

トラッキング・ストックと非支配持分 —負債と資本の区別に関する個別上と 連結上の議論における接点—

名古屋大学教授 野口 晃弘

名古屋大学大学院
博士課程後期課程 二村 雅子

1. はじめに

負債と資本の区別について論じる際に、連結財務諸表特有の論点となってきたのが、非支配持分（少数株主持分）である。企業会計基準委員会では、平成21年12月10日に少数株主持分を資本とする方向で暫定合意がなされ、平成22年2月12日には、国際的な会計基準に合わせて少数株主持分を非支配持分へ名称変更することについても審議されている。

わが国では、昭和50年に連結財務諸表原則が設定された当初、少数株主持分は負債の部に表示するように指示されていた（第四 連結貸借対照表の作成基準 六 表示方法 1）。それが、平成9年の連結財務諸表原則の改訂に伴い、負債の部と資本の部の中間に区分されて記載されるようになり（第四 連結貸借対照表の作成基準 九 表示方法 1）、さらに平成17年の純資産会計基準によって中間区分から純資産の部の中に記載場所が変更された（企業会計基準第5号7項）。そして、平成22年2月12日の企業会計基準委員会審議資料によれば、株主資本とその他の包括利益累計額に係る非支配持分をそれぞれの内

訳として表示することも、企業結合専門委員会で検討されている。

従来、負債と資本の区別については、優先株式、新株予約権、取得請求権あるいは取得条項を中心として、個別財務諸表であるか連結財務諸表であるか特に意識する必要なく取り上げられてきた。これに対し、少数株主持分は連結財務諸表に特有の項目であったため、それらの議論とは直接結びつけられることなく、論じられてきたように思われる。企業会計基準委員会でも、少数株主持分については企業結合専門委員会を中心に議論されてきた。

しかし、個別財務諸表における優先株式と連結財務諸表における非支配持分の扱いの整合性が問題となる金融商品は過去に存在しており、両者を組み合わせた議論も必要となっている。それがトラッキング・ストック（tracking stock, 特定事業連動株式）であり、本稿では、単に個別と連結に共通する会計問題を取り上げるのではなく、個別財務諸表における優先株式の扱いと連結財務諸表における非支配持分の扱いの整合性という視点から、負債と資本の区別を論じる。

2. トラッキング・ストック

トラッキング・ストックとは、会社が有する特定の完全子会社・事業部門等の業績にのみ価値が連動するように設計された株式である（江頭, 2009, 139 頁）。その嚆矢は、1984年にゼネラル・モーターズ（GM）が発行したクラス E 株式であり、エレクトロニック・データ・システムズ（EDS）を株式交換によって取得するためのものであった（Gary, 1984, p.1.37）。クラス E 株式の配当は、EDS が計上した利益の金額に基づいて決定されるため、クラス E 株式を保有すれば EDS へ投資したのと同様の効果が得られるように設計されていた。1984年の年次報告書によれば、クラス E 株式への現金配当は、GM による取得後に EDS 及びその子会社が計上した利益（パーチェス法の影響額を除いた EDS 帰属連結利益）から支払われると説明されている（General Motors, *Annual Report 1984*, p.26, ProQuest Historical Annual Reports）。

GM がトラッキング・ストックを発行した目的は、EDS を取得するための資金調達と、取得後に EDS から人材が流出してしまうのを防ぐことにあった（Banham, 1999, p.46）。翌 1985 年にも、GM は企業買収を進めるため、ヒューズ・エレクトロニクス（Hughes Electronics）を対象に同様のトラッキング・ストックであるクラス H 株式を発行している。このようにクラス E 株式、クラス H 株式とアルファベットが付けられていたため、アルファベット株式（alphabet stock）あるいはレター株式（lettered stock）とも呼ばれている（Hass, 1996, p.2090）。

1980年代には GM が 2 銘柄（クラス E と H）を発行しただけで、追随する企業はすぐには現れなかった。その理由としては、事業部門間取引における利益相反の問題があったと考えられ

