特集 ESG と不動産

ESG 投資と不動産分野の動向について

東急不動産ホールディングス株式会社 グループ企画戦略部 日下部 大蔵 くさかべ たいぞう

はじめに

筆者が、「持続可能な社会」を考え始めたきっかけは、2011年の東日本大震災でした。

会社の CSR 部門の推奨で、環境社会検定試験 (eco 検定)を受験した時で、内容は、「環境」という軸で、地球、社会、経済、住まい、食、などの環境との共生というものでした。その際には、確か、「石油があと 40 年で枯渇する事実」を知り驚いたことを覚えております。

次は、豪州の不動産会社との合弁事業を経て設立した上場 J-REIT (不動産投資信託)の運用会社で、海外の年金基金等の投資運用クライテリアに、社会的責任の項目があることに関心を持ちました。

最近は、CSV、CSR、SRI、PRI、RPI、CDP、ESG、ISO、MDGs、SDGs、SSC などの専門用語の英略語が、新聞紙面にも溢れております。そこで、本稿では、金融分野目線ではなく不動産分野の実務者視点から、ESG 投資を考えてみたいと思います。

当初は、「環境問題」が解決すべき課題として前面に出ていましたが、2015年に国連の加盟 169 か国により「持続的な開発のための 2030 アジェンダ」が全会一致で採択され、SDGs (2030年目標) に合意設定したことで、解決すべき共通テーマが、特定共有されました。金融分野の動きが早く、課題解決のアクションへの意識付けが図られました。さらに、環境(E)・社会(S)・ガバナンス(G)の3つの課題テーマへの投資が提唱され、E・S・G要素が、投資目的、プロセスに組み入れているか

否かが問われ、投資に識別が始まりました。世界 最大級の年金基金を運用する年金積立金管理運用 独立行政法人(GPIF)がPRI に署名、投資原則と して「長期的な投資収益の拡大には、投資先及び 市場全体の持続的成長が必要」という点からの ESG を考慮した投資行為は、我が国は勿論、世界 のユニバーサルオーナーを中心に機関投資家に同 様な投資を促しております。

1. ESG投資の経緯

ESG 投資誕生の端緒として、ローマクラブが1972年に提唱した「成長の限界」(メドウズ等)があります。有限、幾何級数的な問題(人口増、食糧不足、再生不可資源、環境汚染、消費)として、シミュレーション結果が、世界に衝撃をもたらしました。

その余波が、現在に至り、ESG 投資のシーズになったと考えております。

国連でも 1987 年での「Our Common Future」としてその課題を展開、1992 年の環境と開発に関する国際会議(地球サミット)以降、環境と開発の問題の議論を経て、2000 年 9 月の「国連ミレニアム宣言」に記載されたミレニアム開発目標【MDGs】(2000 年~2015 年)を引き継ぐ形として、2015年 9 月に「持続可能な開発目標」【SDGs】(2016年~2030年)として設定されました。その中の 5 原則(「普遍性」「包摂性」「参画性」「統合性」「透明性」)に沿う達成目標の持続可能性(サスティナビ

リティ)という用語が、有意となり、関連活動が サステナブル (持続可能) な活動か否かに関心が 高まりました。

また、1990年頃、企業活動は、利益追求するだ けでなく、社会に与える影響に責任を持つことの 必要性が問われたことで、企業の社会的責任につ いて、経済協力開発機構(OECD)が 1976年に「多 国籍企業行動指針」ガイドラインを策定し、その 後、2010年11月には、ISO(国際標準化機構)主 体で策定された国際規格 ISO26000 が制定されま した。ガイダンス的な位置づけですが、国連、ILO、 各国政府、産業界、NGO、NPO等の多様な参加者が 作った規格ということで、多くの企業の CSR 報告 書、環境報告書作成に参照されております。2011 年頃から提唱された CSV は、社会貢献と企業価値 (ビジネス)を関連付けさせたもので企業の自発 的活動促進の理念で、企業の社会的責任を果たす 活動が企業価値にも影響することを説明しており ます。

大きな事象として、2006年4月にアナン元国連 事務総長の PRI (責任投資原則) の宣言がありま す。宣言の6原則を、機関投資家に呼びかけまし た。その狙いは、機関投資家の行動により投資先 企業の行動を持続的成長可能な経済社会の実現に 向けての寄与に動かすことでした。法的拘束力の ない原則ですが、署名した機関は、全世界で4,000 を超え、我が国では、年金運用積立金管理運用機 関(GPIF)他、銀行、保険会社、運用会社87社が 署名しております。金融機関の原則としては、2012 年に PSI (持続可能な保険原則)、国連環境計画・ 金融イニシアティブ (UNEP FI) が 2019 年 PRB (責 任銀行原則) を策定されたことで、リスク低減、 リターン重視に加えて環境、社会、経済へのポジ ティブインパクトや貢献が、新たな目標となりま した。この潮流は国連の「SDGs」により、一層拡 大、促進しております。

