

2026 年 9 月 1 日 全 5 頁

データが語るコーポレートファイナンス No.2

一括取得型自己株式取得（Accelerated Share Repurchase）：採用企業の特徴と効果

コミットメントによる柔軟性低下を許容できる企業で利用が進む

金融調査部

主任研究員

森 駿介

[要約]

- 一括取得型自己株式取得（ASR : Accelerated Share Repurchase）は、自己株式を短期間にまとまった規模で取得することで、株主還元の確実性やコミットメントを高める手法である。近年は、採用事例が徐々に増えている。
- ASR 採用企業は、時価総額が大きく、株価リターンのボラティリティが低い傾向がある。「株価の推移を確認しながら自社株買いペースを柔軟に調整する」というオプションを放棄しても、デメリットが小さい企業が利用している可能性がある。
- 自社株買い公表後の株価リターンは、ASR とオークション型で現時点では大きな差は確認できない。一方、公表後に ASR へ切り替えた企業では株価リターンが低く、株主還元へのコミットメントを強める目的で ASR を採用している可能性が示唆される。

1. 一括取得型自己株式取得（ASR : Accelerated Share Repurchase）とは

企業が自社株買い（自己株式の取得）を実施する場合の主な手法として、①オークション市場（立会内取引）における買付け、②立会外買付取引（ToSTNeT-3）による買付けがある。

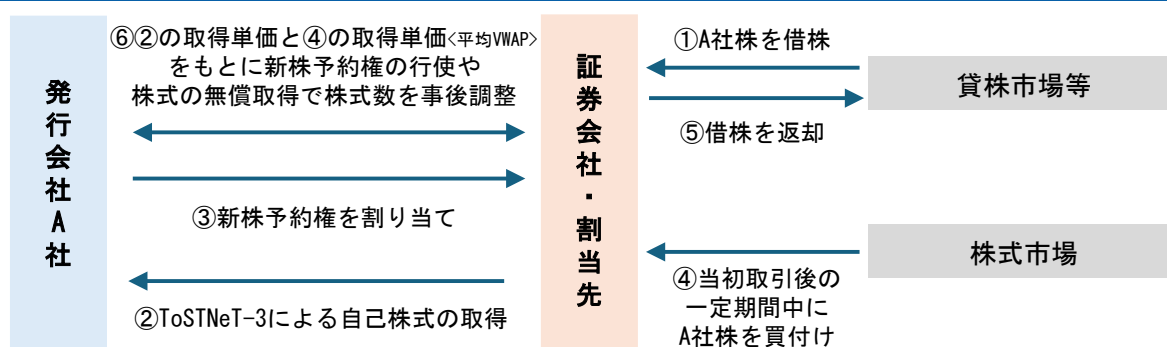
①については、一定の取得期間と取得上限額・株式数を設定したうえで、市場環境や株価動向を見ながら段階的に自己株式を取得する。そのため、株価上昇や出来高不足などにより、当初設定した取得枠を十分に消化できないことがある。さらに、買付けの完了までに長期間を要する場合も多い。そこで、従来は主に大株主との大口取引で用いられていた ToSTNeT-3 を用いて、自己株式を短期間にまとまった規模で取得する「一括取得型自己株式取得（ASR : Accelerated Share Repurchase）¹」を採用する企業が徐々に増えてきている。

ASR の大まかなイメージ図は図表 1 の通りである。まず、証券会社が株券貸借市場等から調

¹ ASR の呼称は「一括取得型自己株式取得」、「コミットメント型自己株式取得」、「ファシリティ型自己株式取得」など様々である。

達した株式を用いて売付けを行い、企業が ToSTNeT-3 を通じてまとまった株式を一括取得すると同時に新株予約権を割り当てておく（①～③）。その後、証券会社が一定期間に市場で株式を買い戻しつつ、借株を返却する（④・⑤）。最後に、ToSTNeT-3 での取得単価と証券会社が株式市場から買付けを行った時の取得単価（平均 VWAP）とを比較して、株式数を調整するのが典型的な仕組みである（⑥）。例えば、株価が上昇した場合のように、ToSTNeT-3 での取得単価よりも、証券会社が株式市場から買付けを行った時の取得単価が高い場合には、証券会社等が③の段階で割り当てられた新株予約権を行使し、発行会社から株式の交付を受ける形で調整する。

