



「ESGは投資家を集める撒き餌か？」 - シリコンバレー銀行破綻からの示唆 -」

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

日本ではESG、或いはそのベースとなっているSDGsはほとんど聖域となっていて、その賛否については議論の対象とはなっていない。それらは所与の課題として認識され、経済新聞の広告はSDGsやESG花盛りである。しかし、企業の情報開示におけるESGの議論に携わっている中で、あまりにも聖域化されたことによって問題意識、つまり議論がない中で、そのESGについての本質を理解しないまま、作業として企業が情報開示のためのESGを語ることになることを筆者はとても危惧している。

ESGの議論に水を差すような否定的なコメントは「アンチESG」としてレッテルを張る傾向がグローバルでもあるが、本当にそうであろうか。今回はこのような欧米の動向に、直近起こったシリコンバレー銀行破綻からの示唆を含めて考察してみたい。

シリコンバレー銀行破綻の影響

3月10日にスタートアップ企業向けの融資で知られた米国の上場企業SVB Financial Groupの主要事業体であるシリコンバレー銀行が経営破綻したことを発端とした金融市場の混乱が続いている。本コラムの執筆中である5月中旬現在もまだ不安定な様相を見せており、リーマンショックの再来を危惧する識者もいる。シリコンバレー銀行の破綻は単に金利上昇局面における流動性管理の問題点が露呈したこと以上に、欧米では、ESGについての議論的となっている。それは、シリコンバレー銀行はいわゆる「覚醒した（Woke）」銀行、つまり、最もESGに対する意識が高く、その銀行顧客も「覚醒した」企業が多いことで有名

だったことからである。そうした環境課題（E）と社会課題（S）に対する先駆的だと言われた銀行において、クローズアップされているガバナンス（G）に関連する二つの問題から見て行きたい。

一つ目の問題：8ヶ月間もリスク管理の責任者が不在だったことが3月3日明らかになった

破綻一週間前の3月3日（金）にSECにファイリングされた、日本で言うところの招集通知にあたるProxy Statementsで明らかになったことは；

1. チーフ・リスク・オフィサー（CRO）の Laura Izurieta女史は、2022年4月29日付でCROとしての職務を終了していたこと。（2022年10月1日まで特定の移行関連職務に焦点を当てた非執行的役割に移行することを内容とする離職契約を締結していたが、CROはこの段階で不在となった。）
2. 2022年12月27日にKim Olson女史がCROの役職を引き継いだこと
3. SVB Financial Groupには、①監査、②報酬・人的資本、③財務、④ガバナンス&コーポレートレシポンスイビリティ、⑤リスク、⑥技術と6つの常任委員会があったが、2021年はわずか7回しか開催されなかったリスク委員会が2022年は18回も開催され、6つある常任委員会では最多で目立つほど多く開催されたこと

であった。つまり、金利上昇局面で最も重要なリスク管理の責任者が8ヶ月間不在のまま銀行経営が行われていた。

二つ目の問題：インサイダー取引はなかったか

前述のように、2022年4月29日付でCROの職責を終了したLaura Izurieta女史の解任理由は何だったのか？が全く明らかになっていない中、シリコンバレー銀行が米国証券取引委員会（SEC）に提出した書類の中で、2021年12月6日にCROであったLaura Izurieta女史が自社株4,176,354ドルを売却したことから解職の動きがあったとされていること、そして、シリコンバレー銀行のCEOであるGreg Becker氏が破綻直前の今年の2月27日に株式を売却し、227万ドルの個人的利益を実現したことが、メディアで次々と明らかになっており、破綻前のインサイダー取引といえるのではないかという指摘も出てきている。

企業の持続的成長には、EとSが必要条件だが、十分条件ではない

シリコンバレー銀行のProxy Statementsがファイリングされるちょうど一週間前、2月24日に日本の有価証券報告書にあたる10-Kがファイリングされた。これを見ると、2,118億ドルの資産の内、577億ドルはファニーメイやフレディマックといった住宅ローン債権で、105億ドル強は固定金利の住宅ローン担保証券であったことも明らかになっていた。また、同じ10-Kの中では、SVBは1,200億ドルの投資有価証券を計上しており、これは資産の55%に相当し、米国の全銀行平均の2倍以上であるとした報道もなされている。そして、この3月3日のProxy Statements開示によって、金利上昇局面という、最も流動性管理が重要な時期であるこの昨年8ヶ月もの間、流動性管理の責任者であるCROが不在になっており、且つ、リスク委員会が18回も開催されていたことを知ったら、私が仮に預金者であったとしても口座から預金を引き揚げたくなっただけであろう。

