

記者会見要旨

日 時：2022年1月19日（水）午後2時30分～午後3時25分

出席者：森田会長、森本副会長、岳野副会長・専務理事

※オンライン形式での開催

冒頭、森本副会長から、自主規制会議の状況について、岳野副会長・専務理事から、証券戦略会議の状況について、それぞれ説明が行われた後、大要、次のとおり質疑応答が行われた。

（記者）

年始から株式市場は荒い値動きが続いている。為替は円安が進み、米長期金利が上昇している。こうした足元のマーケット環境を踏まえて、改めて今年のマーケットの見通しについて、会長の見解を伺いたい。

一方で、昨年の株式市場は個人投資家が10年ぶりに買い越し、資産形成の動きも垣間見られたが、こうした動きが株価にどのような影響を与えると考えるか。

（森田会長）

マーケットについては、基本的に見方は変えていないが、先月の会見でお話したこととは違う動きとなっているのは事実だ。年明け以降、マーケットがかなり荒い展開になっている。ただ、以前と変わらず、今年のマーケットは基本的には強いと思っている。

マーケットを見る上でのポイントは、引き続きコロナがどう推移していくのかが1点目だ。もう1点としてはアメリカの金融政策が極めて大きい。特にこのところ、アメリカのFRBによるタカ派的な動きというものがマーケットの方でどちらかと言えば嫌気をされ、長期金利も若干上がってきているということもあって、荒れた展開になっているという実態がある。

アメリカの金融政策については、以前にも申し上げたが、テーパリングが加速し、今年複数回政策金利が引き上げになるという、多くの人が思われていることがその通りになるだろう。

ただ、政策金利は上がるものの、期間は皆さんが思っているより短いのではないかと。今一番注目すべきことは、長期金利やその背景にあるインフレだ。インフレを許容できるだけの経済成長を先進国がで

きるかどうかという点について、これが一時的なのか長引くのか大きな分岐点になると思っている。

当たり前のことだが、インフレ的になって物価が上がっても、それに合わせて経済が成長して賃金が上がっていけば、インフレを許容できる経済成長になっていくが、そうでないとするならば、インフレは一時的になる可能性が高いだろう。それだけの経済成長を先進国ができるのかというと、私はそこにクエスチョンマークがある。

理由は3点だ。先月の会見でお話ししたが、1つは、先進国が日本を含め、どこの国も高齢化社会になっていて、なかなか需要が盛り上がらない。だから経済成長もしにくい。加えて物価も上がりにくいということが根底にある。2点目はやはり中国なのだが、最近「中国の景気が」という話も出ているが、少なくとも、中国が世界の経済を牽引できるような状況ではないと思っている。3点目は、あまり今言われていないが、実際に今回のコロナ禍で、先進国の潜在成長率は下がっているのではないかとと思っている。例えばアメリカが分かりやすいのだが、実際に職を離れた人たちが思ったより職に戻っていない。あるいは借金をした業種もかなり出てきており、設備投資への意欲がなかなか出てこない。そういう観点から潜在成長率は下がってきている。

今はインフレ的な色彩が出ていて、それを真っ向からマーケットが受け止めている。それを受けて政策金利は上がるが、その時期は一時的なもの、つまり期間は短いのではないかと。そうすると緩和的な色彩、お金余りという現象は残り、結果、マーケットは強いのではないかとと思っている。どうしても、こういう時期は物価が上がって長期金利も上がるので、そこに目を取られがちになるが、もう少し長い目で見ると、そういう光景が見えてくるのではないかと。

これも繰り返しになるが、その際の大きなポイントは、今申し上げた3点が全て経済成長のマイナス要因だということだ。それにも関わらず株価が上がるために、バブル的になるのではないかと皆さんは思われるかもしれないが、結果的にどこにお金に向かっていくかがポイントとなる。若干調整はしているものの、基本的にお金に向かう先は、GAFAを中心とした成長企業であり、新しい技術を持ったいわゆるベンチャー企業だ。私は今の時期はかつてないような技術革新期だと思っている。

グリーン、EV、AI、バイオなど、まさしく今は新しい技術革新期だ。技術を持っているところにお金流れ、それが成長を加速させ、大き

なイノベーションにつながっていくのか、あるいはそれがあだ花に終わりバブルを形成するのか。ここ数年は、この視点が非常に重要になってくるのではないかと思っている。目先は強いが、将来的に見ると、その後のところをよく見ていく必要があるのではないか。

