

# マレーシアにおける環境・社会・ガバナンス (ESG) 投資 —課題と機会—

マレーシア資本市場研究所 (ICMR) アソシエイト・ディレクター ゴピ・クリシュナン K.K ヴィジャヤラガヴァン  
マレーシア資本市場研究所 (ICMR) データ・アナリスト ジュリアナ・ロスラン

## はじめに

ほとんどの国では回復局面に移行しているものの、新型コロナウイルス感染症の影響は現在でも幅広く残存している。その一方で、パンデミック下で、経済の回復過程をより持続可能な方法で再構築する機会が生じている。マレーシアでは、国民の社会保障と社会経済的なウェルビーイングの向上を狙いとする「6R戦略<sup>1</sup>」が導入されるなど、段階的なアプローチが採用されている。2021年10月にはPerkukuh Pelaburan Rakyat (PERKUKUH) イニシアティブの下、政府系企業 (GLC) や政府系投資会社 (GLIC) の投資判断及び政策決定プロセスに、環境・社会・ガバナンス (ESG) 原則を取り入れる方針が打ち出された。

マレーシアにおける市場型金融のESGエコシステムは、政府及び政府系機関、企業、仲介者、投資家という、4つの主要なクラスターから構成されている。これらのクラスターは相互に結び付き、同国の資本市場におけるファイナンスにESGの視点を普及、拡大させる役割を担っている。規制関連の動きとしては、インデックスの新設、サステナビリティ関連の指針と枠組みの公表、持続可能な資金調達市場を形成するイニシアティブの提供といった分野をカバーする形で、2014年以降に数多くのイニシアティブが導入されている。

## 主要な課題

多くのステークホルダーが段階的なアプローチを用いてESGを実務プロセスに統合するなど、ESGの原則が緩やかなペースで採用された結果、さまざまなステークホルダーの間で、ESG対応の進捗状況に大きなギャップが生じている。一部の機関投資家が独自のサステナ

ビリティ・ポリシーの枠組みを導入済みであるのに対して、主要な投資の判断材料としてようやくガバナンス指標に注目するようになった機関投資家も存在する。すべての公開上場企業<sup>2</sup> (PLC) に対してサステナビリティ報告が義務付けられるようになったとは言え、各種指標について幅広い解釈の余地が残るなど、政策当局は引き続き難しい状況に直面している。また、投資家の立場でも、投資ユニバースにESGの視点を組み込むことが可能かどうかを見極める際に、入手可能な情報のクオリティの違いが制約となっている。加えて、マレーシア国内と国外の資産運用会社の間にもESG対応のギャップが存在しており、国外の資産運用会社はグローバル・ネットワークが有するESGの管理システムをより効果的に活用できる立場にある。

このようなギャップは、サステナビリティ報告の複雑性という要因によって、さらに拡大している。ESGの諸慣行を取り入れるために、国際的、国内的な基準が数多く導入された結果、ステークホルダーの間ではESG報告の内容にばらつきが生じ、一貫性に欠けることも少なくない。単一の基準の導入が理想的ではあるが、開示データの特徴や目的など、考慮すべき点は数多く存在する。マレーシア証券取引所は最近、ESG報告を強化する目的において、2025年以降、気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) に即した形で気候変動関連の情報開示を求める、上場企業向けの強化指針を発表している。マレーシア国立銀行も同じように、2024年までにTCFDとの整合性を図るように、金融機関に要請している。

加えて、移行に関連するコストも、マレーシア市場が直面する課題の1つである。持続可能な慣行への移行は生産コストの増加につながるため、収益にマイナスの影響を及ぼす。一



例を挙げると、現在は多くの慣行において都合良く無視されている環境外部性が生産コストに含まれるようになると、全体のコストは膨らむ結果となる。また、企業がESGの管理システムを社内的に構築しようとする、人材不足の状況において、第三者プロバイダーからのデータ取得コストも安くないことから、全体のコストは法外に高いものとなる。移行を促進する活動への資本配分を高めるために、ESG関連データの供給とクオリティを拡充することが極めて重要になる。

