

トラッキング・ストックと事業部門間の利益相反

渡 辺 宏 之

要 旨

本稿は、近時企業再編のツールとして注目されており、独特な性質を有する株式である「トラッキング・ストック (tracking stock)」の発行に伴う、「事業部門間の利益相反」の問題について考察するものである。

具体的には、まず、(Ⅰ)で「トラッキング・ストックの性質と目的」についてアメリカにおける事例を紹介しつつ概観し、(Ⅱ)において「事業部門間における利益相反」という、トラッキング・ストックに独自の問題を指摘する。そして、(Ⅲ)では、そうした問題に対する取締役の義務について、二つのデラウェア州判決と、判決において用いられた「信認義務アプローチ」の妥当性を中心に検討する。また(Ⅳ)では、上記判決において言及された「優先株」および「親子会社」的アプローチについて検討し、一方で、(Ⅴ)では、最近提唱されている「公正義務」および「類型別」アプローチについて検討する。さらに、(Ⅵ)では、実務における具体的な手続的保護のあり方を紹介しつつ、「手続の公正」とその限界について考察し、結論として、トラッキング・ストックの発行による「事業部門間の利益相反」は不可避免な問題であり、発行会社の取締役は、新たな「経営戦略の拡がり」と「経営判断の制約」を同時に抱え込むことになることを指摘する。

目 次

- | | |
|----------------------------|---------------------------|
| I. トラッキング・ストックの性質と目的 | V. 「公正義務」アプローチと「類型別」アプローチ |
| II. 事業部門間における利益相反 | チ |
| III. 「信認義務」アプローチと経営判断原則 | VI. 「手続の公正」とその限界 |
| IV. 「優先株」アプローチと「親子会社」アプローチ | おわりに |

I. トラッキング・ストックの性質と目的¹⁾

トラッキング・ストック (tracking stock, 以下“TS”と略記することがある) とは、利益配当または残余財産分配請求権等が特定の事業部門ないしは発行会社の子会社の業績に連動する株式のことである。

トラッキング・ストックの対象事業は特定の事業を営むビジネス・ユニット (特定の子会社、発行会社の社内部門またはその混成) として定款において規定されるが、必ずしも独立した法人格を有する必要はなく、むしろ、アメリカにおいては、発行会社の特定事業部門の価値に連動するものが主流である。また、特定事業の経済価値の一定割合のみを対象としたトラッキング・ストックを発行することができ、特定事業価値の残部 (いわゆる「留保持分 (retained interest)») は従前の普通株式に帰属する。つまり、従前の普通株式はトラッキング・ストックの対象事業以外の価値と留保持分価値を反映することになる。

アメリカでは、トラッキング・ストックは、普通株式 (common stock) の一種であるクラス株式として発行される。トラッキング・ストックの発行に伴い、既存の普通株式は一つのクラス株式となり、すべてのクラス株式が集合体として会社全体の普通株式となる。アメリカにおける多くの会社の準拠法であるデラウェア会社法では、数種 (Classes) の株式の発行またはある種類の中で数組 (Series) の株式の発行が可能であり²⁾、クラス株式としてのトラッキング・ストックも、定款において議決権・償還権等につき相当柔軟に規定することができ

る³⁾。

アメリカでトラッキング・ストックが初めて発行されたのは、1984年にジェネラル・モーターズ (GM) がエレクトロニック・データ・システム (EDS) を吸収合併する際に旧 EDS 株主に対して発行したものである。以後、現在までにアメリカでは数十件のトラッキング・ストックの発行例があるとされる。

トラッキング・ストック発行の目的については種々の説明が行われているが、①価値顕在化、②買収対価、③成長ファイナンス、の三つに大別することができるであろう。

この中でまず挙げられるべきであるのは、①の「価値顕在化」であろう。特定の事業価値が普通株式に適切に反映されていない場合、トラッキング・ストックの発行に伴って対象事業の財務諸表等を開示し、アナリスト等がフォローすることで、対象事業価値を資本市場で顕在化 (unlock) させることができる。つまり、売上高や利益に対して株価評価の高い成長事業を対象として TS を発行すれば、効率のよい資金調達が可能である。既存の普通株式を複数の TS に分割して、既存株主に TS を分配し、それぞれの事業価値をより明確にして、いわゆる“コングロマリット・ディスカウント”を解消し、グループ内事業間のシナジー効果を追求することが企図できる。そのような価値顕在を主目的とした TS の発行例としては、1990年の USX 社、1998年の Sprint 社、1999年の Quantum 社および PE 社によるもの等が代表的である。

②の「買収対価」としてのトラッキング・ストックとは、GM のケースに代表されるように、TS が買収の対価として発行され、被買収企業の株主に交付される方法である。企業買収

