

株式分割と保管振替制度

福本 葵

1 はじめに

株式分割を実施する企業数は、昨年度では、バブル期八〇年代後半の五分の一以下の水準であり、まだまだ低迷状態を脱したとはいえない。その一方で、インターネットやベンチャー関連企業を中心に、大幅な株式分割を行う企業が増えている。大幅な株式分割によって、株価を引き下げ、株式の流動性を高めようとするものである。

しかし、株式分割については、このところ、二つの問題点が指摘されている。その一つは、株式分割が信用取引の担保割れを招き、ひいては、株式分割が株価下落材料の一つとなっているのではないかとという点である。もう一つは、一株当たりの純資産額が五万円を下ってはいけないという株式分割の制限条項が、台頭しているインターネットやベンチャー企業の実態と合わなくなっているのではないかとという点である。

後者については、前号のレポートで述べたので、本号では、このうち前者について考察することとする。また、株式分割が信用取引の担保割れを招いているのではないかとという問題の解決策として、保管振替制度のみなし預託の利用があげられている。このみなし預託とは、いかなるものを整理し、併せて、保管振替制度の持つ問題点について考えたい。

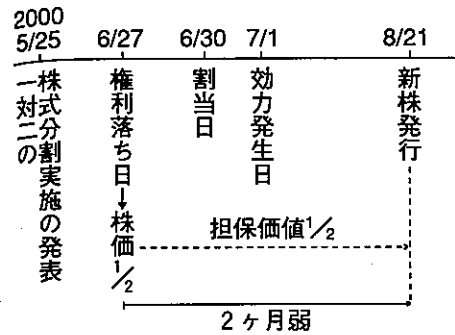
2 信用取引における担保割れ

インターネットやベンチャー関連企業の中には、東証のマザーズやナスダックジャパンといった新市場に株式を公開したものの、株価が高騰し、流動性が低下してしまっているものがある。これらの株式の流動性を高めるため、株式分割を行いたいとする企業も増加している。株式分割の前後で、保有する株式の価値（株価×株数のトータル）は変化しない。株式分割によって株数が増加すれば、株価は低下する。株価が低下すれば、幅広い投資家が投資することが可能になり、株式の流動性が高まることとなる。しかし、現行の分割には、流通の面で問題があることが指摘されている。⁽¹⁾

具体的に考えてみよう。例えば、二〇〇〇年五月二十五日に一対二の株式分割の発表を行った、東証一部上場の久光製薬の場合、権利落ち日は、六月二十七日、新株の割当日は六月三十日である。この場合、株式の効力発生日は七月一日である。通常、券面が発生されるのには、一ヶ月以上かかる。久光製薬の場合、八月二日に、新株が発行された。投資家が新株の売買ができるようになるのは、新株券を入手してからである。

同銘柄株式は、権利落ち日の六月二十七日には、その株価が二分の一になる。株式分割では、株数×株価に変化がないので、株数が二倍になれば、株価は二分の一に減少する。同銘柄を所有する株主は、六月二十七日から新株が発行され、株券を入手する八月二日すぎまでの二ヶ月弱、半分以下の価値の株式しか持たないことになる。株式分割を行う銘柄を信用取引の担保としてい

図1 久光製薬の株式分割〔例〕



る場合、権利落ち日から株式が発行され入手する日まで担保価値が目減りする。そのため、追加の担保を要求される事態も発生する。追加担保の差入れを回避するため、株式分割を発表した銘柄が売却される可能性がある。

株式分割によって、一株当たりの株価は低下する。しかし、株式分割の前後で、配当率が変化しないのであれば、株数の増加によって、配当金は増加することとなる。従って、株式分割は実施企業が将来の業績に自信を持っていることの現れであると解され、従来は株式分割の発表後、株価は上昇することが多かった。しかし、株式分割が担保割れを招くとなると、投資家が不利益を被ることになる。そのため、株式分割の実施することを躊躇する企業も出る可能性がある。

3 みなし預託利用による解決

(1) みなし預託

信用取引における担保割れの原因は、効力発生日と株式が発行され売買が可能になる時点とに一ヶ月以上のタイムラグが存在することにある。この一ヶ月以上の間、所有する株式の価値が目減りしてしまう。そこで、この問題の解決策として、保管振替機構の「みなし預託」の利用する方法が浮上している。みなし預託とは、保管振替機構に預託している株式に対し、株券が発行される前、株券の効力発生日に、分割後の株数が口座に加算され、それと同時に新株についても売買が可能となる仕組みをいう。前述の久光製薬の株式分割の場合、保管振替機構のみなし預託を利用すれば、七月一日の効力発生日には、投資家の口座に新株が追加され、この日から売買が可能となる。株券の発行を待つ通常よりも一ヶ月以上早く売買が可能となる。みなし預託を利用すると、信用取引においても担保割れを生ずることがなく、従って、追加担保を請求されることもなくなる。株式分割の効力発生