そういう観点で更に日本のことに言及する。日本は皆さんお分かりのように非常に割安だ。来期業績ベースの PER で見ても、TOPIX は 13 倍強である。アメリカのナスダックの PER が 25 倍であり、あるいは S&P500 で 20 倍弱ぐらいだ。日本の割安感が際立っているが、決して企業業績は悪くない。基本、日本は世界全体が強いのだとしたら割安感の終息がどこかで起こる。

加えて、日本については、今年は良い意味での特殊性が 2 つある。1 つは大学ファンドだ。この大学ファンドの規模は 10 兆円である。恐らく目先は 4.5 兆円ぐらいが早期に投入されるだろうと言われており、一定の部分は日本の株式市場に来る。実はこのインパクトはかなり大きい。また、先ほど中国はこれから世界の経済の牽引役にならないのではないかという話をしたが、ただ今年 1 年間は少し特殊性がある。今は北京オリンピックに向けて「ゼロコロナ政策」をとっているため景気は少し悪い方に傾いているが、北京オリンピックが終わると、今度は 11 月に行われる 5 年に 1 度の共産党大会を意識せざるを得なくなる。当然この共産党大会は人事も絡むため、かなり経済に対しては色々な策を講じてくる。事実、5 年に 1 度のこの共産党大会の際、経済成長率がいつも良い。実は日本の株は中国の景気とかなりリンクしており、去年は出遅れが目立ったが、今年に限って言うと、中国は共産党大会に向けてエンジンを吹かすだろうし、そういう意味でプラス要因になってくる。ただし世界全体に向けて気をつけた方がいいのは今年の後半だ。11 月にアメリカの中間選挙があり、中国の共産党大会も 11 月だ。これが近づいてくると国内の世論に相当配慮し、米中の問題がさらに強くなっている可能性がある。年末は波乱含みの可能性があるということは押さえておく必要があるだろう。

また、日本の個人投資家が 10 年ぶりに買い越したというのは、非常に明るいニュースだと思う。金額的には 3,000 億でそんなに大きな金額ではない。しかし、「貯蓄から資産形成へ」という芽が出始めているとよく言ってきたが、これはその 1 つの証左だ。この芽を本格的な動きにしていくことができれば、非常にインパクトの大きな話になるし、その可能性が出ているということで、前々から話をしている通り、我々がどのように本格的な動きにできるのかが非常に重要

になってくるため、力を入れて取り組んでいきたい。

（記者）

2点目だが、東証の市場区分の変更に関して、東証1部企業の約8割がプライムに行くという結果になった。プライムの企業数が多すぎるという指摘もあるが、この結果について会長としての受け止めに教えていただきたい。また、東証の市場区分変更の始動まであと3ヶ月を切っているが、市場区分変更が日本の株式市場にどういった変化をもたらすと期待されているか伺いたい。

（森田会長）

各種マスコミの報道を見ると、かなり厳しい辛辣な評価も出ているが、私はまずはスタートを切ることが重要だと思っている。スタートを切らないと、前に進んでいかない。スタートを切れば、色々問題点も見えてくるし、その場合、それを改善していけばよい。そういう意味で、マスコミの方々を含めた色々な辛辣な意見も含め、様々な意見が出ているのは良いことだと思う。新市場区分のスタートを切らないと、そのような意見も出ないのではないか。今回の市場区分変更により、今までとは違った観点から色々な議論が沸き起こっていくことは、非常に良いことなのではないかと思っている。新市場区分は4月から始まり、今そこに向けて動いているわけだが、関係各所の方々がこのような形でスタートを切ろうとしていることは評価すべきことだと思っている。

つまり、器を作って、そこに魂を入れることが非常に重要で、皆さんの意見も含めて改善をしていくことが大事であると思う。新市場区分はあくまでスタート、始まりであって、ゴールではないため、皆さんの色々な意見を踏まえながら変えていくことが大事である。

企業を見ると、例えば、ぎりぎりのところでプライム市場の基準を満たしている企業等は、もう1回自分たちの立ち位置や企業としてどうあるべきか、どういう戦略を取っていくべきかということについては、原点に立ち返って、色々な議論・考えの整理、そして行動ということを示されたと思う。加えて、今回プライム市場の基準を満たしていないものの、プライム市場に残った企業もあり、その企業は「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」を出すので、これからの実行力が問われている。あるいは、今回プライム市場の基準に十分達している企業で、スタンダード市場を選ばれた企業もある。

