

ASEAN 域内の機関投資家による ESG 投資の取り組み — マレーシアの KWAP とシンガポールの 테마セク —

富永 健司

■ 要 約 ■

1. 投資判断を行う際に環境（Environment）・社会（Social）・ガバナンス（Governance）の要素を考慮する ESG 投資に機関投資家がコミットする動きが広がっている。こうした動きは、欧州諸国などが牽引する形になっているが、昨今、ASEAN（東南アジア諸国連合）域内において、マレーシア、シンガポールといった国の大手機関投資家が、ESG 投資への取り組みを強化する動きが出始めている。
2. マレーシアにおいては、公務員年金の管理運用を行う退職基金公社（KWAP）が、投資プロセスや組織活動で ESG 要素を考慮する取り組みを進めている。KWAP は、株式投資の際に独自に開発した株式及び発行体に対する ESG レーティングを活用している他、債券等に関する信用評価及び投資プロセスにおいて ESG 要素の考慮を行っている。
3. シンガポールの政府系ファンドである 테마セク・ホールディングス（테마섹）は、「持続可能な開発目標」（SDGs）の実現を目指すにあたり、活気のある経済、美しい社会、清潔な地球という独自のキーワードに基づき SDGs の目標を分類し、目標達成を志向している。2019 年 5 月、社会貢献に関する傘下の子会社である 테마세크・트러스트を通じて、アジアにおけるインパクト投資に特化したプライベートエクイティ（PE）ファンドである、ABC ワールド・アジアを組成することを明らかにした。
4. 本稿で取り上げた KWAP と 테마세크の事例が示すように、ASEAN 域内にも、異なる特徴を有する ESG 投資家が登場していることが見て取れる。一般に、ESG 投資の定着と普及にあたっては、投資家が、ESG 要素が運用資産のリスク・リターンに与える影響を理解・納得すること、投資の社会・環境に対するインパクトを把握することなどが求められる。ASEAN 諸国においては、経済成長と環境保全の両立が重要性を増す中で、様々な投資家が、どのような形で ESG の要素を投資活動に取り入れていくのか、今後の進展が注目されよう。

I はじめに

投資判断を行う際に環境（Environment）・社会（Social）・ガバナンス（Governance）の要素を考慮する ESG 投資に機関投資家がコミットする動きが広がっている。こうした動きは、欧州諸国などが牽引する形になっているが、昨今、ASEAN（東南アジア諸国連合）域内においても、マレーシア、シンガポールといった国の大手機関投資家が、ESG 投資への取り組みを強化する動きが出始めている。

例えば、マレーシアにおいては、公務員年金の管理運用を行う退職基金公社（Kumpulan Wang Persaraan、以下、KWAP）が、投資プロセスや組織活動で ESG 要素を考慮する取り組みを進めており、同国において ESG 投資を行う代表的な機関投資家となっている。また、シンガポールの政府系ファンドであるテマセク・ホールディングス（以下、テマセク）は、2019 年 5 月にインパクト投資に特化したプライベートエクイティ（PE）ファンドの組成を発表した。

本稿では、ESG 投資家の類型に基づき、KWAP とテマセクの位置づけを考察した上で、両組織の ESG 投資の取り組みを概観する。

II ESG 投資家の類型

米コンサルティング会社のベイン・アンド・カンパニーは、ESG 投資を行う投資家を 4 種類に分類している（図表 1）。具体的には、伝統的投資家、ESG リスク軽減型投資家、ESG 機会追求型投資家、インパクト投資家、である。伝統的投資家は、財務的リターンのみを重視する。他方、リスク軽減型、機会追求型、インパクト投資家は、財務的リターンと共に、ESG 要素を考慮する。伝統的投資家以外の三者の違いに関しては、リスク軽減型と機会追求型の投資家は、財務的リターンをまず優先し、財務的リターン向上のために ESG 要素をどのように考慮するかという点を考える。他方、インパクト投資家は、財務的リターンと ESG に関するインパクトの両立を目指している。

図表 1 伝統的投資家及び ESG 投資家の類型

項目	伝統的投資家	ESGリスク軽減型投資家	ESG機会追求型投資家	インパクト投資家
投資行動	財務的リターン	財務的リターン優先。ESG要素を考慮	財務的リターン優先。ESG要素を考慮	財務的リターンと共に社会面及び環境面並びに環境面のインパクト優先パケットを考慮
ESG資産への投資手法	パッシブ	ESGの観点から資産及びセクターをスクリーニングにより除外	ポジティブなESGインパクトがあるセクターへの投資	ポジティブなESGインパクトがあるセクターにのみ投資
投資アプローチ		特定の投資ファンドなし	テーマファンド	インパクトに特化したファンド
エンゲージメント	なし	リスクを注視し、特定のセクターのダイベストメントを実施	インパクトの推進	能力開発等の観点から積極的な関与
インパクトの測定	なし	限定的	複数のESG KPI（重要業績評価指標）をトラック	ESGインパクトを測定するパフォーマンス指標を設定

