

2020年6月5日 全4頁

注目度高まる TOKYO PRO Market の新たな活用方法

MBO 後の上場市場や「昇格」に向けた登竜門としての役割

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- これまでマザーズなどの一般市場に比べて目立たない存在であった TOKYO PRO Market が、大型企業の上場を契機に注目されている。
- TOKYO PRO Market はプロ投資家向けの市場であるため、自由度の高い上場基準や開示制度が設定されている。上場する企業にとっては、低コストで上場企業というブランドを享受できる。
- 今後は、MBO 後の上場市場、東証再編後の活用、マザーズ等への「昇格」に向けた登竜門としての役割も見出されるだろう。

IT系大型銘柄の上場でにわかに注目度上昇

5月25日、東京証券取引所（東証）の TOKYO PRO Market に時価総額 201 億円で e コマースとメディア事業を営む企業が上場した。TOKYO PRO Market としては大型上場と言える。当該企業はその事業内容や未上場時に行ってきた資金調達額の大きさ、LINE の元社長が率いる会社ということもあって、以前から注目度が高かった。

この企業の上場によって TOKYO PRO Market の存在を知った、または名前は聞いたことがあるが、どのような市場かを知ったという人は少なくないようだ。TOKYO PRO Market の時価総額は 699 億円（2020 年 5 月末時点）、上場企業数は 37 社¹と、東証の新興企業向けの市場であるマザーズ（時価総額 6.7 兆円、上場企業数 322 社）と比べてかなり小規模である。東証にある市場としては目立たない存在であることは間違いないが、これからは徐々に上場企業数が増えていくと予想している。本稿では TOKYO PRO Market の概要と期待される役割について述べたい。

TOKYO PRO Market の特徴

もともと、この市場は東証とロンドン証券取引所が共同出資で創設した TOKYO AIM 取引所に

¹ 各年の新規上場企業数は 2017 年 7 社、2018 年 8 社、2019 年 9 社、2020 年 5 月末時点で 5 社。

よる運営マーケットとして 2009 年 6 月に開設された。その後、ロンドン証券取引所との合弁が解消され、2012 年 7 月からは TOKYO PRO Market に名称が変更された。

特徴はプロ投資家（特定投資家及び非居住者²⁾ 向けの市場であり、原則、一般の投資家は買付けできないことである³⁾。投資家をプロ投資家に限定することで、自由度の高い上場基準や開示制度が設定されている（図表）。上場基準についてはマザーズであれば、時価総額 10 億円以上や流通株式比率 25%以上などの基準があるが、TOKYO PRO Market には具体的な数値基準はない。上場申請から承認までの期間は 10 営業日と、市場第一部・第二部、JASDAQ、マザーズといった一般市場の 2、3 か月程度よりも短期間である。開示制度についても他の市場に比べて自由度が高く、監査証明は 1 年間で足りるほか、四半期開示や内部統制報告書の提出は任意になっている。上場を希望する企業にとっては他の市場に比べて短期間・低コストで上場できる。

この他、上昇の承認は東証が行うが、そのための審査は実施せず、J-Adviser が上場審査を行うというユニークな特徴もある。証券会社をはじめ、上場企業の IR 支援を行ってきた企業、M&A 仲介会社などが J-Adviser の認証を東証から受けて活動している。また、J-Adviser は上場適格性の維持管理や企業の情報開示、資金調達の手続きなど、上場後の支援も行う。

図表 TOKYO PRO Market とマザーズの上場基準等

	TOKYO PRO Market	マザーズ
開示言語	日本語または英語	日本語
上場基準（注）	数値基準なし（J-Adviser が上場適格性について総合的に評価）	株主数 200 人以上、時価総額 10 億円以上など
上場申請から承認までの期間	10 営業日	2 か月（標準審査期間）
上場前の監査期間（監査証明）	最近 1 年間	最近 2 年間
内部統制報告書	任意	必須
四半期開示	任意	必須

（注）マザーズの形式基準は、この他、流通株式数 2,000 単位以上、流通株式時価総額 5 億円以上、流通株式比率 25%以上、公募 500 単位以上。

（出所）東京証券取引所より大和総研作成

²⁾ 市場での買付けができるのは金融機関などの適格機関投資家といった「特定投資家」、上場会社や資本金 5 億円以上の株式会社などの「一般投資家に移行可能な特定投資家」、特定投資家以外の株式会社や 3 億円以上の投資性のある金融資産を持つ個人といった「特定投資家に移行可能な一般投資家」（ただし、特定投資家に移行した場合に買付けが可能）、「非居住者」である。

³⁾ 市場での売却ができるのは特定投資家及び非居住者に加え、何らかの理由で TOKYO PRO Market の上場株式を保有している一般投資家。

TOKYO PRO Market の目的

TOKYO PRO Market の目的は、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間と他市場にはないメリットを提供すること、国内外のプロ投資家に新たな投資機会を提供すること、日本の金融市場の活性化ならびに国際化を図ること、である。

