

新株引受権証券と投資者保護

森 田 章

一、問題の所在

一、新株引受権付社債の意義

新株引受権付社債とは、社債発行後、所定の期間内に所定の価格で所定数量の発行会社の新株を引受けることができる権利（新株引受権）が付与された社債をいう。新株引受権は、行使されると会社は当然に新株発行をしなければならないこととなる。新株の発行価格は、社債発行時に固定されるので、その価格よりも株価が上昇しても固定された発行価額で新株引受をなしうる。それゆえ、新株引受権は上昇した株価と発行価額との間の差額のキャピタルゲインを可能にさせることとなる。このことは社債権者に有利となることから、甘味剤といわれ、発行会社にとっては普通社債の利率よりも低い利率での社債発行が可能になる。

転換社債の場合も、社債権者は転換権を行使することによって、上昇した株価と所定の転換価額との間の差額のキャピタルゲインを可能にさせる。それゆえ、甘味剤となり、発行会社は普通社債の利率よりも低い利率での社債発

行が可能となる。ただし、転換社債の場合は転換権の行使とともに社債は消滅する。

新株引受権付社債の場合は、新株引受権が行使されても、原則として社債も存続する。ただし、いわゆる代用払込みといって社債をもって新株引受権行使の際の発行価額の払込金に充当する場合は（商法三四一条の八第二項六号）、社債も消滅することは勿論である。代用払込みの場合は転換社債と似てくる。

代用払込みでない場合は、新株引受権付社債の新株引受権が行使されると、会社には新たな資金の払込みがなされることとなる。

投資家の立場からみると、新株引受権付社債は、普通社債と転換社債との間に位置する投資魅力をもつものだとはいわれている。

二、分離型の新株引受権付社債

新株引受権付社債には、一枚の社債券に社債権と新株引受権とを表章し、これらを別々に譲渡することのできない非分離型と、社債権と新株引受権とを別々にして社債券と新株引受権証券とに表章し、これらを別々に譲渡することを認める分離型の二つの類型がある（商法三四一条の八第二項五号）。

分離型の新株引受権付社債については、その流通形態は三つのものがありうる。第一は、新株引受権付社債が新株引受権と社債権とがセットになっているもので、カムワラント (cum-warrant) と呼ばれるものである。第二は、新株引受権付社債のうちの社債権部分を表象するもので、エクスワラント (ex-warrant) と呼ばれるものである。これ

はポンカス債とも呼ばれる。第三は、新株引受権付社債の新株引受権部分を表象する新株引受権証券である。ワラント証券と呼ばれている。

分離型の新株引受権付社債にあつては、新株引受権を行使する代わりに、新株引受権証券を売買して新株引受権証券自体の値上がり益を得ることができる。この新株引受権証券の価格の変動率は、株券や転換社債権の価格変動率よりも大きくなる傾向があるといわれており、ハイリスク、ハイリターンの性質を帯びる。また、新株引受権証券は期限商品であり、行使請求期間が満了すればその価値を失うことにもなるわけである。

そして、海外で発行された外貨建のものについては為替変動リスクが追加されることとなる。ところが、わが国では、海外で発行された分離型の外貨建新株引受権証券が還流してくるということで、ワラントが投資者に取引されるようになったともいえる。一般投資者にとっては、わかりにくくてハイリスクな投資商品が提供されることとなったわけである。

しかも、驚くべきことには、このように大きなリスクを有する外貨建ワラントが、一般の投資者に対して、そのリスクを必ずしも十分に説明することなしにどんどん売られていったのである。

本稿では、なぜこのようなハイリスク投資商品が一般投資者にどんどん売られて行ったのかという事実を跡づけるとともに、それに対しての証券取引法および証券業界の自主規制がどのような役割を果たしたのかを明らかにしていきたい。

一、分離型の新株引受権付社債が誕生する経緯

一、昭和五六年商法改正

昭和五六年商法改正によって、新株引受権付社債の制度が採用された(商法三四一条の八以下)。

法務省の担当官によると、この制度採用については必ずしも十分な検討がなされなかったようである。すなわち、「商法部会では新株引受権付社債について細かな具体案の検討をしている余裕はなかったため、この種の社債の創設について特に強い利害関係をもつ証券界がイニシアチブをとって、学会等の協力を得たうえ理論上、実務上の詰めをして、経済界の意見とも調整し、七月に『新株引受権付社債制度案』がまとめられ、商法部会および法務省に提出された。商法部会は、その内容と制度創設の必要性について審議した結果、改正要綱案のなかにこれを加えることになった⁽¹⁾、⁽¹⁾、というのである。

もう少し詳しくみると、日本証券業協会が、商法改正作業の大詰めをむかえた昭和五五年一月一八日付で、商法部会長および法務省民事局長宛に「会社法改正中株式制度の改正に関連する事項についての要望」を提出し、その一項として「新株引受権付社債に関する規定の創設⁽²⁾」を要請し、さらに同協会が新株引受権付社債研究会を設置し、具体案をとりまとめたのである。⁽²⁾

なぜ、このように新株引受権付社債の制度が緊急に必要なになったのかが問題となろう。このことについては、次のことがいわれている。すなわち、

「わが国の企業の有する外貨建債権の額が近年とみに増加してきたが、昭和五二年以降為替リスクが増大する傾向をみせている長期債権と債務がバランスしていれば、為替差損は相殺されるが、実際には均衡をとるのは難しく、債権超過となりがち（……）である。このため両者のバランスをとる手段の一つとして、外貨建社債の発行が強く求められるようになってきた。ただこの場合には、通常の資金調達目的の起債とは異なり、為替リスクヘッジのための起債であるから、そのコストをできるだけ引き下げるため、社債の形態としては発行利回りができるだけ低いものであることが望ましく、この目的にかなうものとして新株引受権付社債が最適と目されるにいたつたのである。ただ、コスト面のみからすれば転換社債も同様の効果があり、すでに海外でも多額の起債実績を有するので、わざわざ新規の制度を創設するまでもないとの疑問も出てこよう。しかし、転換社債の場合は、転換が進むと債務が減少するうえ、円高になるとより一そう転換が促進されるので、このような目的には不向きである。」⁽³⁾ というのであった。