を通じて新規事業に進出する際、被買収会社の株主に買収会社の普通株式に代えて被買収会社の価値に連動するTSを交付すれば、普通株主の負担する事業リスクを軽減することができる。市場評価の高い企業を株式交換を用いて買収する際、買収企業の普通株式の希釈化防止、ターゲット企業の株主にとって買収後も同様の市場価値を享受できるなどのメリットがある。買収対価としてのTSの代表的な発行例としては、1984年と1985年のGM社によるクラスE・クラスH株式、1999年のDisney社およびSprint社等がある。

また、最近では特に、成長性の高い携帯電話事業、インターネット関連事業またはバイオ関連事業を対象とした、時価発行増資(IPO)による資金調達を目的とするトラッキング・ストックが増加している。こうした、③「成長ファイナンス」のためのトラッキング・ストックは、対象事業の高い評価倍率をもとに株式公開され、公募増資で成長投資のための資金を調達することを目的としている。そのようなTSの代表的な発行例としては、1999年のDLJ社や2000年のAT&T社によるものが代表的である。

さらに、上記の点以外で重要なものとして、「ストック・インセンティブ」、すなわち特定事業にリンクしたトラッキング・ストックを対象としたストック・オプション・プログラムを創設することにより、トラッキング・ストック発行会社(TS発行会社)が、ターゲット会社の役職員の個々の貢献に直結したインセンティブの提供が挙げられる。こうして、トラッキング・ストックを購入する権利(ストック・オプション)を、対象事業を管掌する役員等に付与することにより、成功報酬型のインセンティブ

制度を設けることが可能になる。

これらのトラッキング・ストック発行の目的は基本的に相対立するものではなく、複数の目的の達成を企図して発行される場合が通常のものである。PE社によるトラッキング・ストック発行の場合のように、上記の四つの目的をすべて追求して行われる場合もある。

1999年4月、PE(現Applera)社は、事業部門をPE Biosystems Group(現Applied Biosystems Group)とCelera Genomics Groupに分割し、それぞれの業績に連動するトラッキング・ストックを発行した。PE社の普通株式1株は、PE Biosystems GroupのTS1株に読み替えられ、Celera Genomics GroupのTS0.5株が追加的に分配された。PE社はバイオ事業とゲノム解析事業を営んでおり、従来のバイオ事業と新たなゲノム解析事業とは、投資とリターン(リスク・プロファイル)が異なり成長性も異なることから、株式価値の顕在化のために、ゲノム解析部門であるCeleraを対象としたTSを株主分配の方法により創出した。ゲノム解析の進展によりCelera対象のTSは株価が非常に堅調であったため、2000年3月にCelera TSで時価発行増資を実施し、約1000億円の資金調達を行っている。また、CeleraTSの堅調な株価を前提にM&Aの対価として使用し、ゲノム・テクノロジー会社のParacelを買収している。さらに、それぞれの事業部門に対しては、各部門を反映するTSによるストック・オプションを活用しており、上記のトラッキング・ストックの活用四形態すべてを活用しているケースとして挙げられる。

ところで、わが国においては、2001年にソニーが定款変更を行って子会社価値連動の種類株式の発行・上場を行い、“日本版トラッキン

グ・ストック”の登場として注目を集めた。ソニーはネットワーク事業をコアビジネスと位置付けており、その中でもトラッキング・ストックの対象子会社である「ソネット（ソニーコミュニケーションネットワーク株式会社）」のインターネット事業は、特に重要な位置付けにあった。しかし、ソネットを子会社公開してしまうと、ソニーの議決権支配は希釈化してしまうため、グループ・シナジーを維持しつつソネットの価値を顕在化する、あるいは将来のM&Aツールに使用できるものとして、トラッキング・ストックが選択されたようである。

II. 事業部門間における利益相反

トラッキング・ストックは、上述のような様々なメリットを実現しうる、独自の性質を有する株式である。しかしながらその独自性ゆえに、トラッキング・ストックの発行は、一方で、発行会社の取締役に対して従来の会社にはなかったような困難をもたらす⁴⁾。

すべてのクラスの株式の価値は、その会社の中における事業部門 (business groups) のそれぞれの業績を反映する、会社全体の業績に基づくものである。そして、トラッキング・ストックの発行会社 (TS 発行会社) も、従来の会社と同様に単一の取締役会により運営されるものの、取締役は実質的に異なった利害を有する株主のグループに直面することになる。

TS 発行会社の取締役が、事業部門間に経営資源・資産・事業機会を割り当てる必要がある場合には常に、取締役は潜在的にある部門の犠牲のもとに別の部門を優遇することになる⁵⁾。つまり、ある事業部門を経営政策的に優遇することは、一方で他の事業部門の利益を潜

