

2026 年 9 月 2 日 全 7 頁

東証改革、上場会社から投資家にも対象拡大

企業に求めた改革、次は投資家の対話姿勢へ

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 29 回が開催され、（１）「投資家への期待・要望」等に関する企業アンケートの結果、（２）「取組みの進展が見られる企業」等に関する機関投資家アンケートの結果、（３）グロース市場の発展に向けた検討会、（４）投資家保護の観点から問題のある事例への対応、について議論が行われた。
- （１）、（２）では、企業・投資家アンケート結果を踏まえ、企業価値向上に資する対話の実効性向上策が議論された。（１）のアンケート結果は、上場会社が投資家との対話を概ね有意義と評価する一方、対話の質には課題も示した。会社側からは、会社・業界に対する投資家の理解不足、短期的な業績や株主還元に向けた議論などが、有意義でない対話の理由として示された。
- 議論の中では、東証が投資家に結果を適切にフィードバックすることが重要とされた。他方で、時価総額や資本収益性・市場評価の低い会社の対話に対する満足度が低い傾向にある。会社の状況によって投資家に求められているものを明確にすることや対話による前向きな成功体験を積むための東証によるサポートが必要とされた。
- 東証改革は、会社に資本コストや株価を意識した経営を促す段階から、投資家にも建設的な対話姿勢を求める段階へ広がりつつあり、双方の相互理解が今後の課題となる。

1. 第 29 回フォローアップ会議

2026 年 8 月 6 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 29 回が開催された。今回は、（１）「投資家への期待・要望」等に関する企業アンケートの結果、（２）「取組みの進展が見られる企業」等に関する機関投資家アンケートの結果、（３）グロース市場の発展に向けた検討会、（４）投資家保護の観点から問題のある事例への対応、について議論が行われた。本稿では、フォローアップ会議の[議事録](#)に基づいて（１）、（２）、（４）に関する会議メンバーの議論をまとめる。

2. 企業向けと投資家向けアンケートに関する議論（議題（1）、（2））

①「投資家への期待・要望」等に関する企業アンケートの結果

これは、東証が2026年6月～7月に行った全上場会社向けアンケートで、プライム市場・スタンダード市場・グロース市場の合計682社が回答した。「有意義である対話」や「有意義でない対話」の内容、対話における心がけ・工夫・自社の課題、対話の相手方である機関投資家の属性・名称などを尋ねるものである。実効的な対話の促進に向けて投資家に情報発信することに加えて、対話を進める上場会社が抱える課題や、有意義な対話を実現している会社における取り組み等を明らかにし、東証による今後の会社向け情報発信・サポートの検討材料とすることが目的である。

アンケート結果では75%の会社が投資家との対話を有意義と感じている。有意義な対話ができているかどうかの会社側の満足度を市場別、時価総額別などで5段階評価すると、各区分で異なる結果が示された（図表1）。市場別では、プライム市場は4.1と高いが、スタンダード市場は3.4、グロース市場は3.6と低い。市場別時価総額別では時価総額の低い方が満足度は低い傾向にある。資本収益性（ROE＝自己資本利益率）、市場評価（PBR＝株価純資産倍率）の2軸に基づき4象限に分けた場合、ROE8%以上とPBR1倍以上で満足度が最も高いが、ROE8%またはPBR1倍のいずれかを下回る、または両方を下回ると満足度が低下する傾向にある。

図表 1 対話に対する会社の満足度（5段階評価）

市場別/時価総額別	プライム市場	スタンダード市場	グロース市場	市場評価（PBR）	
全体	4.1	3.4	3.6	ROE8%未満 PBR1倍以上	ROE8%以上 PBR1倍以上
1兆円以上	4.4	—	—	ROE8%未満 PBR1倍未満	ROE8%以上 PBR1倍未満
1,000億円以上1兆円未満	4.2	3.5	5.0		
250億円以上1,000億円未満	3.9	3.8	4.0		
100億円以上250億円未満	3.7	3.5	3.7		
100億円未満	—	3.2	3.5		

