

自社株買いに ESG 要素を採り入れる欧州企業¹

関田 智也

■ 要 約 ■

1. 近年、欧州企業において、自社株買いに環境・社会・ガバナンス（ESG）要素を採り入れた「ESG Share Buyback（ESG 自社株買い）」を実施する事例が見られる。ESG 自社株買いは、「自社株買い」と、「ESG 関連プロジェクト（ESG 推進のための事業等）への資金拠出」を関連付ける取り組みであるとされている。
2. 発行体からみた ESG 自社株買い実施の最大のメリットは、自社株買いに ESG 要素を採り入れることで、株主以外のステークホルダーに対しても自社株買いの存在意義を示すことができる点にある。他方で、ESG 自社株買いは、本来であれば発行体の資本効率向上に寄与したはずの資金の一部を、ESG 関連プロジェクトへの資金拠出に振り向ける取り組みであることから、主に株主からの反発を誘発する可能性もある。
3. ESG 自社株買いの実施企業の中には、当該企業のサステナビリティ・レポートにおいて ESG 自社株買いを重要な取り組みの一つとして紹介する等、ESG 自社株買いを財務戦略に留まらず、より高次の経営戦略の一環として位置づけるものもみられ始めている。
4. ESG 自社株買いは、自社株買いを、株主のみならず幅広いステークホルダーにアピールするための手段へ昇華する取り組みであり、日本企業にとっても検討に値するものと言えよう。日本企業は、ESG 自社株買いのような仕組みを活用することで、資本効率の改善のみならず、ESG における環境・社会への配慮も同時にアピールすることが可能となるのではないだろうか。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・板津直孝「自社株買い規制を強化する米国の動向－開示要件の拡大と自社株買い課税－」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年秋号。
- ・小立敬「新しい資本主義と社会的ファイナンス－社会的課題の解決を図る新たな金融モデルの推進－」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年夏号。
- ・吉川浩史「米国で活用が広がる加速型自社株買い」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号。

¹ 本稿の内容は、2023年8月末時点の情報に基づいている。

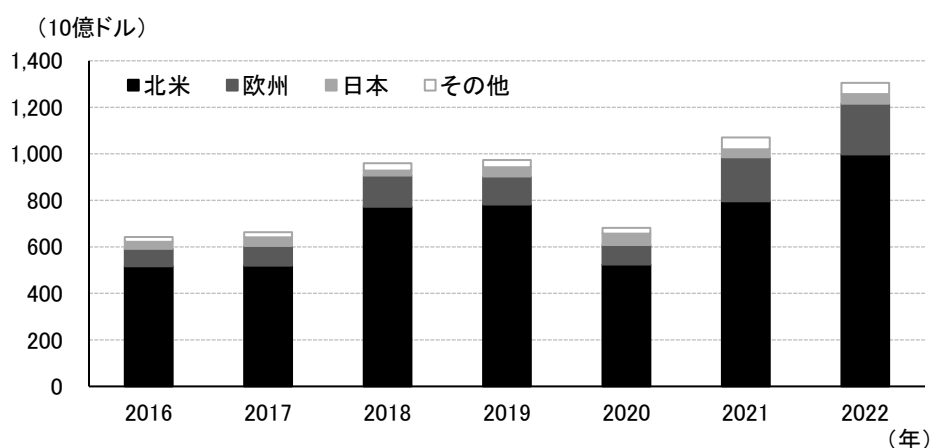
I 欧州における自社株買いの拡大と ESG 自社株買い

近年、欧州企業による自社株買いが加速している。グローバル企業 1,200 社を対象とした調査によれば、英国を含む欧州企業が 2022 年に実施した自社株買い総額はおよそ 2,200 億ドルに上り、前年比では 15%以上、2020 年比では実に 150%以上増加した（図表 1）。欧州企業による自社株買いが増加している背景として、（1）高インフレ環境の下で企業が現金を留保する機会費用が高まっている、（2）景気後退の可能性が視野に入らる中で先行きのコミットメントが求められやすい増配が避けられる傾向がある、（3）欧州株価の相対的なバリュエーションの低さ、といった諸要因が指摘されている²。

