

部門業績に連動するトラッキング・ストック

米国では、特定の事業部門の業績にリンクした株式（トラッキング・ストック）が発行・公開されている。トラッキング・ストックは、M&A や事業再編の手段として、その効果が注目され、99年に入ってその発行計画が相次いでいる。

我が国企業の事業再編には、株式交換・株式移転制度や債務の株式化などの整備によって様々なツールが提供されるようになりつつある。さらに、次期商法改正として予定されている会社分割法制の枠組み作りにおいて、トラッキング・ストックのような多様な株式の発行の可能性も視野に入れて検討すべきである。

1. 注目されるトラッキング・ストック

1) トラッキング・ストックとは

99年に入って、DLJ、マイクロソフト、ディズニー、J.C.ペニーなどが相次いでトラッキング・ストック（tracking stock）の発行を公表している（表1）。トラッキング・ストック発行計画の公表後、各社の株価は軒並み上昇している。

トラッキング・ストックとは、特定の事業部門の業績にリンクした株式である。別名、アルファベット・ストック、レター・ストック、ターゲティッド・ストックとも呼ばれる¹。トラッキング・ストックの発行及び公開により、企業は、分社化など組織形態を変えることなく、当該事業部門の支配権を維持したまま、かつ、広く資金調達をすることができる。最近のトラッキング・ストック発行計画企業の多くが、独自に展開するインターネット事業に市場の関心を集め、新たな資金調達手段を獲得しようとしている。

99年にトラッキング・ストックの発行が急増しているのは、2月に米国政府からトラッキング・ストック発行に際しての発行会社へのキャピタル・ゲイン課税²が提案されたた

¹ アルファベット・ストックやレター・ストックという呼称は、80年代にGMがエレクトロニック・データ・システム(EDS)やヒューズ・エアクラフトを買収する際に発行されたクラスE普通株式、クラスH普通株式に由来する。ターゲティッド・ストックは、90年代初めに、リーマン・ブラザーズが、USXのエクイティ・リストラクチャリング（事業部門の分離）を提案した際に名付けられた。

² トラッキング・ストックの発行を、そのリンクされた事業部門の売却とみなして課税しようというもの。現在では、発行会社は、内国歳入庁（IRS）からトラッキング・ストックとして認定されるよう慎重に設計されている。税制上は、トラッキング・ストックが子会社の株式とみなされると、トラッキング・ストックの売出し時に税金がかかったり、連結納税申告から将来の利益に課税されるといった影響を受けることになるためである。

め、新しい法律が施行される前の免除規定（グランド・ファーザー条項）の適用をねらって、駆け込み発行されているとみられている。また、こうした提案が、にわかにはトラッキング・ストックへの関心を高めたともいえるようだ。

表 1 最近のトラッキング・ストック発表例

	発表日	株価（注 1）	発行内容
Microsoft	99.7.16	94.37 1/2→99.43 3/4	インターネット事業（MS ネットワーク）に連動する株式。詳細は 7/22 に発表。
Global Crossing	99.6.9	50 3/4→52 1/4	合併した Frontier Corp.と U.S.West のそれぞれの事業に連動する株式。
Disney	99.6.8	30.625→30.875	インターネット事業に連動する株式。Infoseek の支配権（現在 43%）を取得してからの発行となる見込み。
DuPont	99.5.7	72 11/16→74 1/8	ライフサイエンス事業に連動する株式。（注 2）
J.C.Penny	99.5.18	45.687→50.125	クレジット・カード事業に連動する株式。同事業を Eckerd
DLJ	99.3.7	56 1/4→60	100%子会社の DLJ ディレクトの業績に連動する株式。99 年 5 月に発行され、上場された。

