

---

## 全日本証券研究学生連盟 「証券ゼミナール大会」開催について

---

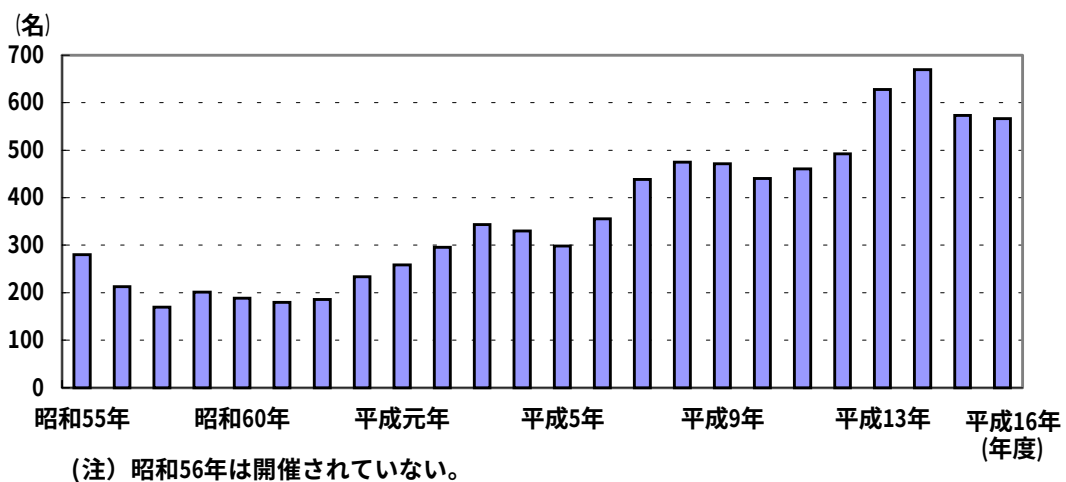
社団法人 証券広報センター

全日本証券研究学生連盟（委員長：石井 純平・中央大学）主催の平成 16 年度「証券ゼミナール大会」が、昨年 12 月 10 日（金）、11 日（土）の 2 日間にわたり開催された。

本大会は、全日本証券研究学生連盟創立 30 周年記念事業として（社）証券広報センターの後援により、昭和 55 年に初めて開催された。

24 回目となる今大会には、全国の 29 大学から証券・金融論を研究しているゼミナール生と証券研究会の学生 528 名が参加し、114 論文が提出された。また、指導講師、大会役員を合わせると総勢 566 名となり、例年同様、大変盛況であった。

### 参加者数の推移



今大会の論文テーマには、「証券販売チャネルの拡充はどのような影響をもたらすか」、「株主価値経営の是非」といった証券に関するものや、「銀行に将来性はあるか否か」、「年金制度はどう変わるべきか」、「中国経済は脅威か否か」といった、学生にも関心の高く、研究材料の豊富な 7 テーマが選定された。

各討論会場では、担当講師の指導のもと、提出論文を元に、日頃学生達が考えている意見や今後の展望などについて、自由で活発な討論が展開された。

学生達には、こうした討論を通じて相互に研鑽を深め、また自らの資質を高めることで、将来、金融・証券市場ひいては日本経済の発展に大きく貢献することが期待されている。

証券広報センターでは、今後も同大会を支援すると共に、学校教育現場における金融・証券市場に関する知識の普及啓発活動を一層強力に進めていく方針である。

## 平成16年度「証券ゼミナール大会」の概要

【開催期間】平成16年12月10日(金)～11日(土)

