相違、決済や証券事務など、様々な面で解決しなければならない課題もあり、ハードルは高いが、沖縄の潜在的な可能性を考えれば、このような構想は魅力的な要素を持っている。

### 3. 上場会社

これら23社のうち、5社についてインタビュー調査を行なうことができたので、以下その内容を紹介する。

#### (1) 株式会社 TSON

株式会社 TSON は、2008年創業、名古屋市市中村区に本社を置く住宅会社で、

資本金2,647万円、従業員数12名（2017年6月現在）である。2017年6月期の売上高は、1,669百万円、経常利益は134百万円となっている。発行済株式数は、普通株式468,500株であり、オーナー株主が約94%を保有し、総株主数は13名である。TOKYO PRO Marketでの株価は、510円（2015年6月）となっている。

同社の事業は、①住宅事業：住宅の企画・設計、②広告企画事業：賃貸・分譲住宅物件の広告代理事業、③コンサルティング事業：事業用の賃貸物件の商品開発・企画立案などであり、いずれの事業分野においても、その優位性はデータを活かしたマーケティングにある。同社は、この手法を「TSONマーケティングシステム」と称し、その特徴は、他社に見られない住宅販売データ収集・分析システムを有し、適正な供給数を推定するとともに、ウェブ調査解析によって、きめ細かな需要動向を分析している点である。

同社は、2015年3月、TOKYO PRO Marketに上場した。J-Adviserは、フィリップ証券が担当している。

同社は、不動産に特化した広告代理店として創業し、そこで培われたノウハウやデータなどをベースに不動産分譲事業へと業務を拡大した。その際、不動産という高額商品を販売するビジネスを展開するには、顧客や取引先などへの信用が重要なポイントとなる。したがって、信用度向上を図るため、取引所上場という経営判断を下した。

同社は、取引所上場之际には、名証のセントレックスや東証マザーズも検討したが、監査法人からは、上場までに3～4年を要するとの見方が示されるとともに、TOKYO PRO Marketという選択肢が示され、フィリップ証券を紹介された。これが契機となって、TOKYO PRO Marketに上場することになった。

上場の効果としては、以下の3点があげられる。

- a) 信用度の向上が見られた。例えば、金融機関の信用度が向上し、金融機関側から融資提案が示されるケースも出てきた。
- b) 人材採用面でも質的な変化が見られた。特に、優秀な若手の人材調達がし

やすくなった。

- c) 本業面でのマーケティングデータに関する問い合わせ案件数が増加した。特に、公的機関、大学などの教育機関、メーカーなどからの問い合わせが増加した。また、日経Bizデータで取り上げられるなど、メディアで取り上げられるようになった。これらは、同社の周知性が高まったことを意味していると考えられる。

同社としては、上場後の上場維持コストは、マザーズなどに比べると安価といえるが、今後の課題としては、増資による資金調達が重点課題として挙げられる。そのためには、上位市場にステップアップすることが課題となる。

同社は、今後、TOKYO PRO Marketが拡大・発展するためには、以下の点が重要であると指摘する。

- a) 上場会社数を増やすことが重要である。上場会社が200社程度になると、周知性も高まり、市場として存在感が出てくる。
- b) 上位市場へのステップアップの事例が出てくると、注目度も高まる。また、それに伴い大手証券会社や銀行の取り組み方も変化すると思われる。
- c) 上位市場へのステップアップの手順や行程を明確化する必要がある。現状では、TOKYO PRO Market 上場会社は、どうすれば上位市場にステップアップできるのか、明確な努力目標や見通しが立ちにくい状況にある。この点について、どのようなフォローアップを行うのか、J-Adviserの課題でもある。

## (2) 株式会社碧

株式会社碧は、那覇市に本社を置く、1999年創業のレストランチェーンであり、資本金5500万円、現在沖縄を中心に8店舗（沖縄6店舗、東京・大阪に各1店舗）を運営し、従業員数78名である。また、2016年9月期の売上高1,073百万円、経常利益61百万円となっている。さらに、発行株式数は、普通株式590,000株であり、現社長と前社長の持ち株数はいずれも270,000株（45.76%）、計540,000株で、発行済み株式の91.52%を占めている。TOKYO PRO Market

