

特集 ESG と不動産

ESG 投資の発展形としてのインパクト不動産投資

—国内外における動向と今後の展開に向けた課題—

CSRデザイン環境投資顧問株式会社 代表取締役社長 堀江 隆一
 ほりえ りゅういち
 同 シニア・リサーチャー 大下 剛
 おおした つよし

1. はじめに

環境 (Environment)・社会 (Social)・企業統治 (Governance) の要素を考慮する ESG 投資の概念は近年で急速な展開をみせており、株式投資などの分野ではすでに主流化したとも言われる¹。最近では ESG 投資の進化形として、環境・社会・経済により良い影響(「ポジティブ・インパクト (Positive Impact)」)を与えることを意図した「ポジティブ・インパクト金融」ないしは「インパクト投資」が注目されており²、こうした動向は不動産投資の分野においても見られる。

筆者らの属する CSR デザイン環境投資顧問株式会社 (以下、「CSRDI」) は 2011 年以来、不動産分野の ESG 指標としてグローバルスタンダードとなっている GRESB³の日本における唯一の推奨アドバイ

ザーとして、ESG に関する取り組みの推進に尽力してきた。また、筆者らは 2020 年度の環境省ポジティブインパクトファイナンスタスクフォースの事務局を、また、筆者の堀江は国連環境計画・金融イニシアティブ (「UNEP FI」) 不動産ワーキンググループの特別顧問や国土交通省の「ESG 不動産投資のあり方検討会」委員を務めるなど、海外で始まったインパクト投資の国内展開に関与する機会を得た。本論文では、これらの経験をもとに、一般的に ESG 投資の発展形として位置づけられる「インパクト投資」について、不動産分野における国内外の動向、先進事例の紹介と今後の展開にあたっての課題を説明する。

2. インパクト投資とは：その定義と特徴

「インパクト投資 (Impact Investing)」という語は 2007 年にロックフェラー財団によって生み出されたとされるが⁴、「ポジティブ・インパクト」の概念は、2015 年に UNEP FI のポジティブ・インパクト・ワーキンググループが発表した「ポジテ

¹ 根拠となる関連データについては、Global Sustainable Investment Alliance (2020) 「Global Sustainable Investment Review 2020」などが詳しい。<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>

² 例えば、林寿和「上場株式におけるインパクト投資の潮流と可能性」『月刊資本市場』No. 422 (2020 年 10 月) pp. 28-36 の指摘など。<https://www.nam.co.jp/news/ppdf/201109.pdf>

³ GRESB は、不動産会社・ファンドの環境・社会・ガバナンス (ESG) 配慮を測る年次のベンチマーク評価及びそれを運営する組織の名称。責任投資原則 (PRI) を主導した欧州の主要年金基金グループを中心に 2009 年に創設された。投資先の選定や投資先との対話に GRESB データを活用する「投資家メンバー」は 120 機関以上 (運

用資産額 28 兆米ドル) にのぼり、日本からも株式会社日本政策投資銀行 (DBJ)、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) など複数団体が参加している。<http://gresb.com/>

⁴ Saadia Madsbjerg (2018) 「Bringing Scale to the Impact Investing Industry」<https://www.rockefellerfoundation.org/blog/bringing-scale-impact-investing-industry/>

「イブ・インパクト・マニフェスト」の中で改めて体系化されたものである。このマニフェストにおいて、「ポジティブ・インパクト」とは、「潜在的にネガティブな影響がきちんと特定され、軽減されるとともに、経済、環境、社会のうちの1つ以上の側面にプラスの影響を与える」ものと説明されている⁵。

このマニフェストが提唱された背景には、持続可能な開発目標（SDGs）の達成に向けた民間金融機関の行動・価値観変革の必要性に対する認識があった。SDGs 達成にあたっては、2030 年までに年間およそ 5～7 兆ドルの資金が必要であると試算されているが、公的資金だけでは年間 2.5 兆ドルの不足が発生すると予想されている⁶。この資金的な「ギャップ」を埋めるために民間資金の大量流入を促す新たな金融パラダイムとして「ポジティブ・インパクト・マニフェスト」は提唱されたのである⁷。

このマニフェストに基づき、2017 年、UNEP FI メンバーの 19 の金融機関は「ポジティブ・インパクト金融原則」（以下、「PIF 原則」）を公表し、金融において「ポジティブ・インパクト」を創出す

るための共通原則を示した⁸。この原則は、持続可能な開発の 3 側面（環境、社会、経済）についてポジティブおよびネガティブの両面からインパクトの評価を行う包括的な内容となっており、次の 4 要素で構成されるものである。

原則 1 (定義) : ポジティブ・インパクト金融とは、SDGs の達成に向けて環境、社会、経済のうち 1 つ以上に貢献するとともに、ネガティブなインパクトを特定・緩和するものである。

原則 2 (枠組み) : ポジティブ・インパクト金融を実行するにあたっては、各社の投融資がもたらすポジティブ・インパクトを特定、そのインパクトをモニターするための適切なプロセス、手法、ツールが必要である。

