特集 ESG と不動産

ESG の配慮が不動産の価値に及ぼす影響について

大和不動産鑑定株式会社 シニアアドバイザー
村木プロパティサービス イノベーションラボ“PROSIL”代表
明治大学ビジネススクール 兼任講師 村木 信爾
むらき しんじ

1. はじめに

2006 年国連により公表された PRI（責任投資原則）において、E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）、の考え方が示され、欧米諸国が先行してこれに取り組んできた。さらに 2015 年国連サミットにおいて、SDGs（持続可能な開発のための 2030 アジェンダ）が採択されたこと、および同年気候変動に関するパリ協定が締結されたことがきっかけでこれに弾みがついた。ESG への取り組みが若干遅れていた日本もこれらに刺激され 2015 年に、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が PRI に参加したことなどもあり、政府、自治体をはじめ、機関投資家、金融機関、監査法人等において、ESG 配慮に関する取り組みが強まった。その結果、日本における ESG 関連の投資額は 2016 年以降急速に伸び、世界における ESG 投資全体のうち日本はその約 8%（2020 年）と投資規模は小さいものの、全投資における ESG 投資の割合は 2016 年の 3.4% から 2020 年には 24.3% と急激に伸びてきており、EU41.6%、USA33.1%、オーストラリア 37.9%に近づいてきている（2020 年 GSIA 調査）。

一般企業等は、サプライチェーンも含む自社業務において自主的に ESG の配慮を行うのはもちろん、株主、金融機関、監査法人等から、ESG を重視し、開示することを強く迫られている。特に、J-REIT を含めて外国人株主の比率が 30%を超えると言われる現在、グローバルな ESG 重視の動きを無視することができなくなってきている。不動産関係でも、2007 年には責任不動産投資（RPI）が採択され、日本でも GRESB、CASBEE、DBJ グリーンビルディング認証、LEED など不動産関連の総合環境認証を受ける不動産会社や不動産ファンドが増加している。このような状況は、不動産サービスに従事する不動産プロフェッショナルにとっても、他人事ではない。

2. 企業等がＥＳＧ対応を進めていく上での課題

以上のように、日本企業も含めた世界中で ESG、SDGs が急速に進展しているが、いくつかの課題が指摘される。

(1) ESGデータ収集の困難性

デジタル技術の発達により効率的になりつつあるとはいえ、ESG 関連データの把握には困難が伴う。例えば不動産のオーナーにとっては、自社の ESG に関する活動は努力すれば把握できるが、テナントの活動は把握しづらいものである。

(2) リスク、リターンの把握の困難性

ESG への配慮が投資の経済的リターンに及ぼす影響は、概ねポジティブな影響であるとの調査結果が多いものの、ネガティブな結果を示すものもあることや、自然災害、気候変動による「物理リスク」、および政策、規制等の強化や技術の進歩、

市場の激変による「移行リスク」について十分に定量化できているとは言えないこと等が挙げられる。

(3) 評価基準の不統一、評価機関の乱立、不十分な企業による開示

CO_2 の測定の方法やその評価の基準については、現状、評価機関、格付機関が数多く存在し、それぞれ独自の評価基準を持っているため、評価結果の比較が難しいという問題がある。現在 IFRS 財団など国際的な機関によって評価基準の統一化が図られているものの、まだその途上である。また、企業による ESG 配慮の活動をステークホルダーへ開示する企業は増加しているとはいえ、まだまだ不十分でその内容は統一感に欠けている。

(4) 社会性の大きいインパクト投資の経営戦略への取り組み

さらに、インパクト投資、インパクトファイナンスと言われるような、現状財務面では評価されることが少ない社会性の高い投資は、短期的にはリスク、リターンという 2 軸に対して、3 軸目と考えられているが、時の経過とともに、財務会計の領域に反映されていくと考えられている。このような活動をどこまで経営戦略に取り入れていくかは、短期的な業績を求められる企業等にとっては大きな課題であると言える。

以上、企業、ファンドが直面している課題は、不動産関係者が個別の不動産の価値を検討する際にも、当然意識しておかなくてはならないものである。

3. 不動産に関連するＥＳＧとは

不動産に関連する ESG とは何を意味するかについて、以下に例示する。

(1) Ｅ（Environment）関連項目

省エネルギー性の向上（エネルギー・水利用効率の高い建築及び設備導入、エネルギー・水利用の効率的運営など）、**再生可能エネルギーの使用等**（オンサイト(現地での発電・使用)、オフサイト（現地以外での発電・使用））、**資源循環**（廃棄物発生の予防、再生資源の利用促進）、**有害物質**（土壌汚染、アスベスト、PCB、VOC 等）、**生物多様性と生態系の保全と回復**（緑化の推進、地域生態系に配慮した植種の選択）などが挙げられる。

