

記念座談会テーマ「証券市場の構造変化をめぐる回顧と評価、将来展望」

本記念座談会は、証券経済学会創立 60 周年という節目にあたり、過去 10 年余にわたるわが国証券市場の制度的・構造的変化を単に回顧するにとどまらず、それらの変化が市場の基本的設計原理、すなわち市場間競争のあり方、資本配分機能の実効性、ならびに市場インフラの構造にいかなる再編をもたらしつつあるのかを検討することを目的とする。

証券経済学会は、2016 年の第 85 回全国大会（明治大学主催）を創立 50 周年記念大会と位置付け、日本銀行前総裁白川方明氏（大会時は青山学院大学特任教授）による特別講演および記念シンポジウムを通じて、証券市場の制度的基盤と中央銀行の役割について多角的な議論を行った。本年 9 月に開催される第 98 回全国大会は創立 60 周年にあたり、これまでの議論の蓄積を踏まえつつ、新たな環境変化の下で証券市場を再評価する機会として位置付けられる。

この間、わが国証券市場は、制度・市場構造・技術基盤の各側面において顕著な変容を経験してきた。しかし重要なのは、これらの変化が個別に進行しているのではなく、相互に関連しながら市場の機能と役割そのものを再定義しつつある点にある。すなわち、企業統治改革が資本効率を通じて投資行動および市場流動性に影響を及ぼし、技術革新が取引および決済の時間構造を変化させることで市場制度の再設計を促すという複合的な動態と理解される。座談会の論点を整理するために、これらについて項目別に述べよう。

第一に、コーポレートガバナンス改革の進展である。2014 年の日本版スチュワードシップ・コードおよび 2015 年のコーポレートガバナンス・コードの導入は、企業と投資家の関係性に規律的变化をもたらし、資本コストおよび資本政策の在り方に持続的な影響を与えてきた。両コードについては、南山大学で開催された第 96 回全国大会の共通論題で取り上げた。さらに近年では、2024 年のアセットオーナー・プリンシプルの公表および今夏のコーポレートガバナンス・コードの 3 度目の改訂を通じて、市場規律の枠組みは一層強化されつつある。

第二に、市場制度および市場構造の変化である。2013 年の東京証券取引所と大阪証券取引所の統合による日本取引所グループ（JPX）の発足および 2022 年の東証の市場区分の再編は、市場の効率性向上を企図したものであるが、2020 年のシステム障害以降の PTS 市場の拡大を合わせて考えると、流動性の分散と価格発見機能の在り方をめぐる新たな論点を提起している。ここでは、市場統合と市場間競争のいずれが効率的資源配分に資するのかという証券市場の基本設計に関わる問題が改めて問われている。

第三に、技術革新の進展である。分散型台帳技術（DLT）は、証券のデジタル化および決済インフラの高度化を通じて将来的に市場の時間構造およびリスク配分の在り方に変化をもたらす可能性を有する。また、AI 技術の進展は、取引執行、リスク管理、情報分析の各領域において市場機能の高度化を促し、市場参加者の行動様式そのものに影響を与えつつある。

第四に、国際的な市場環境の変化である。米国における株式決済期間の T+1 化や取引時間延長の動きは単なる制度変更ではなく、グローバル資本市場における時間構造の再編を通じた制度競争の文脈において理解することができる。欧州においても同様の決済短縮が予定される中で、わが国市場は制度の安定性と国際競争力との均衡をいかに図るかという新たな課題に直面している。

さらに資本配分機能の観点からみれば、新 NISA の導入および「資産運用立国」に向けた政策展開は、個人投資家の市場参加を促進するとともに、市場を通じた配分機能の強化を志向するものである。日本成長戦略会議の下に設置された「新戦略策定のための資産運用立国推進分科会」（本年 1 月）において強調された社債市場の育成を含め、わが国資本市場の機能強化に向けた制度設計はなお途上にあり、今後の検討課題として位置付けられる。

以上の認識を踏まえて本座談会では、証券市場の構造変化をめぐる以下の基本的論点について検討を行う。

1. 市場構造と市場間競争

- (1) 東証への流動性集中は、価格発見・取引コスト・市場の安定性の観点から、効率性の源泉といえるか、それとも競争を制約しているか。
- (2) PTS 市場の拡大は価格発見機能にいかなる影響を与えているか。また、東証との共存・競争関係はどのように展開すると考えられるか。
- (3) 米国の T+1 化や取引時間延長など海外市場の制度変化は、わが国市場の競争力にいかなる影響を及ぼすか。

2. 技術革新は市場間競争をどう変えるか

- (1) 分散型台帳技術（DLT）による商品・取引・決済のデジタル化がもたらす影響は。
- (2) AI の進展により、証券市場をとりまく環境はどのように変化するか。

3. 市場間競争をめぐる政策と将来展望

- (1) 資産運用立国政策は市場構造にどのような変化をもたらすのか。
- (2) 証券市場の持続的発展に向けて、何が重要であると考ええるか。

本座談会は、これらの論点を通じて、証券市場の制度設計と市場機能の相互関係を再検討し、わが国資本市場の将来像を展望することを目的とする。

記念座談会登壇者：大阪取引所 代表取締役社長 多賀谷 彰 氏

日本証券経済研究所 理事長 森本 学 氏

柏総合研究所 代表取締役 辻本 臣哉 氏

大阪公立大学 大学院経営学研究科 教授 神野 光指郎 氏

司会進行：同志社大学 ビジネス研究科 教授 野瀬 義明 氏

日本証券経済研究所 理事・主席研究員 若園 智明 氏