真偽は不明だが、あるメディアの報道では、この問題を揶揄するように、シリコンバレー銀行の破綻直前取締役会での最重要課題は「気候変動」

だったとしている。銀行経営として一番重要なリスク管理の責任者であるCROが8ヶ月も不在であったこと、そしてその事実がProxy Statements開示まで公表されていなかったことのみを見ても、シリコンバレー銀行におけるESGの根幹ともいえるGの欠如は明らかだと感じられる。「覚醒した」シリコンバレー銀行は銀行経営の「いろはのい」ともいえるリスク管理感覚が欠如していたと言わざるを得ない。預金をリソースとして貸出を行っている商業銀行は、必ず流動性を確保しなければならないことは銀行経営素人の筆者でも分かることである。昨今の異常気象を見ると気候変動対策は国、企業、個人のレベルにおいても喫緊の課題であり、人権問題や多様性の重要性は今さら本コラムの読者には説明の必要性はないであろう。これらは、いずれも企業が持続的に成長していくためには必要な条件である。しかし、「EとSへの対応ができていない企業＝企業の持続的成長」という十分条件ではないという意味での代表的な事例だと言える。

2023年開催米国企業の株主提案におけるいわゆるアンチESGの動き

当研究所で行っている米国の株主総会における株主提案の調査で、今年の大きな特徴はアンチESGと言われる株主提案の出現ではなかろうか。継続調査対象35銘柄のすべてのProxy Statementsが5月上旬にSECにファイリングされた。これを見てみると、35社のESG関連株主提案は132件に上り、昨年の106件から大幅に増えた。このうち8件がいわゆるアンチESGと呼ばれる株主提案だ。これらは平たく言うとESに金をかけるのではなく、株価が上がるように本業のキャッシュフローを増やすことだけに注力すべきだという意見である。例えば、大手石油メジャーのシェブロン社の第5号議案は、「2021年のスコープ3排出量の削減とした株主提案の

取り消しについて」という内容で、「石油メジャーがスコープ3排出量削減の意味するところは、売上を減少させろという意味でこんな株主提案が可決されたものの無視しろ」という趣旨の株主提案といったものであったり、或いは、マクドナルドの第8号議案では「DE&Iポリシーが人権、差別撤廃、能力開発に与える影響、およびそれらの問題が当社の事業に与える影響を分析する監査」を要求しているように、「企業が人種や社会の『公平性』を確立しようとする『Diversity, Equity & Inclusion (DEI)』プログラムやトレーニングが実際には、『公平性』の意味が実力ではなく、人種、性別、嗜好、民族性に基いて給与や権限を分配することである。」として逆の意味での多様性に関する株主提案に見られるようなものをアンチESGと呼んでいる。これはトランプ元大統領に代表される米国共和党的、政治的な考え方と言い切れるのだろうか。このように「覚醒した」ESGと「アンチ」ESGといった対立が見られるように、ESGの考え方も多様化してきた。しかし、物事の対立は「覚醒した」と「アンチ」の二項対立ではなく、もっと根本的な考え方ではなからうか。

不都合な真実の露見

英国の動向を少し紹介すると、昨年10月英国の金融行動監視機構（FCA）は、金融機関が組成する投資商品のグリーンウォッシングを取り締まるため、投資商品の持続可能性表示や、「ESG」「グリーン」「サステナブル」といった用語の使用制限を含む新規制を提案し、現在市場からの意見集約を行っている最中である。そして、そのような規制検討の最中に英国で気候変動が金融市場に与える影響を調査している非営利シンクタンクのCarbon Tracker Initiativeが、「ESG」「グリーン」「サステナブル」といったラベルを持つ160以上のファンドが、エクソンモービル、シェブロン、トタルエナジーズといったパリ目標に

