

# フリンジマーケットなのか ～株主コミュニティ制度・プロ向け市場・地方取引所



令和2年9月2日  
株式会社資本市場研究所きずな

## 市場構造見直しの中でのフリンジマーケットの在り方

日本の株式市場の在り方について、2019年に東京証券取引所(以下、東証)及び金融審議会が市場構造の問題と改善策として議論が行われ、2020年2月21日に東証より「新市場区分の概要等について」が公表された。現在の市場第1部・市場第2部・JQスタンダード・JQグロース・マザーズが、2022年4月を目途にプライム市場・スタンダード市場・グロース市場の新たな市場区分へ変更し、現在上場している銘柄も新市場区分へ移行するスケジュールも併せて示された。(※新型コロナウイルス禍の影響で一部遅延する可能性あり)

この市場区分の見直しの目的は、上場企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を支え、国内外の多様な投資者からのより高い支持を得られる現物市場を提供することとされているが、日本市場全体が拡大していく為には、市場の裾野が大きい方が良い。この市場の裾野＝フリンジマーケットの現状を見直すとともに、フリンジマーケットとしての課題とその可能性について考えたい。

日本市場において東証以外で市場機能を提供するものとして、未公開株式に流通の場を証券会社が提供する株主コミュニティ制度、原則特定投資家の売買が可能な東証のプロ向け市場であるTOKYO PRO Market、そして地方取引所がある。

下表は、東証マザーズとこれらの上場基準等の比較をしたものだが、実質審査基準で概ね共通する項目は橙色で表示した。投資家に対して、責任をもって企業の株式の売買を提供する為、対象企業が法令を遵守して事業を行っていること・企業が健全に経営されていること・事業に継続性があることは最低限確認しなければならない事であり、加えて企業や事業の成長性や地域・社会に貢献していること、投資家に対して情報提供を行えることなども重要視される。

勿論、各市場によって、各実質的審査基準をどの程度まで精査するかの深度は異なるが、取引所・証券会社において、企業内容を審査し、企業の状態をモニタリングする為には情報提供を求め、取引に参加する投資家に情報提供

(ディスクロージャー)を行うことは基本的なプロセスである。このことは、各市場に関与する証券会社の審査機能の共通化の可能性を示しており、また企業の成長に合わせた市場選択を証券会社が示すことにも繋がる。

では、そうではない現状において、阻害している要因を考  
える時、参考としてあげたいのがグリーンシート市場の事  
例だ。

1997年7月に未上場株式の流通性の向上を目的に開設  
され、一時は登録銘柄が100近くまで増えたが(2003年)、  
2018年3月に終了した。資金調達も全体で50億円超実施  
されたが、主に企業の関係者主体だったようだ。他に取引  
所の新興市場が制度整備されたこともあったが、この市場  
が終了した理由は、取引参加者の証券会社が減少し、特  
定の証券会社による市場制度利用に偏った為、市場機能  
全体が硬直化して、企業も投資家も新規に引き付け難く  
なった。このグリーンシート市場の轍を踏まぬ為、日本のフ  
リンジマーケットが取組むべきことは何なのかを見直した  
い。

# 東証とフリンジマーケットの上場、取扱い基準概要

	東京証券取引所「マザーズ」	株主コミュニティ制度	プロ向け市場Tokyo PRO Market	地方取引所「新興市場」
数値基準	流動性や企業規模などに関するもの	なし	なし	地域性や事業の革新性で一部数値基準を緩和
実質審査基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業内容、リスク情報等の開示の適切性</li> <li>企業経営の健全性</li> <li>企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性</li> <li>事業計画の合理性</li> <li>その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行性</li> <li>発行者の財務状況</li> <li>発行者の法令遵守状況</li> <li>反社対策</li> <li>運営会員（証券会社）と発行者の利害関係</li> <li>投資リスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>東証に上場するに相応しい会社（法令順守）（財務状況）（ビジネスモデル）</li> <li>事業を公正かつ忠実に遂行</li> <li>コーポレート・ガバナンス、内部管理体制整備、機能</li> <li>企業内容、リスク情報等の開示態勢整備</li> <li>反社対策</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業内容、リスク情報等の開示の適正性</li> <li>企業の収益性</li> <li>企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性</li> <li>企業経営の健全性</li> <li>その他公益又は投資者保護の観点から本所が必要と認める事項</li> </ul>
投資規制	特になし	株主コミュニティ参加者	基本的に特定投資家	特になし