このようにして、昭和五六年商法改正は、新株引受権付社債制度を採用したのである。しかしながら、国内では新株引受権市場がまだ成立していないため、当分は非分離型だけを発行するのが起債関係者間の了解であることが立法担当官によって説明されていた。⁽⁴⁾

二、分離型の取引の自粛

日本証券業協会は、昭和五六年商法改正（昭和五六年法律第七四号、七五号）により新株引受権付社債の規定が同年一〇月一日より施行されることとなり、同年九月三〇日に「協会の行う新株引受権付社債の取引について」（理

事会決議）を制定した。

制定の趣旨は次のようであった。すなわち、

「分離型の新株引受権付社債に付された新株引受権証券の流通市場の受入体制が整備されるまでの間の措置として、分離型の新株引受権付社債及び新株引受権証券の取引について、自主規制措置を講ずることとする。」とした。

理事会決議の内容は次のようであった。すなわち、

「(1)協会員は、国内において分離型の新株引受権付社債及び新株引受権証券について、引受、売出、募集又は売出の取扱い、売買等一切の取引を行わないものとする。(第一号) (2)協会員は、外国において発行される分離型の新株引受権付社債及び新株引受権証券について、国内の投資家からの売買注文を外国の有価証券市場に取次ぐ取引（外国取引）は行わないものとする。(第二号)」としたのである。

このような自主規制が行われた背景として行政当局の指導があったようである。すなわち、「新株引受権証券が独立して流通することについては、その投機性が大きくそれに不慣れなわが国投資家になじまないとする行政当局の見解もあり、証券界としては、これに従い、当分の間、国内市場での分離型の新株引受権付社債の発行につき引受・募集取扱等の業務を行わないこととしている」との指摘がなされているのである。⁽⁵⁾

三、海外における発行

わが国企業の資金調達推移をみると、国内市場では転換社債がきわめて好調であるが、新株引受権付社債は総じ

わが国企業の資金調達推移

(単位：億円)

市場 区分 年度	国内					海外			外	
	株式	転換社債	ワラント債	事業債	計	株式	転換社債	ワラント債	事業債	計
56	17,932(12,799)	5,260	200	12,690	36,082	2,874	10,248	443	491	14,055
57	10,154(7,759)	4,175	470	10,475	25,274	626	6,275	658	6,812	14,371
58	8,495(5,569)	8,610	170	6,830	24,105	778	11,914	3,231	4,039	19,962
59	8,148(7,047)	16,115	30	7,200	31,493	494	12,271	4,335	11,345	28,445
60 (4～12)	5,262(3,526)	13,295	100	6,395	25,052	107	8,951	4,843	10,975	24,876
59.4～6	1,429(1,332)	4,205	—	2,750	8,384	116	4,155	1,186	1,336	6,794
7～9	3,184(2,750)	3,155	30	1,140	7,509	4	2,913	205	2,683	5,806
10～12	1,709(1,600)	3,010	—	1,810	6,529	287	2,321	995	1,553	5,156
60.1～3	1,824(1,364)	5,745	—	1,500	9,069	86	2,881	1,946	5,771	10,686
4～6	865(562)	6,375	—	3,405	10,645	106	4,181	1,123	2,375	7,787
7～9	2,973(1,936)	3,130	20	940	7,063	—	2,618	1,410	5,345	9,374
10～12	1,424(1,028)	3,790	80	2,050	7,344	—	2,150	2,309	3,253	7,713

(注) 国内の60年度(10～12)のワラント債には分離型第1号(80億円)を含む。また、国内株式欄のカッコ内の数字は時価発行増資分である。

(出典) 金融経済事情1112号7頁)

て低調であった。ところが、海外における新株引受権付社債の発行は転換社債と同じくらいに活発であったということがわかる。図表わが国企業の資金調達の推移を参照されたい。なぜ、海外での発行が多かったのかというと、国内では分離型が発行できないからだとする見解もあった。⁽⁶⁾

もう一つの理由としては、商法が社債発行限度を「資本金および法定準備金の総額または純資産額のいずれか少ない額」までとし（二九七条、ただし平成五年改正により削除）、社債発行限度暫定措置法も、「担保付社債、転換社債および外国において募集する社債」について商法限度の倍までの発行を認めていた（ただし平成五年改正により削除）。それゆえ、無担保の新株引受権付社債を発行するには外国で行うしかなかったともいえよう。

さらに決定的ともいえることは、海外での発行についてはわが国の証券取引法による発行開示システムに服さなくてはむことであろう。このことにより、規制遵守コストを節約できただけでなく、迅速かつ機動的な資金調達を可能にさせたのである。

以上のほかにも、外国為替及び外国貿易管理法が、許可制から事前届出制に改正されたことも有効に作用したといえよう。⁽⁷⁾

四、分離型の取引の解禁

日本証券業協会は、昭和五六年九月三〇日理事会決議「協会の行う新株引受権付社債の取引について」を昭和六〇年十一月一日に廃止した。廃止の趣旨は次のようであった。すなわち、「昭和五六年商法改正により、新株引受権

付社債制度が導入された際、新株引受権証券の流通市場の受入体制が整備されるまでの間の措置として、協会の分離型の新株引受権付社債の取引について、『協会の行う新株引受権付社債の取引について』（理事会決議）を制定したところであるが、同制度導入後、内外の市場において新株引受権付社債の発行が増加する等により新株引受権証券の流通市場の受入環境が整備されつつあること、近年、金融・資本市場の自由化、国際化が進展していること等に鑑み、同理事会決議を廃止することとする」としたのである。

この理由はよくわからない。分離型の新株引受権付社債をどうしても認めなければならないという決定的な理由はどこにもないからである。⁽⁸⁾ことに、投機性が強いというようなことについての手当ては何ら言及がなされていないからである。