在的に損なうという構図が必然的なものとなっているのである。さらに、TS 発行会社の事業部門間において取引を行う際にも常に、その条件の設定において取締役は利益相反の問題に直面する。

そして、そうした以上のような問題は、トラッキング・ストックのターゲット (対象) となる「事業部門間の利益相反」の問題に帰着する。

トラッキング・ストックの発行は、上記のような深刻な利益相反を内在するため⁶⁾、GM 社のトラッキング・ストックについては、その取扱いをめぐる後述のように株主から二件の訴訟が提起された。また、その他にも、DLJ 社の TS 株主は、DLJ 社が Credit Suisse に買収される過程において、大株主の AXA Financial と DLJ 取締役が TS 株主の利益を排除することによって自己の利益を図ったとして2000年9月にクラス・アクションを提起した (同年10月に被告による請求棄却の申立が認容)⁷⁾。さらに、Staple 社によるインターネット関連のトラッキング・ストックの買戻しに関しても、その買戻しが不公正なものであるとして株主により訴訟が提起された (2001年7月に和解)⁸⁾。

III. 「信認義務」アプローチと 経営判断原則

さて、以上のようなトラッキング・ストックに関する利益相反の問題に関して、発行会社の取締役はいかに対処すべきなのであろうか。

一般原則として、デラウェア州等のアメリカ諸州では、取締役は株主に対して注意義務 (duty of care)・忠実義務 (duty of loyalty) 等の信認義務 (fiduciary duty) を負ってい

る。しかしながら、「経営判断原則 (business judgment rule)」により、利害関係を有していない取締役が十分な情報に基づいて善意かつ誠実に業務執行を決定した場合には、当該取締役は注意義務違反または忠実義務違反に問われることはない。一方で、取締役会の決定を攻撃しようとする原告株主は、経営判断原則の推定を覆すための証明責任を負う。原則が覆された場合には、立証責任は被告取締役に移り、原告株主に対して当該取引が「全く公正」であることを立証しなければならない⁹⁾。

トラッキング・ストックの登場自体が非常に新しいこととその独特な性質にもより、トラッキング・ストックに関する利益相反の問題については、判例による指針は長い間存在してこなかったと言ってよい。ただし、いくつかの判決において、デラウェア州の裁判所は、取締役の注意義務は特定の株主グループではなくて会社および全体としての株主に対するものであると述べた¹⁰⁾。

そして、上記のような利益相反が生じうる場面において、取締役が株主に対してどのような基準で義務を負うかについて最初に判示した判決が *In re General Motors Class H Shareholders Litigation*¹¹⁾ (GM 判決) である。

本判決において、デラウェア州衡平裁判所は、トラッキング・ストックを発行している会社において、株主はグループごとに相異なる (divergent) 利害を有していることを認めつつ、取締役が取引の対価を配分するに当たり、あるクラスの株主を他のクラスの株主より有利に扱ったという主張だけでは、忠実義務違反の主張として不十分であるとした。

裁判所は、トラッキング・ストックに関して、も伝統的な信認義務 (fiduciary duty) が適用

トラッキング・ストックと事業部門間の利益相反

されると判示したうえで、原告の請求を棄却し、TS 発行会社の取締役がある事業グループを不公平に扱った、あるいはある取締役があるクラスのトラッキング・ストックに不均衡な利害を有している、といった単なる主張だけでは、株主は重大な (material) 利益相反の事実を認めさせることはできないとした。

GM 判決の三日後、*Solomon v. Armstrong*¹²⁾ (Solomon 判決) において裁判所は、今度はトラッキング・ストックの対象となった事業部門をスプリット・オフするという会社の決定に関して、忠実義務 (duty of loyalty) 違反の主張を却下した。

Solomon 判決は、①株主全体およびそれぞれのクラスの株主に対して公正な結果をもたらすような合理的な利益配分のプロセスがとられていたか、②利益配分のプロセスおよび取引条件について十分な情報を与えられた状態で株主が承認したか、いずれかが満たされれば、取締役の行為につき経営判断の原則が推定されると判示した。そして、同事件では、取締役会が特別委員会 (capital stock committee) を通じて GM チームと EDS チームを作り、その間で交渉をさせたことによりプロセスの合理性が確保されているとした¹³⁾。

以上のように、GM 判決や Solomon 判決においては、トラッキング・ストックに関する利益相反の問題に関して、取締役に対し信認義務の枠組みは適用されるものの、実際には取締役は経営判断の原則により保護されるとした。

