

<トピックス4>

「企業の財務戦略とトラッキング・ストック」

研究員 久保 達哉 (くぼ たつや)

E-mail:tk@nli-research.co.jp Tel: (03) 3597-8494

はじめに

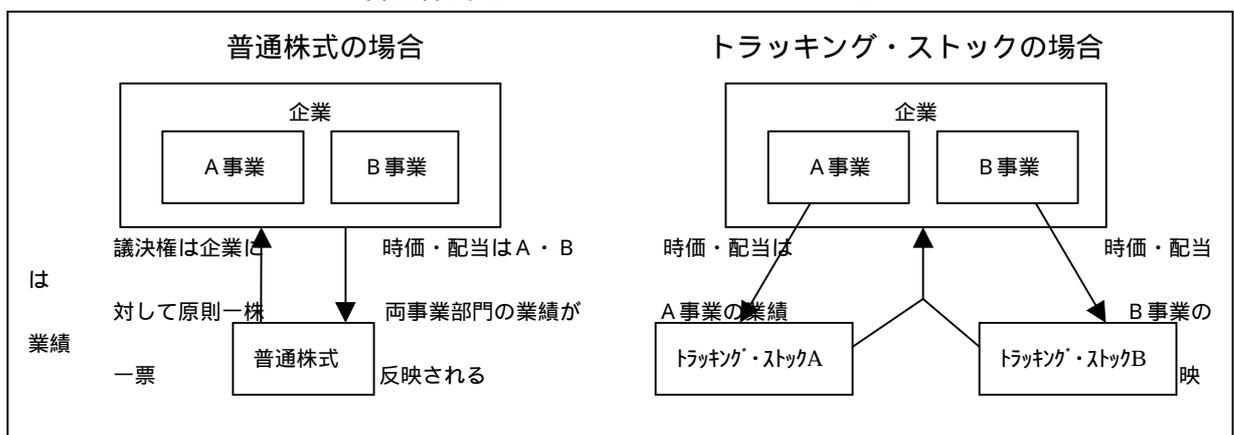
産業界は、国際競争の激化に対応し、柔軟な組織・資金調達を可能とするための早急な法整備を求めている。その中でも、経営権や組織形態を分けずに特定部門の業績を基に市場から資金調達する株式であるトラッキング・ストックに注目が集まっている。

1. トラッキング・ストックとは

トラッキング・ストックとは、現状の支配関係を維持しながら、ある特定の子会社や特定の事業部門の成果に対して請求権を有する普通株式のことである。米国では様々な種類の株式の発行を法律上明記している。普通株式や優先株式の他に、クラス株式（普通株式でありながら議決権や配当請求権に一般的な普通株式とは異なった権利関係を有する）と呼ばれるものも存在している。

トラッキング・ストックの第一号と言われているのが、1984年10月にGM社（General Motors Corp.）が、コンピュータ・サービス会社のEDS（Electronic Data Systems）社を、ロス・ペロー氏から株式交換により買収した際に発行したクラスE株である。成熟企業であるGM社と成長企業であるEDS社とでは利益成長力に格差があり、GM株との交換による買収ではEDS株主には魅力的な話ではない。そこで特定部門の成果に対して請求権を有するトラッキング・ストックの発行となったのである。

普通株式とトラッキング・ストックの違い



ここで注意したいのが、子会社の株式公開と異なり、トラッキング・ストックの株主はあくまでも親会社の株主であるということである。したがって議決権を有するタイプの株主でも、対象となる子会社あるいは特定部門ではなく、親会社に対する議決権を有しているのである。一般的に議決権の割合は時価総額に比例させるのが一般的であるが、事前に一定とする（一株につき普通株式の半分の議決権）場合もある。

米国においては近年トラッキング・ストックの発行が相次いでいる。発行会社はいわゆるハイテク企業が多い。成長性の高い事業分野を裏付けとした資金調達を目的としている。また、インターネット事業の市場での株価は、収益ベースで評価されることの多い従来事業とは投資指標が異なるケースが多いこともトラッキング・ストック発行の背景となっている。