（注 1）発表前と発表後の株価（単位ドル）

（注 2）99.3.10 に、トラッキング・ストックが発行される予定であることが公表されているが、具体化したのは、99.5.7 であった。

（出所）野村総合研究所

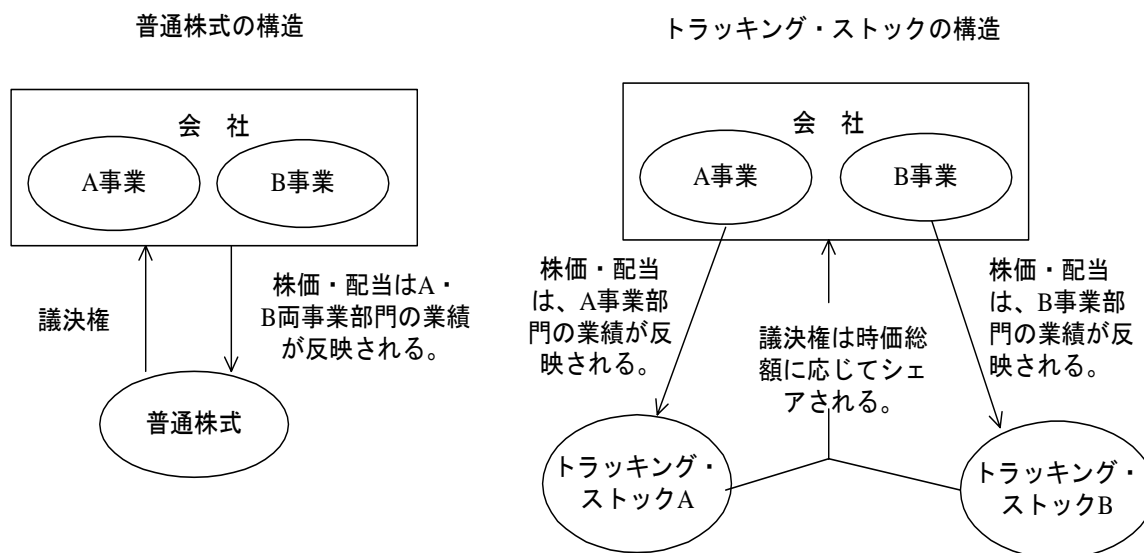
2）トラッキング・ストックの特徴

トラッキング・ストックは、議決権、配当に関する権利、残余財産分配請求権などの権利関係が様々な株式である。

（1）普通株式との違い

トラッキング・ストックと普通株式では、それぞれの株価や配当といった価値の基準が異なる。例えば、ある会社に A 事業と B 事業の 2 つの部門がある場合、普通株式の価値及び権利は、A と B 両方の事業の業績に基づくが、トラッキング・ストックの価値及び権利は A 事業、B 事業それぞれの業績に基づく（図 1）。例えば、トラッキング・ストックの議決権は、普通株式の議決権を基準として、企業全体の時価総額に占める同事業部門の時価総額の割合に応じて変動する。トラッキング・ストックの発行に当たっては、配当、議決権や残余財産分配請求権など、多様な条件を設定することになるため、定款変更のための株主の承認が必要とされる。

図1 普通株式とトラッキング・ストックの構造の違い



(出所) 野村総合研究所

(2) 配当に関する権利

企業の配当政策は、取締役会の裁量に基づき、すべての株主の利益を調整して決定される。トラッキング・ストックの配当に関する権利は、発行株式の対象となる事業部門の業績に連動して決定される。

トラッキング・ストックの配当可能利益の総額は、通常、①原則として一定の金額に固定されるが、純利益、配当その他の現金分配、その他連動する事業部門に対する株主持分を調整する必要に応じて随時調整される方法、②トラッキング・ストック株主に帰属する特定事業部門の純利益の一定割合に固定される方法、のいずれかで定められている。ただし、株主への現金配当は、社債契約やローン契約による制約を受ける。こうした契約では、経営陣が債権者の従来の権利を害して株主に利益を分配することのないよう、株主に現金配当されるファンド総額が制限されており、トラッキング・ストックに対する配当もこの制約に服する。

(3) 議決権及び残余財産分配請求権

トラッキング・ストックの議決権は、一定のものと、事業部門の時価総額に応じて変動するものがある。一定のものは、GM (クラス H 株は、1 株につき普通株式の半分の議決権) や Tele-Comm.、CMS Energy、Inco Limited など少数派で、変動するものが大勢である。

残余財産分配請求権については、関連する事業の時価総額に比例するものと、議決権に比例するものがある。なお、トラッキング・ストックのベースとなっている事業部門の資

産に対する優先的な請求権はない。

3) トラッキング・ストックの発行事例

トラッキング・ストックは、GM による買収の手段として 80 年代に登場した。90 年代以降では、USX の発行を契機として、企業の事業部門の分離・分社化といった事業再編の手段として用いられることが多い。USX の事例では、石油・ガス部門のマラソン社を親会社から分離させようとする大株主の C.アイカーン氏の圧力に対して、USX の経営陣が格付け維持のために同部門の保有を続けようとしてトラッキング・ストックを発行した。