資本収益性（ROE）

（出所）東京証券取引所『投資家への期待・要望』等に関する企業アンケートの結果について」（2026年8月12日）より大和総研作成

「有意義である対話」の内容は、自社の課題や投資家との認識ギャップの把握など、新たな気づきや示唆が得られたり、短期の業績だけではなく、事業戦略や資本政策などの議論が実現したりしていることが記されている（図表2）。一方で、「有意義でない対話」では対象会社や業界への投資家の理解が不十分であったり、短期的な業績や株主還元の議論が行われていたりする。なお、国内と海外のロング機関投資家（アクティブ運用）とパッシブ運用機関投資家（インデックス運用等）の対話はともに「有意義である」が「有意義でない」を上回った。ただし、パッシブ運用機関投資家は自社や業界に対する理解不足や一律の議決権行使基準による判断が「有意義でない」理由として挙げられている。一方で、ヘッジファンドは国内と海外ともに「有意義である」も一定数ある一方で、「有意義でない」が上回った。アクティビストは、

国内は「有意義である」と「有意義でない」がほぼ同数、海外は「有意義でない」がやや上回った。

会社から機関投資家への期待や要望としては、中長期的な視点での対話や投資家ならではの示唆などがあった。また、自社の事業・業界に対する理解や投資家側の評価軸・投資判断基準、面談目的などの情報開示も求められている。

図表 2 対話の内容と会社の期待・要望

有意義である対話	・ 自社の課題や改善点、投資家との認識ギャップを把握するなど、新たな気づきや示唆が得られている ・ 短期業績にとどまらず、事業戦略や資本政策などについて、中長期的・本質的な議論が行われている ・ 開示や取組みの改善、投資家との相互理解や信頼関係の構築など、具体的な成果に繋がっている
有意義でない対話	・ 会社や業界への理解が不十分で、自社の課題や改善点に関する有益な示唆が得られていない ・ 短期的な業績や株主還元で議論が偏り、中長期的・本質的な議論が行われていない ・ 一方的・形式的な対話となり、相互理解や信頼関係の構築に繋がっていない
会社の期待・要望	中長期的な視点での対話や投資家ならではの示唆や知見等を期待する声のほか、自社の事業・業界に対する理解や、投資家側の情報開示を求める声が多い

(出所) 東京証券取引所『投資家への期待・要望』等に関する企業アンケートの結果について(2026年8月12日)より大和総研作成

②「取組みの進展が見られる企業」等に関する機関投資家アンケートの結果

企業アンケートと同様に、6月～7月に機関投資家向けに行われたアンケートで、74名(43機関)が回答した。全上場会社のうち、「資本コストや株価を意識した経営」について取組みの進展を評価した会社としてのべ300社が挙げられた。このアンケートは、取組みを進める会社の意欲を高め、施策の更なる推進を促すことを目的としている。

プライム市場で時価総額1,000億円以上の区分では205社が選ばれ、THKと日立製作所が最多の7票を得た。同市場で時価総額1,000億円未満の区分では55社が選ばれ、リケンテクノスが最多の3票を得た。スタンダード市場では40社の名前が挙がり、西川ゴム工業が3票を得た。機関投資家がこれらの会社を選んだ理由として、資本配分方針の明確化と進展、事業ポートフォリオ改革の進展、資本コスト・資本効率を意識した経営管理の進展、経営トップ・取締役会の強力なリーダーシップ、情報開示・IRの進展、対話を通じた取組みの改善が挙げられている。選ばれた会社名と具体的な投資家のコメントは東証のウェブページで公表されている。

「資本コストや株価を意識した経営」に関して、開示に踏み出せていない会社の第一歩として望まれる対応のアンケートも行われた。(i) 資本コストや収益性(ROE・ROIC＝投下資本利益率など)、市場評価(株価・PBR)を分析し、経営者としての「現状の課題認識」を示すこと、(ii) そうした課題について、必ずしも最初から定量的な目標や完璧なアクションプランは必要ないものの、改善に取り組んでいくという「対応の方針」や、経営トップの「コミットメン

ト」を示すことが期待されている。

③企業向けと投資家向けアンケートに関するメンバーの議論

いずれのアンケート結果も上場会社にフィードバックされるが、資本収益性と市場評価の2軸に分けた時に、「4象限のどの位置にある企業が何を言っているのか、一方で、投資家側が評価している企業が4象限のどこにあるのか、企業アンケートでは何を言っているのか」を示すと、より説明の解像度が上がるというコメントがあった。投資家が高く評価するのは4象限の左下（ROE 8 %未満、PBR 1 倍未満）と右下（ROE 8 %以上、PBR 1 倍未満）に位置した会社が、右上（ROE 8 %以上、PBR 1 倍以上）に移行したケースであり、「4象限でいうと、特に左下に多くの企業がまだあるわけです。その経営者からすると、投資家と会ってみても、いろいろ不平不満や文句を言われることや、対話がかみ合わないことがあるのですが、右上の企業は、投資家が成長投資の後押しをしてくれる場合や、株主還元がそこまで重要視されていない場合など、見えている景色が全く違います」ということが背景にある。

