

プロマーケットの今後の方向性について

東京証券取引所 上場推進部

2025年11月13日



プロマーケットを巡る直近の動向

- プロマーケット（TOKYO PRO Market：T P M）の上場企業が増加する中、**ここ数年は、まずT P Mに上場してから一般市場への上場を目指すという会社も増えてきている**
- 特に足元では、**グロース市場の見直しを受けて、こうした動きが顕著になってきている**

（関係者の意見）

- もともとT P Mから一般市場を目指すという企業は増加傾向にあったが、特にここ半年、**グロース市場を目指していた企業からの問い合わせがさらに増えている**。どの会社も将来的には一般市場への上場を目指しており、**T P Mに上場しようとする企業の属性が変わってきている**と感じている。【J-Adviser】
- 当社（非上場会社）は、グロース市場の新たな上場維持基準（上場5年経過後時価総額100億円）を満たせる規模があるが、**上場後の投資家の成長期待にしっかりと応えるべく、T P Mで地固めを行い大きく成長できる体制を整えてから、一般市場に上場しようと考えている**。【非上場会社】

- **成長の実現に向けてプロマーケットへの上場を検討する企業も出てくる中、プロマーケットの今後の方向性について、ご議論いただきたい**

プロマーケットの現状（ファクト）

TPMの概要

- 2009年、日本やアジアの成長企業に新たな資金調達の間を提供し、国内外のプロ投資家に新たな投資機会を提供することを目的として、ロンドン証券取引所との合併でTOKYO AIMを開設（2012年からは東証が単独の市場運営者となり、市場名もTOKYO PRO Marketに改称）
- プロ投資家向けであることを前提に、上場基準に形式要件が設けられていないなど柔軟な制度設計となっている点や、J-Adviserが上場適格性の調査や上場後を含む指導・助言を行う点などが特徴

(一般市場との制度比較)

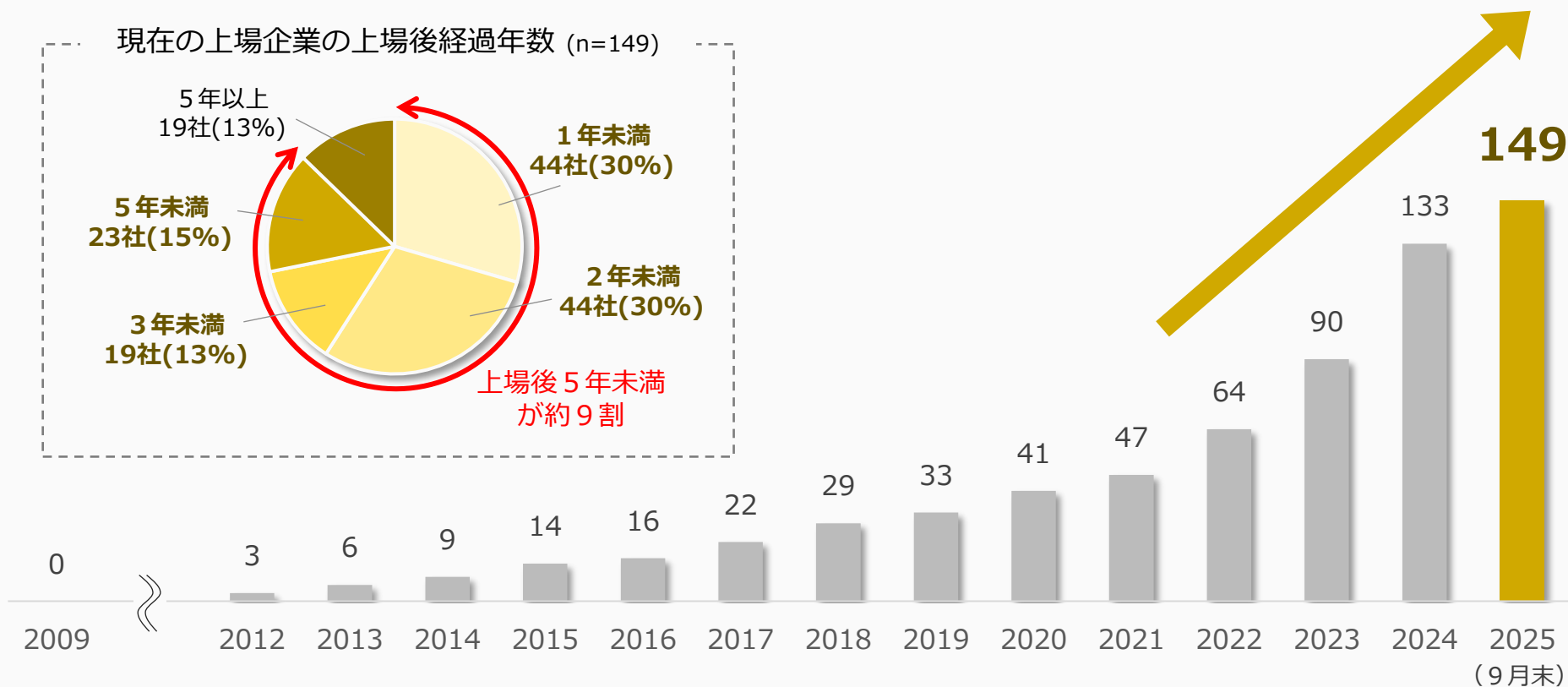
項目	プロマーケット (TPM)	一般市場
投資家層	原則として特定投資家のみ ※売却は一般投資家も可能	全ての投資家が売買可能
上場基準	形式基準：なし 実質基準：あり	形式基準：あり 実質基準：あり
アドバイザー制度	あり (J-Adviser) ※ロンドン証取のNomads制度が源流	なし
上場審査主体	J-Adviser (上場後も継続的に指導・助言)	主幹事証券会社 + 取引所
上場時監査証明	最近1年間	最近2年間
発行・継続開示様式	取引所規則ベース	金商法ベース
四半期決算・J-SOX対応	任意	必須

T P M 上場会社数の推移

- 新たなJ-Adviserの参入や上場先としての認知度向上などに伴い、ここ数年は上場会社数が大きく増加しており、**現在の上市企業のほとんどが上市後5年未満**

