

Title	単位としての株式再論：取引単位としての視点から
Sub Title	Review of the significance of shares as a unit : from the viewpoint of unit of trading
Author	竹中, 正明(Takenaka, Masaaki)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1993
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.66, No.12 (1993. 12) ,p.213- 242
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	阪埜光男教授退職記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19931228-0213

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

単位としての株式再論

——取引単位としての視点から——

竹 中 正 明

- 一、はじめに——問題の所在——
- 二、単位株制度下の日本の株式
- 三、海外主要国における株式単位の引下げ
- 四、取引単位としての株式

一、はじめに——問題の所在——

昭和五六年改正商法による「株式の単位引上げ」が実施（昭和五七年七月一日）されてから、早くも一〇年余が経過した。

その要点は、一株の単位を五万円と定め、(1)新設会社が設立時に発行する株式の額面金額または無額面株式の発行価額は、五万円を下ることができないものとし（二六六条二項、一六八条ノ三）、(2)既存の会社のうち上場会社について

はこれとバランスをとるため、将来の一定日に一株に併合することを前提に、五万円を額面金額で除して得られる株数を一単位とし、これを新設会社の一株と同等に扱い、単位未満の株式には限定的な権利しか認めないという内容の「単位株制度」を強制する（附則一五条一項一号、一六条一項、一八条）というものであった。⁽¹⁾

単位株制度は暫定的・過渡的なものであるから、その終結時期については、法律で明示すべしとする意見もあったが、実施状況を見きわめながら併合に適した時期の到来を待つて終了させるべきで、その時期を実施前に的確に予測することはむずかしいという判断から、商法自体では特定せず、別に法律で定めることとされた。⁽²⁾その後、平成二年の商法改正の際には終結の方向で検討が進められたが、最終段階で見送りとなり、継続審議事項とされたまま現在に至っている。⁽⁴⁾

しかも、平成二年一二月には、東京証券取引所より単位株制度を永続的制度として位置付け、新設会社についても株式を公開（注、上場もしくは店頭市場登録を指す証券市場専門用語）した場合には選択適用を認めることとすべきだとする提案を盛り込んだ常設委員会の答申書が公表され、⁽⁵⁾制度自体の在り方に一石が投じられた。

一方、昭和五六年改正法施行後の新設会社（注、額面または一株当たり純資産が五万円以上の株式を発行している既存会社を含む。）の株式公開は、昭和六二年二月の日本電信電話株式会社（N T T）株式を第一号として始まった。これを機に、新設会社の端株につき発行される端株券（無記名式）の流通には実務上困難な問題があることが明らかとなり、平成二年の改正の際に、端株原簿上の登録端株主に単位未満株主と同様に買取請求を認めることで解決がはかられた。⁽⁶⁾

また、第二号となった株式会社タイトー株式の平成五年八月上場の際には、初値が九〇一万円、初日終値が九三〇万円となり、一〇〇〇万円突破もあり得るとされたため、通信回線による「相場報道システム」や「東京証券取引所日報」による相場表示（円単位）で対応できない懸念が生じ、取引所が新設会社の株式に限りそれぞれ表示単位を引き上げる（注、前者は千円、後者は十円に）ことで切り抜けるという事態を招来した。⁽⁷⁾証券取引所における株式の呼び値お

よび相場表示は、単位株制度をとる会社もとらない会社も共に一株当たりで行うことになっており（東証業務規程一四
 条四項、二三条）、そのシステムが上場会社の大多数を占める単位株制度をとる既存会社を基準に構築されていたため
 である。

タイトー株式の初値は、「個人客になかなか買ってもらえない水準になってしまった」と同社社長を戸惑わせた
 伝えられるが、⁽⁸⁾一般投資家にも高嶺の花との印象を与えたであろうことは否めない。しかしこれは新設会社株式のみ
 の問題ではなく、単位株制度をとる既存会社の株式についても同様である。相場表示は一株当たりであるが、売買単
 位は新設会社は一株であるのに対し、既存会社は単位株一単位とされているので（東証業務規程一五条）、売買単位当
 りの取引金額が数百万円に達する銘柄も少なくないからである。⁽⁹⁾

このため、東京証券取引所および日本証券業協会では、平成二年末から三年にかけて単位株式数の「くくり直し」
 による単位当たり投資金額の引き下げを呼びかけ、⁽¹⁰⁾平成五年八月央までに四七社（注、上場・店頭登録の合計、計画発表
 分を含む。）が実施した。

しかしこれにも限界があることから、小口の株式投資を可能にする目的で、大蔵省は平成四年一月に株式にも累
 積投資制度を導入することを認め（平四・一一・一一蔵証一五〇八号）、平成五年二月より大手四社を含む証券会社七社
 が業務を開始した。これは平成四年八月の「総合経済対策」で採り上げられた方策の具体化である。制度の骨子は、
 証券会社との契約により、特定の銘柄につき定時、定額の買付代金を払込み、他の顧客と共同で当該銘柄の株式を買
 付け、共有持分という形で株式を取得するというものである。⁽¹¹⁾持分が累積して一単位または一株に達すれば共有持分
 を分割して株券が顧客に返却されるが、それ以前でも本人の申出により随時持分の売却処分が可能である。毎回の払
 込金額の最低限度は一万円とされているので、この制度は実質的な株式単位の一万円への引下げとみることもできる。
 折から一九九三年七月一二日付で、ドイツ大蔵省は第二次資本市場振興法案（Entwurf eines Zweiten Finanzmarktfo-

Reinigungsgesetz) を公表したが⁽¹²⁾、その中で株式の最低額面金額を現行の五〇D マルクから五D マルクに引き下げることと提案した。同省は提案理由としてドイツの株式の投資魅力を高めるために、割高な株式相場を国際的水準に近付けることを挙げている⁽¹³⁾。またスイスでも一年前の一九九二年七月より改正会社法を施行したが、その中で株式の最低額面金額を一〇〇Sフランから一〇Sフランに引下げており(六二三条四項)、その理由はドイツと同様に、スイス株式の外国投資家に対する魅力を高めるためとされている⁽¹⁴⁾。

筆者は、昭和五六年改正法の基礎となった「株式制度に関する改正試案(昭和五二年五月一六日付—以下「試案」という。)」が公表された段階で、「単位としての株式」について小論をまとめ、本誌(五一巻一一号)に発表させていただいた(以下本稿中「前稿」と略称する)。ここでは株式の単位という問題を、株主権の単位、出資の単位および取引単位という視点から分析し、これをもとに試案中の新設会社および既存会社の株式の単位に関する部分について検討を行い、評価を述べた。しかし要綱を経て法律となる段階で試案には修正が加えられ、実施に移されて前述のような数々の問題も生じたので、再論の必要があると考えていた。

この間の変化で何より注目すべきは、株式につき単位「引上げ」を主眼とした改正法が、施行後なお完結を見ない内に、国の内外において流れは「引下げ」の方向に変ってきたということである。そして、これは前稿で採り上げた単位の視点のうちの「取引単位としての株式」について生じている。そこでこれに論点を絞って、内外の実情に照らし、単位としての株式の再論を試みることにした。

もちろん他の二視点も加味しなければ再論とは言えまいが、紙数の制約もあるので他日に譲ることをお許し願いたい。

(1) その他単位株には、(1)無額面株式については定款で単位株数を定める、(2)額面株式発行会社にも定款で任意の単位株数を定めることを認める、(3)上場会社以外の会社にも定款で任意採用を認めるが、採用後は廃止できない、(4)いずれの場合も一単

