

2026 年 7 月 15 日 全 6 頁

「資本コスト経営」で投資家評価が始まる

投資家に改善を促す動き

政策調査部 主席研究員 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 28 回が開催された。（１）「資本コストや株価を意識した経営」に関する今後の取組み、（２）グロース市場アンケートの結果と今後の方針、について議論が行われた。
- （１）では４つの取組みが示されたが、特に『投資家への期待・要望』に関する企業アンケート」が注目される。これは東証の全上場会社に対して、機関投資家との対話に関する質問を行うものである。これまで東証の改革では投資家の声を会社に紹介する取組みが多かったが、これは反対に会社の声を投資家に示して、投資家に行動の改善を促す取組みである。
- （２）のアンケート結果ではグロース市場の上場会社の課題や期待するサポートが示された。そうした意見をもとに今後の施策を考える「グロース市場のサポート施策に関する検討会（仮）」（グロース市場検討会）の設置が検討されている。

第 28 回フォローアップ会議

2026 年 6 月 4 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 28 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」に関する今後の取組み、（２）グロース市場アンケートの結果と今後の方針、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）と（２）の議論を簡潔にまとめる。

（１）「資本コストや株価を意識した経営」に関する今後の取組み

（東証の取組み）

東証は今後の取組みを図表 1 のように示している。「Ⅰ.『経営資源の適切な配分』に向けた取組みの推進」については、東証が 4 月下旬に[『『資本コストや株価を意識した経営』に関する要請のアップデート](#)」を公表している。これは、コーポレートガバナンス・コード改訂でも話題になっている経営資源の配分を中心に、中長期目線の機関投資家のコメントとそれに基づく期待される取組みを示したものである。資料には好事例も掲載されている。筆者が上場会社と議論する中では、この資料の存在が十分に認知されていない印象を強く受ける。非常に参考になる資料であるため、上場会社の方々には特に参照を推奨する。

図表 1 「資本コストや株価を意識した経営」に関する今後の取組み

Ⅰ. 「経営資源の適切な配分」に向けた取組みの推進	
●	要請アップデート（2026 年 4 月）以降の投資家のフィードバックや企業の対応状況をフォローアップ【2026 年夏】
※	足元では、「今般の要請アップデートは重要な点がまとめられているため、企業がより取組みを進められるような啓発を期待する」という声が寄せられている
Ⅱ. 「投資家への期待・要望」に関する企業アンケート	
●	実効的な対話の促進に向けて、企業から「投資家への期待・要望」等の声を集め、投資家へ周知【2026 年夏】
※	併せて、対話における企業の課題や、有意義な対話を行う企業の取組みなどについても情報収集し、企業への情報発信等に活用
Ⅲ. 「取組みの進展が見られる企業」に関する投資家アンケート	
●	取組みの進展が見られる企業やその評価ポイントについて機関投資家の声を集め、「投資家が取組みの進展を評価している企業」として結果を公表【2026 年夏】
※	公表内容はアンケート回答をまとめたもの（回答した投資家数と評価コメントの概要）とし、従来の事例集よりも掲載社数を拡大
Ⅳ. 開示していない企業への働きかけ	
●	リソース・ノウハウ不足等の理由から開示に踏み出せていない企業に対して、開示の一步を踏み出し、段階的に改善を進めてもらうための働きかけを具体化（アンケート等で投資家の声を集め、ポイントや事例を整理）【2026 年夏】
※	これまでのサポートの取組み（事例集・セミナー・個別訪問など）についても、継続・強化
●	あえて開示をしないという判断をしている企業に対して、投資家に向けた参考情報として、開示していない理由や、開示に関する今後の方針の記載を促す【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』に関する今後の取組みについて」（2026 年 6 月 4 日）より大和総研作成

「II.『投資家への期待・要望』に関する企業アンケート」(全 13 問)は、東証の全上場会社に対して、機関投資家との対話に関する質問を行うものである。これまで東証の改革では投資家の声を会社に紹介する取組みが多かったが、これは反対に会社の声を投資家に示して投資家の改善を促す取組みである。質問には「有意義である」と感じる対話や「有意義でない」と感じる対話などがあり、前者については機関投資家の実名も公表される見込みである(後者の機関投資家の名称は非公表)。