ESG 投資的発想の起源は、1920 年代の米国の教会におけるネガティブスクリーニングで、投資除外を起源とする話もありますが、明確な潮流は、2006 年の PRI 宣言から始まりました。

【コラム1】

- 1. MDGs 7 つのテーマ
- (1) 平和、安全及び軍縮、(2) 開発及び貧困撲滅、(3) 共有の環境の保護、(4) 人権、民主主義及び良い統治、(5) 弱者の保護、(6) アフリカの特別なニーズへの対応、(7) 国連の強化に関して、国際社会が連携・協調して取り組むことを合意したものです。
- 2. IS026000 規格の7つ主題
- (1)「組織統治」、(2)「人権」、(3)「労働慣行」、(4)「環境」、(5)「公正な事業慣行」、(6)「消費者課題」、(7)「コミュニティへの参画及びコミュニティの発展」
- 3. PRI の 6 原則
- (1) 私たちは、投資分析と意思表示のプロセスに ESG 課題を組み入れます。
- (2) 私たちは、活動的な所有者となり。所有方針と所有 習慣に ESG 問題に取り組みます。
- (3) 私たちは、投資対象の企業に対して ESG 課題につい て適切な開示を求めます。
- (4) 私たちは、資産運用業界においても本原則が受け入れられ、実行に移されるよう働きかけを行いします。
- (5) 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) 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。

国際連合「責任投資原則」抜粋

4. SDG s の 17 目標

(1) 貧困をなくそう、(2) 飢餓をゼロに、(3) すべての人に健康と福祉を、(4) 質の高い教育をみんなに、(5) ジェンダー平等を実現しよう、(6) 安全な水とトイレを世界中に、(7) エネルギーをみんなにクリーンに、(8) 働きがいも経済成長も、(9) 産業と技術革新の基盤をつくろう、(10) 人や国の不平等をなくそう、(11) 住み続けられるまちづくりを、(12) つくる責任、つかう責任、(13) 気候変動に具体的な対策を、(14) 海の豊かさを守ろう、(15) 陸の豊かさも守ろう、(16) 平和と公平をすべての人に、(17) パートナーシップで目標を達成しよう

2. ESG投資とは

ESG 投資は、1990 年代から注目されて、株式市 場において宗教、価値観、環境等のテーマに沿っ た活動をしていた投資家の動きから始まりました。 その定義は、確定はしていませんが、GPIFでは「投 資家が企業の株式などに投資するときの投資先の 価値を測る材料として定量的な財務情報だけでは なく、非財務情報である環境(E)、社会(S)、ガ バナンス (G) の要素を考慮する投資」と理解され ております。その動きの牽引は、今後、ミレニア ム世代(1980~1990年代前半生まれ)、Z世代(1990 年後半~2010年代前半生まれ)が影響を与えると も言われております。

近年は、ESG 投資は、その他のアセットクラス に急速に広がり、ESG ボンド(債券)についても、 注目されております。

環境(E)については、脱炭素量など数値目標の 設定や良化、悪化の変化からの評価手法は構築さ れておりますが、五感に訴える被・加害の問題な ので納得されやすい特徴があることも一因と思い ます。しかしながら、その実証には、時間が必要 など問題点もあります。ESG 活動には、規模と選 択投資可能性、長期の時間軸の視点が必要だと思 います。

(1) 3つの投資テーマ

ESG 投資の要素 (テーマ) を整理すると以下の とおりです。

- (1) 環境(Environment):環境問題(気候変動、 温室効果ガス排出、大気汚染、資源効率性、生 物多様性など) の課題解決が目的ですが、投資 先企業の業績に影響を与える気候変動等は、投 資側のリスクになるためです。同時に、気候変 動への国際的な対応は、投資先企業・投資家に とっての新たな収益機会になることも期待され ております。
- (2) 社会 (Society): 社会問題 (人権問題、労働 基準、安全衛生、人的多様性の方針地域社会と の関係、人的資本(健康や教育))などの広範な 課題です。この課題は、企業が社会的責任を果

たすことが、リスク要因減・収益機会の双方か ら重要と認識されております。

(3) ガバナンス (Governance): 一般に、コーポ レート・ガバナンスを指しますが、企業統治、 汚職、法の支配、社会制度頑健性、透明性等サ スティナブ投資先企業のガバナンスが投資パフ オーマンスに影響を与えるという研究、事例等 も注目されております。

