

2026年3月12日 全4頁

## 大和のクリプトナビ No.8

東証が暗号資産トレジャリー企業への対応を  
検討か

トレジャリー企業を巡る直近の動向と海外制度の整理

金融調査部

研究員

森 駿介

## [要約]

- 近年、上場後に上場適格性に懸念が生じるような事業内容の大幅な変更を行う事例が発生していることを踏まえ、東京証券取引所（東証）は、投資家保護を適切に図っていくための方策を検討するとの方針を示した。この「上場適格性に懸念が生じるような事業内容の大幅な変更を行う事例」の中には、暗号資産への投資を財務戦略とする暗号資産トレジャリー企業に転換した場合も含まれると思われる。
- 海外では、上場維持基準を見直す例がみられるほか、既存の制度に当てはめて多額の現金等の保有を禁止する上場維持基準に抵触する可能性を警告する事例や、暗号資産トレジャリー事業に係る適時開示を求める事例がみられる。

## 1. 東証が暗号資産トレジャリー企業への対応を検討開始

2024年後半以降、暗号資産への投資を財務戦略とする暗号資産トレジャリー事業を行う企業（トレジャリー企業）による暗号資産購入の動きが活発になっている。米国のストラテジー社がその筆頭ではあるものの、日本でも上場企業のうち約30社が適時開示を通じて、ビットコインをはじめとした暗号資産の購入を公表している（本稿執筆時点）。このような企業の動機の一つには、暗号資産購入を発表すると、株価が上昇する傾向があったことが挙げられる<sup>1</sup>。ただし、暗号資産価格が急落した2025年10月<sup>2</sup>以降、新たに暗号資産トレジャリー事業を行うことを公表した企業は5社にとどまっており、公表後の株価パフォーマンスも以前と比べて高く

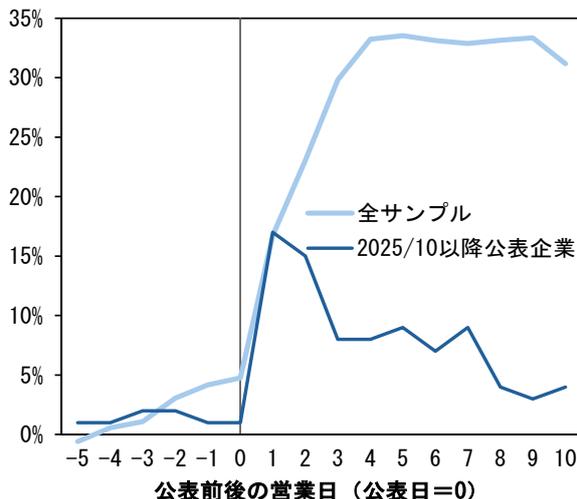
<sup>1</sup> なお、図表1について、適時開示公表前に株価がTOPIX対比で上昇する傾向は気になる点である。これに関連して、米国の金融当局が、米国で暗号資産トレジャリー事業を採用した銘柄の一部で、その公表直前に取引高と株価が増加・上昇している点を調査し始めているとの報道がなされている。

The Wall Street Journal “Unusual Trading Ahead of Crypto-Treasury Deals Draws Scrutiny From U.S. Regulators.”（2025年9月25日付）

<sup>2</sup> 2025年後半の暗号資産相場下落の背景については、森駿介「大和のクリプトナビ No.5 2025年10月以降のビットコイン急落の背景」大和総研レポート（2025年12月10日付）を参照。

ない（図表1）。また、トレジャリー企業の株価は、2025年半ばに大きく上昇したものの、その後は下落傾向となっている（図表2）。もっとも、暗号資産相場が回復したタイミングでは、再度、トレジャリー事業を新たに開始する企業が増加することや、そのような銘柄への投資家からの注目がさらに高まる可能性も否定できない。

図表 1 暗号資産購入の公表前後の株価

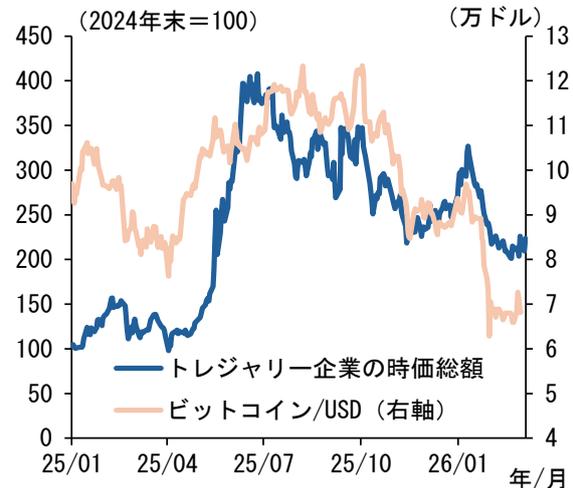


(注1) ここでは、適時開示を通じて暗号資産を購入すると初めて公表した企業について、公表5営業日前を基準とした対TOPIXの累積超過リターンを示している。なお、2回目以降の公表時の株価リターンは分析に含んでいない。