- 位当たりの純資産額が五万円を下回ってはならないなどの規制がある（附則一五条、一六条）。
- (2) 鴻常夫「商法等の一部を改正する法律案要綱について(出) 商事法務八九八号二頁、前田庸・岩城謙二(対談)」「商法等改正法案要綱の解説(その1)」「商事法務九〇〇号一七頁(前田発言)。なお、三～五年の期限付とすべしとする意見が少なくなかったという。
- (3) 昭和六一年五月一九日付で法務省民事局参事官室が公表した「商法・有限会社法改正試案」には、その他の改訂事項として、「単位株制度終結に関する措置」が含まれており(九六a)、各界より賛否両論が寄せられたという。詳細は、大谷禎男「商法・有限会社法改正試案」に関する各界意見の分析(8完) 商事法務一一〇五号一五頁を参照されたい。
- (4) 平成二年三月一四日法務省民事局参事官室「商法等の一部改正に関する法制審議会の決定事項について」は、「商法部会において今後その改正のための審議を継続することになる」(同上3)と述べている。
- (5) 東京証券取引所証券政策委員会「株式投資者層の拡大について―商法改正等への対応―」(平成二年一月一九日以下本稿中「答申書」として引用する)。これは同取引所の理事長の諮問に対する答申書で、各種の対策の中の一つとして提案している。同年二月一九日付理事長(長岡實氏)書簡を添えて各方面に配布された。委員は、証券界だけでなく、産業界、機関投資家からも選任されている。
- (6) 岩原紳作「端株に関する改正提案」商事法務一〇七〇号一八頁以下、稲葉威雄「商法・有限会社法改正試案の解説」(経団連パンフレット一三六号)三三頁。なお、買取請求が認められるのは、定款で端株券を発行しないと定めた会社に限られる(一三〇条ノ八ノ二)。
- (7) 平成五年八月五日付日本経済新聞。
- (8) 平成五年八月六日付日本経済新聞。同八月一二日付日経金融新聞「株価を語る」。
- (9) 平成五年八月一六日現在で、全国証券取引所上場会社中、株式の売買単位当たり金額が五〇〇万円を超えるものは一〇社を数える(後掲第8表参照)。
- (10) 前掲注(5) 答申書九頁、日本証券業協会「個人投資家の証券投資促進について」(平成三年四月一七日)六二頁以下。
- (11) オール投資(東洋経済新報社)平成五年五月一五日号によれば、同年四月末現在で対象会社数は一二四一社で、全国上場会社総数の五八・五%となっている。
- (12) 正式名称は、「Entwurf eines Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung des Börsengesetzes, des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften, des Aktiengesetzes, des Depotgesetzes, des Wertpapier-Verkaufs-prospektgesetzes sowie

anderer wertpapierrechtlicher Vorschriften"で、ドイツ資本市場を国際市場の中心の一つに高めるための全面的体制整備を目的としている。株式の額面引下げは「株式法 (Aktiengesetz)」の改正の一項目である。

(13) Hintergrundinformationen zum Diskussionsentwurf eines Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, 2. 5. a).

(14) Gary Humphreys, Swiss Equities-Poised to reveal more, (Reuter Business Briefing, Aug. 13, '92); Peter Böckli, Das neue Aktienrecht, (1992) S. 88 ff.

二、単位株制度下の日本の株式

(1) 株式分布および株券発行状況

まず日本では単位株制度のもとで株式の単位化がどのような推移を示し、現在どのような状況にあるかの概観から始めよう。

第1表は、全国証券取引所協議会の「株式分布状況調査」により、全国上場会社の株主および株式の単位化の推移をみたものである。残念ながら単位株に関する調査は昭和六〇年度から行なわれたので、それと最近時との比較しできない。

同表の②によれば、平成四年度末(五年三月末)現在で総株式のうち九八・九%もの株式が単位株となっており、単位化はかなり進んでいるようにみえる。しかし、単位未満株式の合計数はなお三九億二〇〇〇万株もあり、しかも総株式数に占める割合は若干低下しているものの、絶対数は昭和六〇年度末より六億株増加している。

さらに同表の①によれば、これらの単位未満株式は総株主数の五〇・四%を占める株主に分散所有されており、単位未満株式のみを所有する株主も全体の一八・二%、六二五万人もいることが判る。株主面でみる限り、単位化はまだまだ進んでいないといわざるを得ない。

単位としての株式再論

(第1表)一① 単位・単位未満株主数

項目	年度末 会社数	昭和60	平成 1	4
		1,834社	2,031社	2,123社
総株主数		21,223,078(100.0)	30,794,550(100.0)	34,319,862 ^人 (100.0) [%]
単位株のみ所有株主数		9,564,097 (45.1)	16,807,618 (54.6)	17,033,317 (49.6)
未満株所有株主数		11,658,981 (54.9)	13,986,932 (45.5)	17,286,545 (50.4)
内単位株とも所有		7,408,006 (34.9)	8,484,231 (27.6)	11,041,416 (32.2)
未満株のみ所有		4,250,975 (20.0)	5,502,701 (17.9)	6,245,129 (18.2)

(第1表)一② 単位・単位未満株式数

項目	昭和60		平成 1		4	
	株数	(%)	株数	(%)	株数 ^{千枚}	(%) [%]
総株式数	267,793,170	(100.0)	324,914,489	(100.0)	346,763,192	(100.0)
単位株分の合計	264,396,222	(98.8)	321,451,345	(98.9)	342,839,932	(98.9)
内単位株のみの株主分	98,225,261	(36.7)	116,461,695	(35.8)	121,320,546	(35.0)
未満株とも株主分	166,170,961	(62.1)	204,989,650	(63.1)	221,519,386	(63.9)
未満株分の合計	3,396,947	(1.3)	3,463,142	(1.0)	3,923,258	(1.1)
内単位株も所有株主分	2,440,775	(0.9)	2,380,454	(0.7)	2,724,838	(0.8)
未満株のみの株主分	956,172	(0.4)	1,082,688	(0.3)	1,198,420	(0.3)

(注) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」より作成。

(第2表) 単位未満株券発行高の推移

項目 年度	株券発行高 (A)	単位未満株券発行高					
		1 単位の株式数				合計 (B)	(B/A)
		3,000株	2,000株	1,000株	100株		
昭和54年	千枚 230,537	千枚 —	千枚 —	千枚 101,311	千枚 18,901	千枚 120,212	% 52.1
56	246,330	—	—	101,356	19,655	121,011	49.1
58	244,194	0	117	84,035	17,371	101,523	41.6
60	242,967	0	94	69,957	15,149	85,200	35.1
62	248,924	0	81	58,153	12,505	70,739	28.4
平成元年	271,283	0	75	49,508	11,322	60,905	22.5

(注) 昭和54年度と56年度は売買単位未満株券発行高の数値である。

(出所) 全国証券取引所協議会「株券発行高調査」。

（第3表） 単位未満株式の買取請求状況

項 目	昭和60年度	昭和62年度	平成元年度
調査対象会社数	社 1,806	社 1,882	社 1,972
買取会社数	1,797	1,866	1,951
買取件数(イ)	件 933,848	件 1,464,401	件 2,167,663
1社平均	520	785	1,111
買取株式数(ロ)	千株 222,834	千株 311,710	千株 448,084
1社平均	124	167	230
買取代金(ハ)	千円 228,756,048	千円 370,989,061	千円 650,418,943
1社平均	127,299	198,815	333,377
1件当たりの 買取株式数(ロ/イ)	株 239	株 213	株 207
平均買取単価 (ハ/ロ)	円 1,027	円 1,190	円 1,452
発行済株式数	千株 258,797,891	千株 280,207,221	千株 311,593,102