での直近の株価は、1,000円（2017年4月）となっている<sup>13)</sup>。

同社の運営するレストランの特徴は、店舗運営を女性のみとし、「気くばり」を重視した接客で差別化を図っている点である。同社は、このような接客姿勢と「中より上」の価格帯（約1万円程度）によって、沖縄を拠点に、東京・大阪、さらには海外展開を目指している。そのためには、知名度を向上させる必要があり、PR手段のひとつとして、TOKYO PRO Marketに上場したという。

上場の効果については、それを定量的に計測することは必ずしも容易ではなく、知名度向上だけを考えれば、いわゆる「口コミ」の方が有効という見方もできる。実際、接客の現場での情報収集では、「口コミ」による来店率が高く、上場していることは、ほとんど知られていないからである。しかし、人材採用活動においては、上場の効果は明らかであるという。特に、海外での採用活動では、外国人採用において入国管理上の手続きが必要であるが、その際上場会社であるために、手続きが簡素化されるというメリットを享受できる。現在、沖縄には、中国、台湾を中心に多数の観光客が到来し、これらの観光客に対応するためには、外国人雇用が不可欠となっているが、入管手続きがその際のハードルになっているという。これが簡素化されることは、店舗運営と展開上、有効であるという。また、人材募集においても、上場会社であることは、応募者側の判断材料となっている面があり、海外のみならず、県内の採用でもプラス材料であるという。

他方、資金調達面では、上場することで金融機関からの信頼度が向上し、借入による資金調達が容易だったという。同社は上場後、三菱東京UFJ銀行を幹事金融機関とし、沖縄銀行、琉球銀行も参加したシンジケートローンで9億円を調達している。このような大規模な資金調達が可能になったことも上場のメリットであるといえる。

なお、TOKYO PRO Market 上場の課題としては、まず上場コストがあげられる。コストの内訳としては、内部管理体制に係るものと監査法人の監査費用とに大別されるが、合計2500~3000万円程度と考えられる。ただし、同社で



は、将来のための必要な投資という捉え方をしている。内部管理体制の整備は、同社が今後成長する上で不可欠な基盤作りである一方、監査費用を払うことで社内体制整備に関する助言を受けることもでき、メリットがあるという。また、このような社内体制整備は、取引先企業や金融機関に対する信頼性向上の点でも有益であることも認識されている。また、同市場の投資家が特定投資家に限定され、個人投資家のハードルが高く、個人にとって利用しにくい市場となっていることも課題であるとされる。レストランチェーンは、典型的な個人客相手のビジネスであり、顧客と株主を一体化して、顧客基盤を固め、リピーター拡大を狙うことも考えられるが、現在の制度では難しい。その意味では、特定投資家の規制を緩和するなどの制度改革が必要であるだろう。

### (3) WBF リゾート沖縄株式会社

WBF リゾート沖縄株式会社は、豊見城市に本社を置く、1990年設立の旅館・ホテルおよびレンタカー業運営会社であり、資本金2000万円、現在那覇市、豊見城市、石垣島などにおいて、ホテル6店舗とレンタカー5店舗などを運営し、従業員92名である。2017年3月期の売上高は、2,514百万円（内、ホテル事業1,690百万円、レンタカー事業632百万円、その他192百万円）、経常利益80百万円となっている。さらに、発行株式数は、普通株式40,000株であり、大株主（個人）の持ち株数が単独で39,900株となっており、発行済み株式の99.75%を占めている。残り100株はグループ内の別会社による保有である。TOKYO PRO Marketでの直近の株価は、17,000円（2016年3月）となっている<sup>14)</sup>。

同社の母体は、大阪市に拠点を置き、沖縄の恩納村のリゾートマンション販売会社であるが、同マンション販売終了に伴い、一旦活動を休止したが、2003年4月にホテル事業及びレンタカー事業を展開すべく活動を再開し、現在に至っている。同社はかねてより上場を視野に入れており、国内だけでなく、香港や台湾での上場も検討していたという。その背景には、同社が2012年に豊見城市瀬長島においてホテルを建設した際、その総工費25億円のうち、約18億円