これらに対する国の支援としては、ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス（ZEH）やネット・ゼロ・エネルギー・ビル（ZEB）、省エネ建材、グリーン住宅取得、改修に対する補助金や減税策が講じられている。

(2) Ｓ（Society）関連項目

健康、快適性、安全性等ビルの性能（空間・内装、音、光、リフレッシュ施設、アクセス性、建物耐震性、コロナ対応の換気性等）、**有害物質**（土壌汚染、アスベスト等（Ｅの範疇ともいえる））、**災害対応**（水害、がけ崩れ、地盤、BCP 対策、レジリエンス等）、**地域社会・経済への寄与**（街づくり、地域貢献、SDGs 未来都市、モデル都市、スマートシティへの参画等）、**超少子高齢化対応**（ヘルスケア施設への投資等）が挙げられる。

(3) Ｇ（Governance）関連項目

これについては、若干詳細に説明する。

① 個別不動産への取り組みの基盤としてのガバナンス

透明性確保・コンプライアンス・内部統制の確保（公正な取引、腐敗防止、反社会的勢力の遮断、セキュリティ等）の他、ESG に関しては、特に CSR 報告書、統合報告書、有価証券報告書等による非財務情報の開示体制の確立が挙げられる。2014 年に機関投資家に ESG 配慮が求めるスチュワードシップコードが導入され、2015 年には企業の行動原則としてコーポレートガバナンスコードが策定されたが、それぞれ、2020 年、2021 年に改定され、サステナビリティを巡る課題への取組み強化、ESG 重視の姿勢が色濃く打ち出された。

② 個別所有不動産のガバナンス

プロパティマネジメント（PM）・ファシリティマネジメント（FM）体制の充実がこれにあたると考えられる。

a. 利益相反関係のチェック

アセットマネージャー（AM）はプロパティマネージャー（PM）（広義）に業務を発注し、PM はその

業務の成果を AM に報告し、PM フィーを受け取る関係にある。また、PM（広義）は、清掃、設備管理、警備など日常的管理を行うビルメンテナンス（BM：狭義の PM）、中長期的な改修修繕計画を策定し実施するコンストラクションマネジメント（CM）、テナント誘致や契約管理等を行うリーシングマネジメント（LM）をそれぞれ統括する立場にある。これらの各業務を同一の会社が受注するとそれぞれの牽制機能がなくなり、利益相反関係が起きる恐れがある、と見える。また、AM が不動産会社等からの出向者である場合などにおいては、AM の業務と出向元の会社の業務は基本的に利益相反の関係に見える。したがって、定期的な監査など、不動産所有者、投資家等がチェックできるガバナンスの仕組みが必要である。

b. 外部データによる効率性の検証体制（主にビルメンテナンス）

特にビルメンテナンスにおいて、清掃、警備、機械設備管理などの諸費用が、必要な品質に応じて効率的に出費されているかどうか、ベンチマークを用いてチェックする必要がある。これが実施されない場合、大幅な経費削減、CO_2 排出削減の余地があるからである。

c. ライフサイクルマネジメント

ライフサイクルマネジメントとは、適切な保全方法によってコンストラクションマネジメント（CM）を行うことにより、建物建築時から維持管理時、取壊し時に至るまでのライフサイクルコストを抑え、耐用年数を伸ばすためのマネジメントである。これも CO_2 排出削減に寄与する。

4. 不動産関係の認証制度

(1) 認証の種類

不動産に関して ESG に配慮しているかどうかを計るわかりやすい手段は認証である。不動産会社・ファンドの ESG に関する管理、実績の総合評価制度としては、GRESB がある。これは国際的認証であるにも関わらず、特に J-REIT においては、その取得が 2020 年時価総額ベースで 92%を超えた。総合不動産認証制度としては、CASBEE、DBJ Green Building 認証、LEED、BREEAM、BOMA360 等、E（環境）関連では、BELS（住宅・建築物の省エネ性能表示制度等）、S（社会）関連では WELL Building Standard、CASBEE-WO（ウェルネスオフィス）があり、G（ガバナンス）関連では、ISO9000（品質マネジメント）、ISO14000（環境リスクマネジメント）そして、2018 年 4 月には、新しく ISO41001（ファシリティマネジメント）ができた。ISO41001 は 2021 年 8 月、日本産業規格（JIS）として JISQ41001 となり、今後これは公共施設の公募の際の入札要件の一つになると考えられている。