#### 最近のトラッキングストックの発行状況

親会社	対象部門	発表年月
ワールドコム	個人向け長距離通信事業 データ通信事業	2000.11
A T & T	個人向け通信事業	2000.4
ニューヨーク・タイムス	インターネット事業	2000.1
ウォルト・ディズニー	インターネット事業	1999.6
J.C.ペニー	カード事業	1999.5
D L J	オンライン証券子会社	1999.3

（資料）各種新聞報道によりニッセイ基礎研究所作成

トラッキング・ストックの発行急増の要因として、トラッキング・ストックに関する税制が改正されるとの案が99年2月に打ち出されたことへの駆け込み需要が大きいとの指摘もある。トラッキング・ストックは通常のエクイティファイナンス同様、譲渡益課税が行われないが、改正案ではトラッキング・ストックを税回避のスキームであるとして譲渡益課税を打ち出している。（この改正案は産業界からの激しい反対にあい、法制化の動きは進んでいない。）

## 2. トラッキング・ストックの利点

複数の事業部門を抱える企業では、市場価値が各事業部門の潜在的事業価値の総和よりも低いという「コングロマリット・ディスカウント」が存在すると言われている。したがって近年の米国では特にグループ全体での市場価値を最大化させるため、スピン・オフ（会社分割）カーブ・アウト（子会社公開）する動きが活発になっている。しかしスピン・オフをした場合、企業規模が小さくなるため格付が低下してしまう、経営管理コストが増加してしまう、等の問題点も指摘されている。またカーブ・アウトした場合、子会社に対する経営権が弱くなってしまふ。そこでトラッキング・ストックを導入することにより、経営組織そのものは変更せず、各事業部門の市場価値を顕在化させることによって、市場価値の最大化を目指したものとも言える。したがって、トラッキング・ストックの発行をインターナル・スピン・オフ（同一組織内でのスピン・オフ）とも呼んでいる。

一般的に、トラッキング・ストックには子会社に対する議決権がないため（親会社に対する議決権は存在する場合がある）、経営権を手放さなくてすむ利点がある。また実際に会社を分割する訳ではなく、事業部門を資本関係のない別会社として分離・独立させるのに比べ手軽であり、一つの会社として簡単に再出発できる道も残されている。

また、株式時価が低迷する重厚長大企業または成熟産業は、従業員等に対するストック・オプションを付与し難いが、成長事業を持っていて成長部門の成果を反映したトラッキング・ストックが発行できるならば、ストック・オプションを付与して従業員の士気を高めることができる。

### 3. トラッキング・ストックの問題点

(1) トラッキング・ストックを発行するに際して重要な点は、投資家が判断できるよう十分な情報開示である。現在、連結子会社の事業部門別情報の開示が義務づけられているが、これをさらに進めて、トラッキング対象事業に関しては有価証券報告書並みの情報開示が必要となってくる。

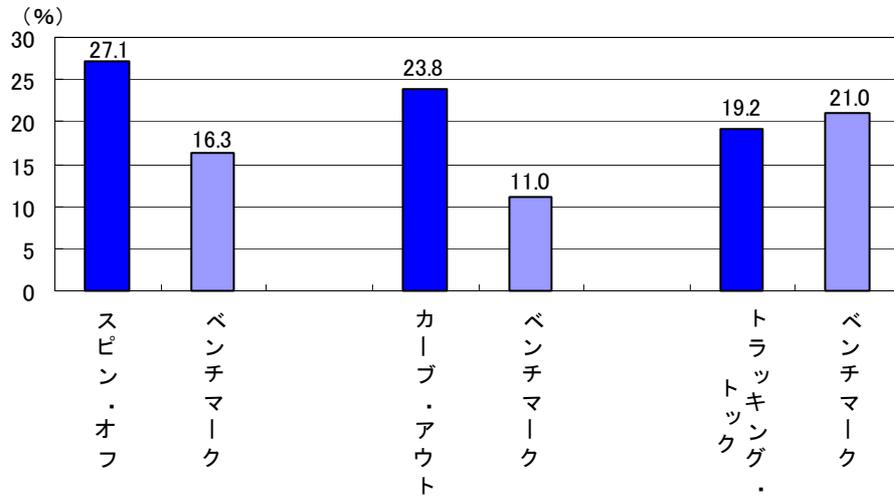
米国でトラッキング・ストックが一定の認知を得ているのは、完成度の高い会計基準により適切な情報開示のインフラがあり、米証券監視委員会（SEC）の適切な情報開示の規定が機能しているためである。例えば、GM社の子会社であるヒューズ社（GM社のクラスH普通株式によって公開されている）の場合、ヒューズ社の連結財務諸表（四半期報告書であるForm10Qと年次報告書Form10K）およびGMの連結財務諸表（クラスH普通株式に係る財務情報が詳細に記述されている）がSECに登録されており、ヒューズ社の年次報告書Form10Kや四半期報告書Form10QなどもGMと同様に開示することが求められている。

