

額面株式と無額面株式

福本 葵

1 はじめに

株式分割には、純資産による制限がある。最終貸借対照表上の一株当たりの純資産金額が五万円を下つてはならないという商法二一八条二項後段の規定である。このために、新市場に上場しようとしているインターネットやベンチャー関連企業の中には、十分な株式分割を行うことができないものがある⁽¹⁾。そこで、商法二一八条二項後段の新たな解釈を行い、これによって株式分割をする会社が見られる。また、東証マザーズ上場のマネックスは、上場前に、無額面株一株一円の株主割当増資を三度行つた。これによって、二〇〇〇年三月には二万株であった発行済み株式総数を、六月には一二八万株としている。この結果、八月四日の上場時の初値は、六万三千三百円であり、個人投資家を含め多くの投資家層が購入できる価格に落ち着いた。株主割当増資には、授權株数の制限があり、それ以上の株式を発行することができない。授權株数を増加させるためには、定款の変更が必要であり、一回の定款変更で、四倍までしか増加させることができない。マネックスが三回に分けて株主割当増資を行つたのも、広く投資家が購入することができる価格に至るまで株数を増加させるためには、三回の定款変更が必要であつたためであらう。

商法二一八条二項後段の規定は、額面株式のみならず、無額面株式をも規定するものである。しかし、無額面株式の場合、マネックスが行つたように、株主割当増資によって五万円を下る新株の発行が可能である。マネックスの行つた無額面株式一株一円増資は、株式分割の制限規定を回避して、株数を増加させるものである。そこで、本稿では、額面株式、無額面株式の性質、意義について、立ち戻つて考察したい。日本では、まだまだ少数である無額面株式は、今後活用される要素を包含してはいまいか。

2 額面株式

無額面株式を見る前に、そもそも株式会社金融は、どのように発生したかについて概観したい。ここでは、アメリカの株式会社金融の始まりを見る⁽²⁾。アメリカの額面株式の歴史は、古く植民地時代に遡る。この時、既に、特別法によって本国のイギリスからは独立して額面株式を発行するケースも見られた。株式会社金融の黎明期には、額面株式は会社の資産に対する比例的持分を表示するものとしての意味を持つていた。無額面株式が誕生する以前の額面株式のほとんどが額面一〇〇ドルであり、額面金額での売買が習慣的に行われていた。

アメリカの株式会社制度は、東部の鉄道会社に始まる。東部の鉄道会社であるペンシルヴァニア鉄道の場合、南北戦争以前は、額面五〇ドルの株式を一五万株(額面七五〇万ドル)発行していた。これは、更に株式発行数を二〇万株(額面一〇〇万ドル)にまで増加させる権利を有していた。しかし、資本蓄積の最も進んだ東部のペンシルヴァニア鉄道でさえ、零細な民間投資と公的資本に基づき設立されていた。そのため、低額面(五〇ドル)、株式分割払込制等は零細資金を導入する手段を採用していた。海外市場からの建設資金を直接調達する手段としては、株式よりも社債が用いられることが多かった。

次に南北戦争後の傾向を見る。株主には、額面株式の未払い部分を払い込む義務があつた。この追加支払い義務が株式の募集を困難にした。そこで、ユニオン・パシフィック鉄道が設立したクレディ・モヴィリエを代表と

する建設会社がこの追加払込を排除し、株主の責任を当初の払込部分に限定した。これによって資本の空洞化が始る。実際の建設費を大幅に超過する過大な支払いが行われ、資産は実態的な価値を上回る過大な価格で購入される。一方、株式においては水割が生じる。額面と資産の実態的価値との間には、発行の当初から乖離が生じることとなった。

基本的に保守的な財務政策を継承した東部の鉄道会社とは対象的に、西部鉄道会社の資本の空洞化は顕著であった。東部と外資企業からの資金調達を獲得するためには、実質的にはどうあれ、表面上有利な証券を提供する必要があった。西部の鉄道会社では、株式の水割が行われた。株式の分割払込制を採用し、実質的な額面の引き下げを行った。また、社債販売促進のボーナスとしての無償株発行、社債についても割引発行を行った。これらは、実質的には、会社にとって高利子の借入となる。鉄道建設のための資金は、大部分が社債によって調達され、社債を担保すべき資本の実態は、水割りによって空洞化されていく。