投資する側、投資を受ける側は、上記の3つの 要素の取り込みを意識した投資関連活動を実施し その内容を積極的に喧伝し始めております。

【コラム2】

主な手法と形態

- 1. ESG の投資手法
- (1) ネガティブスクリーン: 武器、ギャンブル、化石燃 料、原子力等に関する企業を除外。
- (2) ポジティブスクリーン: ESG 評価(企業価値)が向上 すると考える企業集中投資。
- (3) ESG インテグレーション: 財務情報に非財務情報 (ESG 情報) も含め幅広く分散投資。(資産運用プロ セスに ESG 評価を組み入れ)
- (4) 規範に基づくスクリーニング:国際規範への対応が 不十分な企業の除外。
- (5) サスティナビリティテーマ投資:持続可能性と関連 あるテーマに使用するための投資。
- (6) インパクト投資:投資により生まれる環境や社会へ の影響を重視。
- (7) コミュニティ投資: 社会弱者、社会から排除された コミュニティへの投資。
- (8) エンゲージメント・議決権行使:株主として企業に 働き掛ける投資手法。
- 2. 投資運用形態
- (1) アクティブ投資+ESG エンゲージメント
- (2) マーケットパッシブ運用+ESG エンゲージメント
- (3) ESG インデックス運用
- (4) 債券投資:レーベルボンド⇒特定テーマ、セクター、 プロジェクト

サスティナブルボンド (SDG 債券)、グリーンボンド、 ソーシャルボンド、ソーシャルインパクトボンド等

(2) ESG投資残高 (GSIA GSIR、JSIF資料より)

ESG 投資残高は、国内、世界的に見ても、急激に拡大しています。世界市場において 2018 年時点で約 30 兆億ドル(約 3,400 兆円)、国内市場は、2020 年時点で、310 兆円で、投資残高全体比でも50%を超えております。国内の有力機関投資家の中では、全運用資産で、ESG 考慮をもって運用する旨の表明しているところも出ております。このような環境の中で、世界では、ダイベストメント(投資対象外)される企業もあります。

機関投資家側でのESGを考慮した投資運用が、特に、株式公開している上場企業にとって、ESG 関連活動は経営上も必須な事項となりました。加 えて、近年の社会における環境問題への注目から、 企業にとって消費者である個人からもその企業活 動に利益ではなく社会貢献を要求する傾向も強く なっております。

(3) 受託者責任における課題

ESG 投資行為に影響を与えた制度として、米国 の企業年金の受託者責任を義務づけた法律(エリ サ法:従業員退職所得保障法)があります。受給 者の保護を目的として1974年に制定されました。 その法律要件で、ESG テーマ投資が適切か否か、 政権交代のたびに解釈が振れております。ESG 投 資は、短期での利益実現は、難しく、この法律に 抵触するとの議論もありましたが、改正案では、 「あらゆる要因を考慮できるとし、かつ議決権行 使が義務にする」と方向性が示されております。 また同時に金融的リターン追求、リスクリターン 特性の改善の一手段であるとの認識が広がってお ります。UNEP FI (国連環境計画・金融イニシアテ ィブ)が「ESG 課題を含めた長期的な投資価値に 影響を及ぼす全ての要素を考慮しないことは、受 託者責任違反にあたる」と表明したこともあり金 融機関の投資行為の姿勢を変え始めております。

本稿の執筆中に、「米、企業年金に ESG 基準」と

いう見出しが経済紙一面に載りました。同紙によれば、米国政府が ESG を考慮した投資先を選定することを方向づける改正を検討されております。 この改正が実現すると、米国にとどまらず日本を含めた世界の企業年金が投資先の ESG 考慮の有無や質・規模を一層着目するようになると考えられます。

(4) 我が国におけるESG考慮の促進

管理運用投資主体の積立金の管理及び運用に関し、公的年金基金の(GPIF、国共済、地共済、私学共済等)に共通して適用される積立金基本指針(告示)において、ESG 考慮投資が言及されました。また、機関投資家の関連では、2017年5月に金融庁が投資受益者の中長期的な利益の為に機関投資家が果たすべき責任として提示している「日本版スチュワードシップ・コード」(責任ある機関投資家原則)にESG 関連が明記されました。

その金融庁の動きを受けて、GPIFの「ディスクロージャーコード」にもESG 考慮事項が追記されました。また、「企業年金基金」が、運用受託機関を選定する際には、ESG 投資を行うことを評価項目とすることが是認されました。日本労働組合総連合会(連合)では、「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」の理念に則って公的年金基金に責任投資(ESG 投資)を普及させる活動方針があります。上場企業にとっても、日本取引所が、内外の関係ガイドラインを参考に、ESG 情報開示実践ハンドブックを公表し、株式市場からも ESG 考慮賛同姿勢が打ち出され、多くの上場企業の関係開示に反映され始めております。