（出所）Bain & Company, “Private Equity Investors Embrace Impact Investing.” April 17, 2019 より野村資本市場研究所作成

ESG リスク軽減型の投資家は、一般的には一定の基準に基づき、特定の国、セクター、企業を投資対象から除外するといった、ネガティブ・スクリーニングなどを行う。ESG 機会追求型の投資家は、例えば再生可能エネルギーといったセクターに対し積極的に投資する、ポジティブ・スクリーニングを実施する。この他、両類型の投資家は、財務分析において ESG 要素を体系的かつ明示的に考慮する ESG インテグレーション、テーマ投資といった投資手法を採用している。ただし、ESG 投資は、これらの分類や投資戦略によって、画一的に分類できるわけではない点には留意が必要である。

マレーシアの KWAP とシンガポールのテマセクを、次章で述べる活動の特徴等に基づきこれらの分類に当てはめると、(1) KWAP については、ESG リスク軽減型投資家・ESG 機会追求型投資家・インパクト投資家、(2) テマセクについては、ESG 機会追求型投資家・インパクト投資家、といった類型に該当すると考えられる。

III KWAP 及びテマセクの ESG 投資

1. マレーシアの KWAP

1) KWAP の ESG に関する活動の全体像

KWAP は、マレーシアにおける公務員年金の管理運用を行う機関である。同国の 2007 年退職基金法により、当時の年金信託基金の役割を引き継ぐ形で 2007 年 3 月に設立された。KWAP の運用資産残高は、2017 年末時点で約 1,400 億リンギット (3.8 兆円¹⁾) である。このうち、約 9 割が国内向けの投資資産となっている。運用資産については、株式、債券等に分散投資が行われており、各資産の構成割合は国内株式 38%、国内債券・ローン 44%、海外株式 5.8%、海外債券等 1.5%、その他 10.7%となっている。

ESG 投資に関して、KWAP は、投資方針及びガイドラインに基づき、2007 年の設立時から社会的責任投資を行っている。具体的には、倫理面を考慮し、(1) アルコール、(2) ゲーム、(3) 豚、(4) 化学兵器、クラスター爆弾等、(5) 環境悪化に関連し国際連合が禁輸措置を行う国、(6) アダルト・エンターテインメント、(7) 腐敗行為、に関するネガティブ・スクリーニングを行っている。

KWAP は 2015 年、マレーシア版スチュワードシップ・コードに署名し、ESG 投資を本格的に開始した。KWAP は、従来から年金受給者などへの長期的で持続可能な価値創出を目指しており、こうした投資方針が ESG 投資を行うことにつながった。

KWAP の ESG に関する活動の特徴は、投資プロセスに関してだけでなく、自身の様々な組織活動について ESG に関するガイドラインを定めている点である。KWAP は 2016 年、組織活動に関する ESG ガイドラインを発表し、ESG に関する方針を示した。当該ガイドラインには、組織活動に関する 7 つの項目がある (図表 2)。

¹ 2017 年末時点の為替レート、1 リンギット=27.76 円換算。

図表 2 Kwap の組織活動に関する ESG ガイドライン

項目	取り組み事例
1. 環境	(1) 効率的なエネルギー使用、(2) 二酸化炭素排出削減、(3) 自然資源の効率的活用、(4) グリーンビルディングへの投資
2. 人的資本	(1) 包摂的で多様な文化の推進、(2) 従業員の安全確保、(3) ワーク・ライフ・バランスの促進、(4) 従業員福祉、(5) 健康的な生活習慣の奨励
3. ガバナンス	(1) 内部ガバナンス、(2) 株主アクティビズムの取り組み、(3) 当局及びコーポレートガバナンス関連組織との連携
4. 投資管理	ESG 要素を全ての資産クラス（株式、フィクスト・インカム、プライベートエクイティ、不動産）の投資管理プロセスに統合
5. 年金運営管理	迅速で効率的な方法によるサービス提供
6. 倫理的慣行	(1) 贈与禁止に関する規定、(2) 第三者との関係構築に関する倫理慣行、(3) 発注手順、(4) 雇用の諸条件、(5) 内部告発規定
7. 社会	(1) 組織の価値共有プログラム、(2) 退職計画に関する意識向上