そして、以上のような判決の内容と同じく、トラッキング・ストックの発行に関する委任状説明書 (proxy statement) や目論見書 (prospectus) の一般的な記載によれば、発行会社取締役は各クラス株式に対し同等の義務を負

い、いずれかのクラスの株式に対し別途または付加的な義務を負うことはないとされる。すなわち、取締役は対象事業とその他事業とを包含する会社全体の価値向上に努めるのであり、グループ内での経営資源配分等の経営判断については、「経営判断の原則」が適用されることになるとされる¹⁴⁾。

しかしながら、トラッキング・ストックに関する利益相反の問題についてそうした「信認義務」+「経営判断原則」の枠組みを適用することは、本当に妥当なものであろうか。

こうした点につき、Hass は、従来の注意義務・忠実義務および経営判断の原則は、取締役と会社全体との関係を見る視座(“holistic approach”)に基づいているために、トラッキング・ストックに関連する「事業部門間の利益相反」の問題を適切に処理できず、そのままではトラッキング・ストックに関する問題に適用することは不適切であると主張する¹⁵⁾。

また Schick は、「信認義務アプローチ」は、トラッキング・ストックに関連する事案に適用された場合、株主に対して過小あるいは過大な保護を与えると主張する。問題となる取引に関する権利が基本定款に明確に定められている場合には、信認義務により株主は過大な保護を受けることになる。しかしながら、事業部門をスピン・オフする時のように、取締役がTS株主の持分利益を著しく変更するような場合には、「経営判断原則」とセットになった「信認義務の枠組み」では株主の立場は非常に弱いものになるとする。そして、GM 判決におけるような「重要性」(materiality)の要件を以って、TS株主に対する忠実義務の適用要件とすることは必ずしも適切ではなく、適用要件は「取引の性質」に着目したものであるべきだと

する¹⁶⁾。

IV. 「優先株」アプローチと 「親子会社」アプローチ

GM 判決や Solomon 判決においては、トラッキング・ストックに関連する問題の解決について、「優先株」、あるいは「親子会社」的なアプローチについて言及されている。

<優先株アプローチ>¹⁷⁾

GM 判決では、忠実義務違反の主張を却下するにあたり、優先株主に関する一連の事案に依拠して、定款違反は純粹に契約的なものであり忠実義務違反として主張されるべきものではないとした¹⁸⁾。また、Solomon 判決では、裁判所は、問題となった取引に関する交渉過程は、公平な手続的保護を確保するために必要な独立当事者間取引 (arm's lengths transaction) といえと主張しつつ、トラッキング・ストックの契約的な性質を再び強調し、そのような交渉過程は TS 株主に十分な保護を提供しているとした¹⁹⁾。

普通株式と異なり優先株式の配当は定款で確定されているため、その配当はローンの利子に類似しており、その意味で優先株式は債務証券に類似している。それゆえ、従来、デラウェア州等の裁判所では、優先株式における「優先権」を本質的に契約的なものと見なして、優先株主に対する信認義務の枠組みの適用を制限してきた²⁰⁾。

しかしながら、Schick が指摘するように、そのようなトラッキング・ストックと優先株との同一視には限界がある。トラッキング・ストックは二つの理由から、契約的保護では解決

できない利益相反を事業部門間に生じさせる。まず、トラッキング・ストックは優先株よりも会社の業績に依存する持分利益を有しているため、優先株以上の保護を必要とする。また、事業部門への経営資源の配分に関して取締役が行う日々の決定について、契約条項で定めることは困難である²¹⁾。

<親子会社アプローチ>

一方、Solomon 判決において、裁判所は、TS 発行会社が「親子会社取引」における「公正基準」の適用を自動的に受けるという考えを却下した。TS 株主であるクラス E 株式の株主は、自分たちは会社の継続的な利益から締め出された少数株主と類似していると主張したが、裁判所は、定款における取り決めおよび手続的保護条項に基づき、このケースを従来の「少数株主締め出し (freeze-out)」のケースから区別した。

デラウェア州等では、親子会社間の取引に関しては親会社は子会社に対して信認義務を負うことになっているが²²⁾、その際の判断基準となるのが「完全な公正 (entire fairness)」である²³⁾。デラウェア州最高裁は「不正のおそれを惹起する要因が完全に根絶できず、裁判所による注意深い審査 (careful judicial scrutiny) を依然として必要とする」ために、独立委員会による承認後も完全な公正基準は適用可能であると判示し、そうした方針は、親子会社間の取引において、少数株主が支配株主による報復の可能性に影響される危険が存在するという現実を反映していると理由付けた²⁴⁾。