84~96 年までに 14 社、20 件のトラッキング・ストック発行事例があり、うち M&A 目的の発行が 6 件、事業部門の分離のための発行が 14 件であった³ (表 2)。

表 2 トラッキング・ストック発行事例

会社名	公表日	トラッキング・ストックの発行目的	
		名称	目的
GM	84.6.29	GM クラス E 普通株 (GM 普通株同時発行)	EDS 社の買収
	85.6.6	GM クラス E 普通株 GM クラス H 普通株 (GM 普通株同時発行)	Hughes 社の買収
USX	91.1.31	USX-US Steel グループ 普通株 USX-Marathon グループ 普通株	鉄鋼部門と石油・ガス部門の分離
	92.4.14	USX-デルファイ グループ 普通株 USX-US Steel グループ 普通株 USX-Marathon グループ 普通株	石油部門と天然ガス部門の分離
Ralston Purina	93.1.22	Continental 銀行グループ 普通株 Ralston Purina グループ 普通株	銀行部門とコア事業の分離
Pittston Company	93.3.15	Pittston Services グループ 普通株 Pittston Minerals グループ 普通株	サービス部門とミネラル部門の分離
	95.9.15	Pittston Brinks グループ 普通株 Pittston Burlington グループ 普通株 Pittston Minerals グループ 普通株	各事業部門の分離
Fletcher Challenge	93.10.21	森林部門普通株 一般部門普通株	森林部門とコア事業の分離
	96.2.28	建設部門普通株 エネルギー部門普通株 製紙部門普通株 森林部門普通株	コア事業の分離
Seagull Energy	94.3.11	ENSTAR Alaska 普通株 Seagull Energy 普通株	アラスカ石油ガス事業の分離

³ RJR Nabisco と Kmart の発行計画は株主総会で否決されている。また、MCI と Epitope の発行計画は経営陣によって否決されている。

Genzyme	94.7.26	組織修復部門普通株 一般部門普通株	BioSurface Technology の買収
	97.2.3	Genzyme Molecular Oncology 部門普通株 組織修復部門普通株 一般部門普通株	PharmaGenics の買収
Tele-Comm.Inc.	94.11.16	Liberty Media Group 普通株 A&B TCIグループ 普通株 A&B	コア事業とメディア事業の 分離
	96.12.5	Telephonyグループ 普通株 A&B Liberty Media Group 普通株 A&B TCIグループ 普通株 A&B	コア事業とワイヤレス事業の 分離
American Health Properties	95.2.1	Psychiatricグループ 優先株 コアグループ 普通株	Psychiatric REIT とコア REIT の分離
CMS Energy	95.2.15	クラス G 普通株 CMS Energy 普通株	コンシューマー・ガスグループと コア事業の分離
US West	95.3.1	Media Group 普通株 Communications Group 普通株	メディア部門とコミュニケーション 部門の分離
Inco Limited	96.3.26	Inco クラス VBN 普通株 (Inco 普通株同時発行)	Diamond Fields Resources,Inc.の買収
Delmarva Power and Light	96.8.12	Newco 普通株 クラス A 普通株	Delmarva と Atlantic Energy との合併
Circuit City	96.11.1	CarMax Group 普通株 Circuit City Group 普通株	自動車部門とエレクトロニクス 部門の分離

(注1) GM、Genzyme、Inco Limited、Delmarva Power and Light を除く会社は、事業部門の分離を目的としてトラッキング・ストックを発行している。

(注2) Fletcher Challenge はニュージーランドの会社、Inco Limited はカナダの会社だが、ニューヨーク証券取引所にそれぞれ ADR を発行している。

(出所) "Diversification and the Value of Internal Capital Market"より野村総合研究所作成

2. DLJによるトラッキング・ストックの発行

1) 発行条件と目的

(1) 発行条件

全米第8位の証券会社である DLJ は、99年3月17日、その100%を保有するオンライン・ブローカー会社である DLJ ディレクトの15%をトラッキング・ストックで公開すると公表した⁴。同年5月6日には、発行価格は1株13ドルから15ドルの範囲の額、1000万ドルのネット受取金額はすべて DLJ ディレクトの広告・宣伝費用に使用すること、等の条件が決定された。

