

中高層建築物における ESG 投資

1. 本調査の目的と調査概要、結果について

【目的】

本調査は、我が国の中高層建築物において「木造・木材利用の促進」を、ESG（SDGs）投資の観点から推進するために何が必要か把握するために実施したもので、具体的には、「①ESG（SDGs）投資・融資の実態の把握」、「②建築物への「木造・木材利用」が ESG（SDGs）投資・融資の判断に重要なファクターとなるためには、何を示すことが必要か」、を中心に調査した。

【調査方法】

今回は先進的・先駆的テーマということもあり、ESG 投資市場の関係者・有識者等を対象にヒアリング調査を行った。具体的には大学教授などの有職者、金融機関などの投資家、不動産会社等の事業会社など 19 件に対し、令和 2 年 12 月～令和 3 年 2 月に実施。ヒアリング対象者の詳細は 2 ページ、ヒアリング項目は 4 ページを参照。

【ヒアリング結果について】

今回のヒアリングからは、現状、ESG 投資の評価軸として「木造・木材利用の促進」が採用されている状況は、ほぼ皆無ということが明らかになったが、一方で、「木造・木材利用の促進」を ESG 投資の評価軸に含めることに対し、肯定的な意見も多かった。今回のヒアリング結果をまとめると、以下のようになる。

① ESG 投資・融資の実態

ESG 投資は株式から始まり、現在、債券や不動産の一部にも広がっている。投資家は、投資判断を行うにあたり、事業会社の財務情報（本業の事業活動）だけでなく、ESG 活動も評価するようになった。ただ、機関投資家や融資を行う金融機関は、投資・融資の根拠を必要とするため、事業会社の公開情報（統合報告書、WEB サイト、経営者ヒアリング）だけでなく、評価会社などが提供する指数（ESG 指数）、格付け、第三者評価なども活用して投資判断を行う。その際、定量的な根拠が求められる。

投資対象は企業、あるいはプロジェクトとなり、企業（コーポレート）の場合は株式か債券、プロジェクトの場合は債券が対象となる。企業を対象とする投資の場合、あらゆる企業活動を評価することとなるので、投資判断における ESG 活動のウェイトは小さい。また、株価に影響を与える要素は企業活動以外にも多くあるので、特定の ESG 活動が株価に影響を与えたか判断できない。そのようなこともあり、事業会社は ESG 投資のために ESG 活動を行うことはまれである。一方、プロジェクトの場合、例えばグリーン・ボンドなど用途が環境などに特定されるため、投資評価の範囲も限定され、相対的ではあるが、企業単位より ESG 活動の評価のウェイトは大きい。なお、債券については、資金調達だけではなく、ESG 活動をアピールすることを目的に起債する事業会社の存在や、環境省の補助制度（グリーンボンド等発行促進体制整備支援事業）の効果などもあり、ESG 債の発行は伸びている。

② 建築物（中高層建築物）への「木造・木材利用」が ESG（SDGs）投資・融資の判断に重要なファクターとなるためには、何を示すことが必要か

1. 木造・木材利用が ESG 活動に資することを啓発する活動

冒頭で示したように、ESG 投資に関わるステークホルダーの多くが「木造・木材利用」が ESG に資することを認知・理解していないことが明らかになったが、一方で、事務局から「木造・木材利用」の実態などを説明すると、理解や賛同を示す対象者が多かったことも事実である。よって、環境面・ソーシャル面からの「木造・木材利用」の効果をもっと広く知らしめる必要があるという意見を多くいただいた。

2. 木造・木材利用が ESG に寄与することを定量的に示すこと

投資判断を行う際、GPIF に代表される機関投資家の場合、安定的な運用を求められることもあり、数値に裏付けされた根拠が必要であるとの意見が多い。例えば、CO2 排出量の観点において、木造・木材の優位性を示すデータが必要とのことであった。またコスト、耐久・耐火性の観点からやソーシャルの効果についても定量化の必要性に触れる意見もあった。

