

米国で活用が広がる加速型自社株買い

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 米国では、金融危機後の企業の業績の回復と手元流動性の増加を背景に自社株買いが活発化している。特に、近年は多額の自社株買いを行う企業による「加速型自社株買い（ASR: Accelerated Share Repurchase）」と言われる手法の活用が広がりつつある。
2. ASR とは、企業が投資銀行等を介して株式市場から一度に大量の自社株式を取得する手法である。メリットとして、期待アナウンスメント効果が大きいことや、大規模な自社株買いを短期間で完了できることなどが挙げられる。他方、有望な投資機会を見出せない企業が一株当たり利益（EPS）など指標の改善のために活用する可能性もある。
3. 米 IT 大手のアップルによる活用事例をみると、同社は豊富な手元流動性を配当と自社株買いにより株主に還元している。同社は 2013 年度に米国で最も多額の自社株買いを実施した企業となったが、1 回に 120 億ドルという大規模な ASR を行うことで実現できたといえる。
4. わが国でも企業の業績回復・拡大がみられ、株主還元を強化する企業が増えており、ASR は機動的に大規模な自社株買いを行う際に有効な手段となろう。ASR 実施時の企業と投資銀行の間の取引について、わが国の会計制度上の解釈を明確にするなど、制度整備の余地はあるが、ASR は企業と投資家の双方にメリットがあることから、わが国でも活用が広がり、株式市場の発展につながる事が期待される。

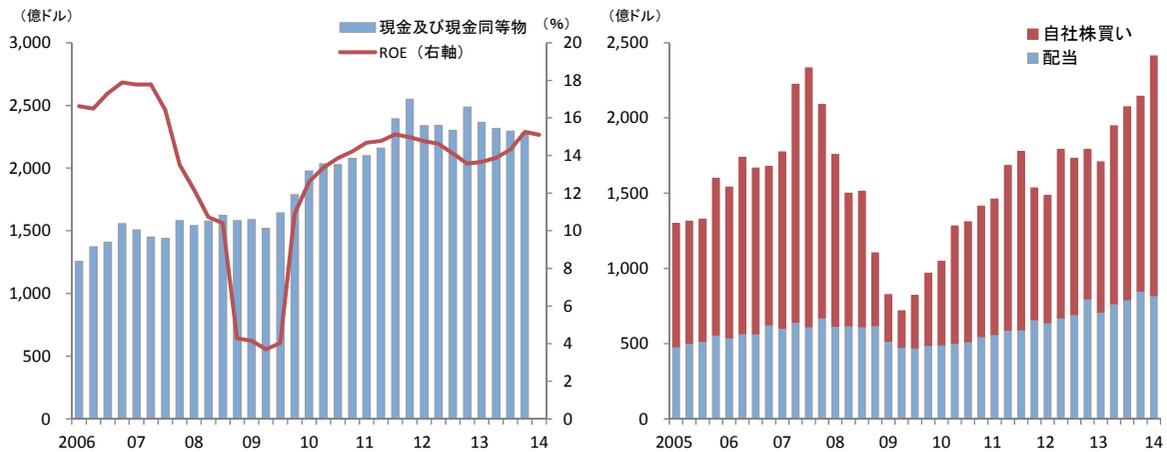
I 米国企業の積極的な株主還元と加速型自社株買いの広がり

1. 米国企業の株主還元の状況

米国の主要企業¹は、金融危機により収益性が悪化し、株主資本利益率（ROE：Return on Equity）が 5%未満となった時期もあったが、2010 年以降、ROE は再び 10%を超え、足元では 10%台半ばで推移している（図表 1）。収益性の回復とともに、金融危機後、米

¹ 本稿では、S&P500 指数を構成する 500 社を主要企業としている。

図表1 米国主要企業（S&P500 指数構成企業）の収益性・手元流動性と株主還元の動向



(出所) Bloomberg、FactSet より野村資本市場研究所作成

国企業が手元流動性を厚くしたこともあり、S&P500 指数構成企業の現金及び現金同等物（総額）は 2006 年初頭の 1,200 億ドル強から 2010 年以降は 2,000 億ドル強の水準まで増加している。

手元流動性が潤沢となった米国企業は、好業績の成果を積極的に株主にも還元している。配当と自社株買いを着実に増加させており、2014 年 1～3 月期は 2,410 億ドルと、これまでの最高であった 2007 年 7～9 月期の 2,330 億ドルを上回り、過去最高水準に達している。