※ これまでに約200社がT P Mに上市し、うち15社が一般市場に上市、約40社が上市廃止

プロマーケット上市会社数の推移



注：上市会社数は年末時点（2025年のみ9月末）の値

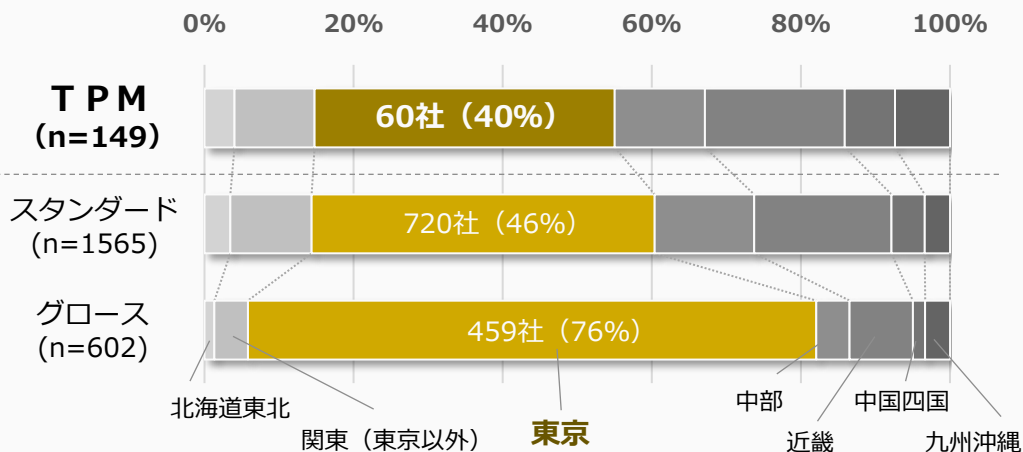
T P M 上場会社の特徴

- T P M 上場企業は、一般市場の上場会社に比べて企業規模が小さい
- 東京以外に所在する企業も比較的多く、業種分類は分散（多様な業種の企業が存在）している

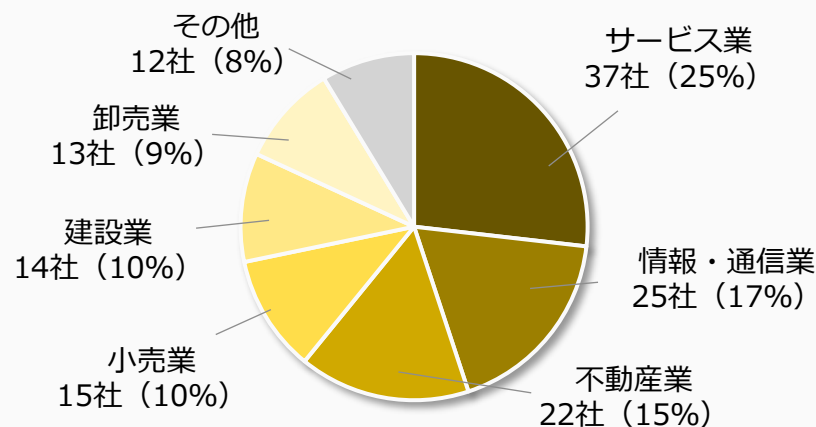
直近売上高等の比較（各市場区分の中央値）

市場区分	売上高	経常利益	当期純利益	総資産	純資産
T P M (n=149)	29.2億円	1.1億円	0.8億円	18.8億円	6.2億円
スタンダード(n=1567)	160.4億円	8.3億円	5.7億円	181.5億円	97.7億円
グロース(n=604)	39.3億円	2.1億円	1.5億円	41.8億円	21.9億円

本店所在地の分布比較



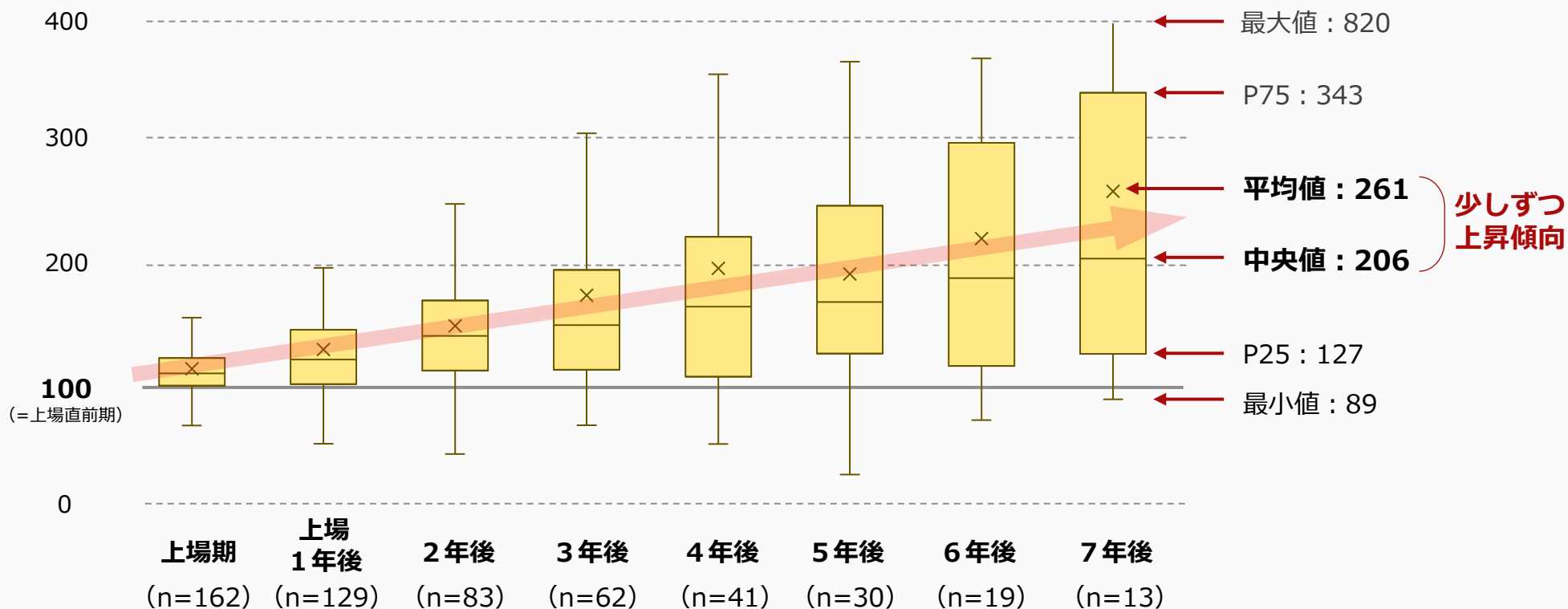
T P M 上場企業の業種分類



TPM上場後における成長状況

- TPM上場後における売上高成長率の平均値・中央値は、少しずつではあるが上昇傾向

上場直前期の売上高を100とした上場x年後の売上高



注: 2014年以降2024年末までにTPMに上場した会社が対象
上場x年後時点で上場廃止している場合、当該時点の集計対象から除く
P75は下位から75%、P25は下位から25%に位置する企業の数値を示す
最大値・最小値の図示にあたり、外れ値(P75・P25の1.5倍以上の値)は除外

TPMから一般市場への上場

- TPMから一般市場に上場した企業は15社（東証以外の一般市場に上場した企業も多い）
 - 一般市場上場時の時価総額の中央値は20億円（TPMで2年程かけて2倍程度に成長）

（TPMから一般市場への上場事例）

	社名	一般市場上場までの期間			一般市場 上場先	時価総額の成長率		
		①TPM 上場時期	②一般市場 上場時期	③経過期間 (①→②)		④TPM 上場時	⑤一般市場 上場時	⑥成長率 (④→⑤)
1	歯愛メディカル	2016年6月	2017年12月	1年6か月	JQスタンダード	240億円	435億円	1.8倍
2	AIAIグループ	2017年10月	2019年12月	2年2か月	マザーズ	11億円	89億円	8.1倍
3	パパネッツ	2017年10月	2025年3月	7年4か月	福証Q-Board	3億円	18億円	6倍
4	ニッソウ	2018年2月	2020年3月 2022年7月	2年1か月	名証セントレックス グロース	8億円	14億円	1.8倍
5	フロンティア	2018年7月	2021年11月	3年3か月	福証Q-Board	4億円	6億円	1.5倍
6	STG	2019年6月	2024年3月	4年8か月	グロース	27億円	31億円	1.1倍
7	QLSホールディングス	2019年11月	2023年6月 2024年12月	3年7か月	名証ネクスト グロース	28億円	20億円	0.7倍
8	バルコス	2020年10月	2025年2月	4年4か月	名証ネクスト	10億円	16億円	1.6倍
9	Geolocation Technology	2020年12月	2021年9月	9か月	福証Q-Board	3億円	23億円	7.7倍
10	ジェイ・イー・ティ	2021年3月	2023年9月	2年5か月	スタンダード	111億円	182億円	1.6倍
11	アップコン	2021年7月	2022年12月	1年5か月	名証ネクスト	13億円	12億円	0.9倍
12	アスマーク	2022年1月	2023年12月	1年10か月	スタンダード	11億円	22億円	2倍
13	ブリッジコンサルティングG	2022年5月	2023年6月	1年	グロース	31億円	61億円	2倍
14	日本オーエー研究所	2022年12月	2024年12月	2年	名証ネクスト	3億円	6億円	2倍
15	伸和ホールディングス	2023年1月	2024年10月	1年8か月	札証アンビシャス	7億円	20億円	2.9倍

