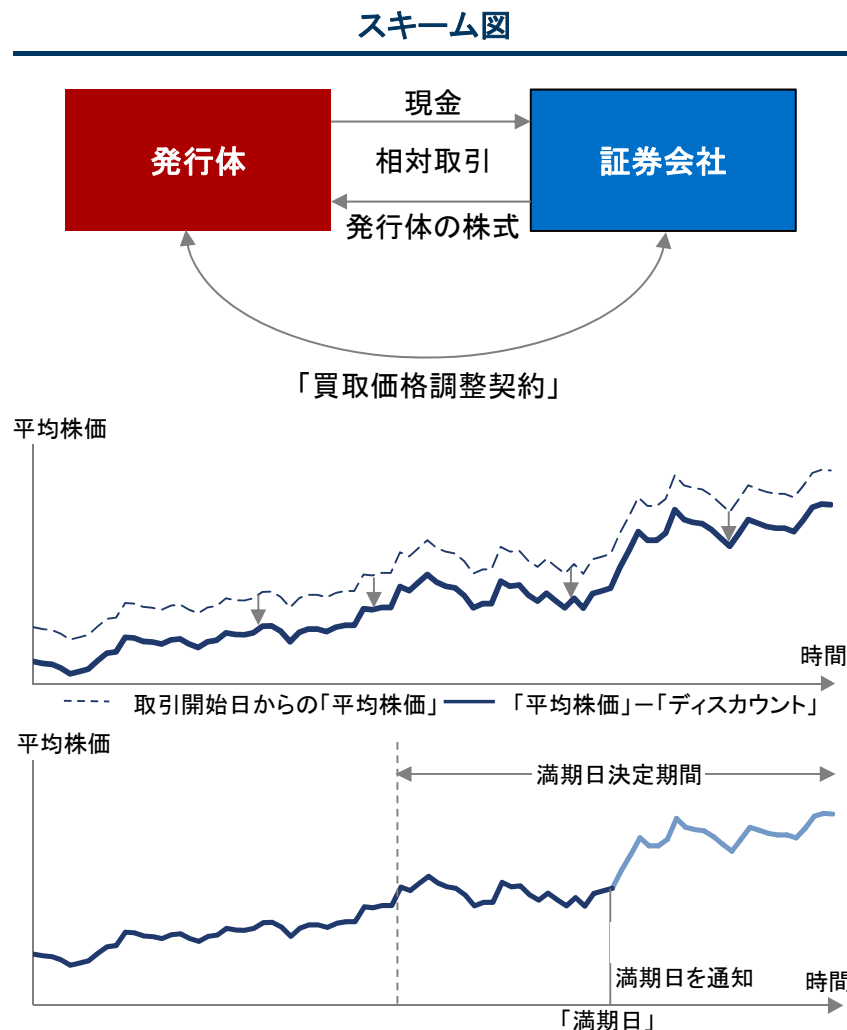


ASR取引に関する協議資料

1. 米国におけるASRについて

米国におけるASR¹ 取引の流れ



概要

- Step #1** 取引開始日において、発行体は前日終値にて対象とする全株数を証券会社より取得(相対取引)、同時に証券会社と「買取価格調整契約」を締結
- Step #2** その後、あらかじめ定めた一定期間(例: 取引開始日の1ヶ月後から3カ月後の間)の任意の日において、証券会社が発行体に「本日を満期日とする」旨を通知
- Step #3** 取引開始日から満期日までの間の平均株価から、あらかじめ定めた「ディスカウント」を差し引いた価格を「決済株価」とする
- Step #4** 「決済株価」と、買付け価格の差額を証券会社との間で受払いする(現金または株式での決済となる)