2. 自社株買いのメリットと加速型自社株買いの活発化

株主還元において自社株買いを選択するメリットには、

- ① 配当に比して実施時期や金額の自由度が高い、
- ② 配当では受取時点で株主に課税されるが、自社株買いでは株主が保有株式を売却するまで課税されない、
- ③ 買い入れた自社株式を消却し発行済み株式数を減少させることで一株当たりの指標（利益、資産など）や ROE を改善する、
- ④ 自社株式が過小評価されていると経営陣が考えているとのシグナリングになる、
- ⑤ ストック・オプションなどの株式型報酬で潜在株式数が増加することによる希薄化を打ち消す、

などが挙げられる。

米国企業による自社株買いが活発化する中、特に近年は「加速型自社株買い（ASR: Accelerated Share Repurchase）」と言われる手法の利用が広がりつつある（図表 2）。例えば、IT 大手のアップルは 2012 年度から配当を再開し、自社株買いと併せて大規模な株主還元を実施していることが話題となったが、2013 年度には米国で年間に最も多額の自社株買いを行った企業となった。その規模は総額 230 億ドルに上り、半分以上の 140 億ドル

図表 2 ASR 実施企業の例：2013 年度の株主還元と ASR

(億ドル)

企業名	セクター	配当金額	自社株買い金額	うちASR実施額
アップル	IT	106	230	140
CVSケアマーク	小売り	11	40	17
キャタピラー	資本財	11	20	20
コーニング	IT	6	15	10

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

は ASR による取得である。

また、建設工事・鉱業設備機器大手のキャタピラーは、2013 年度に実施した自社株買い 20 億ドルのすべてを ASR で実施し、さらに 2014 年 1 月には追加で 17 億ドルの ASR 実施（3 月に完了）を公表した。コーニングも 2013 年度に 10 億ドルの ASR を公表し、2014 年 3 月には 12.5 億ドルの ASR を公表するなど、株主還元の活発化とともに、ASR の利用も増えている。

II ASR の概要

1. ASR の仕組み

ASR とは、企業が投資銀行等を介して株式市場から一度に大量の自社株式を取得する手法である。投資銀行が借株も活用して市場から調達するため、通常の株式市場での購入や公開買い付けよりも、規模の大きい自社株買いを比較的短時間で完了できるという特徴がある。

具体的には 2 段階の取引で構成されている²。まず取引日において、自社株買いを実施する企業の株式を投資銀行等が市場で調達する（図表 3）。投資銀行が貸株市場で機関投資家等から借りる際には、一般に現金等の担保を差し入れる必要が生じる。企業は、投資銀行等が集めた自社株式を買い入れ、同時にデリバティブ契約を締結する。企業は取得した自社株式をすぐに消却することもできる。

取引後、予め定められた契約期間（取引日からデリバティブ契約の決済日までの期間：一般的には 1～12 ヶ月程度とも言われている³）において、投資銀行等は市場で株式を購入し、貸株市場で借りた分を返済する。