中央値 2年1か月

中央値 11億円

20億円

1.8倍

J-Adviserの動向

- J-Adviserの役割は上場適格性の調査や上場後を含む指導・助言（金商法上、金融商品取引所は、J-Adviserに対して**自主規制業務の一部を委託**する制度設計になっている）
- **証券会社、コンサルティング会社、証券印刷会社等が務めており、最近では新規参入も多数見られる**

担当上場会社を有するJ-Adviser

J-Adviser名	担当社数
フィリップ証券	61社
日本M&Aセンター	45社
宝印刷	17社
Jトラストグローバル証券	8社
アイザワ証券	4社
ジャパンインベストメントアドバイザー	4社
名南M&A	3社
SBI証券	2社
G-FAS	2社
三田証券	1社
アイ・アール ジャパン	1社
船井総合研究所	1社

注：このほか、担当上場会社を有していないJ-Adviserが9社存在

注：2025年9月末時点

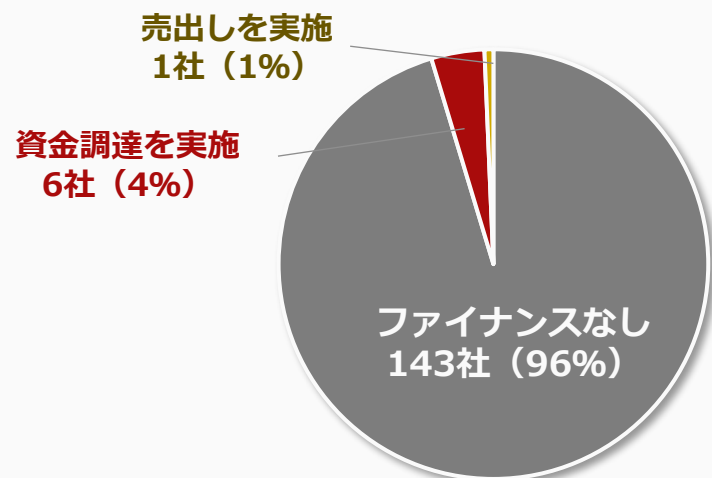
最近の新規参入状況

J-Adviser名	参入時期
SBI証券	2023年8月
三田証券	2024年1月
佐賀銀行	2024年3月
九州FG証券	2024年5月
タナベコンサルティング	2025年5月
ブリッジコンサルティンググループ	2025年9月

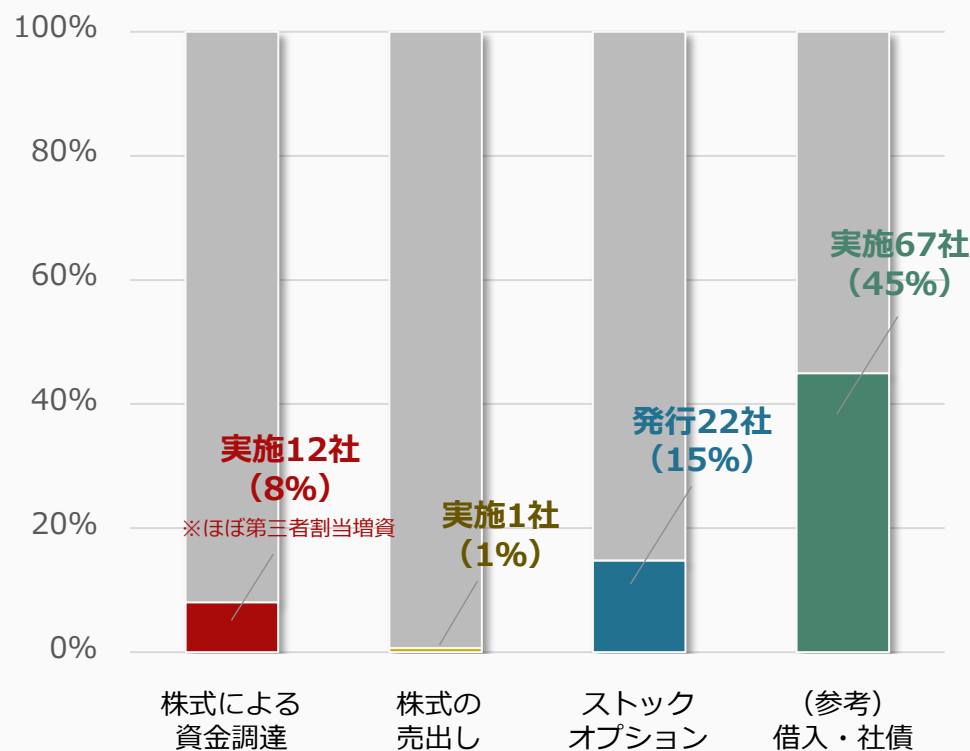
T P Mにおける株式による資金調達等の状況

- T P Mへの上場時や上場後において、株式による資金調達・株式の売出しを実施する企業は限定的
- ※ ストックオプションの発行により、自社株式を活用しようという企業も見られるが、同様に限定的

上場時の状況



上場後の状況（直近5年間の実施状況）



(参考：資金調達又は売出しを実施した会社)

社名	類型	実施年	金額
五健堂	調達	2021年	9.4億円
筑波精工	調達	2018年	8.7億円
BABY JOB	売出し	2024年	3.2億円
N P T	調達	2025年	3.1億円
S T G	調達	2019年	2.5億円
アーバンライク	調達	2021年	1.9億円
山本通産	調達	2025年	1.9億円