(2) トラッキング・ストックには親会社と利益相反する可能性もある。DLJ Directの株式公開目論見書の中には「DLJの経営陣は、DLJ Directを犠牲にしてDLJに有利になるような決定をする可能性がある」、「DLJが、DLJ Directと競合するような事業拡大をしない保証はない」と明記されている。

(3) トラッキング・ストックが特定の子会社・事業部門にどの程度連動するかはっきりしない面がある。法的に企業は分割されていないため、他部門の債務を負わされたり、利益や手元資金を流用されることは十分にありうる。したがってスピン・オフした場合と同様の市場価値が顕在化されているとは考えにくい。1988～96年までにスピン・オフ、カーブアウト、トラッキング・ストックが行われた子会社の公開後2年間の株価パフォーマンスを計測すると、トラッキング・ストックのパフォーマンスは最も低くなっている。また、トラッキング・ストックの場合では、ベンチマークをも下回っている。これは、トラッキングストックの問題点が利点を打ち消してしまっているとも言えよう。

こうしたこともあり、AT&Tのトラッキング・ストック発行計画に対してはニューヨーク州職員年金基金などが、「取締役会における利益相反を生じ、コーポレートガバナンスの基本原則が侵害される」として反対の意思表明をしているとの報道がなされている。

スピン・オフ、カーブ・アウト、トラッキング・ストックの株価パフォーマンス比較



(出所) Doing the Spin-out (The McKinsey Quarterly, 2000 Number 1, p100)

4. 日本におけるトラッキングストックの行方

日本においても、産業界からトラッキング・ストックの解禁の声が高まっている。経団連では平成11年11月に「国際競争力ある資本市場の確立に向けて」、平成12年10月に「商法改正への提言」の中で、トラッキング・ストックの解禁を求めている。

産業界としては、経営の選択肢を増やしたり、柔軟な事業編成を可能にしたりするためには、設計自由度の高い株式を発行出来るようにすべきとの考えを持っている。したがって、有望な事業部門や完全子会社に対する市場評価の高さを活かし、資金調達を行うことができるトラッキング・ストックの早急な導入が必要なわけである。日本で導入するためには、配当、議決権、償還・転換などについて、自由に設計できるような法整備が必要となる。現在、商法の抜本的な改正を目指して法制審議会で検討がなされている。

一方で、商法改正を待たずに、ソニーはインターネット事業子会社であるソニーコミュニケーションネットワークを対象とするトラッキング・ストックを発行するとの発表を行っている。登記事前相談制度により法務省民事局、東京法務局から「現行法制上でも、特定の事業(社内部門)ではなく、特定の子会社の価値を反映するトラッキング・ストックであれば可能」との回答を得たためとしている。裏返せば現行法上では特定の事業に対してのトラッキング・ストックの発行は難しいということになる。トラッキング・ストックに限らずとも、様々なタイプの普通株式、優先株式、優先証券が発行できる法整備は産業界にとって急務であると言えよう。一方で、米国におけるトラッキング・ストックの問題点は当然、日本でも当てはまる。投資家にとっても納得感のある商品設計が求められ、それを可能とする会計・法制度の整備が重要であろう。

(参考文献)

- 「エクイティ・ファイナンスの新展開」(商事法務：1548～1559号)
- 「米国で発行相次ぐトラッキング・ストック」(商事法務：1536号)
- 「株式を活用した経営戦略の色々」(横山会計事務所：<http://www.hi-ho.ne.jp/yokoyama-a/stock.htm>)
- 「株式交換と会社分割」(日本経済新聞社：2000年)