

株式分割と保管振替制度

福 本 葵

要 旨

インターネット関連企業を中心に大幅な株式分割を行う企業が出現している。これらの企業の中には、新市場に新規公開したものの、株価が高騰したために、売買が硬直してしまったものがあつた。そこで、大幅な株式分割を行うことによって、株価を引き下げ、株式の流動性を高めたいとするニーズが高まつた。

しかし、ここにきて株式分割については、二つの問題が指摘されている。一つは、株式分割を行う際、商法218条2項後段の一株当たりの純資産制限があるため、流動性確保のために必要とされる株式分割ができないといった問題であり、もう一つは、株式分割が信用取引の担保割れを招き、株価の下落材料になっているという問題である。

株式分割の純資産による制限規定は、昭和56年商法改正時に設けられたものである。商法218条2項後段が要求する資産についての考え方は、この条文が作られた昭和56年時点と、現在とでは変化しているという意見がみられる。つまり、昭和56年当時主流であつた製造業については、純資産の制限は有効であつたが、会社の資産を知的所有権や情報、技術力等、貸借対照表に記載されない財産をその拠り所とするインターネット関連企業を純資産のみで企業を評価するのは適切でないとするものである。これらの企業の中には、株式分割制限規定に新たな解釈を行うものや無額面株式の一株一円株主割当を行つて、制限規定を回避するものが現れている。

さらにもう一つの問題として、株式分割によって信用取引に担保割れを招くという問題がある。これについては、保管振替制度のみなし預託を利用して、担保割れを回避しようという解決策が考えられている。みなし預託を利用することによって、株式の効力発生日に分割後の株数を加算し、それと同時に新株の売買を可能にすることができる。しかし、これには、保管振替制度を利用する株主と利用しない株主との扱いに差異が生じるという批判がある。これに付随して、保管振替制度を利用する株主と利用しない株主との差異について言及し、保管振替制度そのものの問題を取り上げる。

目 次

- I. はじめに
- II. 株式分割とは
- III. 商法218条2項後段による制限
 - 1. 商法218条2項後段の成り立ちと意義
 - 2. 昭和56年商法改正
 - 3. 額面株式と無額面株式
 - 4. 商法218条2項後段の新解釈
 - 5. その他流動性向上策
 - 6. 商法改正 (小括)
- IV. 株式分割による信用取引の担保割れ
 - 1. 信用取引における担保割れ
 - 2. みなし預託利用による解決策
- V. 保管振替制度の問題点
 - 1. 少数株主権, 単独株主権の行使
 - 2. 単位未満株の取扱い
 - 3. その他
- VI. 保管振替制度の改革
- VII. まとめ

I. はじめに

1999年度上場企業のうち、株式分割、そのうち、平成2年商法改正前の名称という無償交付、無償増資を実施した企業は、52社であり、店頭公開会社では70社であった。1998年度は上場企業が37社、店頭公開会社は43社であったので、実施会社数はそれぞれ15社、27社と増加している。しかし、98年度の実施企業数は過去10年間で最低であり、99年度から2000年にかけて、多少増加したといえども、まだまだ低迷状態を脱してはいない。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も出現している。これらの企業の中には、東京証券取引所のマザーズや店頭登録市場等に新規公開したものの、株価が高騰したために、流動性が低下してしまったものがあつた。そこで、大幅な株式分割を行うことによって、株価を引き下げ、株式の流動性を高めたいとするニーズが高まった。

しかし、ここにきて株式分割については、二つの問題が指摘されている。一つは、株式分割を行う際、一株当たりの純資産の制限があるた

め必要とされる株式分割ができないといった問題であり、もう一つは、株式分割が信用取引の担保割れを招き、株価の下落材料になっているという問題である。

II. 株式分割とは

株式分割とは、資本準備金や利益準備金、額面超過額を資本に組み入れ、または、既存の株式数を細分化し、発行済株式総数を増加させることをいう。現行商法でいう株式分割には、平成2年商法改正前の名称での株式分割、株式配当、無償増資、無償交付がある。これらは、平成2年の商法改正に際し、いずれも「株式分割」に統一された。

平成2年改正前の無償増資は、資本準備金または利益準備金の一部を資本金勘定に組み入れ、組み入れた資本金に見合った新株を既存の株主に対して交付することをいった。また、改正前の無償交付とは、資本金の額面超過額引当によって、新株を発行するものである。額面超過額は、公募増資や転換社債の株式への転換によって増加する。無償交付は、無償増資と異なり、登録免許税が課されず、臨時報告書も要求