2. 今回のヒアリング内容

ヒアリングは、ベースとなる質問項目を作成し、ヒアリング対象の事業・立場に合わせた質問内容にカスタマイズして実施した。ベースとなる質問は下記の通りである。

- Q1. ESG 投資はどのように定義されるべきか教えてください。ESG 投資の現状を踏まえて、本来あるべき ESG 投資の姿もあわせてお伺いできれば幸いです。
- Q2. ESG に関連した活動内容やその活動目的について教えてください。
- Q3. ESG 投資・活動の際に、何を基準（指標やフレームワーク）にして ESG 投資・活動の対象を決めているか教えてください。また、評価では何を基準にして ESG の評価（スコアなど）を行っているか教えてください。
- Q4. 事業会社が投資家などから ESG 投資の対象としてもらうためには、どのような活動・取り組みが必要とお考えですか。
- Q5. ESG 投資の対象は「企業」または「プロジェクト・不動産」といった単位行われているか教えてください。
- Q6. ESG 投資に「木造・木材利用」の要素を加えるためにどのような観点が必要となるか教えてください。また、評価軸に定量的な指標だけでなく定性的な指標を設定することが可能かご意見をお伺いさせていただきます。

No.	質問項目	ヒアリング対象					
		①		②	③		④
		機関投資家	金融機関	評価会社	不動産会社	事業会社	有識者
01	ESG 投資の定義	○	○	○	—	—	◎
02	ESG 投資市場のプレイヤーとその役割・機能など	○	◎	○	○	○	◎
03	ESG 投資の評価手法／評価基準	◎	◎	◎	—	—	◎
04	事業会社における ESG 投資促進のための取り組み	○	○	—	◎	◎	○
05	ESG 投資の対象単位について	◎	◎	○	◎	○	◎
06	ESG 投資における木造・木材利用促進の可能性	◎	◎	◎	◎	◎	◎

3. 調査結果

① ESG 投資について

ESG 投資の契機は、2006 年における PRI(Principles for Responsible Investment)の発足である。ESG を社会課題として捉えて、財務情報と合わせて投資判断を行うために、欧米のアセットオーナー主体として展開された。ESG とは、環境 (Environment) ・社会 (Social) ・ガバナンス (Governance) の頭文字を採った略語であり、3 つの観点を意識しながら収益を犠牲にすることなく持続的な発展を目的に長期的な視点で行う投資が ESG 投資と呼ばれる。つまり、ESG 投資は、リスク・リターンに加えて非財務情報も重視することで社会的インパクトを意識した投資である。

② ESG 投資市場のプレイヤーとその役割・機能など (相関図を最後にまとめた)

ESG 投資におけるステークホルダーとして、「A.投資家」、「B.投資家のサポート」、「C.投資先」、「D.その他ステークホルダー」に大別される。なお、各組織は立場をまたがる形で事業・活動を展開しており、一つの立場の枠に収まるわけではない。ここでは、ヒアリングを実施した A~C のプレイヤーについて整理する。

「A.投資家」の中で、さらに3つに分類される。その3つは、機関投資家・個人投資家・不動産投資法人 (REIT) である。機関投資家は年金基金や保険会社等が対象に挙げられ、年金や保険に加入する最終受益者の利益の増加目的で投資を行う。また、運用資産が莫大なことから個別の株式投資を行わず幅広く安定的な運用がミッションとなっている。そのため、ESG の長期的な視点を考慮した投資と整合性が高く、持続可能な社会の実現と運用収益の獲得実現を両立する投資行動を行う。現状では、ESG 投資のメインの潮流である株式投資が主体だが、近年債券への投資意識も高まっている。

個人投資家は、ESG 投資市場のプレイヤーとなりうる存在であるが、資産を長期的な視点で運用していく観点である機関投資家とは異なり、利率が小さい債券への投資意欲は薄いとみられる。そのため、株式投資を中心に関わるステークホルダーとみられる。

不動産投資法人は、不動産に対する投資による利益分配を目指す企業であり、不動産投資・取得時、そして不動産の運用時に ESG 投資と関わるプレイヤーである。現状、不動産投資・取得時に ESG の視点から評価を行う手法が確立されていない。その中で、ESG 観点での不動産取得の重要性に対する認識が高まっており、評価時に CASBEE 等の環境認証の活用を進める運用会社も現れている。

「B.投資家のサポート」に位置するプレイヤーには運用受託機関、評価会社 (認証機関も含む)、社債引受会社などが該当する。運用受託機関は機関投資家から委託を受けて実際に投資・運用を行う投資顧問会社や金融機関といった企業である。ESG 投資に関わるスキームとしては、ESG 指数に連動する形でのパッシブ運用を行う場合と運用受託機関が能動的に判断するアクティブ運用があるが、長期運用という観点からパッシブ運用をメインで行うケースが多い。サポートに位置するが、実質的な投資家行動を担っている。

