

記者会見要旨

日 時：2023年4月19日（水）午後2時30分～午後3時30分

場 所：太陽生命日本橋ビル12階 証券団体会議室

出席者：森田会長、森本副会長、岳野副会長・専務理事

※実形式・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）

東証が3月末にPBR1倍割れ企業などに対して資本コストの点検や株価向上のための計画の開示を求めたが、東証のこの取り組みへの評価、期待、課題があれば伺いたい。

（森田会長）

東証がPBR1倍割れ企業などに対して、資本コストの点検、それから株価向上のための計画の開示を求めたことについて、あくまで主役は企業であると思うが、更なる企業価値向上に向けて、よい契機となればと思っている。そういう取り組みとなるように期待したい。

PBRを分解すると $ROE \times PER$ となり、つまり足元のROEを高めることが必要である。ROEを高めるためには株主資本コストをしっかりと把握し、恒常的にそれ以上のROEとなるように目指していくことが大事である。そしてPERを高めるためには、将来の成長期待が重要になってくるため、しっかりと成長戦略を打ち出すことも重要である。この両方がとても重要で、そしてそれを投資家に理解をしてもらうことも重要だと思う。

東証の方では、PBR1倍未満は駄目とか、1倍以上は合格というようには考えておらず、全社を対象に取り組みを依頼しており、また一過性での対応はお願いしてないという話もされている。主役はあくまで企業だと思うが、このようなことが契機となってそれぞれの企業の更なる持続的な成長と中長期的な企業価値向上に繋がることを期待したいし、そういう意味で価値ある取り組みだと評価をしたい

と思っている。

（記者）

みずほ証券が公正取引委員会から IPO の公開価格設定プロセスに関して注意を受けた。日証協としては「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書を昨年 2 月に公表したばかりだが、今回の公正取引委員会の動きをどのように受け止めているか。また、協会としてみずほ証券を処分する考えはあるのか。さらに、昨年の報告書公表から、追加の施策や考えていることがあれば伺いたい。

（森田会長）

今回、公正取引委員会からみずほ証券に対して、公開価格の設定プロセスについて「注意」が行われたことは我々も認識している。独占禁止違反の事実が認定されたものではないものの、違反の未然防止を図る観点から指摘がなされたものと認識している。

2020 年 6 月から 2021 年 5 月までの IPO のうち、2 つの案件について違反に繋がる恐れがある行為が指摘されている。

具体的には、「想定発行価格の決定に際し、他の証券会社の説明を十分に検討しなかったこと」、また、別の案件では、「想定発行価格より高い評価をした機関投資家の意見を、想定発行価格と同額が妥当という意見としたこと」などが挙げられている。

一方で、公正取引委員会では、2021 年 3 月以降に、みずほ証券において IPO に関する実務マニュアルについて必要な改正を行い、担当者へ周知するなど改善策を取っている事実も認めている。

本協会では、IPO 時の公開価格設定プロセスについて、昨年 2 月に「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書を公表している。報告書で提言された改善策を順次実施しており、わが国の公開価格の設定プロセスが、より透明性・納得性の高いものとなっていると認識している。

今回の案件は、いずれも当該報告書の公表前の案件であるが、みずほ証券においては、今回の「注意」を真摯に受け止めて、公開価格の公正な価格発見機能の向上や、発行会社および投資家の納得性の向上に向けて、引き続き態勢整備など必要な対応をしっかりと行って

いただきたい。

現在、本協会として、処分の意向はないということをご理解いただきたい。

また、追加の施策についても考えていない。基本的に今回注意があったことについても、当該ワーキング・グループ報告書に盛り込んでいる項目であると認識している。

(記者)

日本の IPO 市場について、規模の小さい銘柄が多く、機関投資家より比較的大口の個人投資家がメインであり、しかも抽選で IPO の購入が当たるといような仕組みを顧客を引きつけるインセンティブのように使っている。その仕組みの根本として、普通、株であれば最初を買うときはフェアバリューであるため、上がるかどうかかわからないが、IPO に関しては公開価格を初値が上回る可能性が非常に高いためにそれを求める人が多くなっている。そういったことから、公開価格が抑えられているのではないかという指摘が一つある。実際初値がどの程度高騰するかは需給の面もあるとはいえ、そのような営業が行われてきて 20 年ほどずっとこの IPO の高騰は続いている。このような状況について、証券業協会としてどう考えているのか。

