

成長期から成熟期に移行しつつある 米国 IT ソフトウェア業界

岩谷 賢伸、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 情報通信技術の発達やコンピュータ端末、ネットワークの普及により、米国 IT ソフトウェア業界は過去 10 年間に大きな成長を遂げた。主要 31 社の売上高合計は、1,702 億ドルから 3,346 億ドルへとほぼ倍増した。だが、近年、業界の中でも IT サービス部門とソフトウェア部門において、売上高成長率の伸びが鈍化する会社が増えている。
2. 営業利益率や自己資本利益率（ROE）といった収益性指標の変動も全般的に安定しつつあり、バランス・シートに積み上がったキャッシュやレバレッジの効率的な活用が課題となってきた。その結果、成長期から成熟期への移行期において、従来の財務戦略に修正を加える動きが目立ってきている。
3. 第一に、M&A 戦略の変化である。従来、主に技術を獲得するための小規模な M&A が多かったが、それに加えて、近年、特にソフトウェア部門において、特定の分野でマーケットシェアを拡大するために同業他社を買収する、所謂ビルドアップ型の M&A が盛んになってきている。
4. 第二に、株主還元策の変化である。依然として無配政策を継続する会社は主要企業の 3 分の 2 に上るが、余剰キャッシュを柔軟に株主に返還する手法として、過去数年、自社株買いを活発に行う会社が増えている。
5. 第三に、株式型報酬戦略の変化である。従来、優秀な人材の獲得のためにストックオプションを最大限に活用していたが、近年、新たに譲渡制限期間付きのリストリクテッド・ストック・ユニットや、業績連動型のパフォーマンス・シェア・ユニットを導入する会社が増加している。
6. 成長期、成熟期、再成長期といった企業の発展段階に応じて財務政策を修正していくという考え方は、IT ソフトウェア企業のみならず、わが国企業一般に参考となるだろう。

I 米国 IT ソフトウェア業界概況

情報通信技術の発達やコンピュータ端末、ネットワークの普及により、米国の IT ソフトウェア業界は過去 10 年間で大きな成長を遂げた。主要 31 社の売上高合計は、1998 年度から 2007 年度にかけて 1,702 億ドルから 3,346 億ドルへとほぼ倍増した。その要因としては、まず、グーグル、イーベイ、ヤフー等のインターネット企業が、10 年前はほとんど売上げがなかったが、現在では 31 社の売上高合計の 10% を占めるまでに成長したことが挙げられる。次に、マイクロソフトやオラクルといったシステム・ソフトウェアの開発会社が、M&A を積極的に活用して大きく成長したことがある。さらに、世界的なアウトソーシングの進展により、IT サービスを提供する企業も同様に規模を拡大した。

だが一方で、近年の財務動向からは IT ソフトウェア業界が成長期から成熟期に移行しつつあることも伺える。ここで言う「成長期」は、業界全体の市場規模拡大とともに毎年高い売上高成長率で自律成長している時期を指し、研究開発などの内部投資が活発に行われる一方で、収益の安定性は低い。対して、「成熟期」は収益が安定し、業界のパイの拡大が減速し、売上高成長率の伸びが鈍化する時期を指し、マーケットシェア拡大のための M&A が活発になる。当業界はちょうど両時期の中間に位置すると考えられる。

本稿では、米国 IT ソフトウェア業界の過去 10 年間（1998 年度から 2007 年度）の変遷を、S&P500 株価指数を構成する主要 31 社（インターネット部門 5 社、IT コンサルティング/アウトソーシング部門 14 社、システム/アプリケーション・ソフトウェア部門 12 社）を通して、主に財務的な側面から分析する。そして、実地のヒアリングなど定性的な情報にも基づいて、成長期から成熟期に移行する過程で見られる IT ソフトウェア企業の財務政策の変化について解説する。以下では、まず、各部門の事業概況について述べる。

1. インターネット部門

インターネットは、1970～1980 年代に開発・実用化され、1990 年代に高速通信インフラとパソコンの普及により利用者が増加したネットワークである。1990 年代後半以降、利用者数の急増に伴い、インターネットに関連したサービスを提供する多くのベンチャー企業が設立された。2000 年の IT バブル崩壊により業績が悪化し、倒産に至った企業も多かったが、急増したインターネット利用者に対する情報提供や物販、セキュリティ認証といった事業を行う企業が成長を続けている（図表 1）。主要企業の収益構造を見ると、オークション・サイトを運営するイーベイやウェブ上での認証サービスを行うベリサインは、サービス提供による手数料収入が主だが、検索エンジンを運営するグーグルやヤフーは広告収入が大きい。ちなみに、市場調査会社 eMarketer の推計によれば、2008 年の米国のオンライン広告収入は 259 億ドルに達するが、その内グーグルが約 3 割に当たる 79.2 億ドルを占める。第二位のヤフーはグーグルの半分以下の 36.2 億ドルと推計されている。

1998 年度には、まだグーグルとアカマイ・テクノロジーズは設立間もない状況で、他

図表 1 インターネット部門 5 社

	企業名	ティッカー	創業年	売上高 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	ROE(%)
1	グーグル	GOOG	1998	166	1,217	21.2
2	イーベイ	EBAY	1995	77	246	3.1
3	ヤフー	YHOO	1995	70	222	7.1
4	ベリサイン	VRSN	1995	15	45	-7.1
5	アカマイ・テクノロジーズ	AKAM	1998	6	25	8.7

(注) 売上高、ROE は 2007 年度の数値。時価総額は 2008 年 10 月 3 日現在。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

の 3 社の売上高合計も 3 億 7,000 万ドルに過ぎなかった。しかし、その後の急成長により、今では大手 IT ソフトウェア企業の一角を占めるまでになっている。各社は現在も成長段階にあり、売上高成長率や利益率等の変動は大きい。5 社全てが営業利益を計上するようになったのも 2004 年度からである。

2. IT コンサルティング／アウトソーシング部門

IT コンサルティング／アウトソーシング部門（以下、IT サービス部門）は、事業法人、金融法人、政府等に対して情報技術を活用したコンサルティングを提供したり、アウトソーシングを請け負ったりする会社から構成されており、IBM、エレクトロニック・データ・システムズ、コンピュータ・サイエンス、ユニシスといった比較的歴史の古い企業が多い（図表 2）。

図表 2 IT コンサルティング／アウトソーシング部門 14 社

	企業名	ティッカー	創業年	主な分野	売上高 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	ROE(%)
1	IBM	IBM	1911	ITコンサルティング	988	1,401	36.6
2	エレクトロニック・データ・システムズ	EDS	1962	データ・プロセッシング・アウトソーシング	221	-	8.1
3	アクセンチュア	ACN	1989	ITコンサルティング	215	266	62.8
4	コンピュータ・サイエンス	CSC	1959	データ・プロセッシング・アウトソーシング	165	56	9.9
5	オートマチック・データ・プロセッシング	ADP	1949	データ・プロセッシング・アウトソーシング	78	210	20.4
6	アフィリエーテッド・コンピュータ・サービスズ	ACS	1988	データ・プロセッシング・アウトソーシング	58	47	11.2
7	ユニシス	UIS	1886	ITコンサルティング	57	8	-52.3
8	ウエスタンユニオン・カンパニー	WU	1851	データ・プロセッシング・アウトソーシング	49	155	-
9	フィデリティ・ナショナルインフォメーション・サービス	FIS	2001	データ・プロセッシング・アウトソーシング	48	32	16.2
10	フィサーブ	FISV	1984	データ・プロセッシング・アウトソーシング	39	72	17.9
11	コンバージス	CVG	1998	データ・プロセッシング・アウトソーシング	28	17	11.4
12	コグニザント・テクノロジー・ソリューションズ	CTSH	1994	ITコンサルティング	21	56	27.6
13	ペイチェックス	PAYX	1971	データ・プロセッシング・アウトソーシング	21	112	36.6
14	トータル・システム・サービス	TSS	1983	データ・プロセッシング・アウトソーシング	18	31	23.0

(注) 1. 売上高、ROE は 2007 年度の数値。時価総額は 2008 年 10 月 3 日現在。
2. アクセンチュアは S&P500 構成企業ではないが、IT サービス部門の上位企業であるため集計に加えた。また、IBM はハードウェア、ソフトウェアでも大きな売上高を持つが、部門別売上高で IT サービスの占める割合が高いためこの部門に含めた。エレクトロニック・データ・システムズは、2008 年 8 月 26 日にヒューレット・パッカードにより買収された。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