余りを銀行借入れによって調達したものの、不足額の資金調達に苦勞し、代替的な資金調達チャネルの必要性を痛感した経験があるためだという。この時は、他行からの借入等によって完工にこぎつけたものの、これが上場という選択肢を検討する契機となり、結果的にTOKYO PRO Market上場を検討するに至った経緯である。上場を選んだ理由は、沖縄の観光業では他に上場会社がなく、第1号の上場となるだけでなく、地域密着型の上場企業というイメージをPRできると考えたという。さらに、TOKYO PRO Marketを選択した理由は、①監査対象期間が短い等の理由で比較的上場がしやすい、②売り出しの基準が低いことから、支配権を維持したまま、上場基準の体制を整えて次のステージを検討できる、という2点が主な理由であるという。

上場の効果は、一定程度のPR効果はあり、メディアの取材も増えるとともに、採用面でも新卒の応募者数が増加したという。特に、前述のとおり、外国人採用においてビザの取得が容易になり、手続き書類も簡素化されるとともに、取得に要する日数も通常の半分程度に短縮化したとされる。

ただし、同社もTOKYO PRO MarketにおけるIPOは企図しておらず、もしIPOを検討するならば、東証の本則市場やマザーズなど、より上位の市場を目指すことになるという。その理由は、TOKYO PRO Marketは、特定投資家に限定されているため、実質的には流動性がなく、資金調達市場としての機能に期待できないことがあげられると考えられる。

また、TOKYO PRO Marketの課題としては、上場コストが相対的に高く、年間2500~3000万円程度を負担しているという。このうち監査費用は800~900万円程度であるが、コンプライアンス関係、経理関係、IR関係にそれぞれ人員を配置する必要がある、総額としては上記の金額を負担することになるという。これらの負担は、前述のように将来のための投資という側面もあり、例えば経理のスキルアップが見られるなどの効果もあるものの、企業規模や上場の効果から考えると、かなり大きな負担となっていることは否定できない。もっとも監査に関しては、内地の監査法人に依頼している関係で、往復の所要時間などがかかることもあり、どうしても割高になる面があるとのことである。

#### (4) 株式会社デンタス

株式会社デンタスは、1996年6月設立、本社は徳島市問屋町にあり、創業者は、現在の代表取締役・島文男氏である。同社の事業は、義歯や入れ歯洗浄商品など、歯科医療材料等の研究開発、製造販売などである。現在の資本金は、2億2,196万円、従業員数68名（2016年3月末現在）となっている。

同社は、もともと島氏が1975年に小松島市で創業した、歯科技工物メーカーのシケンを母体としており、新たに入れ歯関連の大衆向け製品を開発する目的で、島氏が地元企業の有志の出資も得て、同社を設立した。ただし、同社の歩みは、必ずしも順調なものでなく、内部の紛争から10年間ほど、事実上の休眠状態に追い込まれたが、同社の独自技術である、義歯製作の作業を大幅に短縮・省力化する歯科技工用器具の開発によって、2006年に財団法人新技術開発財団の「第76回新技術開発助成金」に採択され、高い評価を受けた。これを契機に、この分野のベンチャー企業として事業を拡大し、最近では歯科技工物製造用の3次元スキャナーを発売するなど、歯科技工のデジタル化に取り組むとともに、自社製品のブランド化や入れ歯専門店のチェーン展開、海外進出など、市場拡大を視野に入れた取組を進めている。

同社の経営目標は、「義歯の生産プロセス革新と市場改革を推進し、歯科技工市場の未来を切り拓く」ことである。歯科技工の現場は、劣悪な作業環境と長時間労働で成り立っており、人材の高齢化や若手の育成難など、さまざまな課題を抱えており、同社はこれらの課題を解決すべく、①歯科技工物の生産プロセスを革新し、業界を牽引する、②義歯の生産プロセスの完全自動化を目指した開発を推進する、③市場を抜本的に改革し「消費者が義歯を選ぶ時代」をつくる、さらに将来的には、④日本の歯科医療と歯科技工技術を世界に向けて発信する、といった取組を進めている。

同社は、2015年9月11日、TOKYO PRO Marketに上場した。上場初日の初値は、3,200円、出来高100株であった。上場の際には、公募・売出しは実施しなかったが、同月28日、特定投資家向けに私募増資を実施し、普通株式39,200