【会場】国立オリンピック記念青少年総合センター（東京都渋谷区）

【論文テーマ・指導講師】

### 1. インフレターゲットの是非

獨協大学 経済学部教授

斉藤 美彦 氏

### 2. 銀行に将来性はあるか否か

A. 埼玉大学 経済学部教授

相沢 幸悦 氏

B. 明海大学 経済学部教授

高月 昭年 氏

C. 阪南大学 経営情報学部教授

松尾 順介 氏

D. 前桃山学院大学 経済学部教授

津田 和夫 氏

### 3. 年金制度はどう変わるべきか

A. 北星学園大学 経済学部教授

山口 博教 氏

B. 日興フィナンシャル・インテリジェンス(株) 常務取締役

宮井 博 氏

### 4. 証券販売チャネルの拡充はどのような影響をもたらすか

(財)日本証券経済研究所 主任研究員

福田 徹 氏

### 5. 株主価値経営の是非

A. 立命館大学 経営学部教授

松村 勝弘 氏

B. 立教大学 経済学部教授

亀川 雅人 氏

C. (財)日本証券経済研究所 主任研究員

佐賀 卓雄 氏

### 6. 証券取引所はどのように再編されていくべきか

(財)日本証券経済研究所 客員研究員

吉川 真裕 氏

### 7. 中国経済は脅威か否か

A. 慶應義塾大学 総合政策学部講師

唐 成 氏

B. 東京経済大学 経済学部助教授

羅 歆鎮 氏

＊テーマ選定および主旨文作成にあたっては、第5テーマの指導講師を担当された佐賀卓雄氏からアドバイスをいただいた。

【参加団体】29大学 46団体 528名

(大学名は五十音順、括弧内は指導教官名)

〈ゼミナール〉(※は指導教官は同じでも異なる2つのゼミが参加)

愛知学院大学 (山田)

石巻専修大学 (大坂・新明)

愛媛大学 (松本)

大阪経済大学 (樋口)

神奈川大学 (鈴木・戸田)

関西学院大学 (寺地・岡村)

慶應義塾大学 (池尾)

埼玉大学 (相沢・箕輪)

作新学院大学 (高橋)

滋賀大学 (有馬)

下関市立大学 (西戸)

諏訪東京理科大学 (伊藤)

専修大学 (赤羽)

創価大学 (伊藤・加賀・黒木※)

中京大学 (入江)

同志社大学 (森田※)

長崎大学 (内田)

日本大学 (佐藤)

法政大学 (飯田)

北星学園大学 (山口)

明治大学 (河邑・坂本)

名城大学（三谷）  
立命館大学（松村）

横浜国立大学（岡田）

立教大学（亀川・北原・渡辺）

〈研究会〉

大阪経済大学証券研究部  
滋賀大学金融資本市場研究会  
東京経済大学証券研究会  
立命館大学証券研究会

関西大学証券金融研究会  
証券研究学生連盟  
日本大学経済学部証券研究会

近畿大学証券研究会  
中央大学証券研究会  
日本大学商学部証券研究会

【主催】

全日本証券研究学生連盟

【後援】

（社）証券広報センター

【協力】

日本証券業協会、（財）日本証券経済研究所、証券経済学会、（財）石井記念証券研究振興財団



## 討 論 会 等 に 対 す る 講 師 講 評

本大会の7つの論文テーマ、指導講師14名の講評の中から2点を抜粋して以下に紹介したい。

### テーマ5「株主価値経営の是非」

亀川 雅人 氏（立教大学 経済学部教授）

本テーマは、非常に広範な問題を含む魅力的なテーマであるだけに、A、B、Cの3ブロックに分かれて討論することとなった。私の担当したBブロックには、石巻専修大学大坂ゼミ、近畿大学証券研究会、慶應義塾大学池尾ゼミ、滋賀大学有馬ゼミ、証券研究学生連盟、創価大学加賀ゼミ、日本大学佐藤ゼミ、横浜国立大学岡田ゼミ、立命館大学証券研究会、立命館大学松村ゼミの8大学10団体が集い、2日間にわたり活発な議論が展開された。

各グループの論文は、主旨文に従ってアメリカと日本の経営スタイルの違いを明示しつつ、株主価値経営の定義とその是非について論じていた。それぞれに独自のアプローチがあり、株主経営の是非について論陣を張っているが、是非について9グループが是であり、近畿大学証券研究会の1グループ（1名で参加）のみが非というものであった。

初日は、質問事項についての確認と株主価値経営の定義、日本型経営とアメリカ型経営の定義とそのメリット、デメリットについての討論を行った。株主価値の定義としては、企業価値から負債価値を控除したものを株主価値と定義し、経営者がこの株主価値を増大する経営を株主価値経営とみなすことに異論はなかった。もちろん、将来キャッシュフローの割引価値という価値そのものの説明や残余利益の割引価値という視点で定義するグループ、さらにはこうした価値の実現のためのマーケット重視経営という意見もあった。ここでは企業という資本の本質的な価値評価について改めて考察する機会を持てた。