(注) フィクスト・インカムは国内外の国債・社債、ローン、外国為替等。

(出所) Kwap, “Kwap’s Corporate Level Environmental Social & Governance (ESG) Guidelines”より野村資本市場研究所作成

2) Kwap の ESG 投資の展開

Kwap は、株式投資の際に独自に開発した株式及び発行体に対する ESG レーティングを活用している。当該レーティングは、組織戦略や投資先企業との対話にも活用される。2017 年末時点の運用資産額のうち、約 600 億リングットが株式に投資されており、そのうち約 2 割について外部委託運用が行われている。ESG 投資をめぐっては、2014 年より国内株式を対象とした外部委託運用が、2015 年より外国株式を対象とした同運用が開始された。さらに、2017 年には自身の責任投資に関するコミットメントを運用受託機関の投資に反映させるために、運用受託機関との投資管理契約に ESG に関する条項を盛り込んだ。

Kwap は、2017 年にフィクスト・インカム²に関する ESG ポリシー及びガイドラインを定め、信用評価及び投資プロセスにおいて ESG 要素の考慮を行っている。例えば、同機関は、マレーシアの国営投資会社であるペルモダラン・ナショナル (PNB) 傘下の PNB ムルデカ・ベンチャーズが発行したグリーンスクークに投資を行った。スクークはイスラム法に基づき発行される金融商品だが、グリーンスクークは調達資金の用途が環境改善効果のある事業に限定される点が特徴である。

一方、2017 年 12 月には、再生可能エネルギーセクターへの投資を初めて行っている。具体的には、欧州の再生可能エネルギー分野の投資会社ボルテックス傘下で、太陽光発電事業を展開するボルテックス・ソーラー・インベストメントの発行済み株式の 45%を 6,750 万ポンド (102 億円³) で取得した。

その後、2018 年 2 月には、同国の年金運用機関として初めて責任投資原則 (PRI) に署名するとともに、運用資産額に占める ESG 関連資産の割合を現状の 5~6 割から

² 国内外の国債・社債、ローン、外国為替等。

³ 2017 年 12 月末時点の為替レート、1 ポンド=151.89 円換算。

7割まで引き上げる方針を示した⁴。

このように、KWAP は、(1) 特定分野に関するネガティブ・スクリーニング、(2) エンゲージメントにおける ESG 要素の組み込み、(3) ポジティブなインパクトを持つ再生可能エネルギーセクターへの投資、(4) グリーンスクークへの投資、等を行っている。これらから、ESG リスク軽減型投資家・ESG 機会追求型投資家・インパクト投資家の特徴を併せ持つと解釈される。

2. シンガポールのテマセク

1) ESG・持続可能な開発目標 (SDGs) に取り組むテマセク

テマセクは 1974 年、政府系企業の株式の管理・運用を目的として設立された。それまで同国の財務省が保有していた、金融、通信、エネルギー、輸送等分野における企業 35 社の政府保有株式を移管する形でテマセクが誕生した。

テマセクの運用資産額は、2019 年 3 月末時点で 3,130 億シンガポールドル (25 兆円⁵) である。このうち、国内向け投資額の割合は 2004 年 3 月末時点で 52%であったが、2019 年 3 月末時点では 26%と大きく低下しており、地域的な分散が進展している。テマセクが行うのは主に株式投資であり、金融、通信・メディア・テクノロジー、消費財・不動産、輸送・工業等のセクターに分散投資を行っている。

テマセクは、2015 年の国連総会で採択された SDGs の実現を目指すにあたり、ABC (Active economies, Beautiful societies and a Clean Earth) World の概念を提唱している (図表 3)。活気のある経済、美しい社会、清潔な地球という独自のキーワードに基づき SDGs の 17 の目標を分類し、目標達成を志向しているものと解釈できる。

同機関は、また、持続可能な社会への投資に関して、自然環境と共に繁栄すること (prosperity with ecology) を意味する造語である「エコスパリティ」(Ecosperity) をコミットメントとして掲げており、2014 年よりエコスパリティ・コンファレンスを開催している。本コンファレンスは、食、教育、ヘルスケア等の分野における新たなビジネスモデルやアイデアを社会的なインパクトに結び付けることを目的としたプラットフォームとして位置づけられている。2018 年には第 5 回のエコスパリティ・コンファレンスに合わせて、SDGs に関する課題解決策を探るグローバルイノベーションラボを主催する、デンマークの非営利団体の「アンリーシュ (UNLEASH)」と提携し、アンリーシュの年次イベントをシンガポールで開催した⁶。

⁴ “Malaysia’s KWAP aims to have 70% of AUM be ESG-compliant,” *Asia Asset Management*, February 8, 2018.