ており（Murphy, 1989, p.65）、対象となる完全子会社の資産に対するトラッキング・ストックの権利の弱さも指摘されている（Logue et. al., 1996, pp.46-47）。1990年代初め、その点を改良したターゲテッド株式（targeted stock）と呼ばれるトラッキング・ストックがリーマン・ブラザーズによって開発され、用いられるようになった（Hass, 1996, p.2090）。1991年に USX が US スチール・グループ普通株式（USX-U.S. Steel Group Common Stock）及びマラソン・グループ普通株式（USX-Marathon Group Common Stock）、翌 1992年にデリー・グループ普通株式（USX-Delhi Group Common Stock）を発行し、1993年には 3 社（Logue et. al., 1996, p.50 Table 2）、それ以降も 1998 年まで毎年数社程度で利用されていた（Elder and Westra, 2000, p.41 Table 1）。

1999年にトラッキング・ストックの発行は急増し、注目されることになるが、それは電子商取引分野への多角化を進める上で必要となる多額の資本を調達するためであったと説明されている（Levinsohn, 2000, p.64）。その頃、松古（1998）や橋本（1999, 2000）のように、わが国にもトラッキング・ストックについて、当時進められていた事業再編あるいは会社分割法制的の整備と関連させて、本格的に紹介する文献が現れた。

わが国でのトラッキング・ストック第 1 号は、2001年にソニーが発行した子会社連動株式であった。それは国内の 100%子会社であるソニーコミュニケーションネットワーク（SCN）を対象としたものであり、議決権のある非参加累積的種類株式である。配当は、対象子会社の普通株式の配当金額に基づき、普通株主に先立って支払われる。残余財産の分配についても、対象子会社の株式は、普通株主に先立って、分配されることになっている。そして、任意消却及び一斉消却・転換に関する条項が設けられて

いた（ソニー株式会社「ソニーコミュニケーションネットワーク(株)を対象とする子会社連動株式発行決議に関するお知らせ」2001年5月15日）。

当時の商法（平成2年改正）222条2項では、株式の内容について定款に記載することが求められており、ソニーの子会社連動株式でも、同条同項但書に従い、配当の上限金額が定められていた（廣岡，2002，14頁）。トラッキング・ストックに関して、商法上どの範囲で発行が認められるか不明確であったという問題については、平成13年改正商法222条3項で、優先配当の算定の基準の要項を定めれば足りるようになり、また、242条が削除されたことによって無議決権株式に対する規制も緩和された（岡崎，2001，89-90頁；廣岡，2002，14頁）。

なお、わが国ではその後追隨する事例が見られず、ソニーの子会社連動株式も2005年にソニーの普通株式に一斉転換され、SCN普通株式が株式公開されて、トラッキング・ストックは姿を消している。

3. トラッキング・ストックと非支配持分との対比

トラッキング・ストックは、効果のよく似た組織再編手段である子会社上場（equity carve-outs）や株主に子会社株式を配当するという方式による会社分割（スピン・オフ；spin-offs）と対比して論じられている。いずれも会社の事業を分離し、その持分を公開する手法という点では共通しているものの、子会社上場やスピン・オフの場合には、新たな会社の株式が公開され、親会社の持分が低下するのに対し、トラッキング・ストックの場合には、その事業に対する持分の100%所有の状態を維持することができる（Frank，2001，p.40）。なお、スピン・オフ

では、新たな資金を調達することにはならない（Frank，2001，p.43）。

トラッキング・ストックや支配関係を維持したままの子会社上場に関する実証研究では、短期的には良い材料としての反応が見られるのに、長期的にはむしろ負の異常収益率が観察されている（He et. al., 2009, p.28）。Logue et. al.(1996)は、トラッキング・ストック採用公表前後の株価を調査し、当時の限られたサンプルについてはあったが、正の反応が見られたことを示している。その後、Bilett and Mauer (2000)、D'Souza and Jacob (2000)、Elder and Westra (2000)などで、トラッキング・ストック採用公表に伴って、統計的に有意な正の異常収益率を観測している。

これに対し、Boone et. al. (2003)は、支配関係を維持したままの子会社上場やトラッキング・ストックを発行した企業の経営成績が改善されないという調査結果を示しており、Billett and Vijh (2004)は、トラッキング・ストック発行後3年間の株価収益率を分析し、統計的に有意ではなかったものの、比較対象とした企業群よりも収益率が低かったという結果を示している。Clayton and Qian (2004)は、長期的には有意な差は見られないとしており、子会社上場を対象としたVijh (1999)でも同様の結果となっている。なお、子会社上場やスピン・オフに関する実証研究でも、短期的には株価に正の反応が観察されている（Schipper and Smith, 1986；1983）。