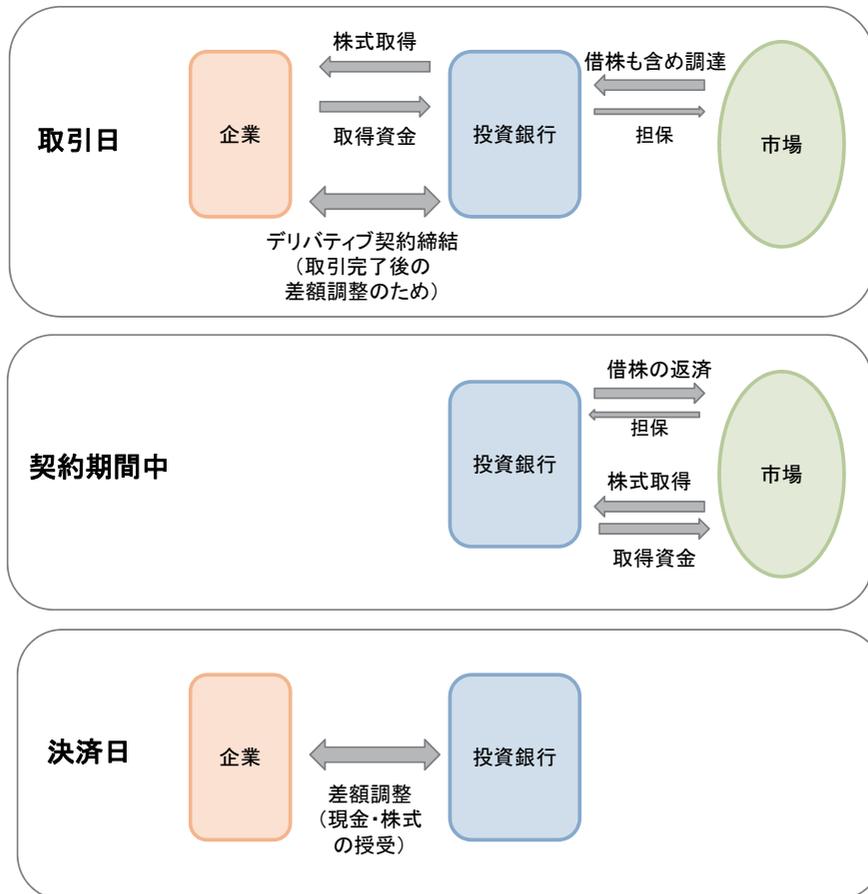
契約期間の終了時、すなわちデリバティブ契約の満期日において、投資銀行等が企業と取引した株価と平均取得株価⁴とを比較する。デリバティブ契約は、満期日において、企業が投資銀行等から自社株を取得するために要した金額（取引価格と株数の積）と、投資

² PricewaterhouseCoopers, “Guide to Accounting for Financing Transactions” 等に基づき、一般的な方法について説明している。

³ “Accounting for Accelerated Share Repurchase Programs”, *The CPA Journal*, August 2007.

⁴ 一般に、売買高加重平均価格（VWAP: Volume Weighted Average Price）で計算される。

図表 3 ASR の流れ



(出所) 野村資本市場研究所作成

銀行等が株式市場から当該株式の調達に要した金額（平均取得価格と株数の積）の差額が決済される内容となっている⁵。

そのため、例えば契約期間中に株価が上昇し、投資銀行等の取得金額が取引日に企業が支払った金額を上回った場合、企業から投資銀行等に差額分が支払われる。したがって、契約期間における価格変動リスクは企業が負担する仕組みとなっている。そのため、自社株買い実施企業の負担額は、同期間に株式市場で買い入れた場合と同じとなる。ただし、企業の負担する価格変動リスクを限定するため、デリバティブ契約において、決済日に企業が投資銀行等に支払う金額において上限等が予め定められることもある。

米国会計基準を採用する企業による ASR の会計上の取り扱いについては、1999 年に米国の財務会計基準審議会（FASB: Financial Accounting Standards Board）のタスクフォース⁶において議論された。その結果、ASR の 2 段階の取引は会計上也に分けて表示するとの解釈が示された⁷。

⁵ 決済は、現金で行われるケースと、取引された株式で行われるケースがあり、企業が選択できる場合が多い。

⁶ Emerging Issues Task Force.

⁷ Financial Accounting Standards Board, “The Emerging Issues Task Force” (EITF) Issue No.99-7 および Ernst & Young, “Issuer’s accounting for debt and equity financings”.

ASR の公表時には適時開示（8-K）で、決算期には継続開示（10-K、10-Q）で開示される。継続開示では、財務諸表の脚注と MD&A の項目に、ASR プログラムの開始時期、決済日、取得金額（上限）、取得株式数、取引価格等が記載される。また、決済後には、平均取得価格、取得金額、取得株式数、決済時の取引（企業と投資銀行等のどちらが、株式あるいは現金をどのくらい支払ったか）に関する情報も開示される。

なお、ASR の特徴であるデリバティブ契約は、一般に、その価値が株価に連動し、“equity linked instrument” に分類される形式で設計される。その場合、会計規則上、取引日から決済日までデリバティブ契約の価値変動は損益計算書に計上されず、決済の結果が資本剰余金（Additional Paid-in Capital）に直接反映される。

2. ASR のメリットと留意点

企業が株式市場から買い入れるという一般的な手法に比して、ASR には次のようなメリットと留意点があるとされている。

① 期待アナウンスメント効果が大きい

一般的な手法では、自社株式の取得枠が設定されても実際に企業が枠の上限まで取得するとは限らず、また取得にも時間を要する。他方、ASR では投資銀行等を通じて一度に取得するため、企業による自社株買いのコミットメントとなり、ASR 発表時のアナウンスメント効果は大きくなることが期待される。