図表 1 一括取得型自己株式取得（ASR）のイメージ図



（注）一部の ASR では、「②の ToSTNeT-3 での取得単価 > ④の株式市場からの取得単価」となった場合に、⑥の段階で証券会社が A 社に金銭を払い込む形で事後調整するスキームが採用されている。

（出所）大和総研作成

ASR で期待される効果

ASR の特徴は、自社株買いの「確実性」と「コミットメント」を高められることだ。同じ株主還元策である配当と異なり、企業にとって通常の自社株買いは、有事の際や投資機会が生じた場合に取りやめたり、取得株式数を抑制できたりする柔軟性の高さがメリットといえる。一方、ASR では、取引開始時点で株式を一括して取得するため、大規模な株主還元を早期に実行できる。実際、採用企業の開示資料でも、「取得予定金額を確実に取得すること」や「株主還元へのコミットメントをより確固たるものとする」とが採用理由として挙げられている。一部の企業では、将来の業績や株価が割安であることのシグナリング効果を強めるために、あえて柔軟性の低い ASR を利用しているかもしれない²。

2. ASR の採用動向

実施状況：実施件数は約 30 件、発行体ベースで 20 社強

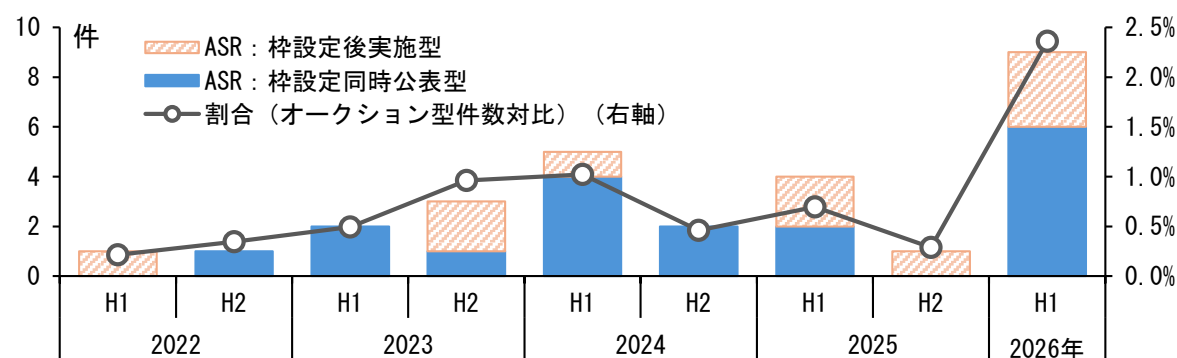
日本で最初の ASR は、ジョイフル本田により 2022 年 8 月に実施された（取得枠の設定は同年

² オークション型の自社株買い公表が株価リターンに及ぼす影響を定量的に示したものとして、森駿介・瀬戸佑基「データが語るコーポレートファイナンス No.1 自社株買い公表後の株価リターンに影響する要因」大和総研レポート（2026 年 8 月 31 日付）も合わせて参照されたい。

6 月)。その後、2026 年 7 月末までの間に 30 件の ASR が実施されている。ASR のための取得枠設定の公表日ベースで見ると、2026 年前半には 9 件（オークション型の件数に対して 2.4%）実施されており、採用する企業が徐々に増えてきている（図表 2）。

なお、採用企業の中には、取得枠公表日の翌日以降（場合によっては 1 年後）に、自己株式の取得方法として ASR の採用を公表するケースもある（枠設定後実施型）。また、ASR により取得した株式を資本提携や株式交換に利用することを同時に公表するケースも数件存在する。

図表 2 一括取得型自己株式取得（ASR）の実施件数



(注) 取得枠設定公表日ベースで集計。同じ取得枠で複数の ASR が実施された場合は、1 件としてカウント。ここでの「枠設定同時公表型」は、取得枠設定公表日と同日に ASR の実施を公表した場合。「枠設定後実施型」は、取得枠設定公表日の翌日以降に ASR の実施を公表した場合。