また、対話による成功体験を会社に積ませることが重要と指摘する意見もある。「時価総額の低い企業では、本当に有意義な対話を通して投資家をエンゲージした、もしくは大量に株を買ってもらったといった成功体験が恐らく積まれていないことが、本当にリアルな課題ではないか」として、東証にサポートの提供を求めた。

この他、会社「投資家というものの解像度を上げてあげられるような施策」や対話の指針として『投資家と企業の対話ガイドライン』の更新」を期待するコメントもあった。このガイドラインは2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂時に金融庁が更新したもので、先日の同コードの改訂時には更新されていない。

一方で、様々な投資家がいることへの理解を求める声もあった。「短期的な成果を重視する投資家が存在することを踏まえ、短期の業績を着実に積み上げることや、業績が悪化した際にその要因や対応策について丁寧に説明責任を果たすことが、結果として投資家の関心を中長期的な企業価値や業績に向かわせることにもつながる」とされた。

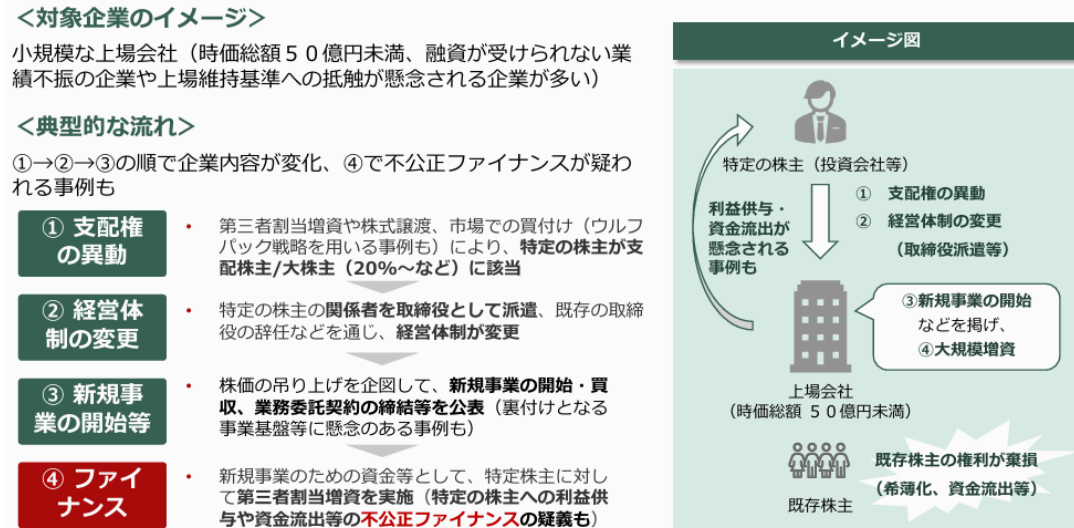
機関投資家に対しては、会社が「有意義でない」とした対話をしっかりとフィードバックすべきとの声があった。これと併せて、「日本の投資家の圧倒的な割合はパッシブが占めていて、しかもインデックス運用であるところ、一社一社にリソースを割けないという面もあると思います。このようなパッシブの方たちに、どのように全体として底上げしていただくのかというのは課題」とのコメントもあった。

3. 投資家保護の観点から問題のある事例への対応（議題（4））

第26回のフォローアップ会議では、新規上場審査で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会社に対する対応が議論されたが¹、今回はこれに加えて、不公正ファイナンスにつながる懸念があるような経営体制の大幅な変更についても議論が行われた（図表3）。小規模な会社で支配権の異動、経営体制の変更後に、新規事業の開始等に伴い、不公正ファイナンスの疑義があるような資金調達が行われたものが具体例として挙げられた。