業界全体としては、IT バブル崩壊後の 2001 年から 2003 年頃までは不調であったが、その後は、アウトソーシング・ビジネスの拡大により着実に売上高が増加している。だが、IT ソフトウェア業界の中では比較的成熟した部門であり、利益率等も安定している。近年は低コストで攻勢をかけるインド IT 企業の台頭などによって、競争は更に激しくなっている。

3. システム/アプリケーション・ソフトウェア部門

システム/アプリケーション・ソフトウェア部門（以下、ソフトウェア部門）は、オペレーティング・システム等を構築するシステム・ソフトウェア企業と、文書作成や表計算ソフト等を開発するアプリケーション・ソフトウェア企業から構成される（図表 3）。

ソフトウェア部門では、大手企業が品揃え充実のために中小のソフトウェア開発企業の買収を進めている。最大手のマイクロソフトは、1990 年代半ば以降、ウィンドウズやオフィスの開発を通して売上高を拡大し、業界で寡占的な地位を得た。近年はインターネットの普及を受けて、2000 年にインターネットを通じてソフトウェア・サービスを提供するドットネット構想を発表し、アプリケーション充実のために積極的にソフトウェア開発会社の買収を行っている。また、企業向けソフトウェア・メーカー大手のオラクルも 2005 年以降、データ管理ソフト開発会社を中心に大型買収を繰り返して急拡大している。以前のソフトウェア部門は、インターネット部門のように売上高や利益率等の変動が大きかったが、過去 5 年間は比較的安定しており、成長段階から成熟段階に移行しつつある可能性がある。

図表 3 システム/アプリケーション・ソフトウェア部門 12 社

	企業名	ティッカー	創業年	主な分野	売上高 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	ROE(%)
1	マイクロソフト	MSFT	1975	システム・ソフトウェア	511	2,403	39.5
2	オラクル	ORCL	1977	システム・ソフトウェア	224	1,004	27.6
3	シマンテック	SYMC	1982	システム・ソフトウェア	59	142	4.1
4	CA	CA	1976	システム・ソフトウェア	43	100	13.6
5	アドビ・システムズ	ADBE	1982	アプリケーション・ソフトウェア	32	179	14.8
6	エレクトロニック・アーツ	ERTS	1982	家庭用エンターテインメント・ソフトウェア	37	104	-10.8
7	インチュイト	INTU	1983	アプリケーション・ソフトウェア	27	90	23.3
8	オートデスク	ADSK	1982	アプリケーション・ソフトウェア	22	69	30.4
9	BMCソフトウェア	BMC	1980	システム・ソフトウェア	17	51	30.6
10	シトリックス・システムズ	CTXS	1989	アプリケーション・ソフトウェア	14	38	13.0
11	コンピュータウェア	CPWR	1973	アプリケーション・ソフトウェア	12	23	13.0
12	ノベル	NOVL	1983	システム・ソフトウェア	9	17	-3.9

(注) 売上高、ROEは2007年度の数値。時価総額は2008年10月3日現在。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

II 過去 10 年間の財務動向

1. 成長性分析～安定成長への移行

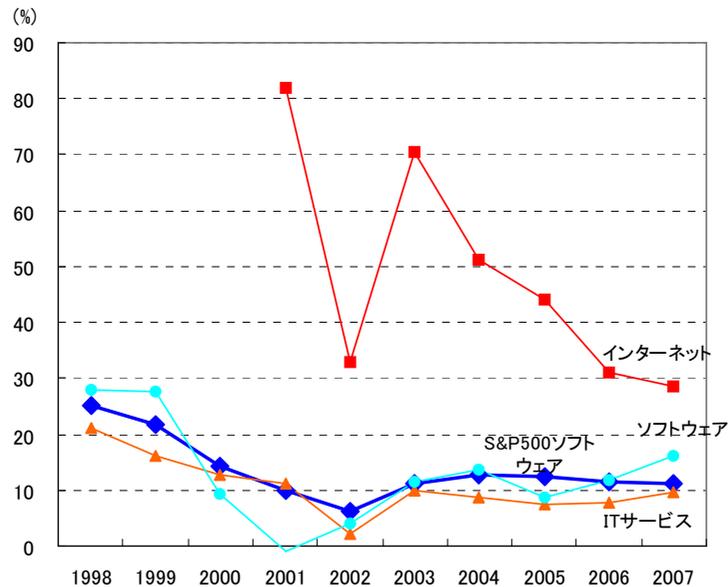
過去 10 年間、技術革新によって提供するサービスの幅を広げてきた IT ソフトウェア業界は、売上高成長率が年率平均 7.8%と高い成長を遂げてきた。部門別では、1990 年代後半創業の新しい会社が多いインターネット部門が年率平均 64.9%と急速に成長し、事務処理効率化のためのソフトウェアへの需要が伸びるソフトウェア部門も、成長率が年率平均 11.6%に達する。比較的成熟している IT サービス部門も、企業からのアウトソーシングの増加によって年率平均 7.3%で成長しており、IT ソフトウェア業界全体として他の業界よりも成長率が高くなっている。

IT ソフトウェア業界には成長途上の企業が多く、ビジネスの拡大による売上高の成長が利益増加につながるため、財務指標において売上高成長率を特に重視する企業が多い。例えば、売上高成長率の目標を年率 15%と設定し、その達成により一株当たり利益 (EPS) が結果的に向上すると投資家に説明している業務用ソフト・メーカーもある。

IT ソフトウェア業界は、情報通信技術の発展や端末・ネットワークの普及に伴って拡大してきた業界であるため、インターネット部門を中心に新興企業が多く、10 年前はほとんど売り上げのなかった企業も少なくない。例えば、インターネット部門の各企業の売上高が 1 億ドルを超え始めたのは 2000 年頃からで、それまでは規模が小さく利益もあまりなかった。グーグルは 2000 年度の売上高が 1,900 万ドルと現在の IT ソフトウェア業界主要企業の中で最小であったが、その後 8 年間で 166 億ドルへと年率平均 163%の成長を遂げた。業界全体で見ても 31 社中 21 社が、売上高を 10 年以内に 2 倍以上に増加させている。

だが、近年、IT ソフトウェア企業の成長率は、規模の拡大に伴って全般的に落ち着いてきている。31 社の売上高成長率の中央値を年度別にとると、1998 年度には 25.1%であったが、IT バブル崩壊の影響を受けて 2002 年度には 6.2%まで低下している。2003 年度以降は 10%を超える水準まで回復し、11~13%の範囲で安定的に推移している (図表 4)。部門別には、IT バブルの頃は 100%を超える急成長を果たしていたインターネット企業の売上高成長率は、依然として他部門より高いものの、近年は 30%近くまで下がってきている。ソフトウェア部門の成長率は 2001 年度を底に上昇し、2007 年度は 16%に達したが、マイクロソフトの売上高成長率は 1998 年度の 34%から 2007 年度の 15%まで低下している。成熟期に入りつつある会社の多い IT サービス部門の成長率は、過去 5 年間 7.4~9.8%の範囲で安定して推移している。以上のように、IT ソフトウェア業界全体では、安定成長期、そして成熟期に入りつつある企業が増えてきているといえる。

図表 4 売上高成長率



(注) 1.中央値。
 2. インターネット部門は、5社の売上高が2000年度より揃うため、2001年度より表示。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

2. 利益率分析～ビジネスが拡大する中、営業利益率は安定的に推移

IT ソフトウェア業界はシステムやアプリケーションの開発が中心であり、原材料や製造設備のコストは他の製造業ほど大きくない。そのため、2007年度の同業界の売上高総利益率¹は60.0%と高い。特に、ソフトウェア部門では76.7～84.0%の範囲で推移し、業界内で最も高い水準にある。一方、IT サービス部門では、提供するものがコンサルティングやアウトソーシング・サービスで、売上原価の算出方法や仕訳の仕方が他の2部門と異なるので単純な比較は難しいが、売上高総利益率の水準は低く、更に1998年度の40.3%から2007年度の34.1%まで一貫して低下している。アウトソースされた業務をさらにアジア等に委託しているため、ドル安の進行が原価上昇につながってしまっていることや、人件費の上昇、値下げ圧力の高まりなどが要因として挙げられる。

原価率の低いインターネット部門とソフトウェア部門の企業であるが、マーケティング費用や営業に関わる人件費の売上高に占める割合は高い。販売及び一般管理費率を見ると、IT ソフトウェア業界は過去10年間、39～44%の水準で推移しており、特に大きな上昇は見られない。ソフトウェア部門では、2001年頃の売上高が急減した時期を除いても、52～61%と売上高の半分以上を費やしている。

