

〔JSR 1 時事エッセイ 鈴懸の木の下〕

福岡証券取引所の新市場Fukuoka PRO Marketへの期待

— 福証営業部長・加來英彦氏の想いから生まれた二四年ぶりの新市場 —

船岡 健太

一、地方取引所の存在意義に関する議論が渦巻く二〇〇二年に最初の福証勤務を開始

二〇二四年二月二六日、福岡証券取引所（以下、福証）は、二〇〇〇年に開設したQ-Board以来の新市場となるFukuoka PRO Market（以下、FPM）を開設した¹⁾。上場企業数が伸び悩んでいる福証では、新規上場に関心を持つ企業にFPMへの上場を呼び掛け、市場活性化につなげて

いきたいと考えている。

FPMは、福岡証券取引所常務執行役営業部長である加來英彦氏の「成長志向を持つ地域の企業に貢献したい」、「福証を活性化させたい」という想いより生まれた市場である。加來部長はQ-Boardの一号案件にも携わった経験を持つっており、福証のベンチャー・新興企業向け市場に深く関与してきた。

加來部長は大学卒業後、福岡相互銀行（現西日本シティ銀行）に入行している。二〇〇二年四月から三年四カ月および二〇二一年四月から現在に

図表1 加來部長のアクションを中心とした福証におけるQ-Board開設からFPM開設までの流れ

年月	出来事
2000年5月	福証にベンチャー企業向け市場であるQ-Boardが開設される
2002年4月	加來氏、最初の福証勤務開始（2005年7月まで）
2003年2月	加來氏が担当したビジネス・ワン社（長崎市）がQ-Board市場一号案件として新規上場
2005年2月	加來氏が担当したタイセイ社（現 cotta、大分県津久見市）がQ-Board市場三号案件として新規上場。同社は2013年9月に東証マザーズにステップアップ上場を果たす
2021年4月	加來氏、二度目の福証勤務開始
2022年4月	加來氏、福証営業部長に就任
2022年10月	加來部長をはじめとする福証営業部の提案により、福証活性化推進協議会に「株式上場制度等に関する分科会」が設置され、福証にプロマーケット開設に向けた議論が開始される
2023年5月	長宣也福証理事長がプロマーケット市場の開設を準備していることを発表
2023年12月	加來部長の働きかけをきっかけとして、福証のプロマーケット市場への参加を示していたフィリップ証券が福証より特定正会員として認定される
2024年春	福証におけるプロマーケット市場の開設が金融庁より認可される
2024年10月	加來部長らの福証営業部の提案により、福証活性化推進協議会に「成長株式上場制度等に関する分科会」が設置され、プロマーケット開設後の活性化に向けた議論を開始（この分科会は現在も継続中）
2024年12月	福証にFukuoka PRO Marketが開設され、同時に7社が新規上場
2025年1月	加來部長、福証常務執行役に就任

〔出所〕 福証加來部長に対するヒアリングおよび各種資料より作成。

いたる二度の福証への出向を経験しており、二〇二五年一月六日より現職に就任している。⁽²⁾

二〇〇〇年から二〇〇一年にかけて、新潟、広島および京都の各地方証券取引所が姿を消すという地方取引所にとって非常に大きな出来事があった。⁽³⁾ このような出来事より、地方取引所の存在意義に関する議論が渦巻いていた二〇〇二年の最初の福証出向時においては、Q-Board市場の一号案件の探索に奔走することとなった。Q-Boardは、二〇〇〇年五月に福証の新興企業向け市場として開設されたものの、上場企業が存在しないという状態が続いていた。⁽⁴⁾ この箱はあるものの中身が存在しないという状況に「利用されていないことに残念な気持ちで一杯であった」と加來部長は述懐する。

二〇〇五年二月にQ-Board市場の三号案件として新規上場したタイセイ（現 cotta）は、加來

部長による同社の佐藤成一社長（当時）に対する幾度にも渡る福証への誘致の結果生まれた案件であった。大分県の南東部に位置する津久見市で事業を営むタイセイ社への訪問は博多駅から特急等を利用して少なくとも三時間を要する。加來部長は福証の担当者として、小西雄二福証専務理事（当時）とともに、定期的にタイセイ社を訪れ、東証マザーズ⁽⁵⁾上場を目指すにあたって、まずQ-Boardに上場し、上場企業の体制を整えることが早道になるという話をしたという。