(森田会長)

公開価格については、発行会社寄りと言われたこともあるし、投資家寄りと言われたこともある。最近では投資家寄りではないかという意見が結構出ていたため、今回、公開価格決定プロセスの見直しも行ったわけだが、それ以前にはむしろ発行会社寄りで投資家に対してどうなのかという意見があった。

公開価格については当然、発行会社はより高く、そして投資家はより低く希望する。そのギリギリの接点を、理論的に正しいと思えるものを探っていくことが非常に重要である。

今回の色々な見直しも、単に発行会社に寄るのではなく、例えば機関投資家にヒアリングをした時に、結果的に想定価格よりも上であれば、上に見直していくこともあるだろうし、逆に下であれば下に見直していくこともあるだろうから、柔軟性について考えてきた。

ご質問の、日本の IPO 市場をどのように捉えるかということ是非

常に重要で、色々な意見があると思う。条件については、それほど厳しくないため、小粒でも上場しやすくしてある。上場後の成長を目指していくことを考える意味では、少し基準が緩いとも言えるが、それを一方ではユニークだと捉えて日本のマーケットは魅力があると言う人もいる。

ただ、小粒な企業が上場しても、機関投資家にとっては自分たちの投資サイズに合わないため、投資をしにくいということはある。その結果として、個人の方々がそこに参入することが非常に多くなり、ボラティリティが高くなるという弊害も生まれる。つまり、これは良いところもあれば悪いところもあるのだと思う。

これから考えていかなければならないと思うことが2点ある。一つは、上場する前に資金調達がもっとしやすい環境になれば、もう少し時間をかけて自分たちの企業を成長させて、結果として、ある程度大きな土俵になってから上場することが可能になる。日本は、その部分が少し弱かったところがある。今、スタートアップ企業の育成について、政府の方からも戦略的に打ち出されているため、我々としても他にもできることはないかを含めて、拡充を図っていきたい。

もう一つは、今言ったことの裏表かもしれないが、プロの投資家を育てていくことがとても大きな課題だと思う。日本において、プライベートマーケットでこれからのベンチャー企業に投資をしていくことの意味合いも非常に重要である。これから本当にすごい会社になっていく可能性のある会社が増えるということは、逆に言うと、駄目になるリスクがある会社も増えるということである。これから伸びていく産業は、例えばAIやメタバース或いはバイオ、創薬等が挙げられる。そういうものは大きく変化を遂げるかもしれないが、駄目になるリスクもある。個人投資家が評価するにはなかなか難しい分野であるため、プロの投資家の目利きがすごく大事になってくる。この部分はよく考えていかなければいけない。そのあたりについては、我々としてやるべきことは取り組んでまいりたいなと思っている。

(記者)

プロの投資家を育てるとおっしゃったが、これは証券会社がやることなのか、それとも何か別の取り組みが必要なのか。

(森田会長)

証券会社というより日本全体でどう考えるかではないか。

今、日本にそのような投資家があまりいないのであれば、海外からもっと来てもらったり、それはもしかしたら国際金融都市構想においても非常に重要なことなのかもしれないし、あるいはそういう投資家に来てもらえるような呼び水をもっと考えることもとても大事だと思う。

(記者)

クレディ・スイスの AT1 債について 2 点伺いたい。1 点目、日本国内の顧客のエクスポージャーについて、日証協が実態把握のため、協会員に対して聞き取りをされたと認識している。協会員による日本国内における当該商品の販売総額、つまり無価値になった総額を、現時点で把握している限りで良いので教えていただきたい。2 点目に、日証協としてクレディ・スイスの AT1 債を販売した会員会社が、しっかりその商品性を顧客に説明していたかどうかの調査はしているのか。もしくは、今後調査する予定はあるのかも教えていただきたい。

(森田会長)

1 点目について、報道内容は我々としても認識しており、実際に実態把握について努めているところだ。ただ、個社名での報道があったことは認識しているものの、個別の証券会社の販売状況は公表されていないため、個別の金融機関の販売状況についてのコメントは差し控えさせていただきたい。販売状況の調査をしているのかという点については、先程申し上げた通り、実態の把握に動いている。個社の販売状況についての回答は差し控えるものの、国内全体の販売状況は報道されている情報と大きく相違はないと認識している。