つまり、各企業が自分たちに合ったマーケットはどこなのかということを見つめ直したということである。今回のプライム市場のコンセプトというのは、高い流動性と高いガバナンスを備えて国内外の投資家との建設的な対話を通じて、企業価値を向上させていくということが求められている。特にガバナンスの面においては、社外取締役の3分の1以上の設置、あるいは気候変動についてはTCFDに基づく開示、決算並びに適時開示については英文での開示等が求められている。そういう意味で余裕を持ってプライム市場の基準に達した企業も、このようなことが問われてくると思う。プライム市場に残った企業が国内外の投資家とうまく対話をしながら、自分たちの価値を高めていき、そして投資家の方々のお金が入ってくるということが極めて重要なことであり、そういうことがきちんとできるかどうか問われているのではないかと思う。

日本の株式市場への影響だが、先ほども述べた通り、私は今大きな「技術変革期」だと思っており、技術を持つ企業にお金が入ってくるかどうかではないか。つまり、直接金融の役割がことさらに問われている時であるし、直接金融の機能をいかに磨き上げていくかが大事であり、市場区分変更もその1つだと思う。また、直接金融の機能の活性化には、市場区分の変更以外にもたくさんの取組みがあるが、これは我々の協会が担っていく部分も色々あり、この機能を磨き上げていくことが今ほど問われている時はないと思う。そういう意味でこの市場区分も大事であり、我々の取組みも強化をしていくことが大事である。

（記者）

11月の会見にも出ていた話題だが、仕組債の実質手数料の開示について改めて伺いたい。重要情報シートでの開示について、保険と同じようにするとすると、販売手数料の開示にとどまることになると思うが、顧客本位の観点からすると欧米のように組成時の手数料もわかるように、その公正価格と販売価格の差額などで開示するべきだと思うが、どのように考えるのか。

（森本副会長）

仕組債のコストについて投資家にどう説明するのかといった時に、組成時のコスト、あるいはフェアバリューといわれるものを説明すべきではないかという議論があることは承知している。欧米の規制

に確かにそれに類するものはあるが、これは証券規制として発行者にも規制がかかった上で開示がなされているものである。今回、金融庁のルールの下で、日証協で Q&A 等を検討している重要情報シートは、販売者に対する、しかも証券だけでなく保険や銀行についても横並びでかかっている、商品の比較がしやすいようにという観点で導入されているものである。現在、業界では販売時の手数料部分、実際にはスプレッドについては手数料とは違うので技術的には開示することが難しい面があったが、それを克服して、スプレッドであっても開示しようという議論をしているところである。

（記者）

顧客本位の観点からすると、先ほどいったようにその公正価格の議論では欧米型の開示の方がよいのではと思うので、重要情報シートは各業界や個社が顧客本位に開示を進めていくという観点からすると、そちらで取り組んでもいいと感じるが、将来的にそこを目指す等どのようにお考えか。

（森本副会長）

重要情報シートは先ほど申し上げた性格のものだが、顧客本位の業務運営全体から見た時に、どのような開示がいいのかということは、今後も議論になりうる。欧米でそういう開示もあるので、フェアバリューや組成段階のコストも含めた開示も議論になるかもしれないと我々も認識しているところである。ただ、欧米でもそうなのだが非常に技術的には難しい。組成段階のコストとフェアバリューは必ずしも一緒ではない。発行コストは、発行者が負担している部分もあり、組成段階のコストで発行者が負担している部分と、投資家が負担している部分をどのように分けるのか、フェアバリューも欧米の実例を見ても相当なばらつきがあるように聞いており、技術的にもまだまだ検討するべき点があると考えている。

（記者）

仕組債という商品コンセプトについて、ノックインによる大きな元本割れリスクに見合うリターンが期待できないとか、早期償還後の再購入による事実上の回転売買等の批判もあったりすると思っている。かつてタコ足分配の投資信託など、商品コンセプトそのものが問題となったこともあると思うが、仕組債についてはどのように考

えるのか。

（森田会長）

森本副会長の回答に少し補足をする、仕組債の大きな 1 つのポイントとして、流動性が他のものに比べて低いので、スプレッドをきちんと表示することが、お客さんの誤解を解くうえで非常に重要なのではないかと。顧客本位の業務運営の観点でいえば、そのあたりのところを重要情報シートに出していこうという話で、今少しずつ議論が進んでいるのだと思う。

一方で、これが例えばフェアバリューの話になると逆に結構難解な部分が出てきて、お客さまに分かりやすく表示することができるのかという問題が発生するということなのだろうと思う。