それゆえ、親子会社取引において存在するような「強制された承認 (coerced ratification)」の可能性はトラッキング・ストックを

トラッキング・ストックと事業部門間の利益相反

発行する会社においても存在する。仮にあるクラスの TS 株主が取締役会の決定を承認することを拒否したならば、取締役会は、支配的な別のクラスの株主のために資金を別の事業部門に配分することで報復を行うことができる²⁵⁾。

V. 「公正義務」アプローチと「類型別」アプローチ

<「公正義務」アプローチ>

以上のように、トラッキング・ストックに関連する問題にも「完全な公正」基準を適用する局面は存在しうるが、Hass は「公正義務 (“duty of fairness”)」の概念を提唱し、まさにその枠組みによってトラッキング・ストックに関する利益相反の問題に対処すべきであるとする²⁶⁾。

しかしながら、取締役会のすべての決定を TS 株主により「完全な公正」の観点から判断させることは非現実的である。経営資源や事業機会の配分が、裁判所のもとで完全な公正の観点に従うことになったならば、取締役は会社の運営に適任であるという根本的な仮定が崩壊してしまう。さらに、取締役が経営資源や事業機会の配分に際して直面する内部的な利益相反が会社によりどんどん開示されることになったならば、TS 株主は、会社による日々の決定が公正なものであることに期待できなくなってしまう²⁷⁾。

実際、Hass が提唱した “duty of fairness” の具体的な中身は、事実上「手続きの公正」といえるものである。その中身を要約すれば、「事業部門間あるいはそうした事業部門にリンクした株式の取引価格に異なる影響を与える行為は、それらの株式に関して特別の利害関係を

有しない (disinterested) 取締役が、十分な情報に基づき行ったものであれば、公正かつ合理的 (fair and reasonable) なものと推定される」というものである²⁸⁾。

これはまさに、トラッキング・ストックに独自の「経営判断原則」の構築を企図したものといえよう。Hass がこうした原則を新たなものとして提唱するのは、既に述べたように従来の注意義務・忠実義務および経営判断の原則は、取締役と会社全体との関係を見る視座 (“holistic approach”) に基づいているために、そのままではトラッキング・ストックに関する問題に適用することは不適切であるとの理由による。

そして、Hass は、トラッキング・ストックに関連して TS 発行会社の取締役が「特別の利害関係を有しない」状況を実現するために、取締役による各クラスの株式の持分調整が行われべきことを主張している²⁹⁾。

しかし、そうした「持分調整の必要性」は正論ではあるが、取締役会の成員全員に対して絶えざる持分調整を要求することは事実上不可能であろう。また Hass は、上記原則はトラッキング・ストックに関する重要な決定を対象とし、日々の経営判断については厳格な審査の対象とならないとしているが³⁰⁾、その適用範囲が不明確であるため、TS 発行会社の経営を萎縮させないためにも、その適用要件を一層明確にすることが必要とされよう。

<「類型別」アプローチ>

この点、Schick は、TS 発行会社における取締役の利益相反については、取引の性質に応じて、契約的義務、(伝統的) 信認義務、親子会社間の義務の組み合わせにより対応すべきだ

と主張する。取引の性質は、取引に関する取締役の裁量的決定の程度、合理的な TS 投資家の期待、基本定款の規定、および支配的な株主による権限濫用の可能性、等により判断し、裁判所は、そうした要因に応じて TS 株主に対する保護のあり方を決定すべきだとする。

第一に、取引が純粹に契約的である場合、例えば、配当に関する権利や議決権や残余財産分配請求権や株式の交換、等の場合には、裁判所は TS 株主に信認義務による保護を与えるべきではなく、代わりに、基本定款の文言に注意すべきだとする³¹⁾。

第二に、事業部門に対する配分の決定に対しては、伝統的な注意義務・忠実義務の枠組みが適用されるべきであり、取締役が当該取引に重要な利害を有している場合にのみ「完全な公正」の基準が適用されるべきだとする。

配分に関する決定は経営資源の最善の使用方法に関する決定を伴うため、取締役がそうした決定が完全に公正であることを証明することは困難である。経営判断の原則はそうした“直感的な”決定を適切に保護し、取締役は日々の業務決定を行うにあたり完全な公正の観点からの絶えざる脅威に晒されずに済む。

第三に、事業部門間の取引やトラッキング・ストックの持分利益を根本的に変更するような取引については、裁判所は親子会社取引に適用されるような「完全な公正」の基準を適用すべきだとする³²⁾。また、取締役会が事業部門間で取引を行う場合にも、株主は、当該事業部門が独立した第三者と取引するように取締役会が交渉することを合理的に期待してよいことを理由に、裁判所は、取引の完全な公正性を判断すべきであるとする³³⁾。さらに、事業部門のスピン・オフ、および部門資産の全てもしくは事実

