

商法改正と株式投資単位の引下げ

横 山 淳

要 旨

2001年～2002年の間に4回に渡って行われた商法改正によって、株式に関する制度も大きく変わった。特に、2001年10月1日施行の商法改正では、単元株制度の創設、株式分割等の一株当たり純資産額規制の撤廃など、株式投資単位の大きさに関する規制が大幅に緩和された。これを受けて証券取引所などでも、発行会社に対して株式投資単位の引下げを、一層強く求めている。

こうした流れの中で、単元引下げを実施する企業が、これまで以上に増加している。株式投資単位を引き下げた企業においては、個人株主数が増加する傾向が認められることから、「個人投資家等が少額でも株式投資を行うことができるよう」にするという商法改正の目的は、一定の成果があったと評価できる。

また、単元引下げ前後での「売買単元数」及び「価格変動1ティック当たり売買単元数」の変化により、単元引下げが市場の流動性に及ぼす影響についても検証した。その結果、単元引下げには市場の流動性を高める効果がある、という結果が出た。単元引下げによる流動性の向上は、株式投資単位（金額ベース）が50万円以上の会社に対して、特に効果があった。つまり、証券取引所などが求める「50万円未満」という株式投資単位（金額ベース）の適正水準には、市場の流動性の観点からも意味があるという結果となった。他方、取引規模の大小と単元引下げの効果との間には明確な関係を見出せなかった。

目 次

はじめに

I. 2001～2002年の商法改正

1. 法制審議会商法部会
2. 2001年6月改正（2001年10月1日施行）
3. 2001年11月改正（2002年4月1日施行）
4. 2001年12月改正（2002年5月1日施行）
5. 2002年5月改正（2003年4月1日施行予定）

II. 従来の単位株制度の廃止と新たな単元株制度の創設

1. 概 要
2. 従来の単位株制度の導入の背景
3. 単位株制度の廃止と単元株制度の創設
4. 両制度の比較

III. 単元株制度以外の株式の大きさに関する改正

1. 会社設立時の発行価額に関する規制の撤廃
2. 株式分割における一株当たり純資産額規制の撤廃
3. 額面株式制度の廃止
- IV. 株式投資単位の引下げに関する証券取引所等の取組み
 1. 株式投資単位の引下げ促進に向けたアクション・プログラムの公表

2. アクション・プログラムの概要
3. アクション・プログラムについてのまとめ
- V. 株式投資単位の引下げの効果の検証
 1. 単元引下げの動向
 2. 株式投資単位引下げと個人投資家
 3. 株式投資単位引下げと市場の流動性
- VI. まとめ

はじめに

本稿では、2001年6月商法改正（2001年10月1日施行）において導入された「株式の大きさに関する規制の撤廃」について単元株制度を中心に検討し、加えて、実際に改正商法の下で実施された単元引下げの影響を実際のデータに基づいて検証する。

具体的には、まず、2001～2002年に行われた商法改正の内容を概観する。

次に、2001年6月改正（2001年10月1日施行）において実施された株式投資単位に関する改正として、「単元株制度の創設」について解説する。更に、これらの改正を受けて証券取引所等で行われた株式投資単位の引下げに向けた規則改正等についても紹介する。

最後に、改正商法の施行された2001年10月1日以降に実際に行われた単元引下げの影響について、市場の流動性の変化を売買単元数等に基づいて検証し、その結果をまとめる。

I. 2001～2002年の商法改正

1. 法制審議会商法部会

2001～2002年にかけての商法の大幅な改正の

端緒となったのは、2000年7月の保岡法務大臣（当時）の記者会見である。その後、商法改正の検討を行う法制審議会商法部会は、国際競争の激化、IT革命の進展、新規企業の資金調達需要増大などに対応するため、2002年通常国会への法案提出を目的に商法の抜本的な改正を行う基本方針を決定した。その内容は、2000年9月に「今後の商法改正について」として発表された。その概要をまとめると表1の通りである。

その後、これらのテーマに従って、法制審議会商法部会において検討が進められた。2001年1月の省庁再編に伴い、法制審議会も再編成され、新たに設置された会社法部会において、それまでの審議が引き継がれることとなった¹⁾。会社法部会における審議を受けて、2001年4月には「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」（以下、「中間試案」）が公表された。「中間試案」に盛り込まれた主な内容を列挙すると表2の通りである。

2. 2001年6月改正（2001年10月1日施行）

中間試案に基づく商法改正に先んじて、第151回（通常）国会において、議員立法により「商法等の一部を改正する等の法律」（以下、第一次改正法という。）が可決・成立し、2001年6月29日に公布、同年10月1日に施行された。これは、2001年2月9日の「与党証券市場

表1 「今後の商法改正について」(2000年)の概要

- (1) 企業統治の実効性確保
 - 会社の機関のあり方(株主総会制度、取締役制度、監査役制度等のあり方、完全親子会社における機関のあり方、会社の区分に応じた機関のあり方)
 - 会社情報の開示のあり方(計算規定及び計算書類規則の見直し、計算書類のインターネット登記所公開等)
 - ストック・オプション制度の改善
- (2) 高度情報化社会への対応
 - 会社関係書類の電子化
 - 株主総会の改善(招集通知及び議決権行使の電子化、テレビ会議システムを利用した株主総会の開催)
 - 計算書類のインターネット登記所公開
- (3) 資金調達手段の改善
 - 株式制度の改善(株式の単位規制の見直し、額面株式制度の廃止、資本準備金による株式消却制度の取扱い等)
 - 社債制度の改善(社債決済制度の見直し)
 - 短期資金調達制度の整備
- (4) 企業活動の国際化への対応
 - 外国会社と取引をする者の保護の制度の見直し等

〔出所〕法務省『今後の商法改正について』[2000年]

表2 「中間試案」(2001年)の概要

【株式関係】

1. 授権株式数に係る制限の緩和及び新株発行規制の見直し
2. 数種の株式
3. 転換株式
4. 種類株主の取締役の選解任権
5. 新株引受権の発行
6. 株券の不発行制度
7. 株券失効制度の創設
8. 所在不明株主の株式売却制度等の創設

【会社の機関関係】

9. 株主提案権の行使期限の繰上げ等
10. 株主総会等の特別決議の定足数の緩和
11. 子会社の株式の譲渡等
12. 株主総会招集手続の簡素化等
13. 取締役の報酬規制
14. 経営委員会制度
15. 商法特例法上の大会社についての社外取締役の選任義務
16. 商法特例法上の大会社以外の株式会社における会計監査人による監査
17. 会計監査人の会社に対する責任についての株主代表訴訟
18. 商法特例法上の大会社の利益処分案等の確定等
19. 商法特例法上の大会社による監査委員会、指名委員会及び報酬委員会制度並びに執行役制度の導入

【会社の計算・開示関係】

20. 資産評価等に関する規定の方法
21. 商法特例法上の大会社についての連結計算書類の導入
22. 貸借対照表等の公開

【その他】

23. 現物出資、財産引受及び事後設立の目的たる財産の価格の証明
24. 会社関係書類の電子化
25. 株式会社の公告の電子化等
26. 有限会社の公告の電子化等
27. 資本減少手続の合理化
28. 外国会社

〔出所〕法制審議会「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」

表3 第一次改正法の概要

項 目	概 要
①金庫株制度の導入	◇定時株主総会の授権に基づいて自己株式の取得・保有が可能。 ◇財源規制（配当可能利益＋法定準備金等取崩額）あり。
②単元株制度の導入	◇従来の単位株制度は廃止，単元株制度を導入。 ◇1単元当たり純資産額5万円を下回る単元株式数の引下げが可能。 ◇単元株式数の引下げは取締役会決議事項に（従来の単位株制度では株主総会の特別決議が必要）。
③端株制度の改正	◇端株の単位を1/100以外に変更可能。 ◇端株券は廃止。
④1株当たり純資産額規制の撤廃など	◇株式分割等の1株当たり純資産額規制撤廃（従来は5万円が下限）。 ◇額面株式の廃止，無額面株式への一本化。
⑤法定準備金の減少手続	◇株主総会の決議により，債権者保護手続を条件に法定準備金を一定の範囲内で減少可能。

〔出所〕大和総研制度調査室作成

等活性化対策プロジェクト・チーム」による「証券市場等活性化対策中間報告」や，同年4月6日の経済対策閣僚会議による「緊急経済対策」を受けたものである²⁾。第一次改正法での主な改正事項をまとめると表3のようになる。

