

不動産投資と ESG

高木 大輔

近年、欧米諸国を中心に世界中で ESG 投資が急拡大している。株式・社債投資だけではなく不動産投資も例外ではない。特に不動産は、省エネや防災、高齢化社会への対応、地域活性化などの観点から環境や社会に係る課題解決に貢献できるポテンシャルが大きい。国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI) が「責任不動産投資 (RPI)」を推進し、国土交通省が「ESG 不動産投資のあり方検討会」を立ち上げるなど国内外でさまざまなイニシアティブが設立されている。また環境不動産の認証制度なども普及しつつあり、日本でも経済的リターンだけでなく、ESG に配慮してポジティブ・インパクトを創出する不動産投資が増加している。

キーワード：ESG 投資、責任不動産投資 (RPI)、ポジティブ・インパクト、不動産 ESG 評価・認証制度

1. はじめに

近年、欧米諸国を中心に投資家が ESG (環境・社会・ガバナンス) 要素を考慮して投資の意思決定を行う ESG 投資が急激に拡大している。これは従来から行われていた企業などの投資対象の財務分析に加えて、投資先の環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) などの非財務情報も投資判断において考慮することを意味しており、株式や社債への投資に加え、不動産投資においても経済的なりターンだけではなく、環境・社会へのインパクトも評価しようという動きがある。また SDGs (持続可能な開発目標) が国際社会全体の目標として共有されており、経済・社会・環境をめぐる広範な課題に総合的に取り組むことが重要とされており、不動産は環境や社会に関する課題解決に貢献できるポテンシャルが大きいことから、ESG 投資の対象としても注目されている。

経済的なりターンだけでなく環境への配慮や社会の持続可能性を重視する ESG 投資の背景には、投資において短期的なりリスク・リターンに捉われず、中長期的なりリスク・リターンと社会全体へのインパクトを重視すべきという考え方があり、これは 2006 年に責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment) が提唱された後、2007 年から 2008 年の世界金融危機 (GFC) を乗り越えるにあたって、金融市場の長期的な安定に対する世界的な関心が高まったことにより、機関投資家を中心に ESG 投資の動きが広まったことが

一因である。

このような観点から不動産投資においても、世界的な地球温暖化や気候変動への対応が求められるほか、特に日本では人口減少や少子高齢化、防災・減災などの諸課題に対応することが重要であり、実際に欧米の投資家などから、そのような ESG 投資への対応が求められている。

世界各国で責任不動産投資 (RPI: Responsible Property Investment) や ESG 要素を考慮した不動産投資が拡大しているが、これは不動産の開発・運用・投資が環境・社会面でさまざまな課題を解決し得ることに加え、社会課題の解決を通じた不動産価値の向上が中長期的な収益性拡大につながり得るという認識が不動産企業やファンド、不動産投資家の間で認識されつつあるからであり、このような不動産の新たな付加価値を捉える評価・認証制度や不動産投資が生み出すポジティブ・インパクトを計測するツールも発案・開発されてきている。

本稿ではこのような不動産投資と ESG に関わる世界的な潮流と事例について整理・議論する。

2. ESG 要素を考慮した不動産投資とは

不動産投資には「①機関投資家等が行う資産運用における不動産企業・ファンドへの投資」と「②不動産ファンドを含む民間企業の事業活動として行う不動産開発・運用」の二つがあり、ESG を考慮した不動産投資はこれら二つの投資において ESG 要素を考慮するものである (図 1)。一般的に ESG 投資の文脈で語られるのは、①の機関投資家等が行う資産運用に関するものである。しかし、ESG 要素を考慮した不動産投資の議論においては、①の資産運用における投資と②の

たかぎ だいすけ
有限責任監査法人トーマツ
〒 100-8360 東京都千代田区丸の内 3-2-3 丸の内二重橋ビルディング

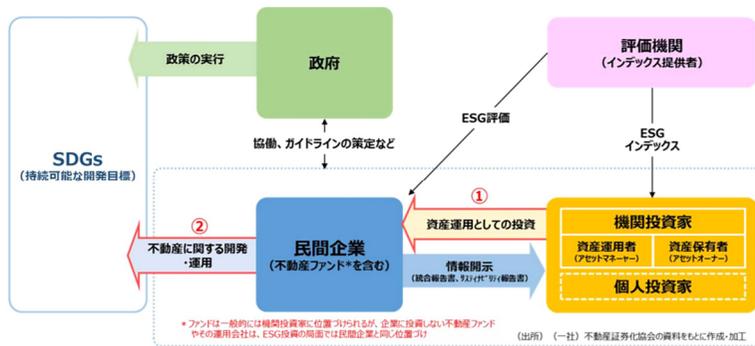


図1 ESGを考慮した不動産投資の種類と各主体の関係(国土交通省[1])