このように、トラッキング・ストックと支配関係を維持したままの子会社上場は、同種の組織再編手段として実証研究の対象とされており、株式市場の反応についても同様の傾向が観察されている。

トラッキング・ストックと非支配持分とは、

法的形式上の相違をなくすことはできないが、そもそもトラッキング・ストックは子会社株式に代わるものとして開発された金融商品なので、経済的実質という観点からすれば類似しており、統合的な会計処理を適用すべきものと考えられる。トラッキング・ストックに対する配当は、特定の事業から生まれた利益から支払われるように設計されており、残余財産に対する請求権についても、その事業の範囲に限定することも可能である。無議決権株式であれば、親会社の株主総会で議決権を行使できないという点でも同じになる。トラッキング・ストックの場合、同じ取締役会の下で、対象とされた事業とそれ以外の事業が経営されることになるが、子会社も親会社の支配を受けることから、法的形式上、異なる取締役会が存在していたとしても、その経済的実質が大きく異なるとは限らない。

非支配持分は連結グループ企業の中のある会社に対する投資を行った外部株主が保有する持分を表している。連結グループ全体に対する投資であれば、それは親会社の株式に投資しなければならないが、わが国のように上場子会社が存在している場合には、必ずしもグループ全体に対する投資ではなく、その一事業を形成する上場子会社に投資するという選択肢も存在している。このように非支配持分をとらえると、その実質はトラッキング・ストックと大きく変わるものではなく、むしろ実質的には同じものにとらえて会計処理を考えることが望ましいように思われる。

4. トラッキング・ストックと非支配持分の会計処理における整合性

負債と資本の区別を論じる場合、個別上か連

結上か、特に意識されることなく、議論されてきた。これは少数株主持分（非支配持分）を除けば、論点が両者に共通していたためと考えられる。また、商法の規定との関係が資本会計における重要な論点となっていたため、むしろ個別財務諸表を前提とした議論が行われてきた。ところが、トラッキング・ストックという種類株式の登場によって、種類株式に関する負債と資本の区別と、連結上の非支配持分に関する負債と資本の区別の整合性が論点として浮かび上がってきた。

現行の国際基準では、原則として契約上の支払義務を負う金融商品は負債、それ以外を資本に分類し、例外として契約上の支払義務を負わなくても、所有者としてのリスクにさらされず、リターンも享受しないような金融商品については負債に分類するように指示している（IAS 32, par.11, par.16）。

このような広義資本説に対し、FASBとIASBは「資本としての特性を備えた金融商品」プロジェクトにおける議論の過程で、それとは異なる狭義資本説（basic ownership approach）をFASBの予備的見解（FASB, 2007）で示し、検討が行われた。現時点では、公開草案の公表が2011年第1四半期に予定されている。

FASB（2007）の狭義資本説では、負債と資本を区別するため、残余財産の分配に関して最も劣後する請求権のみを資本に分類し、当該種類の金融商品の保有者のみを報告主体の所有者とみなしている（par.16）。一方、PAAinE（2008）は、金融商品に関して、利益や残余財産の分配に対する参加あるいは劣後、償還期限、議決権について検討し、資本の本質を、損失が生じた時にそれを負担することととらえる広義資本説（loss absorption approach）を提唱している。FASB（2007）の狭義資本説が資本を最も

劣後する請求権に限定するのに対し、PAAinE (2008) の広義資本説は損失吸収責任を負うか否かを規準としている。

連結上の負債と資本の区別に関しては、親会社説と経済的単一体説と呼ばれる2つの連結基礎概念と結びつけて議論が行われている。現行の国際基準も米国基準も経済的単一体説の方向に収斂しており、非支配持分は貸借対照表で持分に含まれて表示され、非支配持分への振替も、包括利益を計算する上で控除される項目ではなく、包括利益の分配として表示する項目とされている (IAS 1, par.54 (q), par.83)。