(注) 1社平均は買取会社1社当たりの平均。

(出所) 全国証券取引所協議会「株券発行高調査」。

次にこれを株券の発行状況からみるとどうか。第2表は全国上場会社の推移を示したものである。平成元年度までのものしか公表されていないが、単位未満の株券は単位株制度導入前の昭和五六年度末に比べると半分以下に減少したものの、なお二・五%とかなり高い数値を保っている。また、これら単位未満株券の表章する株式の合計は総株式数の二・三%を占めており、前述した単位未満株式数の割合より大幅に高い。これは単位未満株券に表章される株式を含めいわゆる登録未満株式と合計で単位株主となっている株主がいるためであろうと推測される。

したがって、これらのデータから見る限り、制度終結見送りが決定された平成二年初め頃の状況と変わっておらず、当時の判断が現時点でも妥当するものと思料される。

しかも他方、単位未満株式の買取り制度

を利用した未滿株式の整理は、第3表のように円滑に機能している。それにも拘らず単位未滿株式がなお多数存在するのは、時価発行に伴う株主への利益還元策として小刻みの株式分割（注、平成二年改正前は無償交付・株式配当）が行われているためであろう。単位株制度導入当時、制度の趣旨を生かすには企業の株式による資金調達へのイビアーを変える必要があると指摘し、またその実現を期待する向きもあつたが、¹⁵⁾ 実情は依然として一対一・一ないし一対一・〇五の比率による株式分割が大勢を占め、新たな単位未滿株式を生み出し続けている。¹⁶⁾ 平成二年の改正により新設会社の端株にも買取請求の途が開かれたので（二三〇条ノ八ノ二）、このような慣行は公開新設会社も含め、当分継続される可能性が高いとみられる。

(2) 単位株制度恒久化論とその背景

前述のように、東京証券取引所証券政策委員会（以下「東証政策委」と略称する。）では、平成二年一月一九日付の答申書の中で、単位株制度の永続化すなわち恒久化を提言した。しかも新設会社にも選択的に適用を認めるという制度の基本にも触れる提案が含まれている。¹⁷⁾

証券取引所は有価証券の取引市場を開設することを目的とし、証券取引法に基づき大蔵大臣の免許を得て設立された機関であり（証取法二条二一項、八一条二項）、有価証券の売買取引の公正、円滑化と投資者の保護を旨として運営されるものである（証取法一〇六条の二）。したがって、右の提言は単位株制度の現状を理解する上で極めて重要な性質のものであるので、次にその内容を概観することとしたい。

この答申は、平成二年五月に同取引所理事長より「株式投資者層の拡大を図るため、商法改正等に対応してとるべき措置及び証券界として取組むべき課題について諮問を受け」て、まとめられたものである。

その中で「単位株制度の存続」という項を設け、制度自体については、①投資者との関係では、「経済的な効果か

らみれば、単位未満株主の不利益は最小限に抑えられている。②「発行会社の視点からみても、株主管理コストの引下げという所期の目的は十分達成されていると言えよう。」③また資金調達との関係でも「支障なく機能している。」とした上で、「このように単位株制度は、株式の流通・発行の両面において、混乱を招くことなく良好に機能し、投資者、発行会社、証券会社等の間によく定着している。」と評価している。

一方、「その終結（現行の一単位での併合）は、株式市場の円滑な運営という観点から次のような問題を生じさせる。」と述べている。その第一は投資者への影響で、「単位株制度導入当時と比べ、最近では株価水準が四倍程度に高騰しており、単純平均株価は一七〇〇円台となっている（平成二年一―八月平均）。」こうした状況で併合が行われると、「株価水準が国際的にみて桁違いに高いものとなり、その投資者心理への影響が懸念される。」また、併合後の端株は新一株の一〇〇分の一未満は換金処分（筆者注、単位未満株は通常一〇〇〇分の一―旧一株）未満が換金処分。となることに加え、配当請求権や新株引受権は定款で定められない限り与えられず、「配当や保有株式の増加を楽しみとしている個人投資家の株式離れを加速するおそれがある。」第二は資金調達への影響で、強制併合により、上場会社の有力な資金調達手段である転換社債と新株引受権付社債は、転換や権利行使の際に端株が発生し易くなるので、「投資魅力が薄れ、その円滑な発行が阻害されるおそれが生ずる。」第三は発行会社の事務負担の増大である。強制併合時の株券提供や端株への切替え手続のほか、数億株と予想される未引換株券の処理が長期間にわたる恐れがあり、また併合後は新一株と端株のそれぞれに対応した株主管理システムが必要になる。第四は流通市場における混乱である。強制併合を売買・決済実務の混乱を避けて行うには全上場会社一斉に行う必要があるが、その際新旧株券の全面交換が必要となれば流通市場に未曾有の状況が出現する。株券等の保管振替制度の稼働により、かなりの程度対応し得ようが、枠外に存在する株券については依然として問題が残る。最後の第五は国際環境への配慮である。わが国の株式市場は今や世界的規模の市場に成長し、世界の注目を集めている。「併合により株価は国際水準に比べ桁違いに高いものになるが、

これが他の諸条件とあいまって世界的な株価急落の引き金になるといった事態（筆者注、ブラック・マンデーの連想によるもの）は、万一にもあつてはならない。」というものである。

以上の分析を踏まえて答申は、単位株制度の位置づけにつき、「その終結を考えるのではなく、むしろ永続的な制度として位置づけることが株式市場の円滑な運営に資すると考えられる。」と述べている。さらに新設の株式公開会社の取扱いにも触れ、新設会社は設立時の一株の額面は五万円以上とされ、単位株制度を採用できないので、「流通市場においては、額面五〇円会社と額面五万円会社が併存することになっており、価格形成上の有利、不利を生んでいると言われている。」そこで、「流通市場における既存会社との競争条件を同一にするため、新設会社についても、株式が公開されるときには、単位株制度を選択できるようにすることが望ましい。」と述べ、「流通市場においてはごく少数にとどまる新設会社が大多数を占める単位株制度適用会社に歩み寄るといふ方策をとる」ことが、その逆を強行することよりも社会的コストの増大や混乱を避け、かつ株式制度の安定を図れると主張している。

(3) 投資単位引下げのための「くくり直し」と大幅株式分割

東証政策委の答申書は、株式投資者層の拡大のためには、単位株制度の永続化といった株式制度の安定のみならず、株式の「投資単位の引下げ」が必要だととして、そのために別に一項を設けて提言を行っている。²⁰⁾

答申はその論拠として、証券取引所における最低限の投資金額は、「株価水準の上昇もあって、昭和五四年の三八万円から平成元年には一五八万円と四倍の水準となっている。」が、「個人の可処分所得は、そうした速いテンポでは伸びておらず、最低投資金額を『貯蓄動向調査』による一世帯当たりの年収と対比してみると、同じ期間に九%から二五%に高まっており」、投資単位の上昇から株式購入が行い難くなっている。「一般的に、株価水準が高くなるにつれて個人持株比率が低下する傾向がみられ、」投資単位の高さが株式購入のネックとなっていることを指摘している。

そして投資単位引下げのために次の方策をとるべきことを主張している。

その一つは大幅な株式分割(例えば一株を二株に)である。これにより株価は分割比率に応じて下がり、一単位当たりの投資金額も小さくなる。現行商法は一単位当たり純資産五万円という歯止めをかけているが(二二八条二項)、答申はこの枠内で「東証第一部上場会社のうち九〇%以上の会社が一株を二株以上に、六〇%以上の会社が五株以上に、更に二〇%以上の会社が一〇株以上に、それぞれ分割できる」と述べている。

今一つは一単位の株式数の「くくり直し」による引下げである。「証券取引所の売買単位は一単位の株式数であるため、会社が、例えば一単位の株式数を一〇〇〇株から一〇〇株にくくり直すことによって投資単位を一〇分の一に引き下げることができる。」「株式分割の場合は株価の引下げを伴うのに対して、この場合には株価が不変であることが特徴である。」

