

TOKYO PRO Market の発展要因 に関する一考察

—フィリップ証券が果たした役割を中心に—

船 岡 健 太
姚 智 華

要 旨

一年間の新規上場企業数を市場区分別で見た場合、2024年まではグロース（2022年4月3日まではマザーズ）に新規上場する企業が最も多かったが、2025年はTOKYO PRO Marketにおいて上場を行う企業が最も多かった。このように新規上場市場の中心的存在となった TOKYO PRO Market であるが、同市場の前身である TOKYO AIM は2009年の市場開設後においては一号案件が誕生するまでに2年を要し、その後においても新規上場企業数は伸び悩んだ。

このような同市場の黎明期において、アドバイザーとして支えたのがフィリップ証券であった。本稿の分析において、フィリップ証券が約7割の新規上場企業のアドバイザーを務めたアドバイザーの参加企業が限定的であった期間とアドバイザーの多様化が実現した期間について、新規上場企業の特徴を比較したところ、アドバイザーが多様化した期間において企業規模や収益性の面で優良な企業が新規上場を行っていることを確認することができた。この状況は TOKYO PRO Market のレピュテーション向上による変化であると解釈することができる。

キーワード：TOKYO PRO Market, プロ市場, アドバイザー, 新規上場企業,
フィリップ証券

目 次

- | | |
|-----------------------------|-------------------------------|
| 1. はじめに | |
| 2. TOKYO AIM の創設から一号案件の誕生まで | |
| 3. 市場の発展を支えたフィリップ証券 | |
| 4. 新規上場企業の特徴に関する変化 | |
| | 4.1 アドバイザーの多様化実現に伴うシェアの
変化 |
| | 4.2 新規上場企業の特徴に関する変化 |
| 5. おわりに | |

1. はじめに

2025年における市場別の新規上場企業数は、TOKYO PRO Market（以下、TPM）が最も多かった。一年間の新規上場企業数において、長年に渡って最も多くの新規上場企業を生み出してきたグロース（旧マザーズ含む）を初めて上回った¹。本稿では、このような日本の新規上場市場の中心的存在となった TPM の発展要因について考察を行う。

TPM は、東京証券取引所とロンドン証券取引所の共同プロジェクトにより2009年に設立された TOKYO AIM を前身とする市場である。TOKYO AIM は市場開設から最初の上場企業誕生まで2年間を要するなど、市場開設から5年が経過しても、上場企業が10社に満たない状況であった。リーマンショック直後の市場開設であったという背景があるものの、TOKYO AIM および TPM 開設初期の期間は新規上場を目指す企業の多くが注目する市場ではなかった。このような TPM の黎明期をアドバイザーとして支えたのが、フィリップ証券と OKINAWA J-Adviser である。両者の中でも、一号案件を担当し、現在においてもアドバイザーの中心的存在であるフィリップ証券が TPM 発展に寄与した役割について本稿で考察を行う。

本稿の考察は、フィリップ証券の脇本源一氏

に対するヒアリング内容を用いながら行う。脇本氏は TOKYO AIM 一号案件から現在に至るまで、フィリップ証券の引受責任者として TPM に向き合ってきた。TPM と同じ設計で2024年12月に創設された福岡証券取引所の Fukuoka PRO Market²においても、フィリップ証券は最も多くの新規上場企業に対してアドバイザーとして関与している。

本稿の構成は以下のとおりである。次節では、TOKYO AIM の創設から一号案件の誕生まで、脇本氏のアクションとともに記述する。第三節においては、TPM の黎明期においてフィリップ証券が果たした役割について記す。第四節ではアドバイザーが限定的であった時期と多様化した時期の新規上場企業の特徴の変化について比較を行う。最後の第五節では、本稿のとりまとめを行うとともに、プロマーケット市場の今後の展望について記す。

2. TOKYO AIM の創設から一号案件の誕生まで

東京証券取引所は、成長企業向けの新しい市場を創設することで2007年10月にロンドン証券取引所と合意している。この合意後、ロンドン証券取引所が運営する AIM 市場³をモデルとして、また、2008年に金融商品取引法⁴で認可されたプロ向け市場を活用した新市場開設に向

1 2025年における新規上場企業数は、TPM が46社に対してグロースが40社という状況であった。上場5年経過後において時価総額100億円以上を求めるといったグロースの新たな上場維持基準（2030年3月1日より適用、現状の基準は上場10年経過後において時価総額40億円以上）が発表されたことにより、グロースの新規上場企業が減少したという背景も存在する。