株を発行（発行価格2,850円，資本組入額1,425円，主な割当先：法人56社，個人1名），111,720,000円の増資となった。

同社におけるインタビューの要点は，以下である。

- ① 同社がTOKYO PRO Marketに上場するきっかけは，OKINAWA J-Adviserの代表取締役である，高山征嗣氏との出会いによるところが大きく，同氏からのアプローチによって上場に向けて熱心に助言・勧誘したことが契機となっている。同氏と出会うまでは，TOKYO PRO Marketについては全く情報を得ておらず，むしろ台湾や香港など海外の取引所を含めて上場を検討していた。高山氏との湖心的な人間関係ができたことが，TOKYO PRO Marketの最大の要因である。
- ② 同社としては，TOKYO PRO Marketに上場したことのメリットとして，
  - ④証券市場に関する知見と経験を蓄積できたこと（IRや監査実務から証券市場の実情や課題など），
  - ⑤社内体制の整備が進展したこと（社内の役割分担，事業計画の策定，予算管理，議事録の管理など），
  - ⑥社員の採用面でプラス効果があったこと，
  - ⑦会社に対する信頼性が向上したこと（監査を受けていることから得られる信頼感など）を挙げている。ただし，銀行融資条件に関しては，それほどプラス効果は認められない。その理由は，そもそも銀行はベンチャー企業に対して警戒感を持っているのみならず，上場よりも決算の黒字化が銀行の融資判断上重視されるためと考えられる。
- ③ 上場したことのデメリットはないが，上場関連の費用負担は同社の経営規模からするとかなり大きいと言わざるを得ない。上場関連の費用としては，監査料800万円，アドバイザー費用600万円，社内の3名分の人件費2,000万円，年間合計3,400万円に達している。なお，上場の際には，東証への上場料324万円，アドバイザー料1,179万円，監査料1,245万円のほか，公認会計士，司法書士，証券代行，保管振替機構，HPリニューアル，上場パーティ，人件費など，総額7,913万円を要した。社内体制整備のための人件費等は，必要な投資と考えることもできるが，全体として同社の経営規模からすると高額な負担であることは否定できない。

- ④ 今後、同社としては、いずれ TOKYO PRO Market からマザーズなど上位市場への指定替えを考えている。ただし、今のところは経営規模などの面でその水準に達していないと判断しており、その意味で TOKYO PRO Market は、「予備校」と認識している。ただし、その際にはブックビルディングでの株価やその後の株価展開など、株式市場にはマネーゲーム的な側面があることから懸念材料も感じている。
- ⑤ OKINAWA J-Adviser の高山氏のベンチャー育成にかける志と取組を高く評価し、今後も支援したいと考えている。ただし、J-Adviser が上場後どのようなフォローアップするのかについては、明確でない側面がある。費用対効果の面からフォローアップの在り方を確立させるべきと考えている。例えば、取引所関連の業務に関しては、社内のスタッフは不案内であるため、作業効率も悪い。そこで、そのような業務をパッケージ化して提供してくれるならば、より高い手数料を払うインセンティブも出てくる。また、証券会社の公開引受部のように、上位市場への指定替えに関連した業務をパッケージ化して提供することも考えられる。それによって、J-Adviser 側のビジネスモデルも確立し、収益構造も安定するのではないかと考えている。
- ⑥ 今後日本で TOKYO PRO Market が発展するためには、各地域での上場銘柄数を少しずつでも増やす必要がある。地域企業の経営者は、他社の動きを注視しており、1社が上場すると、それに刺激されて追隨する会社も出てきて、上場に対する意識が変化し、ハードルも下がるものと思われる。また、TOKYO PRO Market だけに限ったことではないが、ベンチャー育成のためのインフラや市場環境が欠如しており、これが改善される必要がある。そのためには、行政や取引所だけでなく、銀行や証券会社の在り方も見直されるべきである。

## (5) 株式会社シンプレクス・フィナンシャル・ホールディングス

株式会社シンプレクス・フィナンシャル・ホールディングスは、2006年10月に設立された、金融持ち株会社であり、その傘下にシンプレクス・アセット・

マネジメント、シンプレクス・グローバル・インベストメンツ・リミテッドなどを収めている。特に、設立母体となっている、アセット・マネジメント（1999年設立）が中核企業であり、ヘッジファンドの運用が中心的な業務である。なお、同社は、ソロモン・ブラザーズの債券チームのメンバーがスピノフして立ち上げたものであり、銀行や証券会社などの大手金融機関の系列に属さない独立系の運用会社である。