二〇一三年九月に同社がマザーズに上場した際は、「マザーズにたどり着くまで少し時間がかかったが、当初の目標であったマザーズへの上場を果たしたことに對して感慨無量であった」と当時の想いについて加來部長は述べる。上位市場を目指す上で、まず上場基準が緩やかな市場に上場することは、上場企業としての基礎体力を養う観

点でもとて有効であることをタイセイ社の福証の担当者として経験し、この経験がFPMの開設計起につながっていると加來部長は語る。

本エッセイでは、福証におよそ四半世紀振りに誕生した新市場であるFPM開設までの歩みを福証加來部長の尽力の内容とともに記してみたい。⁽⁶⁾

一、福証Q-Board市場一号案件における苦い経験

二〇〇〇年五月に福証においてQ-Board市場が開設されてから、複数の企業が同市場への上場について関心を示していたものの、⁽⁷⁾加來部長の最初の出向である二〇〇二年四月において福証はQ-Board市場一号案件を生み出すことができていなかった。

このような状況の中、長崎市で建設関連業界向

図表2 福証Qボード上場一号企業、ビジネス・ワン社の新規上場時の価格形成

想定仮条件	50,000円－60,000円
仮条件	50,000円－60,000円
公開価格	60,000円
初値（2003年2月17日）	始値35,000円 終値34,150円
公開価格から初値（終値）の変化率	－43.08%

(注) 売買開始日である2003年2月14日（金）は取引不成立であった。
 [出所] 株式会社ビジネス・ワン「新株式発行届出目論見書」（訂正事項分含む）、東洋経済新報社『株価CD-ROM』より作成。

けのソフトを開発するビジネス・ワン社がQ-Board市場一号案件となることが決まった。同社は日本証券業協会が運営するグリーンシート市場⁽⁸⁾において二〇〇一年に資金調達を実施していたことから、同市場に関与していたディー・ブレイン証券からの紹介もあり、福証がQ-Board市場への勧誘を行ったことが、Q-Board市場一号案件へとつながった。

ビジネス・ワン社のQ-Boardにおける売買開始日である二〇〇三年二月一日（金）は、売り気配が先行し、取引が成立しなかった。翌営業日である二月一七日によりやく取引が成立したものの、その初値（始値）は三五、〇〇〇円であり、終値はさらに値を下げ三四、一五〇円であった。終値ベースでは、公開価格六〇、〇〇〇円を四三・〇八%下回るといふ結果に終わった。この結果は、市場関係者や上場志向企業に対してQ-Bo

図表3 ビジネス・ワン社の新規上場時における引受シンジケート団

	証券会社名	引受株数（比率）
主幹事証券	ディー・ブレイン証券	900株（45%）
幹事証券	三菱証券	400株（20%）
幹事証券	松井証券	400株（20%）
幹事証券	こうべ証券	100株（5%）
幹事証券	さくらフレンド証券	100株（5%）
幹事証券	東海東京証券	100株（5%）

（注）証券会社名はすべて当時の名称である。

〔出所〕株式会社ビジネス・ワン「新株式発行届出目論見書」（訂正事項分含む）。

ardにおける株価形成に不安を与えることとなり、後のQ-Board市場への新規上場誘致を目的とする営業活動に対して負の影響があったと加來部長は語る。

三、二回目の福証勤務における FPM開設に向けたアクション

二〇二一年四月、加來氏の二度目の福証勤務が始まった。この年の九月にGeolocation Technology社⁽¹⁾、および一一月にフロンティア社がTOKYO PRO Market市場（以下、TPM）よりQ-Board市場にステップアップ上場を果たした。この両社の代表より、将来的により上位の市場に近づきたいという想いで一般市場であるQ-Boardに移ってきたということを加來部長は聞き、「TPM→Q-Board→福証本則・マザーズ等の上