原則 3 (透明性) : ポジティブ・インパクト金融は、内容、そのプロセス、結果としてのインパクトについて透明性の確保と情報開示が必要である。

原則 4 (評価) : ポジティブ・インパクト金融は、実際のインパクトに基づいた効果測定、適切な内部プロセスや外部機関による評価が必要である。

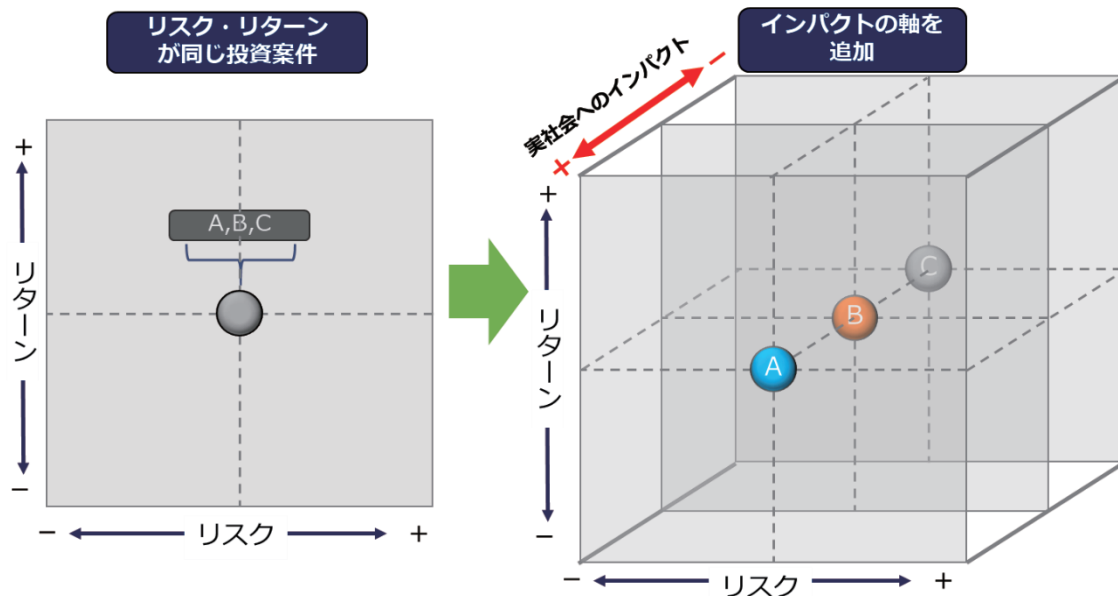
PIF 原則の特徴的な点は、サステナビリティに関する目標達成とビジネス上の制約、すなわち、ポジティブ・インパクトへの志向とリスク・リターンの考慮が必ずしも相反するものではないことを示した点にある。インパクト投資は、投資案件のリスク・リターンに加え、「実社会へのインパクト」という新たな軸を導入する。つまり、これまでの投資案件は一般的にリスクとリターンの二軸のバランスによって評価を行ってきたが、インパクト投資においては「実社会へのインパクト」という第三軸を加えて評価を行うことになる（図 1）。なお、PIF 原則におけるインパクト投資では、この三本の軸は同じ重みをもち、リスク・リターン

⁵ UNEP FI (2015) 「Positive Impact Finance; A Common Vision for the Financing of the Sustainable Development Goals (SDGs)」 <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2017/06/POSITIVE-IMPACT-MANIFESTO-JUNE-17.pdf>

⁶ 国連貿易開発会議 (UNCTAD) (2014) 「World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan.」 https://unctad.org/system/files/official-document/wir2014_en.pdf

⁷ なお、経済協力開発機構 (OECD) は 2021 年、「Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2021」の中で、COVID-19 による世界経済の不透明感、途上国におけるコロナ緊急対策の必要性から、途上国だけでさらに約 70%、1.7 兆ドルの「ギャップ」が追加的に発生すると報告している (<https://www.oecd-ilibrary.org/sites/6ea613f4-en/index.html?itemId=/content/component/6ea613f4-en>)。同様に国連も 2021 年に公表した「Financing for Sustainable Development Report 2021」の中で COVID-19 は持続可能な開発にとっての「失われた 10 年」をもたらす可能性があるかと警告している (https://developmentfinance.un.org/sites/developmentfinance.un.org/files/FSDR_2021.pdf)。

⁸ UNEP FI (2017) 「ポジティブ・インパクト金融原則 : SDGs 達成に向けた金融の共通枠組み」 <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/09/POSITIVE-IMPACT-PRINCIPLES-JAPANESE-WEB.pdf>

図1: 「実社会へのインパクト」を含めた三軸の視点⁹

が同程度の案件であれば実社会へのインパクトの大きい案件を選好するということを意味する。すなわち、金融機関・機関投資家の大規模な資金流入を促すPIF原則においては、実社会へのインパクトを創出すると同時に、市場水準のリスク・リターンを確保することも重要となる。

このPIF原則の実践に向け、UNEP FIは2018年、総合的なインパクト分析を行うためのツール「インパクト・レーダー」（図2）を開発した¹⁰。これは、SDGsの17の目標を、ビジネスや金融がインパクトを発生させる22の領域「インパクト・カテゴリー」に置き換えたもので、事前のインパクト特定と事後のインパクト測定（モニタリング、報告）の両方に活用できるものとして設計されている。