こうした中、欧州においては、企業が自社株買いに環境・社会・ガバナンス（ESG）要素を採り入れた「ESG Share Buyback（ESG 自社株買い）」を実施する事例が見られる。先行事例の中には、ESG 自社株買いを財務戦略の一部というよりは、経営戦略（より具体的にはサステナビリティ戦略）の一環として明確に位置付けるものも出てきている。

主に米国では、自社株買いが株主及び経営者の短期的利益に偏重するものであり、行き過ぎた「株主至上主義」の象徴であるとの見方が根強く残っている³。それに伴い、自社株買いに対する批判や政治圧力が強まっており、例えば米国では、自社株買いに対する課税といった施策が導入されている状況にある⁴。こうした環境下、株主以外のステークホルダーにも配慮するという特徴を持つ ESG 自社株買いが欧州企業によって推進されていることは、注目に値しよう。本稿では、ESG 自社株買いの基本的な仕組みを紹介するとともに、欧州における具体的な事例や、実施企業（発行体）にとってのメリット及び考慮すべき点等について概観する。その上で、日本企業への示唆について論じる。

図表 1 地域別の自社株買い規模推移



(注) 欧州のデータは英国を含む。

(出所) ジャナス・ヘンダーソンより野村資本市場研究所作成

² “European de-equitisation comes of age,” *Financial Times*, January 31, 2023.

³ “Elizabeth Warren rips stock buybacks as ‘nothing but paper manipulation’,” *CNBC*, March 2, 2021.

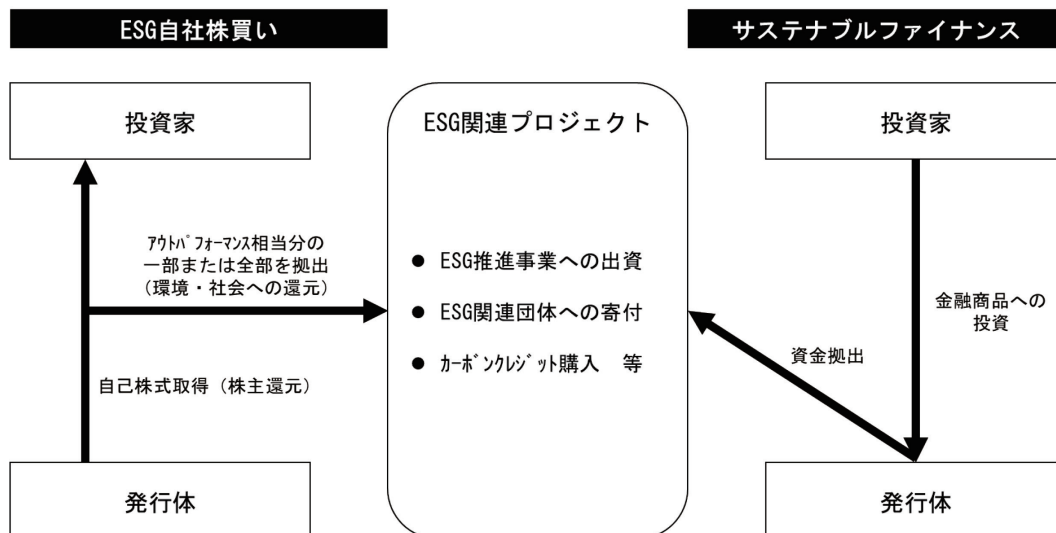
⁴ 米国では、2022年8月に成立したインフレ抑制法（IRA）に基づき、2023年より上場企業の自社株買いに対する課税が実施されている。