結果として、一定期間の平均株価からディスカウントにて自社株買いを行った経済効果を得ることになる

¹ ASR取引とはAccelerated Share Repurchase取引の略称であり、本ページで説明する自社株買いの手法を指します。

米国における自社株買い手法の比較

	市場買付け	ASR取引	公開買付け
企業の買付け資金拠出のタイミング	■ 順次（市場での買付に応じて）	■ 執行時点（当初）	■ 公開買付け期間終了日（買付け期間は20取引日）
会計上自己株買付け認識のタイミング	■ 順次（市場での買付に応じて）	■ 執行時点（当初）	■ 公開買付け期間終了日（買付け期間は20取引日）
自社株買い執行に対するコミットメント	■ 柔軟： 企業は自己の裁量で自社株買いのペースを決定可能（買付け可能ウインドウである限り）	■ 企業は執行されたASR取引に関しては、証券会社との価格調整契約の決済までコミットする — その後の株価の動きに関わらず「途中解約」はできない	■ 一旦公開買付けを発表した後は、一般的には企業は当該買付けを撤回できない
株主に対するシグナリング	■ 消極的： 実際に行われたかどうかは四半期ごとの開示を待たないと判明しない	■ 強い： ASR取引執行のアナウンスメントは市場での買付けの前に行われ、実質的に企業は買付けをコミットしている	■ 強い： ;公開買付けのアナウンスメントは執行の前に行われる
買付けの確実性	■ 企業の裁量で買付け価格と株数はある程度設定可能。最大買付け額まで買い切れるかどうかは不確定	■ 自社株買い総額は執行時点で確定 — 一株当たりの買付け価格はその後の市場価格次第となる	■ 一株当たり買付け価格はアナウンス時点で確定（レンジでの設定） — 買付けが可能となる株数については不確定
一株当たり買付け価格	■ 買付けを行う期間の市場価格 — 但し、買付けを行う期間については企業が裁量を持つことが可能	■ 買付けを行う市場価格 — 買付け価格に上限、下限を付ける等の対応は可能	■ 企業は買い付け価格を当初レンジで設定 — 通常は公開買付け期間中の市場価格よりも高い株価での買付けとなる
市場価格に対する買付け価格	■ 基本的には市場価格に準じた価格での買い付け	■ 買付け期間中のVWAPに対して割安な株価での買付け	■ 公開買付け発表時の株価に対して割高な株価での買付け

米国企業によるASR取引の採用背景

米国において企業の主要な自社株買い手法の一つとなっている”ASR取引”においては、以下の点で企業、ひいては株主にとってメリットがあるものと考えます。こういったメリットはより多くの企業に認識されてきており、米国におけるASR取引は増加傾向にあります

① 自社株買いのパフォーマンスを追及したい企業に対するソリューションの提供

- 企業は自社株買いのパフォーマンスを良くするためにタイミングと株数を裁量的に調整したい(株価下落時は多めに買う、上昇時は少なめに買うなど)という潜在的なニーズがあるが、実際にはインサイダー情報管理の観点から自由度の高い裁量は働かせづらいことが多い。ASR取引は本質的には、上記のような取引高の調整オペレーションを業者に委任し、あらかじめ合意した一定のルールの下で裁量執行させるというもの。これで企業の事務コスト(取引の手間)を削減しつつ、かつインサイダーの観点を考慮しつつ、裁量的な取引高の変更が可能となる
- 本取引では裁量執行の選択権(いつまでに執行を終わらせるか)を証券会社に譲渡する対価として企業は実質的な買付け期間中の市場価格よりも割安な価格(例 期間中のVWAP-[X]bps等)での自社株買いの実施が可能となることが多い
 - さらに証券会社のリスクテイク能力を活用することで、企業の自社株買いに関する様々な要望(買付け価格に上限、下限を設ける等)を実現可能

② より能動的な資本政策の実施が可能

- 通常の市場買付けよりも「能動的な資本政策」を実現するための手法として市場から認識されており、経営陣が資本効率へのコミットメントを示す手法として選択可能
 - 株主から資本効率の改善要求があった場合に本取引を行って対応することも可能

③ 取引発表と執行終了が同日であることによるシグナリング効果及び執行可能ウィンドウの拡大

- 買付け結果が後で公表される市場買付け、公開買付けに比べて、ASR取引の場合は取引時に株数もしくは金額が確定するため、株価に対するシグナリング効果が大きい事が想定される
- ASR取引後は企業の意思が介在しないため、取引時点にウィンドウが空いてさえいれば、その後のブラックアウト期間を気にする必要が無い

米国版ASR取引に関する、日本における問題点

① 会社法上の問題点

- 当初のブロック取引/決済時の株の受け渡しに関して、会社法の中では特定の譲渡人からの「相対取引」による自己株買いに相当するため、株主総会の特別議決が必要



- 当初のブロック取引に関しては、ToSTNeT-3を利用する事で取締役会決議のみで行う事が可能と思慮
- USGGAPでは、決済時において現金支払い義務が強制される取引は資本取引としてみなされない。しかし、価格調整契約の決済として株の受け渡しを行う事は会社法で制限されるため、新株予約権を活用する必要有り