2 Fukuoka PRO Market においては市場開設から現在（2026年5月）にいたるまで17社の企業が新規上場を果たしている。フィリップ証券は17社のうち11社においてアドバイザーとして関与している。Fukuoka PRO Market の設立経緯については、船岡（2025）を参照されたい。

3 AIM（Alternative Investment Market）は1995年にロンドン証券取引所に設立された成長企業向け株式市場であり、1980年に同取引所に開設された USM（Unlisted Securities Market）にかわる市場として創設された。USM の停滞を受け AIM が設立された経緯など、当時のイギリスにおける中小・ベンチャー企業向け株式市場の変遷については忽那（1997）に詳しい。

けて両者は検討を重ねていた⁵。そして、東京証券取引所がTOKYO AIMの概要を発表したのは2009年1月29日のことであった⁶。この発表においては、TOKYO AIMは規模や株主数に関する形式基準が存在せず、アドバイザーに上場審査を委託するというロンドン証券取引所のAIM市場と同様の特徴を持つことが示された。

このような経緯を経て、TOKYO AIMは2009年6月に開設され、同年11月にJ-Nomad (TOKYO AIM時のアドバイザー名)として大和証券SMBC、日興シティグループ証券、野村證券、みずほインベスターズ証券、みずほ証券、三菱UFJ証券の6社を選定している(※当時の証券会社名で記している)。

ただ、TOKYO AIMの市場開設時において、上場企業は存在しなかった。上場企業が誕生していなかった理由として、一部報道では、TOKYO AIMは新規上場前における上場適格性の調査・確認についてTOKYO AIM取引所がアドバイザーに委ねる制度であることから、その責任の重さより、アドバイザーの担い手として想定されていた大手証券会社が上場企業の発掘に慎重になったことなどが報じられた⁷。

このように上場企業が生まれていなかった中、大和証券や楽天証券などで公開引受業務の

経験を持ち、まだ小規模であるが高いポテンシャルを持つ企業の新規上場のサポートに強い意欲を持つ脇本氏と公認会計士である安田氏が、ドリームパートナーズという企業を立ち上げ、2010年春、指定アドバイザーとして活動したい旨をTOKYO AIMに伝え、それが受け入れられ、J-Nomadの専業会社を目指すこととなった。

ドリームパートナーズがTOKYO AIMが一号案件候補企業として考えていたメビオファームのサポートを行うようになり、上場に向けての準備が行われていた。この準備も一定の段階まで進んだところで、脇本氏はロンドン証券取引所側と面談を行うために、当時のTOKYO AIM社長である村木徹太郎氏らとともにロンドンに赴いている。この面談からしばらくしてから、ドリームパートナーズの資本金規模が小さい等の理由によりJ-Nomadとして認められないという連絡がロンドン証券取引所より連絡が入ったという。

2010年夏頃から、TOKYO AIMはJ-Nomad業務に関心を示した、当時Phillip Financials会長および成瀬証券社長であった下山均氏と話し合いを進めていた⁸。だが当時のフィリップ証券には引受に関する経験者がおらず、TOKYO AIMサイドが仲介する形で、脇本氏が前述の

4 金融商品取引法2条32項。当時の改正法におけるプロ向け市場導入の背景については池田他(2008)を参照されたい。プロ向け市場のプロとは適格機関投資家などの投資家を指し、同市場ではこれら投資家のみが売買可能である(売却については一般投資家も可能)。

5 荒井(2009)に依拠している。

6 『日本経済新聞』2009年1月30日朝刊。同記事では、TOKYO AIMにおける上場企業の誕生時期について、「早ければ5月上場企業が登場する見通しだ」と報じている。

7 『日本経済新聞』2009年4月7日朝刊など。

8 2011年にPhillip Financials株式会社と成瀬証券が合併し、フィリップ証券が誕生している。同証券の母体であるフィリップキャピタルグループは、シンガポールに拠点を置き、世界で15の国と地域に展開する金融グループである(フィリップ証券ホームページ)。フィリップ証券の初代代表取締役社長である下山均氏は、TOKYO AIMに関心をを持った理由について以下のように述べている。「TOKYO AIMは、将来、世の中のためになる市場である」という思いがありましたので、TOKYO AIMの方から要請があった際、他の証券会社がどうであろうとやってみようかと手を挙げたのです(日本取引所グループ、2015)。

