

# 東南アジアのESG情報開示の課題

## ～マレーシアとシンガポールを事例に～

アジア調査部 首席主任 研究員

江崎和子

03-3591-7561

kazuko.esaki@mizuho-ri.co.jp

- マレーシアとシンガポールは、2000年代初期のコーポレートガバナンスコードの導入により、企業活動でのガバナンスは向上したが、森林破壊や労働環境などの環境・社会面の課題を内包
- 近年の上場企業へのESG情報開示（サステナビリティ報告）の義務化により高い報告率を達成も、サプライチェーン上のモニタリングなど、質的な面で開示内容に大幅な改善の余地
- 企業開示を強化するグローバルな動きに加え、サステナブル投資を積極的に推進する金融機関等のステークホルダーの要請を受け、今後は企業のESG情報開示の質的な充実を予想

### 1. ESG情報開示の義務化に取り組むアジアの取引所

世界の証券取引所が参加して、資本市場のサステナビリティを推進する取り組みとして持続可能な証券取引所(Sustainable Stock Exchanges、SSE)イニシアチブが、2009年から推進されている。98の参加取引所のうち、上場企業にESG（環境・社会・ガバナンス）情報開示を義務付けているのは、24の取引所である。その中でも日本を除くアジアは、10の取引所<sup>1</sup>と世界で最も積極的に義務化を推進している。アジアの取引所では、企業の経営を適切に管理するため、規律や慣行を定めたコーポレートガバナンス（企業統治、CG）コードに添った開示が早くから義務化されてきた。そのきっかけとなったのが、アジア通貨危機である。

1997-98年のアジア通貨危機<sup>2</sup>では、不適切な負債構造やファミリーによる企業支配、少数株主保護を欠いた法律、脆弱な開示など当時の企業ガバナンスに関する問題が次々と明らかになった。経済開発協力機構（OECD）、国際通貨基金（IMF）、アジア開発銀行（ADB）などの国際開発金融機関は、アジア諸国への救済パッケージとあわせ、CG改革を推し進めた。OECD原則で定める、企業と利害関係のない独立取締役や監査委員会等の概念が導入され、企業統治意識が浸透した結果、情報開示への認識も高まったとされる。事実、アセアンの資本市場当局の集まりであるアセアン資本市場フォーラム（ASEAN Capital Markets Forum）においても、一貫した施策が推進され<sup>3</sup>、開示の促進に寄与した。

アセアン諸国の中では、マレーシアとシンガポールがCGの優等生と評される<sup>4</sup>が、その両国においても、環境・社会面では、課題を抱えていた。両国の上場企業が自社の事業やそのサプライチェーンにおいて、森林破壊の懸念や労働環境などに問題があると欧米社会から指摘されていたのである。こうした指摘を受け、近年、環境・社会面の説明責任・透明性の改善を目的に、上場企業のESG情報開示（サステナビリティ報告）<sup>5</sup>の義務化が実施された。以下では、両国のサステナビリティ報告制度の内容や開示の実態における問題点について、具体的事例を通じて明らかにした上で、今後の展開について考察する。

## 2. マレーシア・シンガポールにおけるサステナビリティ報告の概要

### (1) 中長期的な企業価値の向上を図るサステナビリティ報告の導入

近年では、財務情報だけでなく、企業の持続可能性（サステナビリティ）や中長期的な企業価値に与える影響の観点から、上場企業に対しESGに関する非財務情報開示を求める投資家が増えている。ESGで取り扱う課題は非常に幅広いため、明確な定義はなく、一般的に環境（E）面では気候変動、生物多様性、森林破壊、環境汚染など、社会（S）面では、人権、強制労働、安全衛生、労働環境など、ガバナンス（G）面では、取締役会の構成・多様性、取締役の報酬、リスク管理など、が掲げられる。

マレーシアやシンガポールでは、アジア通貨危機を受けてそれぞれ2000年と2001年に導入されたCGコードにより、ガバナンス面は著しく向上した。取締役会の独立取締役や女性取締役の比率などでは日本より先進的な面があるほどだ（図表1）。さらに最近では、ESG要因を投資判断として重視するグローバルな投資家やステークホルダー<sup>6</sup>から要望を受ける形で、ガバナンス面に加えて、環境・社会面の影響を開示するサステナビリティ報告が上場企業に導入された。