これを受けて「くくり直し」実施会社に対する上場諸基準の緩和や、印紙税法上の優遇措置が実施された結果、冒頭に述べたように四七社(注、店頭登録を含む。)が「くくり直し」を実施し、また、七社が大幅な株式分割(注、一・五株以上への分割)に踏み切った。

なお、このような引下げが実施され、かついわゆるバブル崩壊により株価水準がピーク(平成元年(二月)から五〇%弱低下したにも拘らず、日本の株式はなお一般投資家には投資単位として大きすぎるため、平成五年より累積投資制度が認められることになり、最低一百万円の小口投資の途が開かれたことは冒頭に述べた通りである。

(15) 河本一郎「解説・会社法改正 その1株式」(日本評論, 昭五五) 一三九頁以下、同「改正会社法と企業金融」民商法雑誌八七巻二号。

(16) 山一証券経済研究所「増資白書」九三年版(商事法務) 二九頁。

(17) 前掲注(5) 答申書三〇七頁。

(18) 前掲注(5) 答申書は、アメリカ約六〇〇〇円(加重平均)、イギリス約五〇〇〇円(加重平均)、ドイツ約五万四〇〇〇円、

フランス約二万九〇〇〇円と述べている(四頁)。答申後に株価はいわゆるバブルの崩壊で下落したが、平成五年一―七月の単純平均株価はなお九三九・四円で導入時の四〇七円の二・三倍の水準にある。

(19) 前掲注(5) 答申書は、転換社債の売買単位である額面一〇〇万円で転換するケースを想定すると、上場総額の約四分の三がすべて端株となると推測している(五頁)。

(20) 前掲注(5) 答申書八―一三頁。

(21) 上場基準等の緩和措置は、平成三年四月および平成五年四月の二回にわたり実施された。詳細については東京証券取引所「証券」九三年四月号六頁以下を参照。また印紙税の特例は、「くくり直し」の際に作成される株券に対する印紙税を、平成五年四月一日より平成七年三月三十一日までの間に限り非課税とするというもので、平成五年度の税制改正により実施された(租税特別措置法九一条の二)。詳細については「証券」九三年五月号六頁以下を参照。

三、海外主要国における株式単位の引下げ

前項で述べたように、日本では近年、株式単位引上げ後の株式につき、投資単位という視点から単位当たりの投資金額引き下げによる調整が行なわれている。他方、冒頭に述べたように、欧州主要国においても、同様の動きが見られる。東証政策委の答申が指摘するように、わが国も国際市場の枠組みの中に組み込まれ、国際協調ないし国際調和の観点から国内体制の修正を迫られる立場に置かれているので、これら諸国の動向には、従来と違った角度から注意を払う必要がある。

(1) ドイツにおける単位引下げ法案

(イ) 法案の内容 連邦大蔵省が公表した第二次資本市場振興法案草案中、株式の単位引下げに関する株式法の改正案は次の通りである。⁽²²⁾

(現 行 法)

第八条 株式の最低券面額

①株式の最低券面額は五〇ドイツマルクである。これより少ない券面額の株式は無効である。その発行による損害については発行者は連帯義務者として所持人に責を負う。

②これより高い株式券面額は満一〇〇ドイツマルクになっていることを要する。

③、④は省略)

(改 正 案)

「五」に改める。

「五」に改める。

改正案は、現在最低五〇Dマルク、それを上回るものは一〇〇Dマルクの整数倍とされている額面金額を、五Dマルクおよびその整数倍に改めようというものである。最低額面金額は一九六五年の改正の際に一〇〇Dマルクから五〇Dマルクに引下げられているから、実現すれば三〇年前の二〇分の一に下がる計算となる。

(四) 改正案の目的 草案の提案説明書 (Hintergrundinformationen zum Diskussionsentwurf eines Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes) によれば、改正の理由は「ドイツの株式の額面金額は国際的に比較すると高い。取引所の相場は額面金額の数倍であり、五〇〇Dマルクや一〇〇〇Dマルクの相場も稀ではない。国際的水準に近付け株式の魅力を高めるために、長い間発行者から額面金額の引下げが求められて来た。」⁽²³⁾と説明されている (S. 11 a)。

法案公表の前後にドイツの新聞、とりわけ経済新聞各紙は額面引下げ問題を探り上げ、株価の国際比較を含む数多くの記事や寄稿を掲載したが、そのいずれもがドイツの株式は海外主要国の株式に比べて高すぎ、内外投資家に魅力が乏しいものになっているという内容である。その中の一例を紹介すると、九三年四月中央現在でフランクフルト証券取引所上場会社の二八・六%が五〇〇Dマルクを超えており(第4表)、世界の主要証券取引所の平均株価と比べるとチューリッヒを除きドイツ(注、全上場株式の平均)が著るしく高く(第5表)、しかもスイスはすでに額面を引下げた

(第4表) フランクフルト取引所の
株価分布

株価(Dマルク)	社数	%
500以下	192	71.4
500—1000	60	22.3
1000—1500	7	2.6
1500—2000	5	1.9
2000以上	5	1.9

ので株価水準が低下傾向にあることを指摘し、ドイツの平均株価が五七〇Dマルクであるのに対し、ニューヨークは換算七〇Dマルク、ロンドンには僅か一三Dマルクにすぎないと述べている。

また別の記事では、P E R (株価収益率) などの株式価値を測る指標からみれば、ドイツ株は決して割高ではない。したがって株価が高いのは一株の単位が大きすぎたためだと説き、その一例として、ドイツのジーメンズ(電機)やダイムラー・ベンツ(自動車)は六〇〇Dマルクであるのに対し、アメリカのIBMは五〇ドル(八二Dマルク)、日本のトヨタは一七〇〇円(二五・五〇Dマルク)であることを挙げ、額面の引下げが必要だと指摘している。⁽²⁴⁾

たまたまダイムラー・ベンツの株式については、本稿執筆時点でニューヨーク取引所への上場(九三年一〇月五日付)手続が進行中であるが、株価が高すぎる(25)ことが難点とされ、一株を一〇〜二〇のADRに分割することで対応することになると報じられている。これはドイツの株式がアメリカの投資家からみても投資単位としては大きすぎることを物語るものであり、立法趣旨の妥当性を裏付ける出来事といえる。

(ハ) 各方面の反応 額面引下げ案に対して、金融界からは反対論が強い。論拠は株式の売買注文や保管残高が小口化して事務量が増えるのでコスト・アップ要因となり、これが投資家の手数料負担を大きくする、という点である。⁽²⁶⁾しかし、これに対しては、ドイツの手数料体系はアメリカと比べ小口注文に対し割高に定められているので、据置いても対応できる筈で、問題はないとの反論もある。⁽²⁷⁾

金融界を除く経済界はこの改正案を支持しており、連邦参議院(Bundesrat)も推進を勧告している⁽²⁸⁾ので、大蔵省では九四年前半の法案成立を期待していると伝えられている。⁽²⁹⁾

(第5表) 主要取引所の株価水準比較

取 引 所	平 均 株 価	社 数	DM換算株価
アムステルダム	74.70hfl	40	66.48
アテネ	4480.80Dra	13	32.89
ブリュッセル	6424.40bfr	20	312.10
ヘルシンキ	112.40Fmk	14	32.35
ホンコン	34.10HK-\$	11	7.09
ヨハネスブルグ	63.60RandFin	18	20.99
コペンハーゲン	658.43dkr	14	171.42
リスボン	2306.60Esc	15	24.87
ロンドン	528.70p	51	13.05
ルクセンブルグ	6086.40lfr	15	295.68
マドリッド	2291.70Ptas	34	31.69
ミラノ	7029.60Lit	27	7.35
ニューヨーク	43.37\$	287	69.64
オスロー	107.70nkr	7	25.41
パリ	911.10FF	45	269.59
シンガポール	7.239S-\$	12	7.14
ストックホルム	248.00skr	11	53.23
シドニー	4.98A-\$	30	5.71
東京	1393.40Y	51	19.84
トロント	16.14Can-\$	59	20.58
ウィーン	1703.20oS	25	242.08
チューリッヒ	1484.80ofr	34	1624.52
ドイツ(全上場株式)	571.09	498	571.09

