

# 第16回国際土地政策フォーラム

(平成21年10月14日 於：東京国際フォーラム)

「環境と不動産投資」

講演録

ゲイリー・パイボ 氏 「将来の環境のために不動産投資を通じてできること」

皆さん、こんにちは。

今日の世界を見回してみますと、環境を改善する方法を見つけながら、十分な財政上の収益を達成しようとする不動産投資家があります。私たちは、このような投資を「サステナブルな責任ある不動産投資」と呼んでいます。今日はこうした責任ある投資家の話をさせていただきます。

私は1970年代から環境問題についての専門的なキャリアを積み始めました。その当時、環境マネジメントの焦点というのは、主として重工業、農業、そして恐らく鉱山業に対する政府の規制に対して向けられていました。不動産関連では、その焦点は新しい都市開発に対する政府の規制にあったでしょう。しかし現在、建築物や都市といったものが、気候変動、水や大気の質、生物の多様性、公衆衛生、その他の環境問題に対して大きな影響を持つということがわかっています。

また、環境問題を解決しようとする主体について、民間部門へのシフトが生じています。今や民間部門は、環境問題の解決に深く関わっています。これには幾つかの理由があると思いますが、その中に、消費者やテナント企業、住宅の購入者などが、よりグリーンな製品を求めているという事実があります。また、環境リスクが認識されているようですが、これは資金の受託者によって話を進める必要があります。また、運用コストを低減させるような、節水や省エネルギーの活用によって、財政上のパフォーマンスを改善する機会も多くなります。

企業の利害関係者や株主は、企業に対して、これらの問題に取り組むよう圧力を強めています。投資家も環境パフォーマンス、企業の環境方針について、情報開示を求めています。また、これも重要なことですが、多くの企業のリーダーが、子供の世代、孫の世代、そして社会に対して、個人的な面からも、倫理的な面からも、環境問題に取り組むという責任の意識が非常に高まっています。

この数年間、世界の主要な不動産投資家たちが、国連環境計画金融イニシアティブ不動産ワーキンググループという組織と一緒に仕事をしています。これ

らの企業は、環境問題に取り組むとともに、その実践を協力して行ったり、お互いの経験から学ぼうとしたりしています。そして、自分たちが何を学べるのか、あるいは何を達成できるのかをより広い世界で共有しようとしています。わかってきたのは、たくさんのいろいろな戦略があるということです。それらの戦略の中には、費用低減に繋がるとか、不動産の価値が高まるといった理由から、経済的に実行可能なものがあります。このグループが主として関心を持つのは、財政的に実行可能性がある一方で、受託者責任を投資家に対して果たすことができる戦略です。

こちらのリストに、今日私が事例をお話ししようと思っている、ヨーロッパ、北米、日本、オーストラリアの企業がございます。彼らは、広く様々な経験を持っており、市場の状況を知っています。また、彼らの多くは、社名を良く知られた、先導的でハイレベルな大企業です。

皆様にこれからお話しすることは、オンラインで入手できるレポートの中でも閲覧することができます。レポートには、「CEOブリーフィング」という簡縮版と、「サステナブルな責任ある不動産投資のリーダー達は何を行っているか」という、100ページの完全版がございます。このレポートには、彼らが実際に何を行っているのか、また、その財政上の利益や彼らの行動の背後にある原理について、多くの事例が記載されております。これは日本語でも参照していただくことができ、国連環境計画金融イニシアティブのウェブサイトで見ることができます。このウェブサイトについては、私の最後のスライド、ひいては皆さんのお手元の資料でご確認いただけるかと思います。

まず初めに、幾つかの戦略的な項目を説明したいと思います。その後、少し具体的な事例について触れていきます。それから、そのほか財政上考慮すべき点について何点かお話した後、結論にしたいと思います。

戦略の1つに、世界中で成功を収めているものがあります。それは、これからの数年間、私達が共有する世界的な気候変動問題と密接な関連のある、省エネルギーです。科学的な研究の結果、オフィスビル、アパートビル、ショッピングセンターといった様々な不動産において省エネ戦略を行った場合の、財政的支出に対する経費削減の割合がわかりました。これはイギリス、アメリカ、ギリシャ等を対象としたものです。この研究によって、確実にわかってきたことがあります。より性能の高い照明やボイラーの導入や、再性能検証、つまり不動産の管理者が、ビルに既に導入されている技術がスペックどおりに機能しているのか検証することですけれども、大半の場合、これらのプロジェクトは資本回収を非常によくするということです。3、4年で回収でき、不動産開発産業で期待される標準的なハードルレートを上回る収益リターンが得られます。