3. 2001年11月改正（2002年4月1日施行）

2001年秋の第153回（臨時）国会において，政府提案による「商法等の一部を改正する法律」（以下，第二次改正法という。）が可決・成立し，2001年11月28日に公布され，2002年4月1日に施行された。これは，前出1. の中間試案に対して寄せられた意見を踏まえて，検討を加え，特に早急に立法をすべきであるとの要望の強い事項について，立法化したものと説明されている³⁾。第二次改正法での主な改正事項をまとめると表4のようになる。

4. 2001年12月改正（2002年5月1日施行）

一連の法制審議会が進める商法改正とは別に，主に株主代表訴訟に関連して，取締役等の賠償額や責任減免のあり方について，経済界を

中心に議論が行われていた。これを受けて，自由民主党などにおいて制度見直しの検討が進められ，2001年5月，第151回（通常）国会に議員立法として法案が提出されることとなった。しかし，第151回国会では実質的な審議に入ることなく，継続審議とされた⁴⁾。法案は，同年秋の第153回（臨時）国会で実質審議に入った。しかし，提出法案に対しては批判も多く，最終的に，修正が加えられた上で，「商法及び株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律」（以下，第三次改正法）として，2002年12月5日に成立，同月12日に公布された。第三次改正法での主な改正事項をまとめると表5のようになる。

5. 2002年5月改正（2003年4月1日施行予定）

前出1. の中間試案のうち，前述3. の第二次改正法に盛り込まれなかった項目について，法制審議会会社法部会では更なる審議が行われた。その結果，2002年1月16日に「商法等の一部を改正する法律案要綱案」が決定され，同年

表 4 第二次改正法の概要

項 目	概 要
①新株発行規制等の見直し	◇株式譲渡制限会社について授権株式数の上限を廃止。 ◇新株有利発行決議の有効期間を1年に延長（従来は6ヶ月）。
②種類株式制度の整備	◇議決権制限株式の導入。 ◇議決権制限株式は発行済株式総数の1/2まで発行可能（従来の無議決権株式は1/3が上限）。
③株式の転換	◇従来の転換株式を転換予約権付株式に改める。 ◇一定の事由の発生等により他の種類の株式に強制転換する「強制転換条項付株式」制度創設。
④新株予約権（ストック・オプション制度の改正を含む）	◇新株予約権制度を創設。 ◇ストック・オプション制度は新株予約権の無償発行として再構築。それに伴い、例えば、次のような変更点がある。 ・付与対象が役職員に限定されない。 ・株主総会の特別決議が必要。
⑤新株予約権付社債	◇新株予約権付社債制度を創設 ◇転換社債及び非分離型新株引受権付社債は新株予約権付社債に。 ◇分離型新株引受権付社債は、新株予約権と普通社債の同時発行に。
⑥会社関係書類のIT化	◇相手方の承諾を条件に株主総会招集通知などのIT化が可能。 ◇会社が作成する定款・株主名簿等の書類のIT化が可能。
⑦議決権行使のIT化	◇取締役会決議により議決権IT行使の導入が可能。 ◇導入されれば、株主は一定の手続により総会前日までに議決権IT行使が可能。
⑧計算書類の電子公開	◇取締役会決議により、貸借対照表等の公告に代えて、貸借対照表の電子公開制度を採用できる。

〔出所〕大和総研制度調査室作成

表 5 第三次改正法の概要

項 目	概 要
①監査役の機能強化	◇監査役の取締役会への出席・意見陳述義務。 ◇大会社は、社外監査役を半数以上（従来は1人以上）とし、社外監査役の要件も厳格化。 ◇監査役の任期を4年に延長（従来は3年）。 ◆社外監査役の人数・要件、任期については一定の猶予期間あり。
②取締役等が負う責任額の軽減	◇軽過失による法令定款違反行為の責任は、次の手続により、一定の限度額まで免除可能。 (1) 株主総会の特別決議 (2) 定款に基づく取締役会決議（議決権3%の異議申立てで免除不可） (3) 定款に基づく社外取締役との間の事前の責任限定契約 ◇責任限度額の範囲 代表取締役……報酬等の6年分 上記以外の社内取締役……報酬等の4年分 社外取締役……報酬等の2年分、又は、契約で定めた額の高い方
③株主代表訴訟制度に関する見直し	◇監査役の考慮期間を60日に延長（従来は30日）。 ◇訴訟参加機会確保のための公告、通知。 ◇訴訟上の和解による取締役の責任の免除は、「総株主の同意」不要。 ◇一定の条件で会社が取締役側に補助参加可能。

（注）◆は主な経過措置など。

〔出所〕大和総研制度調査室作成

表6 第四次改正法の概要

項 目	概 要
①種類株主の取締役等の 選解任権	◇株式譲渡制限会社は、定款に基づき、種類株主総会での取締役等選解任が可能。
②株券失効制度	◇公示催告制度に代わる紛失株券の失効・再発行制度。 ◇異議申請等がなければ株券喪失登録申請から1年で株券は失効。
③所在不明株主の株式売 却制度	◇取締役会決議により、所在不明株主（5年間通知不到達など）の株式を競売等で 処分可能に。
④端株等の買増制度	◇定款に定めれば、端株・単元未満株主は、保有端株・単元未満株と併せて1株・ 1単元となるべき会社の自己株式の譲渡を請求することが可能。
⑤株主総会に関する改正	◇株主提案権の行使期限は8週間前まで（従来は6週間前まで）。 ◇特別決議の定足数を、定款で総株主の議決権の1/3まで引下げ可能（原則は総株 主の議決権の過半数）。
⑥取締役報酬規制	◇不確定金額や金銭以外の報酬について、具体的な算定方法・内容を定款・株主総 会で定める。
⑦重要財産委員会	◇取締役会の決議事項は、一定の範囲で重要財産委員会に委任できる。 ◇重要財産委員会を設置できるのは、取締役10人以上、社外取締役1人以上の大会 社。
⑧大会社以外の会計監査 人による監査	◇大会社以外の会社でも、資本1億円以上であれば、会計監査人の監査を受けて、 大会社と同様の取扱いを受けることができる。
⑨委員会等設置会社	◇大会社は米国型の取締役会制度採用可能。 ◇委員会等設置会社は、監査役を置かず、社外取締役（注1）が過半数を占める指 名・監査・報酬の3委員会を設置する。 ◇一定の要件で、取締役会の承認によって利益処分案を決定できる。 ◇取締役の任期は1年（委員会等設置会社以外は2年）。
⑩計算関係規定	◇会社の計算関係規定の細目を法務省令に委任。
⑪大会社についての連結 計算書類導入	◇大会社に連結計算書類を導入。 ◆当面、有価証券報告書提出会社のみが対象
⑫現物出資等の目的財産 の価格証明	◇現物出資等の目的財産の価格証明を弁護士・公認会計士等が行えば、裁判所の選 任する検査役による調査は不要。

（注）1）現にその会社の執行役でないものに限る。

2）◆は主な経過措置など。

〔出所〕大和総研制度調査室作成

2月13日の法制審議会総会で採択されることとなった。これに基づいて、政府は法案を第154回（通常）国会に提出、5月22日に成立、29日に公布された（「商法等の一部を改正する法律」，以下、第四次改正法）。第四次改正法での主な改正事項をまとめると表6のようになる。

以上で、2001～2002年の大幅な商法改正は一

段落することとなった。しかし、中間試案等で掲げられていた項目のうち、この一連の商法改正に盛り込まれなかった「株券の不発行制度」「電子公告」「会社法の現代化」について、更に審議を行うことを求める諮問が2002年2月に行われている⁵⁾。その他にも、企業再編における金銭合併、三角合併なども検討課題として浮上しているとの報道もある⁶⁾。わが国の商法に

について今後も見直しが進められる可能性が高いと言えるだろう。

Ⅱ. 従来の単位株制度の廃止と 新たな単元株制度の創設

1. 概 要

単元株制度とは、発行会社が定款によって1単元の株式の数を定める制度である（商法（以下、特に断らない限り同じ）221①）。1単元の株式の数を定めた会社においては、株主総会の議決権は、1単元につき1個保有することとなる（241①）。つまり、1単元を1,000株と定めた会社の場合、議決権は、原則的な1株につき1個ではなく、1単元=1,000株につき1個しか認められないこととなる。また、証券取引所等で取引される売買単位も、原則として1単元の株式の数とされている（東京証券取引所業務規程15①など）。