2 点目、商品性がきちんと説明されているのかという点について、一番大事なのは、販売会社が顧客に対してしっかりとアフターフォローをしていただくことであり、今まさしくそうした対応をしていただいていると思料している。FINMAC にも色々な苦情は集まってくるため、我々としても引き続き分析を行っていきたいが、現段階では、アフターフォローしっかりしていただくことが先決かと思っている。

(記者)

「報道の内容と大きく相違はない」ということは、ざっくり 1,000 億円くらいという理解でいらっしゃるということか。

(森田会長)

そういうことだ。

(記者)

UBS がクレディ・スイスを買収し、AT1 債が無価値となったわけだが、クレディ・スイスの経営状況は、UBS との合併が決まる 1 年程前からマーケットでは関心が持たれていた。例えば、昨年 12 月時点で CDS スプレッドが 400 ベースポイントまで上がり、リーマン・ショック時よりも高い状況で、マーケットも色々なシグナルを出していたと思う。そうした状況下で当該商品を販売した証券会社は、販売先顧客に対して、クレディ・スイスの経営状況や、商品の損切りに関するアフターフォローは行われていて然るべきなのだろうか。

(森田会長)

情報提供は証券会社として非常に重要であるため、どのような形でも色々な情報が提供されていたと思う。少なくとも現時点では顧客に対してしっかりと対応していくことが大事だから、そういうことを前提として、我々は FINMAC の状況について苦情の内容も含め把握していきたい。

(記者)

2 点伺いたい。1 点目はマーケットについて、1 ヶ月前はシリコンバレーバンク破綻からマーケットは荒れ模様だったように感じている。年始の会見での見立てにあった、年の前半はボラティリティが高く、段々と落ち着いていく過程なのではとおっしゃっていたが、現在銀行不安は後退したのか、それともまだその認識の延長上にあるのか改めてお聞きしたい。

2 点目は、日銀の植田新総裁を含む新体制が正式に発足したが、先日の就任会見の感想あるいは現時点での期待や要望があれば伺いたい。

(森田会長)

1点目、マーケット環境については、今までと基本的な考え方は変わっていないが、実は気になる点も何点かある。

まず基本的な考え方は、前半は波乱あり、その後のメインシナリオは米国の金融引き締めが効いてリセッション気味になる。ただし景気の深い下押しはないため、政策金利はなかなか下がりにくい、米国のマーケット金利の低下により株高・円高になるというシナリオである。ただしリスク要因は3つあり、1つ目はインフレを抑え込めないリスク、2つ目はノンバンクのリスク、3つ目は中国のリスクである。これらは年初から変わっておらず、3月には波乱も起こり、予想通りとなっている。

3月の波乱の理由はおそらく2つあり、1つはFRBのパウエル議長のインフレ圧力が未だに強いという、ハト派からタカ派的な発言への変移だ。これによってマーケットが混乱をし、その後即座にシリコンバレーバンクとクレディ・スイスの問題が生じ、結果的にマーケットがかなり調整をした。ただし、その後は日米ともにマーケットはかなり堅調になっているのが実態だ。

今のポイントは、先程私が申し上げたメインシナリオの動きに既に入ったのかどうかということである。結論から言うと、まだ調整のリスクや、波乱のリスクは残っているのではと思っている。

その理由は2点あって、1点目に、金融システム不安についてはまだ注視すべきだと思っている。今回の政策当局の動きは迅速であり、明らかにリーマン・ショックの反省も生かされていると思うが、例えば、シリコンバレーバンクが何の影響を受けたかと言えば、間違いなくベンチャー企業・ベンチャーファンドの影響を受けている。他に影響を受けた米国の中堅銀行は、米国のベンチャーファンド・PEファンド、あるいは暗号資産等の影響も受けている。これらは、裏ではノンバンクリスクに晒されている。長く続いた金融緩和により、バブル的なものが少々残っているリスクがあり、完全に解消されていない可能性がある。加えて、ご存知の通り米国は急速に金利が上がったが、預金金利はそれ程に上がっていない。銀行は短期で調達をして長期で運用するが、現在、米国は長短金利が逆転しているため、調達側の預金金利を上げにくい場面が続いており、政策金利に合わせて、預金金利も少しずつ上げていかなければいけないという負担もある。そ