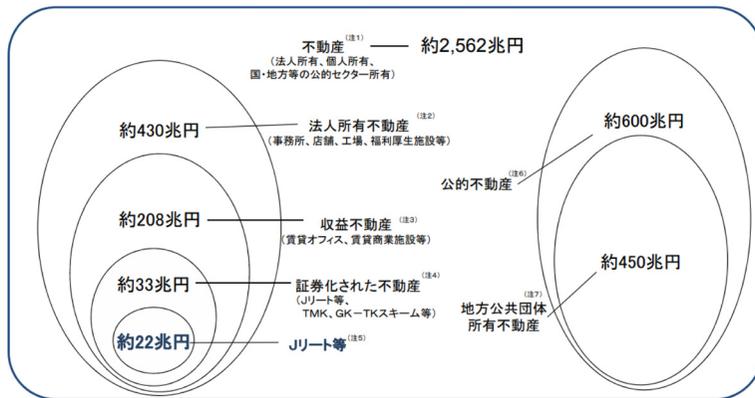


図2 日本の不動産投資市場の規模(国土交通省[2])

不動産開発・運用やそれらの関わる情報開示とを密接不可分に行うべきである。

3. 日本の不動産投資市場の概要

図2が示すとおりわが国の不動産は約2,600兆円に達する巨額の資産である。その内訳は法人所有不動産が約430兆円、収益不動産が208兆円、Jリートを含む証券化された不動産は30兆円を超えており、公的不動産も約600兆円あることから、不動産が国民生活や経済成長を支える不可欠かつ重要な基盤であることがわかる。特にESG投資の急激な拡大を背景として、不動産の開発・運用・投資の場面で環境や社会に関する課題解決に貢献できるポテンシャルの大きさが注目されている。たとえば、部門別の最終エネルギー消費は、産業部門や運輸部門に比して、業務部門や家庭部門の非住宅建築物や住宅における消費量の伸びが大きく、消費量も全体の約1/3を占めている。令和元(2019)年6月11日に閣議決定された「パリ協定に基づく成長戦略としての長期戦略」においてもESG金融の拡大に向けた取組みの一環としてESG要素を考慮する

動きを不動産などに拡大するとされている。経済産業省が公表した「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」においても「住宅・建築物は、民生部門のエネルギー消費量削減に大きく影響する分野」と明記されている。

4. ESG投資の世界的な潮流

ESG投資とは投資の意思決定に環境、社会、ガバナンスの要素を考慮し、リスク管理を向上させ、持続可能で長期的なリターンを獲得することを目指す投資手法である。

国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)と国連グローバル・コンパクト(UNG)が2006年に、ESG投資のガイドラインとして表1の6原則から成る責任投資原則(PRI)を提唱した。その後、2007年から2008年の世界金融危機(GFC)を乗り越えるにあたって金融市場の長期的な安定性に関心が高まったこともあり、機関投資家を中心にESG投資の動きが広がるようになった。こうした流れの中で各国のPRIの署名機関数は増え、2021年7月21日時点で4,192機

関が署名している。

このように ESG 投資が急拡大している背景には、広く分散されたポートフォリオで長期にわたって投資を行う本邦の年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) のようなユニバーサル・オーナーや大手機関投資家が長期的に安定したリターンを獲得するためには、個々の投資対象の価値が持続的に高まる必要があるという考え方がある。そのためには環境問題や社会問題などの資本市場が有する負の外部性が最小化され、社会全体が持続可能になることが不可欠という考え方がある。

表 2 に示すように、世界の ESG 投資額を集計している国際団体の GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) が 2 年に一度発表している「Global Sustainable Investment Review (GSIR)」によれば、2014 年から 2016 年までの 2 年間で世界全体の ESG 投資額は

25.2%増加し、2016 年から 2018 年までは 34%増加しており、2018 年には 30 兆 6,830 億米ドル (約 2,764 兆円、1 米ドル = 111 円換算) となった。

日本は 2014 年から 2016 年まで約 67 倍、2016 年から 2018 年まで約 3.1 倍と急成長し、2018 年には約 232 兆円となった。この背景には、GPIF が 2017 年 7 月に ESG 指数に連動した日本株の運用を 1 兆円規模で始めたことが関係している。なお日本の投資総額における ESG 投資の割合は 2012 年の 0.2%から 2016 年には 3.4%に増加し、2018 年には 18.3%にまで増加している。