(2) トラッキング・ストックの特徴

同社のトラッキング・ストックは、DLJ ディレクトの業績を反映する DLJ の普通株式で

⁴ 同日、SEC に Form S-3 の登録届出書が提出されている。

ある。トラッキング・ストックの発行には、種類の異なる株式の発行となるため、定款の変更が必要となる。DLJ の定款では、こうした変更は、過半数を有する株主から書面の同意を得れば可能であり、実際に、DLJ の 71.3%を保有する Equitable 社がこの定款変更に同意した⁵。この定款変更により、DLJ は、DLJ 普通株式と DLJ ディレクト普通株式の 2 種類の株式を発行することとなった。

異なる種類の株主の承認が必要な場合を除き、DLJ ディレクト普通株式には議決権はない⁶。配当に関しては、従来の配当政策を維持することが示されている。

(3) トラッキング・ストックの発行目的

DLJ のトラッキング・ストック発行の目的は、以下のとおりである。

- ・ DLJ ディレクトに関する独立した情報とその情報が反映される DLJ ディレクト株式を市場に提供し、一般投資家やアナリストに DLJ ディレクトの市場価値にもっと多くの関心を持ってもらうこと。
- ・ 各投資家が、それぞれの投資目的に応じ、DLJ 普通株式か DLJ ディレクト普通株式、または両方に投資する機会を提供すること。
- ・ DLJ ディレクト普通株式にリンクするストック・オプションを発行し、DLJ ディレクトの経営陣や従業員を対象としたインセンティブを提供することを可能とすること。
- ・ DLJ 普通株式と DLJ ディレクト普通株式のいずれでも臨機応変に発行することにより、資本調達機動性を高め、買収などの戦略的な可能性に応えることを可能とすること。
- ・ 一つの連結企業体として、財務、税制、オペレーション及び戦略上のベネフィットを維持したまま、DLJ ディレクトの価値を現金化することができること。
- ・ DLJ ディレクト普通株式を IPO することにより非課税で現金を得るとともに、IPO による収入を DLJ ディレクトに帰属させることを可能とする。

トラッキング・ストックの登録届出書によると、DLJ の株主持分は、図 2 のような構成となっている。実際には、DLJ は、1 株 20 ドルで、発行総数 1,600 万株、総額 3 億 2000 万ドルの資金調達した。

⁵ 99年5月3日に、SECに対し、インフォメーション・ステイトメントと委任状説明書が提出され、同時に株主にも送付されている。書面による定款変更は、デラウェア一般事業会社法 228 条で認められている。株主に送付後、20 日を経過してから、定款変更の効力（トラッキング・ストックの発行が可能となる）が発生する。

⁶ DLJ 普通株主の議決権は 1 株 1 議決権のみである。

図2 DLJの株主持分構成

		(単位 1,000 ドル)
優先株式 (授権株数 5000 万株) : シリーズ A 優先株式 (400 万株発行済)		200,000
(いずれも額面 50 ドル)	シリーズ B 優先株式 (350 万株発行済)	175,000
DLJ 普通株式 (額面 0.1 ドル) : 授権株数 3 億株 (1 億 2,451 万株発行済)		12,448
DLJ ディレクト普通株式 (額面 0.1 ドル) (注 1)		— (注 2)
制限株式		11,277
払込剰余金		902,238
留保利益		1,766,287
その他の累積包括利益		1,871
従業員退職給付用株式信託		13,591
従業員退職給付用株式信託への株式発行		(13,591)
株主持分合計		3,069,121
資本合計 (長期借入金 + 株主持分)		7,513,786

(注 1) DLJ ディレクト普通株式の発行済株数には DLJ ディレクトのストック・オプション・プランに基づき発行される 1,000 万株の留保分はカウントされない。