に遅滞なく、株式分割による追加株式を売買することができる。

(2) 株式交換のみなし預託導入

また、株式分割以外でもみなし預託が利用されるケースも見られる。東京証券取引所は、新しく導入された株式交換や株式移転にみなし預託を利用すると発表した。

一九九九年一〇月二七日発表の「株式交換法制の創設に伴う「業務規程」等の一部改正について」の中で、みなし預託の採用を発表している。ここでは、一九九九年商法改正の際、設けられた、株式交換制度および株式移転制度に対応する東京証券取引所の規則改正について述べられている。上場会社が株式交換又は株式移転を行う場合には、既存株主は発行会社に株券を提出する必要がある。また、新株が発行されるまでには、四〇日から五日を要しており、新株が発行されるまでは、当該株式を売買することができない。そこで、株式交換等により発行される新株式について、新株券が交付されるまでの間、保管振替機構にみなし預託される新株券の残高をもつて売買及び決済を行うことにより、当該新株式の流通を確保することとすることが述べられている。

(3) 提出株預り証

会社が他の会社を合併する場合、合併比率が一对一である場合には、合併によって消滅する会社の株主の株式を持株数に応じて、存続会社の株式に読みかえればよく、わざわざ消滅会社の株式を提出させ、これを無効とする必要はない。合併の場合、暫くの間、消滅会社の株式の流通を認めることが多い。しかし、消滅会社株式の長期にわたる流通は好ましくないので、通常は、消滅会社が上場企業である場合は、合併期日の属する営業年度の終了時まで、その流通を認めることとしている。

これに対し、合併比率が一对一ではない場合、消滅会社の株主は持ち株を提出し、割合に応じて、存続会社の株式を取得することとなる。これは、既に株主名簿に記載されている株主だけでなく、名義書換を済ませていないが株式を所持する者も同じく提出しなければならない。

通常は、旧株券提出後、新株の交付までは一ヶ月以上かかる。このような場合、何も救済処置がなければ、新株券の交付までの期間、株式を売買することができなくなる。そこで、発行会社の新株発行を事務代行している信託銀行では、新株券交付までの期間、「提出株券預り証」を発行し、これを流通させることにより、合併後の新株式を上場させる手段をとっていた。新株券が発行された後は、この提出株券預り証をもって、新株券の交付を受けることができる。しかし、この提出株券預り証はあくまでも期間限定のつなぎの性格しかもたず、法的にも性格が明確でないという問題を持っていた。

東京証券取引所では、みなし預託を導入するに当たって、従来の提出株券預り証の取扱いを廃止することを発表している。

4 保管振替制度を利用する株主と券面で所有する株主の取扱いの相違

保管振替制度を利用する株主にとって、みなし預託の導入は、新株式の早期の売買を可能にする。株式が発行され、手元に到着してはじめて売買可能であった制度に比べ、一ヶ月以上早く売買が可能となる。保管振替制度を利用していない株主にとっては、同じく株券が手元に到着してから後の売買となる。みなし預託のケースは保管振替制度を利用する株主に対し、利用しない株主よりもメリットがもたらされるケースである。

保管振替制度を利用する株主と券面で所有する株主とは、この他に少数株主権行使、単独株主権行使や単位未済株式の取扱い等において差異が生じる。これらは、保管振替制度を利用する株主が、株券で所有する株主よりも、条件を満たすために株式を長期に保有しなければならないなど、保管振替制度にメリットがあるとはいえないケースである。

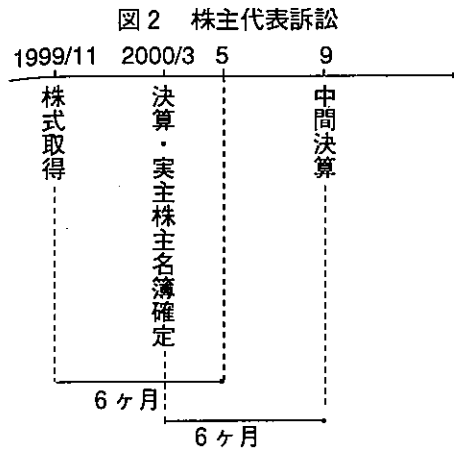
(1) 少数株主権、単独株主権の行使

保管振替制度の株主名簿である実質株主名簿は、期末に確定する。期末に確定された名簿をもとに、配当や議決権行使などの集団株主権が行使される。従って、これら集団株主権を行使する際には、保管振替制度を利用する投資家にも証券を券面で所有する投資家にも扱いに差異はない。