このことについての当局の認識をうかがい知るものとして、次のような指摘があったことを紹介しておこう。すなわち、「ただし、こうした投資魅力はその反面において、株価が下落すれば投下資金の金額も失いかねないという意味でリスクの大きさにつながることは十分留意しなければならない（ただ、従来の例では、株価が行使価格を下回っていても将来の株価上昇期待を背景に、ワラントはある程度の価値はもつようである）。⁽⁹⁾」としていたのである。

わが国での分離型の新株引受権付社債の初めての発行は、右の日本証券業協会の昭和六〇年十一月解禁の直後の二月に行われた。⁽¹⁰⁾

分離型の新株引受権付社債の取引をわが国でも認めなければならなくなったのは、むしろわが国企業が海外で発行する分離型の新株引受権付社債について、わが国の投資家が投資できるようにするためであったといえるかもしれない。

い。このことについては次にみてみることにする。

五、海外発行の分離型新株引受権付社債の還流

わが国において、分離型の新株引受権付社債の取引が解禁された本当の理由は、必ずしも明らかではない。そのことを知る上で参考となるものとして、次のようなことがいわれていることを紹介しよう。すなわち、「ワラントを発行する日本企業は、株式市場で言われるところの『内需関連』企業がほとんどで、ロンドンを中心とするヨーロッパの投資家にはなじみの薄いものでした。海外の投資家は日本株への投資と言うと、値がさ優良銘柄もしくは輸出関連銘柄に限られていました。知名度の低い内需関連銘柄が大勢を占めていた当時のワラント市場に対し、多くの機関投資家の関心度が極めて低かったことは容易に理解できるでしょう。……

一九八五年（昭和六十年）十一月、『日本の投資家のユーロドル建てワラントへの投資解禁』という報道が流れ、ロンドンのワラント市場に大きなインパクトを与えました。⁽¹¹⁾」というのである。

このような指摘によると、わが国企業が海外で分離型の新株引受権付社債を発行しても、海外の投資家には関心がなく、日本の投資家を買ってもらおうという必要性から、わが国における分離型の新株引受権付社債の取引の解禁が必要になったといえよう。

このことについて、二つの疑問が生じる。まず第一は、昭和五六年商法改正において新株引受権付社債の制度の採用が必要とされた理由は、わが国企業の海外での債権についての為替差損に対応するためであるといわれていたのに、

実際には内需関連の発行会社が海外で分離型の新株引受権付社債を発行する例が多いということで、昭和五六年商法改正の趣旨とは大きく異なる事態が生じたことである。経済界が、まさかはじめからウソの理由をもつてきて新株引受権付社債の制度を採用するように主張したのではなからうが、内需関連の発行会社がわざわざ海外で新株引受権付社債を発行することのために商法改正が必要だったのかということが問題となってくる。第二は、分離型の新株引受権付社債を為替差損の防止のために海外で発行するという必要性の乏しい内需関連の発行会社が、わざわざ海外で発行を行ない、買い手がないとなるとわが国に還流させようとすることは昭和五六商法改正の立法趣旨を踏みにじるものとなったことである。つまり、分離型の新株引受権付社債は、それ自体がかなりのハイリスクの投資商品であるのに、それが外貨建てで発行されると、極めてリスクの大きな投資商品となるわけである。⁽¹²⁾なぜそのような投資商品をわが国に導入しなければならなかったのかということが問題とならざるをえない。

- (1) 稲葉茂雄・改正会社法一四頁。
- (2) 商事法務八六一号。
- (3) 竹中正明「新株引受権付社債制度案について(上)」商事法務八七九号三二頁。
- (4) 稲葉・前掲注一・四〇二頁。
- (5) 水口宏「新株引受権付社債の制度・手続の概要(上)」商事法務九三四号三頁。
- (6) 川北力「分離型新株引受権付社債・国内発行とその意義」金融法務事情一一二二号六頁。
- (7) 三浦后美「新株引受権付社債財務の日本の特質」証券研究九七卷六七頁。
- (8) むしろ、商法上では、株主総会の特別決議なしで発行しうるかということの疑問をかかえていたのである(河本一郎「分離型新株引受権付社債の経済的機能と法律問題」手形研究三三三三号四頁以下)。つまり、商法三四一条の八第四項は、「新株

引受権証券と投資者保護

引受権付社債ニシテ未ダ行使サレザル新株ノ引受権ニ係ル株式ノ発行価額ノ総額ガ現ニ存スル新株引受権付社債ノ総額ヲ超エザルトキニ限り償還及消却ヲ為スモノヲ発行スルトキ」に限って株主総会の特別決議なしに分離型の新株引受権付社債の発行を認めている。このことに関して、新株引受権の買入消却が法的に可能であるかどうかが議論されたわけである。

(9) 川北・前掲注六・八頁。

(10) 井汲輝「第一号発行の経緯について——分離型ワラント債の実務的検討——」商事法務一〇六五号一四頁。

(11) 瀬戸川明・ワラント投資入門八三―八四頁。

(12) たとえば、最近の報道によると、「円高が権利行使を促進したのも見逃せない。先月償還を迎えたオリンパス光学工業のワラント債は、株価が行使価格をさほど大きく上回っていなかったものの、円高の結果、為替差益を狙った海外投資家の権利行使が償還直前に急増した。」という（日本経済新聞一九九三年八月三〇日夕刊）。為替リスクの問題は外貨建て証券に共通する問題であるが、このようなリスクが追加されてくるわけである。

三、ワラントの流通市場

一、取引所への上場（国内発行の場合）

日本証券業協会の昭和六〇年一〇月三十一日の理事会決議により、分離型新株引受権付社債の国内発行が解禁された。これにともなうて、東京証券取引所は、その公正な価格形成と円滑な流通を図る観点から、上場制度等の検討を進め、昭和六一年一月二八日の理事会において「分離型新株引受権付社債券の上場・売買取引・決済制度要綱」を決定するとともに関係諸規則の整備を行い、二月一〇日から施行した。これにより三月三日から国内分離型新株引受権付社債の第一号が上場されることとなった。

分離型の新株引受権付社債の流通形態は、カムワラント、エクスワラント、ワラント証券の三つがあるが、カムワラントおよびワラント証券については、上場が行われることがありうる⁽¹⁾。