図表1 マレーシア・シンガポール上場企業のCG項目

代表的取り組み	マレーシア	シンガポール	(参考) 日本
取締役会の独立取締役の構成	取締役会の半数以上が独立取締役、大企業は過半数が独立取締役 (4.1)	議長が独立取締役以外の場合に、過半数が独立取締役 (2.2)、過半数が非業務執行取締役 (2.3) (2022年1月から適用)	独立社外取締役を2名以上、上場企業は3分の1以上の独立社外取締役を推進すべき (4-8)
独立取締役の比率 (注2)	半数以上/過半数 66%	半数以上 72% (2018年)	半数以上 11% 3分の1~2分の1未満 48%
長期化した独立取締役の選任	任期9年を超える場合は株主総会決議、12年を超える場合は2段階投票プロセス <sup>7</sup> (4.2)	任期9年を超える場合は2段階投票 (SGX上場規則2022年1月から適用)	独立社外取締役の再任等について、適切な対応をすべき (2018年6月投資家と企業の対話ガイドライン)
独立取締役の長期化 (注3)	12年を超える独立取締役の比率 57% (上場企業 868社中)	9年を超える独立取締役の比率 42% (2018年上場企業 659社中)	(参考) 社外取締役の平均在任期間 4.0年 (2017年経産省調査)
取締役会のジェンダー・ダイバーシティ	大企業は取締役会の30%以上を女性取締役とすべき (4.5)	取締役会の技能、知識、経験、性別、年齢等の配合やバランスを考慮 (2.4)	女性の活躍促進を含む多様性の確保を推進すべき (2-4)
取締役会の女性比率 (注4)	25% (2019年上位100社) 17% (2019年全上場会社)	16% (2019年上位100社)	10% (2019年TOPIX100社) 9% (2019年日経225社)

(注1) 出所が明記されている以外の ( ) 内の数値はマレーシア・シンガポール・日本のCGコードの慣行・条項・原則番号

(注2) 独立取締役：マレーシア:Corporate Governance Monitor 2020、シンガポール:SGTI2018、日本：日本経済新聞2020年12月17日

(注3) 独立取締役：マレーシア:Corporate Governance Monitor 2020、シンガポール:Singapore Directorship Report2018、日本：日本経済新聞2020年12月17日

(注4) 取締役会の女性比率：マレーシア:Corporate Governance Monitor 2020、シンガポール:Council for Board Diversity、日本:Spencer Stuart Board Index

(資料) 各種資料よりみずほ総合研究所作成

## （２）経済・環境・社会面のリスクと機会の開示を求めるマレーシアのサステナビリティ報告

マレーシアでは、2006年にブルサ・マレーシア（マレーシア証券取引所、BM）が事業で得た利益を社会に還元する企業の社会的責任（CSR）活動について、上場企業に年次での開示を義務づけた。2015年10月には、CSR報告に代わって、環境報告と社会報告を含めたサステナビリティ報告が導入された。国際的なガイドラインとされるGRI（グローバル・レポーティング・イニシアチブ）に基づき、経済・環境・社会的（EES）リスクと機会について、アニュアルレポートなどでの開示を要請している<sup>8</sup>。

マレーシアのサステナビリティ報告ガイドでは、具体的にその必要性、効果、仕様につき解説されている。サステナビリティを推進することで、事業を行うことへのコミュニティの理解（licence to operate）が深まり、さらに、生産性やブランド価値の向上などが期待できるとされている。

取締役会において、サステナビリティを事業に必要な戦略とみなすことが重要とされ、トップが率先してサステナビリティ上の重要な課題（マテリアリティ）にコミットする旨を反映した声明を年次でステークホルダーに開示しなければならない。企業の経営者は、自社の将来に影響が及ぶと想定される環境・社会面の項目を見定め、どのように対処すれば利益が見込めるのか、を検討することが求められている。企業は、このような重要課題について、①目的と範囲の設定、②国内外のガイドラインを踏まえた事業内容の把握、③ステークホルダーとのエンゲージメント（建設的な目的をもった対話）、④優先順位付け、⑤プロセス評価、の一連の作業を実施する。作業には、必要なテーマと指標（図表2[次頁]）が参照され、組織のサプライチェーン上のすべての行程を考慮することが推奨されている。

2018年の改定版ガイドでは、気候変動が経済・社会に広範な影響を及ぼし、金融システムの安定性を脅かす金融リスクとして認識できるように、気候関連の金融リスクと機会が新たに加えられた。気候関連の情報開示の代表的枠組みである、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）勧告<sup>9</sup>に基づくシナリオ分析を行うことが上場企業に推奨されている。

## （３）「遵守するか、説明せよ」ベースのシンガポールのサステナビリティ報告

シンガポール取引所（SGX）では、2011年から任意の形式によるサステナビリティ報告書の公表が推奨されてきたが、2016年6月に上場規則を改訂し、「遵守するか、説明せよ（Comply or Explain）」ベースのサステナビリティ報告書の公表を2017年末以降に財務年度を迎える企業から必須とした<sup>10</sup>。

上場規則には、①重要なESG要因の特定、選択した過程及び理由、②重要なESG要因に関する会社の政策、パフォーマンス、③翌年の目標、④国際的に認定された報告様式、もしくは、業界特有の報告様式の選択<sup>11</sup>、⑤コンプライアンスを確認する取締役会の説明、の5つの要素を含むことが要請されている。

シンガポールのサステナビリティ報告は、報告の公表が義務化されたとはいえ、説明すべき項目や様式の選択は、上場企業に委ねられており、マレーシアよりも、裁量度が高いものとなっている。