評価会社では、事業会社の ESG 活動などをスコア化する指数会社と債券などの信用度を格付け評価や ESG 債券の発行時に各種原則に則って起債の妥当性を第三者としてチェックする格付会社があり、また、不動産の環境性能を評価認証する認定機関も存在する。指数会社は FTSE、MSCI などの企業が該当し、評価対象の企業から公開されている統合報告書や ESG 関連データに基づき独自の方法でスコアを算出している。算出方法は公開している企業もいるが基本的にはブラックボックスであり指数会社のノウハウに基づき評価されている。格付会社は発行体からの依頼を受諾したうえで信用格付やオーソライズされた各種原則に則った債券起債の第三者評価を実施する。評価に際しては、債券の発行を行う企業へのヒアリングや公開情報をベースとして判断する。

社債引受会社は社債などを発行する際に、企業や団体から債券の引受幹事を担当する。ESG 投資市場においては、当初は、引受会社からの提案による発行体が起債することが多かったが、最近では ESG 債の認知拡大と債券発行環境の整備により依頼引受の形式が増加している。

「C.投資先」は不動産会社、事業会社といった企業や自治体などの団体が当てはまる。不動産会社では、不動産を扱う事業的な特徴から脱炭素・循環型社会の実現や環境負荷の低減に向けた取り組みを実施している。その中で、社債での資金調達を行う企業が登場しており、ESG 債の活用が資金調達手法の選択肢となっている。ただし、現状では債券のспредとして ESG 活動の評価が反映されることを期待するよりも、資金調達の選択肢が増加したことや投資家などに対する対外的な ESG 活動のアピールの一環となっている。

事業会社や団体では、資金調達のための ESG 活動という側面よりも、企業理念や持続可能性な社会の実現といったミッションに基づいた活動を実施している範囲にとどまり、資金調達における優位性は今後出てくれば更なるメリットになりうると期待している。

③ ESG 投資の評価手法／評価基準

ESG 投資の評価手法/評価基準では、株式、債券・ローン、不動産の3つの分類で整理される。

A. 株式

株式の ESG 評価は、ESG インテグレーションをベースに行われる。ESG インテグレーションは、評価の軸として既存の判断材料である財務情報をメインに、非財務情報（統合報告書、ESG データ集、サステナビリティレポートなど）を活用し評価・投資判断する手法を指す。

非財務情報を評価に活用する際は、評価対象企業より公開されている情報をもとに、ESG それぞれについて様々な項目を積み上げることになる。また、業種や評価する事業内容によってカスタマイズされる。このため、企業を評価する際、ESG の特定の項目（例：木造・木材利用）についての重みは極めて限定的になる。

評価を行う指数会社は ESG 指数を、上場企業の公開情報などを基に独自の計算式を用いて算出している。この算出方法・評価手法は、公開を行い企業に向けて取り組むべきポイントをメッセージとして伝えている評価会社も一部いるが、基本的に非公開となっている。

一方、ESG 投資を推進する機関投資家は投資金額や範囲が広範囲に及ぶため、個別銘柄の変動ではなく、投資企業全体（上場企業全体など）でのパフォーマンスを重要視しており、指数会社が提供する指数に連動する運用（パッシブ運用）を採用することが多い。ただし ESG 活動は必ずしも業績に直結するわけではなく、かつ、活動による効果が出るにしても時間がかかることもあり、ESG 指数による投資効果も現状では明確に出ているとは言えない。

B. 債券

債券の評価・発行プロセスは、発行体が起債計画を立て、引受機関（証券会社）が審査し、格付や第三者評価等を勘案し、発行が決まる。引受機関は ESG 債の評価（審査）にあたり、他の社債と同様の評価を行う。社債が「グリーン」あるいは「ソーシャル」に該当するかについては格付機関と議論のうえ、判断することになる。

格付機関は社債の格付や第三者評価を提供する。信用格付については、公開情報と発行体へのインタビューを通じて判断する。信用格付は債務返済能力の評価なので、ESG 活動を格付で考慮する場合、ESG の各要素が信用力（キャッシュフロー総出力）に影響があるかを見ている。