ういう意味で、金融システム不安かなり落ち着いてきているし、きちんとした対応は取られているので大丈夫だとは思うものの、注視をしていくべき点だ。

2点目に、景気を支えている、つまりインフレを伴った景気が良いということのベースは、経済的に影響力の大きい国は米国と中国であるが、どちらも物の消費はあまり伸びておらず、明らかにサービス消費の方が伸びていて、統計にも表れている。サービス消費が伸びているから人手が不足しており、賃金上昇を伴ったインフレ圧力が収まっていない。物の消費がなぜあまり盛り上がっていないのかという点の大きなポイントは、リベンジ消費というものは一巡するということだ。物の商品に関して、リベンジ消費は完全に一巡してしまっている。今のリベンジ消費はどちらかということサービス消費になっているが、リベンジ消費は一巡する。そう考えると、サービス消費も同様だと思う。そうすると、軽いリセッションが起こり、マーケットが一度調整すると思う。

もう1つは、サービス消費が伸びている点について見逃してはいけないことがあって、日本は時価総額が高い企業は輸出産業が多いが、サービス消費が米国と中国で伸びていても、日本の輸出産業は伸びない。だから日本の輸出産業の業績はあまり伸びていない。これから決算発表が相次ぐが、日本の輸出産業の業績は意外と良くないのではないかと思っており、そういうことも含めた調整が起こるリスクはあるのではないか。

ただし、その後リセッションは起こるが、景気の深い下押しはない。なぜなら、米国は以前と比べると個人のお金は、大きな借金をしてまで消費していないからであり、そういう観点で言うと景気の下押しはないので、メインシナリオに戻っていく。かなり株価も戻り、既にメインシナリオに入っているという見方もあるが、少し早いのではないかと思う。

2点目、植田新総裁はマクロ経済、それから金融政策の理論にも優れた方だと思う。金融資本市場に対する造詣も深い方で、日本銀行の審議委員も7年務められているため、理論と実務両面を知る植田新総裁に期待をしたい。それを支える副総裁の人選も、非常にバランスの取れた布陣ではないかと思う。10日の会見は私も拝見させていた

だいたが、物価安定の達成の総仕上げに尽力したいということで、我々としては大いに期待したい。

一方、各国で物価上昇が続く中、またアメリカの中堅地銀の破綻や、クレディ・スイスの救済買収などのいわゆる金融システムが不安定になっている中での登板ということで、明らかに難しい環境でのかじ取りのため、他の中央銀行との連携は大事だと思う。日銀の政策の市場に与える影響は大きいことも理解していただいた上で、総裁が変わることによる政策の予見可能性の低下を起こさないような、スムーズな運営を心がけていただきたいと思う。そのためにも、市場関係者との緊密なコミュニケーションを心がけていただきたい。

(記者)

AT1 債について、先ほど、既に報道されている会社については把握をしており、金額も約 1,000 億円だと認識もしているとのことだが、今、日本証券業協会で実施している販売状況の調査による把握では、既に報道された会社以外、ネット証券含めすべての証券会社が対象という認識でよいか。

(森田会長)

ヒアリングであるため完全ではないが、大体網羅できているのではないかと思っており、金額も 1,000 億円を超えるぐらいだと認識している。

(記者)

それは全体としてという認識でよいか。

(森田会長)

全ては網羅していないし、完全ではないが、全体としてである。

(記者)

公正取引委員会のみずほ証券への注意に関して、先ほど日証協として取るべき対応策を策定し、それに取り組んでいる中で、公正取引委員会が対応策定前の案件について注意をした。これは事実上、公正取引委員会が問題を蒸し返してきたような形に映るが、こうした公

正取引委員会の姿勢についての受け止めと、それでも追加の対応策がないのか教えていただきたい。

（森田会長）

今回、公正取引委員会が注意をしたことについては、まさしく今回の公開価格設定プロセスの見直しの中で、我々として盛り込んでいる項目だと認識をしている。それは皆さんもご理解されていると思う。

