

2026年3月12日 全6頁

東証、オーナー企業の実態開示を拡充へ

資本関係、人的関係、経営関与の有無

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所（東証）で「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の第26回が開催された。（1）資本コストや株価を意識した経営（資本コスト経営）とグロース市場改革に関する今後の取組み、（2）スタンダード市場における今後の対応などが議論された。
- （1）東証は資本コスト経営において、機関投資家の意見や期待を上場企業に伝えて改善を促す取組みを主に行ってきた。今後は、それとは反対に上場企業に機関投資家への要望のアンケートを行い、建設的な対話を推進する取組みを実施していく。また、資本コスト経営で要請されている開示が行われていない企業に対して、今後の方針などの開示を求めていくとされた。
- （2）スタンダード市場における対応では、上場企業の流動性・公開性の確保の重要性が指摘されてきた。東証は流通株式時価総額や流通株式比率といった上場基準の引き上げを将来的な検討課題と位置付け、まずは上場企業に流動性・公開性に対する意識を高める啓発や仕掛けを検討している。
- スタンダード市場で検討された施策が全市場でも適用されるものもある。スタンダード市場の大半がオーナー企業であるが、オーナー企業の対応や情報の透明性などについて、投資家から厳しい声が出ている。東証はスタンダード市場に限らず、上場企業とオーナー企業・創業家との資本関係や人的関係、経営の関与度合いの開示を提案している。

第26回フォローアップ会議

2026年2月18日に、東京証券取引所（東証）で「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（フォローアップ会議）の第26回が開催された。今回は、（1）資本コストや株価を意識した経営（資本コスト経営）とグロース市場改革に関する今後の取組み、（2）スタンダード市場における今後の対応、（3）プロマーケットの今後の方向性、について議論が行われた。本稿では、会議の[議事録](#)に基づいて、（1）の資本コスト経営の部分と（2）に関する取組み

や議論を簡潔にまとめる。

(1) 資本コスト経営とグロース市場改革に関する今後の取組み

図表1に、資本コスト経営に関する今後の東証の取組み案を示した。注目点は、③(ア)投資家への要望などに関して企業向けのアンケートを実施すること、④資本コスト経営に関する開示の未実施企業に、その理由や今後の方針の開示を求めることである。

図表 1 資本コスト経営に関する今後の取組み案	
取組み案	時期
①「成長分野への投資」の加速 企業における「成長分野への投資」など経営資源の有効活用に向けた検討を後押ししていくため、CGコード改訂の時期にあわせて、投資家の期待等の検討材料を提供	2026年夏～
②企業の取組みのサポート(継続) (ア)企業が前向きに取り組む動機付けとして、取組みの進展が見られる企業をよりハイライトするため、そうした企業や評価内容に関する投資家向けアンケートを実施、市場区分・規模・業種別等で集計して上位企業を公表 (イ)上記アンケート結果や投資家ヒアリングを基に、事例集のアップデートを実施 (ウ)事例集を活用した経営者向けセミナーなどを通じて、経営者へ働きかけ	2026年4～6月 2026年秋～冬 継続
③企業・投資家双方に向けて、互いの目線を共有 (ア)投資家との対話が取組みの進展に繋がった例や、投資家への要望等に関して、企業向けアンケートを実施。その結果を活用し、企業・投資家双方に向けて、より建設的な対話の推進を働きかけ (イ)企業における投資家への理解を促進するため、国内外の機関投資家へのインタビュー記事(投資判断の基準、エンゲージメントの方針、投資先企業への期待などを紹介)を順次配信	2026年4～6月 2026年春～
④プライム市場の開示していない企業に対して、説明を求めている プライム市場の開示していない企業に対して、その理由や今後の方針の開示を求める ※「資本コストや株価を意識した経営」の開示を強制・義務化しようとするものではない	2026年夏～

(出所) 東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営とグロース市場改革に関する今後の取組み」(2026年2月18日)より大和総研作成

これまで、東証の取組みは機関投資家の意見や期待を上場企業に伝えて改善を促すことがメインであったが、これとは対照的に③(ア)は上場企業に機関投資家への要望をアンケートし、より建設的な対話を推進していくものである。フォローアップ会議のメンバーからは取組み実施を後押しする声があった。上場企業と機関投資家の双方で良好な関係を作り、株式市場を盛り上げていくべきとされた。また、②(ア)にあるように投資家向けのアンケート結果を示す時に、投資家の属性、規模、名称など、投資家の顔が見えるようにすることが相互理解を深めるために必要とされた。③(ア)の実施時期は2026年4～6月の予定である。