移行コストに加えて、移行リスクや座礁資産の管理も問題になる。座礁資産とは、予想外の、あるいは過度に早期の評価損、評価減、負債転換の対象となる資産を意味する。気候変動に対する懸念が高まる中で、天然資源の採取産業は相対的に高い座礁資産リスクを抱えている。ステークホルダーにとっては、現在保有する同業界向けのエクスポージャーが移行リスクとなる。保有方針を劇的に転換すれば、同業界の混乱や財務懸念につながり、一方でエクスポージャーを維持すれば、金融セクター自身のリスクに発展する恐れがある。

マレーシアでは、サステナブル資産に対する需要が増えているにもかかわらず、ステークホルダーが直面する課題に起因して、供給は伸び悩んでいる。投資家と資産運用会社は、国内資産に特化したサステナブル・ポートフォリオを構築するには資産が不足するため、ESGファンドの組成に制約が生じているという懸念を表明している。サステナビリティ関連のユニット・トラストとホールセール向けファンドを分析したところ、サステナブル及び社会的責任投資（SRI）株式ファンドの大半が外国株式に焦点を当てたものであり、国内株式に焦点を当てた機関投資家向けファンドは1つのみであることがわかった<sup>3</sup>。一方、債券市場においては、2017年の段階で、マレーシアは東南アジア諸国連合（ASEAN）におけるサステナビリティ・ボンドの先駆者と評価されていた。しかし近年では、インドネシアやシンガポールなどの市場の発展が目覚ましく、マレーシアは追いつけるのが精一杯の状況となっている。

## サステナビリティ戦略の今後

新型コロナウイルス感染拡大後の回復局面において、サステナビリティは重要な優先課題となっている。世界中の投資家がESG資産への投資機会を模索する中で、世界の総資産に占めるサステナブル資産の割合は、2020年時点で36%にまで上昇した<sup>4</sup>。資本市場においてサステナブル・ファイナンスを推進するための規制環境を整備することによって、マレーシア政府は方向性を示している。ここ数年間、投資家と発行体の間では、ESGの諸慣行に対する意識が大幅に向上している。マレーシアにとっては、イスラム金融の世界におけるグローバル・リーダーの地位を活用することによって、イスラム金融とサステナブル・ファイナンスを融合した商品を推進することも可能であろう。両者には強い類似性が存在し、いずれの投資商品も「イスラム法（Maqasid al-Shariah）」の原則に基づいて開発することが可能である。サステナブル・ファイナンスとイスラム金融を組み合わせることによって、国内外の投資家のニーズに対応する商品開発の動きが活発になる可能性がある。

ESGを実務慣行に取り入れることは、ビジネスの強靭性を確保するために不可欠である。ESGの原則は、物理的リスク、移行リスク、風評リスクという3種類のリスクから、企業を保護する役割を果たす。気候変動に対する懸念が高まる中で、特に脆弱な地域の1つであるASEANでは、影響を最小限に抑えるために、あらゆる当事者が真剣に影響緩和措置に取り組み、適応を図る必要がある。また、ASEAN加盟国（AMS）はパリ協定にコミットし、「国が決定する貢献（NDC）」に基づく移行を推進しているため、企業も移行リスクと無縁ではいられない。サステナビリティの諸慣行を実践していない企業は、風評リスクにさらされることになる。サステナビリティや倫理的な慣行に対する意識が高まり、これらが選好されるようになる中で、懸念事項となる。負の影響を考慮しない企業に対する「名指し批判」は、業績や株価にも影響を及ぼす。一例を挙げると、複数のプランテーション企業やゴム手袋の製造企業が、環境及び生態系に対する悪影響や



差別的な労働慣行に関連して、批判を浴びたとされている。その結果、当該企業の製品は国際的な不買運動の対象となり、財務上の損失や株価の急落を招くことになった。このような風評被害から回復するには、多大なコストと時間が必要になる。

さらに、新たなビジネスチャンスを生み出す手段としても、サステナビリティの重要性は増している。消費者のエシカル商品に対する嗜好の変化は、いずれ企業の事業活動や事業戦略に影響を及ぼす。優れたESGの諸慣行を追求するマレーシアの企業は、自らの事業や業界に関連する国際的な認証を申請する機会を模索すべきである。その結果、より大規模で成熟した市場へのアクセスが容易になり、製品価格にプレミアムが上乘せされる可能性がある。現在、マレーシア政府は、マレーシア標準局によって課される認証コスト（審査費用、年間費用、その他諸費用）を税額控除の対象としているが、国内で認知された国際的なサステナビリティ認証機関に対しても、インセンティブの範囲を広げることが検討すべきであろう。