このインパクト・レーダーを内包し、PIF原則を不動産投資に実践するための枠組みとして、UNEP FI不動産ワーキンググループは2018年11月、「ポジティブ・インパクト不動産投資フレーム

ワーク」（以下、「PI不動産フレームワーク」）を公表した¹¹。本PI不動産フレームワークでは、前述のPIF原則を実践するため、4つの投資目標：①インパクトの明確化、②市場水準およびサステナブルなリターン、③インパクトの計測、④追加的な資金および/またはインパクトのフローを以下のように定義する。

①インパクトの明確化

インパクトの明確化とは、投資活動を通じて創出するポジティブなインパクト、管理・緩和すべきネガティブなインパクトを包括的(holistic)に分析し、特定することである。「包括的に」とは、例えば主張しやすいポジティブなインパクトだけを取り上げるのではなく、前述のインパクト・レーダーを活用し、22の全てのカテゴリーについてポジティブ、ネガティブの両面について検討することを意味する。

⁹ PRI (2017) 「The SDG Investment Case」 <https://www.unpri.org/download?ac=5909> を元に筆者改変

¹⁰ UNEP FI (2018) 「インパクト・レーダー：包括的なインパクト分析のためのツール」 https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/12/PI-Impact-Radar_J.pdf

¹¹ UNEP FI (2018) 「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク：総体的インパクト分析ツール：ポジティブ・インパクト金融の実践ガイド」 https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/06/PI-Real-Estate-Investment-Framework_Japanese.pdf なお、筆者の一人である堀江は、本PI不動産フレームワークの策定および日本語版の監修に関わっている。

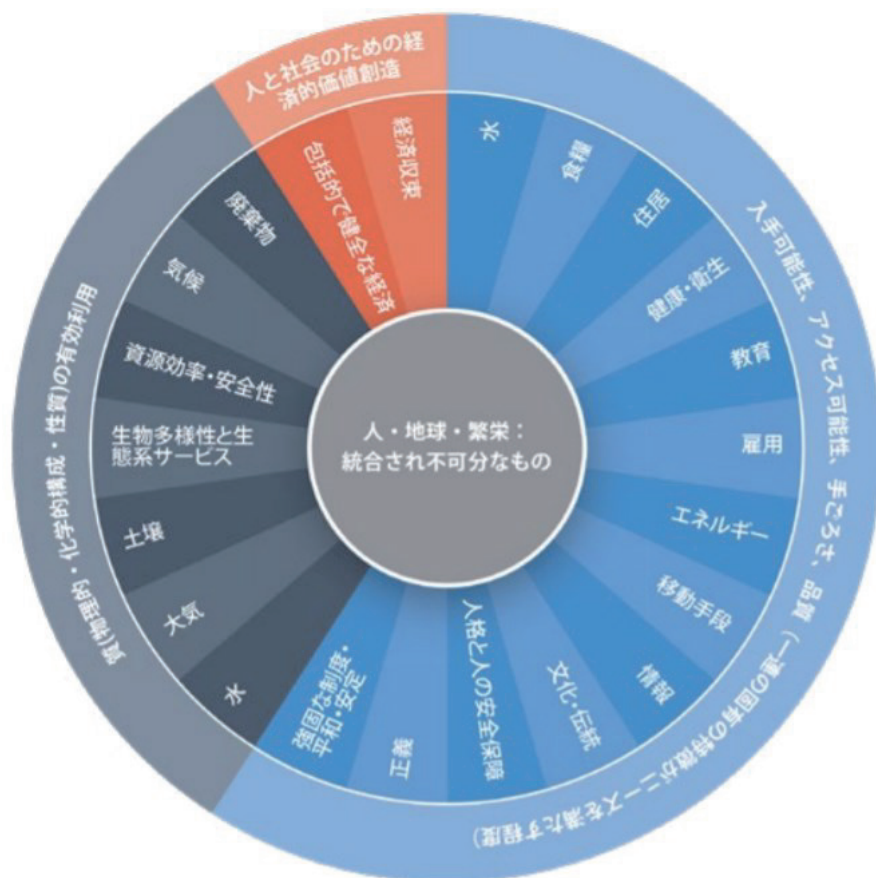


図2：UNEP FI「インパクト・レーダー」

②市場水準およびサステナブルなリターン

投資家には、その投資活動がサステナブルでかつリスク調整後に十分な財務的リターンをもたらすことの分析が求められる。市場リターンを下回るリターンも受け入れる広義の「インパクト投資」と異なり、PIF 原則は投資アプローチが持続可能な開発に貢献する一方で、市場の規範、受託者責任の基準を満たすことを要求する。これは、今後、ESG インテグレーションの進化により、全ての投資活動に適用されることを意図しているためである。

③インパクトの計測

投資家は、投資前にはインパクトを特定し、使用する指標と目標を事前に決定することでインパクトに対する意図を明確にし、さらに、事後的には、環境、社会、経済のいずれかで創出もしくは