上全ての売却等、会社の決定がTS株主の持分利益を根本的に変更してしまうような場合にも、当該トラッキング・ストックに対しては同様の法的枠組みを適用すべきだとする³⁴⁾。

以上でSchickが主張するように、トラッキング・ストックに関する利益相反の問題を類型化し、当該事案に対応した法的枠組みを適用すべき必要があると思われる。一方、そこで実務上問題となってくるのは、「手続きの公正」をいかに保障するのか、また「手続きの公正」が保障されれば取締役は免責されるのかということである。

VI. 「手続きの公正」とその限界

トラッキング・ストックに関するGM判決は、トラッキング・ストックの発行に際して種類の異なる普通株主の利益をどのように調整すべきかという新しい問題を扱ったにもかかわらず、利害調整のための具体的基準を立てるという困難な作業を回避して訴訟を終了させた。また、Solomon判決についても、手続過程の公正をもって結果の公正に代えることができるのかという疑問が生じる。しかしながら、一方で、裁判所は取締役会がすべてのクラスの株主に対して同時に信認義務を尽くすことができないことを認めたからこそ、手続の公正さを強調しているのだとの見方もできる³⁵⁾。

また、上記の「公平義務」アプローチや「類型別」アプローチにおいても、「手続きの公正」がいかに保障されるかという点が重要なメルクマールとなってくる。定款に明確に規定してある事項については基本的に契約的に解決が行われることになるとしても、「信認義務」+「経営判断原則」の枠組み、あるいはHassが「公

トラッキング・ストックと事業部門間の利益相反

平義務」の名称のもとに提唱するような「トラッキング・ストックを対象とする経営判断原則」の枠組みでは、取締役の決定が合理的なものであることを推認させるような「手続の公正」が確保されることが鍵となってくる。

この点、実務においては、トラッキング・ストック発行のための開示文書において、発行会社および対象事業関連のリスク・ファクターに加え、トラッキング・ストックの権利内容ならびにガバナンスに関するリスク・ファクターが開示されているのが通例である。

そして、手続的な面に関しては、トラッキング・ストックに関連して利益相反が起こりうる際の行動指針 (Policy Statement=ポリシー・ステイトメント) を定めて³⁶⁾、利益相反の可能性がある事項を協議する独立した委員会 (Capital Stock Committee=キャピタル・ストック・コミティー) を設定し、その旨を開示しているケースがみられる³⁷⁾。

Capital Stock Committeeは、TS発行会社の取締役会内に設置される委員会であり、事業部門間の取引を監督する。また、Policy Statementは、その一般方針 (General Policy) として、「TS株主と他の全てのクラスの普通株主が、潜在的に異なる利害を有する全ての重要な事項は、異なる利害および関係する他の全てのクラスの普通株主の利益を公正に考慮したのち、会社ならびにその全ての普通株主の最善の利益 (best interests) となるべく解決される」旨規定する。そして、事業部門間の関係ならびに事業部門間の重要な取引の条件は、「公平取引 (fair dealing)」のプロセスによって決定され、事業部門間の重要な取引の条件は、全体として「商取引上合理的 (commercially reasonable)」なものとし、Capital

Stock Committee のレビューと承認を要するものとされる³⁸⁾。

このように、実務上は、トラッキング・ストックに関する開示文書に、リスクファクターとして事業部門間の潜在的な利益相反とそれを前提とした取締役会の決定の可能性について記述し、一方でそうした決定に際しての手続的なプロセスの合理性について記述している。

しかしながら、「記載内容の公正さ」について言えば、開示文書に例えば「利害対立時にはトラッキング・ストックの犠牲の下に普通株主の利益を追求する」と記載したからといって、そうした行為から生じた責任が免責の対象となるものではないと考えられる。また、「トラッキング・ストック対象部門の犠牲において全社（普通株式）の利益を追求することもある」といった記述についても同様である³⁹⁾。このように、「事業部門間（異なるクラスの株式間）の利益相反」といったリスク・ファクターを開示しただけでは、TS 発行会社の取締役はそうしたリスクから生じる責任について免責となることはない。

また、独立委員会である Capital Stock Committee においても、選任されたメンバーに、トラッキング・ストックもしくは他の普通株式に対して著しく不均衡な持分を有する等の、トラッキング・ストックに対して特別の利害関係を有する者が含まれていたならば、その者の判断の公正さを期待することは困難である。

それゆえ、Capital Stock Committee における決定が公正なものであると当然に推定することはできず、株主が「完全な公正」の観点から訴訟により取締役の責任を追及できる可能性は残されている。