学術研究の分野では従来、ASR が自社株買いのコミットメントになるとして、ASR 公表が株価上昇につながることを示唆する論文が多くみられる。その一方で、例えば Michel 他（2010）⁸は、米国で 2004～2007 年に実施された ASR を対象に分析し、ASR の公表で株価はポジティブに反応するが、通常の自社株買いに比して統計的に意味があるほど大きくはないとの結論に至っている。

アナウンスメント効果の大きさを株価上昇で計測した場合、明確に効果が大きいことを示す研究ばかりではない。しかし、ASR 実施企業においては下記のような利点もあり、利用が広がっていると考えられる。

② 大規模な自社株買いを短期間で完了

投資銀行等が貸株市場からも株式を調達するという ASR の特徴から、一般的な手法による自社株買いよりも実施規模を大きくすることができる。加えて、自社株買いを行う企業による自社株式取得の取引は 1 日で完了する。そのため、ASR は、M&A や起債といった他の財務活動に影響を与えにくい仕組みといえる。

ただし、投資銀行等が株式市場から自社株買い実施企業の株式を買い集める期間

⁸ Michel, A., J. Oded, and I. Shaked, “Not All Buybacks are Created Equal: The Case of Accelerated Stock Repurchases”, *Financial Analysts Journal*, 2010, vol.66, No.6.

(契約期間)の長さは、対象となる株式の市場流動性を考慮して設定される。そのため、流動性の低い銘柄の場合、相対的に契約期間が長くなり、投資銀行等による取得価格もマーケット・インパクト⁹によって高くなることが予想される。流動性によっても必要な期間、取得金額が異なり、自社株買い実施企業が負う価格変動リスクが大きくなる(支払額の上限を契約で定めない場合)。

③ 有望な投資機会が不足している可能性

ASR はアナウンスメント効果が大きという利点がある一方、投資機会を見出せない企業や、役員報酬が収益性等に連動する仕組みを持つ企業において、一株当たり利益 (EPS) など指標の改善のために活用されることもありうる点に留意する必要がある¹⁰。

III ケーススタディ：アップルの ASR

1. 豊富な手元流動性

ASR を活用して株主還元を手厚くしている企業の典型的な例として、2013 年度に米国で最も多額の自社株買いを行った IT 大手のアップルを取り上げる。同社は、ブランド化に成功した情報端末、携帯端末、及びソフトウェア・サービスをグローバルに提供し、収益が 2005 年度の 139 億ドルから 2013 年度には 1,709 億ドルに急増している。

他方、生産を外部委託しており多額の設備投資が不要なため、年間のキャッシュ¹¹の創出額が 2010 年度には 150 億ドルを超え、2013 年度には年間 440 億ドル超に上っている。現金等¹²の保有額も 2008 年度には 200 億ドルを超え、2013 年度には 405 億ドルに達した。

2. ASR も活用した株主還元の強化

アップルは 2012 年に 1997 年以来実施しなかった配当を再開し、自社株買いと併せて 3 年間で 450 億ドルの株主還元を実施すると発表した¹³。その実現のため、年間配当支払額が足元では約 110 億ドルに上り、世界で最も多額の配当を実施する企業となっているが¹⁴、加えて大規模な自社株買いも必要とされていることから、ASR を選択したと思われる。

⁹ 自らの売買で市場価格が変動すること。市場流動性に比して大量の購入を発注すると市場価格が上場し、取得コストが高くなる。

¹⁰ “As Companies Step Up Buybacks, Executives Benefit, Too”, *The Wall Street Journal*, 2013/2/6.

¹¹ 同社の投資キャッシュフローの中心は市場性証券の取得など短期投資なので、ここでは営業キャッシュフローから、投資キャッシュフローのうち事業関連の企業買収や資産取得に関する部分を差し引いて算出。

¹² 現金及び現金同等物と短期投資の金額の合計。

¹³ 2012 年 3 月 19 日付の同社プレスリリース。その後、2015 年末までに 1,300 億ドルを株主に還元すると表明 (2014 年 4 月 23 日付の同社プレスリリース)。