② 会計上の問題点

- 株数もしくは価格調整契約は、USGAAPにおいて契約条件次第で資本取引となり得るが、日本では資本取引として見なされないという考え方が大勢を占める



- 発行体に現金支払義務が生じないなど一定の条件を満たした価格調整契約について会計上資本取引となり得ることが会計基準で明確化されることが必要

米国版ASR取引に関する、日本における問題点

会社法上の問題点

米国におけるASRをそのまま日本に転用した場合に想定される問題点は下記の通りです。

- 米国におけるASRでは、企業は、投資銀行から相対で自己株式を取得します。
 - 日本の会社法上、市場取引によらないで自己株式を有償取得する場合、156条から159条に定める手続に従い、原則として、株主全員に申込みの機会を与え、株主全員を平等に扱うべきこととされています。

- 差額調整契約に基づいて行われる清算に際して、自己株式を取得した当初株価が当該企業のその後の平均株価を下回っている場合には、企業の選択により、企業から投資銀行への差額相当の現金支払い、または現金に代えた当該企業株式の交付が行われます。
 - 企業から投資銀行に対して、現金に代えて当該企業株式の交付が行われる際には、それが新株の発行あるいは自己株式の処分のいずれの場合も、募集株式の募集を行うなど会社法の手続に基づいて処分しなければならない(199条1項ほか)。

- 差額調整契約に基づいて行われる清算に際して、自己株式を取得した当初株価が当該企業のその後の平均株価を上回っている場合には、企業の選択により、投資銀行から企業への差額相当の現金支払い、または現金に代えた当該企業株式の交付が行われます。
 - 投資銀行から企業に対して、現金に代えて当該企業株式の交付が行われる際には、日本の会社法上、特定の株主からの取得に該当することとなるため、①株主総会において、取得する株式の数、対価の内容および総額、株式を取得することができる期間に加えて、特定の株主から取得する旨を決議しなければならず(156条、160条1項)、②さらに、原則として、特定の株主以外の株主は、自己を当該特定の株主に追加することを請求することができ、その場合には、株式会社は、請求をした株主からも株式を取得しなければなりません(160条3項)。

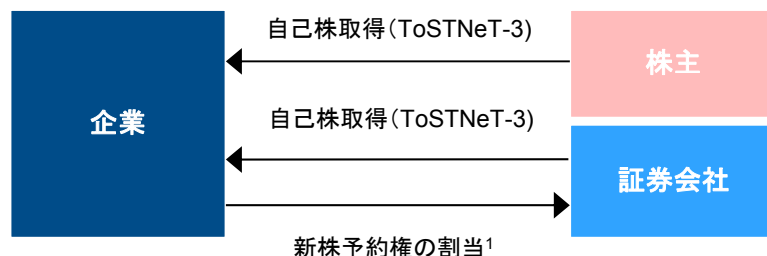
2. 日本版ASR取引について

日本版ASR取引

取引の想定フロー

ToSTNeT-3 による自己株式の取得&新株予約権の割当

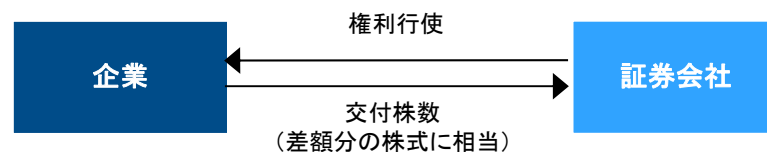
概要



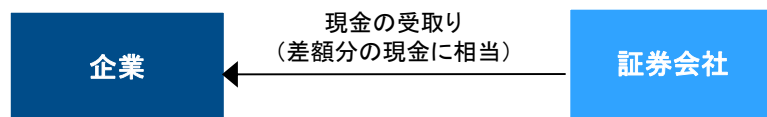
¹新株予約権の発行価格は、株価下落時の企業による現金受取を定めた契約の内容を考慮して算定されます。

事後調整取引

株価上昇時（新株予約権の権利行使）



株価下落時（現金の受取り）



Step #1

自己株式の取得を企図する企業は、ToSTNeT-3で自己株式を取得し、証券会社は、株券貸借市場で当該企業株式を借り入れて売り応募します。

Step #2

証券会社の売り注文が約定した金額分、株数分について、その後の株価推移に応じて調整取引を行います。

- その後の平均株価がToSTNeT-3での取得価格よりも高い場合は企業の支払い、安い場合は証券会社の支払いとなります。
- 平均株価は東証が公表する当該企業普通株式の終値の算術平均値を基準とした値とします。
- 調整取引の結果、経済的には自己株を平均株価で取得したのと同様の結果となります。