されないことから、実施社数の割合で見ると圧倒的に無償増資よりも多くなっている¹⁾。更に、従来の株式配当は配当として支払う現金の一部を新株の発行によって代えるものである。

また、現商法の株式分割の中には、従来の無償増資、無償交付、株式配当を除き、既存の株式数を細分化して、発行済株式総数を増加させる旧商法における株式分割も含まれる。

株式分割には、額面株式で額面の変更を伴うものと、無額面株式のものがある。額面の変更を伴うものは、旧株券を回収し、それに対する新株券を交付しなければならない²⁾。無額面の場合は、旧株券の提出を求める必要はなく、増加分の新株式を追加発行するだけで足りる。昭和56年の商法改正前までは、額面株式を無額面株式に一斉転換することが許されていなかったが、改正以後は、額面株式を無額面に一斉転換し、それと同時に株式分割を行うことも可能となった。株券の提出を求めない分、無額面の方が株式分割を容易に行うことができる。

株式分割は、準備金等が組み込まれるか、単に細分化するだけであり、資金の新たな払い込みが発生しない。株数が増えるだけで、発行株式の時価総額に変わりはない。つまり、株式分割の前後で、株式数と株価を乗じた総額に変化がない。従って、株式分割が行われると一株当たりの株価は、調整が行われ下落する。株式分割を行って、株式が増加した分、一株の価値は希釈する。

そうであれば、なぜ株式分割を行うのであろうか。その理由の一つは、株式分割によって、株式の流動性が高まることにある。株式分割によって株価が下がると、流通単位の株式を購入する金額が下がる。株価が下がれば、個人投資家を含め、多くの投資家が購入することができ、

株式の流動性を高める。

また、一株に対する配当金が株式分割前と変わらないのであれば、株式分割によって、株数が増加した分、配当金は増加することになる。株式分割を行うということは、一般に、その会社が将来の成長に自信を持っているということの現れであると解されてきた。株式分割によって株数が増加した後も、例年通りの配当を行うことができるかと予測しているからである。

Ⅲ．商法218条2項後段による制限

このところ取り上げられている株式分割の問題点には主に二つある。一つめの問題点は、株式分割を制限する規定である商法218条2項後段の規定のために、例えば、不動産や現預金といった資産を十分に持たないインターネットやベンチャー関連の株式分割が行えない点にある。しかし、株式分割を行いたいとする企業は、まさにこのような企業であり、産業界からは、商法218条2項後段の規定の撤廃を求める声が上がっている。

1．商法218条2項後段の成り立ちと意義

商法218条2項後段は株式分割にあたって一株当たりの純資産が5万円を下回ってはならないとする規定である。株式分割については、平成2年の商法改正によって、それまで、株式分割、無償増資、無償交付、株式配当と分かれていたものが、「株式分割」に統一された。商法218条2項後段はこの時、それぞれの制限規定であったものがまとめられたものである。平成2年の商法改正前には、無償交付については、商法293条の3、第2項後段、293条の3の2第2項の制限規定があり、これを直接規定のなか

った従来の株式分割に準用していた（改正前商法293の4第3項）³⁾。

一株当たりの純資産額が5万円を下ってはいないとするこれらの規定は、昭和56年の商法改正の際に設けられたものである。昭和56年の商法改正は、株式の額面金額の引き上げと単位株制度の導入が大きな柱であった。改正ではまず、会社設立の際の最低発行価格を5万円と定めて出資単位の引き上げを図った（166条第2項他）。次に、会社の設立後、無制限に出資単位の引き下げを行うことができれば、設立の際の出資単位の引き上げの意味が失われるため、株式の細分化に歯止めをかける方法の一つとして、総資産額が5万円を下る株式分割を行うことができないものとした。以下、この改正について詳しく見ることにする。

2. 昭和56年商法改正

昭和56年商法改正の目的は、株式の単位引き上げであった。これは、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を目的としたものであった。特殊株主は、一株、二株といったわずかな株式を購入し、これによって株主となって議決権を取得し、株主総会において不規則発言を繰り返すなどの行為を行っていた。