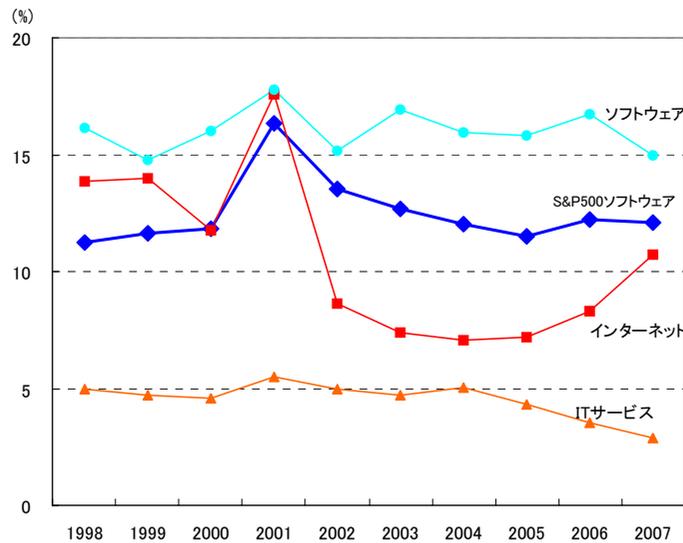
IT ソフトウェア業界は医薬品業界と同じように、一度大きなヒット商品を生めば、その後莫大なキャッシュ・フローを得られるが、ソフトウェア等の開発コスト負担は大きい。

¹ (売上高総利益) / (売上高)

研究開発費の売上高に占める割合を見ると、2001 年頃の売上高が急減した時期を除き、11～14%で推移している（図表 5）。ソフトウェア部門は売上高の 15%以上を研究開発に費やしており、他の部門に比べて高水準である。

その結果、営業利益率²を見ると、IT ソフトウェア業界全体では 1998 年度の 15.0%から 2007 年度の 17.9%に緩やかに上昇している（図表 6）。2002 年度以降にインターネット部門の企業が営業利益を計上するようになったことが、業界全体の営業利益率を押し上げて

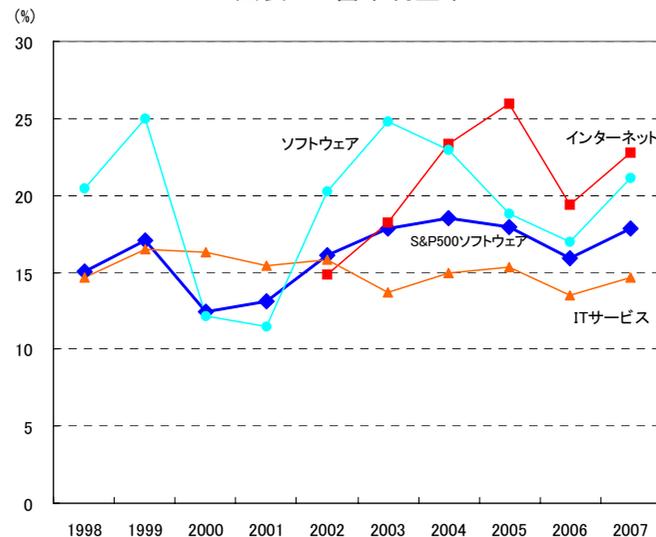
図表 5 研究開発費率



(注) 中央値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 6 営業利益率



(注) 1.中央値。

2. インターネット部門は、部門の営業利益率が正となる 2002 年度以降を表示。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

² (営業利益) / (売上高)

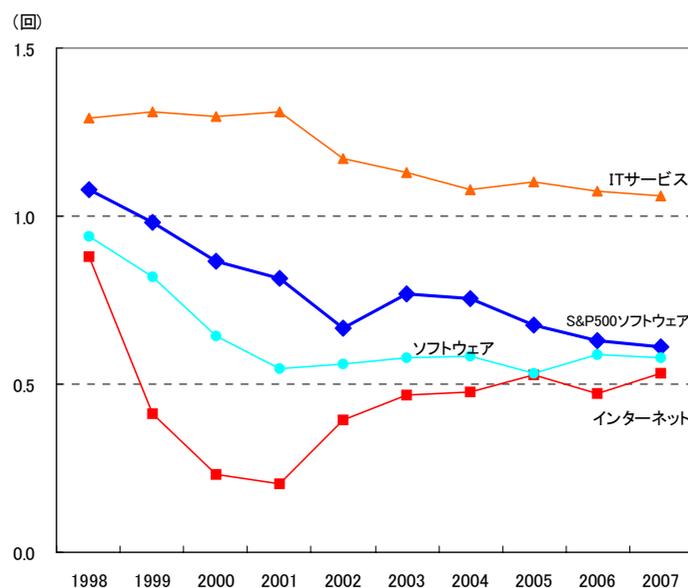
いる。部門別に見ると、IT サービス部門は、顧客企業と長期契約の下で業務を受託する慣習の影響もあり、14~17%で安定的に推移している。一方、ソフトウェア部門では、IT バブル崩壊の影響により 2001 年度に 11.5%まで低下した後、2003 年度に 24.8%まで上昇し、再び 2006 年度に 17.0%まで低下するといったように、利益率のボラティリティが IT サービス部門に比べて高い。

IT ソフトウェア企業、中でも成長率の高い会社は、自己資本利益率 (ROE)³などの収益性指標よりも、売上高成長率の上昇と営業利益の増加といった成長性指標を第一の財務上の目標とする企業が多い。なぜなら、成長途上の企業は、将来の大きな収益につながる可能性のある研究開発投資や M&A をより重視し、最終利益や資産効率、レバレッジにはさほど重点を置いていないからである。

3. 効率性分析～積み上がるキャッシュの効率的な活用が鍵

IT ソフトウェア業界の企業、特にソフトウェア部門とインターネット部門の企業は、他業界と比較して大きな製造設備を持たない代わりに、企業買収後の暖簾や、ソフトウェア・サポート契約、技術といった無形資産の総資産に占める割合が高くなっている。そのため会計上の数値を使った資産効率の指標は実物資産を多く持つ業界ほど重要ではないが、ROE の構成要素の一つとして総資本回転率の推移を見ると⁴、1998 年度の 1.1 回から 2007 年度の 0.6 回へと低下している (図表 7)。大型 M&A が 1998 年度から 2001 年度までの期間に多く行われたことで、各社の資産が膨らんだことと、IT バブル崩壊の影響により

図表 7 総資本回転率



(注) 中央値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

³ (純利益) / (自己資本)

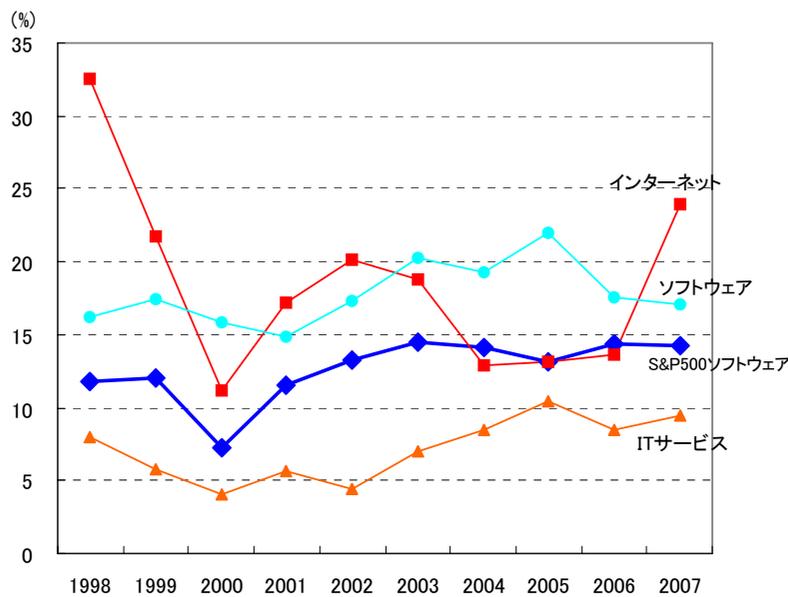
⁴ ROE = (純利益率) × (総資本回転率) × (レバレッジ)。(総資本回転率) = (売上高) / (総資産)