【コラム3】

各分野における ESG 考慮の動き

1. 企業年金等

積立金基本指針

第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵 守すべき基本的な事項

一~十一 (略)

十二 管理運用主体は、積立金の運用において、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 投資を推進することについて、個別に検討した上 で、必要な取組を行うこと。

2. 機関投資家

日本版スチュワードシップ (関連抜粋)

1-1. 機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関 する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリ ティ (ESG 要素 5 を含む中長期的な持続可能性) の考 慮に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲー ジメント) などを通じて、当該企業の企業価値の向上 やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の 中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。

3. 労働界

ワーカーズキャピタル責任投資の基本理念

ワーカーズキャピタルの運用にあたっての基本理念 は以下のとおりとする。

- (1) 投資判断において非財務的要素である ESG を考慮 する。
- (2) ~労働者(労働組合)の権利保護を考慮する。
- (3) 過度に短期的な利益追求を助長させる行動を排除 し、中長期的かつ安定した収益の確保に努める。
- (4) 運用方針、または責任投資の手法を明示し、透明性 の高い運用に努める。
- (5) 投資先企業に反倫理的、または反社会的な行動など が見られた場合、経営陣との対話や株主議決権行使な ど間接的・直接的に資産所有者としての適正な行動を とる。
- (6) 運用受託機関に対して責任投資を求め、責任投資を 資産運用における主流に (メインストリーム化) して いく。

4. 取引所

ESG 情報開示実践ハンドブック

日本取引所グループは、関係既存の枠組みに沿い作成

公表しているハンドブック概要は以下のとおりです。

(1) ESG 課題と ESG 投資の理解

ESG と企業価値、ESG 課題、ESG 投資の拡大、ESG 投資 と投資家の受託者責任

多様な投資家、投資家からの ESG 情報開示要請、ESG とコーポレートガバナンス・コード、ESG 課題と企業活

(2) 企業の戦略と ESG 課題の関係

企業の戦略への影響を考える、マテリアティ(重要課

- 題)を特定する。
- (3) 監督と執行

意思決定プロセスに組み込む指標と目標値を設定す

(4) 情報開示とエンゲージメント

情報開示の内容、既存の枠組みの利用、情報提供時の 留意点、投資家との双方向のエンゲージメント

- *実践ハンドブックが参照した既存枠組み
- ・「ESG 情報の報告に関する企業向けモデルガイダンス」 サスティナブル・ストックエクスチェンジ (SSE) イ ニシアティブ
- ・「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス・ESG・ 非財務情報と無形資産投資・(価値協創ガイダンス)
- ・気候関連財務情報開示タスクフォース提言
- ・サスティナビリティ会計基準審議会(SASB)スタンダ
- ・国際統合報告評議会 (IIRC) 国際統合報告フレームワ ーク
- ・世界取引所連合 ESG Guidance and Metrics

(5) ESG投資における2つの評価

ESG 投資には、その投資パフォーマンス評価と 取組み度合の2つの評価があります。その評価を する評価機関(企業等)には、株式指数を提供サ ービス会社、情報提供会社等、世界には、数百以 上あると言われております。投資家は、企業の取 組みを把握、比較するために、評価機関等が提供 する ESG スコアを参考にしております。評価され る企業側は、投資家からの ESG 投資先選定行動に 対して、評価機関が設定する基準に基づいた ESG スコアの評価ポイントを上げるために、E・S・G の各課題の改善に努めております。

しかしながら、ESG 評価については、課題もあります。評価基準の非公開、評価手続の不明瞭、 手数料、さらに、評価機関ごとに基準が異なるため比較が難しく、このようなサービス提供会社の中には、利益相反の可能性がある会社、機関も存在しているリスクもあります。

【コラム4】

GPIF の ESG 指数及び運用額について

GPIF の 7 つの ESG 指数に基づく運用額 5.7 兆円で内 訳は以下のとおりです。

(GPIF 資料より 2020 年 3 月末時点)

(1) 日本株: FTSE Blossom Japan Index (9,314 憶円)MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数 (1 兆 3,016 億円)

MSCI 日本株女性活躍指数 (愛称「WIN」) (7,978 億円) S&P/JPX カーボン・エフィシェント指数 (9,802 億円)

(2) 外国株: MSCI ACWI ESG ユニバーサル指数 (新規)ジェンダー・ダイバーシティ指数 (愛称「GenDi」) (新規)