今回、公正取引委員会は公開価格設定プロセスの見直しの前に、色々とヒアリングを行い、その中で出てきたことについて調査をし、実際に発表されている通り、独占禁止法違反の事実が認定されたものではないということである。ただ、違反の未然防止を図るという観点で注意をするという話であるから、その通りなのではないかと我々としては受け止めている。

我々としてきちんとしていかなければならないのは、今回、公開価格設定プロセスの見直しを行ったので、それがきちんと守られるような、もっと言えば本当に公開価格設定プロセスというものがスムーズなものになるように取り組んでいくことが大事だと思っている。

（記者）

NISAに関して、銀行や証券会社で新しいNISA制度を見据えたキャンペーン等が展開される一方、キャンペーン目当てで口座開設したけれど未稼働となると本質とずれるところもあると思う。このような動向についてはどのようにお考えか。

（森田会長）

NISAについては、大幅に拡充された点と、時の総理大臣が直々に拡充を言及された点、そして皆様にお礼を申し上げたいと思うが、マスコミ等でも大きく取り上げていただいたことで、世間の認知度はかなり上がっているかと思う。さらに、様々なチャネルの金融機関・証券会社が、様々な顧客層に働きかけをしてくれていることはとても良いことだと思う。

ただ、これからNISAを通じて投資の世界に入ってくる人がどういう人かという点で言えば、かなり多くが、今まで投資にあまり向き合

ってこなかった方々である可能性が高い。そういう人への対応として、丁寧な対応は本当に大事だと思う。そのような人の話を聞くと、あるいは我々がアンケートをとると、投資に向き合っていただく上で重要なポイントは3点あると思う。

1点目は、そもそもどのぐらいの金額を運用すべきなのか、わかるようでわからないと思う。それは、今後のライフプランを描いた上で、どのぐらいのお金が必要で、一方で将来的には年金も含めてどのぐらいの収入があるのか、という人生の収支計算を多くの方があまりできていないからだと思う。だから、自分の人生のライフプランを立て、人生の収支計算を行い、そこでどの程度の金額が不足し、だからどの程度お金の運用をすればいいのかという、いわゆるライフプランに基づく人生の収支計算がとても大事であり、これをまずきちんと行うことが重要だ。

2点目は、NISAという言葉がかなり踊っているところもあるが、本当の意味で皆さんが理解されているのかというのは、少々疑問である。NISA制度について詳しく理解をしていただくことは大事だと思うので、しっかり対応していきたい。

3点目として、長期積立分散のパフォーマンスがいいと言われるが、それが何故かを理解されてない方も多くいると思う。長期積立分散はパフォーマンスが上がりやすいことは事実なので、しっかりと学んでもらう必要がある。

これらの3点を理解してもらうように、丁寧に我々は対応していかなければいけない。健全な形で「貯蓄から投資」が進むよう、我々として大いに汗をかくべきところだと思うので、しっかり働きかけていきたい。また、これらを行うためにも、今法案が提出されている金融経済教育推進機構の役割も大事なので、できる分野は一生懸命、積極的にサポートしてまいりたい。

(記者)

みずほ証券の件で日証協の対応が現時点で十分だと捉えているのかをお聞きしたい。今になって公正取引委員会がこれを言い出したのは、蒸し返しという言い方もできるし、今後金融庁や経産省等からの規制強化が起こりうるのではないかと考えることもできる。自主規制を作る側としては、その点への警戒感や事前の対応強化を想定

されているのか、お伺いしたい。

（森田会長）

我々が今回公開価格の設定プロセス見直しを行う中では、当然、公正取引委員会、経産省、そして金融庁と、事前にかなりお話をさせていただいている。少なくとも今回の設定プロセスの見直しについてはご理解及び評価をいただいていると思う。

その意味で、今回作った報告書の実行についてはまだ途上の部分もあるが、きちんとしたものが出来上がり、そしてその徹底を図っていくことはとても大事なことでと思っている。今回報道されている機関投資家のヒアリングを踏まえた上での価格設定もそこに盛り込まれている。それは想定価格を上回ることも下回るもあるという話で、セカンドオピニオンの意見として他の証券会社の意見も踏まえた上で対処していこうということも盛り込まれている。