3 額面株式に対する批判

また、額面の意義そのものについても、疑問が呈される。会社設立時には、資産の比例的持分を示す額面に意義はあるが、その後、株式を判断する金額は、出資額から株価へと移行する。株価は、出資額とは独立した擬制的資本価格であり、かつその資本価格は、配当見込みあるいは収益予測によって決定される。こうなると株式における額面金額は実質的に重要性を持たない、単に株券に印刷された名目上の金額となる。そればかりか、株券の券面に額面が印刷されていることによって却って、錯覚や誤解を招く恐れがある。岡本正人（昭和四六年）においても、額面が実質的意義をもたないという点について、複数の論拠をあげている。⁽³⁾一つには、株式は、会社

に対する株主の持分を表すが、これは額面のみが表すものではなく、会社の発行株数と株主の持ち株数のみで持分を把握することができる。額面金額は必ずしも株式の経済的あるいは実質的価値を示すものではない。第二に、株式は、証券市場である一定の貨幣額において評価される。しかし、その評価額は必ずしも額面とは一致しない。それは、経営内容、金融市場、証券市場の如何その他企業の内外所要因によって起因し、絶えず変動する。第三に、配当は額面金額との比率によって表されるが、株主の立場からはそれよりむしろ株式の応募価格または買入価格と配当金額との比率の方が重要である。第四に、株主は、有限責任を負担するが、その出資義務の限度は額面価格と一致しない。株式が額面価格以上の価格で発行され、株式の発行がプレミアム付きであれば、出資責任は額面を越える。また、額面金額は株主が会社の解散の時に残余財産の分配に参加する額を意味するわけではないというものである。議論がこのように推移していく中で、額面は、投資家に対して虚偽の安心感を抱かせるものとして批判されるに至る。

4 無額面株式の発生および変遷⁽⁴⁾

無額面株式に関する議論は、一八九二年、ニューヨーク弁護士協会特別委員会が報告書の中で、無額面の株式会社設立を認めるべきであると説いたことに始まった。しかし、これらの議論は一旦、立ち消えた。

七年後の一八九九年、ニューヨーク弁護士協会特別委員会の一人である F. L. Stetson は、「株券はたんに会社財産の比例的持分を表現するものとして、貨幣価値を何ら表現するものではない。」と述べ、額面の意義を問い直す。ここから更に数年の議論を経た一九〇九年、無額面株式制度は水割株の横行を防止するとの目的でニューヨークの弁護士協会が立法部に法案を提出し、無額面株式の使用を求める。その後も、幾度か上院または下院によ

って拒否され、最終的には一九二二年、ニューヨーク州によって、初めて無額面株式の導入が認められた。無額面株式の導入を認める法律は、一九二二年のニューヨーク州をかわきりに各州で成立した。一九二七年までに他の三九州も無額面を認める規定を設けた。

無額面株式の当初の目的は、水割株の防止であつたが、この目的自体は、果たすことができなかった。アメリカ会社法が、無額面株式の払込金を少額の規定資本金と多額の払込剰余金とに分割することを認めたため、不当に多額の剰余金を捻出し、これを配当や欠損の補填に回したためである。

しかしながら、一九二四年から一九二九年頃にかけて、無額面株式自体は、アメリカの多くの州で著しく普及することになる。A.S.Dewingによると一九二七年から一九三二年設立の新会社のうち、全体の八〇%近くが無額面株式を発行している。