(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

採用企業の特徴：規模が大きい企業のほか、柔軟性低下を許容できる企業が利用

ASR の採用企業の特徴をオークション型の実施企業と比較したものが図表 3 だ。分析対象である ASR の採用例が 28 件と少ないため、結果の解釈には注意が必要である。ただし、以下のよう特徴が確認できる。なお、以下の整理で用いる数字は、各グループの中央値である。

- ・ (1) **取得予定規模**：ASR 採用企業（発行済株式数＜自己株式除く＞対比：4.1%）の方がオークション型の企業（同 2.4%）より大きい。一括取得するというコミットメントの表れかもしれない。
- ・ (2) **前回の取得枠の消化率**：米国では、過去の消化率が低く、市場からの信頼性が低い企業ほど ASR を採用する³。しかし、日本では、そのような傾向が現時点では確認できない。
- ・ (3) **時価総額**：ASR 採用企業（4,806 億円）の方が、オークション型（643 億円）に比べて有意に大きい。証券会社が借株を調達しやすいことが背景かもしれない。
- ・ (4) **PBR**：ASR 採用企業は相対的に PBR が高い。通常、自社株買いは、現在の株価が割安であることのシグナリング効果の発揮が動機の一つといわれているが、ASR 採用企業は、そのような動機は薄いのかかもしれない。

³ Bonaimé, A. A. (2012). “Repurchases, Reputation, and Returns.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 469-491.

- ・ (5) 株価リターンのボラティリティ：ASR 採用企業の方が株価リターンのボラティリティが有意に低い。オークション型の自社株買いでは、株価が下落した時に買付けペースを速める、株価が上昇した場合には買付けを止めるといった柔軟性が企業にとって利点といえる。しかし、ASR ではその柔軟性が発揮できない。そのため、株価の変動が大きく、柔軟な自社株買い実施が必要な企業ほど、柔軟性オプションを放棄する ASR を採用しない傾向にある。

図表 3 一括取得型自己株式取得（ASR）採用企業の特徴

	<時点>	[a] オークション型 自社株買い	[b] 一括取得型 (ASR)	[b-a] 差分
取得予定規模	今回	2.4%	4.1%	1.7%pt **
取得枠の消化率	前回	87.9%	85.4%	-2.5%pt
時価総額	前年度	643億円	4,806億円	4,164億円 ***
PBR	前月末	1.12倍	1.93倍	0.81倍 *
現預金比率	前年度	21.4%	19.7%	-1.7%pt
株価リターンのボラティリティ	前年度	30.1%	24.4%	-5.7%pt **

(注1) 分析対象は、2022年1月～2026年6月に取得枠を公表した企業。各指標は各グループの中央値。

***、**、*はそれぞれ、両グループの中央値の差が有意水準1%、5%、10%で有意であることを示す。分析対象である ASR の採用例は 28 件と少ないため、相応に幅をもって見る必要がある。

(注2) 「取得予定規模」は、取得予定株式数/発行済株式数（自己株式除く）。「取得枠の消化率」は、株式数ベース。

(出所) アイ・エヌ情報センター、Bloomberg より大和総研作成

3. ASR が株価リターンに及ぼす影響

(1) 分析方法

最後に、ASR の採用と株価リターンにどのような関係があるかを検証する。ここでは、イベントスタディという手法を用いて、自社株買いの枠設定公表が株価に及ぼす影響を分析した。まず、自社株買い公表 230 営業日前～31 営業日前を推定期間とする CAPM モデルを用いて、マーケットポートフォリオ (TOPIX) に対する企業ごとの α と β を推計した。次に、分析期間における①実際の株価のリターン（実現リターン）から、② $\alpha \cdot \beta$ と TOPIX の推移から推計される株価リターンを差し引くことで、自社株買い公表に伴う異常リターンを計算している。

言い換えると、「①自社株買い公表前後の実現リターン」から「②自社株買い公表がなかった場合に、通常の市場変動のもとで期待された株価リターン」を差し引くことで、自社株買い公表に伴う株価反応（異常リターン）を捉えている。