合致していないと評価された企業、15社に46億ドルを投資し保有しているとした調査報告を今月発表した。同団体が発表した上位40社にはブラックロック、ステートストリート、キャピタルグループなどNet Zero Asset Managers initiativeに署名した大手資産運用会社15社も含まれている。そして、この行為を、地球温暖化を1.5℃に抑える努力を公に支持する資産運用会社が、気候変動を助長する石油・ガス会社株式を保有することにより、顧客を欺き、投資を危険にさらしているとして厳しく糾弾している。

欧州でもESGの考え方で多様な意見が出ている

もう一つ、もっともサステナブル意識の高い欧州を見てみたい。Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) は欧州の金融市場参加者を対象に、投資プロセスにおけるサステナビリティに関する開示の透明性と説明責任の向上を促すために設けられた規則のことで、2019年12月に制定され、2021年3月10日に適用が開始された。いわゆる金融機関が融資や投資を行う際にそれら融資資金や投資資金が気候変動や社会課題に対する用途で利用されることにより、お金の流れでサステナブルな社会を目指すというサステナブルファイナンスの考え方である。このSFDRで直近課題となっているのが、「主な悪影響（Principal adverse impacts, PAI）」や「著しい危害を加えない（do no significant harm: DNSH）」の取り扱い方だ。PAIやDNSHは「サステナブルを目的に多大な貢献をするものを追求した結果、他のサステナブル目的を著しく阻害しないこと」、いわゆる、「あっちを立てればこっちが立たず」を認めていないことである。例えば、石炭火力発電を完全に廃止することは多分CO2削減には寄与するであろうが、発展途上国で石炭火力発電しか持たない国家の住民は文明的な生活ができないとなればこれは明らかに主な悪影響であり、そこに

住む発展途上の国民にとってみると著しい危害であろう。このように、環境の枠内だけであれば比較的簡単に判断できるPAIやDNSHも、そこに社会課題が加わると、金融機関としても判断がつかなくなるので一定のセーフハーバーやテンプレート化を認めて、もう少しわかりやすくしようという動きがある。

ここで重要なのは「お金の出し手の立場から理想論ではなく現実的な対応に変化しようとしている中、企業も本質的な意味の中でESGをとらえることが重要」ではなからうか。

ESGを撒き餌とせず本質を追及することの重要性

アンチESGが叫ばれる以前においても、エネルギー価格高騰に端を発し「ESG」が徐々に問題視され、ハーバード大学ビジネススクールで12年間サステナビリティを研究して、SASB設立時の委員長だった現在オックスフォード大学教授のRobert Eccles氏が昨年ESGに関連して「I'm happy to not use the term ESG（私は喜んでESGという言葉を使うのをやめる）ESG the term “just doesn't have value anymore.” Let's change the conversation.（ESGという言葉には「もはや価値はない。変えようではないか）」と言い始めた。

そして、彼は「Instead, he says he's happy to talk about “material risk factors.”（その代わりに、「重要なリスク要因」については、喜んで話をするという。）“We never have to say whether they're an E, S or G issue. We can say we're talking about carbon emissions or labor practices.”（「E、S、そしてGのどれにあたるか言わなくても良い。炭素排出や労働慣行について話していると言えば良い。」）と発言している。

「material risk factors」、つまり、企業のキャッシュフローや企業価値を毀損する重大なリスクを企業毎に抽出し、プライオリティをつけて評価していれば、シリコンバレー銀行の経営においてCROが8ヶ月も不在になることはなかっただろうし、仮に不在になった場合、即時にそれらを情報開示することでもう少し市場の対応は穏やかなものになったのではなからうか。

ESGを撒き餌として資金を集める金融機関、或いは、形式的なESG情報開示でブランド価値を高めようとする企業の行為は今後逆の意味で大きな非難を浴び、それらの金融機関から資金が流出したり、それらの企業の企業価値を毀損する時代となるのではなからうか。自社のキャッシュフローに影響を与える事象を精査することこそ身の丈に合ったESG開示の第一歩と言えるであろう。

