

## わが国の証券取引における当事者能力について

——EB（他社株式転換条項付きユーロ円債）の取扱いに見られる状況から——

小 林 一 廣\*

### 1. 報 告 の 趣 旨

わが国の諸分野でグローバル化が言われ始めて久しいが、その為の改革について、熱く語られる割に遅々とした歩みをして来たのが金融の分野である。実質的制度改革については金融制度調査会、証券取引審議会等で議論が重ねられてきたが、具体的実施の域に至るには時の総理大臣による日本版ビッグ・バン宣言を待たねばならなかった。制度的体裁が整っても実施段階での縛りからの解放、いわゆる規制緩和、業界横並び意識からの脱却等に長い時間を要している。

証券取引についてその傾向は特に顕著であるが、ここでは更に教育的基盤欠如と言う問題がある。金融の分野と他の分野とでは参加者（供給者、仲介者、需要・受益者、消費者等）の態様が異なり一概には議論できないとして、金融の中でも、銀行、保険等では同じ問題を抱えながら、参加者の教育的基盤は整っている。個別のケースで基盤のない場合でも教材、研究成果は整っている。が、証券についてはこれが皆無と言っていい。

世界的にも証券教育が重視され始めたのは、古いことではない。アメリカにおいて金融改革は日本版ビッグ・バンの20年前であり、イギリスにおいては10年前で、証券教育が見直されるのもこれ以前のことでない。しかし、わが国では日本版ビッグ・バン宣言以来5年を経過したが、縦割り行政と言う構造障害により、心ある人々が精力的に活動している割には進展がない。

わが国では一般社会においても、証券＝株＝投機＝いけないこと、として避けられる傾向が未だ払拭されていないようで、それを反映してか中学、高校の教科書に

---

\* 広島経済大学経済学部教授

は「金融・証券」として、平均4頁が割かれているのみで、内容的にも制度面の説明だけである。一方、例えばアメリカでは「Economics」の教科書に約80頁が割かれ、制度面のみならず貯蓄者・投資者の立場からも詳細に説明されている。また、多くの小学校で株式ゲームと言う形で証券知識に馴染ませようとしている。

教育基盤が関連産業の発展基盤になると言うことは、明治維新後の「工場経済」の成功、その後の日本製造業の発展の例を出すまでもない事実であろうが、証券について「いけないこと」として放置していてよいものであろうか。グローバル化は公平公正とは言え自由競争が目的で、無知即ち無防備な者は食い物にされる。その好例が最近再び起こった「事件」であり、本日はその概要をお伝えして、証券経済の根本問題＝証券教育について考える時間を持って頂きたいと願う次第である。

「再び起こった『事件』」とは、1999年後半から2001年初頭にかけて、この低金利時代に10～20%の金利が享受できる金融商品としてもてはやされた EB (Exchangeable Bond) にまつわる話で、「再び」とは、バブルがはじけた後紙屑同然になったワラント (新株引受権付証券) の体験があり、プリンストン債で証券投資に慎重なプロであるはずの法人の体験もある、また、ごく最近のニュースでは抵当証券による被害の再発もある、との意味である (研究集会時お示しした上記事件に関する新聞きり抜きはここでは省略)。

## 2. EB (Exchangeable Bond : 他社株式転換条項付きユーロ円建て社債) の概要

- ① 概要 : 償還に当たり他の証券に転換される条件を持った債券

条件とは、下記④の転換対象株式の時価が一定の価格以下 (以上) になったとき、払込現金ではなく当該株式 (現金) で償還される。

- ② 当事者 : 発行体, Arranger, 販売会社 (証券会社), 投資者 (主に一般個人)

- ③ 一般条件 : 額面価格, 利率, 売出価格, 償還価格

- ④ 特殊条件 : 転換対象株式, 基準価格, 転換価格

③, ④の価格は転換対象株式の最小取引単位の価格を基に決定される。

- ⑤ 債券 Life : 値決日, 売出期間, 発行日, 評価日 (観測期間), 利払日, 償還日

- ⑥ その他 : 発行市場 (ユーロ市場), 通貨 (ユーロ円)

### 3. 高金利の仕組み

#### ① Option の制度（制度の説明と別添資料省略）

投資者は Equity Put Option（株券オプション＝または個別株オプション＝のブット）の売り手になる。売り手が受ける Premium が受取利子に加算される。