また、循環型経済を実践することによっても、事業の強靭性を確保できるかもしれない。循環サイクルに修繕、再利用、再生利用、再生産という利用の概念を取り入れ、資源の有効活用、廃棄物の削減、コスト削減を実現し、業務効率の向上を図るといった考え方である。企業レベルにおける循環型経済の実践は、事業費の削減と収益の増加につながる。また、自立することによって、事業規模を拡大し、事業を展開する市場のさまざまな領域にアクセスする機会を得ることができる。

事業規模を拡大しても、必要な人材が不足すれば無益である。サステナビリティへの移行において、この点は最大の課題の1つである。マレーシアにおけるサステナビリティの歴史は浅く、この分野に精通した人材やリーダーは比較的少ないのが現状である。移行に伴うプラスの側面として、優れたESGの諸慣行を実践する企業は、人材の確保に成功しやすいことが挙げられる。サステナビリティの分野における人材不足の問題に対応するために、各ステークホルダーが連携しつつ、既存の人材にトレーニングやスキルアップの機会を提供することに

よって、技能強化を図る必要がある。

## 結論

総じて言えば、サステナビリティの諸慣行とビジネスの強靭性とのトレードオフに関する議論は、企業が適切な姿勢でリスク管理を行ない、ESGの諸慣行を取り入れる方向に転換すれば、もはや成立しなくなる。マレーシア市場に存在する課題を指摘した上で、思慮に富んだソリューションを提示、実行しなければならない。留意すべき点として、サステナビリティへの移行とESGに関する情報開示は、もはや単に好ましいというのではなく、企業が市場において存在感と競争力を維持するために、不可欠なものになっている。持続可能なビジネスモデルへの移行がもたらすビジネス機会は非常に大きいとは言え、突然の変化から生じる潜在的な移行リスクについては、企業、政府とも念頭に置くべきである。可能な限り円滑な移行に向けて、明確な政策の方向性、スケジュール、意識向上プログラムが求められる。

### 免責事項及び謝辞：

マレーシア資本市場研究所（ICMR）による本論文は、指摘した問題に関する意見交換を促進し、市場参加者、政策当局、学界の間の交流を円滑にする目的で作成されたものです。記載されている見解は、ICMRの関連機関のものではありません。

本稿はGopi KrishnanとJulianna Roslanが執筆したものです。ICMRのマネジメントからの情報及び有益なコメントの提供に対して、両名は感謝の意を表します。

本内容は参考和訳であり、原文(Original)と内容に差異がある場合は、原文が優先されます。





[原文 (Original)]

# Environmental, Social and Governance (ESG) Investment in Malaysia: Challenges and Opportunities

Gopi Krishnan K.K. Vijayaraghavan, Associate Director, Institute for Capital Market Research Malaysia

Julianna Roslan, Data Analyst, Institute for Capital Market Research Malaysia

## Introduction

While most global economies have entered a recovery phase, the impact of Covid-19 is still widely present today. Nonetheless, the pandemic created an opportunity to reshape the economic recovery in a more sustainable manner. Malaysia has taken a phased approach through adoption of the Government's 6R strategy<sup>1</sup>, which aims to improve the socio-security and socio-economic wellbeing of the people. The Perkukuh Pelaburan Rakyat (PERKUKUH) initiative was introduced in October 2021 and places emphasis on embedding the Environmental, Social and Governance (ESG) principles in investment decisions of GLCs (Government Linked Companies) and GLICs (Government Linked Investment Companies) as well as at a government policy level.

The ESG ecosystem for market based-financing in Malaysia consists of four main clusters: government and government-linked agencies, businesses, intermediaries, and investors. These clusters are interconnected in their role to develop and support the growth of ESG adoption to access capital market financing in Malaysia. From a regulatory perspective, many initiatives have been undertaken since 2014 encompassing areas such as index creation, issuance of sustainability guidelines and frameworks, as well as offering of incentives to develop the sustainable financing market.