上場は、発行会社からの申請に基づき審査を行った上でなされることになるが、カムワラントおよびワラント証券の両方を上場することを要するものとされている。

新株引受権証券の上場基準の特徴は次のようである。

上場諸基準における総量基準として、新株引受権証券については、証券の発行数量を基準にしている。発行数量が相当程度あつて分散所有が図られていれば証券の流通性は確保されると考えられているわけである。

また、上場廃止基準の中には、流通実績に関する基準である売買高基準があるが、新株引受権証券については売買高基準が設けられていない。これは、株価が行使価額を大きく下回る場合、理論上、その価格がゼロとなることが予想されるため、そのような特性を持つ有価証券に売買高基準を設けることは適当ではないとの判断によるというわけである⁽²⁾。

上場されると、新株引受権証券の売買については、株券同様、すべての需給を取引所市場に集中することを要し、すべて取引所の市場において執行されることとなる。それゆえ、投資者にとっては新株引受権証券の価格形成に信頼感が生まれやすくなるといえよう。

二、業者による取引（外貨建ワラントの場合）

平成元年版の大蔵省証券局年報によると、「六一年一月外貨建新株引受権付社債の国内還流が解禁されたことを契機に特に新株引受権証券（ワラント部分）の国内流通市場が急拡大してきているが、短期間に急拡大してきたといきさつもあつて、①投資者への価格情報が不足している。②顧客の投資経験、資力等に照らし、実情に即した投資勧誘が必要ではないかといった問題点が指摘されているほか、中堅証券会社等からワラント流通市場への強い参入ニーズも出ている。

これらの問題点を整備、改善するため、①平成元年二月以降業者間取引市場を確立し、さらに五月一日からは当該市場で形成された流通性の高い銘柄の価格情報を日本証券業協会を通じ電子情報通信機関及び新聞等から随時投資者に提供するとともに、②投資者保護のために投資勧誘に当たって遵守すべきルールを制定することとした。」として、大蔵省証券局も外貨建ワラントの取引について投資者保護に乗り出したわけである。投資者保護については改めて述べるので、ここでは、ワラント東京市場業者間売買ルールをみてみよう。

1、参加業者 国内証券二六社

外国証券一〇社

計三六社

2、値付け銘柄数（元年六月八日現在）

延べ四〇九銘柄

うち野村 七四銘柄

大和 二二銘柄

日興 三八銘柄

山一 一五銘柄

3、 売買時間 AM 一一：三〇——一二：〇〇

PM 三：三〇——四：〇〇

4、 価格表示

各セッションの開始時には気配値、終了時には最終値段を電子情報通信機関の画面表示で流す。

電子端末未設置の業者については電話による問い合わせに対し、売値と買値をそれぞれ答える。

5、 売買方法

売買単位は最低一〇〇ワラント。二〇〇ワラント以上の注文に応じるかどうかは当事者で相談のうえ決める。

売値、買値とも取引時間中に変更可能。

6、 受渡し方法

各業者のユーロクリアもしくはセデルの口座を通じて金額、玉を決済する。

このように、ワラント証券の取引値段が明らかにされても、その価格形成が信頼にたれるかどうかはなお問題である。値付けをするマーケット・メーカーの裁量も少くないと思われるからである。

英国における「ワラント・リスク警告書」において、次のことが指摘されている。すなわち、「取引所外のワラント取引は、取引所で取引されるワラントの取引よりも大きなリスクを含みます。なぜなら、転売するため、またはワラントの価値もしくはワラントのリスクを評価するための取引所市場がないからです。買値と売値は、必ずしも相場

づけられないし、相場づけされる場合でも、それらはディーラーによって建てられるので、それが公正な価格を確立することは困難といえます。貴殿のブローカーは、貴殿が取引所外取引を行おうとしているときはそのことを貴殿に明らかにし、かつ当該リスクを貴殿に助言すべきです」としているのである。⁽³⁾

昭和六一年一月に外貨建新株引受権付社債の還流が解禁されて、国内流通市場が拡大しているのに、平成元年五月一日までワラントの流通について取引価格の開示もなかったわけであり、この間の投資者保護は一体どのようなようになっていたのか問題にせざるをえないわけである。また、たとえ業者間売買ルールによってワラントの値付けがされるようになったとしても、それがワラントの客観的な評価を反映したものなのかどうかについて疑問がないわけではないのであって、外貨建ワラントの流通については、由々しき障害が存在してきたわけである。

それにもかかわらず、大蔵省は、日本企業がユーロドル建ワラント債を大量に発行して欧州の起債市場を混乱させている状況に対して、五〇パーセント・ルールなるものを廃止した。日本経済新聞一九八九年六月二日は、次のように報じていた。すなわち、

「五〇％ルールは海外市場で新規に公募、発行された証券を日本の投資家は発行額の二分の一を超えて購入することはできないという規制。しかし、ユーロドル建ワラント債を中心に海外で日本企業の大量発行が続き、海外市場だけでは十分に消化しきれなくなっている。徐々に日本国内の投資家に販売する量が増えている。証券会社は国内に還流した外債などについて、その総額を日銀の外国局に報告しているが、個別銘柄ごとの報告はしていない。五〇％ルールに触れることがあってもそれを完全にチェックするのが困難であり、今回ルールを廃止した」というのである。こ