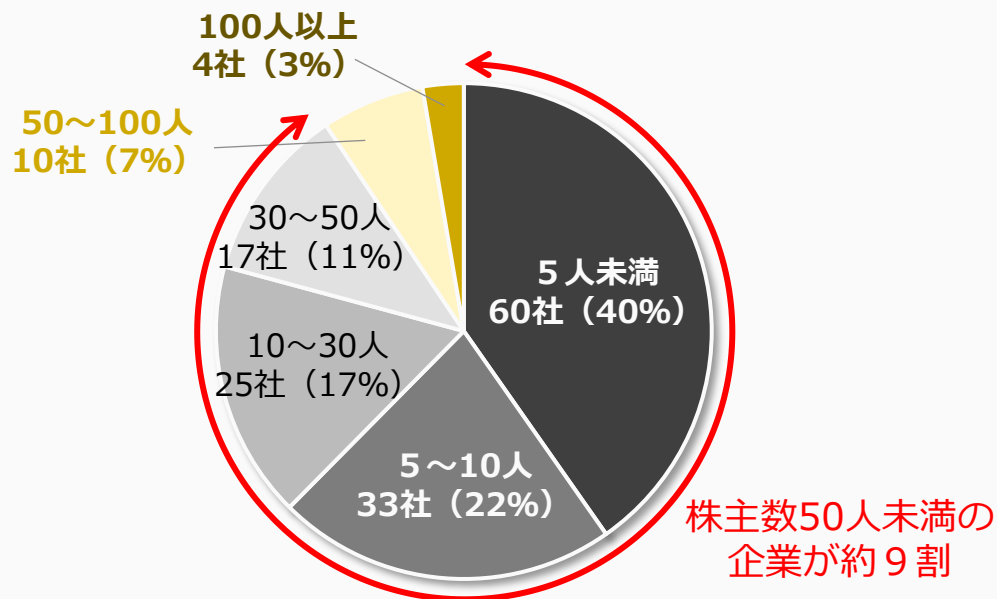
注：2025年9月現在の上市会社を対象に集計

注：2025年9月現在の上市会社を対象に、2020年10月以降における各コーポレートアクションの実施状況を集計（適時開示に基づく）

TPM上場企業の株主数・株式売買状況

- 現在のTPMでは、株主数が少ない企業が多く、市場における株式売買もほぼ行われていない

TPM上場企業の株主数

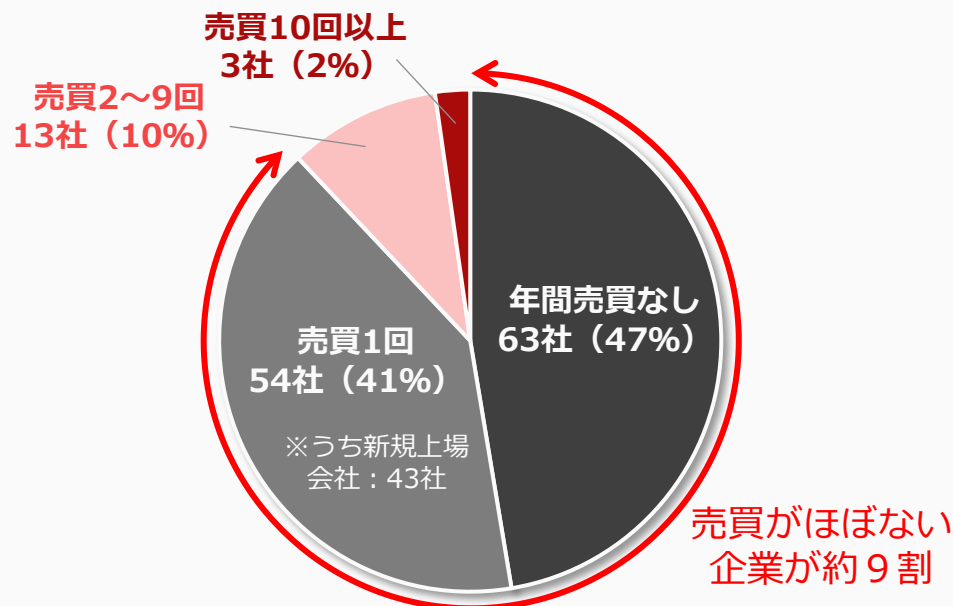


(参考：株主数100人以上の会社)

#	社名	直近株主数
1	NPT	501人
2	琉球アスティーダスポーツクラブ	199人
3	富士テクノホールディングス	171人
4	デンタス	135人

注：2025年9月末現在の上場会社を対象に直近年度末時点の数値を集計

TPMにおける売買状況（2024年）



(参考：売買10回以上の会社)

#	社名	売買回数	直近株主数
1	グラントマト	13回	43人
2	アイダ設計	10回	48人
3	Yottavias	10回	54人

注：立会外売買を含む 注：2024年末に上場していた133社が対象

流動性プロバイダー制度

- T P Mには、**流動性プロバイダー制度**が設けられている（上場会社それぞれに、流動性プロバイダーが指定されており、**マーケットメイク等の努力義務**が課されている）

流動性プロバイダー制度の概要

項目	内容
目的	<ul style="list-style-type: none">● T P M上場株式の円滑な流通の確保
役割	<ul style="list-style-type: none">● T P M上場株式の売気配・買気配の表示等を行う努力義務が課されている（ただし、実際には継続的なマーケットメイクは行われておらず、上場会社株主の口座開設に協力）※ 別途、J-Adviserには、流動性プロバイダーの業務を支援する努力義務が課されている
指定方法	<ul style="list-style-type: none">● 東証の取引参加者（証券会社）の中から、各上場会社が指定して届出・公表※ 実態としては、特定の数社の取引参加者で担われている

T P Mを取り巻く環境変化①（特定投資家への移行要件の見直し）

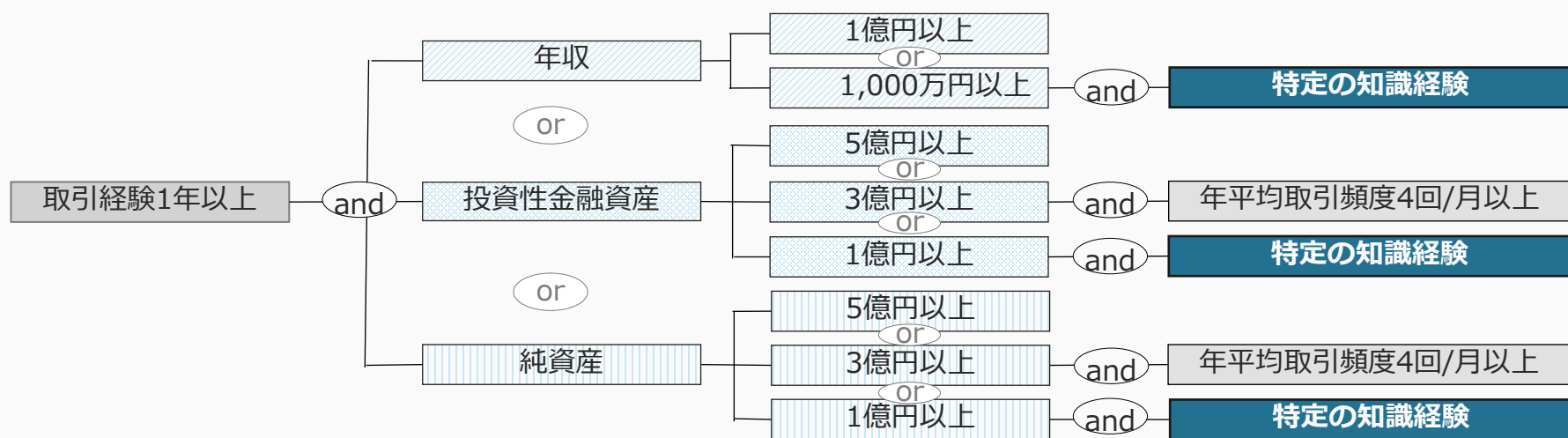
- 2022年7月、制度改正により、**特定投資家に移行可能な個人の対象範囲が拡大**
- 2025年2月・3月には、**要件の明確化、インターネット勧誘の利便性向上等**のための制度改正が行われた
 - ※ ただし、個人の特定投資家は、現状、2,000名程度と見込まれている（正確には不明）