第三者評価については、対象となるファイナンスが関連する各種原則等に適合しているか否かについての評価となる。例えば、グリーン・ボンド原則の場合、「調達資金の用途（10 事業）」、「プロジェクトの評価の選定のプロセス」、「調達資金の管理」、「レポートング」の適合性を確認することになる。

C. 不動産

不動産の評価では、不動産取得時にデューデリジェンス（不動産取得前に行う調査）を行い、一定の基準を満たしているかのチェックを必ず行っている。テナントや投資家などの動きも勘案し、物件取得の際に ESG の要素を新たな評価基準として追加する法人も現れている。

ただ、当然のことながら収益性も大事なので、環境性能など ESG の要素だけで決めることはなく、環境性能が十分でない物件を取得する場合もある。テナント次第ではあるが、物件取得後に環境性能を上げていくことで不動産の価値向上を目指す場合もある。

REIT の場合、国内の投資家だけでなく欧州の投資家もたくさん抱えていることもあり、ESG に対しての感度が高いという見方もある。例えば、「環境認証（CASBEE や BELS など）を取得し、省エネ性能が高い、環境性能が高いと言われているものしか買わない」と言っている投資法人もいるため、環境不動産における REIT の影響力も無視できなくなっている。

④事業会社における ESG 投資促進のための取り組み

GPIF や日銀の社債買い入れ増加など、債券（ESG 債）を発行しやすい環境下、発行額が伸びている状況から、ブランディングの一環として、ESG 活動を対外的にアピールするために ESG 債を発行したり、ESG 債を購入するという企業等の影響に言及する意見もあった。また、通常の社債と利率は変わらないとしても、サステナビリティの要素があれば、購入する（選択する）投資家も増えてきているというコメントもあった。

今回のヒアリング対象となった事業会社は、ESG 投資に関して目立った活動はなかったが、ESG あるいは SGD に対して意識は高く、投資や株価などは意識せずに、活動に取り組んでいる。

⑤ESG 投資の対象単位について

ESG 投資対象は、組織（コーポレート）向けとプロジェクト向けの両方ある。株式、債券、不動産の 3 つの区分で分類すると、株式の投資対象はコーポレート、債券の投資対象はコーポレート、プロジェクトの両方、不動産は物件を中心とするプロジェクトとなる。

このうち、債券については、組織（コーポレート）を対象にした「サステナビリティ・リンク・ボンド（使途が不特定）」、プロジェクトを対象とした「グリーン・ボンド（使途がグリーン）」、「ソーシャル・ボンド（使途がソーシャル）」、「サステナビリティ・ボンド（使途がグリーンとソーシャルの両方）」に分類される。現状においてはプロジェクト単位が中心となっている。

REIT などが投資目的で不動産する場合、環境性能や ESG の側面も評価するようになったといったコメントも得られた。また、不動産投資法人などが資金調達的手段として、金融機関からの借り入れだけでなく、グリーンボンドを活用するようになっている。

⑥ESG 投資における木造・木材利用促進の可能性

ESG 投資の流れで「木造・木材利用」を促進するために、どのようなことが必要であるか、様々な立場の方から色々な意見をいただいた。集約すると「使い勝手の良い定量的な評価軸と定性面での評価」、「木造・木材利用が ESG 活動に資することの啓発活動」の 2 点となる。

前者の定量面は CO2 の削減、耐久性、耐火性、コストの 4 点に関するコメントが多い。CO2 削減は、算出方法が複雑で難しいことから、木造・木材利用の認知・理解の促進を妨げていることが背景にあるため、信頼できる機関（行政）が、木造を利用することで、CO2 削減の認証を与えるといった制度が期待されている。耐久性、耐火性、コストは中層以上の木造建築物でのデメリットと捉えられており、CO2 と併せて鉄骨などその他の工法と比較しても耐久性・耐火性・コストなどが遜色ない点も定量的に示すことが重要であるとみられる。

前者の定性面は木造・木材利用の効果を森林保全や水資源涵養といった面や、健康・快適性の面、地方創生（雇用面なども含めた）の面（ソーシャルな面）から評価できるのでは、といった意見もあった。定量化しづらい評価軸ではあるが、一部の金融機関は、定量面だけでなく定性面も勘案したうえで、投資判断を行うといった意見も見られた。