れではあまりにも無責任ではないかと思われる。

日本経済新聞一九八九年一月八日は、ワラントの市場について次のように解説していた。すなわち、
「買い物をしようと街に出たが、どのデパートも商品の価格を表示していない。しかも個別交渉なのでどこが安い
か、高いかを知るのが大変……かつてのワラントの国内取引をたとえると、こんなふうになる。……ワラント流通市
場は投資家が手探りで価格を知り、銘柄を選ぶブラック・ボックス同然の状態が長く続いた。投資家が不便を嘆き、
株価ほどでないにしてもワラントのもう少し詳しい価格情報が欲しいとの声を一齐に上げたのも当然だった。証券業
界はこうした声にこたえて今年一月、ワラントの業者間取引市場を実験的にスタートさせた。……今年五月からは仲
間内に限らず、広く投資家にも価格情報を公表するようになった。ワラント流通市場がブラックからグレー市場に変
わったといえよう。売り買いの値幅がかなり縮小したからである。以前は銘柄によって売値二五に対し、買値二〇な
ど、売りと買いの値幅が五も開いていることは珍しくなかった。しかし、価格情報が投資家に広がれば、かけ離れた
気配値を出す証券会社とはだれも取引しなくなる。こうして徐々に価格形成が練られ、現在、売値と買値の値幅は平
均一・五程度まで縮まってきた。……さらにこの十月、大蔵省が証券界に対し、ワラントの東証上場を打診するなど
一層、価格形成を透明なガラス張りにするよう強く求めてきた。この大きな注文に、証券界がどう対応するか、待っ
たなしだ」としていた。

ところが、大蔵省のこのように姿勢に対して思わぬ邪魔が入ったとともに証券界からの抵抗にあったようである。
日本経済新聞一九九〇年一月二二日によると次のようなことがあった。すなわち、

「八九年の暮れも押し詰まった先月二十五日、東京・霞ヶ関の大蔵省証券局を英国系のベアリング証券の幹部が訪れた。外国証券十一社を代表してA証券局長に『ワラントの国内流通市場の透明性、公正さ、効率性改善に関する提案書』と題する意見書を提出するためだった。……

『大蔵省が日本企業の発行するワラントの東証上場を検討している』——ロンドンの金融中心地シティーに第一報が届いたのは昨年十二月中旬だった。その直後からシティーの英国系、米国系の証券会社は一斉に反対の声を上げた。シティーの外国証券はその収益の大半を日本企業のワラント売買で確保している。それだけに東証上場で、市場の中心がシティーから東京に移るのは死活問題となる。日本のワラント売買は個人投資家中心だが、ユーロでは機関投資家がほとんど。投資のプロが扱う商品を上場するのは、大蔵省の『過保護』というのが外国証券の表向きの言い分である。……

国内の証券会社も上場反対に動いている。『ワラントが東証に上場すれば証券会社の収益は半減する』との危機感を持っているためだ。……ユーロドルワラントの店頭市場で取引していれば、お客への売値と買値のサヤが証券会社の収入になる。現状ではワラントはこのサヤが最低一・五ポイント開いており、国債の十倍のサヤが確保できる。これが上場すると株式のように売値と買値は一致し、証券会社の収入は売買委託手数量だけとなる」と指摘していたのである。

結局は、ワラント流通を上場の方向へもっていくことは断念されてしまったようである。

しかしながら、わが国でのワラント取引の中心が個人投資家であったということを見逃がしてはならないと思う。

ワラントは、はじめは証券会社の支店営業マンでさえ商品の基礎、仕組みを理解することがむつかしかったようであるが、ハイリスク商品であるにもかかわらず、個人投資者がワラント売買にかなり参加したようである。日本経済新聞一九八九年一月九日によると、「日本証券業協会がまとめているワラントの投資家別売買状況をみると、統計上『その他』に分類される事業法人、個人の突出ぶりが目を引く。『注文は個人が六に対し機関投資家が四の割合くらい』（日興）という話を合わせると、売買の主役は個人投資家とっていいだろう。……」

商品性を熟知した機関投資家ならいざ知らず、個人投資家の間にワラント神話が広がると『かえってトラブルのもとなりかねない』（野村）とまゆをひそめる向きもある。山一証券のA営業企画部長は『株に対する平均的な個人投資家の理解度を一〇〇とすれば、ワラントはまだ五〇くらい』とみる。市場拡大のスピードに、個人投資家の理解が追いついていない側面は否めない。

……ワラント人気の高まりをうしろ盾に強引な勧誘活動をすすめていると、いずれとがめが出かねない……」としていた。

このようなワラントの取引の実情からすると、個人投資者保護のためにこれを上場させることは急務であったといえよう。ところが、それができなかつたのである。

三、店頭市場の整備

日本証券業協会は、協会員が店頭において行う外貨建の外国新株引受権証券（以下「外貨建ワラント」という。）

の売買、気配の発表等について必要な事項を定め、外貨建ワラントの売買を公正かつ円滑ならしめ、もって投資者の保護に資するため、「外国新株引受権証券の売買、気配の発表等について」（理事会決議）を制定した（平二・七・一八）。その骨子は次のようであった。

(1) 売買の方法

①指定協会員は、外貨建ワラントの売買を日本相互証券株式会社の取引時間中に他の指定協会員と行うときは、同社に当該ワラントの売り注文又は買い注文を発注する方法により行うこととし、同社は当該売買注文の媒介を行うものとする。

ただし、一定の数量を超える取引については、最も低い売り注文（ベスト・オファー）と最も高い買い注文（ベスト・ビッド）を基準に上下一・〇ポイントの範囲内で同社を通さずに売買できる。

②日本相互証券株式会社において行う外貨建ワラントの売買の対象銘柄、取引時間、売買の単位、売買の呼値単位及び売買の決済通貨は協会の定めるところにより、その他売買に関し必要な事項は日本相互証券株式会社が定めるところによる。

(2) マーケットメーカー制度

①マーケットメイク銘柄の選定は、引受主幹事証券会社からの報告に基づき、本協会が所定の基準に該当する銘柄について行う。

②マーケットメーカーは、指定協会員がなることができ、一銘柄について二社以上とし、引受主幹事証券会社は引

受主幹事銘柄についてマーケットメーカーとなるものとする。

③マーケットメーカーは、二〇銘柄以上の銘柄について、一・五ポイント以内のスプレッドで継続的に売り注文及び買い注文を発注すること、および他の指定協会員から売買注文があったときは、自社の売り注文又は買い注文に基づき、少くとも五〇ワラントの売買に応じることの義務を負う。

(3) 気配等の発表

日本相互証券株式会社は、銘柄ごとのベストオファーとベストビッドの平均値（仲値）、直近の約定値、およびこれに対応するベストオファー又はベストビッドならびに出来高をリアルタイムで発表するとともに、午前および午後
の取引時間終了後に銘柄ごとのベストオファーとベストビッドのそれぞれの最高値及び最低値ならびに出来高を発表するものとする。