従前の要件



以下の要件(8種類)のいずれかを満たせば、特定投資家への移行の申出が可能

新たに勘案する要件



特定の知識経験

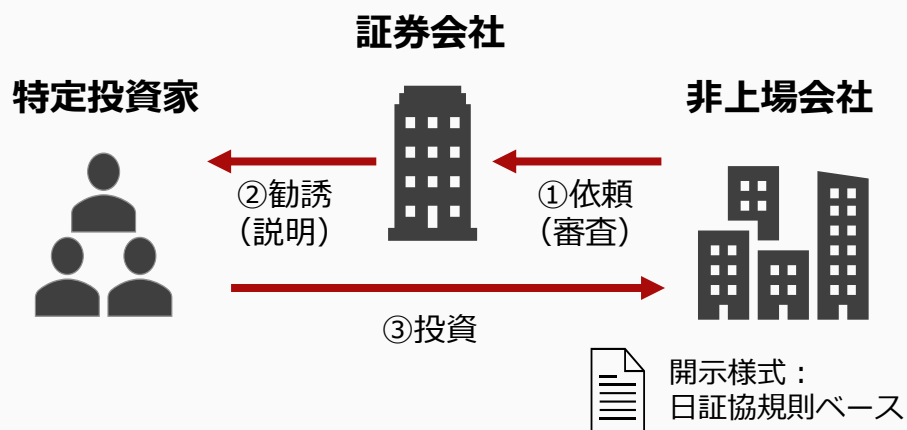
- 金融業に係る業務に従事した期間が通算1年以上の者
- 経済学又は経営学の教授・准教授等の職に通算1年以上の者
- 次の資格を有し、その実務に従事した期間が通算1年以上の者
証券アナリスト、証券外務員、FP技能士（1・2級）、中小企業診断士
- 経営コンサルティング業に従事した期間が通算して1年以上等の者で、左記と同等以上の知識・経験を有する者
※ 2025年、「同等以上の知識・経験を有する者」の範囲が例示

※ 財産要件及び取引要件への該当性を証券会社が確認する場合、自社のみならず他社での状況を勘案可能
注：金融庁資料より東証作成

T P Mを取り巻く環境変化② (J-ships制度の創設)

- 2022年7月、日本証券業協会が“J-ships (特定投資家向け銘柄制度)”を創設
- 金商法上の特定投資家私募等の枠組みを活用し、非上場企業による特定投資家からの資金調達(私募)等を証券会社が仲介する制度で、一般投資家からの資金調達(公募)と比べ開示負担が軽減されている

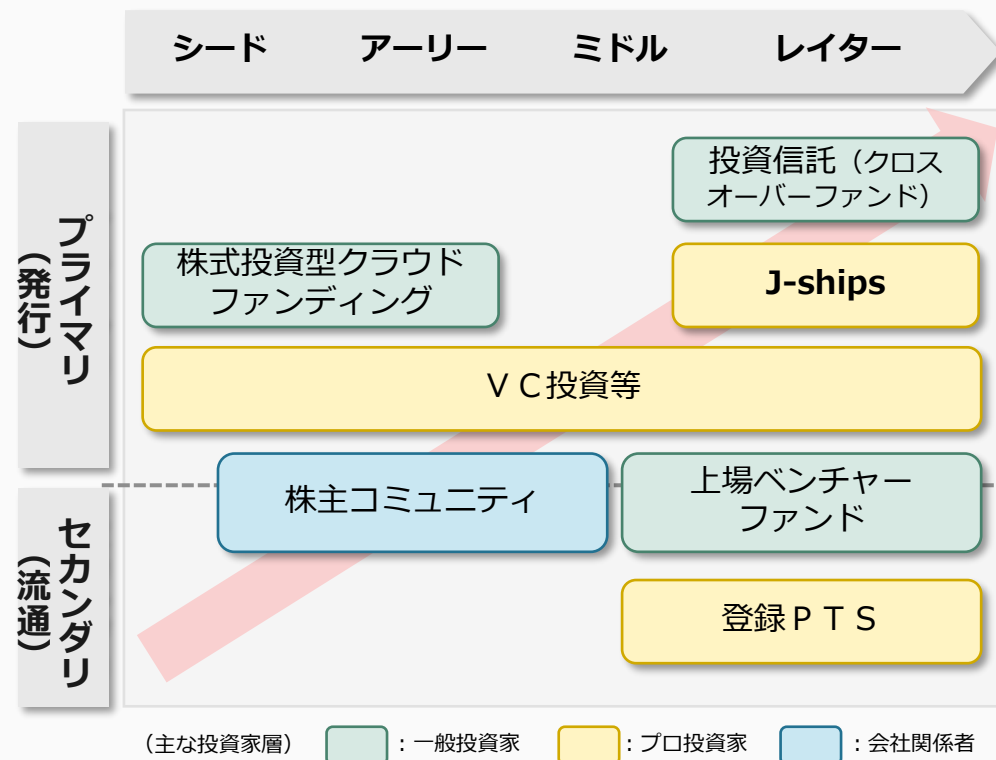
J-ships制度の概要



実績
(2024年末時点)

- 累計調達金額：約1,245億円
- 累計取扱件数：25件
- 取扱証券会社：6社 (日証協が指定)

非上場株式の発行・流通に関する制度 (イメージ)



注：日証協ホームページ、スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会 第1回「資料3 日証協説明資料」等より東証作成

T P Mを取り巻く環境変化③（私募制度等の見直しに向けた検討）

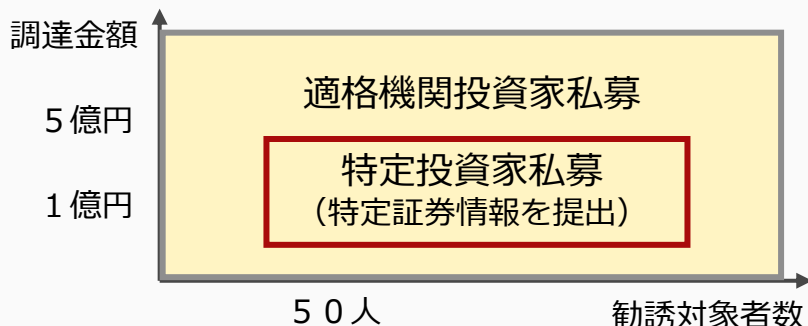
- 現在、金融庁においては、スタートアップ等への資金供給をさらに促進していく観点から、**私募・公募制度の見直し**が検討されており、あわせてプロマーケットにおける買付可能者の**拡大**も検討されている
 - T P M上場企業の資金調達も行いやすくなるほか、T P Mに参加する投資家層も**拡大**する可能性

私募制度等の見直し案

(現行制度イメージ)

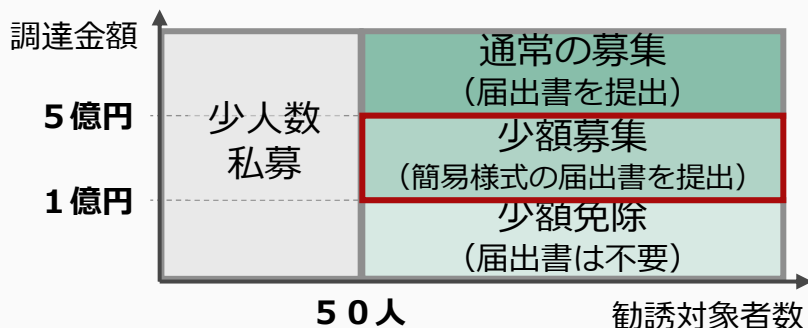
(見直し案)

プロ投資家向け
(私募)



- ✓ 特定投資家私募の勧誘対象について、潜在的特定投資家^(※)まで拡大することを検討
 - ✓ あわせて、プロマーケットにおける買付可能者も同様に拡大することを検討
- ※ 潜在的特定投資家：特定投資家への移行要件を満たすものの移行手続きを行っていない投資家

一般投資家向け
(公募)



- ✓ 有価証券届出書の提出免除基準を1億円から5億円に引き上げることを検討
(引き上げた範囲の募集については、届出書に代えて有価証券通知書を提出・公衆縦覧)