II ESG 自社株買いの概要と実例

1. ESG 自社株買いの概要

ESG 自社株買いは、「自社株買い」と「ESG 関連プロジェクト（ESG 推進のための事業資金、ESG 関連団体への寄付、カーボンクレジット購入等を指す。以下プロジェクトと表記）への資金拠出」を関連付ける取り組みであると理解される。具体的には、発行体が自社株買いを実施した際に発生したアウトパフォーマンスの一部、または全部をプロジェクトへの拠出資金に充当する取り組みである。ここでいうアウトパフォーマンスとは、自己株式取得取引において買付のタイミングと株数を裁量的に調整することに伴い生じ得る想定利益のことを指しており、より具体的には、買付期間全体における自己株式の平均買付価格と、当該株式の売買高加重平均価格（VWAP）⁵との間の差異のことを指している。なお、VWAP に対するアウトパフォーマンスは実現利益に該当しないことから、アウトパフォーマンス相当分をプロジェクトへの拠出資金に充当する場合、発行体は企業会計上の費用でプロジェクトへの出資を行うことになる。この点は ESG 自社株買いの大きな特徴であり、プロジェクトの資金を投資家から調達して賄うサステナブルファイナンスとの主な相違点であるといえる（図表 2）。

図表 2 ESG 自社株買いとサステナブルファイナンスのイメージ図



(注) 矢印は資金の流れを示す。左図は非 KPI 連動型の ESG 自社株買いを表現している。
(出所) 野村資本市場研究所作成

⁵ VWAP とは、当日の取引所で成立した価格を価格ごとの売買高（出来高）で加重平均したもの。

ESG 自社株買いは、自己株式取得から生じるアウトパフォーマンス相当分をプロジェクトへ充当する際に、条件があるか否かによって、大きく二つのタイプに大別される。一つ目のタイプは、アウトパフォーマンス相当分を無条件でプロジェクトに充当するものであり、プロジェクトへの出資が重要業績評価指標（KPI）に連動しないという意味で、非 KPI 連動型と呼称されている。本稿執筆時点においては、非 KPI 連動型の ESG 自社株買いが主流となっている。ESG 自社株買いの二つ目のタイプは、発行体が予め設定した KPI の達成如何によって、プロジェクトへの資金拠出を行うか否かが決定されるものであり、KPI 連動型と呼称されている⁶。一般に、KPI 連動型の ESG 自社株買いにおいては、発行体が KPI を達成できなかった場合に限り、アウトパフォーマンス相当分がプロジェクトへの資金拠出に充当される仕組みとなっている。非 KPI 連動型と KPI 連動型の ESG 自社株買いは、いずれも株主還元と環境・社会への還元の両立を図るスキームであるという点で共通している一方で、環境・社会への還元の実施方法についてやや異なる特徴を有しているとの整理ができよう。

2. ESG 自社株買いの実例

本稿執筆時点では、フランス・イタリア・ドイツの企業が ESG 自社株買いを実施しており、上述した非 KPI 連動型/KPI 連動型のスキームを用いた事例がそれぞれ観測されている（図表 3）。

図表 3 ESG 自社株買いの主な事例

発行体企業	所在地	実施期間	公表買付額/株数	分類	出資プロジェクトの概要
ビック	フランス	①2021年3月～11月 ②2022年1月～12月	①4,000万ユーロ ②4,000万ユーロ	非 KPI 連動型	J-PAL 及びビック財団が実施するプロジェクト（教育研究の推進等）
クラリアン	フランス	2021年12月～2022年11月	5,000万ユーロ	非 KPI 連動型	クラリアン財団が実施するソーシャルプロジェクト（若年層への職業訓練実施等）
カンパリ	イタリア	2022年5月～2023年5月	1億ユーロ	非 KPI 連動型	同社の生産施設への太陽光パネル設置プロジェクト
エネル	イタリア	①2020年9月～12月 ②2021年6月～9月 ③2022年6月～9月	①172万株 ②162万株 ③270万株	KPI 連動型	プレスリリースには記載なし
テルナ	イタリア	①2020年5月～6月 ②2021年5月～6月 ③2022年5月～6月 ④2023年5月～6月	①950万ユーロ ②1,000万ユーロ ③1,000万ユーロ ④700万ユーロ	KPI 連動型	プレスリリースには記載なし
ゲアグループ	ドイツ	2021年8月～2022年12月	3億ユーロ	非 KPI 連動型	NGO が実施するプロジェクト（タンザニアの雨水貯留施設への出資）