※●色は、概ね共通する項目



## 株主コミュニティとプロ向け市場の現状の役割と課題

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観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的として、2015年5月に創設された。日本証券業協会の自主規制によって株主コミュニティは個々の証券会社で運営するが、7月末時点で6社が運営者として指定されている。株主コミュニティ組成数は延べ27社（複数の証券会社利用による重複が6社）、参加者数が約3,400名、2019年度の売買金額は約6億2千万円強となっており、コミュニティ内での資金調達については、みらい証券によってI&H株式会社の種類株式20億円が私募の形式で今年5月に初めて取扱いされた。

各社の特徴としては、今村証券や島大証券は、電鉄会社など地元有力企業を取扱っており、みらい証券は元グリーンシート銘柄などが中心で、大山日ノ丸証券は地元バス会社、みずほ証券はチッソのみ、野村証券は未だコミュニティ組成実績がない。

株主コミュニティ制度は、証券会社が取引の場を組成

するので、他のフリンジマーケットより容易に実施できるメリットがあり、地域企業へのリスクマネー供給手段としても行政から期待されるが、最大のネックは証券会社の勧誘が株主コミュニティ内でしか出来ず、株主コミュニティ参加を勧誘すること自体が原則禁止されていることだ。

2019年8月からは、既存株主や役職員に対しての参加勧誘が可能となったが、これを取引先など企業をよく知る者まで認めるべきとの議論が協会で行われている。なお、現状ではネットで企業情報を公表することも勧誘と見做される可能性がある為、一般の投資家は株主コミュニティに入るまで企業情報に触れることが出来ない。

その為、勧誘にあたらぬ企業情報の提供方法や株主コミュニティプラットフォームなど証券会社がコミュニティ組成・管理コストを削減可能とする方法なども検討されるべきではないかと考える。

プロ向け市場は、東証がTOKYO PRO Market（以下、TPM）として運営しており、主に特定投資家による売買が可能だが、株主であれば特定投資家でない個人も売却することが出来る。この市場は、2009年6月に東証とロンドン証券取引所合弁のTOKYO AIMとして開設されたが、2012年3

月に合弁が解消され東証の完全子会社となっている。市場の仕組みは少し特殊で、東証から承認されたJ-Adviserが上場審査を行い、TPM上場後も企業への支援を継続することが前提となっている。

なお、J-Adviserについては証券会社なくとも資本市場に精通した者が3名以上いれば業務を行うことが可能だが、その場合、別途売買を取引所に取り次ぐ流動性プロバイダーとしての証券会社の協力が必要になる。この仕組みはTPMへの市場誘導業務を行う業者の範囲を広げたが、同時にTPMの現状の特殊性の要因ともなっている。