注：金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ 令和7事務年度 第3回「資料5 事務局説明資料」より東証作成

T P Mを取り巻く環境変化④（他の取引所におけるプロ向け市場開設）

- 2024年12月、福証が、一般市場への上場を目指す企業を念頭に、Fukuoka PRO Market（F P M）を開設（制度面は東証と基本的に同様）
 - ※ このほか、札証においても、プロ向け市場の創設が検討されている

項目	東証（T P M）	福証（F P M）
開設時期	2009年6月 (前身のTOKYO AIM開設日)	2024年12月
設立目的	日本やアジアの成長企業に新たな資金調達を提供し、国内外のプロ投資家に新たな投資機会を提供すること	一般市場上場を目指す成長意欲のあるスタートアップ等に、幅広い市場関係者からの支援が得られる場を提供し、成長経路の選択肢を広げること
上場社数 (9月末現在)	149社	9社 (うち福証単独2社)
J-Adviser数	21社	9社

注：福証ウェブサイト等より東証作成
注：FPMの「J-Adviser数」はF-Adviserの数を指す



プロマーケット関係者へのヒアリング

ヒアリング概要

- T P M上場会社、投資家、市場関係者などにヒアリングを実施

対象

- T P M上場時に資金調達を実施した企業
- T P Mから一般市場に上場した企業、目指している企業
- T P M上場企業の資金調達や一般市場上場を支える証券会社・J-Adviser
- 非上場企業にクロスオーバー投資を行う機関投資家・V C
- 非上場企業の資金調達環境に知見を有する学識経験者 など

内容

<プロマーケットの現状>

- T P Mのニーズ
- 企業・投資家の実態
- 市場関係者の実態

<今後の打ち手>

- 対応の方向性
- 具体的な施策 など

プロマーケットの現状：TPMのニーズ（1）

知名度・信用力向上の効果

- 現状、TPM上場の主なニーズは、事業拡大に向けて、知名度・信用力を向上させることにある。実際に、人材確保や取引拡大、金融機関からの融資拡大などにつながっている。【J-Adviser】
- TPM上場後、銀行からの借入が圧倒的にしやすくなり、業績が大きく伸びた。経営者保証が外れることで、事業承継がしやすくなるのもメリット。経営者保証が求められると、後継者を育てても事業承継ができない。TPMは、特に地方企業にとって不可欠となりつつある。【TPM上場会社】
- TPM上場後、当社のみならず当社の役職員も銀行からの信用力が上がり、ローンの借入が行いやすくなったことから、モチベーションの向上が見られている。【TPM上場会社】
- TPM上場後、M&Aをしてほしいと声がかかることが増えた。上場企業への売却であれば従業員も安心と思われているようだ。また、非上場企業とは異なり、監査付きの財務情報が開示されていることから、M&Aの対象としても一定の安心感があるようだ。【TPM上場会社、J-Adviser】

一般市場へのステップ

- 最近では、一般市場上場に向けて、役職員のモチベーションを維持しつつ、事業拡大や社内の体制整備を段階的に進めるためのステップとしてTPMを活用する企業も増えてきている。【J-Adviser】
- 当社は、業績面では一般市場に直接上場することも可能だったが、社内の管理体制を段階的に整備するため、まずTPMに上場した。TPM上場の効果で優秀な管理系人材を採用でき、一般市場に向けた対応も着実に進められているので、ステップを踏む形にして良かった。【TPM上場会社】
- TPMに上場することで、「上場会社」としての意識が社内で高まっているのを感じている。もつと頑張って一般市場に行こう、という前向きな空気も生まれている。【TPM上場会社】
- 投資家からすれば、将来的に一般市場に上場する可能性がある企業に投資できるというのは、TPMの分かりやすい投資妙味。当社も、投資対象のリサーチにあたっては一般市場への上場意欲があるかどうかをまず確認している。【クロスオーバー投資家】

プロマーケットの現状：TPMのニーズ（2）

投資対象としての品質管理

- TPM企業は監査を受けているという点は、投資判断において非常に重要であり、非上場企業に比べた際の良さ。監査を受けていないとデューデリを投資家自身が行う必要があり、それに莫大な費用がかかるようでは投資しようもない。昨年、投資信託に非上場株式も組入れ可能となったが、原則として監査を受けている必要があり、その意味でもTPM企業は魅力的。【クロスオーバー投資家】
- グローブ市場ではIPO後の伴走者不足が話題となっているが、TPMではJ-Adviserが上場後も指導・助言を行い、上場適格性が継続的に維持されているかを確認する仕組みとなっており、たとえば社内の体制などは一定の水準が維持できている。【J-Adviser】

資金調達・売買の場

- エクイティ調達の実績や市場の流動性が乏しいことは、TPM上場を希望する企業も分かっている。潜在的な資金ニーズはあるが、現状、そもそもそうしたニーズに応えられる市場になっていないことから、そのニーズを満たすために上場する企業は少ない。【J-Adviser】
- TPMでは株式による資金調達をほとんど行えないので、大きな資金ニーズがある企業には使われていない。ディープテック企業などリスクは高いが莫大な資金ニーズがある企業こそ、本来はプロ向け市場の趣旨に適しているはずと思うが、そうした企業ほど活用しにくいのが現状。【証券会社】
- そもそもプロ投資家の母数が少ないし、流動性が乏しく上場後に株式を売却できる可能性が低いことを伝えていく必要もあるので、TPMでは調達先を見つけるのが相当に難しい。【J-Adviser】
- 将来的に流動性が付いてこれば別だが、現状ではセカンダリ市場（株式流通の場）として機能することは期待できない。買い手も売り手も不在で、株式市場としてワークしていない。【証券会社】
- VCとしては、現在のTPMの流動性ではエグジットできないので、TPMへの上場よりも一般市場へのIPOやM&Aエグジットを選んでほしい。投資先には上場先として勧めていない。【VC】

プロマーケットの現状：企業の実態

TPM 上場企業

- TPM上場企業の中には、資金調達や一般市場へのステップアップを目指して上場した企業もいれば、単に事業承継のために上場した企業もいる。これらが混在しており、外部からは判別が付きにくいので、市場としての魅力が中途半端となっている。【TPM上場企業】
- 当社は、上場する以上は外部株主を受け入れるべきと考え、上場時に資金調達を行った。外部株主からは積極的に意見を頂いており、経営に責任感・緊張感も生まれている。また、TPMでも、本気になれば10億円は集められるはずであり、当社の場合、投資家から想定額を上回る需要を頂き、資本政策上断った先もいた。【TPM上場企業】
- オーナーシップ（経営権）を維持したまま上場できることにTPMの価値を見出す企業も多く、一般市場に上場するときには外部株主を受け入れるつもりであっても、TPMにいる間は企業価値評価がまだ低いこともあり、外部株主を受け入れないでおきたいという考えも根強い。【J-Adviser】
- 上場したにもかかわらず、オーナーシップを維持するため、株を放出して流動性を高めることに否定的なTPM上場企業のトップは多いが、それでは上場した意味がない。残念ながら、株は手放したくないが資金調達は行いたいと言う企業もいる。【一般市場移行企業、TPM上場企業】
- 経営者や親族で全株式を保有しているTPM上場企業もあるが、それでは売り物が市場に出てこない。売り物を作り、かつ買い手がつくような魅力がなくては、流動性は生まれない。【学識経験者】
- 今はオーナー一族で株式を100%保有していても、将来的に外部株主を受け入れるつもりで社内の体制はしっかりと整備している。現時点での流動性がないからと言って上場適格性がないというのは言い過ぎではないか。【J-Adviser】
- TPMで資金調達ができないかという相談は、以前はほぼなかったが最近明らかに増えている。TPMに賑わいが生まれる中で、上場する企業のカラーが変わり、一般市場上場を目指す企業が増えており、それまでの中継ぎとしてTPMでの調達を希望するようになってきている。【J-Adviser】