図表 3 上場会社を利用した不公正ファイナンス等が懸念される事例

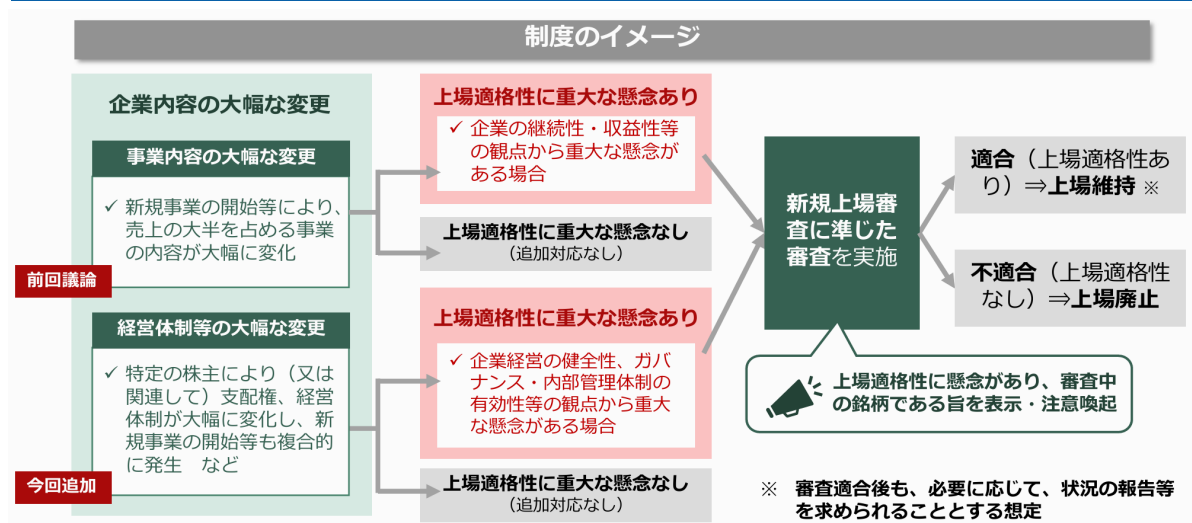


（出所）東京証券取引所「投資家保護の観点から問題のある事例への対応について」（2026 年 8 月 6 日）

東証は事業内容の大幅な変更と、不公正ファイナンスにつながる懸念があるような経営体制の大幅な変更を合わせて、企業内容の大幅な変更として制度整備を検討している（図表4）。上場適格性に懸念が生じるような企業内容の大幅な変更に対して牽制・未然防止を図るために、変更が生じた場合に速やかに上場適格性を再審査する制度を設けるものである。新規上場審査に準じた審査を行った結果、不適合になれば上場廃止になる。また、上場適格性に懸念があり、審査中の銘柄であることは表示・注意喚起することが想定されている。