(出所) Boersen Zeitung vom 5. Juni 1993

(注) 株価は16. April 1993基準。

(2) スイスにおける単位引下げの状況

(イ) 会社法の改正とその目的
 スイスの会社法(スイス債務法第二六編)は一九九一年一〇月四日付で改正され、前述のように九二年七月一日から施行された。⁽³⁰⁾

改正法は株式の単位に関する六二二条四項を修正し、最低額面金額をそれまでの一〇〇Sフランからその一〇分の一の一〇Sフランに引下げた。

その目的は会社の資本調達(Kapitalbeschaffung)の可能性を高めることにあり、額面の引下げはそのための方策の一つと位置付けられている。⁽³¹⁾
 すなわち、成長会社の株式は次第にその価値が高まるので、最低額面金額を高く定めれば定めるだけ、時

が経つにつれ株価が上昇し、小口投資家は事実上取引から排除され、証券取引所における株式の流動性の低下を招き、株式による資本調達が阻害される。それだけでなく外国の投資家、とりわけアングロサクソン系の投資家は、相対的に低い株価による自国の取引所での取引に慣れていたので、その何倍にも当たる五〇〇〇フランや一〇〇〇〇フランの株式は彼等の市場への参入の障害ともなりかねない。⁽³²⁾

最低額面を一〇〇フランに下げたことの利点は、投資家にとって「重すぎる (schwerer: heavy)」、株式を小さな額面に分割し、市場性を高めることができるようになったことである。⁽³³⁾

なおこのほか、合併の際に消滅会社の端株発生率を低下できるとか、額面金額の異なる株式を単一額面の株式にまとめる場合の手続簡素化に役立つなどの利点も指摘されている。⁽³⁴⁾

額面引下げについては、小口の株式を認めるとリスクを拡散する可能性のある人々が安易に株式に投資する危険があるとの批判も出されたが、小口の株式が数多く存在することの方が投資家はより良くリスクの分散がはかれるし、従前の一〇〇〇フランの最低額面が経験の乏しい大衆投資家の軽率な投資の遮断にどれだけ有効であったかも疑問であるとして、容れられなかったとのことである。⁽³⁵⁾

(四) 株式分割による額面の引下げ 会社法による額面引下げに伴ない、第6表に示すように多くの会社が、施行日である九二年七月一日以降、一〇〇〇〇フラン未満の額面株式への分割を実施し、またその計画を発表した。会社法の改正と同時に税法も改正され、分割により発行される株券に対して印紙税が非課税とされたことも分割を促進したとみられる。⁽³⁶⁾ 分割比率や分割後の額面金額はまちまちで、各社それぞれ株価を勘案して分割比率を定めたものと推測される。

分割前後の株価は右端に示す通りで、分割後の株価は分割前に比べ、一般投資家が買い易い水準に下ったとみることができると。

(第6表) スイス企業の株式分割状況(会社法改正後)

会 社 名	種 類	比 率	新額面金額 sfr	効力発生日	株 価 sfr	
					分割前	分割後
Baer Holding	BS	1:10	50	92. 7. 1	8050	810
Ciba-Geigy	BS	1:5	20	7. 1	3320	665
" "	RS	"	"	7. 1	3350	669
Helvetia	RS	1:5	50	7. 1	3850	770
Phoenix Mecano	BS	1:10	10	7. 1	2950	295
UBS	RS	1:5	20	7. 1	784	156
Holvis	RS	1:10	50	7. 2	5050	505
Cementia	BS	1:5	20	7. 6	2300	460
Maag	BS	1:4	50	7. 6	460	115
Logitech	RS	1:10	20	7. 8	2020	205
(planned splits)						
Ares-Serono	BS	1:5	20	(9.17)	2830	580
Esor	BS	1:10	20	(8.14)	880	85
Fust	BS	1:10	20	(7.13)	1520	152
Holderbank	BS	1:10	50	(7.16)	5350	535
" "	RS	1:10	10	(7.16)	980	101
Merkur	RS	1:10	25	(8. 4)	1530	308
Nestle	BS	1:10	10	(9. 1)	9100	912
" "	RS	"	"	(")	9140	910
Surveillance	RS	1:5	20	(7.13)	1370	713
Walter Rensch	BS	1:10	20	(12. 5)	1530	150
Zurcher Ziegeleien	BS	1:5	20	(11.24)	2650	520
SBC	RS	1:2	50	(93. 4.16)	357	173

(source) CS Investment Research

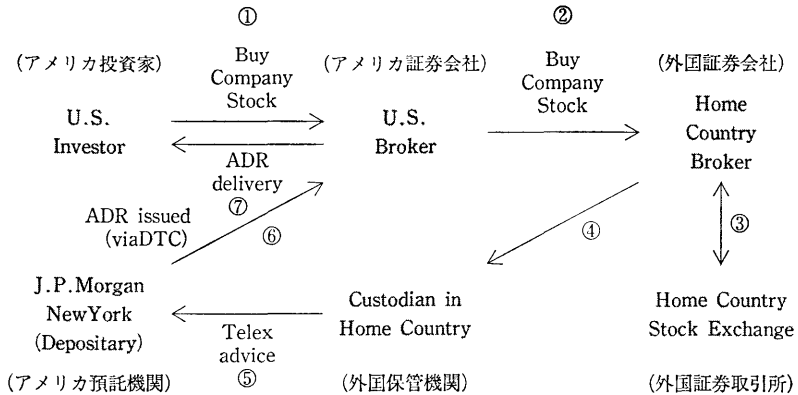
(note) BS=bearershares, RS=registered shares.

(出所) Reuter Business Briefing, Aug. 13, 1992.

原資料で計画中のものについては、確定日付けを調べて記入した(カッコ内)。

また、株価はデータストリームによった。

(第1図) How the ADR Works



(出所) JP Morgan “American Depositary Receipts” 中の図に加筆

(3) ADRによる単位の引下げ

ドイツのダイムラー・ベントツ株式のニューヨーク取引所市場に
 関して述べたように、アメリカではADRが、国内市場で取引さ
 れる高株価の外国株式の取引単位の引下げにも利用されている。

ADR (American Depositary Receipt) は、外国の株式を国内株
 式市場で取引し易くする目的で、アメリカの預託機関(Depositary)
 が預託を受けた原株券を裏付けに発行する証書で、いわば外国株
 券の身替り証券である。その基本的な仕組みは第1図の通りで、
 原株は預託機関の委託を受けた外国の保管機関(Custodian)が保
 管し、預託機関はその保管残高を見返りにアメリカ国内でADR
 を発行する。ADRには外国の株式発行会社との契約に基づき預
 託機関が発行するものと、発行会社とは無関係に預託会社が単独
 で発行するものがある。前者はスポンサー付ADR (Sponsored
 ADR)、後者はスポンサー無しADR (Unsponsored ADR)と呼ば
 れる。⁽³⁸⁾

ADRの利点は、一般に、原株への直接投資の場合に比べ、売
 買取引の決済の際に原株券を授受せずに済むのでリスクが少なく、
 また売却代金も自国通貨のドルで受取れるので通貨交換の手間と
 コストが省けることだとされているが、もう一つ、原株とADR⁽³⁹⁾