その意味では、単元株制度は、株式併合に類する制度であると言える。事実、法務省関係者からも「単元株制度が株式併合に代わるもの」であるとの説明が行われている⁷⁾。株式併合は、株式投資単位を引き上げる効果を有しており、従って、「個人投資家等が少額でも株式投資を行うことができるよう現行の株式の大きさ（投資単位）に関する規制を撤廃」と言う第一次改正法の趣旨に反するようにも見える。それでも単元株制度が導入されたのは、「株式の大きさに関する規制を撤廃」する観点から廃止される従来の単位株制度を、混乱なく新たな商法の枠組みの中に移行するための受け皿としての機能が期待されたものと考えられる。そして「株式の大きさに関する規制を撤廃」とするという第一

次改正法の趣旨を反映して、特に単元引下げについて柔軟な制度となっているなど、従来の単位株制度とは大きく異なるものとなっている。

以上の内容を確認するために、従来の単位株制度と単元株制度の特徴を比較する。

2. 従来の単位株制度の導入の背景

従来の単位株制度は、1981年の商法改正によって導入された制度であり、一定数の株式をまとめたものを1単位とし、1単位の株式の保有者については完全な株主権を認めるが、1単位に満たない株式数しか有しない者に対しては、自益権（配当、残余財産分配など）は認めるが、共益権（議決権など）については認めない、というものである（旧昭56改正附則（以下、旧附則）16、18など）。

こうした制度が導入された背景は、1981年の商法改正において、企業の株式管理コスト削減などの観点から⁸⁾、株式会社に対する出資単位について一定の大きさを確保する方向での改正が実施されたことである⁹⁾。即ち、1981年改正商法の施行後に新設される会社に対しては、設立時の1株当たりの出資単位を5万円以上となるように、額面株式については設立時の券面額を5万円以上と定め（旧商法166②）、無額面株式についても設立時の発行価額を5万円以上と定めたのであった（旧商法168ノ3）。

1981年改正商法施行時点において現存する会社に対しても、同様の観点から出資単位を引き上げることが必要と考えられていた。具体的には、こうした会社についても株式併合、その多くは50円額面の株式を発行していたことから1,000株を1株とする株式併合を実施することが想定されたのである。しかし、こうした大型の株式併合を一挙に進めることは、「株券の交

換等に多大なコストを要することになるし、また、大量の端株の売却により株式市場に売りものがあふれたり、逆に株券交換のため一時的に取引株数が著しく減るなど株式市場に悪影響が及ぶ¹⁰⁾ことが懸念された。そこで、一挙に株式併合を行うのではなく、当面は、株式自体の大きさはそのままにしておくが、発行会社にとって管理費用のかかる共益権関係の権利行使については、一定数量（多くの会社の場合は1,000株）未満の株式については認めないとする単位株制度を過渡的に導入したのである。こうした措置により、株主が徐々にその持株の単位未満株券を単位株券（例えば1,000株券）、あるいは単位の整数倍の株券（例えば2,000株券、3,000株券など）にまとめていくように誘導し、そしてある程度単位株券にまとまった時期を見計らって、将来の適切な時期に株式併合を実施する、という対応が想定されたのである¹¹⁾。

3. 単位株制度の廃止と単元株制度の創設

株式会社への出資単位が過剰に細分化する弊害の防止策としては、1981年改正は一定の成果があったということはできるだろう。その一方で、証券取引所等における取引の売買単位も原則として一単位の株式数とされたことから、最低売買単位を購入するのに必要な金額が相当の高額となり、個人投資家が株式を購入することが困難になっているとの指摘も行われることとなった¹²⁾。この問題は、特に1999～2000年の情報通信関連会社の成長や、マザーズなどの新興企業向市場を通じた株式公開の早期化を背景に目に見える形で明らかとなった。また、最近では、いわゆる持合い解消の動きの中で、個人による株式取得を促進するという観点からもこう

した指摘が行われるようになった。

そうした状況の下、2001年の第一次改正法により、「個人投資家等が少額でも株式投資を行うことができるよう現行の株式の大きさ（投資単位）に関する規制を撤廃」するという方針に基づいて、各種の「株式の大きさに関する規制」が撤廃されることとなった（後述）。それに伴い、「将来の株式併合にいたるまでの過渡的措置」¹³⁾としての性格を持つ単位株制度も、その存在意義が失われ、廃止されることとなったのである。しかし、単位株制度が廃止された場合、従来の単位未満株主に対しても完全な株主権を認めることとならざるを得ない。その結果、発行会社には、株式管理コストの増大や株券発行などの事務負担の増大が再び問題となる可能性が生じることとなる。かといって、従来の単位株主に対してのみ完全な株主権を認めるという状況を維持するためには、株式併合を実施する必要がある。これに対しても、株券の交換、端数株式への支払、実務における混乱、株価への影響などが懸念される。そこで、従来の単位株制度の受け皿となるべき制度を、改正商法の枠組みの中で構築する観点から導入されたのが、新たな単元株制度である。

4. 両制度の比較

単元株制度が従来の単位株制度の実質的な受け皿としての性格を有している以上、両者に共通点が多いのは事実である。しかし、前述2.の背景で導入された従来の単位株制度は、出資単位を引き上げるために行われる「将来の株式併合にいたるまでの過渡的措置」¹⁴⁾としての性格が強い。他方、単元株制度は、「株式の大きさに関する規制を撤廃した上で、会社が、市場での株価動向、株主管理費用等を勘案して、議

決権を与える株式数を定める」¹⁵⁾という性格のものである。従って、両者には大きな相違点がある。

(1) 制度としての性格～過渡的制度か、恒久的的制度か

従来の単位株制度は「将来の株式併合にいたるまでの過渡的措置」としての性格を有する。即ち、単位未満株券を単位株券へとまとめるように誘導し、将来のある時点において、一単位の株式数を一株とする株式併合を強制的に実施し、それとともに単位株制度自体もその役割を終えることが予定されていたのである。それに対して単元株制度では、そうした背景はなく、恒久的な制度として位置付けられている。その結果、次のような違いがある。

①条文の位置付け

従来の単位株制度は商法の本則にはではなく、改正附則に規定が設けられている。それに対し、単元株制度は、商法の本則上に規定が設けられている。

②対象会社

従来の単位株制度は、過渡的な制度としての位置付けから、適用対象となる会社についても一定の範囲に限られていた。即ち、単位株制度を採用できるのは、次の会社と定められていた(附則6)。

- 1981年改正商法の施行前に成立した会社のうち、次の会社を除くもの
- a. 額面株式一株の金額が5万円以上である株式会社
 - b. 一株当たり純資産額が5万円以上である株式会社

この条件を充たす会社のうち、証券取引所に上場されている株式を発行している会社(その後上場廃止となった場合を含む)については、単位株制度の適用が強制された(附則17①、それ以外の会社については任意)。しかも、一旦、単位株制度を採用した会社は、後述する「みなし併合」が行われるまでは、単位株制度の採用を取りやめることは認められなかった(附則15②)。他方、この条件を充たさない会社の場合、そもそも単位株制度を採用することが認められていなかった。

それに対して、単元株制度では、全ての会社について制度の採用・不採用が任意とされている。加えて、一旦、単元株制度を採用した会社であっても、事後的に、採用を取りやめることも可能とされている(221②)。

③単位未満、単元未満株式の流通性

単位株制度の下では、単位未満株券を単位株券へとまとめるように誘導する観点から、単位未満株券の流動性は著しく制限されていた。即ち、単位未満株券については再発行請求の場合を除いて新規の発行を禁止され(旧附則18②)、名義書換も制限されていた(旧附則18③)。単元株制度では、券面発行や名義書換について単位未満株式に対するような制限は設けられていない。しかも、株券等の保管及び振替に関する法律(以下、保管振替法)の改正により、単位未満株式には認められていなかった実質株主の通知も可能となっている(保管振替法31④の改正)。その結果、「一単元の株式の数と同一の数を取引所における取引単位としない場合であっても、対応できるような制度」であると説明されている¹⁶⁾。

④みなし併合

単位株制度では、「別に法律で定める日」に

一単位の株式数を一株に併合する旨の株式併合の(特別)決議があったものとみなすという「みなし併合」に関する規定が設けられていた(旧附則15①)。単元株制度においては、従来の単位株制度における「みなし併合」に該当する規定は設けられていない。

(2) 単位未満、単元未満株主の権利

単元株制度の下での単位未満株主に対して認められる株主権は、特別の定めがある場合(例えば、発行会社に対する買取請求権)を除き、配当請求権や残余財産分配請求権など一定の自益権のみに限られていた(旧附則18①)。