図表2 マレーシア・サステナビリティ報告のテーマと指標（抜粋）

大分類	テーマ	定義	指標	適用セクター	参照ガイドライン等
経済	調達慣行	重要な国内事業での国内サプライヤーにかかる費用	調達予算に占める国内サプライヤー比率	全セクター	TLKit: Procurement Practice、GRI:204-1、SDG12
	コミュニティ投資	ポジティブなソーシャルインパクト、社会経済利益のために任意の拠出	NGO等の外部機関、コミュニティへの投資	全セクター	TLKit: Community Investment、GRI201-1、SDG2,5,7,8,9
	間接的経済インパクト	組織とステークホルダー間の資金フローと直接的金融取引から生じた余波	地方経済やコミュニティへの予想されるもしくは現在の正負のインパクト	全セクター	TLKit: Indirect Economic Impact、GRI203-1、SDG2,5,7,9,11
	気候関連金融リスクと機会	組織への気候変動に関わる予想される正負のインパクト	サイクロン、干ばつ、洪水、海面上昇等の物理的リスクと低炭素社会への移行リスク	全セクター	TCFD 勧告
	責任/サステナブル貸出	リスクを管理し、長期的リターンを生むために、ESG 要因を投資決定に考慮	国連環境計画金融イニシアチブ（UNEP FI）の責任銀行原則等に合致する融資額比率	金融	TLKit: Indirect Economic Impact、責任銀行原則、GRI203-1、TCFD 勧告 SDG8,9,10,11,13
環境	排出	大気への有害物質の排出削減（定義は環境品質法（空気清浄）規制2014）温室効果ガス（GHG）排出削減	スコープ 1 二酸化炭素換算のトン当り排出量	建設・不動産、消費財、製造業、石油・ガス、プランテーション、通信、ユーティリティ	TLKit: Emissions、GRI305-1、環境品質法（空気清浄）規制2014、TCFD 勧告 SDG12,13,14,15、RSPO
			スコープ 2&3 二酸化炭素換算のトン当り排出量	全セクター	TLKit: Emissions、GRI305-2&3、環境品質法（空気清浄）規制2014、TCFD 勧告 SDG12,13,14,15、RSPO
	廃棄物	廃棄物は有害廃棄物と非有害廃棄物（紙、プラスチック）に分割され、廃棄物は環境品質（廃棄物）規制2005による管理、廃液は廃棄物もしくは排水として処理される液体	総廃液量	建設・不動産、消費財、製造業、石油・ガス、プランテーション、ユーティリティ	TLKit: Waste and effluent、GRI306-1、環境品質法（工業廃液）規制2009、SDG3,6,12,14
			非有害廃棄物の総量と処理方法	全セクター	TLKit: Waste and effluent、GRI306-2、SDG3,6,12
	生物多様性	生物多様性の価値の高い地域と隣接もしくは内包、環境へのインパクト報告とリスクの特定	事業地の生物多様性リスク比率もしくは件数	石油・ガス、プランテーション、ユーティリティ	TLKit: Biodiversity、GRI04、SDG12,14,15、RSPO
サプライチェーン	製品およびサービスのサプライチェーンに関わる重大な環境的影響	環境への影響（資源使用、廃棄物管理、生物多様性等）の特定と、新規及び既存のサプライヤーの評価、モニタリング及び監査結果、環境的影響を保全するような行動（研修・対話）	建設・不動産、消費財、製造業、石油・ガス、プランテーション、通信、ユーティリティ	TLKit: SupplyChain、GRI:308-1,308-2、TCFD 勧告 SDG5,8,16	
社会	人権	国連人権宣言に基づく、差別禁止、奴隷状態の排除、尊厳の保持、合理的な労働時間と有休、表現の自由	人権政策もしくは業務上の人権手続きに関する従業員の研修比率	全セクター	TLKit: Human Rights、GRI412-2、SDG,8,10,16
	職業上の安全衛生	国際労働機関（ILO）に基づく労働者の健康を損なう可能性のある職場での危害管理	従業員に対する年間の安全衛生研修の比率	全セクター	TLKit: Safety and Health、GRI403-5、SDG,3,8

（注1）TLKitはBMの補足ガイド。ToolKit:Themes and Indicatorsの略称。RSPO: 持続可能なパーム油円卓会議（資料）BMよりみずほ総合研究所作成

### 3. ESG 情報開示の実態における問題点

#### (1) 高い報告率の一方で環境・社会面の情報開示に質的な課題

グローバルなネットワークを持つ監査法人のKPMGが1993年から実施しているサステナビリティ報告調査の2020年版は、世界の5,200社を対象に各上場市場の上位100社を比較している<sup>12</sup>。それによると、サステナビリティ報告率は、日本とメキシコが100%、マレーシアが99%、シンガポールが81%と高い報告率を誇っている。マレーシアやシンガポールでは、こうした報告が取引所の上場要件に含まれていることが奏功したと考えられる。

サステナビリティ報告では高い報告率を達成したマレーシアとシンガポールだが、両国での調査によると、その報告内容は質的な課題を抱えており、大幅な改善の余地があるようだ。