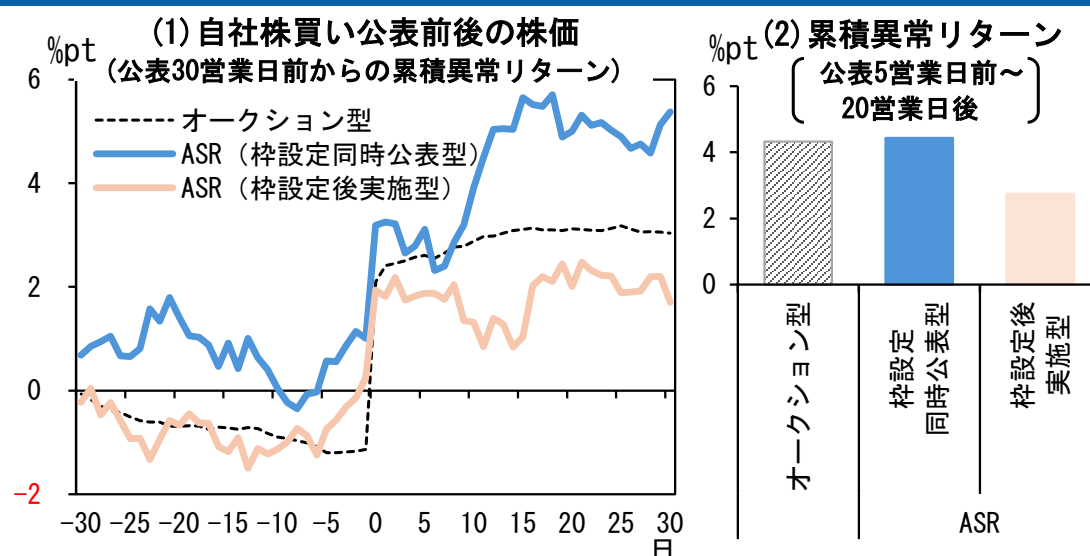
(2) 推計結果：自社株買い公表後のリターンは（今のところは）差はない

枠設定公表前の株価の推移を見ると、枠設定と同日に ASR を公表した「枠設定同時公表型」については特段下落していない一方、オークション型では株価が下落基調にある（図表 4(1)）。通常の自社株買いでは、経営者が株価の割安なタイミングを図って、自社株買いを公表するこ

とが知られている（マーケット・タイミング仮説）。しかし、図表 3 で見たように、ASR 採用企業の PBR は相対的に高いことも踏まえると、「枠設定同時公表型」の企業は株価が割安であることをシグナルする動機が薄い可能性がある。

枠設定公表後の株価の推移を見ると、「枠設定同時公表型」の ASR 採用企業とオークション型の企業では大きな差はない（図表 4(2)）。他方で、枠設定公表の段階では ASR 実施を公表していなかった「枠設定後実施型」企業では、株価リターンが低くなっている。この背景には、枠設定公表後の株価リターンが想定よりも芳しくなかった企業が、コミットメントを強める手段として ASR を採用している可能性がある。なお、当初の自社株買いの実施公表後の株価リターンが低調だった企業が ASR を採用する傾向は、米国でも確認されている⁴。

図表 4 自社株買い公表前後の株価リターン（累積異常リターン）



(注1) 分析対象は、2022年1月～2026年6月に取得枠を公表した企業。オークション型(3,602件)に比べて、ASRは件数が少ない(枠設定同時公表型:18件、枠設定後実施型:10件)ため、相応に幅をもって見る必要がある。

(注2) 起点となる自社株買いの取得枠公表日($t=0$)は、取引時間中に公表された場合は当該営業日、取引時間終了後に公表された場合は翌営業日としている。ASR(枠設定後実施型)についても、ASR実施の公表日ではなく、当初の取得枠公表日を基準に設定している。

(出所) アイ・エヌ情報センター、Bloombergより大和総研作成

4. まとめ

ASRは、通常の自社株買いが持つ柔軟性を一定程度手放す代わりに、株主還元の確実性を高め、その実行に対する強いコミットメントを市場に示すことができるユニークな手法である。今後、こうした特徴を活かしやすい企業を中心に、株主還元に対する姿勢を明確に示す選択肢の一つとして、ASRが有効に活用されていくことが期待される。

⁴ Barger, L., Kulchania, M., & Thomas, S. (2011). "Accelerated Share Repurchases." *Journal of Financial Economics*, 101(1), 69-89.