株主価値経営との関連で捉えられる日本型経営とアメリカ型経営の特長については多少の広がりが見られた。従来の日本型経営の特長として、終身雇用、年功序列、企業別組合、所有構造としての株式持ち合いと個人投資家の排除、長期経営、メインバンク制や安定した資金調達、家族主義的経営、非流動的な労働市場、人材育成型経営などが挙げられた。他方、これに対応する形でアメリカ型経営の特長として、雇用の流動性、能力主義、即戦力となる雇用、従業員と経営者の間にある距離感、レイオフ制度などに見られる企業の不況抵抗力の強さ、個人株主比率の高さ、短期経営、利益最大化と高い配当、ストックオプション制度などの報酬制度が挙げられた。

対立関係として象徴的なのは、日本型経営が従業員重視であるのに対し、アメリカ型経営が株主重視であるという見方から、従来の日本型経営は株主重視に移行し、アメリカ型の株主価値経営を目指さなければならないという主張が見られたことである。本テーマの設定も、このあたりの討論を相当程度意図していると思われる。この議論では、株主価値経営という目標を達成するために、いかなる組織設計が必要かという議論を行うことができた。

2日目には、企業統治機構の在り方と商法改正による影響、SRI（社会的責任投資）などの最近の動向を踏まえながら、CSR（企業の社会的責任）と株主価値経営の関係や効率性とコンプライアンスについて検討し、最後に、これからの日本の経営のあり方について各グループの主張をまとめてもらった。

株主価値経営を否定的に捉えた近畿大学証券研究会の主張は、株主価値経営を象徴的に株主重視のアメリカ型経営とし、なかでもGEを俎上に上げてファイナンス部門の強化・特化に株主価値経営を投影した。同研究会は、株主は利己的であり、目先の配当と資本利得のみに関心を持っている。その結果、こうした株主の価値向上に目的を置く経営は、短期的な志向に陥り、長期的な経営の視点が失われるという意味で否定的な見解を主張した。一人で論文を作成し、一人で討論に参加して反対論を展開することとなったが、彼の議論には企業倫理の遵守という一貫した主張が存在しており、傾聴すべきものであった。

株式市場が機能不全で一部の投資家や機関投資家の利益に偏る制度設計がなされていたり、利益価格操縦が可能であるとすれば、株主の利己的行動は経済全体の利益に結びつくことはなく、また経営者が株主に十分な情報開示をすることなく経営を行うとすれば、短期的な株価上昇と下落が繰り返され、経済の健全な発展が阻害されることになる。こうした障害があるからこそ、コーポレート・ガバナンスや市場の制度設計が重要になるのである。

他方、株主価値経営を是とするグループは、こうした問題点を意識しつつも、経済社会のシステムとして、株主価値経営が企業価値の向上と社会の富の増大をもたらすという見解を前提としていた。石巻専修大学大坂ゼミ、滋賀大学有馬ゼミ、証券研究学生連盟、立命館大学証券研究会、立命館大学松村ゼミ、日本大学佐藤ゼミは、ステークホルダーを考慮しつつ株主価値を最大にする経営を株主価値経営と定義し、日本型経営とアメリカ型経営の折衷型経営、相互補完の模索を示唆した。横浜国立大学岡田ゼミは残余利益の最大化を目的とすることでステークホルダー問題は解決されるということを強調した。

慶應義塾大学池尾ゼミは、株主価値経営ということ自体が日本独特の議論であるとし、経済停滞によりマーケット重視の株主重視経営に移行しなければならなくなったと主張した。日本型経営は、株式持ち合いに支えられた年功序列、終身雇用、ボトムアップ、従業員重視により、企業の特殊的熟練を育成し、成長を享受してきた。このシステムは、その時代と環境に適合するシステムであったが、バブル崩壊後は相互保有株式のリスクが高まり、持ち合いが崩れるとともに物言う株主の増加やITによる不熟練労働の活用といった環境変化などが、株主価値経営への移行を促進することになると主張した。

2日間の企業統治機構とCSRの討論では、創価大学加賀ゼミが法学部ゼミの特長を生かして、法の視点から企業統治に焦点を当てた。とりわけ、内部告発制度などの問題提起により議論は活発な展開を見せた。しかし、企業の不祥事や特定の主体に利益が流れることで生じる経済システムへの不信をいかに払拭するか、そして、目的を達成する効率的な組織の仕組みと監視やチェックというコストをどのように調整するかという具体的な制度設計についての議論については残念ながら十分な討論ができずに終わることとなった。

時間は十分ではなかったが、参加者にとっては有意義な時間になったものと思われる。今後とも、こうした場での積極的な意見交換を期待したい。最後に、本ブロックの司会を担当してくれた霜中一生君に感謝したいと思う。