(注 2) DLJ ディレクト普通株式の発行後では、1,600,000 ドルが計上されるものとみられる。

(出所) 野村総合研究所

2) マーケットの反応

DLJ ディレクトの収益にリンクするトラッキング・ストックは、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) に 5 月 26 日に上場され (シンボルは DIR)、3 日後に 42.85 ドルの最高値を付けた (図 3)。その後の株価は 24~30 ドルのレンジで推移している。親会社の DLJ (シンボル同じ) の株価は、DIR 上場日に 67.86 ドルであった (図 4)。

トラッキング・ストックの発行によって親会社の株価が上昇するという現象は通常認められておらず、DLJ でも同じことがいえる。他方、トラッキング・ストックのパフォーマンスは比較的よいとされており、DLJ ディレクト普通株式についても、IPO 直後の乱高下を経て、DLJ の経営陣の予想範囲を超えた水準で安定的に推移している。

3) インセンティブ報酬プラン

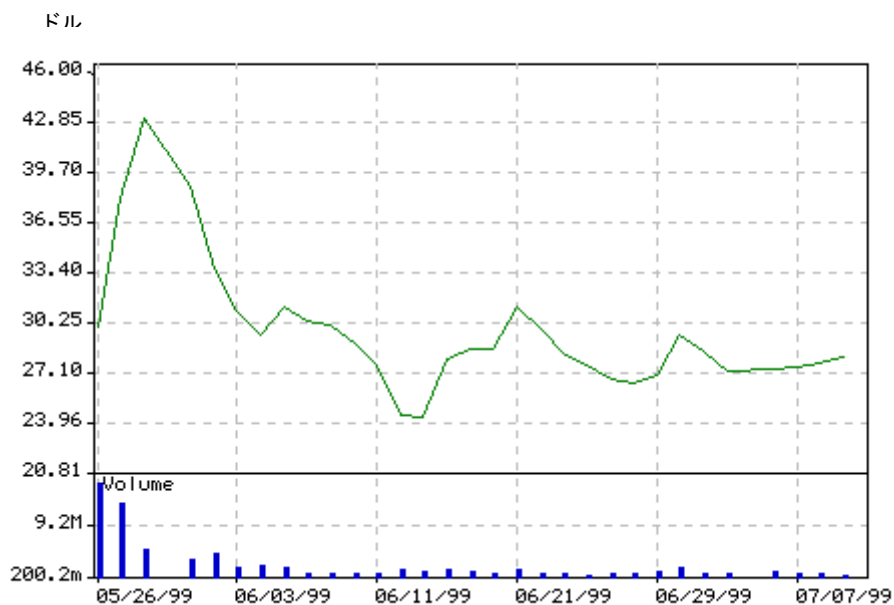
DJL のトラッキング・ストック発行の目的の一つとして、DLJ ディレクトの役職員に対し、DJL ディレクトの業績を直接反映したインセンティブの提供がある。

DJL は、トラッキング・ストックの発行と併行して、99 年 5 月 25 日に、特別株主総会を招集し、DLJ ディレクトの 99 年インセンティブ報酬プランの承認を得た。DLJ の取締役会は、同報酬プランの提案に当たり、「主要な従業員を維持・確保するためのインセンティブ報酬プランは、DLJ ディレクトの持続的な繁栄及び成功に不可欠である。DLJ ディレクトの業績及び株主価値を創造することで、それら基準に当該従業員の報酬が連動するとするインセンティブ制度は、各人のモチベーションを高め、競争的かつ包括的であるほ