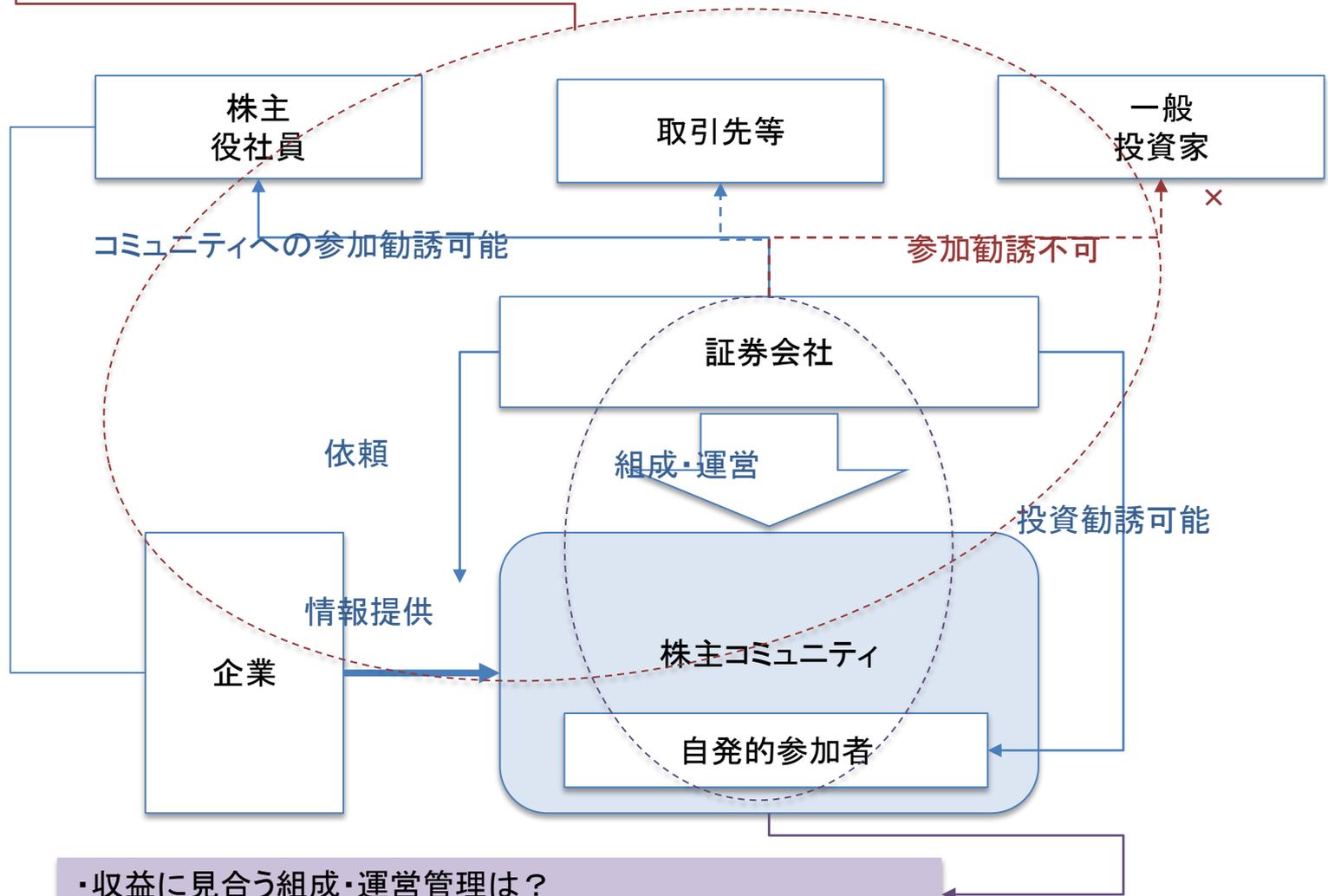
つまり、TPM上場時にプロ投資家の意向が証券会社を通じて反映されることが少なく、プロによる売買が殆どないため流動性のない市場となっている。

しかし、企業にとって東証上場企業としてのメリットはあり、金融機関への経営者保証が解除されたり、取引先の信認が増したりしている実情もある。また、情報開示は監査法人の会計監査を受けるもの有価証券報告書を模した発行者情報を取引所に開示し、取引所の適時開示制度も適用されるので、マスコミも上場企業として扱っている。現在(7月末)、TPM上場企業は36社あり、J-Adviserは11社(