無額面株式の発行が急増した理由には、無額面株式の発行による対価の全額が資本に組み入れられるのではなく、その一部を

払込剰余金に組み入れることができたことがあげられる。しかもその配分は取締役会が決定し、これを配当にも利用できた。

しかし、一九三〇年以後は、形式的には、無額面株から額面株式への移行が始まる。額面株式といつても従来のもものは違い、額面が一ドル、五〇ドルといった低額面株式への移行である。それまでの無額面株式が低額面株式に移行したのは、株式に課せられる租税が原因であつた。株式には通常、三種類の直接税が課される。一つは、設立当初において株式の総数に課せられる設立税であり、二つめは、毎年会社の資本に課せられる営業権税、三つめは、連邦政府及び州によって個々の株式所有移転に課せられる譲渡税である。これらを課税する際、無額面株式については、それまでの額面の主流が一〇〇ドルであつたため額面一〇〇ドルの額面株式と同様に扱われた。この税制は、一九五一年一月の税制改正によって、額面無額面を問わず、課税は実際の発行価格に対し、各々一〇〇ドルにつき一〇セントとなる。しかし、現在のアメリカにおいても無額面株式が大半を占めている。これは、純粋無額面ではなく、実質無額面の低額面株（一ドル、五ドル等）の割合が多い。

5 無額面株式のメリット、デメリット⁽⁵⁾

額面株式の額面が表すものは、設立当時の会社財産の比例的持分を表現するものとして、貨幣価値を何ら表現するものではない。アメリカの鉄道会社に見られるように、株式会社発生当初は、会社を貸借対照表上の財産によつて判断し、会社財産の比例的持分を表現する額面に意義があつた。しかし、その後、中心となる産業も鉄道会社から重工業産業へと移行し、会社を判断するものは、収益性等、資産だけではなくなつた。更に、近年では、サービス産業、IT産業等益々、簿外資産によつて判断する割合が大きくなつてきているといえよう。

TRENDS OF PAR AND NO-PAR COMMON STOCK
PUBLIC UTILITY CORPORATIONS

Period	Number		Per Cent No-Par
	Par	No-Par	
1915-17.....	27	2	6.9
1918-20.....	13	3	18.8
1921-23.....	13	24	64.9
1924-26.....	21	82	79.6
1927-29.....	5	87	94.7
1930-32.....	none	17	100.0
INDUSTRIAL CORPORATIONS			
1915-17.....	61	19	23.7
1918-20.....	36	36	50.0
1921-23.....	36	44	55.0
1924-26.....	26	82	75.9
1927-29.....	16	134	89.3
1930-32.....	6	18	75.0
INDUSTRIAL AND PUBLIC UTILITY COMPANIES TOGETHER			
1915-17.....	88	21	19.2
1918-20.....	49	39	44.3
1921-23.....	49	68	58.1
1924-26.....	47	164	77.7
1927-29.....	21	221	91.3
1930-32.....	6	35	85.4

(出所) A.S.Dewing, The Financial Policy of Corporations Fifth Edition
Volume II P59

無額面株式の発生は、額面株式の額面への批判から生まれたものであり、無額面株式のメリットは、額面株式のデメリット、無額面株式のデメリットは、額面株式のメリットとなる表裏の関係にある。

アメリカにおいて、無額面株式の導入に対して、反対派と賛成派に分かれていた。以下では、導入の賛成派であるA.S.Dewingの議論を中心に、無額面株式のメリットとデメリットを見てみよう。

額面株式は、会社の正味財産価値と資本金額の不一致を包含する。無額面株式の採用によってこれらの間の不一致からくる不合理が解消される。株式の投資価値は本来会社の正味財産または収益力から決定されるべきものである。

Dewingは、「銀行や生命保険会社のように全ての資産が金銭によって出資される比較的例子が少ないケースを除いて、投資家が、萌芽期にある会社が当初保有している様々な種類の財産に対して正確な金額的価値を示すことは困難であり、多くの場合不可能である。仮にその金額の総額が表記されているのであれば、それは通常、恣意的で擬制的な詭弁を示している。」と述べている。