実際、マレーシアの場合、報告内容が狭い範囲に限定され、量的に不足しているほか、経済とガバナンスの報告の質に比べて、環境・社会面の報告の質が低いと指摘されている<sup>13</sup>。特に、サプライチェーンのモニタリングが甚だしく不足しているとの評価を受けている。

また、シンガポールの場合でも、上場企業のサステナビリティ報告は不十分なものであるとの見解が示された<sup>14</sup>。環境面では、基本的な温室効果ガス（GHG）排出量、水消費量などは記載されているが、環境に及ぼす重大な影響の取組目標の設定、サプライチェーン上の環境問題、生物多様性の説明などが殆どないとの厳しい評価となっている。また、社会面では、サプライチェーンの複雑性から労働環境まで追跡する手法が欠如しており、児童労働や不当に賃金の安い労働などには十分な注意が払われていない点が指摘されている。さらに、従業員と対話するカルチャーがなく、マインドセットが必要であるとされた<sup>15</sup>。

#### (2) 投資家が注目する環境・社会面の問題意識

東南アジアで直面している重大な環境問題の1つに、森林破壊がある。森林伐採や焼失によって森林面積が減少し、その結果、GHG排出量の増加、生態系の変化、水資源の枯渇、土壌侵食、社会問題への発展（生活の質の変化、貧困、紛争など）などの影響が引き起こされるというものだ。このような環境要因から市場価格の変化、評判の低下、訴訟問題などに発展することも考えられ、投資家にとって投資先のビジネスへの環境リスクと機会の影響を把握することが、その資産価値を見極めるために必須となっている。

さらに、投資家の関心の高い社会問題に、サプライチェーン上の人権や労働環境がある。英国の2015年現代奴隷法に代表されるように、欧米<sup>16</sup>では、自社の事業やそのサプライチェーンにおける児童労働や強制労働などを規制している。企業が社会面の課題を放置しておく、採用競争力が落ち、工場の操業停止に陥るなど長期的に企業価値が棄損すると投資家が見なしているからだ。

企業が環境・社会面の課題から自社の事業が持続可能でないと、機関投資家などのステークホルダーから見なされれば、対話によって解決策や軽減策が求められるだけでなく、最終的にダイベストメント（投資引き揚げ）に至ることもあり、企業には真摯に課題に向き合うことが求められている。

#### (3) ダイベストメントを経て大手プランテーションでは情報開示が改善

環境・社会面に問題を抱えている業界にプランテーション業界がある。アブラヤシの果実から採れるパーム油は、食用、洗剤、燃料などに幅広く使用されているが、そのアブラヤシを植林するために泥炭地での森林伐採が、長期的にサステナブルでないと指摘されている。サステナブル投資をけん引する、世界最大の政府系ファンドのノルウェー政府年金基金は、2018年にマレーシア及びシンガポールのプランテーション

ンやアグリビジネスなど4社<sup>17</sup>から投資を引き揚げた。また、パーム油は、森林破壊に加え、食料を燃料として大量に使用することも問題視され、欧州連合（EU）は、2030年までにバイオ燃料としてのパーム油の禁輸を決めている。環境面以外にも、パーム油のサプライチェーンは、小規模事業者が多く、トレーサビリティが複雑であることから、全ての工程において児童労働や強制労働がないかをモニタリングし、透明性を高めることが非常に難しい。

欧米企業などをステークホルダーとして抱えるBM上場の大手プランテーション企業は、これらの問題の解決に向けて尽力しており、開示状況は以前に比べて改善している。例えば、サイム・ダービー・プランテーション（Sime Darby Plantation、SDP）<sup>18</sup>は、川上から川下までのパーム油のサプライチェーンを形成し、川上ではマレーシア、インドネシアなどに広大なプランテーションを保有している。SDPは、パーム油の国際的基準である持続可能なパーム油認証（CSPO）<sup>19</sup>を得た、世界最大の製造業者である。CSPOでは、森林伐採や希少動植物保護、GHG排出などの環境面、及び、従業員やコミュニティの理解など社会面に配慮した基準を満たし、透明性を確保しなければならないとしている。

SDPは、森林破壊をしない、泥炭地を破壊しない、搾取しない（No Deforestation, No Peat and No Exploitation; NDPE）方針を掲げ、2019年にはトレーサビリティを確認できるツールを用い、RSPO認証を得た原材料は63%（2019年Q1-Q3）と公表した。更に、SDPは、61カ所のリスクの高い搾油所を特定し、その内訳<sup>20</sup>を公表し、説明責任の向上に努めている<sup>21</sup>。問題が指摘される産業の方が、ステークホルダーの意向に押されて、上場企業では解決に向けた取り組み方針や状況が公表され、開示内容が質的に改善する傾向にある<sup>22</sup>。