本社は、東京都千代田区丸の内内にあり、資本金370百万円、従業員数40名、営業収益6,318百万円、経常利益2,508百万円であり、発行済株式数720,000株、そのうちオーナー株主1名の保有比率は50.0%、同社株式保有組合の保有比率は49.4%である（2017年3月末）。なお、TOKYO PRO Marketでの株価は、2,419円（同）である。

同社は、2015年1月、TOKYO PRO Marketに上場した。

まず、同社のTOKYO PRO Market上場理由は、上場会社としてのステータスを得ることが主たる目的とされる。同社がファンド運用を行う上で、上場会社としてのステータスは、ファンドの出資者の信頼を得る上で、重要であると判断された。特に、同社が上場した時期にはAIJによる投資詐欺事件があり、外国法人を含め、出資者の信頼を得る上で、上場は信頼確保の手段であると判断された。

また、上場の際、TOKYO PRO Marketを選択するに際しては、株主構成を変化させたくないという点がポイントとなった。マザーズ上場の場合、新株式の募集やオーナー株式の売出しによって、新株主が出現することになるが、その場合、同社に出資した新株主とファンド出資者との関係に不透明性が生じることが懸念された。

なお、OKINAWA J-Adviserを選択した理由は、同アドバイザーが開催したセミナーに、同社の経営者が参加した際、両者の間で接点ができたことが契機となっている。これが契機となって、上場に至った。

次に、上場の効果としては、大きな効果は不明であるが、少しプラスという印象は持っている。

また、上場の費用に関して、従来から監査を受けているので、監査費用はやや高くなった程度で、それほどの追加負担ではない。また、上場に関連した社内体制の整備についても、従来通りの体制で対応できるため、特段の体制整備は要しなかった。したがって、上場の費用としては、おおむね監査料の増分とJ-Adviser報酬のみである。

なお、J-Adviserは、開示資料のチェックなどを担当しているが、資料作成は社内ですべて対応しており、特段のアドバイスは受けていない。その意味では、J-Adviserへの支払いは、上場費用と考えている。

第三に、TOKYO PRO Marketの課題としては、以下の2点があげられる。

- a) TOKYO PRO Market 銘柄の買い手が著しく少ない点である。その理由としては、規制上、買い手が特定投資家等に限定されていることも挙げられるが、流動性などを考慮すると、上場の際の株価が高すぎるという面も否定できない。
- b) 上場銘柄数が少なすぎるという点である。市場の知名度が低いため上場会社が現れず、それが原因となって知名度が向上しないという悪循環になっているように思われる。

最後に、今後、TOKYO PRO Marketの拡大・発展のためには、以下のような工夫が考えられる。

- a) 上場銘柄には、市場での株価が形成されるというメリットをアピールすることも重要と思われる。市場の株価が存在するということは、例えば、M&Aなどの場合、重要なポイントとなる。
- b) 地銀とのタイアップが考えられる。例えば、地銀の運営する地域ファンドが特定投資家として、TOKYO PRO Market 上場の地域企業に出資するような仕組みである。これは、地銀にとっても地域活性化につながるというメリットがあると思われる。
- c) 東証の1部や2部の上場銘柄でも、極めて流動性が低く、資金調達のニーズもなく、上場会社としてのステータスのために上場を維持しているように思われる銘柄が散見される。このような銘柄は、TOKYO PRO Marketに

上場した方がむしろ適当であるため、TOKYO PRO Market への変更を促すのも選択肢ではないか。これによって、TOKYO PRO Market の上場銘柄数が増加するだけでなく、上場会社にとってもコスト削減となるものと思われる。

上記のように、同社の場合は、上場はステータスを目的としており、資金調達が目的ではないことに特徴があり、また上場維持コストも他社に比して、追加的な負担が大きくない点に特徴がある。