このような流れをうけて GPIF では 2015 年、スチュワードシップ責任を果たす一環として ESG への取組みを強化し、ESG への考え方を明確にするために責任投資原則に署名した。また 2017 年 10 月には株式にとどまらず、債券やオルタナティブ資産 (インフラ、不

表 1 責任投資原則 (PRI) の 6 原則

1. We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision making processes. (私たちは投資分析と意志決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます。)
2. We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices. (私たちは活動的な所有者になり、所有方針と所有慣習に ESG 課題を組み入れます。)
3. We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest. (私たちは、投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求めます。)
4. We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry. (私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。)
5. We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles. (私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。)
6. We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles. (私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。)

表 3 GPIF の投資原則 (GPIF [4])

1. 年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。
2. 資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。
3. 基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、ベンチマーク収益率 (市場平均収益率) を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。
4. 投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素である ESG (環境・社会・ガバナンス) を考慮した投資を推進する。
5. 長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先及び市場全体の長期志向と持続的成長を促す、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動 (ESG を考慮した取組を含む。) を進める。

表 2 国・地域別 ESG 投資の成長率 (GSIA [3])

国・地域	国・地域通貨単位の投資額 (単位: 10 億)			成長率		年平均成長率
	2014	2016	2018	2014-2016	2016-2018	2014-2018
Europe	€9,885	€11,045	€12,306	12%	11%	6%
United States	\$6,652	\$8,723	\$11,995	33%	38%	16%
Canada (in CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	49%	42%	21%
Australia/ New Zealand (in AUD)	\$203	\$707	\$1,033	248%	46%	50%
Japan	¥840	¥57,056	¥231,952	6692%	307%	308%

表 4 ESG 投資の種類

1. ネガティブ・スクリーニング	一定の倫理的でないと思われる企業（環境破壊への関与など）を投資対象から除外
2. ポジティブ・スクリーニング	ESG に関する評価の高い企業に対する投資
3. 規範に基づくスクリーニング	経済協力開発機構（OECD）や国際労働機関（ILO）などの国際規範の最低事業水準に達しているか否かを基準として投資
4. ESG インテグレーション	財務情報に加え、ESG に係る非財務情報の分析を基に投資
5. サステナビリティテーマ投資	持続可能性に特に関係の深いテーマや資産に投資
6. インパクト・コミュニティ投資	社会面・環境面での課題解決を図るとともに経済的利益を追求する投資
7. エンゲージメント・議決権行使	株主としての議決権行使、情報開示要求などを通じて投資先企業に対し ESG への配慮を要求

動産など）などすべての資産で ESG 要素を考慮するよう、表 3 のとおり投資原則を改めた。なお表 3 は令和 2（2020）年 4 月 1 日に一部変更された最新版の投資原則であるが、不動産を含むオルタナティブ資産を ESG 投資に含めることについては 2017 年 10 月には発表されている。

ESG 投資にはさまざまな種類があり、GSIA では表 4 に記載の七つに分類している。「7. エンゲージメント・議決権行使」は投資先や投資候補先に対してエンゲージメントや議決権行使を積極的に行う「アクティビスト（物言う株主）」型の戦略であり、ほかの 6 手法と組み合わせて実施されることも多い。1～6 の手法は投融資ポートフォリオを構築するための ESG 投資戦略になるが、これらの 7 手法は重複して用いられることもある。またこれらの 7 手法と同様に紹介される方法として「ダイベストメント（投資撤退）」がある。現在世界中で機関投資家が脱炭素社会への移行の過程で座礁資産化すると予想される石炭火力発電への投融資を引き上げ、さらには今後新規投資を停止する旨を発表している。このような例がダイベストメントに該当する。

5. 世界における ESG を考慮した不動産投資の動向

UNEP FI の不動産ワーキンググループが 2019 年 3 月に欧州・北米・アジア太平洋の機関投資家や不動産上場投資信託（REIT）など 44 機関に対して行った調査 [5] によれば、不動産投資の判断に ESG を考慮しているのは全体の 93%、不動産投資のリスク管理に ESG

要素を考慮しているのが 85%であった。またいずれの地域においても ESG 評価項目のうちエネルギー消費や温室効果ガス排出、水利用などの環境面（E）、居住者や労働者の健康などの社会面（S）を特に重視していることが明らかになった。