2001 年頃に売上高が伸び悩んだことが影響している。例えば、積極的に買収を行ったイーベイやヤフーといったインターネット企業と、マイクロソフトや CA などのソフトウェア企業で総資本回転率が低下している。2005 年度以降もオラクルによるピープルソフトの買収など大型 M&A が再び活発に行われるようになったが、インターネット企業やアプリケーション・ソフトウェア企業を中心に売上高成長率が 10%を上回る水準まで回復したため、2001 年度以前ほど業界全体で見た資産効率に負の影響を与えなくなっている。

IT ソフトウェア企業の資産の中で次に大きな位置を占めるのはキャッシュである。彼らは潤沢なキャッシュを得ても、収益のボラティリティが高いため、高いキャッシュポジション⁵を維持する傾向があった。業界主要企業のキャッシュポジションは、1998 年度の 11.7%から 2003 年度の 14.5%まで上昇した後、近年は、横ばいとなっている（図表 8）。過去数年、キャッシュポジションの上昇が抑えられているのは、自社株買いの活発化と M&A の増加が背景にあると考えられる。だが、このキャッシュポジションの水準自体は、小売業界の約 4%、食品業界の約 3%、医薬品業界の約 8%など、他の業界と比べてかなり高い。部門別に見ると、インターネット部門では変動が大きく解釈が難しいが、ソフトウェア部門では保有キャッシュの水準が高く、1998 年度の 16.2%から 2005 年度の 22.0%まで上昇した後、直近では 17.0%まで低下している。一方、IT サービス部門ではキャッシュの水準が相対的に低いが、2000 年度に 4.0%まで低下した後、2005 年度にかけて 10.5%まで上昇している。

余剰キャッシュに関しては、投資家から配当や自社株買いのかたちで還元を求められることも増えてきている。だが、ヒアリングを行ったソフトウェア会社の中には、M&A を

図表 8 キャッシュポジション



(注) 中央値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁵ (現金及び現金同等物) / (総資産)

盛んに行っていることを高いキャッシュポジションの理由とする会社もあった。ちなみに、手元のキャッシュの運用に関しては、保守的な運用を行っている会社が多い。例えば、運用対象の投資商品を安全性と流動性の高い国債・地方債・MMFに限定していたり、極端な例では全て国債により運用しているケースもある。

4. レバレッジ分析～負債の活用が始まる

S&P500の構成銘柄に採用されるような成長を遂げたITソフトウェア企業は、前項で見たように、高い利益率を背景に潤沢なキャッシュを抱えている。そのため、設備投資や研究開発の費用は内部資金で賄われ、外部から資金調達する必要性は低い。また、会社の規模が拡大する以前は、収益が安定せず格付けが低かったため、負債による資金調達には適していなかった。その結果、ソフトウェア部門を中心に負債をほとんど持たない企業が多く、全31社中、約40%の12社で2007年度のデット・エクイティ・レシオ⁶が0.1倍未満となっている。

だが、近年はITソフトウェア業界の収益が安定し、レバレッジをかけられるようになったことにより、負債による資金調達が増えている。例えば、ソフトウェア部門の企業において、大型のM&Aの際に負債で資金調達が行われるケースが見られる。また、ITサービス部門では、相対的に他部門よりも利益率が安定し事業リスクが低いことからレバレッジが活用され、過去10年間のデット・エクイティ・レシオが0.2～0.5の範囲で推移している。加えて、各社が海外展開を進めて海外における収益が増加する中、それを米国に還流させると高い税率が適用されるので、オフショアに保持したままにし、本国では必要があれば負債による資金調達を行うケースもある。

一方、格付けに関しては、キャッシュを豊富に保有し負債で資金を調達する必要がないため、取得していない会社が多い。格付けを取得しているのは31社中16社である(図表9)。負債が少ないため、投資適格の企業が多い。また、事業を行っている年数は少ないが、事業から創出されるキャッシュが多く、バランスシートにもキャッシュが豊富なため、今後さらに格付けが上昇すると考えている企業もある。なお、格付けを取得している多く

図表9 格付け(S&P社)

格付け	企業名
AAA	オートマチック・データ・プロセッシング
A+	IBM、アクセンチュア
A	オラクル
A-	コンピュータサイエンス、ウエスタンユニオン・カンパニー
BBB+	CA
BBB	コンバージェス、フィサーブ、トータル・システム・サービス、インチュイト、BMCソフトウェア
BBB-	エレクトロニック・データ・システムズ
BB	アフィリエイト・コンピュータ・サービスズ、フィデリティ・ナショナルインフォメーション・サービス
B+	ユニシス

(注) 2008年7月1日現在のS&P社による長期債務格付け。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁶ (有利子負債) / (自己資本)

の企業が、負債による資金調達など財務上の柔軟性を保持するために投資適格を維持することを目標としている。

5. 収益性分析～徐々に安定化

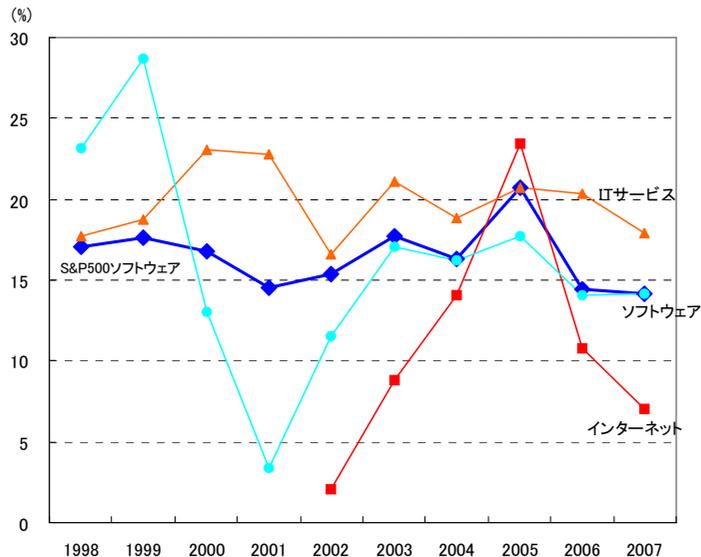
IT ソフトウェア業界の ROE は、IT バブルの崩壊で各社の利益が急減した 2001 年度と、景気減速の影響を受けた 2006 年度以降を除き、15%～21%の範囲で推移している（図表 10）。インターネット部門では、まだ利益の変動が大きいため、ROE の変動も大きい。ソフトウェア部門も、利益変動の大きい 2003 年頃までは ROE も大きく変動しているが、近年は安定期に入りつつある。IT サービス部門は比較的安定しており、過去 10 年間の ROE は 17～23%で推移している。IT サービス部門の ROE が相対的に高いのは、レバレッジを比較的活用していることが主因である。

IT ソフトウェア業界は過去 10 年間成長期にあったため、各社は成熟企業でより重視される ROE にさほど高い注意を払ってこなかった。それよりも、積極的な研究開発投資や M&A により多くの資金を投入し、売上高の上昇と将来の利益の増加を目指した。それが理由で、ROE の水準が低くなっている会社もある。

6. 株式市場の評価～成長期待の低下

株価収益率（PER）⁷は、1998 年度の 31.3 倍から 2007 年度の 21.5 倍まで低下している（図表 11）。特にインターネット部門では、1998 年度の 2,363 倍から 2007 年度の 50 倍

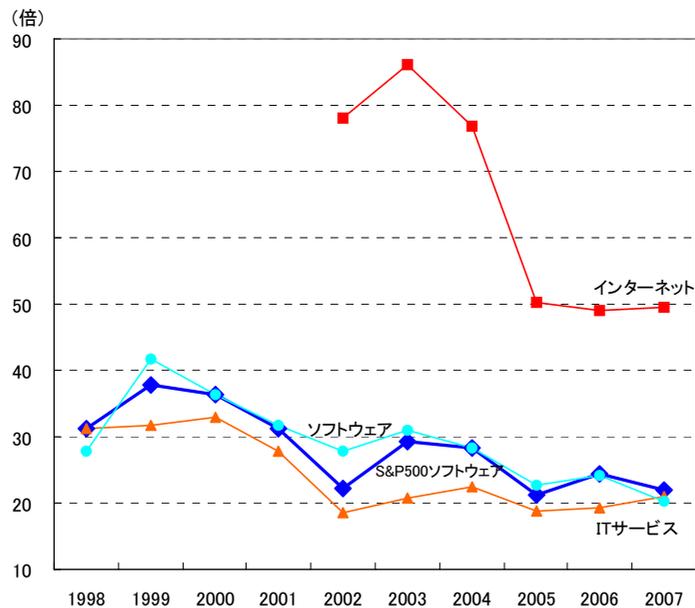
図表 10 ROE



- (注) 1. 中央値。
 2. インターネット部門は、部門の純利益率が正となる 2002 年度以降を表示。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁷ (株価) / (一株当たり利益)