しかし、株主権には、少数株主権や単独株主権もある。少数株主権とは、帳簿の閲覧権（商法二九三条の六）のように一定数の株式を保有する株主に対して行使を認める権利である。例えば、帳簿の閲覧権は、発行済株式総数の一〇〇分の三以上に当たる株式を有する株主に認められる権利である。

単独株主権とは、少数株主権のような保有株式数の条件はない。株主であれば、行使できる権利である。これには、株主代表訴訟（商法二六七条）や名簿閲覧権（商法二六三条）などがある。

この少数株主権や単独株主権の行使の際には、実質株主名簿は名簿の



確定が行われない。そこで、毎日更新される株主名簿に記載される株主（株式を券面で保有する株主）と取扱いが異なる場合が生じる。

株主代表訴訟を例に考えてみよう。株主代表訴訟を提起するためには、六ヶ月前より引き続き株式を有しなければならぬ条件が付されている。例えば、図2に示すように、一九九九年十一月に株式を取得した者が株主代表訴訟を提起する場合、株式を券面で取得し、取得後直ちに名義書換を行えば、要件である六ヶ月は二〇〇〇年五月に到来する。一方、保管振替制度を利用する場合は、株式を発行する企業が仮に三月決算、九月中間決算であった場合、二〇〇〇年三月に初めて実質株主名簿に記載されることになり、要件を満たすためには、九月の中間決算時に引き続き実質株主名簿に株主として記載されていなければならない。この場合、四ヶ月間の時差が生じることになる。

同様に、株主権ではないが、株主優待を受ける基準や、帳簿、名簿の閲覧権行使の際、差異を生じることになる。このような問題は、実質株主名簿の確定のインターバルが長ければ長いほど、制度を利用する株主と利用しない株主との間の差異が広がることになる。平成一〇年の業務規定の改正前は、中間配当制度を導入していない会社や中間無配の会社は、中間期に実質株主名簿が確定されていなかった。これは、平成九年五月一六日証券取引審議会、証券市場ワーキングパーティーでも保管振替制度の改善点として指摘されたものである。

そこで、保管振替機構では、「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」による改正保管振替法が平成一〇年一二月施行されるのに伴い、業務規定を改正している。この中で、それまで行われていた実質株主通知に加え、中間配当導入会社で中間無配の会社と、中間配当制度を利用していない会社においても、営業

年度開始から六ヶ月を経過した日の実質株主について、それぞれ実質株主通知を行うことと変更された。⁽³⁾

少数株主権、単独株主権について保管振替制度を利用する株主と株式を券面で所有する株主との間に差異が生じる問題については、平成一二年六月一六日発表の金融審議会第一部会「二二世紀に向けた証券決済システム改革について―証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ報告―」の中でも指摘されているところである。ここでは、この問題の解決策として、継続所有についての推定規定を設ける等の法的措置を講じる必要があるとしている。

(2) 単位未満株の取扱い

保管振替制度を利用する場合、単位未満株の扱いには注意しなければならない。単位未満株の取扱いも、券面のみを保有する場合と異なっている。

単位未満株は、その発生時期に応じて、三つの形態がある。一つは、昭和五六年商法改正前までに発行された券面で存在する単位未満株である。昭和五六年の商法改正前は、一〇〇株券、五〇〇株券といった株券が発行されていた。

次に、昭和五六年から保管振替制度導入前、または、保管振替制度が導入された後でも、保管振替制度を利用しない登録株である。昭和五六年以降は、例えば、株式分割等で、単位未満株が発生しても、これらは株券として発行されることはなく、株主名簿に登録される登録株となっている。登録株は券面が存在しないので、保管振替機構に預託することはできない。登録株のみを所有する株主には、議決権はないが、利益配当請求権は持っている。

三つ目の形態が保管振替制度に預託した単位株が株式分割等で、増加したために発生する単位未満株である。この他にも券面で存在する単位未満株を保管振替機構に預託する場合にも発生する。単位未満株のみを預託する場合、実質株主名簿に氏名が記載されないので、利益配当請求権もなくなってしまうことに注意しなければならない。

保管振替制度を利用する場合、単位未満株についても差異がある。例えば、同一銘柄の株式をA証券会社を通じて、一〇〇〇株、B証券会社を通じて、一〇〇〇株、保管振替機構に預託している場合、この銘柄が1対1・五の株式分割を行ったとする。この場合、A証券会社を通じ、一五〇〇株、B証券会社を通じ、一五〇〇株保有することになる。合算すれば、三〇〇〇株となり、券面で保有している場合であれば、増加した一〇〇〇株を受け取り、これを市場で売買することが可能である。しかし、保管振替制度を利用した場合には、単位未満株の五〇〇株がそれぞれの証券会社の口座に分かれたままとなる。両方を合算して、一〇〇〇株の単位として、売却することはできない。