ESG 不動産投資が世界各国で普及しつつあるのは、不動産の開発・運用・投資が環境・社会面のさまざまな課題を解決し得ること、また課題解決による不動産価値の向上が中長期的な収益拡大に繋がり得るという共通認識が徐々に形成されてきたからである。

具体的には UNEP FI の調査によれば、不動産セクターのエネルギー消費量および CO₂ 換算の GHG 排出量はともに世界全体の 4 割弱を占めている。日本でも経済産業省が発表したグリーン成長戦略において「住宅・建築物は、民生部門のエネルギー消費量削減に大きく影響する分野」と明記されるなど、2015 年に締結されたパリ協定の 2℃ 目標の達成に向けて不動産セクターの貢献が期待されている。また今後、さらなる実証研究が必要であるものの、ザイマックス不動産総合研究所などの調査結果 [6] では省エネ化などの不動産の環境パフォーマンスの向上は賃料の向上と正の相関関係が認められ、ESG 課題を考慮した不動産投資が考慮しない不動産投資に比べて中長期的に高いリターンを実現する可能性があることを示唆している。

6. UNEP FI の責任不動産投資（RPI）

機関投資家が不動産投資に ESG を考慮する背景としては、UNEP FI の責任不動産投資（RPI）がある。これは元国連事務総長のコフィー・アナン氏が 2006 年に提唱した責任投資原則（PRI）を不動産セクターにまで拡張した考え方である。RPI には、省エネや環境保護、自発的認証制度といった環境（E）の要素に加え、労働者福祉、自然災害などの防止策などの安全衛生などの社会（S）の要素も含まれている。不動産は地球環境問題・気候変動対策から地域活性化、老人福祉に至るまでさまざまな社会課題と密接に関わっており、RPI の 10 項目にもそれらが盛り込まれていることがわかる（表 5）。

7. ESG 要素を考慮した不動産投資のフレームワーク

UNEP FI の不動産 WG は 2017 年 1 月、SDGs の達成に向けた金融のフレームワークとして「ポジティブ・インパクト金融原則」を制定し、これに基づき 2018 年 11 月には不動産セクター向けに「ポジティブ・インパ

表 8 不動産に係る環境認証・ESG 評価制度（国土交通省 [10]）

対象	ESG 要素の総合的な評価		省エネ・GHG などの環境面を評価	
	海外	日本	海外	日本
個別不動産	・ LEED ・ BREEAM ・ NABERS	・ CASBEE ・ DBJ Green Building 認証	・ ENERGY STAR ・ EPC ・ Green star	・ BELS ・ e マーク
不動産会社・ ファンドなど		・ GRESB	—	—

50 の建物、1,900 の住宅系施設、10 以上の公園・広場を含む欧州最大規模の開発案件であり、歴史的建造物の保存と同時に施設内の建物はすべて環境に配慮された設計で太陽光発電施設も設置するなど環境への配慮も実現した。

9. 不動産や不動産企業・ファンドなどの認証制度

不動産や不動産企業・REIT などへの ESG 要素を考慮した投資判断において現在さまざまな評価制度が構築され、利用できるようになってきている（表 8）。これまで主に省エネなどの環境性能の観点から建築物に対する認証制度が世界各国で開発されてきたが、このような認証制度は不動産企業が自ら ESG を考慮して不動産の開発・運用を行う際にも利用されるようになってきている。個別不動産を対象とする代表的な認証制度としては、建築物の省エネルギー性能を対象とする米国発の ENERGY STAR や総合的な環境性能に関する米国発の LEED、日本発の CASBEE、DBJ Green Building 認証などが挙げられる。また不動産会社やファンドを対象とする認証制度としては、2009 年にオランダの年金運用機関 APG などにより国際的な評価基準として創設された GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) がある。このような不動産会社やファンドに対する認証は機関投資家が ESG 要素を考慮した投資を行ううえで有用な情報になり得る。

実際コロナ禍であるにもかかわらず GRESB は 2020 年度の「GRESB 不動産」の評価取得機関が、世界全体で 1,229 社となり、前年から約 20% 増加したと発表した。1,229 社の内訳は不動産企業、REIT、プライベートエクイティ・ファンド、不動産デベロッパーなどであり、対象の不動産価値総額は 4.8 兆米ドル（約 510 兆円）となり、前年の 4.1 兆米ドルから約 17% 伸長した。対象物件数は 64 ヶ国で合計 9.6 万件であった。REIT のカバー率が 61% まで増加したのと同様に「GRESB インフラストラクチャー」への参加企業は、前年の 107 社から 2020 年度は 118 社となり 10% 増