位市場」というホップ・ステップ・ジャンプというルートは企業の成長を後押しするのではないかと感じたという。

さらに、福証は、上場志向を持つ企業を中心に年間のベニ〇〇社以上の経営者等と面談を行っているが、ある程度の成長を遂げ、体制も整備しているけれども、上場申請にあと一歩及ばない企業が多くみられた。¹¹⁾「Q-Boardより基準が緩やかな市場があれば、上場というものをもっと身近に感じてもらうことができる」ということを感じていた加來部長は、福証にプロマーケット¹²⁾を作ることができないかと考え始めたという。

福証にプロマーケットがあればという考えを現実すべく、加來部長は営業部内でプロマーケットに関する勉強会を始めた。この勉強会において、TPM上場企業や上場志向を持つ企業へのヒアリングにより、プロマーケット上場のメリット・デ

メリットの整理を行い、その結果、プロマーケット市場の将来性についてポジティブな感触をつかめたことから、一九九八年から福証に設置されている活性化推進協議会（以下、活性協¹³⁾）において、加來部長は福証にプロマーケットを開設することの意義について説明を行い、「特定取引所金融商品市場（プロ市場）」を開設する場合の論点について議論する場である「株式上場制度等に関する分科会」を活性協に設置することとなった。

この分科会は、二〇二二年一〇月から二〇二三年三月までの間に五回開催され、二〇二三年五月二五日には、長宣也福証理事長より福証において二〇二四年度後半にプロマーケットを開設する準備に入ることが正式に発表された。¹⁴⁾

分科会における議論は、福証にプロマーケットを設立する意義があるという声を集約することができ、金融庁との話し合いを前向きに後押しする

ものとなり、二〇二四年春における同庁からの福証における特定取引所金融商品市場の開設認可へとつながった。

この認可後、市場を開設したものの上場企業が存在しないとこうQ-Boardの設立当初の苦い経験を繰り返さないように、FPMを開設する二〇二四年度内に上場企業が誕生するよう、分科会にゲストスピーカーとして参加をお願いした複数のJ-Adviserとのコミュニケーションをより深めていくことになる。

四、二〇二四年一二月FPM開設、 今後への期待

二〇二四年一二月一六日、FPMは開設の日を迎えた。開設と同時に七社の新規上場企業が誕生した。苦い経験であったQ-Board開設当初の市

場は誕生したものの上場企業は存在しないという状況は回避することができた。

この七社の新規上場企業はすべてフィリップ証券がアドバイザーを担当している。FPM誕生を後押しした前述の「株式上場制度等分科会」に加来部長が同証券にゲストスピーカーとして声をかける等、TPMへの新規上場をアドバイザーとして最も多く手掛けている同証券とのコミュニケーションを深めてきた。「同証券が（FPM開設と同時に七社の上場企業の誕生について）動いてくれたのは、FPM設立の意義について賛同してくれたことが大きい」と加来部長は語る。

今後においてFPMが存在感ある市場を目指すにあたって、取り組むことが求められる点は少なくない。昨年一二月六日のFPM開設と同時に上場した七社のうち六社はTPMとの重複上場である。現時点においては市場の特徴としてTPMと

FPMの異なる点を探し出すのは難しい。TPMが持つていないFPMならではの魅力を作ることができない場合、今後、TPMとの重複上場を選択する企業は少ないと思われる。

重複上場を増やすことよりも、市場の発展にとって大事なのがFPM単独上場企業の増加である。プロ市場として大きな相違のないTPMとFPMが併存する現況において、残念ながら、FPMの上場を選択する企業は限定的であるかもしれない。

どのようにしてFPMの独自性を見出していけばよいのだろうか。極めて難易度が高いトピックであるが、TPMにおいても課題として抱えている資金調達機能および流動性の向上について実現することができれば、東証グロス市場の上場基準に届く企業規模ではないが、資金需要が旺盛でエクイティファイナンスに関心を持つ企業からF