トラッキング・ストックは種類株式なので、その法的形式に従って会計処理を行えば、貸借対照表では資本に含まれ、配当は利益の分配として扱われることになる。狭義資本説であれば、優先株式としての側面を強調して負債に分類し、配当を費用計上することが考えられる。広義資本説では、対象が一事業に限定されていないものの、所有者としてのリスクを負い、リターンを享受する立場にある上、義務償還株式のような償還期限の定めがあるわけではなく、また、株主に償還請求選択権が付与されているわけでもないで、資本として扱うほうが適切であるように思われる。

非支配持分は子会社の株式を反映したもので、子会社にとっての法的形式は資本であり、配当は利益の分配であるものの、子会社の残余財産に対する請求権では、親会社の債権者に優先する立場にある。このため親会社説では、非支配持分は(疑似)負債、配当は費用(純利益を計算するために控除する項目)として会計処理することになる。これに対し、経済的単一体説では、非支配持分も資本、配当は利益の分配として扱うことになる。

優先株式に関する狭義資本説と広義資本説、

非支配持分に関する親会社説と経済的単一体説を対比させて示すと、以下のように整理することができる。

| | 優先株式 | | 非支配持分 | |
|-------|------|-------|--------|---------|
| | 狭義説 | 広義説 | 親会社説 | 経済的単一体説 |
| 貸借対照表 | 負債 | 資本 | (疑似)負債 | 資本 |
| 損益計算書 | 費用 | 利益の分配 | 費用 | 利益の分配 |

したがって、狭義資本説を採用し、優先株式を負債に分類しながら、連結財務諸表において経済的単一体説を採用し、非支配持分を資本に分類すると、トラッキング・ストックと子会社上場で会計処理が異なってくる。広義資本説を採用しながら、親会社説を採用した場合にも、同様の問題が生じることになる。経済的実質が類似する金融商品に対し、その形式の違いに着目して異なる会計処理を求めた場合、企業の行動に歪みを生じさせる可能性があることについては、1990年代にワラント債への区分法適用に伴ってカバード・ワラント(リ・パッケージ債)の利用をもたらした経緯などの歴史から学ぶべきである(野口, 1999, 37-39頁)。

5. おわりに

本稿では、トラッキング・ストックを材料に優先株式に関する個別財務諸表上の議論と非支配持分という連結財務諸表上の議論を対比させ、両者の整合性という視点から、負債と資本の区別について論じた。

トラッキング・ストックは企業内の一事業を対象として投資を行うための種類株式であり、その種類株主は、子会社上場が行われている場合の子会社の少数株主と、経済的実質は似ている。もちろん、子会社の株主であれば子会社に

対して株主としての権利を行使することができるのに対し、トラッキング・ストックの場合は、それが子会社連動株式の場合であっても、子会社に対しては株主としての権利を直接行使することはできないなど、法的形式上の相違はある。しかし、企業の財政状態及び経営成績を開示するという観点からすれば、法的形式上の相違よりも、経済的実質上の類似性を重視し、両者の会計処理を整合させる必要がある。