Step #3

企業は株価上昇時の支払いのために、証券会社に新株予約権を割当てます。

- 株価上昇時は、新株予約権が権利行使され差額分に相当する株式を証券会社に交付します。

Step #4

企業は株価下落時に、新株予約権の割当時に締結された契約に基づき、証券会社から差額分の現金を受け取ります。

日本版ASR取引

新株予約権の発行条件例

新株予約権の発行条件例

発行方法	第三者割当の方法により証券会社へ全額割当
発行される新株予約権数	1個
各新株予約権の払込金額	本新株予約権1個当り●円
権利行使日	2015年●月●日から2016年●月●日まで(発行日の翌日~12ヶ月後)
行使の際に出資される財産	新株予約権発行決議時の株価 × 1株または単元株数
行使に伴い交付される株数	<p>新株予約権の権利行使を行うか否か判断する時点までの平均株価が、新株予約権発行決議時の株価を上回り、本新株予約権が行使されると、下記の計算式で算定される株数の発行会社株式が交付される。</p> <p><計算式> 交付株式数=1株(または単元株式数)+(自己株式取得株式数×平均株価-自己株式取得金額)÷株価</p> <p>ただし、自己株式取得株式数は当該証券会社から取得した株式数を意味し、自己株式取得金額は当該証券会社から自己株式を取得するために要した金額を意味する。</p>

新株予約権の割当時に締結する契約で定める条件例

証券会社による現金の支払	<p>証券会社は、新株予約権の権利行使を行うか否か判断する時点までの平均株価が、新株予約権発行決議時の株価を下回る場合、下記の計算式で算定される金額の現金を発行会社に支払う。</p> <p><計算式> 支払現金額=自己株式取得金額-自己株式取得株式数×平均株価</p> <p>ただし、自己株式取得株式数は当該証券会社から取得した株式数を意味し、自己株式取得金額は当該証券会社から自己株式を取得するために要した金額を意味する。</p>
--------------	--

日本版ASR取引 開示関係

- 実施にあたっては以下の開示が必要となります。
 - ローンチ時:
 - ✓ 事前公表型自己株取得の開示(+日本版ASRの仕組みに関する開示)
 - ✓ 新株予約権発行に関する電子公告
 - ToSTNeT-3実施時:
 - ✓ 事前公表型自己株取得の取得結果の開示
 - 調整時:
 - ✓ 日本版ASRにおける最終取得結果の開示

※青字は一般的な事前公表型自己株取得において必要となるものです。

ご参考資料

(ご参考) Relevant Accounting Principles for ASRs

	Description	Application
ASC 480-10-25 (FAS 150)	Statement that requires certain share repurchase contracts to be accounted for as liabilities	Prepaid contracts and many contracts which could require the company to deliver shares at maturity are outside of the scope of ASC 480-10-25 (FAS 150)
ASC 505-30-25 (EITF Issue 99-7)	Literature relating specifically to Accelerated Share Repurchases	Requires an ASR to be accounted for as (1) a treasury stock repurchase equal to the number of shares received up front and (2) a “make-up” contract which is a derivative on the company’s own stock
ASC 815-10-15 FAS 133	Derivative accounting standard	Derivatives on a company’s own stock are outside the scope of ASC 815-10-15 (FAS 133) provided they are (a) indexed solely to the company’s own stock and (b) meet the requirements for equity classification in ASC 815-40-25 (EITF Issue 00-19)
ASC 815-40-25 (EITF Issue 00-19)	Requirements for transaction to be classified as equity	Contracts classified as equity are not mark to market, thus do not create earnings volatility
ASC 260-10-55-32 (EITF Topic D-72)	Precedent of cash settlement for equity contracts places stress on use of TSM for EPS	If an issuer has set a precedent of cash settlement, instead of using the treasury stock method for EPS purposes they must reduce the numerator by the mark to market
ASC 260-10-45 (EITF Issue 03-6)	Pronouncement that calls for two class method accounting should forward contract holders be compensated for actual dividends paid	Contracts are not adjusted for changes in dividends over the term of the contract

(ご参考) Accounting Overview

Most accountants agree that a Fixed-Dollar ASR should be accounted for as an equity transaction provided the requirements for equity classification in ASC 815-40-25 (EITF Issue 00-19) are met