それに対して、単元株制度の下での単元未満株主に対しては、明文では議決権が制限される(241①)ほかは、特に株主権を制限する規定は設けられていない。もちろん、一定数あるいは一定割合の議決権が要件とされる少数株主権(提案権、総会招集権など)については、そもそも議決権がないことから行使することはできないと解することができる。しかし、それ以外の株主権、即ち、配当請求権などの自益権や、代表訴訟提起権などの単独株主権に属する共益権については、(最終的には解釈による他はないが)単元株主と同等の権利が認められる余地がある。つまり、一株に満たない端数である端株が本来は完全な株式とは言えないのに対して、単元未満株式は、議決権が認められないとは言え、本来は完全な株式である、という解釈が単元株制度の下では妥当する可能性が高いのである¹⁷⁾。

(3) 一単位、一単元の株式数——上限規制と下限規制

導入の背景の点でも、単位株制度と単元株制

度は大きく異なる。即ち、前者が出資単位の引上げを目的とする改正の中で導入されたのに対して、後者は株式投資単位の引下げを目的とする改正の中で導入されたのである。この点は、一単位、一単元の株式数に関する規定の違いに如実に現れている。

①一単位、一単元の株式数の制限

従来の単位株制度においては、次のような一単位の株式数に関する規制が設けられていた(附則16①②)。

- ・証券取引所に上場されている株式を発行している会社
……5万円を額面株式一株の金額で除して得た数、又は、定款で定める数(ただし、一単位当たりの額面金額又は純資産額が5万円以上でなければならない)
- ・上記以外の会社……定款で定める数(ただし、一単位当たりの額面金額又は純資産額が5万円以上でなければならない)

即ち、単位株制度の下においては、一単位当たりの純資産額又は額面金額が5万円以上とすることが求められていたのである。従って、例えば、額面50円、一株当たり純資産額が100円の会社の場合、一単位の株式の数は最低でも500株でなければならないこととなる。つまり、言い換えれば、「単位株制度」の下では、「一単位」の株式数の下限が規制されていたということになる。

他方、単元株制度の下においては、一単元の株式の数について次のような規制が課されている(221①)。

1,000株又は発行済株式総数の1/200を超えて

はならない。

即ち、単元株制度の下においては、「一単元」の株式数の上限が規制されているが下限の規制はないということができる。

②一単位、一単元の株式数の変更

単位株制度、単元株制度のいずれにおいても、一単位、一単元の株式数を変更する場合は、定款の変更が必要である（221、旧附則16）。従って、原則通りならば、株主総会の特別決議が必要ということとなる。事実、従来の単位株制度においては、一単位の株式数の変更は常に株主総会の特別決議が必要とされてきた。

しかし、単元株制度においては、一単元の株式数を減少させる場合（例えば、一単元1,000株の会社が、一単元100株に変更する場合、いわゆる単元引下げ）については、取締役会決議によって定款変更することが認められている（221②）。これは、一単元の株式数の減少は、実態として、株式分割に近いものであり、既存株主に不利益を与えるものではなく、むしろ、小さな株式に対して議決権等を付与するものであることから、株式分割と同様の手続で可能としたもの、と説明されている¹⁸⁾。従って、従来の単位株制度での単位引下げと比較して、単元株制度での単元引下げの方が容易に行うことができるようになってきている。

Ⅲ. 単元株制度以外の株式の 大きさに関する改正

1. 会社設立時の発行価額に関する規制 の撤廃

前述の通り、1981年商法改正において、株式

会社に対する出資単位について一定の大きさを確保する方向での改正が実施された。その結果、会社を設立する際に、株式の出資単位が5万円以上となるように、次のような規制が設けられていた。

①設立に際しての額面株式の券面額

会社設立時における額面株式の券面額は5万円以上（旧166②）

②無額面株式の発行価額

会社設立時における無額面株式の発行価額は5万円以上（旧168ノ3）

これらの規制は、2001年の第一次改正法により撤廃された。なお、①については、額面株式という制度自体が廃止されている（後述3.）。

2. 株式分割における一株当たり純資産 額規制の撤廃

1981年商法改正では、前述1.の会社設立時の「株式の大きさ」に関する規制のほかにも、会社設立後に「出資単位の細分化」が起り、結果として、設立時の「株式の大きさ」に関する制約が無意味にされてしまうことを阻止するため¹⁹⁾、株式分割について次のような規制が課されていた²⁰⁾。

①額面株式一株の金額に分割後の発行済額面株式総数を乗じた額は資本の額を超えてはならない（旧218②）。

②株式分割後の一株当たり純資産額（単位株制度採用会社の場合は、一単位当たり純資産額）が5万円未満となってはならない（旧218②、旧附則21）。

これらの規制も、第一次改正法により撤廃された。なお、①については、額面株式という制度自体が廃止されている（後述3.）。

加えて、第一次改正法により、株式分割の取締役会決議を行った企業は、現に2種類以上の株式を発行している場合を除き、取締役会決議によって定款を変更し、発行予定株式総数（いわゆる授權株式数）を株主分割の割合に応じて増加することも認められることとなった（218②）。株式分割は、定款に定める発行予定株式総数の範囲内で行うべきものと解されている²¹⁾。しかも、発行予定株式総数は、原則として、発行済株式総数の4倍以内とされている²²⁾（347）。その結果、大規模な株式分割を行うためには、理論上、一旦、可能な範囲で株式分割を実施して発行済株式総数を増加させた上で、株主総会の特別決議によって発行予定株式総数を増加する定款変更を行い、再度、株式分割を実施しなければならなかった²³⁾。第一次改正法によって、取締役会決議によって定款を変更し、発行予定株式総数を株主分割の割合に応じて増加することが認められるようになったため、大型の株式分割の機動的な実施が可能となったのである。

3. 額面株式制度の廃止

額面株式とは、額面のある株式のことである。即ち、定款に一株の金額に関する定めが設けられており、株券にも株式数のほか、券面額が記載されている株式のことである²⁴⁾。かつては「券面額×発行済株式総数＝株金総額＝資本の額」という建前が維持されていたが、無額面株式の解禁や時価発行増資の一般化により、事実上、額面株式の存在意義は、ほとんど失われていた²⁵⁾。しかし、額面株式を発行している企

業については、次のような規制がなお課されていた。

- ①額面株式の発行価額は券面額以上でなければならない（旧202②）
- ②額面株式の発行価額のうち、発行価額の1/2と券面額のいずれか大きい金額までは最低限資本に組入れなければならない（旧284ノ2②）

第一次改正法により、額面株式制度自体が廃止されることとなった。その結果、全ての株式は実質的に無額面株式として取り扱われることとなる²⁶⁾。廃止理由としては、理論的・体系的な観点からは、「株式の大きさ（投資単位）に関する規制を撤廃」するという第一次改正法の基本方針に照らして、「株式の大きさ」を画する額面という概念も廃止したと説明される。同時に、より実問題的な問題として、いわゆる額面割れ企業について、券面額未滿の株式発行ができないことから、資金調達等の円滑な実施が妨げられていた、との指摘もある²⁷⁾。

IV. 株式投資単位の引下げに関する証券取引所等の取組み

1. 株式投資単位の引下げ促進に向けたアクション・プログラムの公表

第一次改正法により、これまで株式投資単位の引下げに対する障害となっていた商法上の規制が撤廃されることとなった。これを受けて、市場開設者である証券取引所や証券業協会は、「証券市場の構造改革プログラム——個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて——」

表7 株式投資単位に対する意識（2000年）

購入希望銘柄の現状投資単位について

	既存顧客	一般の方々
高すぎる水準	49%	74%
やや高い水準	42%	20%
無理のない水準	7%	3%
安い水準	1%	1%
無回答	1%	2%

購入しやすいと感じる投資単位について

	既存顧客	一般の方々
10万円以下	6%	39%
10万円超50万円以下	21%	33%
50万円超100万円以下	33%	17%
100万円超200万円以下	21%	8%
200万円超500万円以下	11%	1%
500万円超1,000万円以下	5%	0%
1,000万円超	2%	0%
無回答	1%	2%

（注）「既存顧客」とは、証券会社の既存顧客である個人投資家。「一般の方々」とは、証券会社とは取引のない個人。

〔出所〕東証正会員協会（当時、現東証取引参加者協会）資本市場委員会資料（2000年1月）

（2001年8月8日）に基づいた金融庁の要請に
 応じて、規則改正などを通じて上場会社に対し
 て株式投資単位の引下げを求めることとなっ
 た。具体的には、2001年9月、全国証券取引所
 と日本証券業協会との連名で「株式投資単位の
 引下げ促進に向けたアクション・プログラム」
 （以下、アクション・プログラム）が公表され
 た。

アクション・プログラムは、金額ベースでの
 株式投資単位、即ち、ある銘柄の株式に投資を
 するために最低必要な投資金額（株価×売買単
 位の株式数）について、一般的な個人投資家が
 投資しやすい限度として、望ましい株式投資単
 位の水準を「50万円未満」に設定し、発行会社
 に対して、自社の株式投資単位が50万円未満と
 なるように株式投資単位の引下げを実施するよ