④に関わる資本コスト経営に係るプライム市場企業の開示率は92%(2026年1月末時点)¹と高い水準にあり、過去1年にわたり、大きな変化は見られない。このような状況を踏まえ、未開示企業がどのような考えを持つのかを明らかにすることが④の目的である。資本コスト経

¹ 東京証券取引所「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示状況(2026年1月末時点)」(2026年2月13日)

営は要請であり、強制されるものではないため、開示率が 100%に達しないことはあり得る。未開示企業には時価総額が大きく、ROE や PBR が高い企業がある一方で、時価総額 250 億円を下回る企業もある。「要請なので開示しない」「十分に結果がでており、投資家から評価されている」「現在準備中で本決算時に開示する」など、多種多様な回答が見込まれる。本取組みの実施時期は 2026 年夏以降の予定である。

(2) スタンダード市場における今後の対応

フォローアップ会議ではスタンダード市場に関する議論が複数回行われており、流動性・公開性の確保、少数株主保護に対する施策、上場に対する責務の意識付けの必要性が指摘されてきた。これらは必ずしもスタンダード市場に限った話ではなく、プライム市場とグロース市場でも課題になる。今回、東証からは、①流動性・公開性の確保、②オーナー企業（ファミリー企業）への対応、③上場適格性に懸念が生じる事業内容の大幅な変更等への対応、④流通株式比率基準における問題、⑤積極的に企業価値向上へ取組む企業の見える化・サポートが示されており、②③④が全市場に関係するものである。以下では①～④の内容をまとめる。

①流動性・公開性の確保

プライム市場と比べて、スタンダード市場は流動性・公開性が劣り、投資家の声が届きにくいことなどがフォローアップ会議で問題視されてきた。流動性や公開性の確保にむけて、流通株式時価総額や流通株式比率といった上場基準の引き上げが 1 つの対策方法とされており、今回のフォローアップ会議ではその考え方の方向性について議論された。

東証はスタンダード市場を 3 つの市場におけるベースとなる市場区分と位置付け、上場基準の引き上げは上場のハードルを高めるとの認識を示している。流動性・公開性に関する基準の引き上げを将来的な検討課題として、まずは上場企業に流動性・公開性に対する意識を高めるための啓発や仕掛けの検討を考えている。

メンバーからは、海外と日本では上場の目的が異なることで流動性の意識に違いがあるという指摘があった。すなわち、海外では上場目的が事業拡大に向けた資金調達である一方で、日本ではその意識が希薄で知名度や社会的信用の享受に置かれている。そのため、様々な株主が保有するような高い流動性は好まれない可能性がある。こうした企業の認識を改めるために、事業成長や資本市場の高い評価を目指して、流動性・公開性への意識を宣誓させることが提案された。他には、東証の示した方向性が市場関係者から対応の先送りと受け取られかねないとして、流動性・公開性に関する基準の引き上げを将来的な検討課題とは明言せず、具体的な施策を議論しながら基準の引き上げも検討していく姿勢が推奨された。一方で、公開性の意識を促進したとしても企業価値向上に直接つながるとは考え難いとの意見もあった。

②オーナー企業（ファミリー企業）への対応²

流動性・公開性の低い企業の1つの類型としてオーナー企業があるが、スタンダード市場の上場企業の55%がオーナー企業である³。スタンダード市場に限るものではないが、投資家からはオーナー企業に厳しい声が向けられている。成長よりも企業の存続を重視していること、独立社外取締役の実効性への懸念、創業家による経営への関与等が不透明というものである。こうした状況を踏まえ、東証は、上場企業とオーナー企業・創業家との資本関係や人的関係、上場企業への経営関与の有無の開示を求める提案をしている。

複数のメンバーはこの提案を支持した。もっとも、これだけではなく、独立社外取締役の役割の強調、米国のようなフィデューシャリー・デューティの考え方を打ち出す意見があった。オーナー企業における独立社外取締役は少数株主が不利益を受ける場面での役割が大きく、経営陣を監督するための視点を啓発すべきとされた。取締役が企業と株主に対して信任義務を負うフィデューシャリー・デューティについては、その考え方を日本ですぐに導入するのは難しいが、東証がそういったニュアンスを含めて発信を強めていってはどうかとの意見があった。

③上場適格性に懸念が生じる事業内容の大幅な変更等への対応

これは、新規上場審査では適合しない可能性があるものへと事業内容を大幅に変更する上場企業が近年散見されていることへの対応である。現在は、定款上の事業目的の変更などについては株主による承認機会が確保されているが、不適當合併に該当する場合を除いて、東証が上場後の企業に上場適格性を審査する制度はない（図表2）。