また、無額面株式は投資家に投資価値の調査研究を要求し、株式の適正評価を促す。額面がなければ、基準となるものがなく、投資家は、現在および将来の会社収益や会社やそのマネージメントの歴史、その産業における水準等をバランスシートやその他の情報から判断しなければならない。このように、投資価値を判断することによって、社会的に価値のない企業には投資しなくなる。反対に、無額面株式に反対する者にとって、投資家が調査しなければならぬこの特徴を無額面株式のデメリットと捉える。つまり、投資家にとっては、額面が投資価値決定の拠り所となるものであり、基準である。無額面株式の場合のような価値の調査研究が必要であることは、煩雑で分かりにくいとする。

また、無額面株式の当初の目的である水割株の防止を利点にあげるものもある。取締役または発起人が資産の故意な過大評価を行い、水割株を発行する機会が減少する。しかし、これに対しても、反対派は、無額面株は莫大な発起利益を収める手段に使われがちであり、また、低価で発行し、旧株主の利益を害する危険があるとしている。実際、無額面株式を採用したことが、水割株の防止にはつながらなかった。

更に、無額面株式のメリットとして、会社の資金調達、整理、合同を容易にする点があげられた。無額面株式は任意の公正価格で売り出すことができ、減資に便利である。無額面株によりポーンナス株の発行が容易になる。

一方、反対派が無額面株式のデメリットとして取り上げる点に、無額面株式の発行対価の一部を資本金として計上、残りを剰余金とするとき、この剰余金が大抵、多額になる。そして、その配分について制限規定が少ないために、一部を配当に流用するなど、会社に無責任な財務処理をさせる可能性があるとするものである。

これに対して、岡本正人（昭和四六年）は、「それは、無額面株式そのものいわば無額面株式の本質に対する反対ではなく、無額面株の法的欠陥にもとづく大衆欺瞞を働いたものであると理解することができる。」としている。

6 日本における無額面株式の歴史

これまでは、アメリカの無額面株の歴史や議論を中心に見てきたが、日本においてはどのような経緯で導入され、今までのような会社が無額面株式を発行したであろうか。

昭和二五年、無額面株式がアメリカにならって日本に導入された。昭和二七年には、三菱倉庫が再評価積立金の資本組入れにあたり株主に一対一の無償交付を行った。その際、自己資本比率を高めながらも、発行株式数を

株式の額面別上場会社数・株式数

額面	上場会社数			上場株式数		
	市場第一部	市場第二部	合計	市場第一部	市場第二部	合計
	社	社	社	億株	億株	億株 %
無額面(全株)	8	1	9	8.1	0.0	8.1(0.2)
無額面(一部)	2	—	2	3.6	—	3.6(0.1)
20円	4	—	4	5.9	—	5.9(0.2)
50円	1,292	489	1,781	3,282.5	121.7	3,404.2(97.9)
500円	24	6	30	54.8	0.3	55.1(1.6)
5,000円	3	1	4	0.1	0.0	0.1(0.0)
10,000円	—	1	1	—	0.0	0.0(0.0)
50,000円	7	—	7	0.2	—	0.2(0.0)
合計	1,340	498	1,838	3,355.0	122.0	3,477.0(100.0)

(出所) 東京証券取引所「東証要覧1999」。

少なくすることによって、配当金負担の圧迫回避を目的で、無額面株式を発行価額一〇〇円で発行を実施した。

住友金属工業は、昭和三十七年六月十五日現在の株主に一対〇・六の割合で、発行価額一株につき四五円、払込金額も四五円、発行価額のうち資本に組み入れる金額は一株につき四五円で総額三億五七六〇万株の無額面株式を発行した。発行する株式を無額面としたのには理由がある。世界銀行からの借款に対する条件の関係で、一定の自己資本比率を維持するため、新株を発行する必要があった。しかし、当時株価が額面を下回っており、額面株式の発行は不可能であったためであり、また、再評価積立金の残高も少なくなっており、抱き合せ増資も不可能であったためである。会社も無額面株式の発行は、例外的措置であるにとらえ、各界も大型株を大量に無額面株式として発行することに抵抗を示した。現在でも、発行株式の大半が額面株式であり、無額面株式を発行している会社は少ない。