ドリームパートナーズを解散した上で、同証券に引受業務の経験者として入ることになった。

脇本氏自身で創設した J-Nomad 専業会社となることを目指したドリームパートナーズでサポートしていたメビオファームについて、引き続きフィリップ証券投資銀行部門の責任者として引き続きアドバイザーとして携わることになり、同社は2011年7月15日に TOKYO AIM の一号案件として新規上場を果たした。市場開設から2年が経過していた。

上場第一号であるメビオファームが新規上場を行った翌年、第二号案件である五洋食品が2012年5月28日に一号案件同様にフィリップ証券をアドバイザーとして新規上場を果たした。同年3月、東証はロンドン証券取引所との合併を解消し、TOKYO AIM は東証単独の運営となり⁹、2012年7月には、市場名称が現在の TOKYO PRO Market に名称変更されている。脇本氏は「ロンドン AIM のブランド力は日本企業の間ではまるでなかった」（高橋、2014）と当時の雑誌インタビューに答えている。

2012年9月25日、TPM としては初めて、市場としては通算3社目の新規上場企業として新東京グループがフィリップ証券をアドバイザーとして新規上場を行っている。これまでの2社は TOKYO AIM からの紹介であったが、新東京グループはフィリップ証券が発掘を行った最初の新規上場企業である。2012年11月にアドバイザー資格を取得した OKINAWA J-Adviser が最初の案件として、沖縄でステーキハウスを展開する碧を2013年6月に上場させている¹⁰。

TPM の黎明期において、OKINAWA J-Adviser はフィリップ証券とともに、市場発展に貢献したプレイヤーであった。

3. 市場の発展を支えたフィリップ証券

図表1は TPM における J-Adviser の資格取得年月と担当企業数（市場設立から2025年末まで）を示している。前述のように大手証券会社は2009年6月の市場開設と同時にアドバイザー資格を取得したものの、J-Adviser として企業に関与したケースは存在しない。2011年6月に資格を取得したフィリップ証券は、2025年末までに89社の新規上場企業を誕生させており、市場全体の新規上場企業数217社に占める割合は41%に相当する。

フィリップ証券の次（2012年11月）にアドバイザー資格を取得した OKINAWA J-Adviser は、フィリップ証券とともに市場の TPM の黎明期を支えたプレイヤーである。TOKYO AIM、TPM 開設からしばらくの期間においてアドバイザーとして実質的に活動していたのは、フィリップ証券と OKINAWA J-Adviser の2社のみであり、2011年7月に最初の上場企業が誕生してから2018年5月に新規上場を果たした、ひかりホールディングス社（岐阜県）までの新規上場企業全30社のうち、フィリップ証券が23社、OKINAWA J-Adviser が7社の J-Adviser を担当した。約7年間においては、二社のみ J-Adviser で TPM の初期段階を支えた状況が

9 『日本経済新聞』2012年3月26日。

10 TOKYO AIM と沖縄県産業振興公社が2010年9月に相互協力に関する合意文書を締結したことを起点とし、同公社が資本金1,000万円の全額出資を行い2012年7月に OKINAWA J-Adviser が設立されている（『日本経済新聞』2012年7月31日）。同年11月に J-Adviser 資格を取得し8社の上場企業を生み出したが、自らの資格喪失申請により2019年7月に J-Adviser 資格を喪失している（東証ホームページ）。松尾（2018）では OKINAWA J-Adviser の活動について紹介している。

図表1 TPMにおけるアドバイザーの資格取得年月と担当社数

J-Adviser 名	資格取得年月	担当企業数	比率
SMBC 日興証券	2009年6月	0	0.0%
大和証券	2009年6月	0	0.0%
野村証券	2009年6月	0	0.0%
みずほ証券	2009年6月	0	0.0%
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券	2009年6月	0	0.0%
フィリップ証券	2011年6月	89	41.0%
OKINAWA J-Adviser	2012年11月	8	3.7%
G-FAS	2016年12月	2	0.9%
宝印刷	2017年11月	31	14.3%
IR ジャパン	2017年12月	2	0.9%
日本 M & A センター	2019年7月	51	23.5%
J トラストグローバル証券	2020年6月	14	6.5%
ジャパンインベストメントアドバイザー	2021年7月	4	1.8%
アイザワ証券	2021年10月	7	3.2%
船井総合研究所	2022年4月	2	0.9%
名南 M & A	2022年10月	4	1.8%
SBI 証券	2023年8月	3	1.4%
三田証券	2024年1月	0	0.0%
佐賀銀行	2024年3月	0	0.0%
九州 FG 証券	2024年5月	0	0.0%
タナベコンサルティング	2024年5月	0	0.0%
ブリッジコンサルティング	2025年9月	0	0.0%
EY ソリューションズ	2026年2月	0	0.0%
合 計		217	100.0%