上場企業が企業価値向上を目指してM&Aや事業変更といったコーポレート・アクションを行うのは自然なプロセスである。資本コスト経営でもあるように、経営資源の適切な配分を意識する中で、事業ポートフォリオの見直しが1つの選択肢とされている。条件が明確ではない制度を置いたり、過度に規制したりすることは市場の活力を損ないかねない。東証は過度な規制とならないようにしつつ、投資家保護を図る方策を検討する方向性を示している。

² 東証に設置されている「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」では、少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示の義務化について議論されている。概要は[神尾篤史「少数株主保護に関する上場制度の改正」](#)（大和総研レポート、2026年3月4日）を参照。

³ 東京証券取引所「スタンダード市場における今後の対応」（2026年2月18日）。なお、オーナー企業は上場企業を対象に「代表者（社長）」「会長」の苗字（もしくは氏名）が、有価証券報告書（半期報告書含む）中の大株主情報に含まれるケースを機械的に判別されたものである。

図表 2 現行の対応

論点	現状の制度
株主による承認 機会の確保	<ul style="list-style-type: none"> 会社法上、定款上の事業目的の変更の際には、株主総会の特別決議が必要（他社の吸収合併や事業の譲受け等を伴う場合は、当該行為についても特別決議が必要） 資金調達を伴う場合（25%以上の希薄化が生じる場合に限る）には、東証の企業行動規範上の手続きとして、株主の承認又は独立したもののからの意見入手が必要 など
上場適格性の懸 念への対応	<p>制度なし（市場評価に関する上場維持基準のみ）</p> <p>※ ただし、不適當合併（上場会社が実質的存続性を喪失する吸収合併等）に該当する場合は、裏口上場の防止の観点から、新規上場に準じて審査（単独での事業内容の変更は対象外）</p>

（出所）東京証券取引所「スタンダード市場における今後の対応」（2026年2月18日）

メンバーからは上場後に事業内容を大幅に変更することに対して再審査する仕組み・制度を設けつつ、過度な規制にならないように留意すべきとする意見が多かった。制度がなければ必要な措置も取れない可能性があり、制度を設けておくという意味合いがあるようである。また、併せて事業内容の大幅な変更に対する開示の拡充に言及するメンバーもいた。一方、企業の自主的な判断を損なうため、新たに制度を作ることに慎重な意見も見られた。今後、東証は実施時期や対応策を検討していくことになると思われる。

④流通株式比率基準における問題

安定株主以外の議決権保有比率を一定程度確保するガバナンスの基準として、東証は流通株式比率基準を上場基準に設けている。図表3上段にあるように、流通株式比率は、上場株式から安定株主の保有分を控除したものを上場株式で除して算出される。

図表 3 流通株式比率の計算方法の変更案



（出所）東京証券取引所「スタンダード市場における今後の対応」（2026年2月18日）

しかし、最近、上場維持基準に抵触する親会社のある企業において、親会社から普通株式（＝上場株式）を取得・消却して、それと同数の議決権を持つ種類株式（非上場）を発行することで、流通株式比率基準に適合する事例が発生した。こうしたアクションは、親会社の支配を維持しつつ、流通株式比率を向上させるテクニカルな手法であり、ガバナンスを目的とした流通株式比率基準が意図したものとは異なる。そのため、東証は図表3下段にあるように、議決権ベースで算出する方法へと見直すことを検討している。なお、③の事業内容の大幅変更に関する対応と同様に、対応時期などは明らかにされていない。

おわりに

スタンダード市場には様々な企業が存在することから、上場企業をいくつかの類型に分けて、それぞれの課題に合わせた施策が実施されることになっている。その中にはスタンダード市場に固有ではない課題もあり、それらへの施策はプライム市場とグロース市場にも適用される可能性が高い。以前の筆者のレポート⁴でも他市場へ影響が波及する可能性を論じた通りである。

今回、東証による提案の中で、最も対象企業が多くなるかもしれないのがオーナー企業・創業家のいる企業を適用対象とした開示制度である。東証の資料（脚注3）によれば、3市場で1,817社あり、全上場企業の48%にも及ぶ。具体的な制度設計は今後東証から公表されると思われるが、上述したように成長よりも企業の存続を重視していること、独立社外取締役の実効性への懸念、創業家による経営への関与等が不透明との指摘が投資家からなされている。対象となる企業は単なる開示と捉えずに、投資家が開示を求める意図を汲みながら内容を検討していくべきであろう。

⁴ [神尾篤史「他市場にも波及する？スタンダード市場改革」（大和総研レポート、2025年12月3日）](#)を参照。