(注2) 「2025/10以降公表企業」は、公表後10営業日までデータが取得可能な4社のみが対象。

(出所) Bloomberg、各社開示資料より大和総研作成

図表 2 トレジャリー企業の時価総額



(注1) ここでは、2026年2月25日の時点で暗号資産の購入を適時開示で公表している企業について、2024年末を基準とした時価総額合計額を指数化して表示している。2024年末時点でトレジャリー企業に転換していない銘柄も含んでいる。

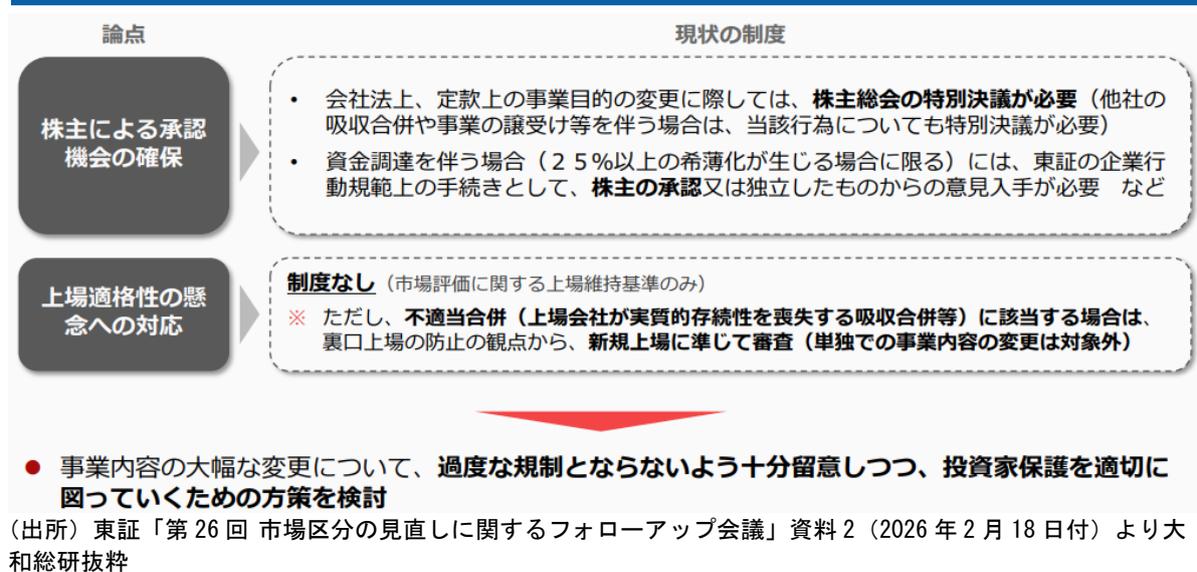
(注2) 直近値は、2026年3月10日。

(出所) Bloombergより大和総研作成

このような中、東京証券取引所（東証）「第26回市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（2026年2月18日開催）において、近年、上場後に上場適格性に懸念が生じるような事業内容の大幅な変更を行う事例が発生していることを踏まえ、投資家保護を適切に図っていくための方策を検討するとの方針が示されている（図表3）。明記はされていないものの、「上場後に上場適格性に懸念が生じるような事業内容の大幅な変更を行う事例」には、トレジャリー企業も含まれるものと思われる。

現行制度上、定款上の事業目的の変更の際に株主総会の特別決議が必要であることに加え、第三者割当増資において議決権の希薄化率が25%以上となる場合は、株主の承認等が必要とされるなど、事業内容の大幅な変更を行う際の株主による承認の機会が、一定程度確保されている。一方で、上場適格性の懸念への対応については、市場評価に関する上場維持基準やいわゆる裏口上場（非上場企業が上場会社と合併等を行うことによって、新規上場審査を免れて実質的に上場を果たす行為）の防止のための制度を除くと、制度が存在しない。もっとも、上場後に、企業価値向上を目指してM&Aや事業拡大・事業変更などを行っていくことは、当然のコーポレートアクションであるため、過度な規制とならないよう留意しつつ、方策を検討するとされている。