ただし、この問題が非常に難しいのは本当にぎりぎりの接点であるということだ。発行会社と投資家では、それぞれ違う角度から見たら不満が出る部分である。その意味で、説明を尽くしていくことがこれから非常に問われることであり、そこはしっかり行っていきたいと思うし、公正取引委員会、金融庁、あるいは経産省と、事前に相当議論した上で理解や評価もいただいて今回のプロセス見直しができているということは理解いただければと思う。

（記者）

その対応は今回の注意を受けても変わらないということではいか。今になってこういうことが出てくると現状のものに公取委サイドが不満だったのではないのかという邪推も出てくるのかもしれないと思った。

（森田会長）

しっかり説明しているので、ご理解いただいていると思う。

（記者）

クレディ・スイスの AT1 債は、ネット証券や地方の証券会社も含めて業界全体として、協会員にヒアリングされているということか。

(森田会長)

そういう理解でよいが、先ほど言ったようにヒアリングには限界があるため全てが網羅されているかは、100%そうだとは言いきれない。ただ、幅広くヒアリングをさせていただいているため、ほぼ網羅できているのではないかと思っている。

(記者)

AT1債は、富裕層を中心に売られていたということではあるが、投資したものが無価値となったということで、「貯蓄から投資へ」という流れに影響もたらずとお考えか。

(森田会長)

当たり前のことだが、こういう商品は、顧客の属性や適合性をきちんと踏まえた上で販売をしていかなければならない。複雑な商品であればその説明をよりわかりやすくしていくことは、非常に重要なことであるため、それを心がけてもらえるように今後とも我々としても指導をしていきたい。

言い方が適切かわからないが、AT1債は普通の債券よりリスクが高いため、その分リターンが高いわけである。さらに、コール条項がついているとはいえ、永久債で資本性がある。そして、色々な条件がついているために複雑になっている。

一方、G-SIBs という、世界的に重要な役割を期待されている金融機関を中心に発行されおり、そのような金融機関だからという信頼性に基づいて、先程申し上げたような複雑性やリスク、永久債という特徴があっても、マーケットとして広がっているのは事実であり、実際にAT1債は、世界全体で76兆円程のマーケットとなった。

このようなリスクや特徴、複雑性はあるものの、発行する金融機関への信頼性もあり、それを踏まえた上で76兆円のマーケットになっているということは、ある程度のニーズが存在していることも事実だと思う。ただしその取り扱いを考えていくことは重要だ。

(記者)

NISAは来年以降もかなり裾野の拡大が期待できるということで、その意義もわかるが、一方で、指数全盛、パッシブ全盛に対する懸念

というか、投資というものが本来持つ意味から考えると、物言う株主と呼ばれる、発行体の状況に関心を持ってエンゲージしていく人たちが限られる一方で、パッシブ型の投資信託に投資する人たちのボリュームが膨らむということに対して何か懸念することはあるか。

（森田会長）

パッシブの持っている良さはありつつも、一方で本当にそれでよいのかということは、ご質問の通りだと思う。どちらかといえば、価値あるものにお金が流れていくということも含めてやはりアクティブ投信をもっと活用してもらわないといけないと思う一方で、それにはリサーチの力やプロの目線が非常に重要である。そして、色々な人に話を聞いてみると、どうやら、個人、特に初心者の方々は指数に連動するととてもわかりやすいという点はあるようだ。だから、初心者の方々が入りやすいものとしてパッシブがあるのだと思う。加えて特にNISAはそうなのだが、中長期投資ということで考えると確かにコスト面も将来的には結構大きくなっていくので、パッシブだとある程度コストが抑えられるというのも、魅力なのかもしれない。ただ、そうは言っても魅力ある投資信託が増えてくることは、さらに裾野を広げていくという意味でも大事だし、パッシブで入ってきていただいた方々が、今度は勉強してアクティブを買っていただくことも重要なので、そういう意味で言えば、アセットマネジメント会社にも大いに奮起してもらいたいと思う。また、最近はずっと金融緩和の状況だった。長い間金融緩和が続くと差が出にくいというのが事実である。そういう意味ではだんだん環境的にも変わってきたため、まさにここからアクティブの役割が重要になってくるのではないかと、個人的には思っているところである。

以上