(第7表) スイス・ドイツ・日本株のADRによる単位引下げの状況

会 社 名	取引所	業 種	比 率 ADR : 原株	種 類	価 格 ドル
(ス イ ス)					
BBC Brown Bovri Ltd	OTC	電機	10 : 1	S	61 3/4~62 1/2
Ciba-Geigy A. G.	OTC	薬品・ヘルスケア	20 : 1	S	23 1/4~23 5/8
Nestl S. A. (regist. s)	OTC	食品・飲料	10 : 1	U	36 1/8~36 1/2
Roche Holding ltd	OTC	薬品・ヘルスケア	100 : 1	S	38 7/8~34 1/8
" " 144A	144A	"	"	"	
Sandoz Ltd	OTC	"	50 : 1	S	42 ~42 3/8
(ド イ ツ)					
BASF A. G.	OTC	電機	10 : 1	S	30 1/2~31
Berliner H. -Frankf. B	OTC	銀行業	10 : 1	S	28 ~28 1/2
Comerz Bank A. G.	OTC	"	5 : 1	S	38 1/2~38 5/8
Continental A. G.	OTC	ゴム・タイヤ	5 : 1	S	27 3/8~27 3/4
Hoechat A. G.	OTC	化学	2 : 1	U	82 ~83
Rosenthal A. G.	OTC	その他製造	5 : 1	U	
Siemens A. G.	OTC	電機	5 : 1	U	80 5/8~81 1/8
Thyssen Huett, A. G.	OTC	機械	5 : 1	U	
Volkswagen A. G.	OTC	自動車	5 : 1	S	46 5/8~47 1/2
" " Prefered	"		"	S	
(日 本)					
仁天堂	OTC	精密機器	8 : 1	U	23 1/4~24 1/4
セガ・エンタープライゼズ	OTC	精密機器	4 : 1	S	24 1/4~25 1/4

(note) S=Sonsored, U=Un-sponsored.

(出所) The Bank of New York,ADR Programs Listing By Company As of August 2, 1993
ただし、価格は山一証券経済研究所調べ。

の交換比率を操作することにより、自国の市場における投資単位として適切な大きさに調節できるといふ機能を持つことが大きな特色である。

ADRと原株との交換比率には規制はない。大手預託機関のJPモルガンおよびバンク・オブ・ニューヨークのADR部門担当者によれば、交換比率はADRの価格がアメリカの投資家が購入し易い水準（二〇〜三〇ドル）になるように定めるが、スポンサー付ADRの場合には発行会社の意向が尊重されるとのことである。⁽⁴⁰⁾

現在発行されているADRについてみると、交換比率は原株一〇株につき一ADRというようにADRとの交換により原株の単位を引上げる形となるのが通例であるが、原株価が著しく高い場合には、反対に原株一株を多数のADRと交換するという形で原株の単位引下げが行われる。⁽⁴¹⁾ 九三年六月末現在、九五三銘柄のADRが発行されているが、その中で原株の単位引下げ型のADRは七一銘柄に達している。世界最大のアメリカの株式市場でも通用しない程大きい（重い）外国株式がこれ程存在するということは、注目すべき事実といえよう。⁽⁴²⁾

これらのADR発行会社の国籍は一八ヵ国に及ぶ。最も多いのはフランスで二二銘柄、次はドイツで一〇銘柄、そしてスイスがこれに続き、日本も二銘柄を数え六位タイに位している。第7表は本稿で採り上げた日本を含む三国のこの種のADRの一覧である。スイスでは前述のように最低額面が引下げられ、株式分割が相次いだ、それでも交換比率はドイツを上回っている。なお日本の二社のADRの裏付けとなる原株は単位株一単位ではなく、その構成分子である一株であることも注目される。

- (22) 現行法の訳文は慶應義塾大学商法研究会訳「西独株式法」一四頁（慶應義塾大学法学研究会、昭五一、再版）によった。
- (23) “Den Newwert deutscher Aktien herabsetzen” von Dr. Franz Josef Leven, Deutsches Aktieninstitut e. V. Düsseldorf, Börsen Zeitung vom 5. Juni 1993, より引用。また、ニューヨークのダウ平均対象株式の単純平均株価は五二ドル（八五ドル）、ロンドンのFT指数対象一〇〇社の平均株価は七・五ポンド（一九九マルク）、日経指数対象会社の単純平均は一五〇〇円（二二・五ドル）と、紹介もあつた（“Der internationale Vergleich spricht für eine Reduzierung des Nennwertes”）。

- ts" von Johannes K. Gäbel, Handelsblatt vom 17. Juni 1993)." (24) Johannes K. Gäbel, a. a. O. ちなみにデータ・ストリーム社調べのPERは九三年七月一日時点でアメリカ一九・六倍、イギリス一七・八倍、フランス三一三・六倍、スイス一五・〇倍、ドイツ二〇・四倍であった。
- (25) "Daimler-Benz geht am 5. Oktober an die New Yorker Börse" Frankfurter Allg. Zeitung vom 28. Juli 1993, "Daimler-Benz prüft Aktiensplit vor Wall-Street-Gang" Die Welt vom 25. Mai 1993.
- (26) Handelsblatt vom 8. April 1993, 上記報道によつて中央金融委員会 (Zentraler Kreditausschuss) の意見書による。なお、会社にも新株券作成の負担がかかると指摘している。
- (27) Johannes K. Gäbel, a. a. O.
- (28) Beschluss des Bundesrates zur Entschliessung des Bundesrates zur Änderung des Aktiengesetzes am 12. Februar 1993.
- (29) Frankfurter Allg. Zeitung vom 13 Juli 1993.
- (30) 会社法の改正は一九六九年來二五年かけて実現したもので、株主および会社債権者の保護、会社機関の構造および機能の明確化、資本調達の簡便化、財務会計の透明化を目的とし、かつEC加盟の可能性を踏まえてECの会社法指令にも配慮しており、ほぼ全面的な改正である。(Peter Böckli, a. a. O., S. 1)
- (31) P. Böckli, a. a. O., S. 2.
- (32) P. Böckli, a. a. O., S. 88; Gary Humphreys, *supra* p. 2.
- (33) P. Böckli, a. a. O., S. 91.
- (34) P. Böckli, a. a. O., S. 98.
- (35) P. Böckli, a. a. O., S. 89.
- (36) 会社法六二三条は株式分割を認めているが、最低額面の制限が障害となっていた。
- (37) 預託機関の業務はアメリカの銀行が行っており、JPモルガン、シティ・グループ、バンク・オブ・ニューヨークが最大手である。ADRの仕組みは一九二七年にモルガン・ギランティ・トラストが創始したものである (Robert E. Murray, American Depository Receipts-Instruments of International Finance-, p. 2)。
- (38) スポンサー付ADRは外国の発行会社が預託機関を指名して契約を結ぶので、預託機関は単数である。他方、スポンサー無しADRは預託機関が任意に発行するので、同一の外国会社の株式につき複数の預託機関がADRを発行 (それぞれのADR

Rの条件は同一とするのが通例。)⁽⁴⁰⁾ している事例が圧倒的に多い。スポンサー付ADRは、外国会社がアメリカ市場で株式を公開(店頭[OTC]市場を含む。)する場合に発行されるのが通例で、ADRの条件決定には発行会社の意向が強く反映される。この種のADRは一九三三年証券法および三四年証券取引所法の規制を受けるが、機関投資家対象の私募の場合にはSEC規則一四四Aにより開示義務が免除される。

(38) J. P. Morgan, American Depositary Receipts, II, Overview; The Bank of New York, American Depositary Receipts, Overview.