うに求める内容となっている。なお、望ましい
 株式投資単位の水準を50万円未満とした理由と
 して、アクション・プログラムでは、個人投資
 家を対象とした証券投資に関するアンケート調
 査の結果などを参考としたとしている。例え
 ば、東証正会員協会（当時、現東証取引参加者
 協会）の調査（2000年1月）によれば、証券会
 社との取引関係がない「一般の方々」のうち、
 7割以上が現状の株式投資単位を「高すぎる」
 と判断し、約8割が投資しやすいと感じる株式
 投資単位として50万円以下の水準を回答してい
 たのである（表7）。

2. アクション・プログラムの概要

アクション・プログラムの内容をまとめると
 概ね次のようになる。

①株式投資単位を50万円未満となるよう努力する(努力規定)

上場会社は自社の株式投資単位が50万円未満となるように、単元引下げや株式分割を行うように努力する。

②株式投資単位引下げ方針などの開示

1年間の終値平均を基に計算した株式投資単位と、事業年度末日の株式投資単位のいずれもが50万円以上となった場合、その上場会社は決算短信において、株式投資単位の引下げに向けた具体的な方針や考え方を明らかにしなければならない。

③株式投資単位引下げ勧告

著しく株式投資単位が高く、その引下げが差し迫った重要な問題となっている上場会社に対して、証券取引所や証券業協会が株式投資単位の引下げを行うよう勧告する。

④単元未満株式売買制度

上場会社が、一定期間内に、一単元の株式数(例えば1,000株)を引き下げること(例えば100株)を表明しており、かつ、単元未満株券の発行が定款により禁止されていない場合、その会社の申請に基づいて、一時的に単元未満(この場合100株単位)での売買を認める。つまり、将来、一単元の株式数を引き下げの場合に、その変更が実施される前に前倒しで新しい一単元の株式数による取引を可能にしようという訳である。

3. アクション・プログラムについてのまとめ

これらの証券取引所や証券業協会による取組みによって、上場会社等が株式投資単位を50万

円未満まで引き下げることが直接的に強制される訳ではない。例えば、「株式投資単位引下げ勧告」にしても、あくまで「勧告」であって「命令」ではない。従って、直接的な強制力がある訳ではない。

しかし、例えば、「株式投資単位引下げ方針などの開示」制度は、株式投資単位が大きい会社に対して、今後の取組みなどを明らかにさせることによって、株主や投資家が判断を行う材料を提供することとなる。また、「株式投資単位引下げ勧告」についても、上場会社が勧告に従わない場合には、その会社の名称を対外公表することが予定されている。

その結果、こうした情報が明らかにされることにより、市場を通じて上場会社に対して株式投資単位引下げの間接的な圧力がかけられることとなろう。

V. 株式投資単位引下げの効果の検証

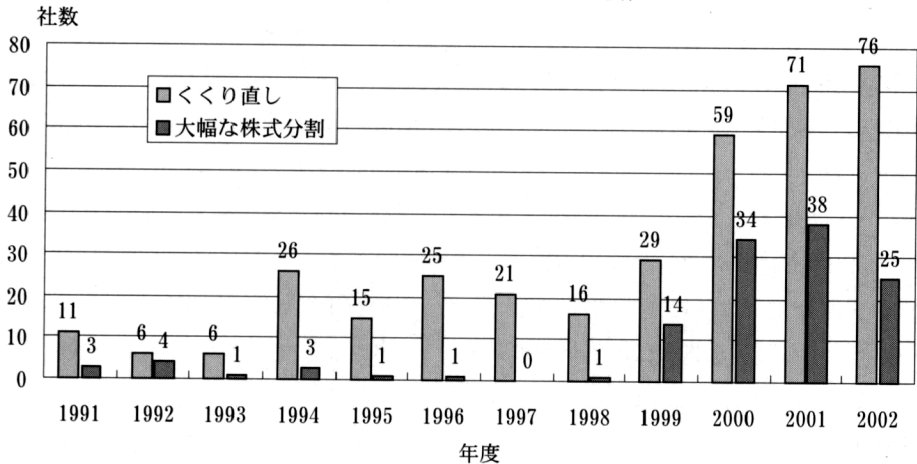
1. 単元引下げの動向

商法改正に伴い、単元引下げの実施会社数は一層増加する傾向にある。東証の発表によれば、単元引下げは、商法改正前の1999年頃から増加傾向にあったが、第一次改正法が施行された2001年度以降、この傾向は一層強くなっているのである(図1)。

2. 株式投資単位引下げと個人投資家

株式投資単位の引下げは、個人投資家の市場参加を促進するための重要な要素であると考えられる。これは、理論上は、個人投資家の資金力やリスク許容度との関係によって説明される

図1 株式投資単位引下げの実施会社



〔出所〕東京証券取引所

表8 株式投資単位の引下げと個人株主数（2001年度）

（単位 社）

個人株主数の増加・減少	1000株→100株	1000株→500株	500株→100株	100株→50株	100株→10株	50株→10株	株式分割(1:1.5以上)	合計
5倍増～	3(1)	0	0	0	0	0	2(1)	5(1)
2倍増～5倍増	15(2)	0	3	0	0	0	11(2)	29(2)
1.5倍増～2倍増	13	0	5	0	0	1	14	33
～1.5倍増	24	7	2	0	1	0	18	52
減少	2	4	1	1	0	0	3	11
合計	57(3)	11	11	1	1	1	48(3)	130(3)

〔注〕1）株式分割と単位のくり直しの両方を実施した会社（3社）については、両方に加算した上で、カッコ書で内訳表示をした。

2）各社の2000年度と2001年度の最終決算期末時点での個人株主の人数を比較している。
〔出所〕全国証券取引所「平成13年度株式分布調査」（2002年6月20日）

こととなろう。実際の事例でも、株式投資単位を引き下げた企業は、個人投資家が増加する傾向が一般に認められる。第一次改正法施行後の状況のみが反映されている訳ではないが、全国証券取引所が2002年6月20日に発表した「平成13年度株式分布状況調査」によれば、2001年度に単元引下げ又は1：1.5以上の大幅な株式分割を実施した127社中116社で個人株主数が増加し、そのうち31社で倍増している（表8参照）。

3. 株式投資単位引下げと市場の流動性

（1）検証の方法

最後に、2001年10月1日～2002年8月1日までの間に、単元引下げを行った東証上場会社のうち80社について、単元引下げが市場の流動性に与えた影響について検証する。

本来、流動性の変化は、スプレッド（最も高い指値買い注文と最も安い指値売り注文の差額）の変化として算定すべきである。しかし、わが国においてはヒストリカルなスプレッド

①株式投資単位を50万円未満となるよう努力する(努力規定)

上場会社は自社の株式投資単位が50万円未満となるように、単元引下げや株式分割を行うように努力する。

②株式投資単位引下げ方針などの開示

1年間の終値平均を基に計算した株式投資単位と、事業年度末日の株式投資単位のいずれもが50万円以上となった場合、その上場会社は決算短信において、株式投資単位の引下げに向けた具体的な方針や考え方を明らかにしなければならない。

③株式投資単位引下げ勧告

著しく株式投資単位が高く、その引下げが差し迫った重要な問題となっている上場会社に対して、証券取引所や証券業協会が株式投資単位の引下げを行うよう勧告する。

④単元未満株式売買制度

上場会社が、一定期間内に、一単元の株式数(例えば1,000株)を引き下げること(例えば100株)を表明しており、かつ、単元未満株券の発行が定款により禁止されていない場合、その会社の申請に基づいて、一時的に単元未満(この場合100株単位)での売買を認める。つまり、将来、一単元の株式数を引き下げの場合に、その変更が実施される前に前倒して新しい一単元の株式数による取引を可能にしようという訳である。

3. アクション・プログラムについてのまとめ

これらの証券取引所や証券業協会による取組みによって、上場会社等が株式投資単位を50万

円未満まで引き下げることが直接的に強制される訳ではない。例えば、「株式投資単位引下げ勧告」にしても、あくまで「勧告」であって「命令」ではない。従って、直接的な強制力がある訳ではない。

しかし、例えば、「株式投資単位引下げ方針などの開示」制度は、株式投資単位が大きい会社に対して、今後の取組みなどを明らかにさせることによって、株主や投資家が判断を行う材料を提供することとなる。また、「株式投資単位引下げ勧告」についても、上場会社が勧告に従わない場合には、その会社の名称を対外公表することが予定されている。