後者では、「木造・木材利用」が ESG 活動として認識されていないという課題が明確に挙げられる。「なんとなく環境に良い」との印象に留まっているのが現状だが、今回のヒアリングに先立ち、「木造・木材利用」の効果を事前に説明することで認識や肯定的な評価

まずは様々なステークホルダーに分かりやすく効果を説明することによって理解を促進する仕掛けが必要であり、そのための発信内容、発信対象、発信方法（ストーリーや見せ方）の検討が求められる。

図1 ESG投資の相関図：株式（目的は発行済み株価の上昇による企業価値向上）

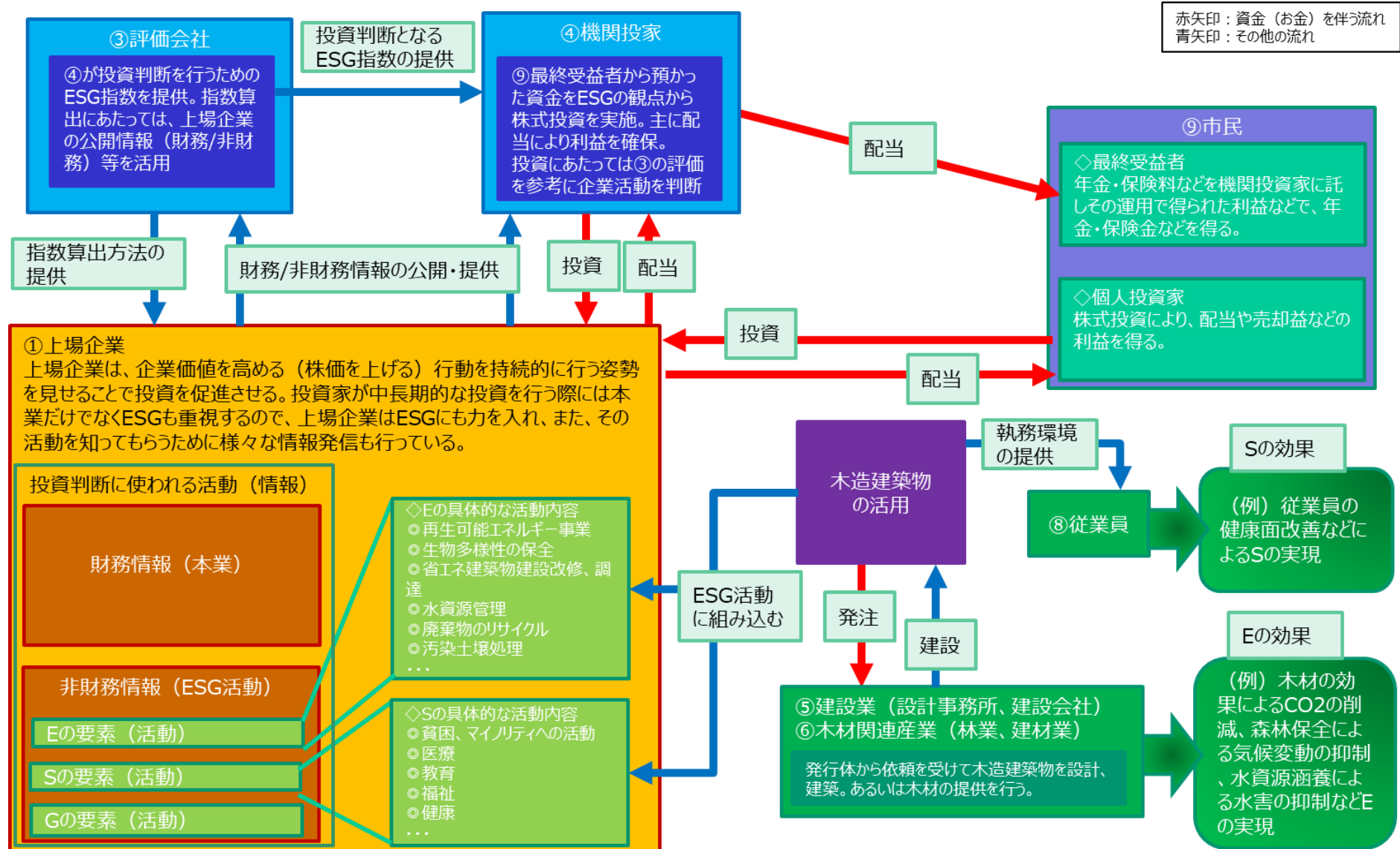


図2 ESG投資の相関図：債券（グリーンボンド等を参考に。目的は資金調達）

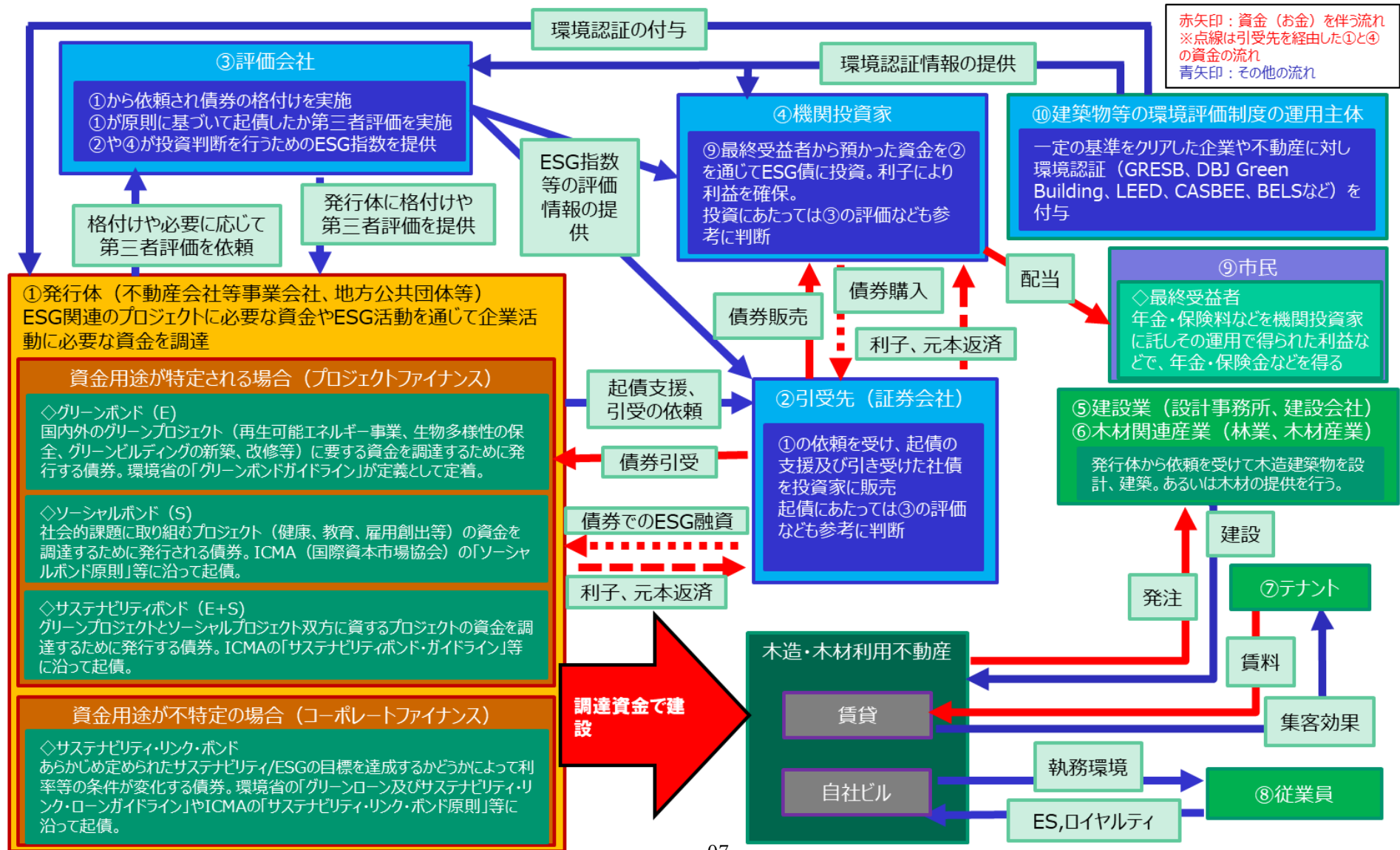


図3 ESG投資の相関図：不動産投資（REITによる不動産取得のための資金調達を想定）