#### （４）優良企業の社会面の隠れた課題がコロナ禍で露見

社会面の課題から、米税関・国境取締局（CBP）の輸入差し止め令が出された事例として、マレーシアのゴム手袋製造の世界大手トップ・グローブ（Top Glove Corp、TG）社が挙げられる。TGは、2000年にBMに上場し、2016年にSGXに重複上場し、アセアンの優良企業として投資家からの評価も高く、ゴム手袋需要の高さからコロナ禍の勝ち組とされてきた。ところが、2020年11月、TGの工場で、新型コロナウイルス感染症のクラスター（集団感染）が発生し、約9,000人の工場従業員の約6割に当たる5,147人が感染し、約1ヵ月に亘り操業が停止した。その要因の1つとして、外国人労働者の寮での密集した住環境が挙げられる<sup>23</sup>。

TGは、工場従業員の処遇改善の緊急対策として宿泊施設やアパートを借り上げたほか、新規に大型の寮を建設すること公表した。処遇改善策は、CBPの輸入差し止め令という圧力で迫られた面があり、自発的とは言いがたい状況だった<sup>24</sup>。また、TGには内部告発制度が整備されていながら、処遇改善が不十分と告発した内通者を解雇したとの報道も不興をかった。これらを受けて、2021年1月の株主総会において、米大手資産運用会社ブラックロックは、TGの取締役会を非難し、取締役6名の再任に反対票を投じたことを明らかにした<sup>25</sup>。

コロナ禍にあって、外国人労働者の劣悪な住環境という隠れた社会問題が発覚し、操業停止にまで追い込まれたTGだが、米国からの強烈的な圧力が課題解決を促している点は注目に値する。さらに、TGのサステナビリティ報告では、社会面の重要課題として職業上の安全衛生や人権が取り上げられていたものの、TGの開示から劣悪な住環境という問題を読み解くことは難しく、説明手法が企業の自主性に委ねられている、現在の開示手法の限界が明らかになった事例といえるだろう<sup>26</sup>。



## （５）情報開示の改善にステークホルダーの意向が効果的

シンガポールでは、上場企業のガバナンスと透明性を図る指数であるSGTI (Singapore Governance and Transparency Index) <sup>27</sup>から、シンガポール上場企業のガバナンスと透明性が年々向上していることがわかる。さらに、SGTIの調査報告では、ステークホルダーとの建設的な目的をもった対話が、企業開示を高める効果が確認されている。事実、政府系投資会社のテマセクとの関連ある企業は、関連のない企業に比べ、ガバナンスと透明性のポイントが、改善したとされている<sup>28</sup>。テマセクは、ESG要因を投資判断として重視していることを公表しており、これまで述べた通り、ステークホルダーの意向が、ESG情報開示の質的な改善に、効果的であるとの証左であろう。

## ４．サステナブル投資機運の高まりと今後の展開

### （１）情報開示の課題を踏まえて、取引所のサステナブル投資を促進する取り組み

最近、両国のESG情報開示が改善される事例があるとはいえ、老舗のオランダのESG調査会社であるサステナリスティクス(Sus)の指標みると、両国の上場企業のESG情報開示レベルは、マレーシアが平均的で、シンガポールがやや低い（図表3）とされ、依然として改善の余地があることが読み取れる。多くの企業では、サプライチェーン上のモニタリングなど開示内容に質的な課題を抱えている点に加え、現在の開示手法の限界から隠れた課題もあると見られる。更に、ESGリスク格付けが調査会社によって、評価が異なる点（図表4）や、ESG格付け取得銘柄が全上場銘柄の1割未満とカバレッジが低い点も、投資家がサステナブル投資を躊躇する点であろう。

図表 3 ESG 格付け（銘柄数）

評価	マレーシア			シンガポール		
	優	→	低	優	→	低
レベル	高	中	低	高	中	低
Sus 開示	7	19	2	5	9	11
レベル	低	中	高	低	中	高
Sus リスク	5	15	8	13	13	10
レベル	高	中	低	高	中	低
MSCI ESG	7	10	9	8	10	11

（注1）マレーシア 28 銘柄、シンガポール 36 銘柄  
 （注2）開示：サステナリスティクス開示基準：（低）Low、（中）Medium（高）High  
 （注3）リスク：サステナリスティクス・ESG リスク格付け：1-20 低位、20-30 中位、30-40+高位  
 （注4）MSCI・ESG 格付け：（高）AAA、AA、（中）A、BBB、（低）BB、B、CCC  
 （資料）各種資料よりみずほ総合研究所作成

図表 4 マレーシア・シンガポールの主な ESG 銘柄の概要

会社名	セクター	上場市場	Sus	MSCI	FTSE
DIGI.com	通信	BM	21.3	A	○
Malayan Banking	銀行	BM	27.2	AA	○
Malaysia Airports Hldg	運輸	BM	19.8	BB	○
Sime Darby Plantation	プランテーション	BM	31.0	A	○
Top Glove Corp	ヘルスケア	BM	19.8	BB	○
MISC BHD	運輸	BM	19.0	BBB	○
上記を含む BM 28 銘柄平均			28.4	—	—
Citi Dev	不動産	SGX	8.8	AAA	—
CapitaLand	不動産	SGX	15.6	AA	—
DBS	銀行	SGX	20.7	AA	○
SingTel	通信	SGX	19.8	AA	○
UOB	銀行	SGX	25.9	A	○
Venture Corp	製造業	SGX	10.6	BB	—
上記を含む SGX36 銘柄平均			24.0	—	—