緩和された実際のインパクトを計測することが求められる。計測されたパフォーマンス・データなどは、信頼性を高めるために第三者検証の導入が推奨される。

④追加的な資金および/またはインパクトのフロー

「追加性」とは、従来通りのビジネスを超え、「その投資がなければ提供されなかったであろう」インパクトの創出や資金の流れを生み出すことを指す。こうした追加性の例としては、その「規模」（現在の市場で提供されているよりも多くの量を提供できるようになること）、「新しい市場」（資本が不足しているセクターへのサービスを提供すること）、「タイミング」（インパクトおよび資金の流れを加速させること）などがある。

これら PIF 原則、PI 不動産フレームワークは、

不動産投資の現場においてどのように意識、活用されているのであろうか。次の項では国内外における具体的なインパクト不動産投資の例を紹介する。

3. インパクト不動産投資の実例

PIF 原則、およびPI 不動産フレームワークが意識・活用されている事例として、ここでは海外の先進2 事例と、PI 不動産フレームワークに準拠して実施された日本の1 事例を紹介する。なお、ここで紹介する日本の事例は、PI 不動産フレームワークに適合した世界初の案件である。

(1) ハーミーズ・インベストメント・マネジメン ト等によるキングス・クロス・セントラル再開発 (イギリス/ロンドン)¹²

「キングス・クロス・セントラル (King's Cross Central)」は、ロンドン中心部に近いキングス・クロス駅周辺 27 万㎡超の工業跡地(旧石炭集積・分配場)を、サステナビリティに配慮した複合施設(商業、住居、オフィス、学校、公園など)へと転換する再開発プロジェクトである。本プロジェクトは英国の大手ディベロッパーのアージェント社と、年金運用機関のハーミーズ・インベストメント・マネジメントによって主導された。完了予定年は 2025 年であり、再開発がすべて完了すると、50 の建物、1,900 の住宅系施設、10 以上の公園・広場を含む、欧州最大規模の再開発プロジェクトとなる。再開発にあたっては歴史的建築物の保存を行い、同時に環境に関する配慮を十分に行っている点に特徴がある。

本プロジェクトでは、再開発によって生み出すことのできる環境、社会、経済の3 側面のインパクト、それらの便益の評価、計測手法について、外部コンサルタントに助言を求め、その結果を開示している。具体的に開示されているインパクト

の例は以下の通りである。

<社会経済的便益>

- ・ 600 の職業訓練を実施し、実習生の生涯便益が 1,680 万ポンド(約 24 億円) 向上
- ・ 周辺地域の雇用増加は 5 年間で 50% (ロンドン平均 18%)

<社会的便益>

- ・ 900 の住宅新設のうち 36%がアフォーダブル住宅(ロンドン平均 25%)
- ・ 約 10.5 万㎡(全敷地の 40%) のオープンな公共スペース、2 年間で 750 万人の来場者などにより、120 万ポンド(約 1.7 億円) の公共スペースの価値向上
- ・ 1,000 人が参加のボランティア、スポーツイベントなどにより 1,250 万ポンド(約 18 億円) の健康・福祉向上

<環境的便益>

- ・ 敷地内の全ての建物が環境配慮、オフィス棟はすべて BREEAM 取得
- ・ Combined Heat and Power (CHP)「熱源供給システム」(コージェネレーション)により域内全域へ温水を供給。周辺地域よりも省エネ性能が優れ、テナントにとっての暖房費も廉価である。
- ・ 太陽光発電: 200,000 kWh/年(計画値)
- ・ 900 台分の駐輪場
- ・ 9,000 ㎡の屋上緑化、壁面緑化
- ・ 廃棄資材を活用した菜園
- ・ 埋立処理する廃棄物の排出ゼロを目標に、リサイクル、食品廃棄物、エネルギーのための焼却の3 通りで処理。それぞれは専門施設・業者に委託し、2014~15 年の開発によって発生した廃棄物の 90%以上は埋め立てを回避。

また、本再開発プロジェクトに関しては、再開発地域に与えるインパクトに加え、当該地域を取り囲む広域エリアに与えたインパクト、すなわち開発前から存在した社会・経済的な地域課題に本開発プロジェクトがどのように貢献しているかの評価・計測も行われている。例えば、経済面に関

¹² 本プロジェクトの詳細は Argent LLP (2017)「The Economic and Social Story of King's Cross」<https://www.argentllp.co.uk/content/The-Economic-and-Social-Story-of-Kings-Cross.pdf> で入手できる。

しては雇用、ビジネスにおける改善（失業率の改善など）、また、本再開発プロジェクトが生み出した産業セクターの変化として「知的生産に関わる仕事が2009年比で11,000人増・65%増加した」などの評価が行われている。その他、広域エリアへの来訪者数の増加、不動産価格の上昇、犯罪率の低下の他、人や社会における包摂性という側面では、所得増加、学校での出席率向上などを評価している。

こうした定量化されたインパクトの分析を行うことで、プロジェクトによって生み出されたインパクトの内容が明確化され、その管理・評価が可能となる。また、インパクトの定量的分析は、投資家にとっても他の地域再生プロジェクトと比較してインパクトの規模を検討することを可能にしている。