(40) 両銀行に対する現地でのヒアリングによる。なお、ダイムラー・ベンツのスポークスマンは、同社のADRにつき、ADRの価格がアメリカのブルーチップス(注、優良株式を指す市場専門用語)並みの二五〇〜四〇〇ドルを希望すると語っている(Wall Street Journal-Europe July 28, 1993)。

(41) R. E. Murray, *supra* p. 1.

(42) The Bank of New York, ADR Programs Listing By Company, As of August 2, 1993, 244。

四、取引単位としての株式

(1) 単位決定のための新視点

株式の単位の最低限度を法律で制限する理由については、前稿でも述べたように、古くから「大衆がその零細な貯蓄を株式投資で失うことがないようにするため」とされてきた。⁽⁴³⁾ 日本の昭和二五年改正では、これに沿って額面株式の最低額面金額が、二〇円から五〇〇円に引上げられた。

さらに昭和五六年の改正では、株券発行や株主総会などの株主管理コストとのバランスというコスト面の視点が加えられ、⁽⁴⁴⁾ 一株の単位の最低限度額は五万円に引上げられた。

それから一〇年余を経過した今日、前項までに述べたように、小口の個人投資家の株式投資への誘引という、旧来

の基本姿勢には逆行するような新たな視点からの要請が高まってきた。日本における単位の「くくり直し」および株式累積投資制度の導入、九二年のスイス改正会社法の施行、九三年のドイツ株式法改正草案の公表がそれである。日本の単位の「くくり直し」は、当初は東京証券取引所の提唱で始められた。その後、平成四年八月二八日に決定された政府の総合経済対策の中で、「証券市場の活性化等」の方策の一つとして「株式の投資単位の引下げを促進する」とされたことにより、国の政策として位置付けられた。また株式累積投資制度も同一項目の中で、「単位未満の株式投資が可能となるような方策」の一つに挙げられ、「すみやかに検討する。」と記され、翌平成五年実施に移された。

さらに、スイスおよびドイツの改正における株式の単位引下げには、自国の株式の単位すなわち大きさ（重さ）を国際水準に近付ける、つまり「国際調和」という新たな視点が加えられていることにも注目を要する。経済の自由化、国際化の進展により、世界各国はグローバルな市場経済機構に組込まれ、国際的な整合性が求められていること⁽⁴⁵⁾の反映ともいえよう。前述した東証政策委の答申書の単位株制度永続論も、同様の視点に立つものである⁽⁴⁶⁾。

(2) 価格表示単位と取引単位

広い意味での取引単位としての株式には、価格表示単位すなわち値付けないし呼び値の単位という面と、取引単位の面の両面があることは、前稿でも指摘したところである。そして筆者はその中で、価格表示単位としての株式の大きさは、表示の容易性という面からの制約があること、取引単位としての大きさは株式市場における売買単位によってはかられるのが望ましいことも指摘しておいた⁽⁴⁷⁾。

当時、立法当局はこれら広義の取引単位については、共に一株であるべきものとし、単位株についても一単位当たりで価格表示を行うのが望ましいとしていた⁽⁴⁸⁾。しかし証券取引所では、前述のように単位株についても価格表示単位は一株とし、売買単位は単位株は一単位の株数、新設会社（注、一株の額面または純資産五万円以上の既存会社を含む。）は

単位としての株式再論

(第8表) 売買単位株数別、単位当たり株価上位5社比較 (8月16日現在)
(単位:円)

会社	市場	額面金額	株価	単位当たり金額
(売買単位1株)				
タイトー	東証2部	50,000	8,290,000	8,290,000
NTT	東証1部	50,000	974,000	974,000
(売買単位100株)				
東宝	東証1部	500	19,300	1,930,000
伊豆箱根鉄道	東証2部	500	17,300	1,730,000
中日本興業	名証2部	500	17,000	1,700,000
コマ・スタジアム	大証2部	500	15,700	1,570,000
KDD	東証1部	500	13,000	1,300,000
(売買単位500株)				
平和不動産	東証1部	50	940	470,000
北沢産業	東証2部	50	886	443,000
(売買単位1000株)				
キーエンス	東証1部	50	8,900	8,900,000
セブンイレブン・ ジャパン	東証1部	無額面	7,550	7,550,000
青山商事	東証1部	50	7,380	7,380,000
セコム	東証1部	50	6,620	6,620,000
京セラ	東証1部	50	6,200	6,200,000

(注) 青山商事は8月13日現在

一株と定めた⁽⁴⁹⁾。これは筆者の指摘を裏付ける現象に他ならない。

ただその結果、価格表示単位と売買単位について、単位株と新設会社の株式との間に取扱面で差が生ずることとなった。もっとも、新設会社の株式が上場されるまでの間は、この差は問題とならなかった。NTTの上場が具体化した時点で初めてクローズ・アップされ、前述した東証政策委の答申書に示された単位株制度の永続と公開新設会社への任意適用という要望につながった。この案はすでに述べたように、公開会社中で多数派である既存の会社の株式寄りの方向で両者の差の解消をはかろうとするもので、現実的な解決策のように見える。

しかしこれにも問題がある。単位株制度の下では一株は単位株の均等な構成分子であり、新設会社の端株もしくはアメ

リカのフラクショナル・シェアに似た性格のものであるが、⁽⁵¹⁾単位株数は各社同一ではないため、それぞれ大きさが異なり（注、一〇〇〇株一単位の一株は一〇〇〇分の一であるが、一〇〇〇株一単位の一株は一〇〇〇分の一で、前者の一〇倍となる。）、⁽⁵²⁾株価の単純比較ができなくなるだけでなく、投資家、とりわけ外国の投資家を混乱させる恐れがあるからである。

この点が単位株制度導入後今日まで殆んど問題にならなかったのは、単位株数が五〇円額面は一〇〇〇株、五〇〇円額面は一〇〇株という法定数（附則一六条）をとる会社が大半で、しかも前者が圧倒的多数を占め、例外はごく僅かだったためである。しかし前述した「くくり直し」の進展により単位株数は多様化の方向にあるので、⁽⁵³⁾現行の枠組のまま恒久化することには躊躇せざるを得ない（第8表参照）。ちなみに米国では、売買単位は一〇〇株一本である。

もう一つの解決策は、当初の立法当局の意向のように既存会社の株式についても一単位当たりで株価を表示し、表示単位を新設会社に寄せることである。ただこの場合には取引単位即価格表示単位となるため、東証政策委の答申書が指摘するように、日本の株価が海外主要国の株価に比べて飛び抜けて高く表示されることになり、株式の国際的調和の視点から問題とされる可能性が生ずる。

これに対しては、株式分割により株価が妥当な水準になるよう調節すればよいとの反論がある。しかし、株式の細分化防止の目的で設けられている一株または一単位当たり純資産五万円の歯止めがあるので（二一八条二項、附則二一条、分割による引下げにも限度がある。これは株式の単位引上げに当たり、株主管理コストを重視する余り、実質一〇〇〇倍（五十円↓五万円）にも株式の単位を引上げ、さらに細分化防止のため試案には無かった分割の歯止めまで設けたためである。既存会社の中で単位引上げを強制されるのは上場会社のみであることからしても、立案に当たり株式取引面にもっと配慮されるべきではなかったかと悔まれる。

(3) 望ましい単位の在り方

新設会社の上場と単位株の単位の「くくり直し」によって、現在の一株を価格表示単位とする方法には問題があることが明らかになった。他方、国際的調和という視点からすれば、単位株当たりの株価表示への切り替えまたは単位株制度の早期終結のいずれにも、日本の株価の突出ししかも実体価値は不変——という国際的批判を招きかねない結果につながる予見される。