以上のように、「手続の公正」の観点から、トラッキング・ストック発行による「事業部門間の利益相反」を完全に解消することはできず、結果として、トラッキング・ストック発行会社の取締役は、経営判断の自由を制約されることになる。

おわりに

近時、わが国においても、昨今の商法改正に基づく種類株式の多様化と相俟って、トラッキング・ストック発行に関する法的インフラは整備されつつある。それゆえ、トラッキング・ストックの発行にメリットが感じられるならば、子会社価値連動型に加え、事業部門価値連動型のトラッキング・ストックがわが国で出現してくる可能性は十分にあり、今後の動向が注目される。

一方、トラッキング・ストックが株式の一種として定着してゆくためには、本稿で考察したような「事業部門間の利益相反」の問題が十分に認識され議論される必要があるだろう。トラッキング・ストックの発行は、その特異な性質により、従来の株式にはない様々なメリットをもたらす一方で、経営者の経営判断の自由に制約をもたらすものであり、この点を十分に意識したうえで法律論や実務が行われてゆく必要があると思われる⁴⁰⁾。

トラッキング・ストックの発行を企図する会社の取締役は、トラッキング・ストックを発行することにより得られるメリットと、トラッキング・ストックを発行することによる経営判断の自由の制約とを衡量する必要に迫られることになる。この全く新しい性質を有する株式は、新たな「経営戦略の拡がり」と「経営判断の制

約」を同時にもたらしたと言えるのではない
か。

注

- 1) 本章における記述は、以下の諸文献を参考に記載した。
安藤博之・関谷理記「トラッキング・ストックとグループ戦略」『月刊資本市場』194号65頁以下（2001年）、日本銀行金融研究所「『デットとエクイティに関する法原理についての研究会』報告書」45頁以下（2001年）、神田秀樹監修「エクイティ・ファイナンスの新展開①～⑫」『商事法務』1548-1559号（2000年）；Thomas J. Chemmanur and Imants Paegils, "Why Issue Tracking Stock? Insights from a Comparison with Spin-offs and Carve-outs", *Working Paper Series* [2000]; York Schnorbus, "Tracking Stock in Germany: Is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovation?", 22 *U. Pa. J. Int'l Econ. L.* 571 [2001]; Jeffery J. Hass, "Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need For a Duty of Fairness", 94 *Mich. L. Rev.* 2099 [1996]; Jeffery J. Schick, "Toward Transaction-Specific Standards of Directorial Fiduciary Duty in the Tracking Stock Context", 75 *Wash. L. Rev.* 1370 [2000].
- 2) デラウェア一般会社法151条。ただし、本条項自体にトラッキング・ストックについて規定されているわけではない。
- 3) トラッキング・ストックの配当可能利益は、仮に事業部門が独立企業であった場合に計上されるであろう配当可能利益か、または企業全体の配当可能利益のいずれか低い方とされる。また、トラッキング・ストックの株主（TS株主）は、「その他の普通株主」との関係では特定事業部門の業績に連動した利益配当請求権等を有するものの、社債権者等債権者との関係では劣後的な地位にとどまる。例えば、発行会社解散時には、債権者に弁済した後の残余財産から初めて分配を受けることになる。ただし、会社に対する「コントロールに関する権利」については、トラッキング・ストックは、「その他の普通株主」と区別されるものではない。例えば、TS株主のみを代表する取締役は存在せず、TS株主も通常の株主総会において「その他の普通株主」とともに取締役選任決議を行い、そこで選任された取締役は全株主を代表する取締役となる。
- 4) Hass, *supra* notel at 2119; Schick, *supra* notel at 1373.
- 5) 実際に、DLJ社など最近の発行例における開示文書には、「トラッキング・ストック対象部門の犠牲において全社（普通株式）の利益を追求することもある」という記述を行っているケースも見られる。e.g., Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc., Prospectus, at 11 [May 25, 1999]; Ziff-Davis Inc., Prospectus, at 20 [Mar. 30, 1999]; Quantum Corporation, Proxy Statement and Prospectus, at 12 [June 16, 1999].