(注) 新規上場時のアドバイザーを採用している。市場設立から2025年末までについて採取。アドバイザーは現在の企業名を示している。

(出所) 『株式公開白書』各年版他より作成。

存在する。

フィリップ証券および OKINAWA J-Adviser 以外の J-Adviser が登場したのは、31社目の新規上場企業(2018年7月上場)であるフロンティア(山口県)を担当した宝印刷である。同社は2017年11月にアドバイザー資格を取得後、2025年末までに31社の新規上場企業の J-Adviser を担当しており、新規上場時のアドバイザー担当実績としては、フィリップ証券(89社)、日本 M&A センター(51社)に次いで三番目に多い

状況にある。

新規上場時のアドバイザー担当実績が二番目に多い日本 M&A センターは、2019年7月にアドバイザー資格取得以降、担当実績を積み重ね、2025年末までの新規上場企業全体の23.5%に相当する51社に J-Adviser として関与している。

2011年に最初の新規上場企業が誕生してから約7年間では、フィリップ証券を中心に、同証券と OKINAWA J-Adviser の2社のみの J-Advis-

er が活動している状況から、前述のように2017年11月に宝印刷、2019年7月に日本 M&A センター、2020年6月にエイチ・エス証券（現 J トラストグローバル証券、2025年末までに14社の新規上場企業を担当）といった TPM 市場に積極的に関与する J-Adviser が新たに参入し、アドバイザーの多様化が進んだ。このようなアドバイザーの多様化実現により、TPM の累計新規上場企業数は2020年10月には50社に達し、2023年6月においては100社に到達している。2011年に最初の上場企業が誕生してから50社に到達するまでは9年を要したが、50社から100社までは約2年半で到達している。

近年においては、船井総合研究所、タナベコンサルティング、ブリッジコンサルティング、EY ソリューションズといったコンサルティング会社がアドバイザー資格を取得しており、アドバイザーの裾野はより拡がりをみせている¹¹。

4. 新規上場企業の特徴に関する変化

4.1 アドバイザーの多様化実現に伴うシェアの変化

前章においては、TPM 黎明期における最初の新規上場企業の誕生から約7年間においてはフィリップ証券を中心として、同証券と OKINAWA J-Adviser の2社のみが J-Adviser として活動していたが、2017年以降、後にフィリップ証券に次ぐアドバイザー実績を重ねる日本 M&A センターや宝証券がアドバイザー業務に新たに参入することで、アドバイザーの多様化が実現し、新規上場企業数が増加したこと

について確認した。

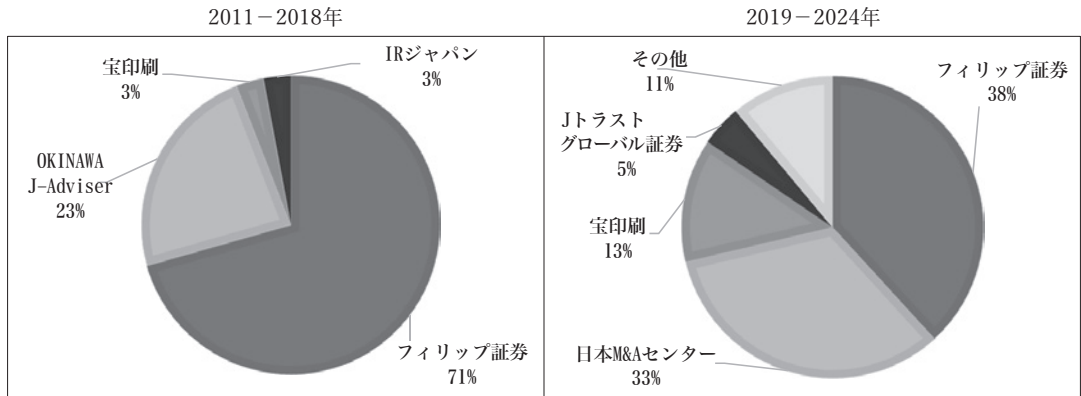
本章では、このアドバイザーが限定的であった時期から多様化した時期において新規上場企業の特徴の変化について確認を行う。宝印刷については、2018年に最初の1社、2019年における9社の新規上場企業のうち5社の J-Adviser を務めた。この年のフィリップ証券の担当アドバイザー数は4社であり、同証券の担当企業数を上回った J-Adviser（宝印刷）が存在した初めての年であった。日本 M&A センターの最初の参入状況に関しては、まず2020年に3社の新規上場企業を担当アドバイザーとして生み出し、2021年においても3社の J-Adviser を務めた。