え、施設数も前年の 393 から 2020 年度は 426 へと 8% 増えた。施設価値総額は 40 ヶ国で 5,760 億米ドルに上り、保有インフラ施設ののうち一つ以上で GRESB 評価に参加したインフラ運用会社は、IPE 発表の世界トップ 100 で 32%、インフラ投資額の大きいアセットオーナー世界上位 50 では 38% にまで到達した。GRESB は不動産やインフラの気候変動物理的リスクを評価するための「GRESB レジリエンス」も過去 2 年実施しており、2020 年度も不動産企業が 408、インフラ企業が 98、インフラファンドが 28 の合計 534 法人が参加した。2021 年からはレジリエンス項目は、ほかの評価指標の中に組み込まれていくことが予定されている。

このように不動産投資において対象物件や企業・ファンドなどの ESG 要素を考慮する ESG 投資が急速に増えてきており、新しい時代に突入しつつあることがわかる。

10. おわりに

世界で ESG 投資が急速に拡大しており、「脱炭素」、「ダイバーシティ」、「インクルージョン」が今後の世界の大きな課題、トレンドの一つになり得る。特に欧米のミレニアル世代を中心にそのような価値観を支持する傾向が高まっているとの報告もある。

不動産は私たちの身近にある巨額の資産であり、社会と密接に関わっているため、より良い社会の実現に貢献し得る大きなポテンシャルを秘めている。不動産投資に ESG 要素を取り込むことで不動産を有効活用できれば ESG 課題の克服と同時に不動産投資家やオーナーにとっては不動産価値の向上を期待でき、さらに良い循環が生み出される可能性がある。

コロナ禍にあってもグローバルで責任不動産投資や ESG 不動産投資が増加しており、今後益々その流れは加速、拡大していくことが予想される。ただし、普及にはまだまださまざまな課題がある。それは評価・認証制度の目線の統一や過去実績の分析による評価の裏付け・評価の質の担保、エネルギー・環境性能の評価に加えて社会的インパクトの評価軸の拡充、ポジティ

ブ・インパクトの測定方法の改善などである。

これらの課題解決には産官学連携の取組みや学界の研究によって貢献できる領域も多い。国土交通省や環境省などを中心にさまざまなイニシアティブが立ち上がっているが、ESG要素を考慮して正の社会的インパクトを創出する新しい時代の不動産ファイナンスの発展に貢献する多種多様な人材の参画が期待されている。

参考文献

- [1] 国土交通省, 「ESG 不動産投資のあり方検討会 中間とりまとめ—我が国不動産への ESG 投資の促進に向けて—」, <https://www.mlit.go.jp/common/001296850.pdf> (2021 年 7 月 26 日閲覧)
- [2] 国土交通省, 「不動産投資市場の現状について」, <https://www.mlit.go.jp/common/001242304.pdf> (2021 年 7 月 26 日閲覧)
- [3] GSIA, 2018 Global Sustainable Investment Review, http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf (2021 年 7 月 26 日閲覧)
- [4] GPIF, 「年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則, 令和 2 年 4 月 1 日一部変更」, https://www.gpif.go.jp/about/philosophy_03.pdf (2021 年 7 月 26 日閲覧)
- [5] UNEP FI, Bentall Kennedy and REALPAC, Global ESG Real Estate Investment Survey Results, <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/03/Global-ESG-Real-Estate-Investment-Survey-Results.pdf> (2021 年 7 月 26 日閲覧)
- [6] 公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会, 「ESG 不動産投資の不動産の鑑定評価への反映—オフィスビルの健康性・快適性, 利便性, 安全性の評価—」, https://www.fudousan-kanteishi.or.jp/wp/wp-content/uploads/2019/09/ESG_hyouka.pdf (2021 年 7 月 26 日閲覧)
- [7] UNEP FI, Responsible Property Investing: What the leaders are doing, https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/responsible_property_investing-01.pdf (2021 年 7 月 26 日閲覧)
- [8] UNEP FI, 「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク」, https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/06/PI-Real-Estate-Investment-Framework_Japanese.pdf (2021 年 7 月 26 日閲覧)
- [9] 国土交通省「ESG 不動産投資のあり方検討会」, 「不動産投資における ESG, SDGs の動向—TCFD とポジティブ・インパクト投資—」, <https://www.mlit.go.jp/common/001274119.pdf> (2021 年 7 月 26 日閲覧)
- [10] 国土交通省, 「不動産鑑定評価における ESG 配慮に係る評価に関する検討業務 報告書」, <https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/content/001404752.pdf> (2021 年 7 月 26 日閲覧)