「III.『取組みの進展が見られる企業』に関する投資家アンケート」は、従来、東証が公表してきた好事例集よりも掲載会社数を拡大させ、取組みの進展が見られる会社をより幅広く紹介していくものである。会社のモチベーション向上が狙いとされる。市場区分/規模別(プライム 1,000 億円以上/未満、スタンダード 100 億円以上/未満の 4 区分)の回答が求められている。

「IV.開示していない企業への働きかけ」は、プライム市場で 6 %、スタンダード市場で 46 %の未開示会社への取組みである(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 5 月末時点)」)。リソース・ノウハウ不足等の理由から開示できていない会社とあえて開示しない会社に区別して、対応を求めるものである。あえて開示しない会社には、開示していない理由や開示に関する今後の方針を求める。

(メンバーの議論)

メンバーからはそれぞれの取組みに対する期待感が示された。「II.『投資家への期待・要望』に関する企業アンケート」については、「投資家側のレベルアップは相当必要であるという意識を強く持っています」「これまでは企業に要求していることが多かったのですが、…(中略)今後、投資家に対しても普及・浸透させていく取組みが必要だと強く感じています」という声に加え、「企業側から見た投資家層の解像度がより上がるようにすべき」という意見もあった。アンケート結果に対する分析を通じて、投資家側への課題の訴求や投資家像の具体化が求められた格好である。

「IV.開示していない企業への働きかけ」については、東証の施策では未開示会社の公表には言及されていないものの、メンバーからは「何かしらのかたちで開示していない企業を公表することも検討したほうがいいのではないのかなと考えます」との指摘があった。

(2) グロース市場アンケートの結果と今後の方針

今後のグロース市場改革における施策の具体化を進めるにあたり、積極的に取り組む会社が抱える課題やニーズに関する解像度を高めるためのアンケートが実施され、その結果が公表された(回答:既上場 109 社、未上場 36 社)。既上場会社は、成長戦略、リソース不足、投資家との接点不足、流動性の低さ・株価形成に課題を抱えている(図表 2)。成長戦略については、具体的には目先の業績確保にとらわれ、中長期的な成長の方向性にまで議論が至らない、大胆

な成長投資に踏み切れないといった悩みが聞かれる。また、時価総額の小さい会社を中心に、成長シナリオの具体性や実現可能性が乏しい、方向性が定まらないなどが示された。

未上場会社では IPO を含む成長戦略の具体化に加えて、戦略実行や上場準備に必要な人材・資金の不足に課題を抱えるとの声が多い。上場準備を進める中での課題や、上場前段階での資金調達などに関する課題が挙げられた。上場準備では、上場後の投資家の期待に沿った対応を行っていたとしても、上場審査や引受審査においては形式的な対応を求められるとの意見も寄せられた。

図表 2 抱える課題に関するアンケートの結果

既上場	未上場
成長戦略 (34 社) ➤ 目先の業績重視 (中長期的な成長戦略の検討に至らない) ➤ 成長戦略の策定が困難 (説得力ある成長ストーリーの構築ができていない、方向性が定まらないなど)	成長戦略・IPO 戦略 (14 社) ➤ 成長戦略の検討 (IPO の活用、最適な上場時期、上場後の成長戦略)
リソース不足 (人材・資金) (32 社) ➤ 人材の不足 (事業部門、M&A 推進、IR・開示など) ➤ 資金調達が困難 (株価低迷、希薄化への懸念など)	人材不足 (11 社) ➤ 事業拡大に合わせた人員確保の困難 ➤ 上場準備のための人員の不足
投資家との接点不足・IR 活動 (31 社) ➤ 個人投資家へのアプローチの悩み ➤ 機関投資家との接点不足 (国内、海外) ➤ IR に対する経営陣の理解、効果測定	上場準備 (7 社) ➤ 上場審査に関する情報不足 (関係者間の認識のズレ、情報不足による追加的な負担など) ➤ 審査項目と投資家の期待との乖離
流動性の低さ・株価形成 (27 社) ➤ 流動性の低さ (機関投資家が参入困難) ➤ 株価形成への不満 (成長が反映されない、成長期待が高まらない、空売りを仕掛けられる)	資金調達・投資家確保 (6 社) ➤ レイターステージの資金調達・投資家獲得の困難 ➤ 事業・成長性に対する投資家の理解向上
	セカンダリーマーケット (4 社) ➤ エグジットの機会が IPO に偏重 (セカンダリーマーケットが未発達)