その結果、こうした情報が明らかにされることにより、市場を通じて上場会社に対して株式投資単位引下げの間接的な圧力がかけられることとなろう。

V. 株式投資単位引下げの効果の検証

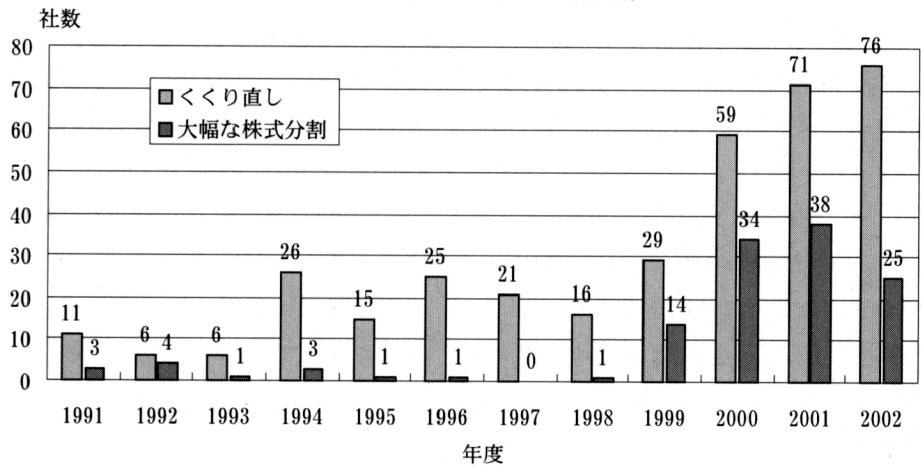
1. 単元引下げの動向

商法改正に伴い、単元引下げの実施会社数は一層増加する傾向にある。東証の発表によれば、単元引下げは、商法改正前の1999年頃から増加傾向にあったが、第一次改正法が施行された2001年度以降、この傾向は一層強くなっているのである(図1)。

2. 株式投資単位引下げと個人投資家

株式投資単位の引下げは、個人投資家の市場参加を促進するための重要な要素であると考えられる。これは、理論上は、個人投資家の資金力やリスク許容度との関係によって説明される

図1 株式投資単位引下げの実施会社



〔出所〕東京証券取引所

表8 株式投資単位の引下げと個人株主数（2001年度）

（単位 社）

個人株主数の 増加・減少	1000株 →100株	1000株 →500株	500株 →100株	100株 →50株	100株 →10株	50株 →10株	株式分割 (1：1.5以上)	合計
5 倍増～	3(1)	0	0	0	0	0	2(1)	5(1)
2 倍増～ 5 倍増	15(2)	0	3	0	0	0	11(2)	29(2)
1.5倍増～ 2 倍増	13	0	5	0	0	1	14	33
～1.5倍増	24	7	2	0	1	0	18	52
減少	2	4	1	1	0	0	3	11
合計	57(3)	11	11	1	1	1	48(3)	130(3)

（注）1）株式分割と単位のくくり直しの両方を実施した会社（3社）については、両方に加算した上で、カッコ書で内訳表示をした。

2）各社の2000年度と2001年度の最終決算期末時点での個人株主の人数を比較している。

〔出所〕全国証券取引所「平成13年度株式分布調査」（2002年6月20日）

こととなろう。実際の事例でも、株式投資単位を引き下げた企業は、個人投資家が増加する傾向が一般に認められる。第一次改正法施行後の状況のみが反映されている訳ではないが、全国証券取引所が2002年6月20日に発表した「平成13年度株式分布状況調査」によれば、2001年度に単元引下げ又は1：1.5以上の大幅な株式分割を実施した127社中116社で個人株主数が増加し、そのうち31社で倍増している（表8参照）。

3. 株式投資単位引下げと市場の流動性

（1）検証の方法

最後に、2001年10月1日～2002年8月1日までの間に、単元引下げを行った東証上場会社のうち80社について、単元引下げが市場の流動性に与えた影響について検証する。

本来、流動性の変化は、スプレッド（最も高い指値買い注文と最も安い指値売り注文の差額）の変化として算定すべきである。しかし、わが国においてはヒストリカルなスプレッド

データは公開されていない。そのため、取引規模により流動性の変化を類推するよりほかない。ところが、取引規模によって流動性を算定するには次のような問題点がある。

売買単位の株式数が多種多様……わが国においては、売買単位の株式数（即ち、一単元の株式数）が企業によってまちまちであり、株数ベースの売買数量では比較が困難である。例えば、同じ1,000株の売買高でも、それが売買単位1株の銘柄であるか、売買単位1,000株の銘柄であるかによって、評価は異なることとなる。

他の諸要素の影響……市況全体の売買動向や、企業のアナウンスなど、株式投資単位以外の諸要素が売買数量に及ぼす影響を無視できない。

そこで、本稿では次の二つの手法で検証することとする。

①当日当該銘柄売買単元数÷（当日東証売買数量÷2001年10月1日東証売買数量）

②当日当該銘柄売買単元数÷（当日高値－当日安値＋1）²⁸⁾

①は、2001年10月1日の東証売買数量を基準として修正を加えることにより、市場全体の売買動向の影響を排除しようというものである（以下、修正売買単元数という）。

②は当日の価格変動（厳密には変動したティック数）による修正を加えることにより、特定日、特定の企業・業種に固有の要因による影響を排除しようというものである（以下、価格変動1ティック当たり売買単元数という）。

つまり、ニュースや記者発表など、特定の日、特定の企業・業種等に固有の要因の影響は、価格変動の大きさに現われていると考えて、売買単元数に価格変動の大きさに基づいた修正を加えるのである。

なお検証に当たって、次のような前提で行う。

①売買単元数によって計測……一単元の株式数がまちまちである発行会社の比較可能性の観点、東証の上場基準・上場廃止基準等でも実質的に単元数に基づく基準となっている点などから、あくまで売買単元数によって検証する。ただ、参考として、売買株数ベースでの結果も表示する。

②検証期間……単元引下げの前後1ヶ月（暦年）と前後5営業日とする。

③内訳……結果については、効力発生日の前営業日（取引がない場合は遡る）での株式投資単位による分類（50万円未満、50万円～100万円、100万円～150万円、150万円以上）及び前1ヶ月の1日平均売買単元数による分類（10単元未満、10～100単元、100単元以上）での内訳表示をする。前者は、アクションプランによって提示された50万円未満という株式投資単位の水準について、市場の流動性の点から検証するものである。後者は、「対象銘柄の取引規模によって株式投資単位の適正水準は異なる」という議論を検証するものである。

（2） 検証結果1——修正売買単元数の変化
表9の示すとおり、単元引下げを実施した会社のほとんど（前後1ヶ月の比較では全ての会社、前後5営業日の比較でも2社を除き）につ

表9 修正売買単元数の変化に関する検証結果

①前後5営業日比較

	社数	売買単元数		(参考) 売買株数	
		増加会社数	平均増減率	増加会社数	平均増減率
全体	80	78 (97.5%)	817.4%	33 (41.3%)	3.3%
～50万円	10	10 (100%)	425.4%	3 (30%)	▲18.0%
50～100万円	26	25 (96.2%)	947.4%	12 (46.2%)	23.4%
100～150万円	24	23 (95.8%)	938.1%	13 (54.2%)	4.7%
150万円～	20	20 (100%)	699.6%	5 (25.0%)	▲14.0%
～10単元	25	24 (96.0%)	896.3%	11 (44.0%)	15.3%
10～100単元	28	27 (96.4%)	726.7%	11 (39.3%)	▲4.5%
100単元～	27	27 (100%)	838.5%	11 (40.7%)	0.2%

②前後1ヶ月比較

	社数	売買単元数		(参考) 売買株数	
		増加会社数	平均増減率	増加会社数	平均増減率
全体	80	80 (100%)	802.4%	33 (41.3%)	1.9%
～50万円	10	10 (100%)	619.5%	6 (60%)	4.3%
50～100万円	26	26 (100%)	794.2%	11 (42.3%)	3.3%
100～150万円	24	24 (100%)	915.9%	8 (33.3%)	8.9%
150万円～	20	20 (100%)	768.5%	8 (40.0%)	▲9.6%
～10単元	25	25 (100%)	941.4%	14 (56.0%)	16.7%
10～100単元	28	28 (100%)	750.8%	11 (39.3%)	2.5%
100単元～	27	27 (100%)	727.3%	8 (29.6%)	▲12.5%