研究として報告されている1つの例では、オーストラリアのインベスタ社が

低コスト、あるいはノーコストで、ビルの中でエネルギー管理の方法を変えるだけ、例えばいつ照明をオン・オフするのかをスケジューリングすること（これによってほとんど出費がかからない）によって、年間3万豪ドル、そして363トンのCO<sub>2</sub>の排出量が低減されるというものです。これは、実社会的な実践事例だと思います。

次の点にいく前に申し上げたいのは、アメリカで行われた最近の研究ですけれども、不動産投資受託者協会によって報告された、5,000のオフィス物件と財政的収益について調査したのですが、そこでわかったのは、エネルギー効率のいい物件、いわゆるエナジースターの物件は、市場では入居率も高く、維持費用も低く、純収益も高く、鑑定価値も高く、また、より良い評価を得ているということでした。いろいろな物件について、今、対象を広げて研究を行っています。これは個々の事例研究を超えたものです。もちろん皆さんが期待されているものは恐らく確認できるわけですが、それは、効率性が市場における不動産の価値に織り込まれ得るということです。

もう1つの戦略は、気候変動やグリーンエネルギーに関連した戦略で、グリーン電力を購入するということです。それは、風力や太陽光発電といったものです。世界でわかってきているのは、平均して、このようなグリーンエネルギーにはプレミアムがあるということです。それを導入するには、通常15%増と、少し多く費用がかかります。しかし、調査の結果わかっているのは、オフィスのテナント、小売店舗、アパートの入居者等の消費者は、必ずではないものの、多くの場合、価値に見合うということで、もしくは、企業のサステナビリティ方針に合っているということで、少し割高でも支払う意思があるということです。より多くの費用を支払う意思がない場合でも、先ほどのスライドで紹介した省エネのプロジェクトによって、エネルギーの節約が達成されます。これは、グリーン電力を用いることによって、余分にかかるコストが賄えて余りあるということです。エネルギー効率性のプロジェクトとグリーン電力購入のプロジェクトの両方を手がけると、光熱費は上がらないで済みます。

ここにイギリスのPRUPIMの例がございますが、彼らは実際にグリーン電力を割引料金で、プレミアムなしに購入できます。結果として、ポートフォリオ全体について、年間1万5,000ポンドを節約しています。また、CO<sub>2</sub>に関する税金の支払いもしないで済んでおり、カーボンフットプリントにおける炭素の大幅な低減にもつながっています。

環境に関連した別の問題、これは東京では特に大きな問題として捉えられていないと思いますが、アメリカでは確かに次のような問題があります。アメリカの都市は、自動車通勤に強く依存しているという事実があります。いろいろな環境問題がそこから生じます。エネルギーやCO<sub>2</sub>、大気汚染の問題です。

これは考えていらっしやらないかもしれませんが、例えば道路からの排水など、汚染源が特定できない水の汚染というものも問題としてあります。そして、公共交通機関の近くに投資した物件は、公共交通によって通勤する労働力人口比率を高めるだけでなく、投資に対するリターンも高めるということがわかっています。また、この10年間、アメリカでは、公共交通機関に隣接している物件は、そうではない物件よりも価値が早く上がるということがわかっています。同様に、入居率、賃料、市場での価値も早く上がります。

こちらは、テキサス州の事例で、実際の賃料が市場平均よりも約40%高くなっているというものです。ダラスの交通体系では、科学紙や経済ジャーナルによると、駅近くの不動産は、そうでない不動産よりも投資効果が高いということがわかりました。環境にもよく、投資という観点からもすばらしいという例でした。

こちらはロンドンで最も高いビルです。今でも最も高いままだと思います。このビルを所有しているハーミーズという会社の場合、3,500ポンドをかけて、無水の小便器をタワーの中に設置しただけで、年間9,300イギリスポンドを節約しているとのこと。一般的に、エネルギー効率の場合、アセットマネジャーが利用可能な節水戦略が多くあります。節水は、資本回収率にして約20~30%の効果が見込まれます。これは、一般的に投資産業に受け入れられるものと考えられます。

