

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

『不動産投資市場における ESG の現状と今後』

- 不動産運用においても ESG を考慮することは一般的になりつつある。
- ESG に配慮されたオフィスビルの取得時利回りについて、そうではないオフィスビルと比較して 5 年後には利回りが低くなると予想する不動産 AM が 7 割に達している(当社調べ)。
- 近い将来、アセットタイプや立地に加え、ESG への配慮が不動産の価値を決定づける要因の一つになる可能性は高いと考える。市場評価に ESG への配慮がほとんど織り込まれていない今こそが、不動産 AM や投資家にとってポートフォリオの内容を再考するチャンスではないか。

不動産投資市場でも高まる注目

不動産投資市場においても ESG(環境・社会・ガバナンス)の存在感は高まり続けている。金融市場で先行して ESG への取り組みに対する評価が進んできたが、気候変動抑制に関する国際的協定としてパリ協定が締結されたこと、GPIF が ESG を考慮した投資推進を開始したこと等が追い風となり、不動産投資市場でも注目が高まりつつある。本稿では不動産アセットマネジメント会社(以下、不動産 AM)・テナント企業へのアンケートやヒアリングを基に、不動産投資市場における ESG への取り組みに対する評価の現状と今後について考察する。なお、ESG においては S(社会)や G(ガバナンス)の要素も重要であるが、本稿では注目度の高い E(環境)を主に取りあげる。

図表 1: ESG に関連する主な出来事

年	月	イベント	年	月	イベント
1997	12	京都議定書締結	2015	12	パリ協定締結 (COP21)
2006	4	PRI (責任投資原則) 公表	2017	6	TCFD (気候関連財務情報開示タスクフォース) 最終報告書公表
2007		RPI (責任不動産投資) 公表	2018	11	UNEP FI ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク公表
2009		GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) 創設	2020	10	TCFD サミット開催。菅首相によるカーボンニュートラル宣言
2014	2	日本版スチュワードシップ・コード公表	2021	11	COP26 (第 26 回国連気候変動枠組条約締約国会議)
2015	6	日本版コーポレートガバナンス・コード公表			
	9	SDGs (持続可能な開発のための 2030 アジェンダ) 採択。GPIF が PRI に署名			