非証券会社4社)だが、単独のビジネスとして成り立っているのは、TPM上場企業を半数以上手掛けたフィリップ証券のみと推測される。

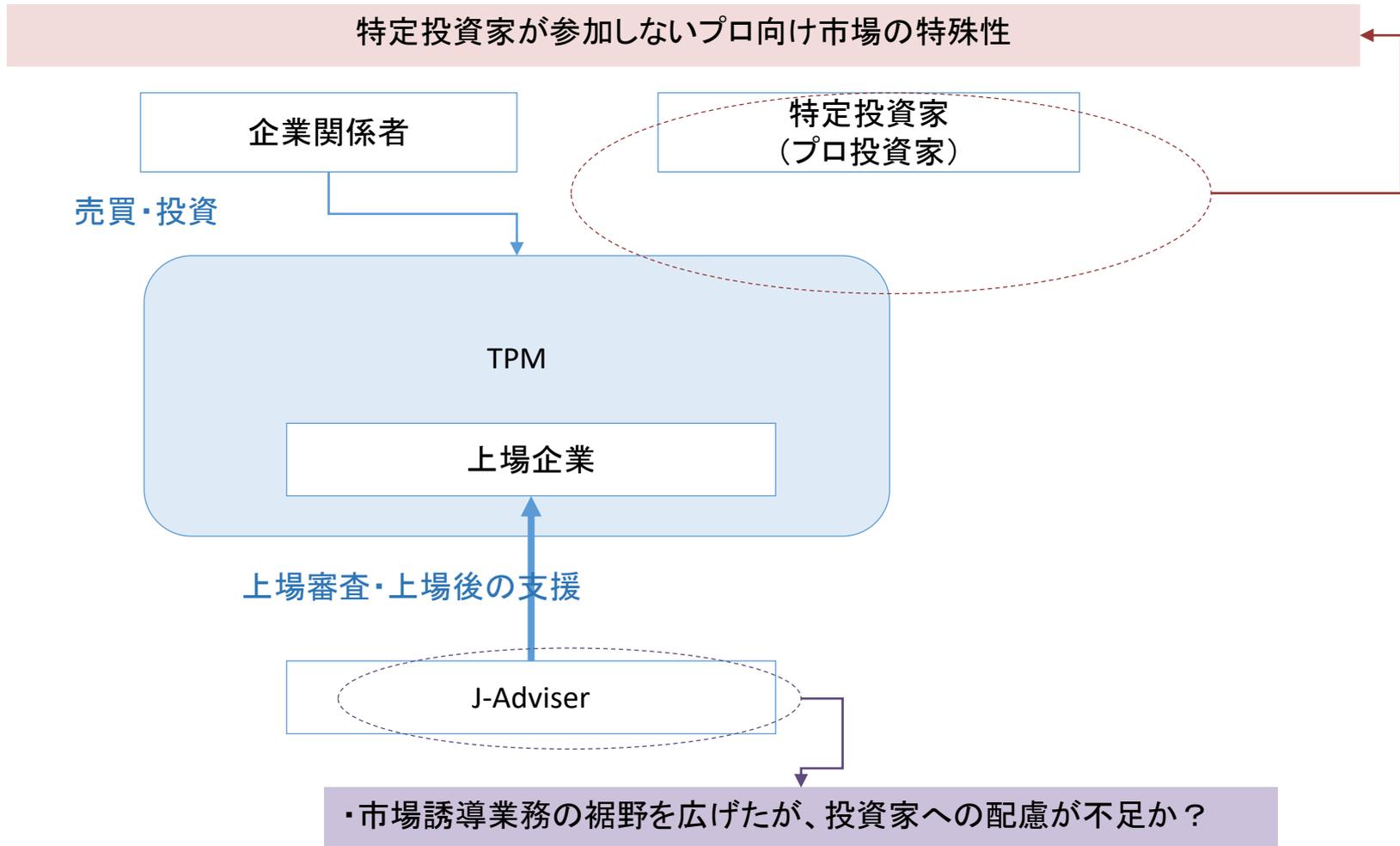
# 株主コミュニティの課題

・勧誘にあらず広く企業情報を提供する方法は？



・収益に見合う組成・運営管理は？

# TPMの課題



## 地方取引所の現状と課題

東証と同じく地方取引所は戦後証券取引が再開されるに従って、主要都市において取引を行う証券会社の会員制組織として開設されたが、神戸(1967年)、広島・新潟(2000年)、京都(2001年)が東証若しくは大証に併合され、東証と大証は現物市場を2013年7月に統合しており、現在は名古屋・福岡・札幌の三か所が地方取引所として運営されている。(以下、取引所名は略称。東証と大証は2001年、名証は2002年に株式会社へ組織変更。)

地方証券取引所の収益構造も、基本的には上場株式等の売買を行う取引参加者から支払われる取引料、上場会社からの上場賦課金や新規上場企業の上場審査料など企業から支払われるもの、売買取引に関する情報を証券会社や情報ベンダーへ利用させることなどの収益に分かれている。例えば、名証の2019年度収益構造では、営業収益11.8億円の内訳は、取引参加料が4.7億円(全体の約40%)、上場関係収入が1.5億円(同、約13%)、情報関係収入が5億円(同、約43%)、その他0.5億円(同、4%)で構成されており、この収益構造は近年余り変化がない。