株主としての地位は、細分化された均一最低限の単位（額面）を複数持つ。これは、株式会社が多数の株主の存在およびその流通を予定しているからである。株式会社は、各株式について、その有する株式数に応じて平等に取り扱えばよい（商法293条）。しかし、多くの会社が採用している額面50円という数字に何らかの実質的根拠があるわけではない。

昭和56年商法改正において、特殊株主排除の

立場から額面50円を低額であるにとらえ、この株式単位の引き上げを図るためにいくつかの措置が取られた。第一には、会社設立の際発行する株式については、額面株式の場合は、一株の金額を5万円以上とし（商法166条第2項）、無額面株式の場合は、発行価額を5万円以上とすることとされている（商法168条の3）。第二に昭和56年商法改正以前に設立された既存会社も含めて、単位株制度がとられた。単位株制度とは、額面株式の額面5万円に相当する数の株式（額面50円であれば、1000株）を一単位とすること、一単位に満たない株式については、利益配当請求権等は認めるが、議決権等の共益権は認めないとするものである。以上の方策によって、昭和56年以後に設立される会社には、額面5万円、改正前設立の会社には、1000株単位の単位株制度が導入され、株式の単位が引き上げられた。

更に、このようにして、一旦行われた株式の単位引き上げが、その後の株式分割などにより実質的に引き下げられることのないよう、引き下げ防止策が講じられた。一つには、株式の併合がある。会社は、最終の貸借対照表によって、一株当たりの純資産額が5万円に満たない場合は、その額を5万円以上とするために、株主総会の特別決議によって株式の併合を行うことができるとしている（商法214条）。二つめは、株式単位の維持を図るために、商法218条2項後段によって、一株当たりの純資産が5万円を下回る株式分割の禁止を定めている。

以上のように規定される額面の引き上げおよび単位制度により、株主が議決権を取得するためには、一単位（額面5万円の株式であれば一株、額面50円であれば1000株）の株式取得が必要となる。当時猛威を振るっていた特殊株主は、

一株、二株といった株式の取得により株主になることで株主総会に出席、発言していたが、これが不可能となった。そして、商法218条2項後段は、株式の併合規定とともに一旦引き上げられた株式の単位をその後、引き下げられることのないよう防止するものであった。

3. 額面株式と無額面株式

このように、日本における昭和56年商法改正では、特殊株主排除のため投資単位が引き上げられた。この時設けられた商法218条2項後段の存在意義は、額面を5万円とし、また、額面5万円に見合う純資産の裏付けを持つ株式発行を維持するべく一株当たりの純資産額をもとに株式分割を制限するものである。しかし、株式は、一旦出資されると、出資金額やその比例的持分である額面は形式的な意味しか持たなくなる。株式の投資価値は出資金額とは別に、例えば市場での評価などによって決定される。額面に純資産の裏付けを必要とする商法218条2項後段の存在意義は株式の額面に実質的意義を認めようとする額面株式制度によって裏打ちされていると考えられる。したがって、商法218条2項後段の存在意義を問う議論は、額面株式制度そのものの問う議論へと繋がっていくものである。

一方、額面が実質的意義を持たないという指摘には、複数の論拠があげられている⁴⁾。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現されるが、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。

2000年9月6日、法務省法制審議会が発表した商法改正案においても、産業界が商法218条2項後段の株式分割制限条項の撤廃を要請していることを論議しており、この株式分割制限条項の撤廃に関連して、額面株式制度そのものの廃止まで視野に入れていることが述べられている。日本における商法218条2項後段の株式分割の制限規定は、額面株式、無額面株式の双方を規定するものである。この規定の撤廃を求める声の中に、少なくとも無額面株式については、柔軟な対応を求めるものがある。

アメリカにおいては、額面そのものの意義を疑問視する議論から無額面株式が誕生している。実質的な無額面株式が中心であるアメリカでは、株式分割の制限規定が存在せず、純資産の少ない企業でも株式分割を自由に行うことができる。そのため、株式分割を行う企業も多く、また、その大半が1対2以上の大幅な分割を行っている。例えば、アメリカのYahooは、2000年2月14日、1月20日を基準日として、1対2の株式分割を行った。Yahooは、1997年に、2対3、98年には、1対2、99年の1対2の分割