(2) 不動産認証が不動産価格に及ぼす影響

①キャップレートに及ぼす影響

国土交通省が 2020 年 12 月～2021 年 1 月に行った調査において、J-REIT 保有 A クラス物件（2002 年～2020 年）について定量分析を行ったところ、CASBEE の取得によってキャップレートが、5%標準にすれば、12bp 低い、という結果が得られた。他に、DBJ Green Building 認証の取得は、認証のないオフィスと比べて、11.5bp 低い（2020）という研究がある。

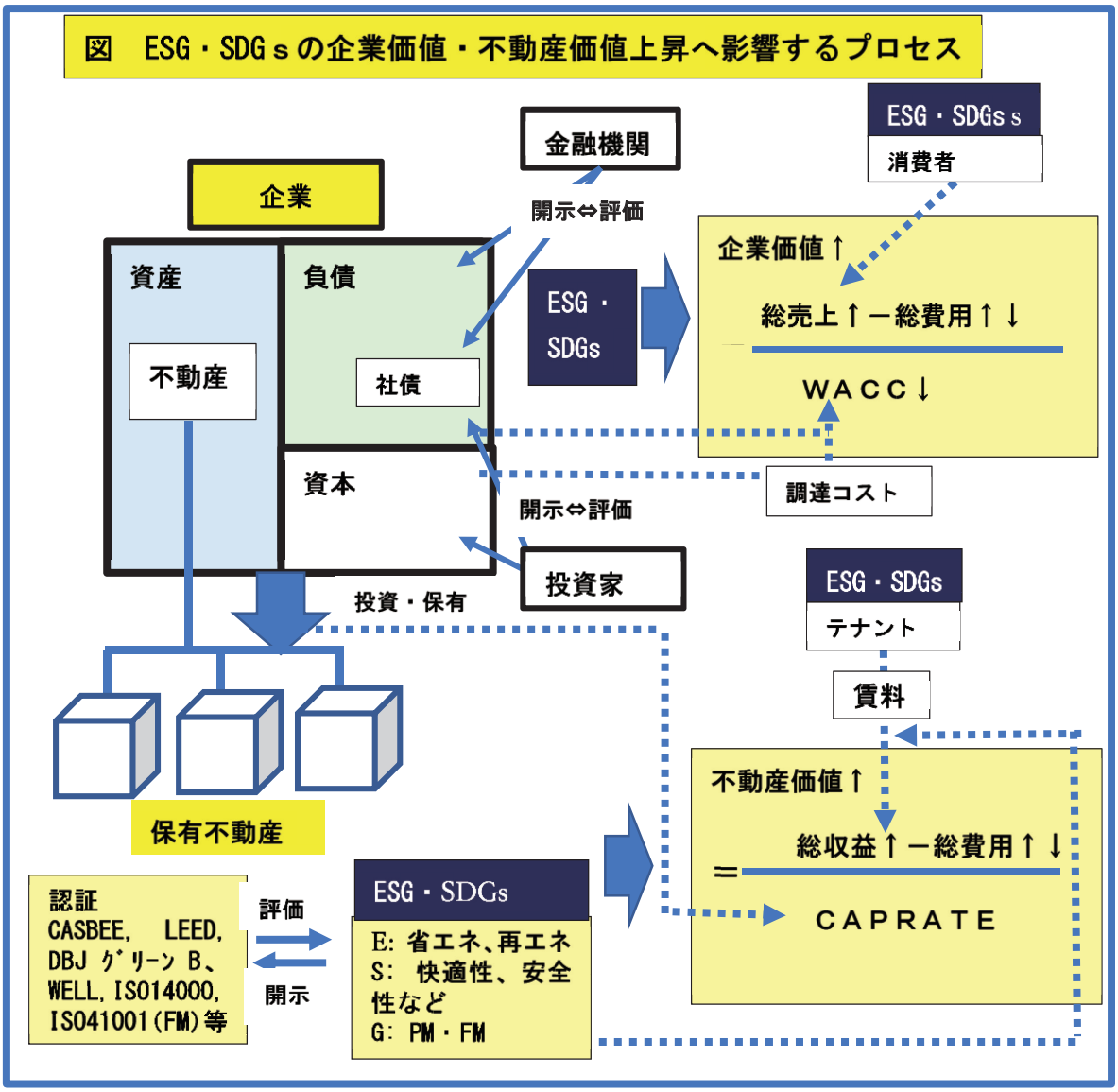
② 賃料に及ぼす影響

CASBEE 不動産は、非 CASBEE ビルに比べて賃料が坪当たり約 564 円（賃料比 3.64%）高い（平成 26 年度スマートウェルネスオフィス研究委員会）、CASBEE-WO と賃料の関係では、そのスコア 1 点が 234 円/坪に相当するという研究がある（2020 年）。その他、同様の分析調査においても、ESG 認証は、賃料の上昇、キャップレートの下降に影響を与え、少なくとも不動産価格上昇に対してポジティブに影響している可能性があることを示唆している。

5. ESGが不動産価値へ影響するプロセス

(1) 企業価値への反映のプロセス

下図の上半分は、企業等が、投資家や金融機関の影響もあり ESG・SDGs の配慮を行うことにより企業価値が上がる道筋を示している。収益還元法の簡易式において、ESG・SDGs への意識の高い消費者に支持されることにより、分子の総売上が増加する。ただし、総費用は、環境配慮の設備投資



等が過大にかさむこともある。また、投資家が増え、資本調達コストである WACC（加重平均資本コスト）が下がることにより、分母が小さくなる。以上より、総じて、ESG・SDGs の配慮により企業価値は大きくなるという道筋が描ける。

(2) 不動産の価値への反映プロセス

以上のような ESG を配慮する企業においては、経営者はその所有する不動産にも ESG の観点から配慮を行うことを求める。その証としては、不動産の認証を取得することがわかりやすい。上図の右下の不動産の価値を求める収益還元法の簡易式において、ESG・SDGs を配慮するテナントは入居するビルを選択する際これを考慮する。そのようなテナントが増えれば、賃料が上がり、空室率が下がり、総収益が増える。総費用面では、適切な PM・FM により経費は削減しうるが、例えば、太陽光など再生可能エネルギーの使用のための投資回収が可能かどうかは不明なので、総費用が減少するかどうかは不明である。また、同式の分母において、ESG を配慮すると不動産投資家が増え、キャップレートが下がる。