プロマーケットの現状：投資家の実態

機関投資家

- T P Mに投資をしたいと思っているが、魅力的な企業があったとしても、**株式市場において売注文が全くなく、そもそも投資可能なのか、企業や既存株主に確認するところから始まる。買いたくても誰が売ってくれるか分からない状態では、投資検討のスタートラインにも立ちにくい。**全てのJ-Adviserとつながりがあればいいが、それも現実的ではない。【クロスオーバー投資家】

プロ成り個人

- 以前は、特定投資家に移行可能な個人の対象範囲を広げれば流動性は自ずと高まると思っていたが、**プロ成り要件が緩和されても、資金調達を行う企業は依然として多くないし、流動性も高まっていない**という実態がある。【一般市場移行企業】
- **潜在的にプロ成り要件を満たす個人投資家はそれなりに居るはずだが、依然として実際にプロ成りした個人は少ない。制度周知が不足しているのではないか。**【学識経験者】
- **プロ成り要件が緩和されたが、まだ不十分ではないか。**非上場株式であっても、少人数私募を使えば一般個人が買えるし、J-shipsを使えば開示負担も少ないのに、それ以上に手厚く開示をしてJ-Adviserの調査も受けている T P M 上場銘柄はプロ投資家しか買えない点には矛盾を感じており、**特に T P M 上場銘柄の流通についてはもう少し緩和できないか。**【J-Adviser】
- 機関投資家においては流動性の乏しい株を買っていいのかという議論があるし、個人投資家には一般市場の上場会社の株を買えばいいと考えられており、**現状ではそもそも特定投資家になるメリットがない。**制度の見直しも重要だが、**T P M にも面白い会社があるということを見せていくなど、実際に投資家が入ってくるための仕掛けも考えなくてはならない。**【J-Adviser】
- **足元では、プロ成りする個人が少しずつ増えてきている。**誰でも参加できる一般市場に対して、限られたプロ投資家のみが参加できる市場として、投資家サイドにおいても**T P M への認知・関心が高まりつつある。**【証券会社】

プロマーケットの現状：市場関係者の実態（1）

J-Adviser

- **J-Adviserにも色々な会社がいる。**資金調達やステップアップを支えていこうというJ-Adviserがいる一方、とにかく上場してほしいというJ-Adviserも一部いるようだが、言うまでもなく上場は成長の起点であるので、**企業をサポートする市場関係者においても意識を高めていくべき。**【VC】
- 事業承継を目的としてT P Mに上場する企業もあるようだが、**当社としては、ただT P Mに上場するだけではなく、成長の実現を目指している企業をサポートしていきたい。**たとえば、高い成長性を期待できるスタートアップ企業や、堅実に売上を計上しつつも更なる成長を志向する中堅企業のJ-Adviserを務める方針。【J-Adviser】
- 当社は、一般市場に上場したいT P M上場企業に対して、その留意点などを伝えるようにしている。そのような**将来を見据えた話ができることが当社のJ-Adviserとしてのセールスポイントとなり、成長を目指している会社に好評。**【J-Adviser】
- 外部株主が入るとデメリットもある中で、**T P Mであれば株主構成を変えずに上場できることを売りにして営業しているJ-Adviserも見かける。**【T P M上場会社】

証券会社

- 企業が資金の出し手となる投資家を自ら見つけてくるのは限界があるため、T P Mで調達できるようにしていくためには、証券会社にも関与してもらう必要。ただ、**小規模な調達を行うだけだと証券会社として割のいい話ではないため、なかなか関与しにくい。**【学識経験者】
- プロ成りしうる**富裕層個人との繋がりがあるのは、特に大手の証券会社であり、本気で特定投資家を増やして資金調達を行えるようにしていくためには彼らに熱心になってもらう必要。**【J-Adviser】
- 本来であれば、J-shipsで調達した企業に、T P Mに上場してもらうことで投資家の売却ニーズに**応え、一般市場に上場する際に再度調達してもらうという流れができればいいが、審査や開示など、J-shipsはT P Mとは全く別の制度となっていて、相互にリンクしていない。**そうしたこともあり、T P Mは、大手証券含む証券業界との親和性がなくなっている。【J-Adviser】

プロマーケットの現状：市場関係者の実態（2）

その他の関係者

- **流動性プロバイダーである証券会社には、マーケットメイクを行う努力義務があるが、実態としては行われていない。より強い義務を課すなどその役割も再考すべきではないか。**【学識経験者】
- **現状でも、流動性プロバイダーの担い手は不足しているし、いつまで受けてくれるかも分からない。強い義務を課しても担い手がいなくなるだけという点には留意する必要がある。**【J-Adviser】
- **将来的に一般市場に上場しようという企業でなければ、株式事務代行機関の担い手（信託銀行等）がなかなか見つからないという課題もある。**【J-Adviser】

今後の打ち手：対応の方向性（1）

総論

- **T P Mとはどのような市場なのか、コンセプトがぼやけているため、色を付けるべきではないか。** 10年前は、上場企業もJ-Adviserも極めて少なく、まずは市場にプレイヤーを集めなければならない段階であったが、ようやくここまでエコシステムが広がったので、はっきりとしたコンセプトを定め、次のフェーズとして“T P M2.0”に進むときが来たのではないか。【学識経験者】
- **非上場企業の資金調達環境が改善される中で、外部投資家から資金調達して成長しようという前向きな企業がT P Mをわざわざ選ばなくなり、そうではない企業だけが集まる市場になりかねない。** こうした逆選択を起こさないためにも**目指すべき方向性を早期に示す必要**。【クロスオーバー投資家】

一般市場上場やその後の成長へのステップ

- **T P Mを一般市場上場やその後の成長に向けた助走の場として活用できないか。** いきなり一般市場に上場するのは、業績を拡大させつつ急速に社内体制を整える必要があり、会社組織への負担が大きいが、T P Mをステップとして一般市場へと滑らかに上場できれば、その後の成長にもつながるし、**企業にとってT P Mに上場するメリットにもなる**。【J-Adviser、証券会社、クロスオーバー投資家】
- T P Mで成長し続けてもらうのももちろん良いことであり、それを否定する必要はないが、**成長の実現に向けた一つのモデルケースとして一般市場への上場を後押しすれば、T P Mに投資家が集まることにもつながるのではないか**。【J-Adviser、クロスオーバー投資家】
- **一般市場を目指すのは良いことだが、そのこと自体が目的になってはならない。** 一般市場上場後の成長を見据えて適切なタイミングを検討いただくことが重要であり、T P Mでじっくり大きく成長した後に一般市場に上場するということがあってもよい。【J-Adviser】
- 現状、T P Mから一般市場に上場した会社は、やむなく小規模で一般市場に上場しており、T P Mで資金調達や株式売買が出来るのであれば、大きくなってから東証の一般市場に行きたい会社がほとんど。多様な投資家を呼び込み、エグジットまで長い期間待てる投資家から調達できるようにすれば、あるいはT P M内で別の投資家に売却できるようにすれば、大きく成長してから一般市場に行くことも可能になる。【J-Adviser】