上記状況より、宝印刷が J-Adviser として本格参入した2019年以降をアドバイザーが多様化した時期として捉えることにする。分析対象期間を2024年までの170社とし、アドバイザーが限定的であった期間とする2011年から2018年に上場を果たした34社、アドバイザーが多様化した期間とする2019年から2024年に上場を行った136社を観測対象企業とする。参加アドバイザー数は、アドバイザーが限定的であった期間が4社、アドバイザーが多様化した期間が12社である。

図表2は、この両期間のアドバイザーの担当シェア率を示している。2011年から2018年のアドバイザー限定的期間においてはフィリップ証券（71%）と OKINAWA J-Adviser（23%）の両方で94%を占める状況にあった。一方、2019年から2024年のアドバイザー多様化期間では、フィリップ証券（38%）、日本 M&A センター（33%）、宝印刷（13%）、J トラストグローバル証券（5%）という状況に変化する。

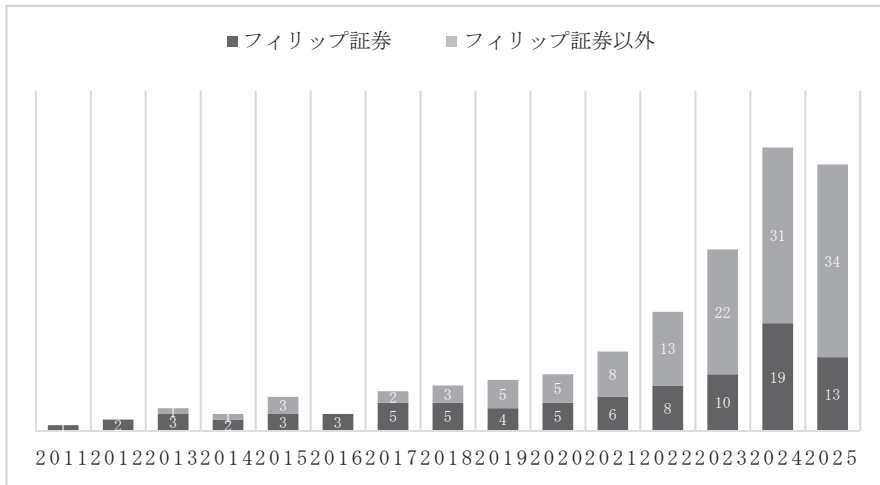
11 松尾（2025b）では、船井総合研究所などの経営コンサルタント会社の J-Adviser の特徴についてとりまとめている。

図表2 TPMにおける新規上場企業の担当アドバイザーのシェア（期間別）



(注) 新規上場時のアドバイザーを採取している。
 (出所) 『株式公開白書』各年版より作成。

図表3 TPM 新規上場企業におけるフィリップ証券のアドバイザー担当社数



(出所) 『株式公開白書』各年版より作成。

図表3は、各年におけるTPMの新規上場企業においてフィリップ証券がアドバイザーを務めた企業数を示している。2011年から2018年のアドバイザー限定的期間では、各年においてフィリップ証券が半数以上の新規上場企業に参与している状況を確認することができる。一方、2019年から2024年のアドバイザー多様化期間では、一年間の新規上場企業10社のうち5社のア

ドバイザーを務めた2020年を除いて、フィリップ証券のシェアは各年において半数以下となる状況を看取することができる。直近の2025年には47社のうち13社（27.7%）のアドバイザーを担当しており、フィリップ証券のシェアが7割を超えていた期間と比して、アドバイザーの多様化が進んでいる状況を看取される。