出所 三菱 UFJ 信託銀行

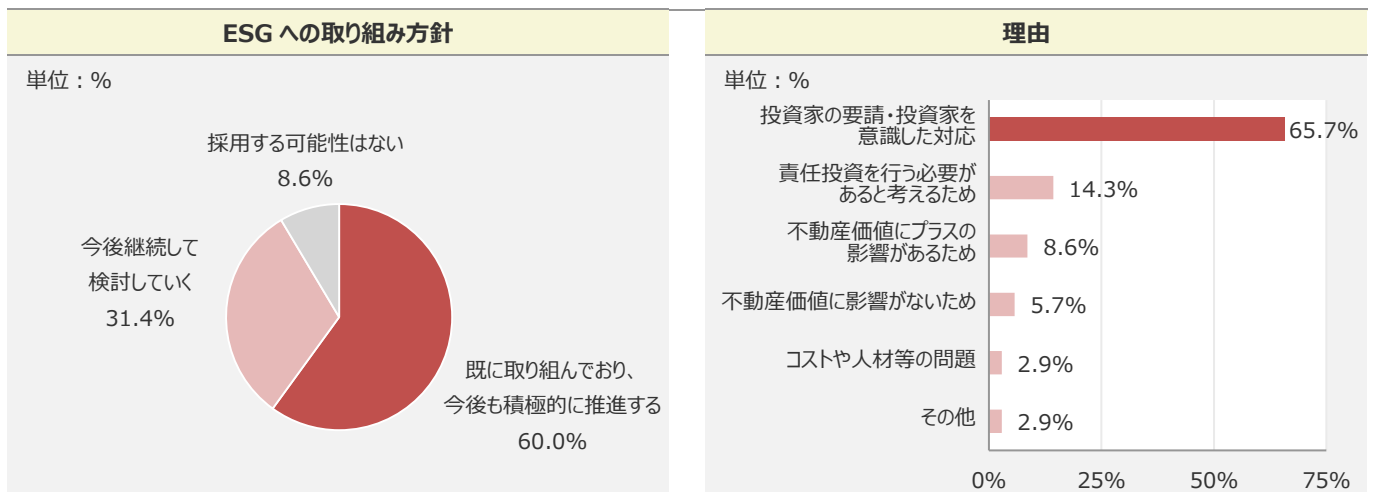
投資家の要請で進む ESG への取り組みの評価

不動産 AM や投資家によって軽重があるが、不動産運用で ESG を考慮することは一般的になりつつある。図表 2 の弊社アンケート結果によれば、不動産 AM の 9 割超が不動産運用で ESG を、既に考慮している、ないしは ESG を考慮することについて前向きな回答¹をしている。その背景にあるのは投資家(不動産 AM にとっての資金の出し手)の要請である。現時点で ESG を考慮する理由として「投資家の要請・投資家を意識した対応」と回答した不動産 AM が 6 割強を占めている。筆者の取材では、「ESG

¹ 本文中での前向きな回答とは、具体的に ESG への取り組み方針について「今後継続して検討していく」との回答を指す

に関する要請に対応できないと門前払いされてしまう」といった声も不動産 AM から聞かれた。

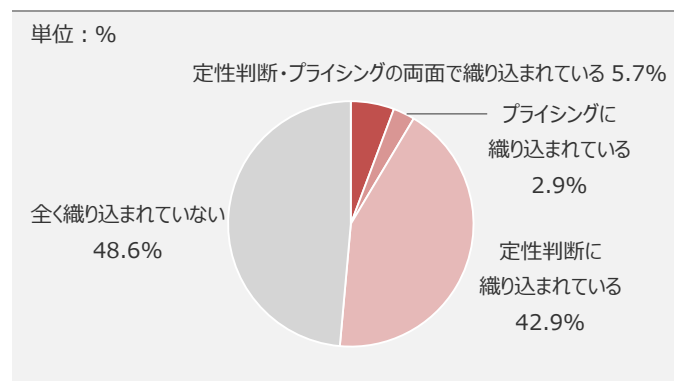
図表 2: ESG を重視する不動産 AM の割合とその理由



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査（2021 年上期、ご回答社数 35 社）」

具体的に ESG への取り組みは不動産投資の実務でどのように考慮されているのだろうか。図表 3 によれば、ほとんどの不動産 AM は定性判断でのみ ESG を考慮していることが読み取れる。不動産の価格評価（プライシング）にまで考慮する割合は 1 割に満たない。その理由として、「経済的リターンの源泉になるかはまだ定かではない」といった声が聞かれる。現状は ESG の考慮は経済的リターンの追求と同じベクトル上にないと大半の不動産 AM が考えていると思われ、一部からはグリーンウォッシング（うわべだけの環境配慮の取り繕い）でさえも「現状ではいたし方ない」とするニュアンスもヒアリングにおいて感じられた。ESG に配慮されたオフィスビルのキャップレートについては、そうではないオフィスビルと比較して現時点では変わらないと考える不動産 AM が 8 割を占めることも整合する（図表 4）。

図表 3: ESG の不動産投資への適用状況



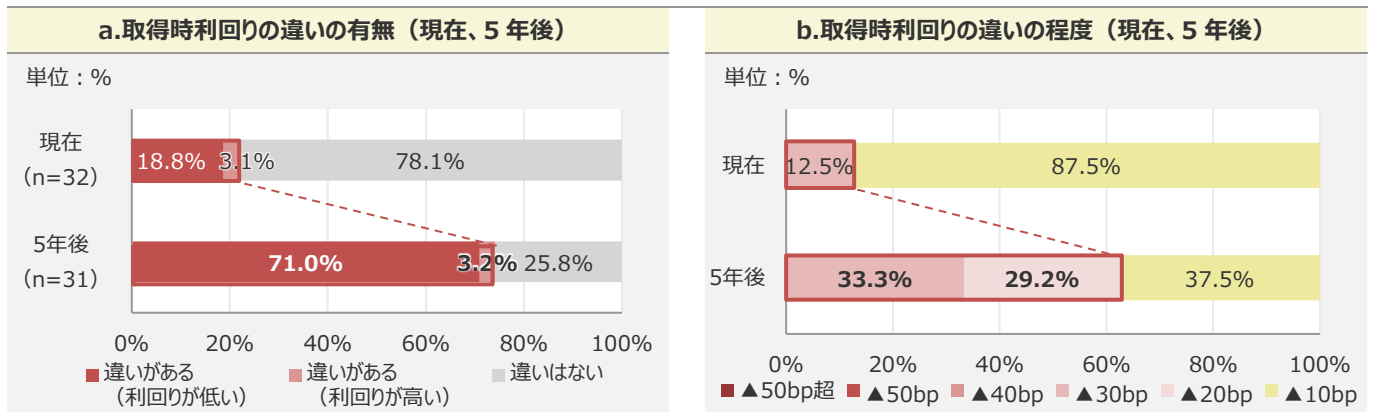
出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査（2021 年上期、ご回答社数 35 社）」