図表 11 PER



(注) 1.中央値。
 2. 2001年度以前のインターネット部門は、利益が小さくPERが100倍を超える。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

へと下落幅が大きい。IT サービス部門とソフトウェア部門もそれぞれ、31.3 倍から 21.0 倍、27.9 倍から 20.3 倍へと低下している。株式市場が、IT ソフトウェア企業に以前ほど高い成長を期待しなくなっているからだと考えられる。しかし、2007 年度の S&P500 構成企業の PER の中央値 17.3 倍と比べると、依然として相対的に高い水準にあるといえる。

III 成長期から成熟期へ～変わる財務戦略

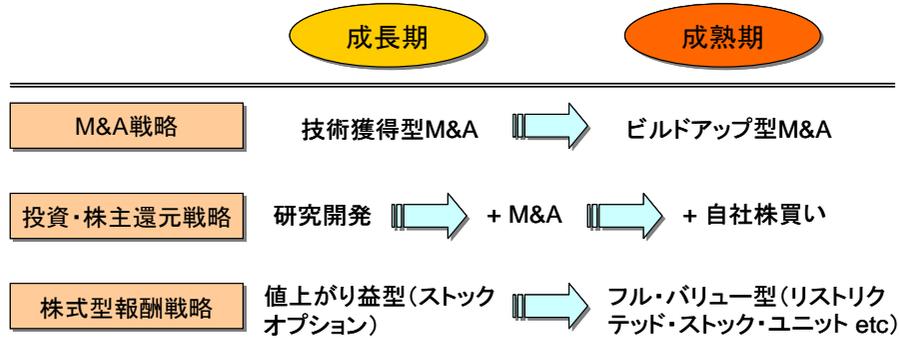
前章で見たように、過去 10 年間、企業間、部門間で違いはあるものの、IT ソフトウェア業界は全般的に成長期から成熟期へ移行しつつある。移行期において、従来の財務戦略、またそれに付随する報酬戦略に修正を加える動きが目立ってきており興味深い（図表 12）。

1. M&A 戦略の変化～ビルドアップ型 M&A の台頭

1) 活発化する IT ソフトウェア業界の M&A

IT ソフトウェア業界の M&A は、IT バブル絶頂期の 1999 年からバブル崩壊直前まで非常に活発で、高株価を活用しての株式交換による大型案件が多く見られた（図表 13）。現在時価総額が約 3 億ドルまで落ち込んでいるサプライ・チェーン・マネジメントのソフトウェア会社である I2 テクノロジーが、株式交換によりソフトウェア会

図表 12 成長期から成熟期への企業財務戦略の変化



(出所) 野村資本市場研究所作成

図表 13 IT ソフトウェア業界の主な M&A

発表年	買収者	被買収者	金額 (億ドル)	買収方法	備考
99	ヤフー	ジオシティーズ	33.1	株式交換	ポータルサイト利用者数で全米第3位の仮想コミュニティ運営会社の買収。
	CA	ブラチナム・テクノロジー	30.8	現金	企業向けシステム会社の買収。データ管理ソフトなど充実させ、企業向けサービス事業を強化。
	ヤフー	ブロードキャストドットコム	46.5	株式交換	ポータルサイト充実のため、動画配信会社を買収。
	マイクロソフト	ビジョ	12.9	株式交換	図表制作会社を買収し、企業向けの図表作成ソフトウェアを拡充。
00	CA	スターリング・ソフトウェア	31.3	株式交換	企業向けソフトウェア会社の買収。
	ペリサイン	ネットワーク・ソリューションズ	161.4	株式交換	ドメイン名の登録・発行最大手を買収し、サービスの幅を広げる。
	マイクロソフト	グレート・プレインズ・ソフトウェア	12.2	株式交換	企業向け管理ソフト開発会社を買収。
02	12 テクノロジー	アスペクト・ディベロップメント	64.8	株式交換	ITバブル絶頂期、ソフトウェア業界過去最大の案件(当時)。
	イーベイ	ベイバル	13.7	株式交換	送金・決済大手を買収。
	IBM	PWCコンサルティング	39.0	現金と株式交換	PWCからITコンサルティング事業を買収。
	IBM	ラショナル・ソフトウェア	15.8	現金	ソフト開発会社を買収。
03	オラクル	ピープルソフト	84.0	現金	人事管理ソフトウェア会社大手を買収。
	ヤフー	オーバーチュア・サービシーズ	13.7	現金と株式交換	検索連動型広告大手を買収。
04	シマンテック	ベリタス・ソフトウェア	136.8	株式交換	ストレージ管理ソフトウェア大手を買収。
05	アドビ・システムズ	マクROMEディア	31.5	株式交換	同業他社を買収し、フラッシュを獲得。
	イーベイ	スカイプ・テクノロジーズ	25.6	現金と株式交換	無料音声通話ソフト会社を買収。
	オラクル	シーベル・システムズ	39.1	現金と株式交換	顧客情報管理ソフト大手を買収。
06	IBM	ファイルネット	11.2	現金	企業の事務書類管理ソフト専門を買収し、利益源のソフトウェアを拡充。
	グーグル	ユーチューブ	13.0	株式交換	インターネットの動画共有サービス会社を買収。
	インチュイト	デジタル・インサイト	12.2	現金	インターネット銀行向けサービス会社を買収。
07	オラクル	ハイベリオン・ソリューションズ	27.1	現金	独立系大手ビジネス・インテリジェンス・ソフトウェア会社の買収。
	グーグル	ダブルクリック	32.4	現金	インターネット広告会社を買収。
	マイクロソフト	アクオンティブ	54.6	現金	インターネット広告会社を買収。
	フィサーブ	チェックフリー	39.9	現金	電子決済大手を買収し、技術とノウハウ獲得。
	オラクル	BEAシステムズ	67.8	現金	ミドルウェア・ベンダー大手を買収。
	IBM	コグナス	45.2	現金	カナダの独立系大手ビジネス・インテリジェンス・ソフトウェア会社を買収。
08	ヒューレット・パッカード	EDS	130.3	現金	案件が完了すれば、HPは世界で第二位のITサービス・プロバイダーになる。

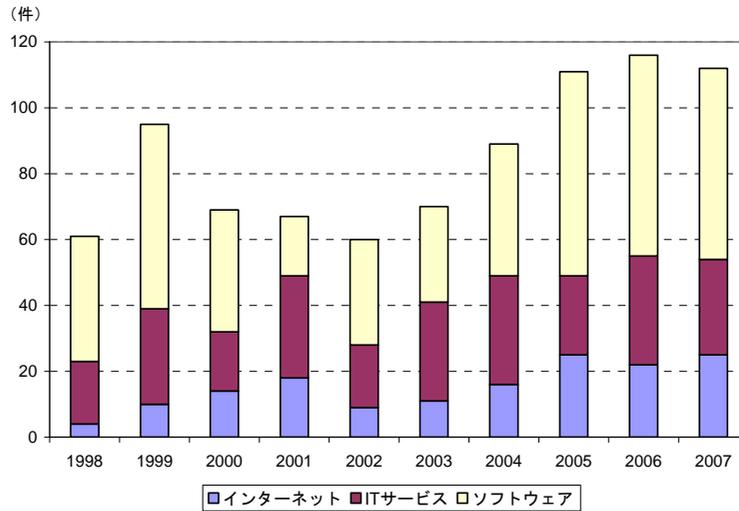
(注) 金額は発表時のディール金額。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

社のアスペクト・ディベロップメントを 64.8 億ドルで買収したのが当時の象徴的な案件である。その後、IT バブルが崩壊し、M&A の件数は減少するが、過去数年間、再び活発になってきている (図表 14)。特に、ソフトウェア部門において件数の増加が著しい。

その背景としては、第一に、内部成長の限界を指摘できる。IT ソフトウェア企業は、従来、研究開発に多額の資金を投じ、内製の技術を用いて新製品を開発してきたが、社内でのイノベーションの限界と業界の趨勢変化の速さから、外部から技術を取得するための M&A を実施する会社が増えた。加えて、大手のソフトウェア会社が自社の製品ラインアップを充実させるために、中小規模のソフトウェア会社を買収する