(4) 値段等の報告

①日本相互証券株式会社は、銘柄ごとの毎週の高値、安値及び出来高を翌週火曜日までに本協会に報告するものとする。

②日本相互証券株式会社を通さずに売買を行ったときは、買い方指定協会員が、遅滞なく当該売買の値段及び出来高等を本協会及び日本相互証券株式会社に報告するものとし、同社は当該報告内容を遅滞なく発表するものとする。

(5) 顧客との仕切値幅

協会員は、外貨建ワラントの売買を日本相互証券株式会社の取引時間中に顧客と行うときは、日本相互証券株式会

社における銘柄ごとの直近の仲値を基準とし、一定の値幅の範囲内の値段により行うものとする。

これによって外貨建ワラントの流通市場が、一応整備されたといわなければならない。

日本証券業協会は、一九九〇年七月一八日に「外国新株引受権証券の売買、気配の発表等について」（理事会決議）の制定を行い、それまでの「外国新株引受権証券の店頭気配発表について」（理事会決議）を廃止している。

また、一九九一年一月一九日には、右の理事会決議の改正がなされた。それは、新たに取引時間及び値幅制限を設けるなどのワラント取引の透明性、公正性を確保するためのものであった。

- (1) エクスワラントについては、日本証券業協会による標準気配銘柄に選定されることとされた。つまり、日本証券業協会では公社債の店頭売買を公正かつ円滑にし投資家保護に資するため、公正慣習規則に基づき公社債の店頭気配を発表しており、毎週一回標準気配が発表されているが、これにエクスワラントも加わるということになった。川北力「国内発行の意義——分離型ワラント債の実務的検討」商事法務一〇六五号五頁。
- (2) 東京証券取引所「分離型新株引受権付社債について」証券六一・三・三一頁。
- (3) これは自主規制団体であるセキュリティーズ・アント・フーチャーズ・オーソリティーのルールブックに示された個人投資者保護のためのリスク・ワーニング文書例である。拙稿「投資勧誘と個人顧客契約」インベストメント四六巻四号四一頁。

四、ワラント投資者の保護

一、大蔵省証券局の対応

新株引受権付社債は、証券取引法上の有価証券である（二条一項四号、六号）。したがって、その募集又は売出しを行う場合は、発行開示規制に服すべきこととなる（四条、五条）。

国内で発行される場合は、発行開示規制を遵守してなされるが、わが国企業が海外で発行する場合は、発行開示の規制を受けず、総額が五億円以上の発行については臨時報告書の提出だけが必要ということになっている（二四条の五第三項、企業内容開示省令一九条二項）。

しかるに、わが国企業が海外で発行した新株引受権付社債がわが国に還流してくるようになったことは前述した。規制当局である大蔵省は、このような自体に対してどのような姿勢をとってきたのかを概観してみよう。

① 昭和四七年における大蔵省の立場

わが国企業がロンドンやルクセンブルグで発行した外貨建債券について、次のような立場が明らかにされていた。⁽¹⁾
すなわち、

「私募形式による国内販売というのは、これらのユーロ・달러債は、いずれもロンドンまたはルクセンブルグの取引所に上場が予定されているので、これらの市場においてはディスクロージャー（発行者の財務内容を開示すること）が行われるであろうが、わが国では証券取引法第四条に基づくディスクロージャーが行われていないので、一般投資家保護のため、次のような条件で販売を行なう」というものである。

(1) 外貨建債であり、日本語によるディスクロージャーは行われていないので、勧誘対象は、海外の事情に精通している一定の機関投資家（外国証券業者に関する法律により、投資の目的をもって外国証券業者と直接取引行為を行な

うことができる金融機関、すなわち、都市銀行一四行、長期信用銀行三行、信託銀行七行、外国銀行とコルレス契約を結んでいる地方銀行四行、生命保険会社二〇社および損害保険会社二二社、ならびに証券投資信託委託会社九社、計七八社）に限定する。

(2) ディスクロージャーを行っていないのであるから、勧誘対象者の総数は、内外含め引受けまたは販売に關与する証券会社全体で、明らかに五〇社未満でなければならぬ（「有価証券の募集又は売出しの届出等に関する取扱通達について」参照）。

(3) 機関投資家の購入は、投資の目的（信託財産の運用の目的を含む）であつて、他に転売する目的のものであつてはならず、かりに将来転売する必要が生じた場合には、ディスクロージャーを行っていない証券として国内での流通を防ぐため、原則として海外において売却する。

(4) わが国市場における発行ではなく、外国市場における発行であるから、その建前を明らかにし、わが国市場における発行の抜け道とならないため、その大部分を国内で販売するようなことはしない、としていた。

そして、外国市場新発証券の募集等の取扱いとして、わが国で公募する場合、およびわが国で公募によらずに販売する場合、これらの発行額の二分の一以下が機関投資家に購入される旨を明らかにした。⁽²⁾

昭和四七年当時は、新株引受権付社債は商法上まで認められていなかった。新株引受権付社債の制度が導入されたのは、昭和五六年商法改正であるが、大蔵省証券局の立場は昭和四七年に示されたものが継続していったといえよう。⁽³⁾ わが国において分離型の新株引受権付社債の制度が採用されて、それがどのように普及してきたかについては既に

概観したところであるが、海外で発行されたワラントが本格的に還流し⁽⁴⁾ることを大蔵省が認めるようになったのは平成元年であるといえよう。

② 平成元年における大蔵省の立場

ユーロドル建ワラント債を中心に海外で日本企業の大量発行が続き、海外市場だけでは十分に消化しきれなくなつて、徐々に日本国内の投資家に販売する量が増えたために、発行額の五〇パーセント以上を国内の投資家が買うという⁽⁵⁾こと認めることに改めた。いわゆる五〇パーセント・ルールの廃止である。