に続くものである。Yahooの1999年の一株当たりの純資産額はおよそ2ドルとなる。

アメリカの額面株式の歴史は植民地時代に遡る。アメリカでは、特別法によって、イギリスからは独立して額面株式を発行することができ、初期にはこのようなケースも見られた。アメリカの株式会社金融は、東部の鉄道会社に始まるが、これらも通常、額面100ドルの株式を発行していた⁵⁾。

株式は額面で売却されることが習慣的であり、初期の株式会社金融において、額面株式は会社財産、または会社の擬制的所有を示していた。額面の合計金額は、通常発行会社のバランスシートにおける株式資本を表しており、所有する額面金額の合計がその会社における比例的持分を示していた。また、発行会社から額面以下で株式を購入する場合には、購入金額と額面金額の差額に対する責任を負っていた。したがって、額面はそれを保有する者の責任を示すものと認識されていた。

しかし、このような額面に対して疑問を呈する意見が見られ、これが無額面株式の誕生へと繋がっていく。額面は、株式会社金融の初期には、会社資産の比例的持分表示として意味を持っていた。しかし、その後、株式が額面とは独立した価格で売買されるようになる。株式が代表する金額は、出資額から株価へと移行していく。株価は配当見込みや収益率によって決定されるものであり、出資額の比例的持分を示す額面がこれまでの意義を持たなくなってくる。額面はもはや実質的な意義を持たず、むしろ投資家に虚偽の安心感を抱かせるものであると捉えられる。

このような額面に対する批判から、1912年ニューヨーク州で初めて無額面株式の利用が法制

化される。これに続きほとんどの州が無額面株式の利用を認め、1924年から1929年頃まで無額面株式は著しく普及することとなる。A.S. Dewingによると1924年から1929年までの産業および公共会社のうち、無額面株式を発行している会社は全体の70%以上を占めている。

しかし、1930年以降、無額面株式の多くが、低額面株式に変換される。これは、無額面株式に対する税金が、それまでの主流であった100ドル額面株式と同様に扱われたためである。無額面株式は、1ドル、5ドルといった低額面株式に移行した。1951年の改正によってこの税法は改正され、額面無額面を問わず、課税は実際の発行価格に対し、100ドルにつき10セントが課せられることとなった。しかし、現在でもアメリカの流通株式の大半が低額面株式となっている。低額面株式は実質的には無額面株式と変わらないと考えてよいであろう。

日本においても無額面株式制度は存在するが、これは昭和25年、アメリカを手本に導入されたものである。額面株式の場合、額面未満の発行は許されていない。従って、業績が悪化し、株価が額面を下回ってしまった時、しかも、新株発行によって資金を調達したい場合は、減資をして、株式の時価を額面以上に引き上げなければならなくなる。これを回避するために、無額面株式は導入された。しかし、実際には、無額面株式を発行したケースは非常に少なく⁶⁾、例外的なものであった。日本において、無額面株式を発行することは、業績悪化のシグナルとみなされ、極力発行が回避されたからである。

4. 商法218条2項後段の新解釈

商法218条2項後段が要求する資産についての考え方は、この条文が作られた昭和56年時点

と、現在とでは変化しているという意見がみられる。つまり、昭和56年当時主流であった製造業については、純資産の制限は有効であった。しかし、会社の資産を知的所有権や情報、技術力等、貸借対照表に記載されない財産をその拠り所とするインターネット関連企業やベンチャー企業の大半は、株式分割に十分な資産を持たない企業が多い。しかし、これらの企業の新規公開が相次いでおり、また、新規公開と共に、非常な高値をつけている。これらの企業の中には、高値のままでは十分な流動性を維持することはできないため、株式分割を行いたいと考える企業も増加しているのである。

このような企業の中で、商法218条2項後段の規定の「最終の貸借対照表により」という文言につき、新たな解釈によって、株式分割を押し進める会社が出始めている。

商法218条2項後段のいう「最終の貸借対象表」とは、年一回の本決算のことを意味するのが従来の解釈であった。新解釈とは、中間決算や、直前に増資を行い、これに基づく直近の一時点での決算をベースに株式分割を行うものである。