現在の上場企業数、時価総額を見ると、現時点ではその目的を十分に果たせているとまではいいにくいだろう。しかし、最近では様々な事業を展開する企業が J-Adviser になったり、経済・社会の変化によって TOKYO PRO Market の色々な活用方法が見出されたりしており、TOKYO PRO Market の将来性を感じさせる状況が生じている。

活用方法や期待される役割

TOKYO PRO Market の活用方法や期待される役割は、企業によって様々に考えられる。

① 優秀な人材の確保・信頼性や信用度の向上

上場する目的として多くの企業が挙げるのは、優秀な人材の確保、取引先からの信頼の向上、企業の信用度の向上である。これらは、東証のどの市場への上場においても期待される効果であろう。ただ、TOKYO PRO Market の場合、他市場に比べて短期間の審査期間、自由度の高い上場基準・開示制度などの特徴を有しており、相対的に少ないリソースでそれらの効果を得ることができると言えるかもしれない。また、東証第一部や第二部、マザーズのように、流通株式比率の上場基準がないため、オーナー系会社であれば、オーナーの持株比率を維持するといった弾力的な資本政策を採りながら、優秀な人材の確保、取引先からの信頼の向上、企業の信用度の向上を享受することが可能である。

② MBO した企業の上場市場

MBO (Management Buyout) を実施する上場企業は年に複数あり、最終的には上場廃止になる。MBO の目的としては、短期的な利益の追求ではなく、中長期の持続可能な成長を目指して大規模な投資の実行など機動的で柔軟な意思決定のため、というケースがよく見られる。投資によって短期的に財務状況や業績に大きな影響を与えるリスクがあり、またその取り組みが必ずしも資本市場から十分な評価を得られない可能性があるといった場合に MBO が活用されるようである。この他、上場維持のコストが高まっていることを指摘して、MBO に踏み切る企業もある。

ただ、そういった企業でも東証に上場しているというブランドを活用したいニーズはあるだろう。上述したように、TOKYO PRO Market は弾力的な資本政策を採ることが可能であり、四半期報告書の開示などは任意であることから、低コストで東証のブランドを活用することにメリットがあるのではないかと。

③ 東証再編後の活用

2022年4月に東証の市場第一部・第二部、JASDAQ、マザーズはプライム市場、スタンダード市場、グロース市場(名称はいずれも仮称)という新市場に移行することが決まっている。現在、上場企業は希望する移行先を検討し始めていると思われるが、東証再編後の新市場への移行を検討する際の選択肢としても、TOKYO PRO Market を活用できるのではないかと。

なぜなら、各市場への移行のハードルは低いわけではないからである。例えば、グロース市場の上場維持基準は東証上場10年経過後に時価総額40億円以上とされる。マザーズ上場企業で時価総額が40億円未満の企業は、2020年5月末時点で79社ある(Rifinitivのデータにより大和総研集計)。時価総額が40億円以上であれば、再編後のグロース市場へ移行できるが、上場維持基準を満たさないままでグロース市場に上場するためには、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」の提出と開示、そして毎期の計画の進捗状況の開示が必要になる。この対応には企業内の相応のリソースを割く必要がある。その場合、企業はそのコストとグロース市場への上場のメリットを天秤にかけることになるだろう。東証に上場しているというブランドを活用することが上場の主目的であるならば、そうしたコストが不要になるTOKYO PRO Market という選択肢もあり得るのではないだろうか。

④ 「昇格」に向けた登竜門

起業した場合、最終的に上場を目指す起業家は多いだろう。そういったケースにおいて、マザーズやJASDAQに上場する前の準備としてTOKYO PRO Market への上場を通じて、社内の体制を整備していく活用方法もあるだろう。マザーズやJASDAQに比べて上場基準等は緩やかであり、J-Adviserからのサポートを受けられるため、マザーズやJASDAQへの「昇格」に向けた登竜門として活用する方法である。最近ではTOKYO PRO Market を経由してマザーズやJASDAQに上場した企業が出てきている。また、J-Adviserの中には、TOKYO PRO Market への上場を目指す企業を選ぶ際に、その後にマザーズやJASDAQなどの一般市場への上場を目指す企業を選ぶところもある。

最後に

これまでTOKYO PRO Market は、東証の他の市場に比べて、確かに目立たない存在だった。しかし、多様なJ-Adviserの参画もあり、TOKYO PRO Market の様々な活用方法が見出されてきている。2019年にJ-Adviserの認証を受けた市場第一部に上場しているある企業は、直近の決算説明資料の中でJ-Adviser契約目標として2022年度中に累計100件とすることを掲げている。この企業はサービス開始後7か月で23件の契約を行い、すでに1社を上場させている。2020年5月には大型企業の上場もあり、注目された。多くの人に目に触れることになった今こそ、TOKYO PRO Market は上場数を増やしていくチャンスであると思われる。企業側もその活用を検討してよいのではないかと。