(2) レンドリース等による南バランガルー再開発プロジェクト（オーストラリア／シドニー）¹³

バランガルー（Barangaroo）は、シドニーのビジネス中心区域西岸に位置する、広さ22万㎡のウォーターフロント地区である。かつてはコンテナ埠頭であった場所で、埠頭移設後は長年にわたり閉鎖されていた。2009年にニューサウスウェールズ州により「C40プロジェクト」¹⁴として再開発が着手され、オフィス、住居、カフェ、レストラン、ホテルなどの複合施設、オープンスペースなどのある商業・金融街に転換する再開発計画が2024年完了の予定で進められている。うち、オーストラリアの不動産・建設大手のレンドリース社によ

る「バランガルー南プロジェクト」（7.5万㎡）は、2024年までの10年間、開発費用は総額60億ドル（約4,500億円）以上となる再開発プロジェクトである。

バランガルーは、オーストラリア初の大規模カーボン・ニュートラル（炭素中立）・コミュニティ、ウォーター・ポジティブ（処理水が消費する上水を上回る）、廃棄物の埋立ゼロ、地域コミュニティの健康と快適性の向上を目標としている。当該地域の再開発に携わる業者・組織は以下のサステナビリティに関する目標（インパクト）への貢献が求められ、その実績の定期的なモニタリングが行われている。

<環境的便益>

CO₂排出削減・省エネ

- ・管区内建物は、規模に関わらずすべてカーボン・ニュートラル
- ・公共空間や排水処理でのエネルギー消費はすべて敷地内再エネ（屋上設置したパネルはのべ6000平米）、他は外部から調達
- ・従来ビルから20%以上のCO₂排出削減
- ・800kWの再エネ設備
- ・カーボンオフセットを組み合わせるカーボン・ニュートラルを実現
- ・通常の建築よりも20%エンボディドカーボンを削減
- ・垂直なアルミニウムの日よけパネル設置
- ・シドニー湾からの海水を活用した中央集約型の地域冷房システムにより個別で冷房を実施するよりも効率化
- ・オフィスは豪エネルギー格付NABERS最高位6スター、住居棟は5スター取得

水・廃棄物

- ・「ウォーター・ポジティブ」＝消費する上水よりもリサイクルする水の量が多い（1日100万リットル処理）
- ・3棟屋上には雨水タンク設置（9万ℓ分）
- ・トイレの洗浄水、灌漑、消火用などの用途に活用し雨水中水の再利用

¹³ 本プロジェクトの詳細はニューサウスウェールズ州政府による特設ウェブサイト <https://www.barangaroo.com/> から入手できる。

¹⁴ C40は気候変動への解決に積極的に取り組む大都市による世界的なネットワークである。C40を通じて都市同士の協働と知識の共有を行い、気候変動に対して意義があり、測定可能で、継続可能な行動の推進を目指す。バランガルーの本プロジェクトは2013年3月にC40によって「C40 Cities Climate Positive Development Program」として認定されている。https://www.c40.org/press_releases/press-release-australian-city-regeneration-projects-lead-way-for-next-generation-of-green-development

- ・地冷設備での海水利用により 1 億 0 以上の上水消費を削減
- ・管区内の廃棄物は 80%埋め立てを回避し、2400 トンの埋立処理を削減、2020 年までには埋め立てゼロを目標化（建設での廃棄物は 97%埋立回避を目標に）
- ・廃棄物処理で発生する CO₂ は外部からの購入でオフセット
- ・ヒートアイランド対策として 1800 m²の屋上緑化
- ・フェリー、歩行用通路や橋、地下鉄（開業予定）でシドニー中心部と接続することで車両以外での来訪を推奨

<社会的便益>

- ・建設において 10 万人の現場労働者を雇用（本プロジェクトでは 500 人以上の先住民族を雇用）
- ・バラングルー全体の敷地面積のうち 50%は公共空間（通路などを除いた上で）
- ・建設にあたり職業訓練プログラムを実施
- ・開発により 15 億ドルの社会的価値創出を算出
 - >9.27 億ドル：新規雇用とトレーニングの機会
 - >1.25 億ドル：世界トップクラスのサステナビリティ特区を形成
 - >3.27 億ドル：公共と民間の連携
 - >0.73 億ドル：コミュニティ活性化

また、本プロジェクトでは、大規模プロジェクトにおける建設産業の熟年労働力の深刻な不足への対応として、レンドリースは州政府と豪大手トレーニング機関である TAFE NSW と提携し、「バラングルー・スキル・エクステンジ (BSX) パートナシップ」プログラムを実施している。2013 年に本プログラムのトレーニング施設である BSX が再開発敷地内に設立され、以来、語学や IT スキル、労働安全衛生、メンタルヘルスなど、建設労働者のスキル・トレーニングを提供している。本トレーニングプログラムを通じて 2013 年～2015 年の 3 年間で労働者、政府、請負業者のべ 8,900 人にトレーニングが提供され、7,850 万ドル（約 58.9 億