店頭公開のグットウィルグループは、平成12年5月22日付けで1株を2株に分割している⁷⁾。グットウィルグループの分割後の発行済株式総数は176,268株になる。商法218条2項後段の規定を従来通りの解釈とすると、最終の貸借対照表は、1999年6月の本決算のものをを用いる。このときの総資産額は、899百万円である。これを先ほどの176,268株で除すると5,100円となり、5万円には満たない。しかし、グットウィルグループの発表によると平成12年2月21日現在の資本金だけで、13,629百万円以上で、これを先ほどの分割後の株式総数で除すると、77,322円となり、5万円を上回る。店頭上場の楽天、東証マザーズ上場のメッツも同様に、新解釈による株式分割を行っている（表2）。

5. その他流動性向上策

（1）株主割当

株式分割以外にも流動性を高めるには、商法218条2項後段の新解釈の他にいくつかの方法がある。東京証券取引所マザーズへの上場したマネックス証券は、上場前に、無額面株式一株につき、一円の株主割当増資を繰り返した。

表1 2000年大幅な株式分割を行った主な企業

企業名	市場	分割比率	権利落日	割当日
日本電産	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
ソニー	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
アドヴァン	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
日本テレビ放送網	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
コナミ	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
ベネッセコーポレーション	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
ニッポン放送	東証二部	1対2	3月28日	3月31日
富士通サポートアンドサービス	東証二部	1対2	3月28日	3月31日
ジャック	東証二部	1対2	3月28日	3月31日
メッツ	マザーズ	1対3	3月28日	3月31日
ソフトバンク	東証一部	1対3	4月25日	4月30日
UBS	外国部	1対2	4月27日	5月5日
楽天	店頭	1対8	5月26日	5月31日

表2 新解釈による株式分割の例

企業名	グットウイル グループ	楽天	メッツ
市場	店頭	店頭	マザーズ
額面・無額面	額面	無額面	額面
分割比率	1対2	1対8	1対3
割当日	2000年5月22日	2000年5月31日	2000年3月31日
増加株式数	88,134	86,360	10,840
分割後株式数A	176,268	98,720	16,260
最終の貸借対照表	1999年6月期	1999年12月期	1999年3月期
最終の純資産B (円)	899,000,000	987,000,000	548,000,000
B/A (円)	5,100	9,997	33,702
新解釈の基準日	2000年2月21日	4月の公募以降	2000年3月6日
基準日の資本金C (円)	13,629,490,000	16,380,000,000	2,346,750,000
C/A (円)	77,322	165,923	144,326

三度にわたる株主割当増資の結果、2000年3月末には2万株であった発行済株式総数を、6月末には、128万株としている⁸⁾。この結果、8月4日の東証マザーズ上場後の初値は、63,300円であった。

マネックスの株主割当は、無額面株式一株一円であったが、1999年度は、店頭登録銘柄であった旧マスターネット株式会社⁹⁾が中間発行による株主割当を行った。同社株は5万円の額面株式である。マスターネットが店頭銘柄となったのは、1998年12月と、公開後日が浅く、また、株価の変動幅が大きく、公募増資の実施が難しい状況にあった。株価の上昇によって、投資家層を狭めないためにも、株式分割等による株価の引き下げが期待された。しかし、額面超過額、資本準備金が十分でなかったため、株式分割を実施しても、小幅なものに止まり、目的である株価の引き下げを期待することができなかった。そこで、中間発行による株主割当を行ったとされている¹⁰⁾。

株主割当増資には、発行済株式総数の四倍を超える株数を発行することができない(商法347条)という授權株数の制限がある。授權株数と

は、株式の発行枠をいい、定款記載事項であり(商法166条1項3号)、授權株数を増加させるためには、定款の変更が必要である。しかし、その枠内であれば、取締役会の決議により新株を発行できる。一回の定款変更で、その時点での発行済株式総数の四倍までしか増やすことができないので、マネックスは三回の定款変更によって、授權株数を増加させ、それに伴って、三度にわたる株主割当によって、発行済株式総数を2万株から128万株に増加させたものと思われる。定款変更のためには、株主総会の特別決議が必要である。

このように株主割当には株式分割とは異なった制限がある。また、株主割当は、有償発行であるので無償発行の株式分割よりも手続きにコストもかかる。しかし、前述のように、額面、無額面に関係なく商法218条2項後段が適用されることを考えれば、一株当たりの純資産額が5万円を下る会社においては、株式分割を行うことができない。これに対し、無額面株式の場合、株主割当にはこのような資産による制限規定がない。従って、無額面株式一株一円の株主割当は、商法218条2項後段を回避するための手