図表4 TPMにおける新規上場企業の特徴（期間別）

	最小値	平均値	中央値	最大値	標準偏差
2011-2018（34社）					
企業年齢（年）	1.100	16.529	14.250	41.800	10.168
従業員数（人）	3.000	60.059	31.500	382.000	80.055
売上高（億円）	0.090	17.292	10.225	181.450	31.353
経常利益（億円）	-2.580	1.407	0.400	22.770	4.697
売上高経常利益率	-28.667	-0.819	0.036	0.414	4.924
2019-2024（136社）					
企業年齢（年）	0.900	24.453 **	20.750 **	83.200	17.159
従業員数（人）	4.000	153.706 **	75.000 ***	1,615.000	242.173
売上高（億円）	0.560	42.663 **	23.870 ***	500.440	60.056
経常利益（億円）	-17.030	2.276	1.050 ***	77.900	7.287
売上高経常利益率	-0.286	0.053 **	0.046	0.321	0.080
全期間（170社）					
企業年齢（年）	0.900	22.868	19.300	83.200	16.294
従業員数（人）	3.000	134.977	61.000	1,615.000	222.513
売上高（億円）	0.090	37.589	19.445	500.440	56.362
経常利益（億円）	-17.030	2.102	0.850	77.900	6.844
売上高経常利益率	-28.667	-0.122	0.044	0.414	2.205

(注) ***1%で有意, **5%で有意。

(出所) 『株式公開白書』各年版のデータより作成。

4.2 新規上場企業の特徴に関する変化

図表4はTPMにおける新規上場企業の特徴について、2011年から2018年のフィリップ証券が7割の企業においてJ-Adviserを務めたアドバイザーが限定的であった期間（34社）と2019年から2024年のアドバイザーの多様化が実現した期間（136社）、全期間（2011年から2024年、170社）の新規上場時の企業年齢、従業員数、売上高、経常利益、売上高経常利益率の基本統計量を示している。

TPMに参加するアドバイザーが少なかった期間を限定的期間、多様化した期間を多様化期間とし、新規上場企業の特徴がどのように変化したのかについて以下において確認する。まず、企業の設立から上場までの年数を示す企業年齢

に関しては、限定的期間の平均値（中央値）が16.529年（14.250年）であるのに対し、多様化期間のその数値は24.453年（20.750年）を示しており、平均値で約8年、中央値で約6年、限定的期間に比して新規上場時の企業年齢が上昇しており、その差は統計的に有意であることを確認することができる。

次に従業員数については、限定的期間は平均値（中央値）が60.059人（31.500人）という100人に満たない組織であるのに対し、多様化期間のその数値は153.706人（75.000人）であり、平均値では100人を超しており、多様化期間においては限定的期間に比して2倍の組織規模を持つ企業が新規上場している状況を看取することができ、その差は統計的に有意である。

財務数値について確認すると、上場直前期の

売上高に関しては、限定的期間の平均値（中央値）が17.292億円（10.225億円）であり、限定的期間の新規上場企業は月商が平均1億円前後の企業が多い状況であることを見て取れる。一方で、多様化期間における新規上場企業の直前売上高の平均値（中央値）は42.663億円（23.870億円）であり、上記の従業員数同様に、多様化期間では限定的期間に比して2倍の売上規模を持つ企業が新規上場を果たしている状況を確認することができる。上場直前期の売上高についても、上記の企業年齢、従業員数と同様に多様化期間の数値は限定的期間のものよりも統計的に有意に大きい。

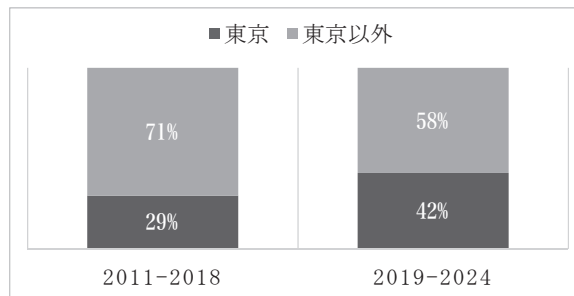
収益に関する数値として、上場直前期の経常利益を確認すると、限定的期間の平均値（中央値）が1.407億円（0.400億円）であるのに対して、多様化期間の数値は2.276億円（1.050億円）であり、多様化期間では限定的期間に比して平均値で約1.6倍、中央値で約2.6倍の経常利益を持つ企業が新規上場していることが読み取れる。経常利益に関しては、統計的有意差については中央値のみが有意である。