円）の社会経済的効果を生み出したと評価¹⁵されている。また、投入額は 615 億ドルと計算され、1 ドルあたり投資に対し 11.76 ドルの社会経済的効果を創出したと算定されている。

(3) 産業ファンド投資法人による東京都大田区の工場アパート投資¹⁶

三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社（以下、「MCUBS」）と産業ファンド投資法人（以下、「IIF」）は、2019 年 1 月、東京都大田区が運営する工場アパートへの匿名組合出資持分を取得する案件を発表した。これは、PI 不動産フレームワークに適合したポジティブ・インパクト不動産投資として世界初の案件である。IIF は工場アパート「OTA テクノ CORE」取得のために組成された特定目的会社（SPC）に対し、匿名出資組合を通じて出資を行った。大田区はものづくり産業の集積地であるものの、中小の町工場においては後継者問題などを抱えており、MCUBS、IIF では「中長期的な産業振興のための人材育成と技術の継承の場を確保」を本件の主要なインパクト（以下、「主要インパクト」）として掲げている（図 3 参照）。

以下では、本フレームワークの 4 つの投資目標に則したインパクト分析について、CSR が MCUBS ならびに IIF に提出した第三者意見書から抜粋して説明する¹⁷。

①「インパクトの明確化」／③「インパクトの測定」

MCUBS は、本件により生じうるポジティブおよびネガティブなインパクトの両面について検討し、以下のように特定している。

¹⁵ 社会的経済効果は次の 6 項目を用いて算定されたことが開示されている：①労働者の収益力向上、②職場の安全性へ貢献できる能力向上、③社会的ウェルビーイングの意識、④自己の能力に対する肯定感向上、⑤仕事のパフォーマンス向上、⑥租税収入増加

¹⁶ 本プロジェクトの詳細は IIF の当該物件紹介ページから入手できる。https://www.iif-reit.com/portfolio/f-99.html

¹⁷ CSR が発行した第三者意見書は以下から参照できる。http://www.csr-design-gia.com/company/pdf/IIF_impact_opinion_20190109CSR.pdf

持続可能な社会を目指す取組みのイメージ

図3：IIFによる「持続可能な社会を目指す取組みのイメージ」¹⁸

<ポジティブ・インパクト>

- ・ インパクト・カテゴリー：「雇用」および「包摂的で健全な経済」
- ・ 内容：中長期的な産業振興のための人材育成と技術継承の場の確保
- ・ 重要業績評価指標（KPI）：入居する中小企業向けのアフォーダブルに（割安に）提供される賃貸面積、入居企業により維持・創出された雇用の数、入居企業により創出されたイノベーションや受賞の件数

<ネガティブ・インパクト>

- ・ インパクト・カテゴリー：「気候変動」
- ・ 内容：本物件建物における非効率なエネルギー使用により、CO₂排出量が増大するリスク
- ・ KPI：エネルギー消費原単位、CO₂排出原単位

- ・ インパクト・カテゴリー：「土壌」
- ・ 内容：本物件の入居企業である工場から排出される有害廃棄物による周辺地域の汚染のリスク
- ・ KPI：有害廃棄物排出量

ポジティブな主要インパクトは、上記のように、インパクト・カテゴリーの「雇用」および「包摂的で健全な経済」に該当する。また、管理・緩和を行うべきネガティブ面での主要インパクトは「気候変動」と「土壌」のカテゴリーとなる。これらのインパクトとSDGsとの関連性は次のように整理することができる。なお、インパクト・カテゴリーとSDGsとの関連性を考える上では、17の目標ではなくその下に設定された169のターゲットを用いて検討すること、および、国や自治体が掲げる関連目標や課題に照らして検討することが肝要であろう。

- ・ SDGs 目標 8.3「生産活動や適切な雇用創出、起業、創造性、及びイノベーションを支援する開発重視型の政策を促進すると共に、金融サービスへのアクセス改善などを通じて中小零細企業の設立や成長を奨励する。」
- ・ SDGs 目標 9.5「2030年までにイノベーションを促進させることや100万人当たりの研究開発従事者数を大幅に増加させ、また官民研究開発の支出を拡大させるなど、開発途上国をはじめとするすべての国々の産業セクターにおける科学研究を促進し、技術能力を向上させる。」
- ・ SDGs 目標 11.3「2030年までに、包摂的かつ持続可能な都市化を促進し、すべての国々の参加型、包摂的かつ持続可能な人間居住計画・管理

¹⁸ IIF/MCUBS（2019）「2019年1月9日付で公表したプレスリリースの補足資料「資産（匿名組合出資持分）の取得に関するお知らせ」（2019年1月9日）<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/32490/103a69aa/3efa/41fe/85ed/3edcf636dbd7/140120190109458079.pdf>

の能力を強化する。」、および大田区の基本目標 2「まちの魅力と産業が世界に向けて輝く都市（都市基盤・空港臨海部・産業領域）1」を実現するための施策として示される「工業集積の維持・発展に向けた支援」