段であったことは否定できない。一株一円という価格による株主割当は、本来の有償増資の目的である資金の調達の意味は成さない名目的な増資であり、実質的には株式分割と変りがない。

昭和56年以降設立された会社の額面は5万円以上でなければならないことや（商法166条2項）、額面株式の発行価格は額面額以上でなければならないこと（商法202条2項）、有償無償抱き合せ増資の場合でも額面5万円以上でなければならないこと（商法280条の9）を考えると額面株式の場合は、5万円を下る新株発行はできない。しかし、無額面株式の場合の株主割当については、このような制限を設けていない。従って、一株一円株主割当は商法に違反するものではないであろう。また、既存の株主の利益を害するものではない。

日本においては、現在も額面株式が中心であり、無額面株式を発行している会社は極めて少ない。極めて少ない無額面株式において、株式分割と株主割当の取扱いが異なることについては、昭和56年商法改正当時、重要視していなかったものと思われる。

（2）売買単位の引き下げ

また、このところ多く見られるのが、売買単位の引き下げである。これは、現在の株式分割のうち、無償増資、無償交付および株式配当を除いたものである。これまで、1000株を売買単位としていたものを100株や500株に変更することをいう。株式分割による売買単位の引き下げにより、流動性を高め、投資家の拡大を図ろうとするものである。東京証券取引所等に上場する場合には、一定の株主数を充たさなければならないので、上場を予定している企業の中には投資家数増加の手段として、売買単位の引き下

げを行うものもある。このような売買単位の引き下げについては、93年度より株券の発行についての印紙税を非課税とする特別措置が取られており、これが2001年3月末まで繰返し延長されている。新株発行の際の費用のうち、印紙税はかなりの割合を占めることから今後も引き続き売買単位の引き下げを行う企業が増加すると予想される。東京証券取引所では、投資単位が著しく高い上場会社に対し、売買単位の引下げを要請し、また、実施企業の負担が増加しないよう優遇、緩和措置を設けている。

6. 商法改正（小括）

商法218条2項後段の新解釈による株式分割も、マネックスが行った無額面株式の一株一円増資も商法218条2項後段による制限を回避するための策であった。これらの方法は、現在の株式分割が直面している問題の抜本的解決策ではない。本来の議論は、商法218条2項後段の意義を問い直すべきものである。

2000年9月6日、法務省法制審議会は、今後2年、2003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、法制審議会商法部会第146回会議の議事録でも、IT関連企業を中心に、商法218条2項後段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ることが議論となっている。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5万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る。

経済団体連合会は、先の法務省の商法改正案発表を受け、10月7日、「商法改正への提言」を発表した¹¹⁾。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的効果を高める観点から緊急性があるとしている。

商法218条2項後段の株式分割制限規定の撤廃の議論は、単にこの条文のみならず、株式の額面制度にも議論がおよぶ重要な契機となっている。

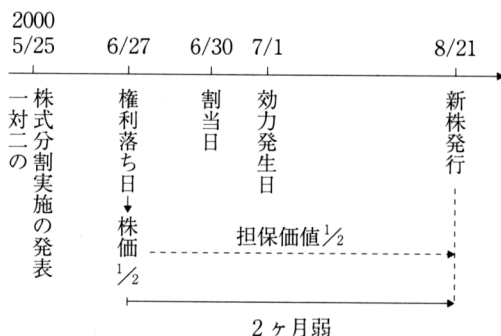
IV. 株式分割による信用取引の担保割れ

1. 信用取引における担保割れ

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¹²⁾。

例えば、2000年5月25日に1対2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、6月27日、新株の割当日は6月30日である。この場合、株式の効力発生日は7月1日である。通常、券面が発行されるのには、一ヶ月以上かかるので、8月20日頃、新株が発行され、株券を入手してからでないと新株の売買を行うことができない(図1)。

図1 久光製薬の株式分割〔例〕



同銘柄株式は、権利落ち日の6月27日には、その株価が二分の一になる。株式分割では、株数と株価を乗じた総額に変化がないので、株数が二倍になれば、理論上、株価は二分の一に下落する。同銘柄を所有する株主は、6月27日から新株が発行され、株券を入手する8月20日頃までの一ヶ月以上、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る場合、権利落ち日から株式が発行される日まで担保価値が目減りし、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が、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表れであると解され、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ことになると、投資家が不利を被ることになる。そのため、株式分割の実施を躊躇する企業も出る可能性がある。