ただし、大量に国内に還流すれば海外での公募でも事実上は国内の公募と変わらなくなるので、大蔵省は、証券取引法の売出し（同一条件で同一時期に不特定多数の五〇人以上に販売する）行為に類似するものは、有価証券届出書の提出を求めるとして⁽⁵⁾いた。

どのような行為が売出しに該当するかということについては、次のように考えられたという。すなわち、

- 「(i) 同一証券を一日で売り付ける場合、勧誘対象者数が五〇人未満のケースおよび、
- (ii) 同一証券を数日間で売り付ける場合、一日当たり勧誘対象者数が五〇人未満であり、かつ、日々の市場実勢に基づき明白に均一でない価格で販売され、かつ、払込期日も不均一であるケースではディスクロージャーの義務を課さない⁽¹⁾」、というものであった。

このことに関して、大蔵省証券局年報によると、「ユーロ・ドル建新株引受権付社債の大量発行によるワラント部の国内還流に伴うディスクロージャーの必要性等から、外貨建ワラントの国内売出しについても有価証券届出書の

別表

外貨建ワラントの国内売出状況（平成元年度）

届出書 提出日	発行			売出し			
	発行会社名	発行総額	W総数	売出人	売出額	W数量	売出価格
		千米\$	枚		千米\$	枚	%
平2.2.23	戸田建設	300,000	60,000	日興	46,680	38,900	24.00
23	山之内製薬	300,000	60,000	日興	38,744	36,380	21.30
26	松下電器産業	1,000,000	200,000	野村	95,675	89,000	21.50
27	S M C	300,000	60,000	日興	41,850	36,000	23.35
28	三菱石油	250,000	50,000	山一	31,070	26,000	23.90
3.2	間組	200,000	40,000	大和	29,687	25,000	23.75
12	牧野フライス	190,000	38,000	大和	28,125	25,000	22.50
14	藤倉電線	200,000	40,000	野村	16,625	19,000	17.75
23	雪印乳業	150,000	30,000	大和	7,950	10,600	15.00

新株引受権証券と投資者保護

同志社法学 四五卷一・二号 一九四（一九四）

提出等の制度面で整備が行われ、二年二月に戸田建設、山之内製薬のユーロ・ドル建ワラントの国内売出しに関する有価証券届出書の提出がされるなど三月まで（元年度中）に、九件の届出書の提出が行われた（別表参照）⁽⁷⁾という。

このようにワラントの売出しについて発行開示制度の適用があること、ワラントの売出価格を発行者が記載するということになる。しかし、投資者にとってワラントがハイリスクの投資商品であることについては、必ずしも開示されない仕組みになっている。すなわち、募集要項に「新株引受権に関する事項」が新設され、新株引受権の内容、行使期間、分離型・非分離型の別、行使請求の受付場所、代用払込みに関する事項等の開示がなされるだけであって、ワラントについてのリスク警告などはなされないからである。⁽⁸⁾

たしかに、外国語で書かれた新株引受権証券では何もわからないであろうし、わが国において発行開示がなされること自体は、投資者が何を買うのかということを明らかにすることに役立つものとして十分の意義があるのは勿論である。しかしながら、それだけでは、

大衆投資者がリスクを理解するには不十分だといわなければならない。

二、日本証券業協会の対応

① 分離型新株引受権付社債の取引解禁

投資者保護に資するといえるのかどうかは疑問であるが、昭和六一年一月一日から外国で発行された分離型新株引受権付社債及び新株引受権証券の売買可能となったことにもなつて、日本証券業協会は、「外国証券の取引に関する規則」（公正慣習規則第四号）等の一部改正に行つて、国内証券取引所に発行証券を上場している発行者が発行した外国新株引受権証券で気配相場のあるものを対象証券に加えた。そして、新株引受権証券の国内店頭取引の仕切額については、市場の実情を勘案して、顧客と協会員との間で自由に値段の決定が行えることとしたのである（昭和六〇・一二月二八日会員通知）。

これでは、証券業者に対して強い交渉力をもつた顧客でもないかぎり、取引価格は証券業者の思惑どおりになりやすいといえようし、むしろ投資者保護に反する定めをしたのではないかと思われる。

② 顧客PR用リーフレット

昭和六一年二月二一日、日本証券業協会は、「分離型新株引受権付社債についての顧客PR用リーフレットの配付等について」と題して次のことを要請した。「分離型新株引受権付社債については、昭和六〇年十二月二七日に国内で第一号が発行され、同六一年三月には新株引受権付社債（カムワラント）及び新株引受権証券（ワラント）が証券

取引所に上場されることが見込まれており、また、海外で発行された分離型新株引受権付社債については、同六一年一月一日から国内での売買が開始されたことに伴い、本協会及び全国証券取引所協議会において、分離型新株引受権付社債の仕組み、商品の性質等について顧客にPRするための参考資料としてリーフレットを作成し、協会員に対し実費頒布することとしたので、顧客がカムワラント又はワラントの取引を開始するにあたっては、あらかじめ同リーフレットを顧客に配付するよう協会員代表者宛に通知した。」

ワラントがハイリスク商品であるということの警告よりも、商品の説明書というような考え方が流れているようである。この時点では、投資者保護のために、投資者に対してリスクを開示した後には投資判断をさせるといことが、英国などと比較すると十分に行われなかったといえよう。

③ 投資勧誘等の自主規制

日本証券業協会は、平成元年四月一九日に「外国新株引受権証券の店頭気配値発表及び投資勧誘について」の理事会決議を明らかにした。投資勧誘等については、次のように定められた。

(1) 投資勧誘

協会員は、外国新株引受権証券の取引を行う顧客の投資経歴、投資目的、資力等を慎重に勘案し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うよう努めなければならない。

(2) 顧客カードの整備

協会員は、外国新株引受権証券の取引を行う顧客について「顧客カード」を備え付けるものとする。

(3) 取引開始基準

①協会員は、外国新株引受権証券の取引開始基準(注)を定め、当該基準に適合した顧客との間で外国新株引受権証券の取引を行うものとする。

②2外国新株引受権証券の取引開始基準は、当該顧客の投資経験、当該顧客からの預り資産その他各協会員において必要と認める事項について、協会員の規模、営業の実情に応じて定めるものとする。