（注1）Sus：サステナリスティクス ESG リスク格付け：1-10 極めて低い、10-20 低位、20-30 中位、30-40 高位、40+極めて高い  
 （注2）MSCI・ESG 格付け：（高）AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC（低）  
 （注3）FTSE：FTSE4Good Index の構成銘柄を○  
 （資料）各種資料よりみずほ総合研究所作成

こうした実態を踏まえて、グローバルな資金を市場の活力として取り込むために、マレーシアやシンガポールの取引所は、上場企業のサステナビリティ報告を義務化し、ESG情報開示の拡充に取り組んでいる。SGXは、2020年12月に、新たなESG商品、サービスのプラットフォーム化などに、2,000万シンガポールドルを投資することを公表した。新たなプラットフォームは、SGX FIRST(Future in Reshaping Sustainability Together)と名づけられ、多くのパートナー(NASDAQ、FTSEラッセル、Sus、MSCI)の参加により格付けやインデックスなどの増加が見込まれている<sup>29</sup>。

## (2) サステナブル投資機運の高まりから企業に情報開示を求める動き

グローバルにサステナブル投資の機運が高まっている。事実、投資決定にESG要因を考慮する社会的投資(SRI)やサステナブル投資残高は、2016年の23兆米ドルから2018年に31兆米ドル<sup>30</sup>と約35%増加した。国連の責任投資原則(PRI)は、ESG要因を投資判断、建設的な目的をもった対話、情報開示などに活用する6原則を掲げた。2020年12月時点で、世界の年金基金・資産運用会社など3,586機関がPRIに署名しており、その総資産は100兆米ドルを超えている。両国では、シンガポール所在機関で36機関、マレーシア所在機関で10機関が署名している<sup>31</sup>。

気候変動を金融リスクとして認識するにあたり、金融市場では摂氏2度未満の気温上昇のリスクを測るためのデータ指標などが求められている。既存の乱立するガイドラインでは統一された明確な定義に欠け、比較可能な指標の確立が問題となっている。グローバルに問題解決に向けた動き<sup>32</sup>もみられるが、英国では2025年までに企業にTCFD勧告に添った開示が義務づけられた<sup>33</sup>。他国でも、企業のESG情報開示の強化に動いている。日本でも企業のESG情報開示を促す指針を策定し、2021年夏までにまとめる成長戦略に盛り込む予定とされる<sup>34</sup>。

## (3) 金融機関等やステークホルダーに押され、ESG情報開示の質的な充実を予想

マレーシアでは、2021年から金融機関を対象に、投融資先のグリーンからブラウンを判定する「気候変動及び原則ベースのタクソノミー」<sup>35</sup>の試験的導入が予定されている。マレーシアでは、環境への危害が疑われる投融資先でも、即座に投資引き揚げではなく、低炭素経済への移行(transition)段階と捉え、金融機関が解決策を支援することを提唱している。

シンガポールでは、2021年から金融機関等(銀行・保険会社・資産運用会社)に環境関連のリスク管理の導入が見込まれる。2020年12月には、「環境リスク管理ガイドライン」<sup>36</sup>が公表され、金融機関等は、TCFD勧告に従って、気候変動による異常気象や低炭素経済への移行に際して、投融資先からもたらされる財務上の影響を管理しなければならなくなった。また、SGXは、上場企業のサステナビリティガイドにTCFD勧告を含める予定である。

気候変動に代表される環境面に加え、サプライチェーン上の人権や労働環境などの社会面の課題も欧米社会は非常に重要視している。企業が環境・社会面の課題に対処しなければ、長期的に企業価値が棄損すると受け止められている。事例で見た通り、こうした欧米のステークホルダーの思考が、マレーシア・シンガポール企業にも影響を及ぼし始めている。

マレーシアとシンガポールでは、取引所による上場企業へのサステナビリティ報告の義務化によって、高い報告率を達成したものの、自社の事業やサプライチェーン上に環境・社会問題を抱え、開示内容に質的な課題を抱えていることが明らかになった。両国のサステナブル投資は初期段階だが、前出のESG格付け取得銘柄の時価総額は、既に各株式市場の過半を超えている<sup>37</sup>。サステナブル投資に関心を示す投資家



が多いことから、情報開示が質的に充実されれば、更なる資金がサステナブル投資に振り向けられよう。

今後は、企業にESG情報開示の拡充を求める金融機関等やステークホルダーに押されて、具体的な手法や指標などを模索しつつ、マレーシア・シンガポールの企業のESG情報開示が質的に充実すると予想され、両国のサステナブル投資が伸長することを期待したい。

最後に、事例で取り上げた自社及びサプライチェーン上の人権や労働環境は、日本企業のサステナビリティ報告でも、開示不足が指摘されている<sup>38</sup>。日本ではESG情報開示の上で、環境面が注目されているが、投資家が望むサステナブル投資のテーマは多様化しており、日本企業は欧米での関心の高い人権などに十分に留意する必要がある。サステナビリティ報告において、自社及びサプライチェーン上の人権などを重要な課題として選定するだけでなく、その評価プロセスやモニタリング結果を継続的に開示することが、両国企業と同様に、日本企業にも求められているのである。現地のサプライヤーなどと協力して問題の所在を特定し、改善を図る取り組みが、今後、日本企業においても益々重要になるだろう。