それから仕組債そのものに関するご質問に対してだが、大事なことは仕組債などの商品のニーズがあるお客さまもいる中で、そういうお客さまをきちんと選別ができているかということである。実際にアジアのウェルスマネジメント等では、仕組債は人気を博しているということは事実としてある。

しかし、この商品を選ばれるのは、当然全てのお客さまということではなくて、そこにそれぞれのお客さまの適合性が担保されているかが非常に問われる商品なのだろうと思う。

仕組債という言葉だけで表現できないが、リスクが高いものについては、そのリスク説明がきちんと行われた上で適合性が担保されているのかということが問われる。そういう態勢が敷かれていない販売があるとしたらそれは大きな問題だろう。

（記者）

東証の市場区分の話であるが、経過措置について不透明であるという声や、早期に決めるべきだという強い意見もある一方で、企業はなかなか簡単に姿を変えられないため、計画の達成状況・進捗を見ながら慎重に見極めたいという東証の考えもある。そのバランスが難しい。

一方で、4月から新規上場している企業は経過措置の適用はなされないものであり、経過措置を適用される企業とのバランスも考えるべきではないかと思っているところであるが、この経過措置はどうあるべきか、どのように決めていくべきか、ご所見があれば伺いたい。

（森田会長）

これは、皆さんからそのような意見があり、現実問題として、決めていかなければならないことの1つであると思っている。そうした意見を踏まえた上で、東証サイドが判断をされるべきことかと思っている。

おっしゃる通り、ある程度この期間を決めなければならず、企業の努力もどういう形で行っているのか、ばらつきもあるようであり、これからの議論として大事なポイントになってくるのではないかなと思っている。

さきほども申し上げたが、スタートしないと何も改善できないため、スタートをすることがすごく大事である。記者の皆さんや様々な有識者の方などから色々な意見が出るのが重要であり、そこから検討が始まっていくのだと思っている。

（記者）

公開価格の見直しの議論について、昨年末に上場承認日から上場日までの期間を21日程度に短縮するという報道もあったが、現状どのような状況であるかという点と、今月中に議論がまとまるのではと見ているのだが、その点も含めて教えていただきたい。

また、この議論は、公開価格と初値の乖離という点を問題視して始まったと思っているが、昨年末、公開価格と初値が逆転したり、IPOを途中で止めたりしている企業も出てきている。森田会長ご自身の考えとして発行会社に寄り過ぎではないかとおっしゃっていたが、この現状をどのように見られているかお伺いしたい。

（森田会長）

この議論は元々、昨年末までにある程度まとめようということだったが、色々な議論が出ており、逆にこのような機会に、しっかり議論する必要があるのではということも踏まえ、延びている状況である。2月中には皆さんに報告できるのではないかというのが私の感触である。

先ほど言われた上場承認日から上場日までの期間の短縮化や柔軟化ということだけでなく、その他何点か議論されている。例えばコーナーストーン投資家についての議論である。

特に公開価格の適正化でいうと、中長期に保有する機関投資家の方々が、適正性のある価格付けに寄与しやすいのではないかという

観点から、コーナーストーン投資家の在り方について、議論が行われている。

それからもう1つは、仮条件である。仮条件の範囲内で公開価格が決定されるのだが、その後色々と投資家の意見を聞いたりする中で、その仮条件に拘らずに、仮条件の範囲よりも上振れ、下振れをするような柔軟性を持たせてもよいのではないかという議論も行われている。

それから、上場推薦審査についてである。マザーズマーケットは時価総額があまり大きくない企業が多いため、個人の投資家の方々が中心のマーケットになってくる。投資者保護の観点からもしっかりと審査していくことが必要だろうということで行っているが、丁寧にやり過ぎているものはないか、もう少し省略できるものはないのかという議論も行われている。これは結論が出てくると、これを受けて今度は東証サイドに検討していただくように要請することになる。そのような議論を通じて2月中にはまとまるのではないかと考えている。

それから、元々発行会社寄りなのではないかという点は、そのようなことがないよう議論していただいているのであるが、価格がご指摘のようになってくると、逆の議論も当然出てくる。これは日本だけの話ではなく、世界的に公開価格割れという企業も結構出ている。日本、海外もだが、IPOの件数が多かったということだと思っている。