7 日本における額面株式と無額面株式の異同

額面株式も無額面株式も一株としての価値は等しく、議決権や利益配当請求権は、額面株式も無額面株式にも等しく与えられている。

異なる点といえば、会社設立時において、額面株式の場合、一株の金額は五万円を下回ってはならない(商法一六六条二項)が、無額面株式の発行の際には、その発行価額は五万円を下回ってはならない(商法一六八条ノ三)という規定がある。また、会社設立後は、無額面株式は、時価発行が可能であるが、額面株式は、商法二〇二条二項の制限、額面未満の発行を禁止する規定がある。

会社の設立時、株式の発行価額の二分の一を超えない額は、資本に組み入れないことができる。この時の制限について、額面株式の場合は、額面額、無額面株式の場合は、五万円を超える部分に限るといふ但し書きがある。

額面株式と無額面株式の取扱いについては、昭和五六年改正が加えられたものである。それ以前、無額面株券発行の場合は、発行価額のうち、少なくとも四分の三は資本に組み入れなければならなかった。一方、額面株式であれば、時価発行をした場合でも額面額だけを資本に組み入れ、残りは、資本準備金として積立てておくことができた。昭和五六年以前は、このような差異があることから無額面株式の発行が回避された。しかし、現在このような差異はなくなっており、実質的に額面株式と無額面株式の差異は極めて小さくなっている。

8 日本における無額面株式の将来性

アメリカにおいて、無額面株式が最初に導入されたのは、一九二二年であり、古い歴史を持つ。当時の議論では、額面の意義が問われ、額面を持たない無額面株式の利用が提案、採用される。額面は株式会社金融黎明期には、財産の比例的配分を示すものとしての意味を持つが、それ以降は単なる擬制にすぎないとする。企業を判断する基準は、額面ではなく、収益率であるという認識が高まる、このような認識とともに、無額面株式が発生す

る。

無額面株式の発生から百年近くの時を経て、アメリカでは、実質無額面株式である低額面株式が大半を占めるようになってきている。一方、日本では未だ額面株式が大半をしめている。平成二年の商法改正時には、多くの株式の額面である五〇円は、低すぎる、または、意味がないとして、改正が加えられたが、この引き上げの実質的目録は当時猛威を振るっていた特殊株主を株主総会から排除することにあつた。このような経緯で額面五万円への引き上げと単位株制度が導入されたが、今、これらが見直されている。二〇〇〇年九月六日、法務省法制審議会は、二〇〇三年を目途に、商法の抜本的な改革を行うことを決定、発表した。同日の法制審議会商法部会第一四六回会議の議事録でも、IT関連企業を中心に、商法二一八条の株式分割制限条項撤廃要望が経済界等から出されていくことが議論となつていく。ここでも、これに関連して、株式の単位株制度、一株当たりの純資産額を五万円とするための株式併合の制度、ひいては額面株式制度自体の存在意義についても議論を進めて行くべきだとしていく。経済団体連合会は、先の法務省の商法改正案発表を受け、一〇月七日、「商法改正への提言」を発表した。⁽⁶⁾この中で、株式分割の際の純資産額規制の撤廃を早期に成立を求める項目の一つに述べている。実現可能であり、かつ近年の企業再編法制の効果を高める観点から緊急性があると述べている。商法二一八条の株式分割制限規定の撤廃論は、単位株制度および額面制度の意義を再考する契機となつていく。

(55)

注

- (1) 拙稿「株式分割の制限(商法二一八条)の新解釈」
- (2) 佐合紘一「企業財務と証券市場—アメリカ株式会社金融の成立—」同文館、昭和六一年参照。
- (3) 岡本正人「株式会社金融の研究(新版)」、有斐閣、昭和四六年、一二七頁—二二八頁。
- (4) 岡本正人、前掲、一三三頁—一三五頁参照。
- (5) A.S.Dewing, The Financial Policy of Corporations Fifth Edition Volume I, 1953, pp59-65.
正木久司「株式会社財務論」、晃洋書房、一九九三年、一六一頁—一六七頁。
- (6) 「商法改正の提言」(社)経済団体連合会、二〇〇〇年一〇月一七日。

(ふくもと あおい・研究員)

(56)