S&P グローバル大中型株カーボンエフィシェント指数

GPIF の投資対象になるために、上場企業は、ESG 指数の構成銘柄になるために、ESG 課題への取組みに積極的になっております。

3. ESG投資と不動産分野

(1) 不動産分野における検討

不動産分野と ESG 投資関連の動きは、委員として筆者も参加した「国土交通省の環境不動産調査」 (2010年) があります。この調査は、不動産鑑定 三方式、海外調査等から多面的に検討されておりますが、環境不動産投資市場の未成熟、検証困難、効果測定の高コストを理由として、必要な法令制度の検討と周知活動の推奨にとどまりました。また、オフィスビルに特化してですが、不動産鑑定連合会の研究報告(2019年)でも、「ESG 不動産は、Eを中心に S に広がりを見せた商品としての不動

産概念」と記述されております。さらに、「ESG 不動産とは、環境不動産」と定義しております。当時は、環境不動産について、コストパフォーマンスが悪いものとして考えられて環境対応することには、消極的でした。そのため投資側からの「環境不動産」に対する評価待ちの模様でした。

その後、ESG 投資に関心が高まる中で、不動産 投資、ESG 評価内容などにつき、国土交通省とし て検討が重ねられてきております。特に、2019年 の「ESG 不動産投資のあり方検討会 中間とりまと め」には、詳細について検討がなされております。

筆者は、ESG 投資活動における不動産の評価は、不動産の保有者、運営者、利用者、運用者の理解とその取組姿勢でとらえるべきと思います。特に、短期の ESG 投資関連活動の対象の不動産の評価への影響力は、慎重にするべきと考えております。同時に、ESG 偏重も、過度投資、不動産市場へのダイベストメント惹起、分散投資への躊躇を生じないかという懸念があります。

不動産分野における環境問題への向き合いは、 海外投資家との接点が多く、IR、開示に積極的な J-REIT (上場不動産投資信託) 分野から徐々に、 関係分野に浸透してきたと筆者は考えております。

最近の不動産業は、関連サービス業を含めて多岐に渡っております。例えば、弊社グループの事業セグメントでは、投資業としての開発業、受託業としての不動産投資運用業、管理運営業、仲介業としての不動産流通業、物販業があります。各業態で、B2C、B2B、B2G の取引関係があるためステークホルダーも多様です。

不動産業界では、大手総合不動産会社が「ESG」、「サスティナビリティ」という用語を使用し各社がその取組み姿勢を伝え・主張しております。これまでは、CSR(企業の社会的責任)、環境対策関連では、CDP(カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)等の活動が見られました。最近では、国連の持続的開発目標(SDGs)と自社事業との関係に着目して、"サスティナビリティ"を標榜するようになっております。

(2) ESG投資先とESG投資側の2つの役割

ESG 投資先としての不動産業では、定量目標化 で説明がしやすい「E」のテーマは、様々な海外の 事例、評価機関などの支援サービスもあり、多く の企業が取り組んでいます。そして、UNSDGs が世 界的な達成目標として認知、社会に意識浸透に伴 い、不動産業界の取組みも、当初は、「省エネ」を 意識したものから、特に気候変動、地球温暖化へ の対策活動への変化がみられております。「S」の テーマへの取組みは、地域振興など社会へのエン ゲージメントについての社会の関心の高まりに呼 応して、積極的な取り組みがみられております。 ただ、「G」のテーマへの取組みは、経営改革、既 存企業文化などとも直結していることから、なか なか進捗が見られていない現状があります。しか しながら、統合報告書等で、「ESG 経営」というテ ーマで、関連取組みが見られるようになっており 今後の改善が期待されております。今後の課題と して、ESG 経営への動きが、株価、企業価値評価 に反映されると一層のインセンティブになると考 えられます。

ESG 投資側としての不動産分野では、「将来売却 を前提にしていないオーナー型」、不動産の譲渡可 能性を意識した「投資適格不動産」、投資家を意識 した「流動化適格不動産」、不動産投資信託(J-REIT) の不動産ビジネスの発展が、不動産分野に、国際 ルール(基準)へ関心を促進しました。

そして、現在は、日本の CASBEE、米国の LEED、 英国の BREEAM 等の環境対応を主眼とする評価か らファンド運用会社、不動産会社の ESG 配慮を測 定し評価を実施する 2009 年創設の GRESB (グロー バル不動産サスティナビリティ・ベンチマーク) が、不動産の投資運用における ESG 取り込み度合 を測る評価を始めました。特に海外投資家との接 点が少ない事業会社としての不動産会社は、当初 は、その要請対応必要性について関心も薄く、不 動産投資運用会社に比べてESG 配慮視点の理解 と浸透に時間を要しました。