¹⁴ 2014 年 4 月 23 日付の同社プレスリリース。

同社の開示資料によると、自社株買いの取得枠を予め設定し（2012年3月に100億ドル、2013年4月には600億ドルに拡充、さらに2014年4月には900億ドルに拡充）、通常の自社株買い（株式市場での買い付けと株主からの直接買い入れ）¹⁵に加え、投資銀行と契約を締結してASRを合計3回実施している（図表4）。取引実施日と決済日に着目すると、既存のASR契約が決済されて間もなく、新たなASR契約の下で取引を行っている。一時的に大量の自社株買いを行うのではなく、継続的にASRを活用した自社株買いを行っている様子が見える。

また、決済日において企業が追加で自社株式を取得できるように取引価格が設定され、企業からの追加の支払いが発生しないように契約が締結されていると思われる。これにより、当初に企業が支払った金額を上限とすることができる。

契約期間は取得予定株式数と金額に応じて設定されているといえる。契約についても、2012年8月締結のASR（19.5億ドル）では投資銀行1社と、2013年4月締結（120億ドル）では同2社と締結していることが開示されており、ASRの規模が大きい場合は取引を行う投資銀行も複数となっている。

3. 一層の活発化が見込まれるASR

このようにASRを活用して活発に自社株買いが行われ、2015年末までに行うとしている1,300億ドルの株主還元のうち、2014年第2四半期末までに900億ドルが実行された。今後、約1年8ヶ月の間に400億ドルの株主還元が行われることとなる。さらに、アップルが毎年創出するキャッシュは多額で、現金等の保有額も2013年度まで増加基調にあった。「物言う株主」として知られるカール・アイカーン氏から株主還元の強化を求められたことなども背景に、引き続きASRも活用して活発な自社株買いが継続されると思われる。

なお、同社の場合、節税等の目的により米国外に多額の資金を蓄積していると言われており、仮に米国に送金して株主に還元すると米国の法人税率が適用されることから、米国では社債発行で株主還元の原資を調達し、自社株買いを行っている点も特徴的である。

図表4 アップルが実施したASRの概要

契約締結	取引実施	決済日	当初取得株式 (万株)	追加取得株式 (万株)	株式取得総額 (億ドル)	取得株式の 取り扱い
2012年8月	2013年 第1四半期	2013年4月	260	150	19.5	消却
2013年4月	2013年 第3四半期	2014年3月	2,350	110	120	消却
2014年1月	2014年 第2四半期	2014年内	1,917	-	120	-

(出所) 開示資料より野村資本市場研究所作成

¹⁵ 2013年度に90億ドル、2014年度は第2四半期末までに110億ドルを株式市場での買い付けにより取得（同社は9月が決算期）。

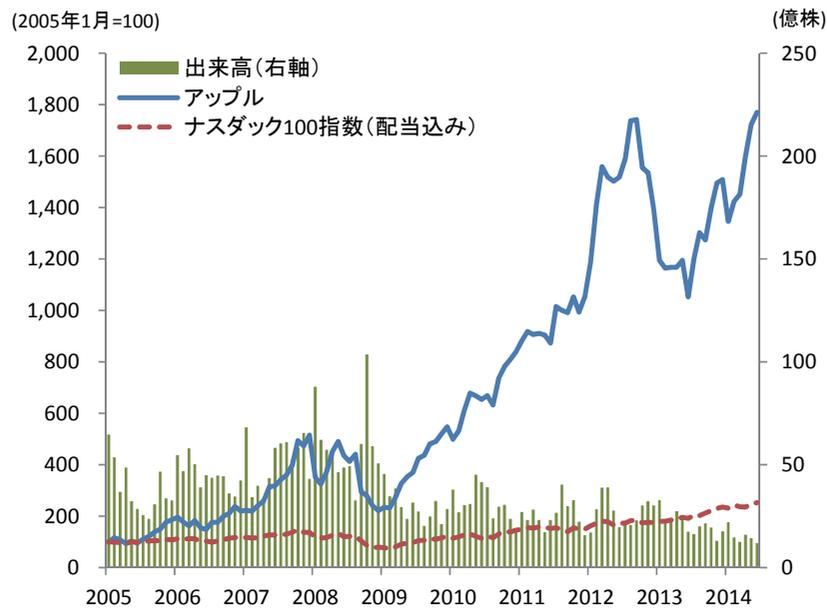
4. ASR に対する株式市場の反応

アップルはグローバルに販売を拡大し、高い収益性を持続していることから、時価総額も過去 10 年間で大幅に増加した。特に、過去 5 年間の伸びは著しく、ナスダックに上場する同社の株価はナスダック 100 指数¹⁶の伸びを大きく上回っている（図表 5）。同社は S&P500 指数にも含まれているが、あまりに株価、株式時価総額の成長が突出し、他の銘柄の動向とともに株式市場の全体像（big-picture）を語る事が難しくなったとして、アナリストが同社を除いた指数 “S&P500 ex-Apple” を顧客に提供したケースもあるという¹⁷。