#### ② 当事者の役割

発行者＝資金需要者が広く一般より資金を集める債券の一般的機能に加えて、投資者が転換対象株式の価格変動リスクをとって（このリスク料が Premium である。）、**Arranger**（資金の需要者＝発行体と、資金の供給者＝一般投資者と直結する販売会社、との間を Arrange する債券発行幹事会社で、最終段階を除き米系証券会社の独壇場であった。）が Volatile な当時の東京市場で別途に利益を上げる（転換対象株価が下がれば投資者に Put Option の権利《売る権利》行使をすればいいわけで、Arranger は単純な言い方をすれば、Option 理論に従って上がれば売り、下がれば買いを繰り返していればよい。もちろん現実には Dealing Risk はゼロではない。）と言うシステムで、EB の販売会社である日本の証券会社は、このからくりを一般投資者に十分説明しなかった。大部分が理解していないので、説明できなかったと言うのが正確な言い方である。

### 4. 当事者の問題意識

#### ① 説明責任

**Arranger**：膨大な目論見書を関係法規の要求に従って作成、販売会社である証券会社に説明会を実施、発行体について（業績、財務内容他）、EB の仕組みについて、あるいは転換対象株式について（企業としての内容、株価の動き）等を詳しく説明する。

販売会社（証券会社）：会社を代表して説明会に出席するレベルでは、まず理解されていると見てよいであろう。が、それを各会社を持ち帰って社内説明会をする段階で、EB の仕組み、特に Option 理論についてどの程度説明するか、またその説明が個別販売員にどこまで理解されるか。内容の細かい説明より顧客にとっていかに魅力ある商品であるかの説明と、販売に当たっての攻撃目標、手法等により多くの精力が割かれる、とすれば、聞きなれないオプション理論は二の次になることは十分考えられる。従って、個別販売員から一般投資者への説明は、十分なされたとは言い難い状況であった。

#### ② 自己責任原則

証券会社等プロの側に説明責任があるのに対して、一般投資者の側には自己責任の原則がある。説明責任を果たす場合、例えばオプションについて全く基礎知識のない一般投資者に、すべてを説明し尽くすことは容易ではない。説明を受ける側がよい面のみ見て「判った」と説明を拒否することは間々あることであるが、説明責任に対立する自己責任原則について、金融・証券の場合しばしば無視される。

### ③ EB の結末

日経平均は、99年年初より2000年4月まで13千円から20.8千円まで上げる上昇期で、EB への投資者は額面通りの高利率を享受した。Arranger の Dealing も、それなりに好成績であった。しかし、その後下降局面に入ると、株式による償還が増え始める。償還される株価は当然下落しているので投資者から不平不満が出始める (Arranger の Dealing 成果は、悪くはならない。理論的には、相場が乱高下するほど収益機会が多い。下落一方になれば、Put Option の買い手 = Arranger としては最良。)

2001年に入り株価が引き続き下げ一方となって、EB の販売も見られなくなる。時価の下がった株式の償還を受けた投資者達には、含み損が残った。更によく株価が元の価格になったところで売却すると、予想もしない譲渡益課税が待っていた、と言う結末になる。

こういう事態に対して、証券界の対応は機敏ではなかった。証券界のみではなく、行政当局も、税務当局も結末を見て考え始めたのである。

高利率と言うよい面ばかりを見て、株式償還になった場合の Risk を税務面も含めて検討しなかった投資者にも、責任はないわけでない。いずれにせよ、販売する証券会社も当局も一般投資者も、アメリカでは子供にも常識の株券オプションという技法を組み込んだ、わが国では新しい金融商品に躍らされ、結果として、低金利への不満から一抹の夢を見た一般投資者に、損失と恨みを残すと言うことに終った。

この結末が、再びわが国投資者に、理解しないまま新しいもの = オプションへの嫌悪感を抱かせることにならないよう願われる、と同時に、基礎教育の必要性を改めて痛感させられることとなった。

## 5. 証券教育に対する証券業界での対応

東京証券取引所 (総務部広報グループ) では、教科書の充実等について文部省 (現文部科学省) に働きかけたり、副読本を中学校、高校に配布したり地道な努力をしているが、この面では成果は芳しくないようである。

中学、高校、大学生対象に株式ゲーム (アメリカでの小学生向けのプログラムに

倣って東証で作成)を実施しているが、これは実施校も順調に増加しているようである。同類のもので、日経新聞による日経 STOCK リーグ<sup>注</sup>のほか、大手証券会社によるものがある。

この他では、野村證券の冠講座があり、全国100大学に展開するとの計画を打ち出しており、同様の計画が徐々に活発化することが期待される。研究所と言う形で研究活動に貢献している大手証券会社はあるが、基礎教育については緒についたばかりで、教育界と協力して今後本格的な展開が期待されるところである。

## 6. 教育現場での対応

5に伴うもの。

(蛇足であるが、当校では来年度より「野村冠講座」「証券市場論」が開講される。)

<sup>注</sup> 株式学習コンテストで、「第二回日経 STOCK リーグ」最優秀賞は慶應大学総合政策、環境情報両学部4年生チームが選ばれ、金融担当大臣賞が授与された(02.3.10付日経紙)。