不動産 AM は ESG への取り組みが将来的には評価されると予想

しかしながら、ESG に配慮されたオフィスビルの「5 年後」のキャップレートについては、非配慮ビルと比べて低くなると考える不動産 AM が 7 割を超えていることにも注目したい。不動産 AM が、将来の評価にこのような見通しを持っている背景として、どういった要因が考えられるだろうか。キャップレートの構成要素を紐解けば²、(リスクフリーレートを除いて) i) リスクプレミアムの低下、ii) 賃料収入等のグロスレート(成長率)の上昇、のいずれかを不動産 AM は予想していると解釈することができる。より具体的には、i) テナント企業の ESG 配慮を求める動きや環境規制の強化により、グリーンプレミアム/ブラウンディスカウントが拡大すること、さらに ii) テナント企業が賃料を上乗せして支払う姿勢が高まること、等が例として挙げられるだろう。この解釈に基づけば、図表 4 の不動産 AM のキャップレート低下予想には、テナント企業が ESG の付加価値をより高く評価したり、追加コストの負担を許容する姿勢へ変化することが織り込まれている、ということになる。

² キャップレート＝リスクフリーレート＋リスクプレミアム－NOI 等のグロスレート(成長率)、と本稿では定義する

図表 4: ESG に配慮されたオフィスとそうではないオフィスの取得時利回りの違いの有無、およびその違いの程度



出所 三菱UFJ信託銀行「私募ファンド調査（2021年上期、ご回答社数35社）」

注1 本設問におけるモデルビルは、以下の通り。

所在：東京都千代田区 用途：オフィス 築年数：20年 土地面積：2,000㎡ 建物延べ床面積：13,000㎡

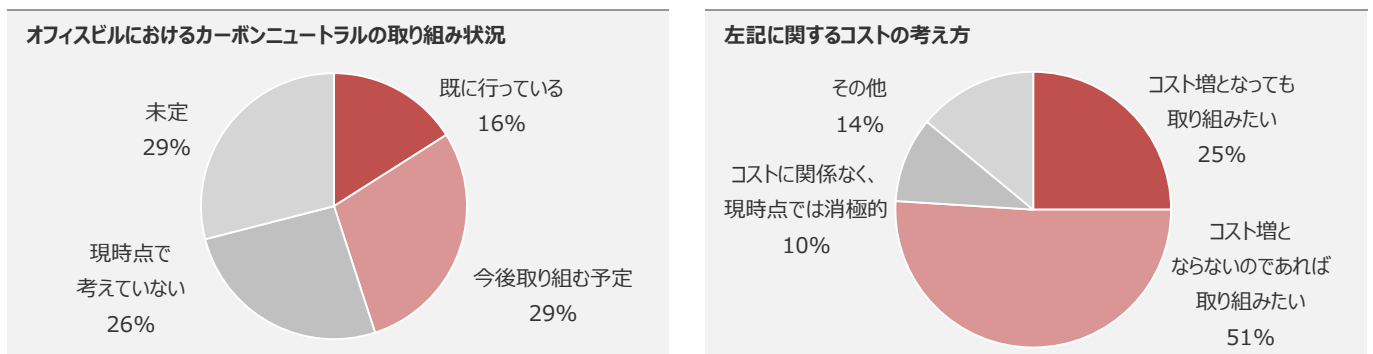
構造と階数：鉄骨・鉄骨鉄筋コンクリート造陸屋根地下1階付10階建

注2 ESGに配慮されたオフィスビルとして、ESGのうち環境面にてCASBEE（不動産）におけるAランク相当を取得可能なビルを想定

テナント企業が追加コストを支払うことへのハードルは高い

ただそういった不動産AMの見通しとは別に、テナント企業は、入居するオフィスビルの環境への配慮について関心は相応に高いものの、追加コストを支払うことへのハードルは高いようである。図表5は、E(環境)のなかでも重要なテーマであるカーボンニュートラルへの取り組みについて、弊社顧客(テナント企業)に対してアンケート調査を行った結果である。その取り組み状況について、「既に行っている」との回答は16%で今後取り組む予定を含めると45%に達するが、一方で「コスト増になっても取り組みたい」とする回答は25%に止まっている。