今後の打ち手：対応の方向性（２）

資金調達・ 売買の場

- T P Mがマーケットとして企業の成長を支えられる市場となるためには、資金調達を行える市場にしていくことが何よりも重要ではないか。そして、円滑な資金調達のためには、投資家が株式を売買できる場とする必要もあり、流動性の確保も進めていくべきではないか。【J-Adviser、証券会社】
- 現在のT P Mは、投資家が不在なので企業は資金調達できないし、資金調達ができないので成長魅力のある企業が集まりにくく、投資家も集まらない。卵と鶏だが、やはりマーケットは企業ありきであり、投資したいと思う魅力的な企業が集うことで投資家も集まるのであって、まずは企業の成長に向けた取組みを促し、それを投資家に見せていくことが必要ではないか。【J-Adviser、証券会社】
- T P Mにおいては、一般市場のように売り手・買い手が常時存在する状態を求める必要はなく、投資家が必要な時に売買できる程度の流動性があればいい。月に1回でも売買が行える状態を作れば、そうした銘柄を組み込んだファンドが作れる。また、階段状であっても株価の推移を示せるようになるので、株価が伸びていくことを見せれば、投資家は無理をしてでも寄ってくる。【J-Adviser、クロスオーバー投資家】
- 昨今、グロース市場改革によりV Cが投資先企業の売却先となるセカンダリファンドを探す動きが活発になっているし、上場株投資家がクロスオーバー投資として非上場企業を探す動きもある。相対で相手先を探すのも限界がある中で、T P Mを、その両者をつなぐ橋渡しの場として活用することも考えられないか。【J-Adviser、クロスオーバー投資家】

今後の打ち手：具体的な施策（1）

企業の 取組みの 可視化

- T P Mには様々な企業が混在する中、**一般市場へのステップアップや外部株主からの資金調達などに前向きな企業を、取引所が見えるようにしていくことが重要**ではないか。前向きに取り組む会社に対しては、投資したいという投資家も現れるのではないか。【J-Adviser、クロスオーバー投資家】
- 当社は、将来的な一般市場へのステップアップを目指して、T P M上場時に、外部の投資家から資金調達を行った。**取引所が、前向きに取組みを進めるT P M上場企業を投資家に示してくれるのであれば、真っ先に手を挙げたい**。【T P M上場会社】
- T P Mでも、**決算説明資料の開示や決算説明会の開催**をしてくれると投資家としてはありがたい。**積極的な情報発信を企業に促していくことも考えられる**のではないか。【クロスオーバー投資家】
- グロース市場では、「**事業計画及び成長可能性に関する事項**」の開示により、投資家への成長戦略の訴求が進められている。この資料を作成すること自体が、成長戦略や自社のアピールポイントを考え直す良い機会にもなる。**T P M上場企業に対しても、マストとするのは難しいかもしれないが、任意で作成を促していくことも考えられる**のではないか。【J-Adviser】

企業と 投資家の 接点づくり

- **投資家として、上場企業との接点はぜひ提供してほしい**。グロース市場の企業以上に、T P Mの企業とは話せておらず、証券会社もなかなかビジネスにしにくいと思うので、取引所が提供する価値がある。【クロスオーバー投資家】
- そもそも投資可能なのか分からない状態の解消のため、**外部株主を受け入れたいと考える会社をリスト化することは有用だが、逆に売り手からしてみると買い手を見つけにくい状態でもあり、T P Mに投資意欲がある投資家のリスト化も考えられる**のではないか。【クロスオーバー投資家、J-Adviser】
- 本来はJ-Adviserが買い手と売り手をマッチングできればよいが、非証券系のJ-Adviserは投資勧誘の規制の関係で難しい。**流動性プロバイダーに協力してもらうことも考えられるか**。【J-Adviser】

今後の打ち手：具体的な施策（2）

取組みの 検討材料の 提供

- 外部株主をどう作っていくか、T P Mから一般市場を目指すにあたってのポイントはどこかなど、T P M上場会社間で共有しあうべきことは多々あり、取引所が発信してくれるのであれば、非常にありがたい。特に、セミナー等を通じて、リアルな話を聞けると有益だと思う。【T P M上場会社】

円滑な一般 市場上場

- T P Mから一般市場への上場にあたっての審査は、非上場企業の審査と同様、一から確認が行われており、その対応には相応の負担がかかる。T P M上場企業として適時開示・情報管理など一定の体制は整備できているので、その実績を勘案して効率的に審査を行えないか。【証券会社】
- 発行者情報（T P Mにおける継続開示書類）の開示項目が、有価証券報告書とある程度揃っていると、円滑なステップアップが可能。一方で、全く同じだと負担が重いので、T P Mにおいて重要性が高くない項目については記載を任意とするなど柔軟な対応も考えられるか。【J-Adviser】

上場基準

- 自社の株式を売買させるつもりがない企業は、株式市場に居てはならないのではないかと。自社の成長により市場に富を流そうとせず、上場会社のラベルだけ利用するのはフリーライドに他ならない。市場の質を確保するため、上場基準の活用も考えられないか。【クロスオーバー投資家】
- T P Mをマーケットとして活用できていなくても、知名度・信用力の向上により業績を拡大させている企業があることも事実であるし、そもそも活用したくてもできない状況からすれば、現時点では、上場時の資金調達義務付けや流動性要件の導入は不要ではないか。【J-Adviser】
- 非上場でも十分な資金調達が可能となってきた中で、資金調達や流動性確保を無理に義務化すると、それに見合うメリットがなければT P Mに上場しようという意欲が削がれる。市場にプレイヤーがいなくなるだけではないか。【J-Adviser、学識経験者】
- 中長期的には外部投資家から資金を調達して成長してほしいとは思っているものの、一般的に非上場企業は経営者に出来る限り株を集めて強いリーダーシップのもと経営を推進していることを考えると、T P Mの段階から株式の分散を無理に求める必要はないのではないかと。【J-Adviser】

ご議論いただきたい事項

ご議論いただきたい事項（1）

（目指すべき方向性）

- ◆ グロース市場の見直しを受けて、上場後の成長がより意識されるようになる中、**TPMを、一般市場上場前にその後を見据えて大きく成長できる場としていくことが考えられないか**
- ⇒ 「**一般市場上場とその後の成長を目指す企業が集う市場**」と位置づけ、**そうした企業を市場関係者と連携しながら支えていくことが考えられるか**
- ⇒ 知名度・信用力の向上などの副次的な効果を提供するだけでなく、**株式による資金調達や株式売買の機会の提供などマーケット本来の機能を強化していくことが考えられるか**



ご議論いただきたい事項（２）

（アプローチ）

◆ どのようなアプローチで対応を進めていくことが考えられるか、たとえば以下の内容をどう考えるか。

- **J-Adviserとの認識共有：**

- 新たな方向性を踏まえ、上場準備企業や上場企業の指導・助言を行っていただけるよう働きかけ

- **積極的に取組む企業のサポート：**

観点	具体的な施策
取組みの検討材料の提供	➤ 一般市場上場やその後の成長に向けた対応ポイントの周知（セミナー開催など）
外部投資家からの 資金調達・投資の支援	➤ 一般市場上場を目指す企業、外部投資家からの投資を希望する企業などの一覧化 ➤ 決算説明資料・中期経営計画などの任意開示の促進 ➤ 上場企業と（一般市場上場前の企業を投資対象とする）機関投資家の接点づくり ➤ 資金調達時における上場料金の見直し
一般市場上場の円滑化	➤ 一般市場への審査プロセスの効率化 ➤ 発行者情報等の開示項目の整理

- **その他：**

- 他に考えられるアプローチはあるか