以上から、企業からの投資家等に対する開示や評価が適切にされていれば、総じて不動産への ESG・SDGs への配慮により不動産の価値が上がり

うる、といえる。

6. 不動産鑑定評価におけるＥＳＧの扱い

以下、不動産鑑定評価における留意点、課題を例示する。

(1) 資料の収集

○依頼者にESGデータの開示を依頼し、認証などの公開データで特に重要と判断されるものは入手に努め、可能な範囲で提供を求めることが望ましい。

(2) 価格形成要因としてのＥＳＧ要因の判別と価格への反映の仕方

○初めはESGの影響が定量化しやすいE項目（再生エネルギーの利用や省エネ等）を中心に価格への反映を検討する。また、評価や開示に関しては多くの課題があり、現状ESGの個別項目を評価に直結させることは困難を伴うため、認証の有無、そのステージというフィルターを通して、ESGの配慮を確認し、評価せざるを得ない。

○ESG要因と一見ESG要因ではないがESG要因を含む可能性があると考えられる要因（例えば「Sクラスビル」）について、適切に仕分けし、重み付けする必要がある。

○丸の内所在のビルがほとんど環境認証を受けている状態になるなど、もし、ESGに関する配慮が標準的と考えられる同一需給圏や近隣地域が認識できれば、ESGの配慮されていないビルについては価値のマイナス要因になりうる。

(3) 収益還元法

○ESGに関連する要因を理由として将来の賃料変動を運営収益に反映させる場合には、投資家アンケートなどの動向も考察のうえ、また、予測の限界に留意すると共に、市場観察により確認された具体的な根拠に基づく必要がある。

○補助金、減税については、特定の不動産・設備に強く紐付いたもので、キャッシュフローに実際影響するものであれば反映すべきである。

○ESG項目に優れた不動産の純収益の把握においては、ホテル、商業施設、介護施設、病院などの事業用不動産の評価の場合と同様に、ESGの不動産への配慮が、純収益に及ぼす影響について、同種の所有者、テナント（事業者）一般に観察できるものなのか、その所有者、テナント（事業者）独自の特殊なものなのかについて考察し、後者については鑑定評価における価格形成要因としては除外し、適切に純収益を求めるべきである。