⁵ 2019 年 3 月末時点の為替レート、1 シンガポールドル=81.71 円換算。

⁶ Temasek, “Transcript: Opening Remarks by Lim Boon Heng at 2018 Ecosperity Conference,” June 2018.

図表3 テマセクの提唱する ABC World の概念と該当する SDGs の目標

構成概念	概念の説明	該当する SDGs の目標
Active Economy	<ul style="list-style-type: none"> ・活動的で、健全な経済は良い雇用を提供し、様々な機会を創出する。そして、安定的で、安全で、持続可能な社会の基礎となる。 ・生産性の高い就業者は、プライドと尊厳を持ち、愛する人を扶養し、自信を持って将来に目を向ける。 	4.教育 8.成長・雇用 9.イノベーション 10.不平等 11.都市 12.生産・消費
Beautiful Society	<ul style="list-style-type: none"> ・美しく包摂的な社会は、平和と正義を育み、個人の潜在能力を最大限に引き出す。 ・正義と公平性を包含し、共有空間を拡大させる共通価値は、寛容性、相互尊重、絆を強化し、団結を促す。 	1.貧困 2.飢餓 3.健康・福祉 5.ジェンダー 16.平和 17.パートナーシップ
Clean Earth	<ul style="list-style-type: none"> ・清潔で（Clean）、涼しい（Cool）地球は我々の住居、共有空間、遺産、である。 ・我々は、自身と将来世代のために住空間を保全するために行動しなくてはならない。新鮮な空気、綺麗な水、寒冷な世界は、我々が大切に、保護すべき遺産であり、地球からの贈り物である。 	6.水・衛生 7.エネルギー 13.気候変動 14.海洋資源 15.陸上資源

(出所) Temasek, “Temasek Overview 2019,” July 2019、より野村資本市場研究所作成

2) インパクト投資に特化したファンドの組成

こうした中、テマセクは 2019 年 5 月、社会貢献に関する傘下の子会社であるテマセク・トラストを通じて、アジアにおけるインパクト投資に特化した、PE ファンドである ABC ワールド・アジアを組成することを明らかにした⁷。

同ファンドの主な投資対象先企業は、南アジア、東南アジア、中国において、社会及び環境面でインパクトを生みだす見込みのある企業である。同ファンドのファンドマネージャーは、テマセク・トラスト、テマセク、テマセク傘下の PE ファンドであるパビリオン・キャピタルから支援を受ける。投資額等の詳細に関する情報は、本稿執筆時点で把握できていない。

テマセクは、ABC ワールド・アジア経由の投資を通じて、(1) インパクト投資による財務的リターンの向上、(2) ポジティブな社会及び環境面のインパクトの創出を目指している。テマセクが、ESG 機会追求型投資家・インパクト投資家の特徴を持つ ESG 投資家であることが表れていると言える。

IV おわりに

本稿で取り上げた KWAP とテマセクの事例が示すように、ASEAN 域内にも、異なる特徴を有する ESG 投資家が登場していることが見て取れる。

マレーシアにおいては、KWAP に次いで、国内最大の年金基金であるマレーシア従業

⁷ ABC World Asia, “ABC World Asia Established to Focus on Impact Investing,” May 31, 2019.

員退職積立基金（EPF）が 2019 年 4 月に PRI に署名するなど、ESG 投資へのコミットメントを強める動きも出ている。EPF の CEO であるトゥンク・アリザクリ・アリアス氏は、投資プロセスにおいて ESG 要素を考慮することで、社会・環境面のインパクトと財務的リターンの両立を目指す、と述べている⁸。また、シンガポールにおいても、政府系ファンドである GIC（旧称：シンガポール政府投資公社）が、ESG 要素についてポートフォリオの長期的価値を向上させるうえで重要であるとの認識を示しており、今後、GIC についても、テマセクと同様、より明示的な ESG 投資の実践に歩を進めるのか注目される。

一般に、ESG 投資の定着と普及にあたっては、投資家が、ESG 要素が運用資産のリスク・リターンに与える影響を理解・納得すること、投資の社会・環境に対するインパクトを把握することなどが求められる。ASEAN 諸国においては、経済成長と環境保全の両立が重要性を増す中で、様々な投資家が、どのような形で ESG の要素を投資活動に取り入れていくのか、今後の進展が注目されよう。

⁸ EPF, “EPF Adopts UN-Supported Principles For Responsible Investment,” April 8, 2019.