また、上記の例で、同一株主が保管振替制度の外で、五〇〇株の登録株を保有している場合においても、この登録株とそれぞれ証券会社に預託されている単位未満株の五〇〇株とを合算して、単位株を発行することもできない。登録株は券面が存在せず、保管振替制度に預託することができないので、保管振替制度内の単位未満株と合算することができない。保管振替制度内の単位未満株も株券として発行することができないので、これらの合算は不可能となる。

株主は、発行会社に対して、単位未満株式を買取るように請求できる権利を持っている(買取請求権)。発行会社は、株主の買取請求権に応じるための自社株取得を認められている。また、発行会社によっては、期間を区

切つて、単位未満株式の買い増しサービスを行うものもある。これは、株主が現在保有している単位未満株式を単位株とするための株数に応じた金額を発行会社に支払うことによつて、単位未満株十支払い金額と単位株とを交換するサービスである。

(3) その他の差異

その他にも若干の差異がある。放送会社や航空会社など法律上外国人等の名義書換が制限されている発行会社の株券を外国人投資家が機構に預託している場合は、決算期末等権利確定日前にあらかじめ機構から株券の交付を受ける。株主としての権利を行使される場合は、早期に名義書換手続きを行う必要がある。また、株主の権利ではないが、株主優待サービスについても、保管振替制度を利用する場合と株券で所有する場合とで、基準日を変えている発行会社もある。東証上場の歌舞伎座等、株主優待サービスを発行会社の希望通りに行うことができないという理由で保管振替制度を利用することに同意しない発行会社もある。

5 まとめ

本稿では、主に二つの点について言及した。一つは前回に続く、株式分割の問題点である。そして、その解決策として、保管振替制度を利用したみなし預託があることを述べた。次に、それと関連して、保管振替制度を利用した株主と株式を券面で所有する株主との違いについて述べた。これは、現在の保管振替制度の問題点へと繋がるものである。

二〇〇〇年六月九日、大蔵省金融審議会の証券決済システム改革に関するワーキンググループ最終会合で、債券等登録法の事実上の廃止が議論され、六月一六日、金融審議会第一部会で決定された。日本興業銀行を代表とする一三〇以上の登録機関で行われていた社債の管理、登録簿の書き換え等の業務は、証券保管振替機構に移転させられる見通しとなった。昨年八月の自民党の債券小委員会の提言後、証券決済制度の改革の議論が行われているが、決済機関の統合はその議題の一つである。決済機関の統合の是非についての議論から一段階進み、保管振替機構に決済機能を統合させる議論に至っている。

保管振替機構が、国債を除く、複数の証券を扱う、統一的な決済機関になる可能性が高くなっている。そのために、現在の保管振替法が規定する対象証券の規定を見直すべきであるという指摘もある。これは、広範囲の有価証券を包括的に取扱うことを予定したものではない。

決済機関の統合は、システム開発投資の重複を避けることができ、制度の効率性を高める。しかし、現在の保管振替機構は、まだ様々な問題を抱えている。預託率も発行済株式総数の三割程度にすぎない。この水準は諸外国に比して低く、制度合理化のメリットを十分に享受できる水準であるとは言い難い。また、証券決済制度やコンピュータ等の技術は、今後も発展して行くものであり、保管振替機構は改革のインセンティブを保たなければならぬ。保管振替機構が行う保管振替制度がいかにして、このようなインセンティブを保つことができるか。その方策を考えなければならぬ段階に入ったのではないであろうか。

注

(1) 日経金融新聞、二〇〇〇年六月八日。

(2) 「現行の株券等保管振替法においては、保管振替機構が発行会社に対し、実質株主名簿を作成するために必要な事項

を通知する時点は権利確定日（決算期日及び中間配当がある会社は中間決算期日等）に限定されている。（株券等保管振替法第三二条）

イ 中間配当制度を導入している会社で中間配当を実施しない発行会社、ロ 中間配当制度を導入していない発行会社については、中間決算期日において保管振替機関から実質株主の通知が行われない。この場合において、実質株主名簿が原則として年一回しか更新されないことから、保管振替制度の利用の妨げとなっている。そこで、株券等保管振替法を改正し、上記イ、ロの中間決算期日についても、保管振替機関から発行会社に対して実質株主の通知を行う旨の規定を追加してはどうか。」

(3) 保管振替機構平成一〇年度事業報告。

(ふくもと あおい・研究員)