(出所) 各種統計資料を基に大和総研制度調査室作成

いて、1日平均の修正売買単元数は増加している。なお、株数ベースでも、全体の約4割の会社において増加しており、増減率の全体の平均も若干だが増加となっている。

内訳でみると、前後5営業日の比較でみた場合の株式投資単位50万円～100万円及び100万円～150万円のグループ、前後1ヶ月の比較でみた場合の株式投資単位100万円～150万円のグループでの増加率が顕著である。

他方、株式投資単位50万円未満のグループは、前後5営業日、前後1ヶ月ともに他のグループと比較して増加率が低水準に留まってい

る。これは株式投資単位が50万円以上のグループは、50万円未満のグループよりも、単元引下げの効果が大きいことを意味する。もちろん、50万円未満のグループに属する企業が少数（10社）であり、サンプルが限られていることから、このデータのみから即断することは難しいが、証券取引所・証券業協会のアクション・プログラムにおいて、望ましい株式投資単位を「50万円未満」という水準に設定したことについて、市場の流動性の観点からも意味があるという結果となった。

次に、単元引下げ前1ヶ月間の1日平均売買

表10 修正売買単元数の変化に関する検証結果 (1/10のくくり直しに限った場合)

①前後 5 営業日比較

	社数	売買単元数		(参考) 売買株数	
		増加会社数	平均増減率	増加会社数	平均増減率
全体	65	64 (98.5%)	952.4%	28 (43.1%)	6.6%
～50万円	4	4 (100%)	800.9%	1 (25.0%)	▲9.9%
50～100万円	20	19 (95.0%)	1119.3%	10 (50.0%)	26.4%
100～150万円	23	23 (100%)	980.9%	13 (56.5%)	8.1%
150万円～	18	18 (100%)	764.3%	4 (22.2%)	▲13.6%
～10単元	19	18 (94.7%)	1119.0%	9 (47.4%)	26.6%
10～100単元	22	22 (100%)	830.3%	9 (40.9%)	▲7.0%
100単元～	24	24 (100%)	932.4%	10 (41.7%)	3.2%

②前後 1 ヶ月比較

	社数	売買単元数		(参考) 売買株数	
		増加会社数	平均増減率	増加会社数	平均増減率
全体	65	65 (100%)	918.7%	25 (38.5%)	1.9%
～50万円	4	4 (100%)	908.1%	2 (50%)	0.8%
50～100万円	20	20 (100%)	956.3%	8 (40.0%)	5.6%
100～150万円	23	23 (100%)	941.0%	7 (30.4%)	4.1%
150万円～	18	18 (100%)	850.6%	8 (44.4%)	▲4.9%
～10単元	19	19 (100%)	1121.0%	10 (52.6%)	22.1%
10～100単元	22	22 (100%)	858.2%	7 (31.8%)	▲4.2%
100単元～	24	24 (100%)	813.9%	8 (33.3%)	▲8.6%

〔出所〕各種統計資料を基に大和総研制度調査室作成

単元数によって分類すると、取引規模の最も小さい1日平均売買単元数10単元未満のグループについて、単元引下げ後の取引規模の拡大が顕著である。ただ、前後1ヶ月比較の場合、1日平均売買単元数が大きくなるに従って、増加率が低下する傾向が見受けられるのに対して、前後5営業日比較の場合、必ずしもそうした傾向は認められない。売買株数ベースでの比較でも同様のことが言える。

なお、以上の結果は、様々な比率の単元引下げを区別せずに集計したものである。そこで、条件を同一にするために、最も多かった1/10の

くくり直し (1,000株⇒100株又は100株⇒10株) に限って集計したのが表10の結果である。50万円未満のグループの単元引下げの効果が相対的に高くなっている点を除き、全般に表9の結果と比較して顕著な違いは認められない。

(3) 検証結果2——価格変動1ティック当たり売買単元数の変化

表11の示す通り、ここでも、単元引下げを実施した会社のほとんど (前後1ヶ月の比較では全ての会社、前後5営業日の比較でも9割以上の会社) について、価格変動1ティック当たり

表11 価格変動1ティック当たり売買単元数の変化に関する検証結果

①前後5営業日比較

	社数	価格変動1ティック当たり売買単元数		(参考) 価格変動1ティック当たり売買株数	
		増加会社数	平均増減率	増加会社数	平均増減率
全体	80	73 (91.3%)	799.5%	24 (30.0%)	▲1.2%
～50万円	10	8 (80.0%)	448.2%	2 (20.0%)	▲24.9%
50～100万円	26	24 (92.3%)	1134.6%	10 (38.5%)	38.5%
100～150万円	24	22 (91.7%)	686.8%	6 (25.0%)	▲20.3%
150万円～	20	19 (95.0%)	674.6%	6 (30.0%)	▲17.6%
～10単元	25	21 (84.0%)	810.6%	7 (28.0%)	4.7%
10～100単元	28	25 (89.3%)	757.3%	7 (25.0%)	▲6.9%
100単元～	27	27 (100%)	832.9%	10 (37.0%)	▲0.8%

②前後1ヶ月比較

	社数	価格変動1ティック当たり売買単元数		(参考) 価格変動1ティック当たり売買株数	
		増加会社数	平均増減率	増加会社数	平均増減率
全体	80	80 (100%)	620.2%	17 (21.3%)	▲17.1%
～50万円	10	10 (100%)	512.8%	3 (30.0%)	▲2.9%
50～100万円	26	26 (100%)	643.7%	5 (19.2%)	▲14.0%
100～150万円	24	24 (100%)	680.2%	6 (25.0%)	▲16.3%
150万円～	20	20 (100%)	566.9%	3 (15.0%)	▲29.3%
～10単元	25	25 (100%)	671.5%	5 (20.0%)	▲9.7%
10～100単元	28	28 (100%)	559.3%	8 (28.6%)	▲19.9%
100単元～	27	27 (100%)	635.9%	4 (14.8%)	▲21.1%

〔出所〕各種統計資料を基に大和総研制度調査室作成

売買単元数は増加している。即ち、流動性が高まっているということになる。なお、株数ベースでの測定では、2～3割の会社では増加が認められるものの、全般的には減少している。

株式投資単位による内訳で見ると、前後5営業日比較では、修正売買単元数のケースと同様に、株式投資単位50万円未満のグループと50万円以上のグループとの間で単元引下げの効果に顕著な違いが認められる。前後1ヶ月比較でも、「50万円」を境に、単元引下げの効果に、それほど大きくはないが、差が認められる。

他方、取引規模による内訳で見ると、前後5

営業日の比較では、修正売買単元数のケースとは逆に、売買規模が大きいほど価格変動1ティック当たり売買単元数が増加した会社が多くなるという傾向が認められる。

なお、以上の結果は、様々な比率の単元引下げを区別せずに集計したものである。そこで、条件を同一にするために、最も多かった1/10のくくり直し（1,000株⇒100株又は100株⇒10株）に限って集計したのが表12の結果である。50万円未満のグループの単元引下げの効果が相対的に高くなっている点を除き、全般に表11の結果と比較して顕著な違いは認められない。

表12 価格変動1ティック当たり売買単元数の変化に関する検証結果（1/10のくくり直しに限った場合）

①前後5営業日比較

	社数	価格変動1ティック当たり売買単元数		(参考) 価格変動1ティック当たり売買株数	
		増加会社数	平均増減率	増加会社数	平均増減率
全体	65	61 (93.8%)	954.3%	21 (32.3%)	6.8%
～50万円	4	4 (100%)	986.1%	1 (25.0%)	8.6%
50～100万円	20	18 (90.0%)	1411.4%	9 (45.0%)	55.6%
100～150万円	23	22 (95.7%)	718.4%	6 (26.1%)	▲18.2%
150万円～	18	17 (94.4%)	740.9%	5 (27.8%)	▲15.9%
～10単元	19	16 (84.2%)	1034.1%	6 (31.6%)	18.1%
10～100単元	22	21 (95.5%)	913.8%	6 (27.3%)	1.4%
100単元～	24	24 (100%)	928.2%	9 (37.5%)	2.8%

②前後1ヶ月比較

	社数	価格変動1ティック当たり売買単元数		(参考) 価格変動1ティック当たり売買株数	
		増加会社数	平均増減率	増加会社数	平均増減率
全体	65	65 (100%)	699.3%	13 (20.0%)	▲20.1%
～50万円	4	4 (100%)	630.9%	1 (25.0%)	▲26.9%
50～100万円	20	20 (100%)	784.8%	4 (20.0%)	▲11.5%
100～150万円	23	23 (100%)	699.4%	5 (21.7%)	▲20.1%
150万円～	18	18 (100%)	619.4%	3 (16.7%)	▲28.1%
～10単元	19	19 (100%)	777.0%	4 (21.1%)	▲12.3%
10～100単元	22	22 (100%)	625.9%	5 (22.7%)	▲27.4%
100単元～	24	24 (100%)	705.2%	4 (16.7%)	▲19.5%