PMに関心を持つてもらえる可能性がある。

プロマーケットにおいて資金調達機能および流動性の向上を目指すにあたっては、特定投資家とのつながりが重要となる。現在、F-Adviserとして福証が認定しているFPMのアドバイザーは八社あり、このうち地方銀行系の証券会社として初めてアドバイザーとなった九州FG証券¹⁶⁾、銀行として最初のアドバイザーである佐賀銀行は地域金融機関としてそれぞれの営業エリアにおいて地域の特定投資家との太いパイプを有しており、両社には九州の特定投資家とFPM上場企業をつなぐ役割を是非期待したい。¹⁷⁾

F-Adviserの資格取得を目指す金融機関等を増やすとともに、現在の八社のF-Adviserと福証におけるFPMの存在意義に関するコミュニケーションを継続的に行っていくことは切に重要であろう。加来部長がFPM開設前よりしっかり対話

していたフリップ証券の存在がなければ、昨年一二月一六日のFPM開設と同時に七社の新規市場は実現していなかったと思われる。現状ではフリップ証券以外がアドバイザーを務めるFPM上場企業は存在しておらず、加来部長のチャレンジに伴走しようという熱意の高いF-Adviserの裾野の拡大が望まれる状況にある。

ただ、FPMの心強いパートナーとも言えるフリップ証券の存在は大きい、最近、同証券はプロマーケット以外の一般市場の新規上場における主幹業務も行うようになった¹⁸⁾。福証がFPMおよびQ-Boardの活用方法として提案する、FPM→Q-Board→福証本則・東証グロスという段階的に上場市場をステップアップするプラン¹⁹⁾において同ジャンダーライターが引受を継続的に行うと、よりスムーズに上位市場に移行することができると考えられ、フリップ証券のFPMか

ら上位市場へとつなぐ一貫通貫のジャンダーライティングが実現することを切望する。

FPMの立ち上げ構想時においては、「TPMと同じようなものを作る意味はどこにあるのか」という意見があったと聞く。このような反対意見に対して、「FPMが誕生したら有り難い」という九州の企業等の声を加来部長は丁寧にピックアップすることにより、FPMの必要性を関係機関に対して根気強く唱えてきた。「成長志向を持つ地域の企業に貢献したい」、「福証を活性化させたい」という加来部長の想いが実現することを筆者も願うばかりである。FPM市場の今後の隆盛について大きく期待したい。

(注)

(1) プロマーケット市場は、投資判断に関する目利きの力を持つプロ投資家向けの市場であり、財務数値等の形式基準

を設定しないという特徴を有しており、上場に対する門戸が広いことから、二〇〇九年より先行（設立時の名称はTOKYO AIM 取引所、二〇一二年より現名称）して存在するプロマーケット市場である TOKYO PRO Market (TPM)

への新規上場企業は着実に増加している状況にある二〇一五年二月末におけるTPM上場企業数は一三五社である（東証ホームページ）。TPMにおけるプロ投資家については、以下の兩宮（二〇一三）の説明がわかりやすい。「プロ投資家とは、『特定投資家等』と呼ばれる金融機関などの適格機関投資家や企業（上場会社または資本金五億円以上の株式会社）などを指す。中には一定の要件を満たした個人もいる。二〇一二年七月から個人投資家がプロ投資家になるための資産額の要件などが緩和されたが、依然としてTPMは金融商品取引法や東証の規則で、この特定投資家等を除く一般投資家による株式の買い付けが禁止されている」。上記の「一定の要件を満たした個人」に関する一定の要件の内容については、東京証券取引所（二〇一四）に記載されている。FPMにおける同内容は、福岡証券取引所（二〇一四）において確認することができるが、TPMと同である。

(2) 本年（二〇一五年）大発会の日（二月六日）に常務執行役という肩書が新たに付された。本稿の主人公であるの

で、少し長い現在の名刺に記されている役職を以下に記しておきたい。証券会員制法人福岡証券取引所常務執行役 営業部長兼福証改革推進室参与兼福岡証券取引所活性化推進協議会事務局次長加來英彦（かくひでひら）。