¹ 詳細は神尾篤史「東証、オーナー企業の実態開示を拡充へ」（2026 年 3 月 12 日、大和総研レポート）を参照。

図表 4 東証の想定する制度イメージ



（注）図表中の「前回議論」は第26回のフォローアップ会議のことを指す。

（出所）東京証券取引所「投資家保護の観点から問題のある事例への対応について」（2026年8月6日）

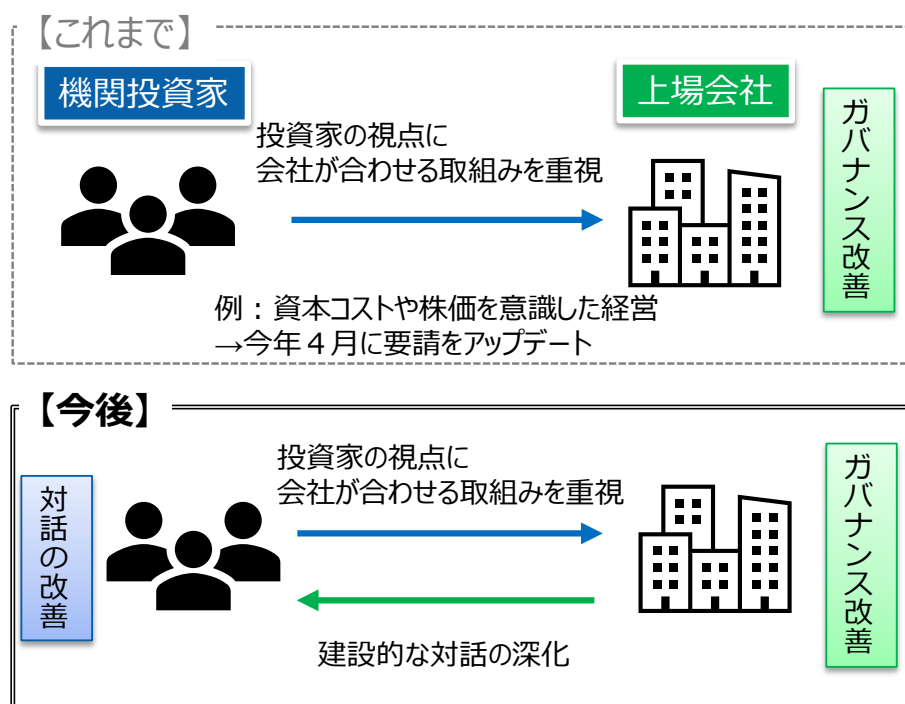
メンバーからは東証の想定する制度やその目的・効果に賛同する声が複数あったが、制度設計やその運用には慎重な声があった。例えば、「本制度が企業の成長戦略や経営改革を萎縮させることがないように、企業の予見可能性を高めるなど、慎重な制度設計が必要」とされ、他のメンバーからは「事業内容の変更あるいは経営体制の変更という表面的な変化ではなく、その中身が少数株主の利益を大きく毀損していないか、情報開示が十分になされているか、あるいは説明と実際の行動に乖離がないかといった観点を軸に置いて判断することが明確になっている」との意見があった。

他方で、自主規制法人での審査結果において上場廃止が少ないことを指摘して、「果たしてこのような事例が出てきたときに最終的に上場を廃止するという判断ができるのかという点には疑問があります」「上場適格性の再審査というやり方ではなく、アラートを大きく掲げるなど、マーケットに対する注意喚起を徹底して行い、市場参加者が十分に注意した上で判断できるようにすることのほうが、実効性があるのではないか」という見解があった。また、経営体制等の大幅な変更があった場合、「事業内容の変更があった場合以上に、問題がある事例とそうでない事例を区別することが難しいのではないか」との指摘があった。

4. おわりに

今回のフォローアップ会議で特徴的なのは、東証による市場改革の焦点が、上場会社側の意識改革にとどまらず、投資家側の対話姿勢にも及びつつある点である。これまでの東証改革では、会社に対して、資本コストや株価を意識した経営を促し、投資家の目線を経営に取り込むことが重視されてきた。資本収益性・市場評価に関する開示要請は、基本的には会社側に行動変容を求める取組みであった（図表5）。

図表 5 東証改革のこれまでと今後



（出所）大和総研作成

今回の企業向けアンケートでは、投資家との対話を有意義と感じる会社が多い一方で、会社・業界に関する投資家の理解の不足、短期的な業績や株主還元に偏った議論などを理由に、対話を有意義でないと受け止める会社もあることが示された。これは、企業価値向上に資する対話を実現するためには、会社側の開示や説明努力だけでなく、投資家側にも会社の置かれた状況を踏まえた対応が求められることを示している。

特に、資本収益性や市場評価が低い会社や相対的に時価総額が低い会社にとって、投資家との対話は必ずしも前向きな成功体験になっていない可能性がある。投資家からの指摘が会社側にとって単なる批判や要求と受け止められれば、対話は企業行動の改善につながりにくい。投資家には、会社や業界への理解を深めたうえで、経営課題や資本配分について建設的な示唆を行うことが期待される。会社側が投資家の意図を理解しやすくするため、投資判断や議決権行使の考え方、面談目的などをより分かりやすく伝えることも重要であろう。

この意味で、東証の市場改革は、会社に投資家の目線を意識させる段階から、会社と投資家の双方に対話の質の向上を促す段階へと広がりつつある。今後は、会社に対して成功事例や実効的な取組みを示すだけでなく、投資家に対しても、会社側が有意義でないと感じた対話の内容をフィードバックし、対話のあり方を改善するよう促すことが期待される。もっとも、投資家の投資手法は多様であるため、全ての投資家に対応を求めるのではなく、対話を行う投資家の更なる質の向上を目指すべきである。会社と投資家が相互理解を深め、対話を通じて経営課題の解決や企業価値向上につなげられるかが、東証改革の次の課題となろう。