会計基準の裏をかこうというインセンティブを残さないためにも、優先株式と非支配持分の会計処理の整合性は重要である。

〈参考文献〉

- Banham, R. (1999), Track stars. *Journal of Accountancy*, July, Vol.188, No.1, pp.45-48.
- Billett, M. T. and D. C. Mauer (2000), Diversification and the value of internal capital markets : The case of tracking stock. *Journal of Banking & Finance*, Vol.24, pp.1457-1490.
- Billett, M. T. and A. M. Vijh (2004), The wealth effects of tracking stock restructurings. *The Journal of Financial Research*, Vol.27, No.4, pp.559-583.
- Boone, A., D. Haushalter, and W. Mikkelson (2003), An investigation of the gains from specialized equity claims. *Financial Management*, Vol.32, No.3, pp.67-83.
- Clayton, M. J. and Y. Qian (2004), Wealth gains from tracking stocks : Long-run performance and ex-date returns. *Financial Management*, Vol.33, No.3, pp.83-106.
- D'Souza, J. and J. Jacob (2000), Why firms issue targeted stock. *Journal of Financial Economics*, Vol.56, pp.459-483.
- Elder, J. and P. Westra (2000), The reaction of security prices to tracking stock announcements. *Journal of Economics and Finance*, Vol.24, No.1, pp.36-55.
- Financial Accounting Standards Board (1991), *Discussion Memorandum*, Consolidated Policy and Procedures.
- Financial Accounting Standards Board (2007), *Preliminary Views*, Financial Instruments with Characteristics of Equity.
- Frank, K. E. (2001), Making sense of spin-offs, tracking stock, and equity carve-outs. *Strategic Finance*, Vol.83, No. 6, pp.38-43.
- Gary, K. (1984), G.M. deal designed to hold Perot staff. *The New York Times*, June 30, p.137.
- Hass, J. J. (1996), Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure : the need for a duty of fairness. *Michigan Law Review*, Vol.94, No.7, pp.2089-2177.
- He, W., T. K. Mukherjee, and P. Wei (2009), Agency problems in tracking stock and minority carve-out decisions : Explaining the discrepancy in short- and long-term performances. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 33, No. 1 pp.27-42.
- International Accounting Standards Board (2008), *Discussion Paper*, Financial Instruments with Characteristics of Equity, Invitation to Comment.
- Levinsohn, A. (2000), Tracking stock. *Strategic Finance*, Vol.82, No.3, pp.62-67.
- Logue, D. E., J. K. Seward, and J. P. Walsh (1996), Rearranging residual claims : a case for targeted stock. *Financial Management*, Vol.25, No.1, pp.43-61.
- Murphy, J. A. (1989), Analyzing sub-classes of General Motors common stock. *Financial Management*, Vol.18, Issue 1, pp.64-71.
- Pro-active Accounting Activities in Europe (2008), *Discussion Paper*, Distinguishing between liabilities and equity. Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee (DRSC) , European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) , Accounting Standards Board (ASB) , Conseil National de la Comptabilité (CNC) , Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) , Organismo Italiano di Contabilità (OIC) .
- Schipper, K. and A. Smith (1983), Effects of recontracting on shareholder wealth. The case of voluntary spin-offs. *Journal of Financial Economics*, Vol.12, pp.437-467.
- Schipper, K. and A. Smith (1986), A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings. Share price effects and corporate restructuring. *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp.153-186.
- Vijh, A. M. (1999), Long-term returns from equity carveouts. *Journal of Financial Economics*, Vol.51, pp.273-308.
- 2000年11月20日「ソニー、日本版トラッキング・ストック発行に向け、準備を開始」 http://www.sony.co.jp/SonyInfo/News/Press_Archive/200011/00-056a/ (2010年5月13日アクセス)
- 浅木慎一編 (2006) 『会社法旧法法令集』 信山社。
- 石川鉄郎・北村敬子 (2008) 『資本金の課題』 中央経済社。
- 江頭憲治郎 (2009) 『株式会社法 第3版』 有斐閣。
- 岡崎誠一 (2001) 「トラッキング・ストックと商法改正」 『JICPA ジャーナル』 No.552, 88-90頁。
- 梶田龍三 (2001) 『自己株式会計論』 白桃書房。

企業会計基準委員会（2010）「第195回企業会計基準委員会（平成22年2月12日）審議事項(4)-2 企業結合専門委員会 少数株主持分の取扱い（関連論点）」
https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/minutes/20100212/20100212_05.pdf（2010年6月5日アクセス）。

野口晃弘（1999）『条件付持分証券の会計』新世社。

橋本基美（1999）「部門業績に連動するトラッキング・ストック」『資本市場クォーターリー』Vol.3, No.1, 203-212頁。

橋本基美（2000）「トラッキング・ストックとわが国への導入」『証券アナリストジャーナル』第38巻第11号, 27-39頁。

廣岡健司（2002）「種類株式改正一総会開催方法・トラッキングストック」『経理情報』No.972, 12-15頁。

松古樹美（1998）「米国における企業グループの事業再構築〔I〕—アセット・リストラクチャリングの展開—」『商事法務』No.1484, 22-32頁。

齋藤雅子（2004）「トラッキング・ストックとセグメント情報の質的開示：ジェンキンス・レポートの含意から」『関西学院商学研究』第55号, 41-56頁。

齋藤雅子（2007）「少数株主持分と基礎概念の論理一貫性」『大阪産業大学経営論集』第8巻第2号, 107-122頁。

山田純平（2008）「米国と欧州における負債・持分識別問題の動向とその問題点」『産業経理』第68巻第2号, 84-93頁。

〔追記〕本稿には、科研費（研究代表者・二村雅子 21・5679）による研究成果が含まれている。