図表 14 主要 IT ソフトウェア企業による M&A の件数



(注) 案件のサイズに関係なく件数をカウント。同時期の IBM の M&A はソフトウェア企業を対象にしたものが多かったので、本集計では同社をソフトウェア部門に入れている。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

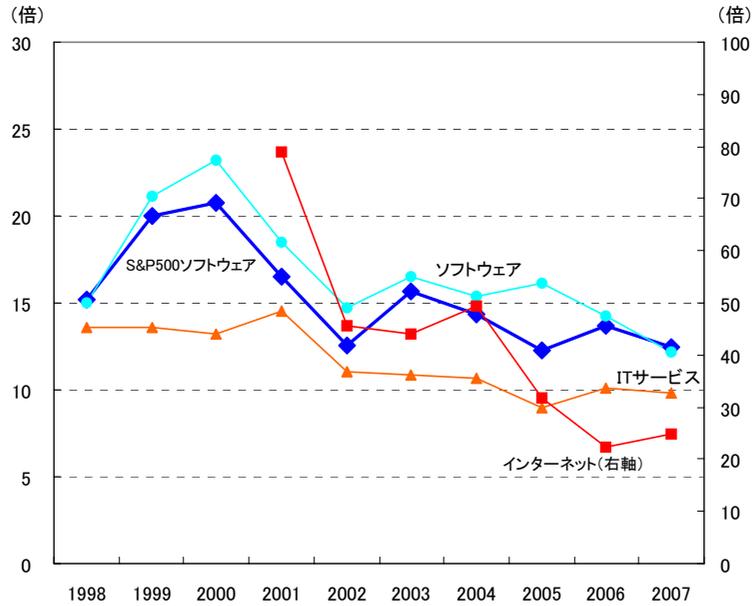
ケースも目立っている。第二に、潤沢な保有キャッシュとキャッシュ・フローの安定化による買収資金の確保が挙げられる。近年の M&A 案件では現金買収が増加しており、株式交換はあまり見られない。大型案件の場合、内部留保で足りない場合は、通常、負債で買収資金を調達する。負債の活用が徐々に拡がりつつあるのは、業界の成熟化の一つのサインであろう。第三に、EV/EBITDA 倍率に見られるように、IT ソフトウェア企業の市場での評価が下がってきて、以前より買収しやすくなっている点も指摘できる（図表 15）。1998 年度から 2007 年度にかけて、インターネット部門では 888 倍から 24.9 倍に、IT サービス部門では 13.6 倍から 9.8 倍に、ソフトウェア部門では 15.0 倍から 12.2 倍にそれぞれ低下している。その結果、IT ソフトウェア業界全体でも 15.2 倍から 12.4 倍へと低下している。

M&A の活発化の中で、近年特にソフトウェア部門において、特定の分野でマーケットシェアを拡大するために同業他社を買収する所謂ビルドアップ型の M&A が盛んになってきている。従来、同部門では大小様々な企業が群雄割拠し市場が細分化されていたが、成長率の安定化に伴って IBM、オラクル、マイクロソフトなど大手のソフトウェア企業による寡占化が始まった。以下、オラクルと IBM の M&A 戦略の変化について述べる。

2) ビルドアップ型 M&A の台頭～オラクルと IBM のケーススタディ

オラクルは、1977 年に現 CEO のラリー・エリソン氏らによって設立された企業向けソフトウェア・メーカーである。業務用アプリケーション・ソフト事業、例えば、

図表 15 EV/EBITDA 倍率

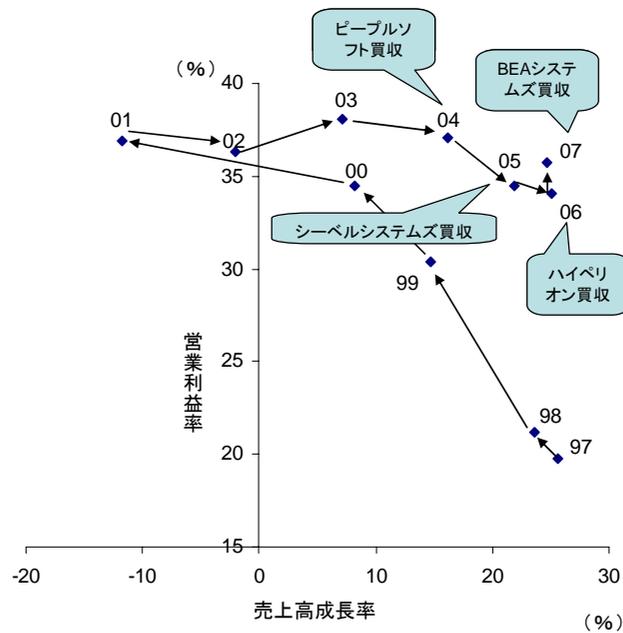


(注) 1 中央値。
 2.2000 年度以前のインターネット部門は、EV/EBITDA 倍率が 100 倍を超える。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

生産、販売、在庫、購買、物流、会計、人事・給与等、企業内のあらゆる経営資源の統合管理手法である ERP (Enterprise Resource Planning) 向けのソフトウェア事業は、1990 年代後半まで急成長したが、IT バブルの崩壊以後成長が鈍化した。従来、同社は内部での技術革新に努め、M&A はほとんど用いたことがなかったが、業界の成熟化の中で更なる成長を続けていくためには M&A による規模の拡大が必要だと考えた。規模の拡大により、①ソフトウェア企業は共通の顧客基盤を持っていることが多いので、買収すれば重複する販売員のリストラなどによりコスト削減が可能になる、②買収によって新たな顧客を獲得することによって、クロスセルによる売上高の増加を図ることが出来る、といったメリットを享受しようとしたのである。

まず、2003 年に人事管理ソフトウェア大手のピープルソフトに敵対的買収を仕掛け、最終的に 2005 年 1 月に買収を完了したのを皮切りに、2006 年に顧客情報管理ソフト大手のシーベル・システムズを、2007 年にビジネス・インテリジェンス・ソフト大手のハイペリオン・ソリューションズを、2008 年にミドルウェア大手の BEA システムズを買収し、競合他社を次々に傘下に収めた。2005 年以降買収した会社は 40 社以上、案件総額は合計で 300 億ドル近くに及ぶ。相次ぐ大型 M&A の結果、オラクルは企業向けソフトの主要分野でマーケットシェアを高め、競合であるドイツの SAP や IBM に対抗している。図表 16 の売上高成長率と営業利益率の年度別推移を見ると、2001 年度を底に停滞していた売上高成長率が過去 5 年間大きく回復し、2004 年頃から再び成長軌道に乗っていることがわかる。それと同時に、営業利益率も

図表 16 オラクルの売上高成長率、営業利益率の推移



(出所) 野村資本市場研究所作成

35%前後の高い水準を維持している。オラクルのケースは、業界の成熟と共に停滞しかけていた会社が M&A により再び成長を始めた好例だと言えよう。同社は今後も、企業向けソフトウェア業界の更なる統合に向けて次の M&A の機会を伺っている可能性が高い。一方で、オラクルの積極的な M&A 戦略への移行が現在のところ功を奏していることに対しては、例外的な成功例だとの声もある。IT ソフトウェア企業が顧客基盤拡大を目的に M&A を行うと、顧客満足度が下がり顧客の離散を招くケースがあったり、同業他社を買収しても技術の統合に多くのコストがかかってしまったりするケースが散見されるからである。

一方、IBM は 1950 年代よりコンピュータの開発を通じて成長してきたが、1990 年代に IT サービス事業の強化に動き、過去 10 年間、利益率の高いソフトウェア事業や IT サービス事業にシフトしている。象徴的な案件としては、2002 年にプライスウォーターハウスクーパース (PWC) から IT コンサルティング事業を買収し、2004 年にパーソナルコンピュータ事業を中国のレノボ・グループへ売却している。その結果、1998 年度の部門別の売上高シェアは、ハードウェア 44%、ソフトウェア 14%、サービス 35%とハードウェアの割合が依然として一番高かったが、2007 年度にはハードウェア 21%、ソフトウェア 21%、サービス 54%とサービスの割合が半分以上になっている (図表 17)。

ソフトウェア部門の売上高のシェアは依然として約 2 割に過ぎないが、利益の約 4 割を稼ぎ出す収益性の高い事業である。同部門は自社の研究開発に加えて、M&A の活用を成長の起爆剤にしてきた。従来は、小規模だが高い成長力のある会社を買収し、