- ・SDGs 目標 17.17「さまざまなパートナーシップの経験や資源戦略を基にした、効果的な公的、官民、市民社会のパートナーシップを奨励・推進する。」（大田区が物件の直接のテナントであることに加え、シニアレンダーとして日本政策投資銀行が参加し、官民連携による国内初の民設民営の工場アパートを提供）
- ・日本政府による「SDGs 実施指針③：成長市場の創出、地域活性化、科学技術イノベーション」について示された具体的目標「地域中核企業の先導的なプロジェクトを、毎年 200 程度を目安に、5 年間で約 1,000 創出」

なお、「気候変動」などのネガティブ・インパクトについては、MCUBS がインパクトの最小化に向けた対応方針を設定していること、またそうしたインパクトを管理する体制があることを確認している。さらに、MCUBS はインパクトを測定・管理をするための KPI を事前に定め、これを計測し、ネガティブ・インパクトの緩和状況を開示することを表明している。これらのことよりネガティブ・インパクトの管理・緩和に向けた一定の取り組みがなされていると判断できる。

②「市場水準およびサステナブルなリターン」

本件は、大田区を直接のテナントとする約 20 年の長期契約を締結していること、また、IIF は SPC の取得価格よりも低い価格での将来的に本物件の取得が可能な優先交渉権を確保していることにより、市場水準およびサステナブルなリターンを確保していると考えられる。

③「追加的な資金および/またはインパクトのフロー」

本件のような、長期保有を前提とした J-REIT に

よる公的不動産（PRE）への投資は、官民のパートナーシップの構築と国内不動産投資市場の量的/質的拡大という、持続可能な発展のための社会のニーズに対応した投資戦略であると考えられ、また、こうした地方自治体による民間資金の活用は、日本政府による政策課題としても認識されている。本件は J-REIT による PRE 投資の先駆例の一つとして、追加性を有するといえる。

本件においては、海外の先進 2 事例のように社会的便益（創出したインパクト）を定量的に表すことまでは至っていないが、今後、前述の KPI の実績を公表していくことにより、インパクトの一定の定量化・経済的価値への換算が実現していくものであると期待される。

4. インパクト不動産投資の課題

このように展開しつつあるポジティブ・インパクト不動産投資であるが、今後の拡大にあたってはいくつかの課題が残されていると考える。ここではそれらの課題について、近年検討が開始されている様々な取り組みの紹介と併せて述べていきたい。

日本固有の社会課題を検討する必要性

まず、SDGs 達成に向けた資金的ギャップへの解決策という視点から派生した「ポジティブ・インパクト投資」の考え方は、そのままでは我が国固有の課題を的確に捕捉しきれない可能性がある。例えば、少子高齢化、地震を特に意識した災害対策などの我が国の課題は必ずしも SDGs 達成という視点のみでは捉えられないものである。

こうした課題解決の手掛かりとして、官公庁での様々な取り組みが参考になるだろう。例えば国土交通省「ESG 不動産投資のあり方検討会」は、2019 年 7 月に「我が国不動産への ESG 投資の促進に向けて」と題した中間とりまとめを公表している。この報告書は PIF 原則の考え方をほぼ踏襲する形で、「不動産への ESG 投資に当たっては、リスク・リターンの二軸のみを踏まえた投資から、社



凡例:

・同心円の最内層: SDGs

「SDGs インデックス&ダッシュボード評価」(2020)によって我が国において最も対応が必要とされた SDGs を赤色、対応がなされていると評価されたものを緑色、それ以外を黄色とした。

・同心円の中間層: 対応する日本政府「SDGs 実施指針」

日本政府「SDGs アクションプラン 2020」に記載の「経済財政運営と改革の基本方針 2019」において、日本が国際社会をリードするべき取組として示された SDGs を赤色、その他進めるべき取組として示された SDGs を黄色、その他を緑色とした。

・同心円の最外層: 対応する主要な UNEP FI インパクトカテゴリー

日本のカントリーニーズにおいて最もニーズが高い(スコア 4)と評価されたものを赤色、最もニーズが低い(スコア 1)とされたものを緑色とし、その他のものを黄色とした。

図4：日本において求められるインパクト領域の整理例¹⁹

会的インパクトという第三軸目も意識した投資を行う必要がある」としており、日本市場における具体的なインパクトのテーマとして、①気候変動への対応（省エネ性能等の向上）、②健康性・快適性の向上、③地域社会・経済への寄与、④災害への対応、⑤超少子高齢化への対応の5つを挙げている。

また、環境省ポジティブインパクトタスクフォ

ースは「インパクトファイナンスの基本的考え方」の中で、SDGs インデックス&ダッシュボード、日本国政府の「SDGs 実施指針」、UNEP FI の「インパクト・レーダー」の3つの視座を交差させることによって日本国内において特に高いと思われるインパクトニーズを析出する試みを提示している（図4）。これらの検討結果は、どの領域にインパクト創出すべきかという「意図」に関する戦略立案や特定の際に活用できるものであると考えられる。

¹⁹ 環境省 (2020) 「インパクトファイナンスの基本的考え方」 <http://greenfinanceportal.env.go.jp/pdf/114284.pdf>