【コラム5】

*開発事業者

"まちづくり"や開発するビル、住宅等施設の建設に おいて、その資材、仕様において取り組んでおります。 不動産会社の開発投資は、長期投資と継続投資という性 格があり、特に、環境負荷の軽減(E)、防災、コミュニ ティ醸成(S) などのテーマ課題解決への寄与が期待さ れます。不動産開発業、運営業は、その性格上、長期投 資、投資規模も大きい事業で、地域への影響も高いです。 また、ユーザーのテナント側からも、環境対応の建物が 要望される点でも ESG 投資の評価、期待値と親和性が高 く、不動産分野が ESG 投資促進に寄与することが期待さ れます。ESG 投資実績が、株価、企業価値評価に反映さ れて良いのではと思いますが、現状は、現時点では反映 されていると言えません。資本市場関係者による適切な 評価が望まれます。

*不動産資産運用業者

上場不動産投資信託 (J-REIT) 等の資産運用業務を行 っておりますが、資本・金融市場からの要請があり、開 示を中心に ESG 投資への関心が高まっております。傾向 としては、外部評価への依存が多く、例えば GRESB の評 価項目での評価向上活動が顕著です。やるべきことが、 効率良く特定できる反面、過度な負担の弊害発生などの 可能性もあります。不動産業の中では、海外の機関投資 家を含めた金融資本市場とビジネス上も接点も多く、今 後も、ESG 投資普及・拡大の牽引力になってゆくことが 期待されております。

*運営管理業者

保有ビル、施設との関係では、その仕様、設備におい て、利用者であるテナントも、持続可能な社会実現目標 からの利用条件としてEテーマのリクエストもあり、ビ ル・施設オーナーや管理業務として対応しています。テ ナント等の要望対応にとどまらず、テナント誘致競争に も必須な活動になっております。この分野で、ESG 経営 の一環として運営プロセスの中で、長期間の実績を積み 上げることは、ESG 投資効果の測定に時間がかかるとい う点からも寄与が期待されます。

(3) ESG投資と不動産事業

投資側からの要請が、インセンティブとなり、これまでの「資産流動化適格不動産」から「ESG 投資適格不動産」という「不動産資産」と登場し評価されつつあります。また、「不動産へのかかわり方」も ESG 投資との関係を念頭に行われ始めております。国連の「持続的開発目標」【SDGs】の達成手段として、自社の事業との関係で、サスティナビリティという旗の下で、ESG 投資関連対応に取り組んでおります。例えば、Eテーマでは、グリーンリース、グリーンファナンス、Sテーマでは、エリアマネジメント、Gでは、「ESG 経営の標榜」、E、Sテーマとしてのスマートシティ、RE100目標等が考えられます。但、現時点では、期待されるリスク要因の削減効果。安定成長の視点からの企業価値評価につながっていない現状もあります。

筆者は、「土地」という社会的財産を最有効活用することが期待されている不動産分野がもたらす影響は大きくその責任も大きいと思います。このような社会公共政策的見地から、促進のためにも国の政策支援が効果的で重要です。SDGs の17マテリアリティの実現を目指すために、ESG 投資に投資先、投資側の両面で関わるために必要なコストが、経済価値増源として評価されるとともに収益を導く構図が描けるかが大切と考えております。

【コラム6】

1. 総合不動産会社の取組例

「東急不動産ホールディングスグループでは、サスティナビリティに関する取り組みとして ESG 投資家向けに、対照表 (TFCD、SASB、国連グローバルコンパクト、ISO26000、ESG) 及びサスティナブルに関係するインデックス (GRESB、Dow Jones Sustainability Indices FTSE4G00D、FTSE Blossom Japan、Constituent MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数) を公表しています。」(同社 HP (https://tokyu-fudosan-hd-csr.disclosure.site/ja)より筆者作成)

2. 不動産投資信託投資法人の例

「近年は、環境問題や地域社会の抱える課題への取り

組みを経営の重要課題に位置づけ、より積極的な取り組みを推進する姿勢が企業の経営活動にも求められるようになっています。われわれの不動産投資運用業においても、ESG (Environment:環境、Social:社会、Governance:ガバナンス)への配慮は、投資家を始めとするステークホルダーの皆様から、中長期的なリスクへのマネジメントとして注目を集め、その取り組み姿勢は評価の対象となっており、本投資法人においても、ESGへの配慮は中長期的な資産価値の維持向上、ひいては投資主価値の向上のために不可欠であると考えています。」(アクティビアプロパティーズ投資法人 HP (https://www.activiareit.co.jp/ja/sustainability/index.html)掲載抜粋)