(出所) 東京証券取引所「グロース市場アンケートの結果と今後の方針について」(2026 年 6 月 4 日) より大和総研作成

図表 3 では期待するサポートを挙げている。既上場では、事例集やセミナー等を通したナレッジの共有を求める声が多。次いで、投資家との接点拡大が多い。未上場でも事例やナレッジの共有を期待する意見が多い。課題でも寄せられていたが、上場後の成長に繋がる上場準備・上場審査の実現といった上場準備・審査プロセスの改善を期待する声が多い。

図表 3 期待するサポートに関するアンケートの結果

既上場	未上場
事例やナレッジの共有 (70 社) ➤ 事例集・セミナーの拡充 (検討材料の提供、経営陣の意識改革) ➤ 他グロース企業とのネットワーク構築の支援 (担当者同士のナレッジ共有)	事例やナレッジの共有 (9 社) ➤ 上場を契機に飛躍的な成長を実現した事例の提供 ➤ 上場審査上の論点となった事例 (解決し上場したもの、解決せず上場を断念したもの) の提供

	➤ 他企業とのネットワーク構築の支援（情報共有）
投資家との接点拡大（27 社） ➤ 個人投資家との接点拡大の支援 ➤ 機関投資家・アナリストとの接点拡大の支援	上場準備・審査プロセスの改善（8 社） ➤ 上場後の成長に繋がる上場準備・上場審査の実現
開示・実務支援（23 社） ➤ 開示・実務の負担軽減 ➤ 大企業とのネットワーク構築の支援（ビジネス拡大・M&A の促進） ➤ 自社の成長戦略・IR へのフィードバック	投資家との接点創出（8 社） ➤ 成長資金の調達に向けた海外 VC・事業会社との接点拡大の支援 ➤ 上場後を見据えた機関投資家・個人投資家との接点拡大の支援
流動性・株価形成の課題への対応（10 社） ➤ グロース市場の魅力向上による投資家の呼び込み ➤ 投資家への啓発活動（還元より成長性を重視） ➤ 空売りへの対応（バイオペンチャーなど）	セカンダリーマーケットの整備（4 社） ➤ 未上場段階での株主交代の円滑化、役員・従業員の流動性確保

（出所）東京証券取引所「グロース市場アンケートの結果と今後の方針について」（2026 年 6 月 4 日）より大和総研作成

こうした意見をもとに今後の施策を検討することを目的として、東証はグロース市場/スタートアップの現状に精通する実務家を中心に「グロース市場のサポート施策に関する検討会（仮）」（グロース市場検討会）の設置を検討している。

（メンバーの議論）

会社の抱える課題に対しては厳しい意見が多かった。「成長戦略が描けない、分からないとは、一体全体なんで起業したのか。それで上場までしたのだから、その先のことを考えていなければいけないですよね。甘過ぎるなという感じです」「『経営陣は 2～3 年での投資回収を重視しているため、大胆な成長投資に踏み切れない』とありますが、これはそもそもグロース市場のコンセプトと全く違います」「『グロース上場会社は、グロースが短期的にしか継続しない会社が大半』とありますが、なぜグロース市場に IPO したのでしたっけと思います」などの声があった。

期待するサポートについても同様に、「事例集やナレッジの共有を求める声が特に多いとありますが、これはハウツーですよ。自分でどう成長していけば良いか、成長ステージが終わってしまったという問題があるのに、そこでハウツーだけやっても何にもならないと思います」との苦言が呈された。また、空売りに対する制限を求める会社のコメントに対して、認識の乏しさを指摘する意見もあり、啓発の必要性が指摘された。

こうした意見が見られる中で、グロース市場検討会に対しては既に存在する政府・民間の委員会との連携・差別化、そしてアウトプットに対する東証と政府が担うべき領域の整理の必要性が述べられた。

おわりに

東証の今後の取組みで示した『投資家への期待・要望』に関する企業アンケート」はこれまでの東証の取組みとは一線を画するものである。すなわち、「資本コストや株価を意識した経営」に関する要請では、投資家と会社の日線を合わせることに注力し、投資家の指摘に基づいて、会社のガバナンスなどの改善を促す動きが見られた。対照的に、『投資家への期待・要望』に関する企業アンケート」は、会社の声を投資家に示して、投資家に行動の改善を促す取組みである。会社に求めることが多かった施策が転換点を迎え、投資家にも改善を促す施策が出てきそうである。