開示における透明性と指標設定の難しさ

第二の課題としては、インパクトの創出度合いや緩和度合いを分析するための指標の設定と計測の難しさが挙げられる。特に社会面のインパクト評価は、環境面に関するインパクトと比較して地域性や主観性も高く、比較するための指標を設定することが困難であり、その実践も難しい。また、投資の直接的な結果（アウトプット）だけではなく、インパクトの発現につながる効果（アウトカム）を定量的に設定、計測することが望ましいが、プロジェクトによっては定性的なアウトカムやアウトプットに留まる指標を設定せざるを得ない場合もある。

こうした課題に応えるべく、グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）はインパクト測定・管理ツールである「IRIS+」²⁰を提供しているが、目指していくポジティブ・インパクトの内容や、プロジェクト固有に発生するネガティブ・インパクトをすべて網羅できているとは言い難いのが現状である。なお、UNEP FI 不動産ワーキンググループは、不動産投資に関するインパクト分析ツールを2021年6月に提供しており²¹、不動産投資に係る一般的なポジティブ、ネガティブ両面のインパクトを考慮するための参考として活用できるようになった。社会面の客観的な評価手法や評価指標の確立はこれからの課題であるが、前述のキングス・クロス・セントラルなどにおける事例はひとつの参考になるかもしれない。

多様なイニシアティブ、フレームワークの連携・標準化（ハーモナイゼーション）

本稿では紙幅の都合上、不動産投資に特に関連の深いUNEP FIのフレームワークの紹介を行ったが、実際には多様なイニシアティブ、団体がインパクト投資に関するフレームワークや考え方を提

唱しており、その連携・標準化が望まれている。例えば、国際金融公社（IFC）「インパクト投資の運用原則」（Operating Principles for Impact Management）²²などは、インパクト創出に係る意図の定義から投資のエグジット段階でのインパクトまでを含めて検討の対象としており、インパクト投資を考えるにあたって参照すべき重要な考え方を提示している。また、GIIN、IFCなども参加し、インパクトの測定・管理・報告の統一基準の形成を通じてインパクト投資の拡大を目指す世界的ネットワーク「インパクト・マネジメント・プロジェクト（IMP）」は、インパクトの把握と評価を5つの側面（何を、誰が、どの程度、企業の貢献度合い、リスク）を用いて行うことを提言しており、これもインパクトを分析する上で参考とすべき視点といえる。

これら多様なイニシアティブ、フレームワークが今後どのように連携し・標準化されていくかは今後注視すべき動向であるが、国内においてはこうした多様な考え方を整理しようという試みが進められている。先述した環境省ポジティブインパクトタスクフォースでは、「インパクトファイナンスの基本的考え方」および「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」において、これらのイニシアティブ、フレームワークを整理し、その活用の仕方を分かりやすく提案している。

また、インパクト投資においては、一時点でのインパクト評価だけではなく、投資の入口から出口まで一貫してインパクトを分析、計測、管理し、その計測・評価結果をより大きなポジティブ・インパクトの創出（ないしはより効率的なネガティブ・インパクトの低減）を実現するための改善活動に活かすべきであるとする「インパクト測定・マネジメント（IMM）」の考え方が主流になりつつある。GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループ

²⁰ GIIN 「IRIS+」 <https://iris.thegiin.org/>

²¹ UNEP FI (2021) 「The Real Estate Impact Analysis Tool」 <https://www.unepfi.org/positive-impact/unep-fi-impact-analysis-tools/real-estate-impact-analysis-tool/>

²² IFC (2019) 「インパクトを追求する投資：インパクト投資の運用原則」 https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/fe499630-792d-434f-8dd2-f5d06da4c1ed/Impact+Investing+Principles_FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mSUxyEd

は「インパクト測定・マネジメントに係る指針」、
「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック」において、この IMM
の観点から様々なイニシアティブ、フレームワークを横断的に紹介している。

5. おわりに

本稿では UNEP FI によって提言された「ポジティブ・インパクト」の考え方を中心に説明し、そこで提唱された「PI 不動産フレームワーク」に整合した不動産投資の国内外の事例を紹介した。また、これらの事例のようなポジティブ・インパクト不動産投資がさらに展開していくにあたって解決されるべきいくつかの課題についても指摘を行った。

2021 年 7 月、UNEP FI、責任投資原則 (PRI) からの委託によって英国の法律事務所によってまとめられた、「インパクト投資に関する法的枠組みに関する報告書 (A Legal Framework for Impact: Sustainability Impact in Investor Decision-Making)」²³では、世界主要国のインパクト投資に関する法的枠組みの現状をと実践を整理した上で、「サステナビリティに関するインパクトの追求がリスクの緩和などの財務的リターンに資するのであればインパクト投資は積極的に要請されるべきである」ことを明記された。不動産分野においても、財務的リターンに加え、環境・社会・経済へのポジティブなインパクトを志向した投資活動が要請され始めており、この考え方と実践が広まることを大いに期待する。

²³ Freshfields Bruckhaus Deringer (2021) 「A Legal Framework for Impact: Sustainability Impact in Investor Decision-making」 <https://www.unpri.org/download?ac=13902>