〔出所〕各種統計資料を基に大和総研制度調査室作成

VI. まとめ

2001年の株式の大きさに関する商法改正は、単元引下げの実施企業数増加という形での効果が認められる。また、個人投資家の市場参加についても、株式投資単位引下げ企業における個人株主数の増加傾向が認められることから、今後、更に効果が期待されるだろう。その意味では、「個人投資家等が少額でも株式投資を行うことができるよう現行の株式の大きさ（投資単位）に関する規制を撤廃」と言う第一次改正法

は、一定の成果を上げているということができ
るだろう。

株式投資単位の引下げが市場の流動性に及ぼす影響については、これまで様々な議論が行われてきた。今回の検証の結果では、売買単元数ベースで見ると、株式投資単位の引下げは、市場の流動性を高める効果が認められる、という結論に達した。

それに対しては、株数ベースでの検証結果では、必ずしも流動性が高くなる傾向が認められないとの反論も考えられよう。しかし、証券取引所等では、原則として、一単元の株式数を売

買単位として取引が行われており、上場基準・上場廃止基準等も実質的に単元数に基づく基準となっている。従って、売買単元数を基準として算定する方が市場の流動性を見る上では有効であると考えられる²⁹⁾。そして、ほとんどの会社において売買単元数ベースで見た場合、流動性に関する指標が向上しているという事実は重く受け止める必要があるように思われる。

もちろん、実際に個人投資家が市場参加しやすい株式投資単位の水準をどのように設定するのかについては、更に議論が必要だろう。今回の検証では、証券取引所や日本証券業協会が示した「50万円未満」という水準について、市場の流動性の観点からも意味があるという結果となった。ただ、そもそも株式投資単位が50万円未満で単元引下げを実施している会社数が少ないことから、この結果をそのまま最終的な結論とすることは難しいかもしれない。

なお、取引規模に応じて株式投資単位の水準を分けるべきだとの議論については、今回の検証では取引規模の大小と単元引下げの効果との間に明確な関係は見出せなかった。今後、更なる検討が必要となるだろう。

注

- 1) 始関 [2002], 7頁。
- 2) 相沢・金子・長勢・根本・谷口・漆原・小池 [2001] 3頁。
- 3) 原田 [2002], 6頁。
- 4) 商事法務編集部 [2001], 4頁。
- 5) 2002年2月13日付「株券の不発行制度等に関する諮問」(諮問第55号)及び「会社法制の現代化に関する諮問」(諮問第56号)。
- 6) 2002年9月10日付日本経済新聞。
- 7) 原田・泰田・郡谷 [2002b], 101頁。
- 8) 元木 [1982], 28-29頁。元木はこの問題について「数年前の調査でも、上場会社においては、株主一人当たり年間二、〇〇〇円以上の株式管理コストを要するとされており、最近では、八、〇〇〇円もの費用を支出している会社もあるといわれている。したがって、現在のようになり、額面株式一株の券面額の多くが五〇円である場合、もし、会社が新株を券面額で発行したとすると、一株の

株主は、会社には、五〇円しか払い込まないのに、毎年、二、〇〇〇円ないし八、〇〇〇円のサービスを受けることになる。そしてこの負担は、結局、会社の他の株主や債権者が負うことになり、明らかに不合理である」と説明している。

- 9) なお、企業の株式管理コストの削減のほか、いわゆる特定株主対策の観点からの指摘もある。東証正会員協会 [2000], 4頁、山本 [2001], 43頁。
- 10) 鈴木 [1991], 144頁。
- 11) 上柳・鴻・竹内 [1986b], 219頁。
- 12) 原田・泰田・郡谷 [2001a], 6頁。
- 13) 上柳・鴻・竹内 [1986b], 219頁。
- 14) 上柳・鴻・竹内 [1986b], 219頁。
- 15) 原田・泰田・郡谷 [2001b], 101頁。
- 16) 原田・泰田・郡谷 [2001b], 101頁。
- 17) 原田・泰田・郡谷 [2001b], 102-103頁参照。
- 18) 原田・泰田・郡谷 [2001b], 102頁。なお、このとき株式分割と同様の公告手続も行う必要がある (221⑥, 219①②)。
- 19) 上柳・鴻・竹内 [1986a], 6頁。
- 20) ただ、実際には、会社設立後の無額面株式の発行価額については、特にその金額を規制する規定は存在しなかった。そのため、新株発行を通じて株式分割と同様の経済効果を挙げるいわゆる「一株一円増資」を実施する企業 (例えば、マネックス証券、サイボウズなど) も存在した。
- 21) 上柳・鴻・竹内 [1988], 165頁など。
- 22) なお、第二次改正法により、いわゆる株式譲渡制限会社 (株式の譲渡について取締役会の承認を要する旨の定款の定めのある会社) については、発行予定株式総数を発行済株式総数の4倍以内とする規制は適用されないこととされた (166④但書, 347但書)。
- 23) 実際には、条件付決議を用いれば、発行済株式数の4倍を超える発行予定株式総数増加も不可能ではないと解されていた (上柳・鴻・竹内 [1990] 48-54頁など)。しかし、その場合でも、一度は株主総会の特別決議を行う必要があるため、取締役会決議のみで大規模な株式分割が可能となる第一次改正法により、株式分割の機動性が大幅に向上したことは疑いない。
- 24) 上柳・鴻・竹内 [1986a], 18頁。
- 25) 原田・泰田・郡谷 [2001b], 90頁など。
- 26) 厳密には、額面株式・無額面株式という概念自体がなくなっているの、額面・無額面という区分がなくなり、単なる株式として取り扱われることとなる (原田・泰田・郡谷 [2001b], 91頁)。
- 27) 原田・泰田・郡谷 [2001b], 90頁。
- 28) 呼値の刻みが1円の場合。それ以外の場合は呼値の刻みに応じて修正した。
- 29) 今回の検証では取り上げなかったが、例えば、株式分割の影響を検討する場合と平行に考えると分かりやすい。単元引下げの影響を株数ベースで計測することは、株式分割の影響を計測するに当たって、分割後の取引については分割前の株式数に換算しなおして計測することと同様のこととなる。つまり、流通する株式数を増加させることによって、市場の流動性を高める目的で行

われる株式分割を、流通する株式数を元の数に換算し直して計測したのでは、制度の意味を最初から無視するものと考えられる。単元引下げについても同様に考えられる。

参考文献

- 相沢英之・金子一義・長勢甚遠・根本匠・谷口隆義・漆原良夫・小池百合子 [2001], 『一問一答金庫株解禁等に伴う商法改正』, 商事法務研究会。
- 上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫 [1986 a], 『新版注釈会社法(3)』, 有斐閣。
- [1986 b] 『新版注釈会社法(4)』, 有斐閣。
- [1988] 『新版注釈会社法(9)』, 有斐閣。
- [1990] 『新版注釈会社法(12)』, 有斐閣。
- 始関正光 [2002], 「平成一四年改正商法の解説〔I〕」, 『商事法務』No. 1636, 商事法務研究会, 6-18頁。
- 商事法務編集部 [2001], 「企業統治関係商法改正法案の修正・国会審議状況」, 『商事法務』No. 1614, 商事法務研究会, 4-21頁。
- 鈴木竹雄 [1991], 『新版会社法全訂第三版』, 弘文堂。

原田晃治 [2002], 「平成一三年改正商法（一一月改正）の解説〔I〕」, 『商事法務』No. 1635, 商事法務研究会, 4-9頁。

原田晃治・泰田啓太・郡谷大輔 [2002 a], 「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説〔上〕」, 『商事法務』No. 1607, 商事法務研究会, 4-23頁。

—— [2002 b], 「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説〔中〕」, 『商事法務』No. 1608, 商事法務研究会, 89-105頁。

—— [2002 c], 「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説〔下〕」, 『商事法務』No. 1609, 商事法務研究会, 4-11頁。

東証正会員協会 [2000], 「個人の株式投資促進のための商法改正について（メモ）」。

元木伸 [1982], 「株式の併合と分割(1)」, 『商事法務』No. 932, 商事法務研究会, 28-32頁。

山本茂 [2001], 「単元株制度創設等の商法改正に伴う実務対応」, 『商事法務』No. 1607, 商事法務研究会, 43-66頁。

吉川満 [2002], 『金庫株・単元株制度の戦略活用』, 財経詳報社。

(大和総研制度調査室課長代理)