収益面では、上場株式等の取引が増加すれば、取引参加料も情報関係収益も増加するが、これは投資家や証券会社に拠る処が大きく、取引所としては単独上場企業のIRに協力することに注力している。また、証券取引所の営業活動としては新規上場企業の増やす為の取組みも重要視されていて、地方取引所独自の市場推進の取組み(IPOセミナー等)を行っている。

下記表に各取引所の上場企業数を示したが、名証が上場企業数291(内、単独上場67社)で、取引参加者も36社となっており、中京地区の経済規模を反映して地方取引所としてある程度の存在感を示しているが、福証は規模的には名証の三分の一、札証は五分の一となっており、地方取引所としての継続していく為には、地元経済界の支援が必須となっている。なお、福証は地元金融機関や電力会社の人的協力もあり、札証は単独上場銘柄で嘗てはニトリ、現在はRAIZAPなど特徴ある銘柄がある為に投資家からも注目され、共同セミナー開催など東証などとの協働も進めている。

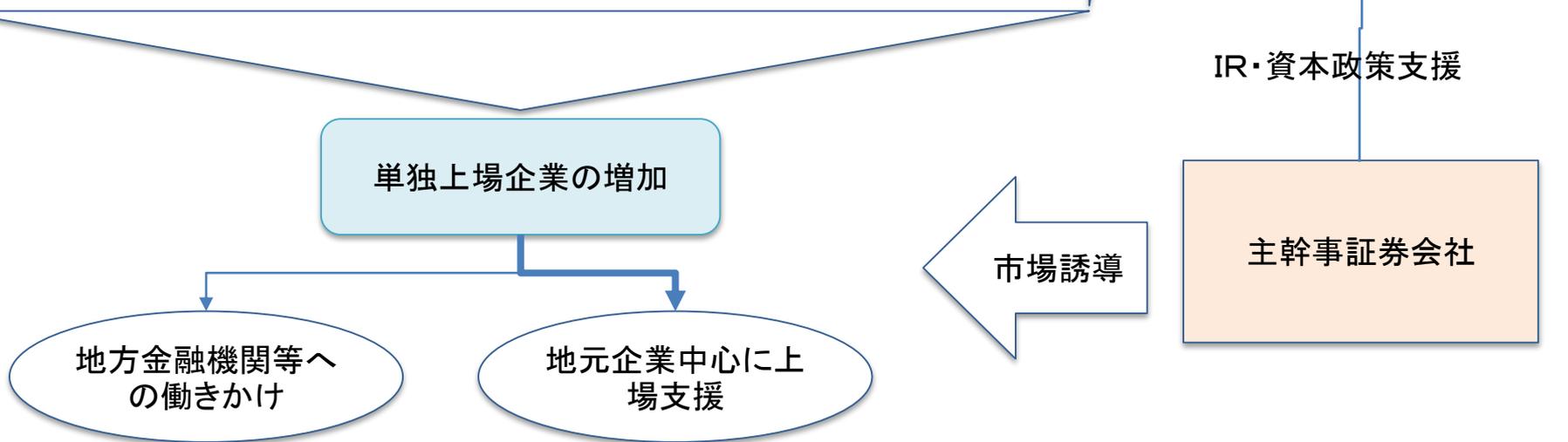
東証との重複上場は、以前は東証以外でのクロス取引

を実行するメリットもあったが、現在では東証のToSTNeT取引が改善されたり、PTSやダークプールが発達したこともあって、企業側の地元取引所への配慮といった面が今では強い。その為、地方取引所としては特に地方性のある新興市場での単独上場に企業を誘導すること重視している。しかし、実際に企業を市場誘導(上場コンサル・上場審査サポート・新株若しくは売出しの引受け)するのは、主幹事証券会社なので、彼らに地方取引所に企業を上場させるメリットがあるかがキー・ポイントとなっている。