また、私が勝手に思っていることだが、未上場の段階で結構大きなお金が入っている。これは、マーケットがこのような環境で金融緩和状況だったため、投資先を探す中で未上場株への投資がかなり増えた。この段階において選別が進んで、未上場の段階からある意味株価が上がっているケースがあったのではないかと思っている。これは日本では見受けられないかもしれないが、世界的に見た話である。

もう1つは、日本でもあることだが、このところ起こっているIPOは今までにないテクノロジーを持った企業が増えているわけである。こういった企業への評価は難しく、大きく変わる可能性もあれば、おぼろげに終わってしまう可能性もあるため、ボラティリティがどうしても高くなりやすい。そのような中でマーケットの動きに左右される事象が起こってしまったのだと考える。

だから、このような時に総点検ということで、何が正しいのかという議論をしっかりと行うことが、非常に必要であり、まさしく投資家と発行会社のぎりぎりの接点はどこなのかということをよく考えて

議論していただいている。だから、仮条件の上限を超えた価格とすることだけでなく、下限を下回った価格とすることも可能にしないといけない。そのような議論をしっかりと行っていると思っている。

せっかくの機会であるため、違う観点で申し上げると、日本にはユニコーン企業が少ないということを考えていかなければいけないということであれば、SPAC やこの公開価格の見直しで、ユニコーン企業が本当に多く出るのかというと、本質論としては私は違う気がする。公開価格も決定方式など見直さなければならない部分があると思うため、そこはいい機会だと思っている。ただ、本当にユニコーン企業を増やすことを考えていくのであれば、少し情緒的になるかもしれないが、本質論として私は5つあると思っている。

1つ目は、日本は失敗して再チャレンジをしようという風土がやはり少し薄い。これがアメリカとの大きな違いで、アメリカはチャレンジして失敗しても、それは自分にとって良い経験だったということで思い切ったチャレンジをするが、日本の場合は失敗に対して許容度が非常に少ない。失敗に対するセーフティーネットをきちんと担保してあげることが非常に大事だと思う。

2点目は、イノベーションを起こして世の中変えてやろうという気風が欧米には結構あるが、日本はそういう気風が少ない。これは風土や教育の問題もあり、教育もどちらかと言えば「間違わない教育」が主である。そうではなく、イノベーションを起こして世の中を変えていくことの重要性について、学んでもらう機会を増やしていけないと思う。

3点目は、学校・大学の持つノウハウあるいは技術、若い人たちが持っているノウハウ等をビジネスに繋げていくことが非常に大事だと思う。最近そのような動きは少し出始めてきており、それをいかに後押ししてあげるかがすごく大事である。

4点目としては、学校や若い人達が、先述したような機運になった時に、そこに人が動く、お金が動くということが非常に大事だと思う。そういう意味で、雇用の流動性は非常に重要であるし、また、お金の問題は少し動き始めているので、後押ししてあげるべきであると考え。一方で、日本はまだベンチャー投資が盛り上がっていない。これからの上場企業にも関係してくるが、これから出てくる企業は評価が分かれる企業が多いので、プロの機関投資家が適正な価格をつけることができる目線を持っていないといけない。投資家の厚み

という点が日本においては非常に大事になる。その意味では、海外から目利きのできるプロ投資家を日本に連れて来るという観点でも国際金融都市構想は大事といえる。我々もベンチャー投資については、現在、未上場株の観点で色々と議論をしているが、違う観点からも議論していかなければならないと思っている。

そして最後に、上手くいった人に対して尊敬をするという風土を作っていくことが大事である。少し情緒的な話になるが、本質論がすごく大事で、我々としては、今述べた部分を含めて議論していきたい。

（記者）

追加になるが、先ほど昨年末の IPO を取りやめた動きについて、年末上場する企業が多かったという指摘もあったが、プロの投資家の厚みがないというところも関連して IPO を取りやめる背景にあると考えられるのか。

（森田会長）

それについては、昨年末のマーケットはかなり乱高下が激しかったためであり、上場の取りやめも1つの選択肢だったのではないかな。

投資家の厚みが何にとって重要なのかというと、これから出てくる企業は、個人投資家が評価するのは難しい企業がたくさん出てくるということである。例えば、AIに関連する企業はとても成長するかもしれないが、そうでない可能性もある。あるいはバイオや創薬関連も同じことがいえる。そういう企業はプロの目線で適正価格を値付けすることができるかどうか非常に重要であり、それがすなわち投資家の厚みである。そういう人たちが育たないと、未上場の段階でお金が入ってくることもなく、逆に上場した後の評価でもなかなか適正価格が付かないと思う。

以上