（出所）各社公表資料、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁶ KPI は ESG に関連する目標値であり、発行体が独自に定めるものである。具体例として、発行体が温室効果ガス排出量削減の目標値を KPI として設定することが考えられる。

1) 非 KPI 連動型：ビック、カンパリの事例

仏筆記具メーカーのビックは、2020年12月に ESG インパクト・シェア・バイバック・プログラムの実施を公表した⁷。当該プログラムは、世界の子どもたちの学習環境を改善する同社の取り組みの一環として企画されたもので、翌年の2021年3月に非 KPI 連動型の ESG 自社株買いとして実施された。自社株式取得取引からのアウトパフォーマンス相当分は、アブドゥル・ラティフ・ジャミール貧困ラボ（J-PAL）及びビック財団への出資に充当することで、学校中退の削減等を目指す教育研究プロジェクト等の推進に寄与するとされた。

伊飲料メーカーのカンパリグループは、2021年5月に非 KPI 連動型の ESG 自社株買い実施を発表した⁸。同社は ESG 自社株買いについて、グループとして掲げるサステナビリティ・ロードマップの4つの柱の一角を占める「責任ある資源利用と生産活動における環境負荷低減」へのコミットメントを示すものであるとの見解を示している。自社株式取得取引からのアウトパフォーマンス相当分は、イタリア国内の生産施設への太陽光パネル導入資金に充当するとされ、これにより再生エネルギーの産出と温室効果ガス排出の削減が可能になるとしている。

2) KPI 連動型：エネルの事例

KPI 連動型に分類される ESG 自社株買いの事例として、伊電力最大手のエネルが2020年7月に公表したものが挙げられる⁹。エネルは本件に係り、2022年末時点における再生可能エネルギーの生産キャパシティを KPI として設定しており、同社が KPI の目標値を達成できなかった場合には、自社株式取得取引からのアウトパフォーマンス相当分が森林再生プロジェクトへの資金拠出に充当される仕組みを採用している¹⁰。これにより、エネルが KPI を達成するか否かに関わらず、ESG 関連プロジェクトに資金が拠出されることになる。エネルは、同社が実施した ESG 自社株買いが、同社の持続可能な開発モデルに合致していると述べている。

III ESG 自社株買いを巡る諸論点

1. 環境・社会への還元手段となり得る ESG 自社株買い

発行体の立場からみた ESG 自社株買い実施の最大のメリットは、株主への利益還元と環境・社会への還元の両立を訴求することができる点である。自社株買いに ESG 要素を採り入れることで、株主以外のステークホルダーに対しても自社株買いの存在意義を示す

⁷ BIC, “BIC and Exane BNP Paribas pioneer the first European Environmental Social and Governance (ESG) Impact Share Buyback Program,” December 17, 2020.

⁸ Campari Group, “Share buyback programme to service stock option plans,” May 31, 2021.

⁹ Enel, “Enel launches sustainability-linked share buyback program serving its long-term incentive plan 2020,” July 29, 2020.

¹⁰ “ESG Share Buyback,” *CEO worldwide*, June 29, 2021.