最後に収益性の差について確認すべく、経常利益を売上高で除した売上高経常利益率の数値を算出すると、限定的期間の平均値は-0.819

と負の値であるのに対して、多様化期間では正の値（0.053）を示しており、この差は統計的に有意であり、多様化期間では限定的期間に比して高い収益性を持つ企業が新規上場を果たしていることを確認することができる。売上高経常利益率の中央値に関しては、限定的期間の0.036に対して多様化期間は0.046であり、1%の上昇を確認することができるが、この差に統計的有意差は存在しない。

図表5は、TPM新規上場企業の本社が位置するエリアについて、東京に立地する企業と東京以外に分類し、アドバイザーが限定的であった限定的期間（2011-2018年）、多様化した期間である多様化期間（2019-2024年）のそれぞれの数値を示している。限定的期間では東京以外に立地する企業が7割を超えている状況を確認することができる。グロース等の一般市場に比して地方企業の新規上場が多いという特徴を持つTPMであるが、多様化期間では東京に本社を置く企業の新規上場が増加し、東京以外の企業の割合は58%と限定的期間に比して低下している。この変化はアドバイザー多様化期間においては東京に拠点を置くアドバイザーが増加したことが一因であると考えられる。

図表5 TPMの新規上場企業において東京を本社とする企業の割合（期間別）



(出所) 『株式公開白書』各年版のデータより作成。

5. おわりに

本稿においては、日本の新規上場市場の中心的存在となった TPM 市場の発展要因について、同市場の設立当初からアドバイザーとして最も多くの新規上場企業に関与したフィリップ証券が果たした役割に焦点を当て考察を行った。

TPM の前身である TOKYO AIM における最初の新規上場企業は市場設立から 2 年後に誕生した。この一号案件から約 7 年間にわたる 30 社の新規上場企業のうちフィリップ証券が 23 社、OKINAWA J-Adviser が 7 社のアドバイザーを務めた。このように TPM (TOKYO AIM 含む) における最初の新規上場企業の誕生から 30 社までのアドバイザーはフィリップ証券と OKINAWA J-Adviser の 2 社のみであった。当時の状況について、「大手証券は関心を示さず、アウトローの 2 社のみがアドバイザーとして参加するマイナーな市場と冷やかにみられていた」とフィリップ証券において TOKYO AIM 一号案件を担当してから現在にいたるまで同証券の引受責任者を務める脇本氏は当時を述懐する。

TPM のレピュテーションが上向き始めた時期を特定することは難しいが、竹田 (2017) では、『『上場企業』の看板狙い人気上昇中 拡大する東京プロマーケット』という見出しとともに、「世間の認知度は低い」と前置きしながらも、「まだ規模の小さな成長途上の企業にとって、業容拡大には知名度や信用力向上が肝。そんな課題の解決に向けた場として今、人気上昇中なのがこのプロマーケットだ」と TPM をポジティブに伝えている。この記事が出た 2017 年 10 月は TPM の累計新規上場企業数が 26 社に達したタイミングにあたり、この 26 社のうち 19 社

においてアドバイザーとして関与したフィリップ証券の継続的なエフォートが TPM のレピュテーション向上に寄与したと捉えることができよう。

TPM のレピュテーション向上により、アドバイザー資格の取得に関心を持つ企業が現れ始め、2017 年 11 月には宝印刷がアドバイザー資格を取得しており、2018 年 7 月にはアドバイザーとして関与する初めての新規上場企業を輩出しており、これはフィリップ証券と OKINAWA J-Adviser 以外によるアドバイザーが生み出した最初の案件でもあった。2019 年 7 月においては日本 M&A センターがアドバイザー業務に参入し、2025 年末に至るまでフィリップ証券に次ぐアドバイザー担当実績を残している。このようにアドバイザーの多様化が実現し、TPM の新規上場企業数が増加した。