## まとめ

以上、インタビュー調査に基づき、株主コミュニティ制度およびTOKYO PRO Market の現状を概観し、その課題などについても関係者の意見を紹介した。

そこから得られた知見を整理すると、これらの市場の課題は、制度面に関するものと、市場参加者に関するものとに大別される。

前者については、株主コミュニティ制度では、勧誘規制に関してやや厳しすぎるくらいがあるように思われる。また、TOKYO PRO Market では、特定投資家の規制が厳しすぎるように思われる。現在、株式投資型クラウドファンディングにおいては、一定の投資金額規制の下で、個人投資家が参加することが認められていることを考えると、規制の整合性に疑問が持たれると思われる。両者ともに、規制の見直しが検討されるべきであろう。他方、後者については、証券会社の取り組み姿勢が課題として挙げられる。現在の市場規模では、証券会社にとって収益面で間尺に合わないことは明らかであるが、このような市場を育成することは、証券会社にとっての社会的責任という見方ができるだけでなく、将来的な収益源になりうる可能性もあり、長期的な視点も必要であろう。

なお、制度面の課題に関しては、現行の制度のままでもさまざまな工夫によって、市場活性化が図られる可能性もある。



第一に、複数の市場を組み合わせることでシナジー効果を発揮できる可能性がある。例えば、株式投資型クラウドファンディングと株主コミュニティを組み合わせることで、発行市場と流通市場の連携が図れ、市場機能の向上が期待できる。また、TOKYO PRO Marketの特定投資家に匿名出資組合を加え、当該組合によって株式投資型クラウドファンディングで募集すれば、個人投資家を呼び込むことが可能となる。

第二に、それぞれの特徴を明確化し、市場参加者を呼び込むことも重要である。

株主コミュニティ制度の場合、「地域に根差した企業等の資金調達を支援する」ことが制度の趣旨として謳われているが、必ずしもこれに拘泥せず、多様な企業のニーズに応えるべく、プラットフォームとしての魅力を向上させるべきであろう。その中には、地域密着の伝統的な企業だけでなく、IPOを志向する成長型ベンチャー企業、あるいは急成長を志向しないライフスタイルビジネス、場合によっては、ベンチャーキャピタルの出資を受けつつもIPOに至らない企業なども対象となるものと思われる。

TOKYO PRO Marketの場合、現状では、2つの方向性が示されていると考えられる。

一つは、TOKYO PRO Marketを東証一部・二部あるいはマザーズ・ジャスダック上場への「予備校」として、企業の成長段階のひとつとして位置付ける方向性である。非上場企業がマザーズやジャスダックなどに上場するのは、必ずしも容易ではなく、何年も準備を重ねつつも上場に至らない可能性もある。そこで、これらの市場への橋渡し役として、TOKYO PRO Marketを活用するという方向性であり、これはフィリップ証券が提案する方向性である。

もう一つは、TOKYO PRO Marketを他市場と異なる独自性を有した市場と捉え、TOKYO PRO Marketそのものの機能向上を目指す方向性である。例えば、OKINAWA J-Adviserの提案する「地方の産業振興モデル」は、取引関係のある企業が地域の上場企業の株式を取得し、上場企業の信用力向上を促し、地域金融機関からの資金供給を易化させるというものである。さらに、

企業同士が相互に支援しあうことによって、この関係を互恵的なものに発展させることも考えられる。沖縄では、地域の個人ないし企業がグループを結成して、相互に掛け金を出し合う相互扶助の仕組みとして「模合」という制度が普及しているが、それを TOKYO PRO Market に応用する試みといえる。これは、沖縄のみならず、他地域での導入も考えられる。

このようなモデルを実現するためには、J-Adviser の役割が重要である。現在、活動している J-Adviser は、数は少ないものの、相異なるバックグラウンドを有していることから、それぞれ独自性を有している。それを活かした取組が期待される。

また、前者の方向性を追求する場合、証券会社の公開業務との連携などが課題となるものと考えられる<sup>15)</sup>。さらに、後者の場合、地域の企業だけでなく、地域金融機関やファンドなどの支援・連携も重要となる。

第三に、近年上場企業の中で、MBO などによって自ら上場廃止を選択する企業が目立っている。また、低流動性銘柄のなかには、上場がステータス・シンボルとしての意味しかない銘柄も含まれているように見受けられる。このような企業のなかには、株主コミュニティ制度や TOKYO PRO Market のほうがよりふさわしい銘柄もあるのではないだろうか。その場合、このような銘柄が株主コミュニティ制度や TOKYO PRO Market に移行するよう促すことも銘柄数を増やすための工夫の一つと考えられる。