ど、DLJ ディレクトの長期的な成功に寄与するものと信ずる。」と述べている。

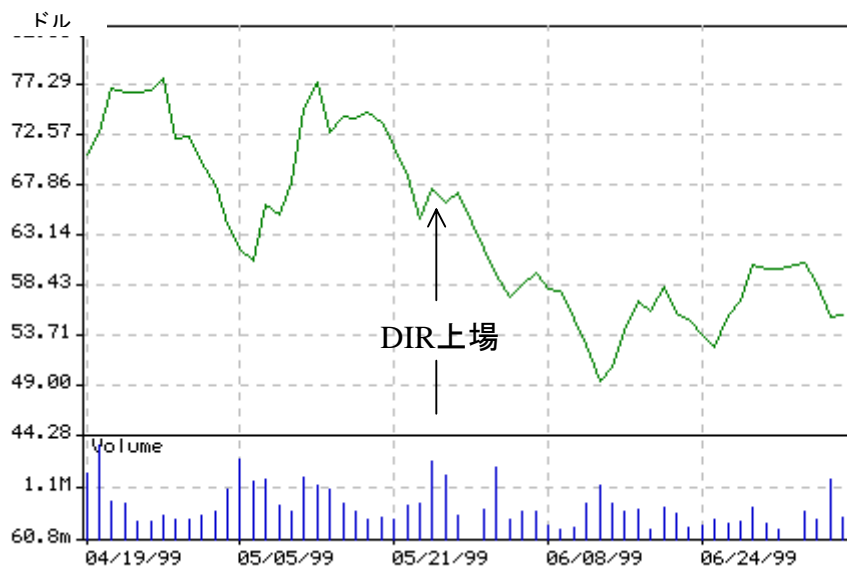
報酬プランでは、ストック・オプション、株式評価権(SAR)、制限付き株式などが、アニュアル・インセンティブまたは業績連動型報酬として、役職員に提供されるための条件等が定められている。

図3 DIRの株価と売買高



(出所) NYSE ホームページ

図4 DLJの株価と売買高



(出所) NYSE ホームページ

3. 我が国における考察

1) 部門業績を反映する株式の可能性

我が国商法では、種類の異なる普通株式を発行することは株主平等の原則に反することから禁止されている。配当や議決権など、異なる種類の株式を発行できる場合は、優先株、後配株、転換株、無議決権株、償還株に限定されている（商法 222 条、222 条の 2 以下、242 条）。

我が国ではトラッキング・ストックにみられるような配当に関する権利の異なる株式は、優先株・後配株として発行されることになる。しかしながら、公開企業で、普通株式と異なる種類の株式を発行した例は少ない。優先株に関しては、BIS 基準への対応や公的資金投入を受けるといった要因により、自己資本増強のため、銀行による発行が大勢（94 年以降 29 例）を占めている⁷。後配株の発行例は、池田物産（発行日 91.8.23）と日本信託銀行（同 97.12.25、99.3.16）であり、いずれも議決権を有し、第三者割当てという形で発行されている⁸。

優先株・後配株とも、企業業績の一部にリンクするような配当条件を付けることはできないと解釈されており、もっぱら基準となる普通株式の配当条件より優先あるいは劣後するという違いにとどまる。ある会社において、A 部門と B 部門を有している場合、それぞれの収益に基づく価値の設定が可能な株式を発行するには、A 部門と B 部門を分割し、分社化して独立させなければならない。

2) 会社分割法制の整備

今回紹介したトラッキング・ストックの概念をわが国に導入するには、会社分割法制が整っている必要がある。

会社分割・分社化に関する法整備（いわゆる会社分割法制）⁹は、次期商法改正のテーマである。会社分割法制は、企業の産業競争力強化策の1つとして、企業が機動的に組織を再編し、効率的な経営ができるよう、事業部門の分離・独立させる「企業分割」の法制化を目指すものである。99年3月に発表された政府の「規制緩和推進計画」では、次期通常国会において法律案を上程することが明記されている。

さる99年7月7日、法制審議会商法部会から、「商法等の一部を改正する法律案要綱」の中間試案が公表され、会社分割法制のあり方について、同年9月までの間、各界に意見照

⁷ 飯村慎一「公的資金注入と銀行経営について」『資本市場クォーターリー』99年春号 18 頁参照。

⁸ 「増資白書 1999 年版」『旬刊商事法務』臨時増刊号 1530 号参照。

⁹ 企業分割には、会社の資産・負債を 2 つ以上に分割して資本関係をなくして分割させる「会社分割」と、子会社にする「分社化」の 2 形態がある。

会がなされている¹⁰。

今後の会社分割法制の枠組み作りにおいて、トラッキング・ストックのような株式の発行の可能性を視野に入れて検討すべきであると思われる。この場合、トラッキング・ストックの対象となる事業部門のキャッシュ・フローや収益性に関するディスクロージャーも必要である。

(橋本 基美)

¹⁰ 中間試案では、A という会社が 2 以上の会社に分割され、1 以上の会社を新設し、A 社と新設会社に資産・負債を分割する「新設分割」と、A という会社の 1 事業部門の資産・負債が B という既存会社に承継される「吸収分割」という 2 種類の会社分割の導入が中心となっている。