(注)取引開始基準

(1)顧客に証券投資について相当の知識と経験があること。

(2)顧客からの預り資産が五〇〇万円以上。ただし、顧客の金融資産の合計額が、一〇〇〇万円以上であると認められるときも例外的に認める。

(4) 説明書の交付及び確認書の徴求

①協会員は、顧客と外国新株引受権証券の取引を行おうとするときは、予め当該顧客（「証券会社に関する省令」第二条の五第一項各号に掲げる者を除く。）に対し、説明書を交付（当該約定日の一年前の日から当該約定日までの間に当該顧客に当該説明書を交付した場合を除く。）し、当該取引の概要及び当該取引に伴う危険に関する事項について十分説明するとともに、取引開始に当たっては、顧客の判断と責任において当該取引を行う旨の確認を得るため、当該顧客から「外国新株引受権証券の取引に関する確認書」を徴求するものとする。

②前記①に定める確認書は別表のとおりとする。

別表

外国新株引受権証券の取引に関する確認書
平成 年 月 日
証券会社殿
氏名 ①
私は、貴社から受領した「外国新株引受権証券の取引に関する説明書」の内容を確認し、私の判断と責任において外国新株引受権証券の取引を行います。

これによつて、日本証券業協会もやつと投資者保護の政策を前面にもちだしたといえるかもしれない。それは、ワラントの流通市場が整備されてくると軌を一にしたものとなっていることに留意すべきであろう。逆に言えば、流通市場すらも整備されないままに投資者に対してハイリスクの性質のワラントが売られて行つたといえるわけであり、それまで投資者保護は一体どのようなものであつたというのであろうか。

以上の他にも数次の日本証券業協会の政策変更が行われている。

日本証券業協会は、平成二年三月一六日に「外国新株引受権証券の店頭気配発表及び投資勧誘について」（理事会決議）において定められていた事項の一部を公正慣習規則に移すための改正をしている。

「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」（公正慣習規則九号）

において、新株引受権証券（外国新株引受権証券を含む。）の取引について、顧客カードの整備（三条）、取引開始基準（四条）、説明書の交付及び確認書の徴求（五条）並びに節度ある利用（六条）の各規定を適用するため、各条文の整備を図ること、および「有価証券等の寄託の受入れ等に関する規則」（公正慣習規則六号）において、新株引受権証券（外国新株引受権証券を含む。）にかかる照合通知書による報告頻度を、株式と同様、一年に二回以上とすること等」が定められた。

三、証券業者の投資勧誘上のリスク警告義務

ワラントがハイリスクの投資商品であることは、有価証券の発行開示規則によっては投資者に対して必ずしも明らかにされないことは前述した。それは、株式と社債とはどのようにリスクが異なるのかというような性質の問題であって、目論見書中においては説明されない事項だといえるかもしれない。

しかしながら、ハイリスクの投資商品の場合は、証券業者がそのことを顧客に知らせるべき義務があるように思う。アメリカの場合については、現時点で詳細を把握しえていないのではあるが、たとえばNASDのコンプライアンス・チェック・リストをみるとオプション取引について特別なリスク開示書類の配付が求められており、証券業者のリスク開示義務を肯定するための根拠をそこにみいだすことができるのである。

ワラントについてリスク警告義務を強力に要求しているのはイギリスである。このことについては別稿で詳細に論じたので、ここでは、SFAのワラント・リスク警告書の内容の骨子だけを紹介しておこう。

「この警告書は、ワラントのすべてのリスクおよびその他の重要な側面を開示することはできません。貴殿は、これからする取引の性質および潜在的な損失の可能性の範囲を理解しないかぎり、それらの取引をすべきではありません。……」

ワラントは、高度のギアリングを含むことがしばしばであり、それゆえにこそ当該権利行使後の証券の比較的小さな価格の変動が、ワラントの価格に不均合の大きな変動を結果させることとなります。それゆえ、ワラントの価格は浮薄性をもつものといえます。

貴殿は、貴殿の投下資金の損失総額と手数料その他費用とを受ける覚悟をしないかぎり、ワラントを購入すべきではありません……」⁽⁹⁾ というようになっていいる。これを渡した後に顧客が同意してはじめて取引を行うわけである。

たしかに、わが国においても、証券業者が顧客から確認書をとってワラント取引をしているようであるが、リスクの開示がイギリスほどには徹底していないようであり、その点において改善すべきことが多いように思う。その詳細についてはすでに別稿にて論じたところを参照されたい。⁽¹⁰⁾ ワラント取引については、レッセフェール主義が修正されるべきであり、証券業者こそが高度の注意義務を負っていると考えるべきである。

- (1) 大蔵省証券局年報第一〇回昭和四七年版七頁。
- (2) 前注九頁。
- (3) 神崎克郎「証券の国際的な募集・売出し」証券研究一〇二卷二七頁。
- (4) 江頭憲治郎「外国証券の日本における流通」証券研究一〇二卷六二頁によると、日本企業がユーロ市場で発行する新株引受権付社債のワラントの八〇％程度は日本の投資家の所有に帰しているといわれ、平成元年二月一日以後、東京においてもユーロドル建ワラントの業者間取引が始められたという。
- (5) 日本経済新聞一九八九年六月二四日。
- (6) 神崎・前掲注3・二七頁。「しかし、証券の募集・売出しについてこのような定義およびその下での解釈運用においては、取引が数日または数カ月にわたって行われる場合には、勧誘対象者数が五〇人をはるかに超えるときも発行開示を要しないことになり、また、価格を少しづつらせて取引をするときは取引の総額が極めて大きくなっても発行開示を要しないことになり合理的でない」（神崎・同二八頁）という。この批判は正に当を得たものというべきであらう。
- (7) 大蔵省証券局年報第二八回平成二年版二四八頁。
- (8) 松土陽太郎「新株引受権付社債に関する届出省令等の改正について」商事法務九二三号一二頁。

- (9) 拙稿「投資勧誘と個人顧客契約」インベストメント四六卷四号四〇―四一頁。
(10) 前注の論文等を参照。