この 2019 年以降をアドバイザーが多様化した期間と捉え、それ以前の第一号案件が上場した 2011 年から 2018 年までのアドバイザーが限定的であった期間について、それぞれの期間における新規上場企業の特徴の比較を前章で行った。この比較では、アドバイザー多様化期間における新規上場企業は、アドバイザー限定的期間に比して、企業年齢、従業員数、売上高が大きく、売上高経常利益率が高いという結果が示された。アドバイザー限定的期間とアドバイザー多様化期間は、それぞれ TPM のレピュテーション確立前と後という期間であり、レピュテーション確立後は、確立前に比して、規模が大きく、収益性が高い企業が新規上場を行っていることが捉えることができる。TPM のレピュテーション確立後においては、レピュテーション確立前に比して、企業規模や収益性の面でより優良な企業が TPM への上場に関心を持つように

なったと解釈することができる。

東京証券取引所は本年4月に「TOKYO PRO Marketの今後の方向性」という文章を発表した。この文章の中に「非上場と一般市場(グロース市場など)との間に位置するプロマーケット(TPM)の活用ニーズが高まっており、TPMはこうしたニーズを広く受け入れる市場としていく」という記述があり、TPMの機能強化が図られることが記されている。市場の創設期から向き合ってきたフィリップ証券の脇本氏が述懐する「マイナーな市場として冷ややかにみられていた」時代から位置づけが大きく変化したTPMの機能強化後における新規上場企業の特徴についても注視していきたい。

〈謝辞〉

2026年4月27日に福岡証券取引所(福岡市中央区)においてフィリップ証券の脇本源一氏(同証券取締役常務執行役員投資銀行本部長)に対して聞き取りを行った。大変お忙しい中、ヒアリングに応じてくださったことに感謝申し上げる次第である。聞き取りに基づく部分を含めて、本稿のすべての内容におけるあり得べき誤りはすべて筆者に帰するものであることを記しておく。

〈付記〉

本稿は科学研究費補助金(研究課題:21K01646)による研究成果の一部である。

参 考 文 献

雨森良治(2023)『今こそ「東京プロマーケット上場」売上10億円を超えたら取り組む 中小企業の新・

成長戦略』日経BP。

荒井啓祐(2008)「成長企業向け新市場の制度概要試案について 東京証券取引所、ロンドン証券取引所共同プロジェクト」『月刊資本市場』2008年9月号, pp.44-50。

荒井啓祐(2009)「プロ投資家向け市場『TOKYO AIM』の制度概要」『月刊資本市場』2009年8月号, pp.4-9。

荒井啓祐(2011)「TOKYO AIM, 上場第1号を踏まえた今後の展望」『月刊資本市場』2011年10月号, pp.54-57。

荒井啓祐・滝口圭佑(2024)「TOKYO PRO Marketの概況と今後の課題」『月刊資本市場』2024年5月号, 465, pp.20-28。

池田唯一・三井秀範・増田直弘・井藤英樹・新発田龍史・大来志郎・齊藤将彦(2008)『逐条解説・2008年金融商品取引法改正』商事法務。

忽那憲治(1997)『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス 日・米・英の国際比較』東洋経済新報社。

高橋篤史(2014)「新市場はなぜ根付かないのか 東京プロマーケットの蹉跌」『週刊東洋経済』2014年6月14日号, pp.62-63。

竹田幸平(2017)『「上場企業」の看板狙い人気上昇中 拡大する東京プロマーケット』『週刊ダイヤモンド』2017年10月14日号, p.17。

東京証券取引所上場推進部(2025)『上場ガイドブック(TOKYO PRO Market編)』。

日本取引所グループ(2015)「J-Adviser Interview フィリップ証券」。

船岡健太(2025)「福岡証券取引所の新市場 Fukuoka PRO Market への期待-福証営業部長・加来英彦氏の想いから生まれた二四年ぶりの新市場-」『証券レビュー』65(3), pp.1-13。

松尾順介(2018)「株主コミュニティ制度とTOKYO PRO Marketの新たな展開」証券経営研究会編『変貌する金融と証券業』所収, pp.81-116。

松尾順介(2025a)「TOKYO PRO Marketと証券会社へベンチャー・スタートアップ支援の観点から」『証研レポート』1752号, pp.10-35。

TOKYO PRO Market の発展要因に関する一考察—フィリップ証券が果たした役割を中心に—

松尾順介 (2025b) 「TOKYO PRO Market と経営コンサルティング会社および金融機関～ベンチャー・スタートアップ支援の観点から～」『証
研レポート』1753号, pp.1-39.

(九州産業大学商学部教授・当研究所
客員研究員 船岡 健太)
(北九州市立大学経済学部准教授 姚 智華)