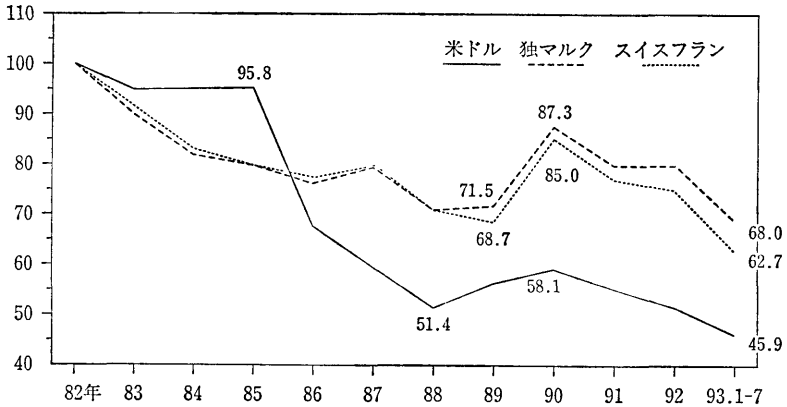
したがって、先送りされた単位株制度の終結問題の検討に当っては、まず立案当時に軽く扱われていたと思われる取引単位としての株式の在り方につき検討し、その方向で終結の途を探るべきものと考ええる。また単位株制度を存続させるにしても、前述したような問題があるので、現状のままでの存続は好ましくない。一株当たりで相互間の株価比較ができるように、単位株数を商法で統一するなどの手直しが必要である。

価格表示単位という面から求められるのは、表示の容易性と国際水準との調和の二点である。表示の容易性という点では、株価を示す数字の桁数が極力少ないことが望ましい。単位株の株価は単位未満の一株当たりで表示されるのでおむね条件に合致するが、新設会社の株式は大型なのでタイトル株式の事例のように遠く条件を外れてしまう。

次に国際的調和という面についてみると、基準となるのは世界最大の国際市場であるアメリカの株価であるが、その標準的水準は二〇〜三〇ドル(邦貨換算約二千〜三千円)といわれている。前述のように自国市場の国際的発展を期するドイツおよびスイスの両国は、自国株価の国際水準へのサヤ寄せをはかるべく、株式の単位引下げを選択した。

日本はこれら両国からは低株価国と見られているが、⁵⁴それでも単純平均株価(注、一株当りで算出される)は九四〇円(九〇ドル強)とアメリカの水準を遥かに超えている。また前述のように任天堂やセガ・エンタープライゼズのAD Rは、一株を複数に分割して発行されており、単位株制度をとる既存会社の一株ですら国際水準を超えるものがある。まして新設会社の株式となれば尚更である。第2図のように対円の外国通貨価値が低下していることもその一因であ

（第2図） 主要国通貨の対円レートの推移



（注1） 82年=100とした対外通貨レート
 （注2） 82～92年は年平均、93年1～7月は1～7月平均

る。
 日本の株式は価格表示単位として引下げが必要と判断されるが、これは昭和五六年改正の趣旨に反するのではないかとの批判を受けよう。しかし、株主管理等のコスト節減は、株式そのものの単位引上げによらなくても、狭義の取引単位の引上げにより可能であり、むしろその方が効果的である⁽⁵⁵⁾。また、古くから株式の単位の機能に数えられて来た零細投資者の株式取引からの遮断ないし保護については、以前から機能そのものに懐疑的な意見があるだけでなく、純資産額で歯止めをかけても、ADRの形で海外で分割されるばかりか、国策として個人の零細資金による株式投資が推進されつつあることからすれば、その存在意義も薄れたとみるべきであろう。
 さらに、取引単位自体についての規制は、商法よりも証券取引法に委ねられるべきであり、商法がそこまでカバーする必要も無いように思われる。先進主要国の立法例を見ても、株式の単位すなわち大きさを規制している国は少ない⁽⁵⁷⁾。フランス会社法は、従来から株式の額面金額について法律で定めず大統領令に委任する旨定めていたが、一九八八年の改正で額面の規制を外し会社が定款で定めるべきものとした（二六八条）。参考とす

べき立法といえる。

以上、取引単位としての視点からすれば、日本の株式単位は、新単位の設定もしくは単位株数法定による単位株制度の永続など、引下げの方向で再調整されるべきであるが、更に一歩進め、商法の規制を外して取引所等の自主規制に委ね⁽⁵⁸⁾、取引の効率化や零細投資者の保護は証券取引法等に期待するのが好ましいとの感を強くする。

しかし、株式の単位に関する商法上の規制の要否は他の二視点からの検討結果との総合評価により決せられるべきもので、結論は後日としたい。
(平成五年八月三〇日稿)

- (43) 竹内昭夫「改正会社法解説」三二頁(有斐閣、昭五八、初版)。
- (44) 竹内・前掲注(43)三三頁、稲葉威雄「改正会社法」三三頁(金融財政事情研究会、昭五七)。
- (45) 日米構造問題協議に基く平成四年の商法改正(株主の権利強化)は、その一例である。
- (46) 昭和五六年改正の際にも、東証その他証券各団体から同じ立場の慎重論が提出されたが容れられなかった。前稿・一六二頁注(8)。
- (47) 前稿・一四三頁～四六頁、一四九～五〇頁。
- (48) 全国株懇連合会の第三六・定時会員総会の分科会でも同様の意見が主張されたという(拙著「単位株制度のすべて」二〇九頁〔商事法務研究会、昭五七〕)。
- (49) 昭和五六年七月二一日(東証)会員通知「単位株制度期間中の売買単位等の取扱い方針及び立会場業務の合理化、省力化の方策について」。(東証)平成元年一月二二日「売買立会場における約定値段の表示についての取扱い」。
- (50) 前掲注(5)答申書七頁。
- (51) 河本・前掲注(15)著書一三五～一六頁、「株式会社法の根本改正(シンポジウム)」私法四〇号一三四頁〔矢沢発言〕。
- (52) 第5表に示された東京の平均株価や、これに続くJ.K. Gabelの論稿(23)(24)の中で採り上げられた日経単純平均株価およびトヨタの株価はいずれも一株(単位未満株)当たりである。単位としての株式の国際比較のためには単位株当たりに換算されるべきものであることを、筆者達は知らないようである。
- (53) 日本経済新聞社では平成五年八月三〇日夕刊より掲載する相場表に単位株数を示す記号を付すことになったが、これによ

- れば、上場会社の単位株数は、一〇株、五〇株、一〇〇株、五〇〇株、一〇〇〇株、二〇〇〇株、三〇〇〇株と八通りもある。
- (54) J. K. Gabel, a. a. O.
- (55) 単位引下げに歯止めをかけた結果、累積投資による小口化が必要となり、これは証券会社のコスト増を招き、終局的には、投資家の手数料負担も増加する結果を招いている。国民経済的視点からすれば、単位引上げのコスト削減効果は相殺されたに等しい。しかも、証券会社のコスト・パフォーマンスは累積投資残高が大幅に増えないと改善されない(前掲注(11) オール投資四八頁参照)。
- (56) P. Böckli, a. a. O., S. 89. 一九六五年ドイツ株式法八条二項は最低額面を一〇〇Dマルクから五〇Dマルクに引き下げたが、その委員会報告には、零細投資家の投機取引参加の懸念に基く反対には殆んど賛成が無かったと記されている(前掲注(22) 慶應義塾大学商法研究会訳一五頁)。
- (57) EC一五カ国のうち規制があるのはドイツ、ギリシャ、ルクセンブルグ、ポルトガルの四カ国のみである(Richard Thomas, *Company Law in Europe*, Butterworths)。
- (58) フランスの取引所は、公定相場又は第二市場に上場される株式の額面は一〇フラン以上でなければならぬとしている(取引所規則八八―二、八八―七、第七条)。(MEMENTO PRATIQUE FRANCIS LEFEBVRE, *Sociétés Commerciales* 1992, p. 349)