図表 17 IBM の部門別売上高シェア、売上高成長率、税引き前利益シェア

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
売上高シェア	ハードウェア	44%	43%	43%	37%	33%	30%	31%	25%	23%	21%
	ソフトウェア	14%	14%	14%	15%	16%	17%	16%	19%	21%	21%
	ITサービス	35%	36%	37%	42%	45%	48%	48%	52%	52%	54%
	ファイナンス	4%	4%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
売上高成長率	ハードウェア	-7%	1%	2%	-20%	-11%	-1%	11%	-22%	-7%	-4%
	ソフトウェア	7%	6%	0%	4%	3%	11%	6%	11%	9%	10%
	ITサービス	13%	10%	2%	6%	4%	16%	9%	3%	1%	11%
	ファイナンス	6%	8%	10%	-5%	-2%	0%	-6%	0%	0%	2%
税引き前利益シェア	ハードウェア	29%	18%	25%	17%	7%	14%	18%	15%	13%	14%
	ソフトウェア	27%	28%	26%	29%	42%	36%	36%	42%	40%	40%
	ITサービス	39%	45%	41%	47%	43%	40%	35%	30%	37%	37%
	ファイナンス	12%	13%	11%	10%	11%	12%	13%	14%	11%	9%

(出所) IBM 年次報告書より野村資本市場研究所作成

同社の技術や製品を補完するというのが常套手段であったが、2006 年半ば頃から、インターネット・セキュリティ・システムズ (10.5 億ドル)、ファイルネット (11.2 億ドル) など 10 億ドルを超えるような案件を相次いで発表し、ソフトウェアの有力分野でビルドアップを行った。

2007年5月、同社は EPS を2010 年度に10~11ドルに成長させるロードマップを発表した。これは同社の再成長計画とでも言えるものである。2007 年度の EPS が 7.18 ドルだったので、目標達成のためには年率 12~15%という高い成長率が必要となる。そのための施策として、売上高の成長、利益率の拡大、自社株買いの拡大と並んで戦略的な M&A の実行を挙げている。2007 年 11 月に発表したビジネス・インテグレーション・ベンダーのコグノスの買収 (45.2 億ドル) は、同社がこれまでに実施した M&A の中でも最大規模で、成長するビジネス・インテグレーション分野のリーディング・カンパニーとなるための M&A であった。同社はソフトウェア部門の売上高成長率に関して年率 7~10%という目標を設定しているが、その内 2~3%は M&A による成長で達成するとしており、今後も積極的な M&A を継続していくと考えられる。過去 3 年間は M&A の積極活用により、売上高成長率が年率 10%近くで推移しており、現時点では大型の M&A がプラスに作用している。

2. 株主還元策の変化～自社株買いの活発化

1) 無配政策の継続

IT ソフトウェア業界では、従来、配当や自社株買いを通じた株主還元はあまり重視されてこなかった。特に配当に関しては、無配政策を採る会社が現在でも 31 社中 20 社ある。また、数年前から、配当を行う企業にのみ投資するという内規を持つ投資家への対応として小規模に配当を行ってきた会社のうち、アドビ・システムズやオートデスクなどが配当を取りやめている。逆に、配当の支払いを始めたのは、2003 年度から開始し、2005 年度に巨額の特別配当を行ったマイクロソフトら 3 社に過ぎない。

配当を行っている 10 社のうち 8 社は、よりキャッシュ・フローの安定している IT

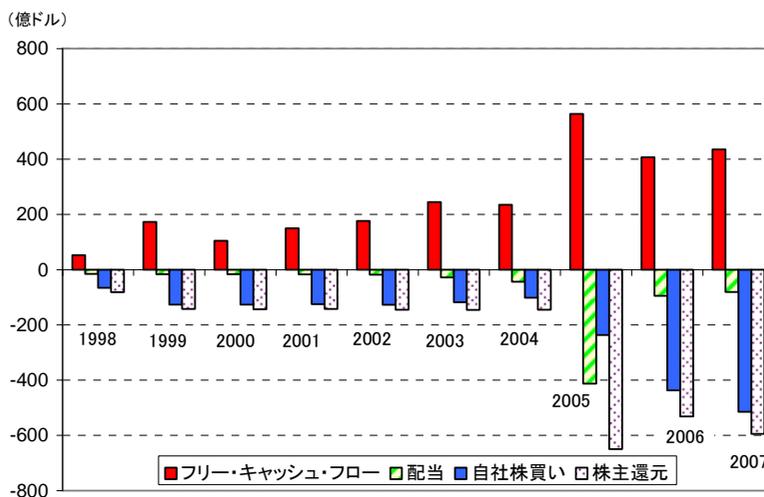
サービス部門に属する。しかし、配当を行っている会社でも、配当性向⁸はそれほど高くない。配当性向が 30%を超えているのはオートマチック・データ・プロセッシングとペイチェックスの2社ぐらいである。

では、IT ソフトウェア企業が配当を行わないのは何故か。第一に、米国企業においては、配当は一度開始したら半永久的に継続するものであり、配当の中止や減配は、株価に非常に強い負の影響を与えるという考え方が強い点を指摘できる。従って、IT ソフトウェア業界のような成長業界では、資本支出、R&D、M&A などのあらゆる投資機会に資金を振り向けても、毎年多くの余剰キャッシュが生じるといった状況になって初めて配当支払いを検討するという会社が多い。第二に、余剰キャッシュが生じた場合は、自社株買いによって機動的に株主に還元すればよいと考える会社が多いからである。自社株買いの方が配当よりも手続きが容易であり、また M&A などの投資機会が生じれば適宜中断してそちらに資金を振り向けることが出来る。第三に、自社株買いの方が配当よりも税制上有利であるため、企業は株主還元策として自社株買いを選択している点も指摘できる。配当の場合は支払いと同時に課税されるが、自社株買いの場合は、株式を売却しなかった現株主は課税を繰り延べることが出来る。

2) 近年活発化する自社株買い

自社株買いについても、10年前の1998年度に行っていた会社は31社中13社に過ぎず、当時は規模も小さかった。だが、2005年度以降、急激に自社株買いの金額が増加している（図表18）。2007年度には、31社中25社が実施しており、過去に自社株買いを行ったことがないのは、グーグルを含めた3社のみとなった。

図表 18 株主還元



(注) 主要31社の集計。(株主還元) = (配当) + (自社株買い)。2005年度に配当金額が急増しているのは、マイクロソフトが巨額の特別配当を実施したからである。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁸ (配当金) / (純利益)

過去 3 年間、自社株買いの金額が大幅に増えているのは、第一に、マイクロソフト、オラクル、シマンテック、IBM、アクセンチュアといった規模の大きい会社が大規模な自社株買いプログラムを推進しているからである。第二に、ベリサイン、ヤフー、ACS、コンピュータ・サイエンス、フィサーブなど、近年本格的に自社株買いを開始する会社が増えていることも背景にある。このように IT ソフトウェア企業が自社株買いを活発化しているのは、第一に、フリー・キャッシュ・フロー⁹の水準が業界全体で高まっているからである。2004 年度に 235 億ドルだったフリー・キャッシュ・フローは、2005 年度にはほぼ倍増の 436 億ドルとなった。第二に、キャッシュポジションの高い会社に対し、自社株買いの増加など株主還元の強化を求める声が投資家から高まっているからである。IT ソフトウェア業界では、直近期中でキャッシュポジションが 20%を超えるような会社が 31 社中 11 社を数える。即ち、従来、投資機会や不況時などに備えて IT ソフトウェア企業はキャッシュを積み上げてきたが、業界が成熟化し始めて明らかに「余剰」といえるほどのキャッシュが溜まってしまったということである。

ヒアリングにおいて、自社株買いの目的として最も挙げられることが多かったのは、余剰キャッシュの株主への返還である。加えて、ストックオプションの行使による自社株式の希薄化への対応策としても重要視されている。一方、自社株買いによる EPS、そして株価の上昇は副次的な効果であり、それ自体を目的だとする回答は少なかった。中には、シマンテックのように転換社債の発行で調達した資金を自社株買いに充て、再資本化を行うことを目的とする場合もある。シマンテックは、2006 年 6 月に 20 億ドルの転換優先債を発行するとともに、その内の 15 億ドルを自社株買いに使うことを発表した。その結果、同社の DE レシオは 2005 年度の 0.03 倍から 2006 年度には 0.18 倍に上昇した。このような資本構成の変更を主目的とした大規模な自社株買いに対しては、訪問先のソフトウェア企業の財務担当者から、フィナンシャル・エンジニアリングに過ぎないという批判もあった。一方、自社株買いの決定要因としては、余剰キャッシュの水準、潜在的な買収機会の存在、株価水準などが指摘された。