(3) 二〇〇〇年に新潟証券取引所と広島証券取引所が東京証券取引所と合併、二〇〇一年には京都証券取引所が大阪証券取引所と合併を行った。

(4) ベンチャー企業向け市場を新設したものの上場企業が存在しないという状況は福証に限った話ではなかった。一九九九年に名古屋証券取引所に開設されたセントレックス（現ネクスト）、二〇〇〇年に札幌証券取引所に創設されたアンビシャスは、市場開設時には上場企業は存在せず、両市場ともに二〇〇一年に最初の上場企業が誕生している（船岡、二〇〇七）。相次いで新潟・広島・京都の三方証券取引所が消滅し、地方取引所の存廃に関する議論が一段と高まった時期において、新市場を立ち上げられ、市場を育てられた関係者の皆様に心より敬意を表したい。

(5) 東京証券取引所は、「市場第一部」「市場第二部」「マザーズ」「ASDAQ（スタンダード／グロース）」であった市場区分を二〇一四年四月四日より、「プライム」「スタンダード」「グロース」に変更している。

(6) 二〇一五年二月三日および二月一七日に福岡証券取引所

- (福岡市中央区)において加來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心より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。
- (7) 『日本経済新聞』二〇〇〇年六月十五日。
- (8) グリーンシート市場は、日本証券業協会が未公開株市場として一九九七年七月から運営していたが、二〇一八年四月をもって廃止されている(松尾、二〇二四)。
- (9) グリーンシート市場におけるディー・ブレイン証券の関与については齋藤(二〇一四)に詳しい。
- (10) プロ投資家に限定されているプロマーケットに対して、一般投資家が参加可能な市場を一般市場と呼ぶことが多い。これに従えば、福証の本則・Q-Board、東証のプライム・スタンダード・グロースはすべて一般市場に分類される。
- (11) 加來(二〇二四)より採取。
- (12) 「特定取引所金融商品市場は、原則として一般投資家の買付けが禁止されていることから、一般的に『プロ向け市場』と呼ばれ、二〇〇八年の金融商品取引所法改正によって開設が可能となりました」(東京証券取引所、二〇二四、福岡証券取引所、二〇二四)。本稿における「プロマーケット」は、「プロ市場」、「特定取引所金融商品市場」と同じ意味で使用している。
- (13) 「福岡証券取引所活性化推進協議会」が地元財界の後押しにより一九九八年に設置された(現在も継続中)。同推進協議会の委員には九州、沖縄および山口の地方銀行二行の頭取や会長が委員として名を連ねている。これらの地方銀行からの出向人材が上場準備企業の開拓を行っていることについて同取引所の小西雄二専務理事(当時)は以下のように述べている。「手厚い地元財界からの支援の一つに、出向者の多さが挙げられると思います。これは他の取引所にはないと思います。しかし、うちには九州電力から二人、福銀と西銀から一人ずつ、西部ガスから一人。福岡県庁から一人の合計六名の出向者がいます。営業部隊は全員銀行からの出向者です。平成一五年に営業部を作って、銀行員の人に上場準備企業の開拓をしてもらっています。当初は、福銀と西銀、そして福岡シティからの出向者で三人いたんですが、西銀と福岡シティが合併して一人欠けちゃったので、九州電力から来ている人に入ってもらって、三人で営業してもらっています」(深見・二上、二〇一七)。
- (14) 『日本経済新聞』二〇二三年五月三十一日。
- (15) プロマーケットにおけるアドバイザーは、一般市場における、主幹事証券会社の役割に加えて、取引所が行う上場