○還元利回り（キャップレート）については、投資法人が投資判断の際何らかの形でESGの要素を考慮に入れているという調査結果がある[1]。また鑑定評価におけるキャップレートには、鑑定士が特別には意識していないESGの要素が、マーケットでは反映されているという分析データが報告されているので、鑑定評価においてもESGの配慮が利回りの低下要因となりうる。

○ESG要因の純収益（賃料）への影響と、キャップレートへの影響をダブルカウントしないようにし、また、キャップレートの内訳を各要因の積み上げにより把握する場合、その要因間でダブルカウントにならないようにする必要がある。

○ESGを配慮しないリターンの高い投資物件については、環境規制の強化などにより座礁資産になる可能性を織り込めば、収益還元法における還元利回りは大きくなるはずである。いわば高リスク高リターン物件である。逆にESGに配慮した不動産は、そのようなリスクが少なく、高リターンになる場合もあるが、ESGの配慮のための費用が大きくなり過ぎると、低リターン型の投資物件ともなりうる。

○自然災害などの物理的リスクも同様で、地震、風水害などに対応できていない物件は、リスクが高く、しっかりしたBCP対策ができている物件はリスクが低い。

---

[1] 上記4.(2)①冒頭の国土交通省による調査報告書において、J-REITおよび私募ファンド計84社に対して実施したアンケート（2020.12）によれば、ESG要因のキャップレートへの影響については、機関投資家や金融機関の意向が影響して当該不動産ファンドの投資判断に大きく影響し、5%を標準にすれば、平均7.45bp下がる、ESGについて配慮のない物件は平均12.5bp上がる、また、5年後にはESGの影響で、平均13.4bp下がる、という結果が得られた。

(4) 原価法

○省エネ関連機器等の設備の再調達原価算出の際には、技術の進歩により当該設備と同等の機能を持つ設備の再調達原価を求めること。

○規制強化、気候変動の影響、入居者のコスト等に関する要求事項やESGに関する意識の変化等による建物の陳腐化、およびそれに伴う経済的残存耐用年数の判断を適切に行う。

(5) 評価手法について

○一般に利用者の効用の観点での手法である収益還元法を中心に評価することが納得感を得られやすい。

○しかし、ESG、SDGs 配慮に限らないが、対象不動産の公共性、社会性が強ければ強いほど、収益還元法の適用にはなじまず、原価法のアプローチが中心になる。

(6) 報告書

鑑定評価においても、収拾した資料、データに基づいて、ESG の要因をどのように認識して評価を行い、どう判断したかの記載することが望まれる。

7. おわりに

ESG・SDGs への配慮は企業や不動産の価値を向上させうると言えるが、現在これに配慮しないと投資家や金融機関から見捨てられ、資金繰りが難しくなる時代になった。

英国では2018年から、EPC (Energy Performance Certificate)と呼ばれる商業用不動産の環境認証をとって、取引相手方へ提示することが義務化されている。そのA〜Gの7つのランクのうち、下位の2ランクでは、新たに賃貸することが禁じられており、2023年以降は、既存の借主を含め、F、Gランクは全面的に賃貸が禁止される見込みであり、2030年以降は、上位2ランク（A、Bランク）以外は賃貸ができなくなることが議論されている。日本でもこのような規制強化により、環境規制に適合しない不動産は「座礁資産」化する恐れがある。

グローバルな鑑定評価の団体であるRICS（英国チャータードサーベイヤーズ協会)の評価基準(レッドブック）やガイダンスノートでは、評価の際ESG に関するデータ収集を強化し、報告書では価格に反映するしないかかわらずできるだけ記載することを義務付けており、また「市場価値」とは異なる「投資価値」の評価では、できるだけ ESG 要因を反映するべきであるとしてきたが、近年のESG 強化の動きに合わせて、現在評価における商業用不動産のサステナビリティとESG配慮についてのガイダンスノートを改訂中であり、2022年1月末に公表される予定である。

不動産サービスに従事するプロフェッショナルとしては、ESG に関するグローバルな動きにキャッチアップしつつ、自らのビジネス、仕事にどうかかわっていくかを常に考え、実践していく必要がある。それを義務感から行うのではなく、ビジネスの発展につながる、楽しみな活動として進めていきたいものである。

（参考文献）

・「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」2021.3、国土交通省不動産経済産業局
・「ESG 投資・サステナブルファイナンスの国内外の潮流」2021.9.28、CSRデザイン環境投資顧問 代表取締役 堀江隆一氏講演
・「環境規制強化がロンドンのオフィス市場に与える影響」2021.10、三井住友トラスト基礎研究所 主任研究員 深井宏昭
他。