3. 運営管理業の例

「私たちは、心が豊かになる環境を創造し続けるため、事業活動を通じて環境・社会・地域に貢献しています。当社が保持する技術を活用・発展させ、自然や生物多様性の保護・保全、持続可能な街づくり、地域コミュニティの形成など、さまざまな今日的な課題に対して具体的な解決策を提示しています。」(石勝エクステリアHP (https://www.ishikatsu.co.jp/attempt/csr/) 掲載より筆者作成)

4. 不動産分野におけるESG投資への期待

国土交通省の ESG 不動産投資の在り方検討会 (2019) の中間とりまとめに、我が国不動産における意義として、「我が国において 2,600 兆円を超える不動産は、国民生活や経済成長を支える不可欠なかつ重要な基盤であり、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も大きい。 そのため、不動産の開発・運用・投資において ESG投資や SDGs の考え方を踏まえることは重要であり、我が国社会・経済への影響が極めて大きいと考えられる。」とあります。

筆者は、SDGs の達成には、ESG 投資を多様に広げ、かつ効果を示されなければならないと考えております。ESG 投資には、パフォーマンス向上つまり投資効果が求められますが、長期的な検証は、困難で方法論含めて途上です。そのために、GPIFも投資効果を前提に投資運用をしております。

様々な事業の中でも、投下資本回収期間が長い不 動産業(開発・運営・販売)は、ESG 投資効果の 検証の場として、有意義であると感じております。 不動産分野は、実証検証分野になれるとも考えて おります。

また、ESG 投資をすれば良いというだけではな く、さらに循環系の行動になれば効果も相乗的に 拡大します。そのような中で、サーキュラー・エ コノミー(CE)という循環経済というテーマが欧 州を中心に浸透拡大しております。ESG 投資が、 経済的リターンを重視する米国流の考え方から生 まれたものに対して、CEは、政府、社会からの経 営関与がある欧州で、従来型のリニアエコノミー が持続不可能という認識が生れ、最近では、SDGs 達成に向けて、CEへの移行の重要性認識が進み欧 州連合(EU)が積極的に展開を進めている政策で もあります。その政策実現には、多額の財源が必 要です。ESG 投資が、その財源になるのではない かと考えております。不動産分野は、経済(ビジ ネス)、生活(住まい)、地域(コミュニティ)な どと関係がありその裾野も広く、投資の乗数効果 も高い分野でもあります。加えて、現在は、主に 企業の単独活動ですが、規模的に、投資インパク トが出せない状況もあります。社会課題解決の手 段という性格から、協調 ESG 投資、連携 ESG 投資 など多種多様なスキームが登場し、「ESG 投資 on CE」 という視点からの ESG 投資関連活動推進を期待し たいと思います。

※本稿は、個人的な見解であり、所属する企業・ 団体の意見を表明するものではありません。

【巻末コラム】

ESG 投資に関して、世界銀行グループが、"Incorporating Environment, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment (2018)" 邦訳:「債券投 資への環境・社会・ガバナンス (ESG) 要素の統合」に て、ESG 全般ついて、詳細な分析から有意義な警鐘をし ておりますので、以下に紹介します。(筆者一部加筆)

1. ESG 概念

- ・ESG における専門用語が不明瞭で、「持続可能 性」の意味が曖昧
- ・(投資家、経済学者、環境問題活動家など) 異なった 分野のステークホルダーが異なる専門用語を使用し ており、横断的なコミュニケーションがうまくできて いない。
- ・ESG 要素の選好と投資収益が両立しない可能性
- ・投資対象が狭まり、分散投資ができなくなる可能性
- ・既存の規制や受託者責任を明確にする必要性
- ・誰がどのように「価値」を決定するのか?外部機関や サービス提供業者の「寡占的役割」が高まることへの 縣今
- ・誰がどのように「持続可能性」を規制するのか?ESG 特有の規制と、ESG 投資に影響する投資家への規制 (受託者責任等) に対する疑問
- ・企業や運用会社において、「画一的・表面的な確認」 が横行
- ・気候変動/ESG 商品への強い需要から「グリーンもど き」や「ESG もどき」が横行
- ・「サスティナブル」投資は、必要な気候変動投資を促 進または後退させるのか? (一部の政府では、「グリ ーンファイナンス」よりも「サスティナブルファイナ ンス」を選好)
- ・費用の課題 (ESG 情報提供会社への使用料、認証、自 家運用のノウハウなど、高い管理費用?
- ・ガバナンス コード/ESG 方針の有効性に対する疑問 (金融危機、役員報酬、不適切な企業の監視、生態学 的な災害)