ことができるというわけである。この点は、上述のように、自社株買いが行き過ぎた「株主至上主義」の象徴であるとの認識が市民や政治家の間で根強く残っている現在の環境下において、見逃せないメリットであると考えられる。実際、仏ビックのゴンサルヴェ・ビック最高経営責任者（CEO）は、ESG 自社株買いが長期的なステークホルダーに対する真の価値創造の契機になるとコメントしており、持続可能性や企業におけるパーパスの重要性が増している現状において、ESG 自社株買いを実施する意義をアピールしている¹¹。

ESG 自社株買いを通じて環境・社会への還元をより強く打ち出すための方法としては、KPI 連動型にアレンジを加えた仕組みも考えられる。具体的には、発行体が予め設定した KPI の達成度合いに応じて、自己株式取得予定額の一部をプロジェクトへの資金拠出に充当することが考えられる¹²。このようなアレンジを加えた ESG 自社株買い（KPI 連動型+）は、前章で紹介した ESG 自社株買いの事例とは異なり、自己株式取得取引からのアウトパフォーマンス相当分の大小に縛られずにプロジェクトへの拠出を行うことが可能となる。このことから、KPI 連動型+は、ESG 自社株買いのメリットである環境・社会への還元をより強くアピールすることができる仕組みであるといえよう。

ESG 自社株買いが、プロジェクトへの資金拠出を発行体の費用で賄うという特徴を備えていることは、発行体がプロジェクトの拠出先や、（使用する場合）KPI の設定に関して一定の柔軟性を確保しやすいことを意味する。これは、プロジェクトへの資金拠出を投資家から直接賄うサステナブルファイナンス、特に資金使途が限定されている金融商品であるグリーン／ソーシャルボンド等との大きな違いであり、発行体にとっては ESG 自社株買いを推進するメリットの一つになり得る。近年、資金使途が限定されないこと等から拡大を続けていたサステナビリティ・リンク・ボンド市場が、グリーンウォッシュを巡る懸念や訴訟リスクなどを背景とした逆風に直面している¹³ことも、発行体がサステナブルファイナンス以外の諸施策を検討する契機となる可能性があるといえよう。

2. ESG 自社株買い実施にあたり考慮すべき点

ESG 自社株買いは、本来であれば発行体の資本効率向上に寄与したはずの自己株式取得取引からのアウトパフォーマンス相当分を、プロジェクトへの資金拠出に充当する取り組みであることから、主に株主からの反発を誘発する可能性がある。さらに、上述した KPI 連動型+のような仕組みを採用する場合、発行体の KPI 達成状況如何によっては、自己株式取得額そのものが減額される可能性があり、株主からの反発は特に大きくなる可能性がある。発行体はこうした状況に備えて、ESG 自社株買いが環境・社会への還元を図ることで、幅広いステークホルダーに対して自社株買いの意義を示すことができるというメリッ

¹¹ BNP Paribas, “BIC uses its share buyback programme to support education,” March 26, 2021.

¹² 本稿執筆時点においてこうした仕組みを備えた ESG 自社株買いが行われた事例はないものの、発行体が温室効果ガス排出量の削減目標を達成できなかった場合に、自己株式取得予定額の一部をカーボンクレジットの購入に充てるといった取り組みを採用することなどが考えられる。

¹³ “ESG-Linked Bonds Seen Stalling on Greenwash and Legal Fears,” *Bloomberg*, November 29, 2022.

トを具備していることを、株主等に対して強調することが肝要となろう。

また、ESG 自社株買いを実施する発行体が検討しておくべき点として、資金拠出先となるプロジェクトの正当性や中立性を担保するための方法が挙げられる。上述の通り、ESG 自社株買いにおいては、発行体が比較的柔軟にプロジェクトの拠出先を設定できる。しかし、主にサステナブルファイナンスの分野で明らかになっている通り、グリーンウォッシュを巡る規制当局や投資家の警戒は近年急激に高まっており、この点への対応は ESG 自社株買いを実施する上でも避けられないとみられる。