以上

## テーマ6 「証券取引所はどのように再編されていくべきか」

吉川 真裕 氏（日本証券経済研究所 客員研究員）

フランス、オランダ、ベルギーの証券取引所の合併によって2000年に誕生したユーロネクスト、同じく2000年に合併計画が撤回されたロンドン証券取引所とドイツ取引所、2003年にストックホルム証券取引所を傘下に持つOMグループとヘルシンキ取引所の合併によって誕生したOMXなど、ヨーロッパでは証券取引所の再編が進んでおり、アメリカでもパシフィック取引所とアーキペラゴの統合、インスティテットによるアイランドECNの買収、ナスダックによるBRUTの買収など、取引市場の再編が進んでいる。また、わが国でも京都証券取引所、新潟証券取引所、広島証券取引所が相次いで閉鎖される一方、ベンチャー企業の株式を取引する新興市場では、店頭株式市場JASDAQ（12月13日からは証券取引所）、東京証券取引所のマザーズ、ナスダック・ジャパンを引き継いだ大阪証券取引所のヘラクレス、名古屋証券取引所のセントレックス、札幌証券取引所のアンビシャス、福岡証券取引所のQ-Boardといった市場が活立している。

こうした状況を受けて、本ブロックでは6つのゼミナール、1つの研究会が参加し、証券取引所の再編について議論が展開された。まず、提出論文のプレゼンテーションを各グループがおこない、事前に提出されている質問とその回答、および新たな質疑応答がおこなわれた。主旨文は「東京証券取引所への一極集中」、「証券取引所の株式会社化」、「新興市場の再編」、「JASDAQの取引所化」、「海外の証券取引所の再編」などを、「総合的かつ独自の視点」から取りまとめることを要請していたが、各グループともに海外の証券取引所の再編を紹介していたにもかかわらず、国内の証券取引所の再編との関連は希薄であった。そこで、初日の夜に「東京証券取引所への一極集中」、「証券取引所の株式会社化」、「新興市場の再編」の3点に絞って、2日目にもう一度プレゼンテーションしてもらうことを決め、その際には提出論文にはこだわらず、他のグループの提出論文や初日の議論を踏まえて、提出論文とは異なる見解を述べても良いことにした。

「東京証券取引所への一極集中」については、提出論文の段階では一極集中は好ましくないが、地方証券取引所は十分な役割を果たしておらず、災害等のリスクも考慮して東京証券取引所と大阪証券取引所の二極体制への再編を提案するグループが多かった。しかし、北星学園大学山口ゼミが札幌証券取引所の取り組みを、愛知学院大学山田ゼミが名古屋証券取引所の取り組みを提出論文で紹介し、地方証券取引所が地方活性化において果たす役割を強調したこともあって、2日目の議論ではあえて地方証券取引所の閉鎖を伴う再編を求める意見は弱まったようであった。参加グループは首都圏から3グループ、首都圏外から4グループであったが、地方の証券取引所の取り組みが分かってよかったという感想も最後には聞かれた。なお、最終的に一極集中への賛成は1グループ、反対は5グループ、どちらでもよいが1グループであった。

「証券取引所の株式会社化」については、あまり関心が高くなかったようであったが、中央大学証券研究会が論文段階から証券取引所の自主規制機能と株主の利益追求に利益相反が生じる可能性が高いために反対であることを表明していた。この意見に影響を受けたグループもあったが、海外で見られるような証券取引所の合併という事態が想定されているわけでもなく、最終的に株式会社化への賛成は3グループ、反対は1グループ、どちらでもよいが3グループであった。

「新興市場の再編」については、1つの国に6つの市場が存在するという事態が見られないこと

もあり、証券取引所よりも再編を求める意見は強かった。しかし、1 つに集中すべきだという意見は1 グループのみで、再編する場合にも競争を維持するために二極化が望ましいという意見が多く見られ、最終的に新興市場の再編への賛成は3 グループ、反対は4 グループであった。

いずれの問題も正解がある問題ではないのはもちろんであるが、必ずこうすべきだという強硬な意見は少なく、現状からすればこのようになりそうだとした想定に基づいて議論が組み立てられていたように思われる。その意味では主旨文が求めている海外の事情も含めた「総合的かつ独自の視点」はなく、「独自の視点」はあったが、「総合的な視点」に欠けていたように思われるのは残念であった。

以上