現在、市場誘導機能が整備されている証券会社は限られており、東証が示す主幹事候補証券会社一覧には17社あるが、地方取引所の地元ということでは、名証の東海東京証券・岡三証券の2社に留まる。本来の地元優先ということであれば、地方取引所や地元経済界との関係が深い地銀系証券会社の市場誘導業務に期待したいところだが、その態勢整備・強化の動向や実績は未だ目立ったものがない。

# 地方取引所の状況と課題

	上場企業数				単独上場比率	会員証券会社数	
	本則市場		新興市場				合計
	(内、単独上場)		(内、単独上場)				
札幌証券取引所	48社		10社		58社	27.5%	
	8社		8社				16社
名古屋証券取引所	276社		15社		291社	23.0%	
	53社		14社				67社
福岡証券取引所	93社		16社		109社	22.9%	
	20社		5社				25社



取引量増加策

単独上場企業のIR強化

IR・資本政策支援

主幹事証券会社

市場誘導

単独上場企業の増加

地方金融機関等への働きかけ

地元企業中心に上場支援

## 日本市場の中でのどの様に繋がっていくべきか

FRINGEマーケットの現状と課題の概要を見てきたが、株主コミュニティ・TPM・地方取引所は現状それぞれの機能を果たしているものの、各関係者にとって継続性のあるビジネスとなることや、日本の資本市場の裾野として拡大していく為には、以下の“繋がり”が必要ではないかと考える。

### 【企業戦略の繋がり】

まず、企業の成長に合わせて資本市場が整備されているということは重要だ。アベノミクスが始まって、新規・成長企業へのリスクマネー供給に為に投資型クラウドファンディングが開始されたが、スタートアップから少し成長した段階ではTPMへの上場、更に成長した段階で地方取引所の新興市場でのIPO、そして時価総額がある程度大きくなった段階で東証のグロース(2022年4月以降の新市場区分)に市場変更といった新興企業の成長ストーリーがパターン化することが出来れば、各市場の企業数は増え、それぞれの拡大は容易となる。問題は、その様な戦略を誰が企業に示していくかだ。

### 【関係者の繋がり】

企業の情報を投資家へ伝える為、各市場に合わせた情報開示が必要だが、財務情報では監査法人が関わるケースが多い。また、J-Adviserを含めて各市場に誘導するアドバイザーの存在も重要な機能を担っている。株主コミュニティでの証券会社・TPMにおける東証・実際に地方において新興市場を運営する地方取引所など各市場運営に係わる関係者も、企業への審査・モニタリング、投資家への情報提供という基本的な部分の原則は同じなので、より関係者間の繋がりを深めることで各市場間の段階的利用方法が、対外的にも明確化できる可能性がある。

### 【証券会社の繋がり】

証券会社としての役割で最も重要なことは投資家と企業を繋げることがだが、実務的には各市場において企業株式の売買を執行し、各市場の投資家に投資勧誘を行うことで、上記の企業戦略や各関係者を持続的に繋げていくことが出来る。しかし、現状においては各市場の投資家はそれぞれの市場において孤立しており、少なくとも投資家からみて、3つの繋がりが機能してるように見えないのも現実である。

では、誰が上記の繋がりを進めていくかといえば、投資家及び企業双方と繋がっている証券会社であり、この役割を“地元主幹事”と称したい。通常、IPOや上場企業のファイナンスにおいて主幹事証券会社は、企業への営業活動、上場を含め企業の資本政策に対してアドバイスを行う助言活動、実質的な上場審査・引受審査、アナリストや引受実務を実行する機能など複数の証券インフラが必要で、現状は大手・準大手証券等に案件が集中している。しかし、フリンジマーケットであれば、各市場にそれぞれの専門機能を持った市場関係者が既にいるので、“地元主幹事”はこれらを繋げて、自らは投資家や企業に密着することで、企業の資本政策に継続的にかつ深く関与していくことが可能となる。

この“地元主幹事”として、地方証券会社や地銀系証券会社などが有望だが、その為には各フリンジマーケットの現状と可能性を理解して、上記の繋がりを実践していくことで、“地元主幹事”として地元企業との新たな関係を築いていくことが必要だ。新たな地域密着の証券ビジネスとしての取組みに期待したい。

# 資本市場裾野拡大の為のフリンジマーケットの繋がりについて