中長期的に株価が上昇基調で推移してきたが、売上高と利益の伸びの鈍化、手元流動性の増加を受けて、2012 年以降に同社は株主還元を強化した。引き続き業績は好調であり、株主還元と株価の関係を直接観察することは難しいが、2013 年 4 月以降に大型の ASR を実施してから株価は上昇基調を維持している。

投資家の反応の例としては、中長期的な視野で投資する米国の大手公的年金基金として知られるカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS：カルパース）が、同社の事業や ASR を含む株主還元策に対して肯定的で、カール・アイカーン氏による追加的な自社株買い増額の要求を批判している¹⁸。「物言う株主」に分類されることもあるカルパースは、アップルの事業、業績、株主還元を機関投資家として評価している。

図表 5 アップルの株価・出来高の推移



（出所） Bloomberg より野村資本市場研究所作成

¹⁶ ナスダック 100 指数は、ナスダックに上場する金融セクター以外の企業のうち、時価総額と流動性の高い 100 銘柄で構成されている。アップルも指数構成銘柄となっており、指数ウェイトは 2014 年 7 月現在で 13.2%と最大である。

¹⁷ “Apple’s Size Clouds Market”, *The Wall Street Journal*, 2012/2/15.

¹⁸ “Icahn Criticized by Calpers as ‘Johnny Come Lately’ on Apple”, *Bloomberg*, 2013/12/13.

大型 ASR の株式市場への影響としては、アップルが ASR により 1 回につき 120 億ドル、約 2,000 万株規模の買入れを実施したが、同社の株式は月間平均 1,432 億ドル、21 億株（2013 年度実績）という規模で取引され流動性が高いことから、株式市場の取引や価格形成に歪みをもたらしていないといえる。

Ⅲ わが国への示唆

わが国では特に 2013 年以降、企業の業績回復・拡大が続いており、株主還元を強化する企業が増えている。2014 年 3 月期決算では株式配当総額が前年比 2 割増の 6.9 兆円、自社株買いの金額も増加したとみられている¹⁹。実際、金属加工機械を製造するアマダは実質無借金の財務状態で手元資金が 1,000 億円を超える水準にあることもあり、2014 年 5 月、配当性向の目標を約 50%、当期純利益の約 50%を目処に自社株買いを実施することを表明した。すなわち、年間の利益を内部留保せず、すべて株主還元で充てる方針を示した²⁰。

また、本年 1 月から算出が開始された「JPX 日経インデックス 400 指数」では、ROE をインデックス構成企業の選定基準の一つとしており、東京証券取引所に上場する企業の間では ROE 向上のインセンティブが一層高まっている。約 120 兆円を運用する GPIF も国内株式運用の指標（ベンチマーク）の一つに同指数を採用すると発表した。ROE がインデックスの採用基準に入り、投資家の関心も高まっており、企業には収益性を高めるための一層の取り組みが求められるといえ、その手段の一つとして自社株買いへの注目も高まろう。

米国企業の間で広がりつつある ASR は、わが国企業としても機動的に大規模な自社株買いを実施する手段として有効であろう。ASR は自社株買いとデリバティブ取引という 2 段階の取引から構成されるが、米国のように、これらを資本取引とみなすことを会計制度上明確にすることで、ASR の活用を後押しできないだろうか。また、わが国では ASR は馴染みのない手法のため、投資家への情報提供のあり方も重要となる。ASR の普及に向けて制度整備の余地はあるが、大規模な自社株買いを短期間で完了でき他の財務活動等に影響を与えにくいといったメリットを企業が享受し、株主還元も充実する ASR を活用する企業が広がり、わが国株式市場の発展につながることを期待される。

¹⁹ 日本経済新聞朝刊（2014 年 5 月 27 日付）。

²⁰ 同社ウェブサイトの IR 情報（<http://www.amada.co.jp/ir/investor/index.html>）。