2. みなし預託利用による解決策

(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」を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、7月1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。

1999年10月27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、1999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、40日から50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っ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。

この他にも、金融審議会第一部会の証券決済

システム改革に関するワーキング・グループ報告において、証券の無証券化法制の拡充策として、みなし預託の利用が提案されている。証券が発行されないために保管振替制度を利用することのできない単位未満株についてみなし預託を利用して株券が預託されたものとする手当てや、社債を保管振替制度の対象証券とする場合、みなし預託を利用することによって、登録債を現物債にして発行する必要性をなくすなどの提案が盛り込まれている。

（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1対1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、合併後の新株式を流通させる手段としていた。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¹³⁾。

V. 保管振替制度の問題点

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では、この他に少数株主権行使、単独株主権行使や単位未満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、保管振替制度の問題点であるといえよう。

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293条の6）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100分の3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。

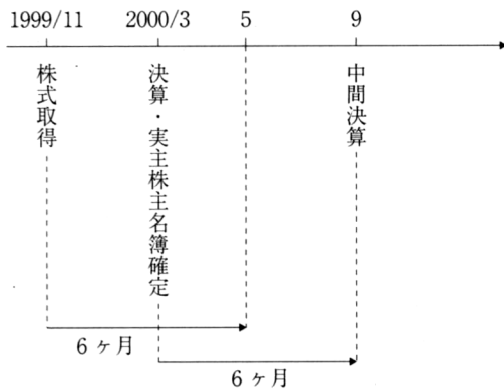
単独株主権とは、少数株主権のような保有株式数の条件はない。株主であれば、行使できる権利である。これには、株主代表訴訟（商法267条）や名簿閲覧権（商法263条）などがある。

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。名簿の確定が行われなければ、その時点での株主を特定することができない。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。

例えば、株主代表訴訟を提起するためには、6ヶ月前より引き続き株式を有しなければならない条件が付されている。例えば、図2に示すように、1999年11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6ヶ月は2000年5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3月決算、9月中間決算であった場合、2000年3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、9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、4ヶ月間の時差が生じることになる。同様に、帳簿、名簿の閲覧権行使の際、株主権ではないが、株主優待を受ける際、株券を保管振替制度に預託している株主とそれ以外の株主との間に差異を生じることになる。

図2 株主代表訴訟



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10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9年5月16日証券取引審議会、証券市場ワーキングパーティ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¹⁴⁾。

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10年12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6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¹⁵⁾。

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12年6月16日発表の金融審議会第一部会「21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。

単位未満株は、その発生時期に応じて、三つの形態がある。一つは、昭和56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56年の商法改正前は、100株券、500株券といった単位未満株が発行されていた。

次に、昭和56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56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で、利益配当請求権もない。

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、1000株、B証券会社を通じて1000株、保管振替機構に預託している場合、この銘柄が1:1.5の株式分割を行ったとする。この場合、A証券会社を通じ、1500株、B証券会社を通じ、1500株保有することになる。合算すれば、3000株となり、券面で保有している場合であれば、増加した1000株を受け取り、これを市場で売買することが可能であるが、保管振替制度を利用した場合には、単位未満株の500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、1000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、500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500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、期間を区切って、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って、単位未満株と支払い金額と合わせたものと単位株とを交換するサービスである。

3. その他

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する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。

VI. 保管振替制度の改革

2000年6月9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、社債等登録法の事実上の廃止が議論され、6月16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130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せられる見通しとなった。1999年8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。現在の「株券等の保管および振替に関する法律」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。1995年に発表されたISSA（国際証券サービス協会、International Securities Services Association）の修正勧告3においても、「各国は効率的な十分整備された証券集中保管機構を実現し、関係者をできるだけ広汎に参加させることを組織的、制度的に進めること。更に、預託できる商品は可能な限り広範なものにすること」とある。現行の株券を対象とする保管振替制度は、この勧告を十分に充たしてはいない。

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ない。

Ⅶ. まとめ

昨年はインターネット関連企業を中心に大幅な株式分割を行う企業が出現した。これらの企業の中には、新市場に新規公開したものの、株価が高騰したために、流動性が低下してしまったものがあつた。そこで、大幅な株式分割を行