## Key Challenges

The adoption of ESG principles has been gradual, with many stakeholders taking a phased approach in integrating ESG into their processes. This has led to a disproportionate level of ESG readiness among the various stakeholders. Where

some institutional investors have introduced their own sustainable policy framework, others are just starting to focus on governance indicators as a key investment consideration. Despite sustainability reporting being mandatory for all PLCs (Public Listed Companies)<sup>2</sup>, policymakers still face a challenging landscape where a wide range of interpretation of the indicators are possible. The differences in the quality of available information also limits investors' capability to assess the potential for ESG integration into their investible universe. Additionally, this readiness gap is also noted between foreign and local asset managers in Malaysia with the former being able to better leverage off their global networks' ESG capabilities and readiness.

This gap is further enhanced by the complexity of sustainability reporting. Numerous international and local standards have been introduced to capture ESG practices. As a result, ESG reporting is frequently fragmented and inconsistent between stakeholders. An ideal scenario would see a single standard being implemented, however there are many considerations to take into account such as the features and purpose of disclosed data. To enhance ESG reporting, Bursa Malaysia recently issued enhanced guidelines requiring listed companies to include climate change-related disclosures in alignment with the Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) starting 2025. Similarly, Bank Negara Malaysia also requires financial institutions to be aligned with TCFD by 2024.

Another challenge faced within the Malaysian market is the transition cost involved. Transitioning to sustainable practices leads to an increase in the cost



of production, thus negatively impacting returns. For example, environmental externalities, which are conveniently ignored in many current practices, are now included into production costs and inflating total costs. Costs are also prohibitively expensive for companies seeking to develop internal ESG capabilities due to the scarcity of talent and the high costs of acquiring data from third party providers. Broadening the availability of quality ESG data is pivotal to ensure higher capital allocation to support transition activities.

Alongside the transition costs are the transition risks and management of stranded assets. Stranded assets are those that have suffered from unanticipated or premature write-downs, devaluations, or conversion to liabilities. The extractive industry is at a higher risk of stranded assets as climate change concerns rise. Current exposure to the extractive industry lends itself to transition risk for stakeholders. Any drastic shift away could lead to industry disruption and financial stress, but continued exposure may also lead to a risk for the financial sector.

Despite the increase in demand for sustainable assets in Malaysia, there has been slow growth on the supply side culminating from the challenges faced by stakeholders. Investors and asset managers voiced their concerns regarding insufficient assets to create a Malaysian-focused sustainable portfolio, limiting their capacity to offer ESG funds. An analysis of the sustainable unit trusts and wholesale funds in Malaysia revealed that the majority of the Sustainable and Responsible Investment (SRI) equity funds are global-focused and only one wholesale fund was a Malaysian-focused SRI equity fund<sup>3</sup>. In the debt market, Malaysia was seen as a pioneer of sustainability bonds within ASEAN in 2017. However, other markets such as Indonesia and Singapore have progressed rapidly in recent years, forcing Malaysia to now play catch up with the others.

### Sustainability Strategy Moving Forward

Sustainability has become a key priority in post-pandemic recovery. Global investors

have continued to seek opportunities to invest in ESG assets, leading to sustainable assets comprising 36% of total global assets in 2020<sup>4</sup>. Malaysia is charting its course by providing regulatory readiness for the capital market to promote sustainable financing. Awareness on ESG practices among investors and issuers have improved significantly over the past few years. Malaysia can leverage its position as a global leader in Islamic finance to promote blended instruments that link between Islamic and sustainable finance. There is a strong similarity between the two, where both investment products can be developed based on “Maqasid al-Shariah” principles. The combination of sustainable finance and Islamic finance could lead to greater product innovation to cater for domestic and foreign investors.