図表 5: テナント企業のオフィスビルにおけるカーボンニュートラルの取り組み状況とコストの考え方



出所 三菱UFJ信託銀行「オフィスアンケート集計結果」（2021年8月、ご回答社数151社）

ESGへの取り組みが守るべきルールへとフェーズが変わるか

しかし、今後、(1)テナント企業の、ステークホルダーからのESGに係る要請が益々高まると予想されることや、(2)不動産に関する規制導入・強化が進む可能性等を勘案すれば、不動産AMのキャップレート低下予想には蓋然性があると考えられる。

(1) ステークホルダーからのテナント企業への要請

グローバル企業ではコストを負担してでも、環境に配慮したオフィスビルを選択する動きが出ている。それは、これらグローバル企業に対する、ESGへの取り組みに係る社会的な期待が高いためである。例えば、マイクロソフトのシリコンバレーキャンパスやコカ・コーラ(日本コカ・コーラ)の渋谷本社ビルはLEED認証のプラチナを取得している。また、株主や顧客・消費者、取引先からの要請は勿論のこと、

従業員の意識にも変化がみられる。米国では同一条件のジョブオファーがある場合に、79%の候補者が、LEED 認証取得ビルに入居している企業を選ぶという調査結果³もでてきた。米国のテナント企業は従業員の採用・リテンションのためにも環境への配慮を求められるようになってきたと言える。日本においても、さらなるテナント企業の意識変革が進む可能性があるだろう。

(2) 不動産に関する規制導入・強化

テナント企業の意識変革とは別に、不動産に関する規制導入・強化も進む。海外の一部では、英国における環境性能の低い建築物の新規賃貸の禁止など、まさに ESG 対応ができない不動産の座礁資産化を引き起こす可能性のある規制が導入され始めている(図表 6)。日本においても、中規模のオフィスビル等にも省エネ基準適合を求める改正省エネ法の施行など、不動産に対する環境規制は厳しさを増している。

こうした環境変化を踏まえれば、近い将来、アセットタイプや立地に加え、ESG への配慮が不動産の価値を決定づける要因の一つになる可能性は高いと考えられる。市場評価に ESG への配慮がまだほとんど織り込まれていない今こそが、不動産 AM や投資家にとってポートフォリオの内容を再考するチャンスではないか。

図表 6: 不動産に関する環境規制の例

国名	不動産に関する環境規制の主な例
英国	(イングランドおよびウェールズ) <ul style="list-style-type: none"> 2018 年以降、環境性能に基づいて 7 段階 (A~G ランク) に分類する EPC (Energy Performance Certificates) の F ランク以下の建築物は新規賃貸禁止 2030 年以降、C ランク以下の建築物に上記規制の対象が広げられる見込み
EU	<ul style="list-style-type: none"> 2021 年以降、全ての新築の建築物について Nearly ZEB (注) を求める
米国	(ニューヨーク市) <ul style="list-style-type: none"> 全ての建築物について 2030 年までに 40%、2050 年までに 80%の二酸化炭素排出量の削減を求める
日本	<ul style="list-style-type: none"> 建築物省エネ法 (2015 年公布) により、延べ面積 2,000 m²以上のオフィスビル等は省エネ基準への適合を建築確認の要件とする 2021 年 4 月以降、改正建築物省エネ法 (2019 年公布) により、上記延べ面積の基準が 300 m²以上となり、中規模のオフィスビル等も対象に追加された

出所 公表資料を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

注 ZEB (Net Zero Energy Building) とは、消費するエネルギーの収支をネットでゼロにすることを目指した建築物のこと

三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部

船窪 芳和

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供したお客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。
- 本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。
- 上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。

³ U.S. Green Building Council