また、自社株買いの手法として、最も一般的に用いられるのは公開市場での定期的な買付である。他の投資機会や株価の動向などを見ながら、最も柔軟に行うことが出来るからである。ただし、大規模な自社株買いを実施する場合は、自社株公開買付や加速型自社株買い (Accelerated Share Repurchase、以下、ASR) を実施するケースもある。ASR とは、予め契約を結んだ投資銀行から一度に大量の自社株を買い取る手法で、過去数年、米国企業の間で業種を問わず活発に行われている¹⁰。IT ソフトウエ

⁹ (営業キャッシュフロー) + (投資キャッシュフロー)

¹⁰ 典型的な ASR の仕組みは以下の通りである。会社 A は、エージェントである投資銀行 B から、一度に市場価格 (に近い価格) で大量の自社株を取得する。その結果、会社 A の発行済株式数は一気に減少する。これらの株式は、通常、投資銀行 B が貸株市場で借りてきた株式である。その後、投資銀行 B はショート・ポジションをカバーするために、公開市場で徐々に会社 A の株式を買い付ける。買付期間は通常 3~9 ヶ月程度に定められる。そして、全ての買付が終了した時、会社 A が当初投資銀行 B に支払った金額よりも買付コストが高かった場合、つまり、買付期間中に会社 A の株価が上昇した場合、差額を会社 A が投資銀行 B に補填す

ア企業では、IBM が 2007 年 4 月に 150 億ドルの巨額の自社株買いプログラムを設定したが、同 5 月 29 日にそれらの内 125 億ドル分を ASR で買い付けることを発表した。この ASR で、IBM は 3 つの投資銀行を使って発行済み株式の 8% を買い付けた。同社は、第 1 四半期に、2007 年度の EPS 成長率を前期比プラス 11% と予想したが、ASR の実施によりプラス 13~14% に予想を引き上げた。5 月 29 日の終値は、前営業日終値よりも 73 セント高い 105.91 ドル (△0.7%) であった。また、マイクロソフトも 2006 年に 190 億ドルの ASR を実施している。だが、ASR に対しては、EPS を一時的によく見せるための手法に過ぎず、好ましくないという意見もあった。

3. 株式型報酬戦略の変化～値上がり益型からフルバリュー型へ

IT ソフトウェア企業の成熟化は、株式を利用した長期インセンティブ報酬の戦略にも影響を与えている。従来、シリコンバレーの IT 企業といえば、優秀な人材の獲得のためにストックオプションを最大限に活用していたが、近年、新たに譲渡制限期間付きのリストリクテッド・ストック・ユニット (以下、RSU) や、業績連動型のパフォーマンス・シェア・ユニット (以下、PSU)¹¹ を導入する会社が増加している (図表 19)¹²。

その一つの背景としては、ストックオプションの費用計上を義務付ける会計基準を米国財務会計基準委員会 (FASB) が導入し、公開企業には 2005 年 6 月 15 日以降新たに始まる事業年度から適用されたことが指摘できる。従来、公正価値で評価したストックオプションの費用を勘案した当期純利益及び EPS は財務諸表の脚注に注記すればよかったが、

図表 19 近年 RSU/PSU を導入した主な IT ソフトウェア会社

	導入年度	導入した株式型報酬制度
マイクロソフト	2004	業績連動型 RSU
ヤフー!	2004	RSU
グーグル	2004	業績連動型 RSU
EDS	2005	業績連動型 RSU
アドビ・システムズ	2006	PSU
エレクトロニック・アーツ	2006	RSU
ADP	2007	業績連動型 RSU
イーベイ	2007	業績連動型 RSU
バイテックス	2007	業績連動型 RSU
シマンテック	2007	RSU

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

る。逆に、会社 A が支払った金額が買付コストを上回る場合、つまり、買付期間中に会社 A の株価が下がった場合、投資銀行 B が会社 A に差額を支払う。ASR 実施企業や投資銀行によれば、ASR のコストと公開市場買付のコストは実際それほど変わらないという。

¹¹ 一定期間内に予め定めた業績目標を達成した場合に、株式及び (又は) 現金を付与する報酬プラン。

¹² RSU や PSU について詳しくは、岩谷賢伸「米国における株式型報酬制度の行方—ストックオプションは衰退するの—」『資本市場クォーターリー』2004 年冬号参照。

新基準導入以降は損益計算書において費用計上することになった¹³。この結果、ストックオプションの付与対象者の絞込みや新規付与数の削減が行われたのと同時に、ストックオプション以外の株式型報酬の採用が広がっていったと言われる¹⁴。

だが、更に大きな理由としては、IT ソフトウェア業界の成熟化と共に、株価が以前のように大きく上昇する可能性が低くなり、ストックオプションの魅力が低下したことが指摘できる。値上がり益型の報酬制度であるストックオプションは、株価が権利行使価格を大きく下回っている状態ではインセンティブ機能が失われてしまう欠点があるのに対し、フルバリュー型の RSU は株価の下落時でも一定の収入が得られるため、人材の引き留め効果が高いと言われるからである。

図表 19 からわかるように、近年導入された RSU は業績連動型のものが多い。参照される業績指標は EPS 成長率、営業利益、売上高成長率など各社様々で、それらの指標が組み合わされることもある。また、業績目標の達成によって RSU の権利確定期間が早まるといった仕組みを採り入れている会社もある。

例えば、イーベイは、2007 年度から、シニア・ヴァイス・プレジデント以上の従業員を対象に、従来のストックオプションに加えて、業績連動の RSU を導入した。導入の狙いは、第一に、株式型報酬をより財務パフォーマンスに連動するようにして、過度の株価への依存を緩和すること、第二に、自社の株価の変動の大きさを身を持って認識してもらうこと、第三に、経営陣層の株式保有を促進すること、である。業績の指標となるのは、非 GAAP の営業利益率¹⁵と売上高成長率で、業績目標を満たすと RSU の権利が確定する。2007 年度の同社の長期インセンティブ報酬の内訳は、20%が RSU で、残りの 80%がストックオプションであったが、RSU の占める割合を今後高めていく予定である。IT ソフトウェア業界では、ストックオプションの付与を完全に止めた会社はごく少数だが、株式報酬全体でストックオプションの割合を下げ、RSU の割合を上げていく会社は今後更に増えるであろう。

IV おわりに

IT ソフトウェア業界はかつて成長業界の代表であったが、IT バブルの崩壊を転換点にして、特に IT サービス部門とソフトウェア部門の会社が成熟期に移行しつつある。シリコンバレーのベンチャー企業として始まった成長志向の強い IT ソフトウェア企業の中には、成長に翳りが見られることを認めながらも経営者もいる。だが、財務指標の分析を

¹³ 詳しくは、岩谷賢伸「ストックオプションの費用計上を義務付ける FASB 新会計基準案」『資本市場クォーターリー』2004 年春号参照。

¹⁴ 一方で、投資銀行のアナリストなどは、レポートにストックオプションの費用を考慮しない非 GAAP の当期純利益の数値などを掲載しているのも、実質的に費用化がストックオプション削減などの株式報酬戦略の変更を促していないという意見もある。

¹⁵ 非 GAAP の営業利益率の計算に当たっては、株式型報酬の費用や買収した無形資産の償却費用などを除く。

行くと、S&P500の構成銘柄となるような主要ITソフトウェア企業においては、売上高成長率や営業利益率の安定化など、成熟企業へのサインが随所に見られた。これらの会社の財務担当者は、今後、会社が更なる成長機会を模索しつつ成熟化していくことを念頭に置いて、従来の成長企業型の財務政策を少しずつ修正していくことになろう。前章で見たように、過去数年、修正の動きは始まっている。

一方、わが国に目を転じると、ITソフトウェア企業に限らず、成長期、成熟期、再成長期など企業の発展段階に応じて財務戦略を修正するという意識はまだ希薄で、日本企業全体や業界のトレンドを見ながら横並びで財務政策の変更を行うことが多い。だが、本稿で紹介した米国のケースを参考に、自社の置かれた発展段階の変化に対応して資本構成、M&A、株主還元などの財務政策を修正することは、企業価値向上の意思を投資家にアピールするためにも今後必要となってくるだろう。