Integration of ESG into business practices is critical to ensure business resiliency. The ESG principles cover businesses from three types of risks i.e. physical risk, transition risk and reputational risk. The growing concern of climate change, and ASEAN being one of the most vulnerable regions to climate change, means that serious mitigation efforts and adaptation is needed from all parties to minimise its impact. Businesses are also exposed to transition risks as ASEAN member states (AMS) have committed to the Paris Agreement and are working towards transition based on Nationally Determined Contributions (NDCs). Businesses which have not adopted sustainability practices are subject to reputational risk, which is a concern given the growing awareness and preference for sustainability and ethical practices. The “naming and shaming” of companies that ignore their negative impact brings repercussions to company performance and share price. For example, several plantation companies and rubber glove makers were allegedly called out for their negative environmental and ecosystem impact, and discriminative labour practices. This resulted in an international ban on their products, leading to financial losses and sharp sell down of their stocks. To recover from such reputational hits is a costly and lengthy process.

In addition, sustainability is also becoming an increasingly important enabler to unlock new business opportunities. Changing



consumer preferences towards ethical products ultimately affects business conduct and strategy of firms. Malaysian companies that inculcate good ESG practices should explore opportunities to apply for international certification related to their businesses and industries. This could facilitate access to larger, developed markets, and potential price premium on their products. For now, the Malaysian government provides tax deduction for the certification cost i.e., assessment fee, annual fee and other fees imposed by Standards Malaysia. The government should consider extending the incentive to locally recognised international certification bodies for sustainability.

Business resilience may also be built by practicing a circular economy. Increasing operational efficiency by adopting the concept of use, repair, reuse, recycle and reproduce in a circular cycle is designed to best use resources, reduce wastage, and save money. Circular economy practices at a firm level reduce business costs and increase profits. Being self-reliant also provides a opportunities for a business to scale up and access different areas of the market in which it operates.

Scaling up business is meaningless without the necessary talent, which is one of the biggest challenges in the transition to sustainability. The newness of sustainability in Malaysia means that talent and leadership with expertise in this area are still relatively scarce. One upside from transitioning is that companies that implement good ESG practices are more likely to retain talent. To address the talent gap in sustainability,

multiple stakeholders must cooperate in capacity building by providing training and upskilling to the existing workforce.

## Conclusion

Overall, the argument on trade-off between sustainability practices and business resiliency no longer holds if businesses have the right attitude to manage risk and transform to adopt ESG practices. By identifying the challenges that currently exist in the Malaysian market, thoughtful solutions must then be proposed and implemented. It must be noted that the transition to sustainability and ESG disclosure is no longer just something good to have, but has become a necessity for businesses to remain relevant and competitive in the market. Business opportunities arising from transitioning to sustainable business models are massive, but businesses and the government should be aware of potential transition risks arising from abrupt changes. Clear policy direction, timeline and awareness programmes are necessary to ensure a seamless transition as much as possible.

### Disclaimer and Acknowledgement:

This ICMR report is produced to encourage the exchange of ideas on the issues highlighted in the report, and to facilitate interaction among market participants, policy makers and academics. The views expressed are not those of any of the institutions with which ICMR is affiliated.

This paper was prepared by Gopi Krishnan and Julianna Roslan. The authors would like to acknowledge the contribution of the management of ICMR in providing input and valuable comments.

---

### [参考訳 脚注]

- 1 マレーシア政府は「6R国家経済回復戦略 (Resolve, Resilient, Restart, Recovery, Revitalise, Reform)」を導入している。
- 2 マレーシア証券取引所は2015年に、上場発行体が年次報告書において重大な経済・環境・社会 (EES) に関するリスクと機会への対応に関する説明 (「サステナビリティ表明」) を提供するための、サステナビリティ報告フレームワークを導入している。
- 3 マレーシア証券委員会が公表するSRI上場ファンドに基づく。
- 4 主要な5つの市場 (欧州、米国、カナダ、オーストラリア、日本) を対象とするグローバル・サステナブル投資報告書 (2018~2020年) に基づくデータ。

### [Original footnotes]

- 1 Government introduce 6R National Economic Recovery Strategy (Resolve, Resilient, Restart, Recovery, Revitalise and Reform).
- 2 Bursa launched the Sustainable Reporting Framework in 2015 for listed issuers to provide narrative statement on the management of material economic, environment and social (EES) risks and opportunities in their annual report ("Sustainability Statement").
- 3 Based on SRI list funds provided by the Securities Commission of Malaysia.
- 4 Data based on the Global Sustainable Investment Report 2018-2020 which covers five major markets i.e., Europe, United States, Canada, Australasia and Japan.