2. ESG の実践面

- ・ESG 要素の正確な定義、変化が無さすぎるか?時代に 応じて修正必要か?
- ・枝分かれする分析アプローチ。詳細な方法論 (ESG のウェイト、構成要素)
- ・個別の企業/国について、E、S、Gのシグナルが相反
- ・ESG スコア/方法論の透明性、が限定的(「ブラックボ ックス」)
- 情報のタイムラグ
- ・投資先の企業/国の情報開示や報告の問題

- ・幅広いサプライチェーンを考慮する必要があるのか?
- ・ESG 成果の進展と適切な評価方法は何か?
- ・特に、新興国の小規模な機関投資家における規模やリ ソースの問題
- ・SDGs を目標とした投資の(非) 現実性
- ・ESG 要素が顕在化する長期の時間軸と、短期的な運用 会社のパフォーマンス評価
- 3. 債券における ESG
- ・ESG、信用格付け、信用スプレッドの間の関係
- ・債券投資の時間軸と ESG 要素が顕在化する期間のミスマッチ (短期的にもなり得るが、長期的トレンドになることが多い)。
- ・ESG その他のリスク/機会(市場、流動性など)の関係
- ・債券保有者のための「エンゲージメント」をどのよう に組織すべきか。特に、小規模な投資家が国債の発行 体に対してエンゲージメントを行う場合
- ・国債(および地方債)に関する政治的にデリケートの 問題(特定の国の除外など)
- ・国について利用できるデータが限定的(適合性、比較 可能性、即時性はあるのか?)
- ・企業や特に国について、ESG の水準ではなく、変化を どのように把握すべきか。
- ・ハイイールド債券、新興国債券、プライベート・デットに関する ESG 調査の不足
- ・ESG 債券指数における競争の不足
- ・ESG 投資における(暗黙又は明白な)バイアスの認識
- ・長期戦略と資産負債管理(ALM)に与えるESGの影響。
- 発行体で ESG を評価するか、銘柄で ESG を評価するのか?
- ・組織的課題(債券における ESG の専門性の構築)、株式と異なる ESG 専門家を置くべきか?)。
- 4. ESG データへの懸念
- ・利用可能なデータ不足、即時性、地域/市場区分/投資 商品の対象範囲
- ・入力データの質(不一致、不完全、自己報告データへ の依存、主観的で未監査の情報、明確な間違い。

参考文献

- 1. D・H メドウズ他、大来佐武朗監訳「成長の限界―ローマ・クラブ『人類の危機』レポート」ダイヤモンド社、1972 年
- 2. 樋口範雄「アメリカ信託法ノートI」弘文堂、2000 年
- 3. 石垣修一監修、小櫻純「年金資産運営のためのエリ サ法ガイド」東洋経済新報社、2003 年
- 4. 樋口範雄「アメリカ信託法ノートⅡ」弘文堂、2003 年
- 5. 国土交通省「環境不動産等の不動産鑑定評価のあり 方の調査報告」、2010年
- 6. 世界銀行グループ「債券投資への環境・社会・ガバ ナンス (ESG) 要素の統合」、2018 年
- 7. 黒田一賢監修、井熊均「ビジネスパーソンのための ESG の教科書| 日経 BP、2019 年
- 8. 国土交通省「ESG 不動産投資の在り方検討会 中間 とりまとめ」、2019年
- 9. 年金積立金管理運用行政法人「ESG に関する情報開示についての調査研究」、2019年
- 10. NORGES BANK investment management "Responsible investment Government Pension Fund Global", 2020年
- 11. OECD "ESG Investing, Practices, Progress, and Challenges", 2020年
- 12. 永沢徹監修、さくら総合事務所編著「SPC&匿名組 合の法律・会計税務と評価(第7版)」、2020年
- 13. 日本取引所グループ「ESG 情報開示実践ハンドブック」東京証券取引所、2020年
- 14. 年金積立金管理運用行政法人「2020 年度 ESG 活動 報告」
- 15. 湯山智教編著 「ESG 投資とパフォーマンス」(一社) 金融財政事情研究会、2020 年
- 16. NORGES BANK investment management "Responsible management of unlisted real estate (Guidance)", 2021年
- 17. NORGES BANK investment management "THE ASSET PRICING EFFECTS OF ESG INVESTMENTING", 2021年
- 18. 一般社団法人不動産証券化協会「不動産証券化ジャーナル」Vol. 61,62、2021年
- 19. 梅田靖編著、21 世紀政策研究所「サーキュラーエコノミー」勁草書房、2021 年