以上

---

<sup>1</sup> 香港、インド（ボンベイ、ナショナル）、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム（ハノイ、ホーチミン）

<sup>2</sup> 1997年7月からタイを起点とし、自国通貨の下落と経済危機がアジア諸国に伝播した現象

<sup>3</sup> 2015年末に発足したASEAN経済共同体の取組の1つとして、ASEAN資本市場の統合を目指してACMFが2009年から活動を開始。2012年にASEANコーポレートガバナンススコアカードを導入し、OECDのCG原則をベンチマークとして、5分野（①株主権利、②株主の公平な扱い、③ステークホルダーの役割、④開示と透明性、⑤取締役会の責任）を評価

<sup>4</sup> アジアンコーポレートガバナンス協会とCLSAが隔年で実施しているアジア太平洋諸国12カ国の2018年の格付けでは、オーストラリア、香港に次いで、シンガポール、マレーシアが位置

<sup>5</sup> なお、本レポートでは、「ESG情報開示」と「サステナビリティ報告（Sustainability Reporting）」を、便宜上、ほぼ同じ意味で使用する。

<sup>6</sup> 株主、顧客、サプライヤー、従業員等の利害関係者

<sup>7</sup> 独立取締役の2段階投票プロセスとは、支配株主と少数株主を分けて別々に投票し、双方から合意を得ること。英国上場規則のプレミアム上場企業のうち、支配株主が存在する場合に、任期9年を超える独立取締役の再任に適用され、シンガポールでは9年、マレーシアでは12年を超える場合に用いる。2段階投票プロセスによって、独立取締役の任期長期化による弊害を監視し、少数株主の意見が配慮されることを意図

<sup>8</sup> 移行期間が設けられているため、上場企業の多くが報告対象となるのは、2018年末以降の年次報告書から

<sup>9</sup> TCFD勧告とは、G20の要請を受け、金融安定理事会（FSB）により設立された「気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）」によってまとめられた2017年6月の最終報告書を指す。企業に対し、気候変動関連リスク及び機会について、①ガバナンス、②戦略、③リスク管理、④指標と目標の項目について開示することを推奨

<sup>10</sup> SGX Listing Rule 711B、独立したサステナビリティ報告書、もしくは、年次報告書に組み込まれた形式での発行。独立した報告書の場合は、財務年度末から5ヵ月以内に発行のこと

<sup>11</sup> 国際的なガイドラインとして、GRI（グローバル・レポーティング・イニシアチブ）、IR（国際統合報告フレームワーク）、SASB（サステナビリティ会計基準審議会）、CDSB（気候変動開示基準委員会フレームワーク）、CDP（旧カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）、その他業界として、Roundtable on Sustainable Palm Oil（持続可能なパーム油円卓会議）、ICCM（国際金属・鉱物評議会）等

<sup>12</sup> KPMG International, “The time has come, The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020”, December 2020

<sup>13</sup> Aishah Binti Sheikh Abu Bakar, Nazli Anum Binti Mohd. Ghazali, Maslina Binti Ahmad, “Sustainability Reporting in Malaysia-The Extent and Quality”, May 2019

<sup>14</sup> Lawrence Loh and Sharmin Tan, “Impact of Sustainability Reporting on Brand Value: An Examination of 100 Leading Brands in Singapore”, September 2020

<sup>15</sup> 上述の調査対象年度は、マレーシアが2016年、シンガポールが2018年であることに留意。開示状況は最近改善しているが、上述した課題が依然としてあると思料。

<sup>16</sup> 2012年カリフォルニア州サプライチェーン透明法（世界売上1億ドル以上の小売・製造業者に対し、サプライチェーンにおける人身売買や奴隷労働を排除する取り組みを開示することを要請）、2017年フランス人権デューデリジェンス法、2019年オーストラリア現代奴隷法など、なお、2020年11月29日のスイス国民投票では、「責任ある企業」としてスイスに拠点を置く多国籍企業に対し、サプライチェーンも含む人権や環境の国際基準に反する行動について定期報告を求めるイニシアチブを否決