- Balance Sheet and Income Statement Treatment of a Fixed-Dollar ASR
 - Most Fixed-Dollar ASR contracts are outside the scope of ASC 480-10-25 (FAS 150)
 - Provided the Fixed-Dollar ASR is (1) indexed solely to the company's own stock and (2) meets the requirements for equity classification under the guidance in ASC 815-40-25 (EITF Issue 00-19), then the contract is not marked-to-market
 - At settlement date (the date cash is paid by the Company and shares are delivered by Investment Bank) the Company would reduce cash for the amount paid to Investment Bank and reduce shareholders equity (APIC / common stock) for the same amount
 - Subsequent changes in fair value should not be recognized as long as the contract remains classified as equity
 - Any additional receipt of shares would be recorded as an adjustment between APIC and common stock. If no additional cash is exchanged, there is no net impact to shareholders equity
- Earnings per Share Treatment
 - Weighted-average-shares outstanding for both basic and diluted EPS calculations should be reduced by the number of shares received from Investment Bank as of the date they are received
 - The make-up contract is included in diluted EPS using the treasury stock method

(ご参考) Detailed Accounting Framework for an ASR

Below we have laid out our understanding of the accounting literature with respect to a Fixed Dollar Accelerated Share Repurchase

- The first step in determining the appropriate accounting treatment is to determine whether or not the contract is classified as a liability or equity based on the guidance in ASC 480-10-25 (FAS 150). Specifically, ASC 480-10-25-8 and ASC 480-20-25-14 (FAS 150, par 11 – 12) deal with certain derivatives on a company's own stock
 - ASC 480-10-25-8 (FAS 150, par 11) states that certain obligations to repurchase shares by the transferring assets should be classified as liabilities:

An entity shall classify as a liability (or an asset in some circumstances) any financial instrument, other than an outstanding share, that, at inception, has both of the following characteristics: (a) It embodies an obligation to repurchase the issuer's equity shares, or is indexed to such an obligation & (b) It requires or may require the issuer to settle the obligation by transferring assets

Based on discussions with our outside accounting advisors, it is our understanding that a contract that is prepaid at inception does not fall within the scope of ASC 480-10-25-8 because there is no obligation to transfer assets in the future to repurchase shares

(ご参考) Detailed Accounting Framework for an ASR (Continued)

- ASC 480-10-25-14 (FAS 150, par 12) states that certain contracts which a company will settle by issuing a variable number of shares should be classified as liabilities :

A financial instrument that embodies an unconditional obligation, or a financial instrument other than an outstanding share that embodies a conditional obligation, that the issuer must or may settle by issuing a variable number of its equity shares shall be classified as a liability (or an asset in some circumstances) if, at inception, the monetary value of the obligation is based solely or predominantly on any one of the following :

a.) A fixed monetary amount known at inception (for example, a payable settleable with a variable number of the issuer's equity shares)

b.) Variations in something other than the fair value of the issuer's equity shares (for example, a financial instrument indexed to the Standard and Poor's S&P 500 Index and settleable with a variable number of the issuer's equity shares)

c.) Variations inversely related to changes in the fair value of the issuer's equity shares (for example, a written put option that could be net share settled)

It is our understanding that most Fixed Dollar ASRs are not indexed solely or predominantly to any of the items in (a) – (c), even if there is a possibility that the company may have to deliver a variable number of shares to settle any obligation

(ご参考) Detailed Accounting Framework for an ASR (Continued)

- The second step is to determine whether the contract is eligible for the scope exception in ASC 815-10-15-74 (a) / Paragraph 11(a) of FAS 133

Notwithstanding the conditions of paragraphs 815-10-15-13 through 15-139 : the reporting entity shall not consider the following contracts to be derivative instruments for purposes of this Subtopic :

a. Contracts issued or held by that reporting entity that are both (1) indexed to its own stock and (2) classified in stockholders' equity in its statement of financial position

Provided the requirements in ASC 815-40-15 (EITF Issue 07-5) are met, the Fixed Dollar ASR would meet the first requirement that the contract be indexed to the company's own stock

In addition, provided the detailed requirements for equity classification in ASC 815-40-25 (EITF Issue 00-19) are met, the Fixed Dollar ASR would also meet the second requirement and should be accounted for as an equity transaction

ASR取引に関する協議資料(補足)

(ご参考) 日本版ASR取引

事後調整取引のイメージ図

※ 本図は、ご説明のための仮想的なイメージ図です。
 ※ ToSTNeT-3における証券会社からの取得額が1,500万株、300億円の場合の数値例です。

株価上昇時（平均株価＞2,000円 の場合）⇒ 新株予約権の行使に伴い株式を交付



株価下落時（平均株価＜2,000円 の場合）⇒ 現金を受け取り