図表 3 東証が示した対応の方向性



## 2. 海外における取引所等の対応状況

### 海外では取引所による対応も散見される

海外の取引所では、上場維持基準を見直す例や、既存の制度に当てはめて情報開示等の対応を要請する例がみられる（図表4）。例えば、ニューヨーク証券取引所（NYSE）は、2024年7月に上場企業マニュアルを改正し、「主要事業の変更（Change in Primary Business Focus）」と題する新たな段落を追加する形で上場維持基準を見直した。この見直しにより、上場企業が、当初上場時の事業とは実質的に異なる新たな事業分野又は当初上場時には重要性を有していなかった事業分野へと主要事業を変更した場合に、NYSEが上場適格性を再審査することとなった。そして、主要事業の変更により継続上場に不適格であると取引所が判断した企業は、直ちに売買停止及び上場廃止の対象となるものとされている。

豪州や香港では、従来から設けられていた、多額の現金や現金に近い資産が保有されていた場合に当該銘柄の売買を停止する上場規程<sup>3</sup>について、トレジャリー企業に当てはめる形で警告を発するなどの対応を行っている。例えば、豪州証券取引所（ASX）は、2025年8月に公表した資料において、暗号資産が一定の場合において現金への転換が容易に可能な資産とみなされ、銘柄の売買停止につながる可能性がある<sup>4</sup>と警告している。

このほか、先に紹介したASXの資料では、仮に暗号資産トレジャリー戦略が適時開示義務の対象となる場合に、期待される開示事項を列挙している。具体的には、当該戦略の目的や当該企業の事業活動との関係性、取締役会や上級管理職及び監査人の経験や暗号資産のリスクに関する知見、当該戦略に伴うリスクの評価の実施有無・評価結果・リスク管理体制・保有期間、

<sup>3</sup> これらの現金等の保有制限に係る規定は、事業の実態がある上場会社と投資会社を区別することに加え、多額の資金調達後の投資を通じた事業転換や裏口上場の防止が目的となっている。

<sup>4</sup> ASX “Listed@ASX Compliance Update no. 09/25”（2025年8月29日付）

暗号資産取得に際して設けられる制限、暗号資産の保管体制（カストディ体制）などが挙げられている。

図表 4 海外の取引所による制度例

制度	内容	例
上場維持・廃止基準	「主要な業務を変更する場合」に上場適格性を再審査	NYSE、豪州（ASX）
多額の現金等の保有の制限	総資産のうち、現金または容易に現金化可能な資産について保有できる割合を制限	豪州（ASX）、香港（HKEX）
希薄化を伴う株式発行に対する株主総会決議の要請	他社の株式または資産を取得する取引に関連する株式の発行が、発行前の議決権または株式数の20%以上に相当する場合に事前に株主による承認を要請	NYSE、Nasdaq
情報開示	暗号資産戦略の目的、カストディ・セキュリティ体制の詳細、総資産に占める暗号資産の割合、今後の方針・リスク、当該分野における経営陣の経験などの開示を要請	豪州（ASX）

（出所）各種資料より大和総研作成

## 株価指数への組入れを巡る議論

このほか、最近では、株価指数等からトレジャリー企業を除外すべきとの議論もある。例えば、MSCI 社が行った指数のコンサルテーションでは、一部のトレジャリー企業が投資ファンドに類似した性質を有するため、指数の組入れ対象として適格ではないとの懸念が機関投資家から示されたようである。2026年2月の指数見直しでは、トレジャリー企業を除外しないと決定されたものの、事業を行っていない企業（non-operating companies）全般の取扱いについて、より広範なコンサルテーションを開始する意向がMSCI社からは示されている<sup>5</sup>。

## 3. まとめ

海外の取引所による取組みも踏まえると、上場適格性の懸念への対応としては、上場適格性の再審査に加えて、例えば、多額の現金又は現金に近い資産の保有を制限する要件の追加や適時開示等で必要な情報開示を促すことなども選択肢としては考えられる。これらの制度見直しは、トレジャリー企業以外にも影響が及ぶ可能性があり、注目される。

さらに、投資家保護の観点に加えて、暗号資産相場への影響も注目される。海外でも取引所や指数会社等がトレジャリー企業への対応を進める動きが散見される。場合によっては、トレジャリー戦略の将来的な持続可能性に対する懸念から、ビットコインをはじめとした暗号資産相場に下押し圧力がかかることも予想される。この観点からも、東証をはじめとした取引所や規制当局の動向は引き続き注目材料だろう。

<sup>5</sup> MSCI “Results of the Consultation on the Treatment of Digital Asset Treasury Companies”（2026年1月6日付）

[https://app2.msci.com/webapp/index\\_ann/DocGet?pub\\_key=DD301h5uInk%3D&lang=en&format=html](https://app2.msci.com/webapp/index_ann/DocGet?pub_key=DD301h5uInk%3D&lang=en&format=html)