- 審査を取引所に代わって行う存在であり、プロマーケットにおける極めて重要なプレイヤーである。東京証券取引所(二〇二四)における「J-Adviser」に関する説明を以下に記しつおぐ。「TOKYO PRO Market」はロンドン証券取引所が開設するA I M市場(Nominated Advisers(通称Nomads)制度を参考にした「J-Adviser制度」を採用しています。J-Adviser制度は二〇〇八年の金融商品取引法改正によって可能となった制度であり、東京証券取引所は一定の資格要件を満たし、資格を認証した「J-Adviser」に対して特定業務(上場又は上場廃止に関する基準又は上場適格性要件に適合するかどうかの調査など)を委託します。J-Adviserは担当する上場会社に対して、上場前の上場適格性の調査確認や上場後の適時開示の助言・指導、上場維持要件の適合状況の調査を実施します」。F P Mにおいては、アドバイザーを「F-Adviser」と呼び、T P Mと同じ制度設計で運用を行っている。
- (16) 九州F G証券は、二〇一五年に肥後銀行と鹿児島銀行が経営統合して立ち上げた九州フィナンシャルグループの一員である。九州F G証券の株式引受業務への参入については船岡・姚(二〇〇二)を参照されたい。
- (17) 九州F G証券、佐賀銀行ともにF P MおよびT P Mの両市場のアドバイザー資格を有している。地方銀行系証券会社および銀行として最初のアドバイザーであるというは、F P MとT P Mの両市場において共通である。プロマーケットにおける上場企業と特定投資家をつなぐ役割は流動性プロバイダーという存在が担う。九州F G証券は福証の会員証券会社であることから、同証券が「F-Adviser」を担当する場合、流動性プロバイダーについても担うことが予想される。佐賀銀行は証券会社ではないため、流動性プロバイダーとして活動することはできない。佐賀銀行が「F-Adviser」を務める場合、同銀行が有する特定投資家に関する情報を効果的に活用することができる流動性プロバイダーを選定することがF P M上場企業にとって大事となろう。現時点では、F-Adviserではないが、福証会員の中で地銀系証券会社であるF F G証券、西日本T T証券(福証ホームページ掲載順)に対しても流動性プロバイダーとして、地域の特定投資家とつなぐ役割を果たすことが期待されよう。
- (18) 本年二月三日に名古屋証券取引所メイン市場にバルコス、同年三月二日に福証Q Boardにパネッツがフィリップ証券を主幹事証券会社として新規上場を行った。
- (19) 現時点において、これまでに福証Q Boardに上場した一七社のうち、六社が東証マザーズ(現在のグロースに相当)、二社が東証二部(現在のスタンダード市場に相当)に

ステップアップ上場を果たしている。

(追記)

脱稿後の校正時に入った情報を以下に記しておきたい。福証が二〇二五年二月二六日にFPMへの上場申請を受け付けた株式会社光貴(沖縄県宜野湾市)は、F-Adviserを宝印刷が務め、流動性プロバイダーについては西日本シティT証券が担当する。同証券にとって最初の流動性プロバイダー担当案件となる。また、フィリップ証券以外がアドバイザーを務める初めてのFPM単独上場企業であり、この案件を契機として、市場活性化にとって大切である今後のFPMにおけるアドバイザーの多様化が実現することを切に願う。

(参考文献)

雨森良治(二〇二二)、『今こそ「東京プロマーケット上場」売上一〇億円を超えたら取り組む 中小企業の新・成長戦略』日経BP。
 加來英彦(二〇二四)、『Fukuoka PRO Marketの活用について』証券会員制法人福岡証券取引所営業部長加來英彦、北九州市立大学姚智華研究室・九州産業大学船岡健太研究室合同ゼミナール「Fukuoka PRO Market 市場の活性化に向けて」(二〇二四年七月六日、於九州産業大学)における加

來部長講演時の配布資料。

齋藤達弘(二〇一四)、『グリーンシートとディー・ブレイク証券』『新潟大学経済論集』九七、pp. 79-93

東京証券取引所(二〇二四)、『上場ガイドブック二〇二四 TOKYO PRO Market 編』株式会社東京証券取引所上場推進部。

深見泰孝・二上季代司(二〇一七)、『九州証券界の歴史を語る—九州証券座談会(下)—』『証券レビュー』五七(一)、『pp. 80-132

福岡証券取引所(二〇二四)、『Fukuoka PRO Market Guide Book(二〇二四年五月版)』証券会員制法人福岡証券取引所。

船岡健太(二〇〇七)、『新規公開時のベンチャーキャピタルの役割』中央経済社。

船岡健太・姚智華(二〇二二)、『地方銀行の証券子会社によるIPO支援—九州FG証券のチャレンジを事例として』『証券レビュー』六二(一〇)、『pp. 74-96

松尾順介(二〇二四)、『グリーンシートと株主コミュニティ制度：非上場市場の歴史的考察』『証研レポート』一七四一、『pp. 1-32

(ふなおか けんた・九州産業大学商学部教授)
 当研究所客員研究員