うことによって、株価を引き下げ、株式の流動性を高めたいとするニーズが高まった。

しかし、株式分割については、二つの問題が指摘されている。一つは、株式分割を行う際、商法218条2項後段の、一株当たりの純資産制限があるため、流動性確保のために必要とされる株式分割ができないといった問題であり、もう一つは、株式分割が信用取引の担保割れを招き、株価の下落材料になっているという問題である。

株式分割の純資産による制限規定は、昭和56年商法改正時に設けられたものである。商法218条2項後段が要求する資産についての考え方は、この条文が作られた昭和56年時点と、現在とでは変化しているという意見がみられる。つまり、昭和56年当時主流であった製造業については、純資産の制限は有効であったが、会社の資産を知的所有権や情報、技術力等、貸借対照表に記載されない財産をその拠り所とするインターネット関連企業を純資産のみで企業を評価するのは適切でないとするものである。これらの企業の中には、制限規定の「最終の貸借対照表により」という文言の新たな解釈を行うものや無額面株式の一株一円株主割当を行って、株式分割制限規定を回避するものが出現している。

さらにもう一つの問題として、株式分割によって信用取引に担保割れを招くという問題がある。これについては、保管振替制度のみなし預託を利用して、担保割れを回避しようという解決策が考えられている。みなし預託を利用することによって、株式の効力発生日に分割後の株数を加算し、それと同時に新株の売買を可能にすることができる。みなし預託を利用するためには、保管振替制度そのものの持つ問題点を理解し、今後は、その問題点を解決する必要がある

あるであろう。

【参考文献】

- A.S. Dewing, The Financial Policy of Corporations, fifth Edition, 1953, pp57-68
E.L. Donaldson, Corporate Finance, 1957, pp108-112
C.W. Gerstenberg, Financial Organization and Management of Business, 1960, pp87-92
岡本正人『株式会社金融の研究 (新版)』,有斐閣, 昭和46年, 125頁~150頁。
河本一郎『現代会社法<新訂第六版>』商事法務研究会, 平成6年。
正木久司『株式会社財務論』,晃洋書房, 1993年, 161頁~167頁。
廣瀬雄一『企業金融論』森山書店,昭和46年, 197頁~202頁。

注

- 1) 99年度実施社数は、無償交付が52社、無償増資が3社であった。『旬刊商事法務』1564号、社団法人商事法務研究会, 2000年6月30日, 27頁参照。
- 2) 商法218条第3項によって、旧株券の提出を要しないことを決議で定めることもできる。
- 3) 上柳克郎, 鴻常夫, 竹内昭夫編『新版注釈会社法, 補巻平成2年改正』有斐閣, 平成4年, 133頁。
- 4) 岡本正人『株式会社の研究 (新版)』,有斐閣, 昭和46年, 127頁~128頁。
- 5) E.F. Donaldson "Corporate Finance" (1957), p108
- 6) 昭和27年, 三菱倉庫が再評価積立金の資本組入れにあたり株主に1対1の無償交付を行った際、無額面株式を発行価額100円で発行。自己資本比率を高めながらも、発行株式数を少なくすることによって、配当金負担の圧迫回避した。また, 昭和37年には、住友金属6月15日現在の株主に1対0.6の割合、発行価額一株につき45円を行った。発行価額のうち資本に組み入れる金額は一株につき45円で総額3億5760万株発行した。住友金属が無額面株式の発行を行っ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る。また、再評価積立金の残高も少なくなっていて、抱き合せ増資も不可能であった。
- 7) 日本経済新聞 平成12年6月17日。
- 8) 授權株数の制限があるため、1回目に2万株×4倍=8万株、2回目、8万株×4倍=32万株、3回目、32万株×4倍=128万株の増資を実施した。
- 9) ちなみに、マスターネットは、2000年6月、ナスダックジャパンに上場し、7月にはマスターネットからゼロ株式会社社に社名変更している。
- 10) 『旬刊商事法務』1564号、社団法人商事法務研究会, 9頁。
- 11) 「商法改正の提言」(社) 経済団体連合会, 2000年10月17日。
- 12) 日経金融新聞 平成12年6月8日。
- 13) http://www.tse.or.jp/news/release/article/199910/991028/_b.html
- 14) 「現行の株券等保管振替法においては、保管振替機関が発行会社に対し、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31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1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。」
- 15) 保管振替機構平成十年度事業報告書より。

(当所大阪研究所 研究員)