発行体がプロジェクトの適格性や中立性を担保するための具体的な手段として、第三者評価を取得することが考えられる。本稿執筆時点において、第三者評価機関が自己株式取得を巡り ESG 関連の取り組みを評価した事例は上述した欧州の実績を含めて確認されていない。しかしながら、発行体が ESG 自社株買いを検討するにあたり、資金使途としてのプロジェクトの評価や、発行体の ESG 方針の評価を中立的な立場であり、専門的な知見を有するという意味で第三者評価機関から取得することは検討に値しよう。

3. ESG 自社株買いを経営戦略の一環として位置づけるカンパリ

ESG 自社株買いを実施した欧州の発行体の中には、ESG 自社株買いを財務戦略ではなく、より高次の経営戦略の一環として位置づける企業もみられ始めている。例えば、前章で取り上げたカンパリは、同社が発行した 2022 年のサステナビリティ・レポートにおいて、ESG 自社株買いを重要な取り組みとして紹介している¹⁴。具体的には、カンパリが掲げる温室効果ガス削減目標達成に資する主な成果の一つとして ESG 自社株買いの実施をアピールするとともに、同社のルカ・ガラヴォリア会長による冒頭メッセージの中でも、ESG 自社株買いが言及されている。ガラヴォリア会長は、ESG 自社株買いを通じて同社生産設備への太陽光パネル設置を進めることで、生産活動から生じる環境への負のインパクトを軽減することができるかと主張している。

欧州において ESG 自社株買い案件受託の実績を有するエクサン BNP パリバのベネディクト・ティボー氏は、ESG 自社株買いは通常の自社株買いと異なり、発行体企業全体に跨るプロジェクトとして検討・実施されるべきであると述べている¹⁵。同氏によれば、通常の自社株買いは主に企業の財務部門および投資家向け広報部門が法務部門と連携して実施するものであるのに対して、ESG 自社株買いは、ESG 部門の他、投資家以外への広報活動を担当するチームを含むコーポレート・コミュニケーション部門や人事部門の関与も見込まれ、従業員や報道機関、ESG 評価機関、投資家、アナリスト等の様々な主体に対してその取り組みをアピールできるものであるとしている。今後、企業による ESG 自社株買いの実施がさらに広がれば、上述したカンパリ同様、ESG 関連の取り組みを幅広いステーク

¹⁴ Campari Group, “Sustainability Report as of 31 December 2022,” March 2023.

¹⁵ 前掲脚注 10 を参照。

ホルダーに向けてアピールするための経営戦略として ESG 自社株買いを活用する企業が増加していく可能性もある。

IV 日本への示唆

ESG 自社株買いは、株主偏重の財務戦略と見なされがちな自社株買いを、より高次の経営戦略の一環として、幅広いステークホルダーにアピールするための手段へ昇華する取り組みと位置づけられる。このようなメリットを有していることに加えて、一般に、企業が ESG 関連プロジェクトの原資を継続的に確保するのは必ずしも容易ではないことを踏まえれば、一定の継続性を見込める自社株買いと、ESG 関連プロジェクトへの出資の両者を関連付ける取り組みである ESG 自社株買いは、日本企業にとっても検討に値する選択肢となり得よう。

東京証券取引所は 2023 年 3 月末に、特に PBR（株価純資産倍率）が 1 倍を下回る上場企業を念頭に、企業に対して資本効率の改善につながる施策に取り組むよう呼び掛けた¹⁶。企業は ESG 自社株買いのような仕組みを活用することで、資本効率の改善のみならず、ESG における環境・社会への配慮も同時にアピールすることが可能となるのではないだろうか。また、GX（グリーントランスフォーメーション）リーグ等を巡る今後の展開を見据え、温室効果ガス排出量の削減目標を達成できなかった企業においては、自社株買い資金の一部をカーボンクレジットの購入に充てるといった取り組みを採用することも考えられる。このように、企業の社会的ミッションを株主への利益還元手段で補完するような仕組みとなれば、ESG 自社株買いはより意義深いものになると思われる。欧州および日本における今後の展開が注目されよう。

¹⁶ 東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」2023 年 3 月 31 日。