- 6) このように相対立する競合的な利害に直面する取締役の状況を、Schnorbusは「意思決定の“悪夢”（decision-making nightmares）」と呼んでいる。Schnorbus, *supra* notel at 562.
- 7) 167 F. Supp. 2d 639 [U.S. Dist., 2001].
- 8) *Boston Business Journal*, Staples settles lawsuit over buyback of Internet tracking stock [July 2, 2001].
- 9) e.g., Smith v. Van Gorkom [Del. 1985].
- 10) e.g., Zahn v. Transamerica Corp., 162 F. 2d 36, 42 [3d Cir. 1947]; Gilbert v. El Paso Co., 575 A.2d 1131, 1147 [Del. 1990]; Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A. 2d 717, 721 [Del. 1971]; Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc., 509 A.2d 584, 595 [Del. Ch. 1986].
- 11) 734 A.2d 611 [Del. Ch., 1999].
- 12) 747 A.2d 1098 [Del. Ch. 1999].
- 13) *Id.* at 1124.
- 14) e.g., AT&T, Proxy Statement, at 19 [Jan. 26, 2000].
- 15) Hass, *supra* notel at 2157.
- 16) Schick, *supra* notel at 1389.
- 17) 優先株に関する種々の法的問題を考察したものでして、「Victor Brudney, Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law», 38 *B. C. L. Rev.* 595 [1997]. がある。
- 18) 734 A.2d 619.
- 19) 747 A.2d 1124.
- 20) e.g., Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc., 509 A.2d 584, 594 [Del. Ch. 1986].
- 21) Schick, *supra* notel at 1390.
- 22) e.g., Sinclair Oil Corporation v. Levin, 280 A.2d 717, 720 [Del. 1971].
- 23) 「完全な公正（entire fairness）」は「内的公正（intrinsic fairness）」とほぼ同義とされる。e.g. Oberly v. Kirby, 592 A.2d 445, 469 [Del. 1991]. また、この「完全な公正」の基準は、デラウェア一般会社法における「利害関係を有する取締役」に関する規定（Del. Code Ann. tit. 8, § 144(a)(3).）に関しても用いられるとされる。See, Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp., 651 A. 2d 1361, 1371 n.7 [Del. 1995].
- 24) Kahn v. Tremont Corp., 694 A.2d 422, 428 [Del. 1997].
- 25) Schick, *supra* notel at 1392.
- 26) Hass, *supra* notel at 2164.
- 27) Schick, *supra* notel at 1393. この点、GM判決において、裁判所が「二つの株主グループは相異なる利害を有しているから、取締役会がグループの一方を不公平に扱ったと主張すれば、たとえそれが取締役の個人的利害と関係のない理由に基づくものであっても、忠実義務違反の主張をしたことになると原告は考えている。しかし、（私の考えでは）それは法ではない。」（734 A.2d 618）と述べていることが興味深い（下線は筆者による）。
- 28) Hass, *supra* notel at 2166.
- 29) *Id.* at 2175.
- 30) *Id.* at 2169.
- 31) ただし、定款の変更等により、あるクラス（種類）の

株主の権利に不利益な影響を及ぼすときは、そのクラスの株主の利益を保護するために、影響を受けるクラスの株主の「種類株主総会 (class meeting)」の決議による承認が必要とされることになる。また、不当な威圧性 (coercion) や不実表示が存在した場合には、定款の文言や種類株主総会における定款規定の変更について、株主が全面的に従う必要はないケースが出てくるであろう。

- 32) Schick, *supra* note 1 at 1396.
- 33) *Id.* at 1395. なお、こうした点がトラッキング・ストックに関する開示書類に記載されている場合もある。
e.g., Sprint Corp., Prospectus, at 31-32 [Feb. 5, 1999].
- 34) Schick, *supra* note 1 at 1396.
- 35) 黒沼悦郎「トラッキング・ストックと取締役の責任 (米国会社・証取法判例研究No.164)」『商事法務』1595号 [2001年] 69頁参照。
- 36) “common stock policies” と名付けられる場合もある。See, Disney, Proxy Statement, at 134 [Sep. 30, 1999].
- 37) GM によるトラッキング・ストックの発行に際しても、Capital Stock Committee は設けられており、特に

Solomon 判決では、同 Committee における交渉過程が、取締役の責任を否定する重要なメルクマールとなった。

- 38) e.g., AT&T, Proxy Statement, at 89.
- 39) Hass, *supra* note 1 at 2120. なお、大杉謙一「トラッキング・ストック—IT 時代の企業組織再編とわが国企業法制の将来—」『法学教室』250号59頁 [2001年]、関谷理記「M&Aと資金調達—トラッキング・ストックを中心に—」(西村総合法律事務所編『M&A法大全』[商事法務研究会, 2001年] 所収) 597頁も、同様の点を指摘する。
- 40) なお、アメリカにおいて主流であるような事業部門価値連動型トラッキング・ストックの導入は、法律論のみにより可能となるものではない。対象事業の資本構成を決定し、共通費用等の部門間の配賦基準を客観化し、部門別会計監査制度を創設することなどにより、事業別開示の精度を高めることは最低限の要請であろう。わが国にとっては法律論自体よりもむしろ、それを可能にする環境整備こそが重要であるかもしれない。関谷・前掲注 41, 583頁, および大杉・前掲注 41, 61頁参照。

(静岡産業大学国際情報学部講師)