- 17 Olam International、Halcyon Agri Corp (シンガポール)、Sime Darby Plantation (マレーシア)、Sipef (ベルギー所在、東南アジアで事業展開)
- 18 消費財などのコングロマリットのサイム・ダービー社傘下企業、2017年11月にBMに上場。インドネシア、マレーシアなどに776,812ヘクタールに亘るプランテーションを保有。なお、2019年の世界のパーム油生産量の87%は、インドネシア(60%)、マレーシア(27%)で占有
- 19 パーム油生産者、商社、消費財製造業、小売り、銀行・投資家、環境・社会NGOが主体となって設立された非営利団体、持続可能なパーム油円卓会議(Roundtable on Sustainable Palm Oil)が、認証する国際基準。2020年11月時点、CSPOを得たパーム油は全生産量の19%
- 20 Sime Darby Plantation, "Sustainability Report 2019"
- 21 サプライチェーンから除外を11%、課題解決を25%、救済策の実行を28%、調査中を36%と公表
- 22 2020年12月末に、SDPに対して強制労働の疑いで、米税関・国境取締局(CBP)がパーム油の輸入差し止め令を出した。同差し止め令は同年9月のマレーシアのプランテーションFGVに続き業界で2例目であり、小規模事業者を数多く抱える同業界にとって、問題の解決は時間のかかる道のり。SDPは、差し止め令を精査し、問題に対処する旨を表明
- 23 なお、同様の事例は、2020年4月にも新型コロナ対策の優等生とされるシンガポールでも発生しており、当初の新型コロナ対策から外国人労働者が抜け落ちていたことが明らかになっており、その教訓が隣国で活かされなかったこととなる。
- 24 「コロナ下『勝ち組』に綻び、ゴム手袋世界首位トップ・グループ」日本経済新聞、2020年12月26日
- 25 ブラックロックの同社株式の保有比率は、僅か1.06%であり、取締役の再任は決議された。
- 26 クラスターを受けて、2020年のサステナビリティ報告では、従業員のための適切な住居(Decent Accommodations)の説明が加えられた。
- 27 シンガポール上場企業のCGレベルを測るために、シンガポール国立大学ビジネススクール・コーポレートガバナンス・制度・組織センター(CGIO)、CPAオーストラリア、シンガポール取締役会(SID)が共同で2016年に開発した指数。2020年8月公表のSGTIは、上場企業577社を対象として、全143ポイントで計測した中央値を2009年から公表し、2009年33.9ポイント、2011年には過去最低の31.5ポイントから反転し、2019年59.3ポイント、2020年67.9ポイントと過最高を更新し、確実にCGが向上していると評価
- 28 Lawrence Loh, "Corporate Governance in Era of Extreme Risk: Performances and Preparedness", 4 August 2020
- 29 なお、香港取引所でも同様のグリーン・サステナブル・プラットフォームを12月に開設しており、アジアの取引所によるサステナブル投資を促進する取り組みが加速化している。
- 30 Global Sustainable Investment Review 2018
- 31 PRI署名機関には、2020年から開示は任意だが、PRIへTCFD勧告に基づく報告が要請されている。報告すべき気候指標はSG01CC, SG07CC, SG13CC (<https://www.unpri.org/news-and-press/tcf-based-reporting-to-become-mandatory-for-pri-signatories-in-2020/4116.article>)
- 32 IFRS財団は、2020年9月に、サステナビリティ報告に関する協議文書を公表し、国際的に認知されたサステナビリティ報告基準の必要性などにつき2020年12月31日まで意見募集。また、国際証券業協会(IOSCO)では、2020年4月に、「サステナブルファイナンスと証券規制当局及びIOSCOの役割」の最終報告を公表し、サステナビリティ・タスクフォースを設立
- 33 財務相が2020年11月に公表 (<https://www.gov.uk/government/news/chancellor-sets-out-ambition-for-future-of-uk-financial-services>)
- 34 「グリーン投資呼び込みへ ESGの企業開示に指針」日本経済新聞、2020年12月20日
- 35 バンクネガラマレーシア(中銀)が2019年12月にディスカッションペーパーとして「気候変動及び原則ベースのタクソノミー(Climate Change and Principle-based Taxonomy)を公表し、意見募集
- 36 シンガポール金融通貨庁(MAS)が、2020年6月に提案した、銀行、保険、アセットマネジャーを対象とした環境リスクガイドライン(Consultation Paper "Proposed Guidelines on Environmental Risk management)が市中協議を経て、最終化。少なくとも年1回、気候変動の緩和・適応などによる物理的リスクと移行リスクが、顧客を通して金融インパクトとなって金融機関等に波及するリスクを管理。当局では、金融機関等の意向を受けて、ガイドライン発効後の移行期間を12ヵ月から18ヵ月に延長し、2021年第2四半期からの導入を目指している。なお、物理的リスク(Physical Risk)とは:海面の上昇、洪水、干ばつ、自然災害等により、金融資産の減価や物理的資産の棄損、事業運営や貿易、サプライチェーンの破壊、保険契約金額の上昇等、移行リスク(Transition Risk)とは:低炭素経済に向けた政策の変更や法律の改正、テクノロジーイノベーション、市場のセンチメントや消費者の嗜好の変化等により、予期しない基準の変更や資産の償却、金融資産の再評価、事業コストの上昇、デフォルトリスクの上昇等
- 37 2020年1月18日時点、BM28銘柄51%、SGX36銘柄75%
- 38 自社の操業、サプライチェーンのいずれにおいても、人権リスク評価、人権デューデリジェンスのプロセス、人権に関するモニタリング結果を開示している企業は依然少ないことを指摘。KPMG(2000)「日本におけるサステナビリティ報告2019」

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。