いずれにしても、株主コミュニティ制度や TOKYO PRO Market の活性化は、今後の日本のベンチャーファイナンスや地域再生・活性化にとって不可欠な要因であり、本稿で紹介したような取り組みが重ねられることが期待される。

(謝辞) 本稿を作成するに際して、今村九治氏(今村証券株式会社)、木谷伸久氏(同)、上島健史氏(みらい証券株式会社)、大峯伸一氏(同)、甲斐真氏(株式会社旅籠屋)、脇本源一氏(フィリップ証券株式会社)、高山征嗣氏(OKINAWA J-Adviser)、栃井信二氏(株式会社 TSON)、又吉日登志氏(株式会社碧)、近藤雅之氏(WBF リゾート沖縄株式会社)、島文男氏(株式会社

デントス)、田中明美氏(同)、田中智也氏(同)、福井巧氏(同)、棟田響氏(シンプレクス・アセット・マネジメント株式会社)、山本龍一氏(日本証券業協会)、野口直也氏(株式会社東京証券取引所)、横尾直樹氏(同)から貴重なご教示およびデータ提供を賜りました。また、日本証券業協会主催「株主コミュニティ制度フォーラム」(2017年11月8日開催)の司会を担当した際、同フォーラムの講師およびパネリストをご担当いただいた、今村氏、甲斐氏、池田宜陸氏(金融庁)、山内公明氏(日本証券業協会)、大崎貞和氏(野村総合研究所)、呉雅俊氏(日本ベンチャーキャピタル協会)から有益なご教示をいただきました。感謝申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト(17連259: Locavestingの考え方に基づく関西、中・四国地域経済圏の地域再生のための金融方策の研究)としての研究成果です。

#### <注>

- 1) 金融審議会「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」(2013年12月25日)、6頁、参照。  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf)
- 2) 株主コミュニティ制度の詳細については、日証協HP「株主コミュニティ」参照。  
<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/index.html>
- 3) 日本証券業協会HP、参照。  
<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/seido/seidogaiyou/index.html>
- 4) 日本証券業協会HP、参照。  
<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/leaflet.pdf>
- 5) 2018年1月18日、鳥取市に本社を置く、大山日ノ丸証券株式会社が運営会員の指定を受けた。ただし、現時点での取扱銘柄はない。
- 6) 同社による青空銘柄およびグリーンシート銘柄の取組については、同社社長へのインタビュー、「北陸証券界の歴史を語る—今村九治氏証券史談(中)」『証券レビュー』第55巻5号、2015年5月、に詳しい。
- 7) 詳しくは、日証協「株主コミュニティに関する規則」第13条、参照。  
[http://www.jsda.or.jp/shiryu/web-handbook/105\\_kabushiki/files/160216\\_community.pdf?\\_ga=2.168388193.1981462617.1517960611-132529215.1415842793](http://www.jsda.or.jp/shiryu/web-handbook/105_kabushiki/files/160216_community.pdf?_ga=2.168388193.1981462617.1517960611-132529215.1415842793)
- 8) 2017年8月1日、みらい證券は、株式投資型クラウドファンディング「FUNDINNO」を運営する、日本クラウドキャピタルと業務提携を結んだことを発表している。  
[http://www.miraise.co.jp/html/pdf/news\\_20170801.pdf](http://www.miraise.co.jp/html/pdf/news_20170801.pdf)
- 9) 例えば、テレビ東京「ガイアの夜明け」2008年8月4日放送など。
- 10) 甲斐真「旅籠屋孤軍奮闘中」創英社、2007年。
- 11) TOKYO PRO Marketの制度概要については、日本取引所グループHP「TOKYO PRO Market」参照。<http://www.jpx.co.jp/equities/products/tpm/outline/index.html>
- 12) 模合については、与那堅亀『沖繩の模合』沖繩文教出版、1975年、参照。

- 13) 同社「発行情報」参照。<http://www.heki.co.jp/company/ir/index.html>
- 14) 同社「発行情報」参照。<http://wbfresort-okinawa.com/ir-news>
- 15) フィリップ証券によれば、J-Adviserと上場主幹事証券は、提携関係を確立し、J-Adviserは、情報開示などのアドバイザー、主幹事証券は上場に向けた体制整備のアドバイザーと、それぞれの立場に基づいて役割を果たしていくとのことである。