皆さんはすぐに考えつかないと思いますが、もう1つの興味深い戦略として、植栽があります。樹木は私達の都市に美しさをもたらすだけでなく、ごみの削減や、CO<sub>2</sub>の吸収、野生生物の保護、水の浄化に大きく役立ちます。そして、将来に向けて最も重要なのは、オフィス等の不動産の冷暖房価格をつり上げる、ヒートアイランド効果の緩和です。

ところで、植栽が不動産価値に及ぼす影響についての研究は、あまり数が多いことがわかっていますが、アメリカの大変興味深い研究に、リテールのショッピングストリートについて調査したものがあります。筆者は女性ですが、彼女は6ヶ所ほどの様々な通りや都市について調査をしました。調査の結果、樹木のある不動産は、光熱費が低くなっており、また、不動産価値が高くなっていることがわかりました。これは、樹木によってもたらされるアメニティに、人々がより多くのお金を支払う意思があるからです。しかし、もっとも驚くべきことは、買い物客は、同じ商品やサービスであっても、樹木が並んでいる通りの近くでは約10%も多くお金を支払う意思があるということです。買い物客は、より遠くからやってきて、より多くの駐車代を支払い、より長い時間をかけて買い物をしようとします。また、買い物客は、同じ商品のバスケットであっても、植栽の近くではその他の地域と比べてより高いお金を支払おうとしま

す。概して、これらの取組は不動産のオーナーに有益な影響をもたらすように思われます。

イオンは、日本で最も有名な事例の一つです。ふるさとの森づくりという計画で、既に2005年だけで50万本以上の木を植樹されたということです。この計画は、まだ継続していると伺っています。

グリーンビルディングの認証については、LEEDやCASBEE、BREEMの話を経験していらっしゃると思います。これは1つの例ですが、初めてそれらが市場に出てきたときには、維持費が減るとか、そのビルで働く労働者の生産性が向上するとか、多分に期待されたものです。最初に市場に出てきたときには、そのビルに多少のプレミアムがあったのですが、今日のアメリカでは、もう、どんなにいいデータを見ても、グリーンビルに対する特段のプレミアムはないようです。こうした認証を適正に構築するにはどうすべきかということがわかってきました。

ご覧の写真は、フランスの制度のもとで認証を受けた、パリにあるグリーンビルディングの例です。この場合は、特に建設費の上昇なく、ビルを建築することができ、一方で維持費が20%低減した形でおさまっています。

ここに新しい研究結果が出ているもう1つの問題があります。1つはヨーロッパの研究チームが、もう1つはアメリカの研究チームがそれぞれ行った2つの研究でして、アメリカのビルを調査しています。その結果これらの物件は、ネットの運用経費が高いことから、約10%ほど高く取引されていることが分かりました。それは入居率も、賃料も高く、しかも維持費が低いからでした。こうした不動産の場合、プレミアムがあったとしても2~3%が一般的なところで、仮にデベロッパーが2%以上で建てて、10~12%高く売れば、この種の不動産は収益性が高いということになります。

今ではグリーンビルディングファンドというものが組成されております。数週間前に私は、世界中の同僚にすでに組成されている投資ファンドで、特にグリーンビルディング戦略に特化しているもののリストを送るように頼んだところ、たちどころに30件以上のファンドのリストがまとまりました。しかも、こうしたファンドを組成する一方で、このような物件に投資する計画も急速に増えています。また、こうしたファンドは幾つかのカテゴリーに分かれているようです。

1つは、不動産トラストシェアであるとか、ニッセイ・グリーン・グローバル・リート・ファンドのように、サステナビリティの分野の優良なリーダー企業から上場された不動産トラストシェアを購入するファンドです。あるいは、ハインズ・カルパース・グリーン・デベロップメント・ファンドのように、非公開のプライベートエクイティファンドの分野で注目されるものもあります。

また、後ほどマクナマラ氏から別の事例も紹介されるでしょう。

昨日、私たちは、丸の内での再開発プロジェクトの話をしていただきました。環境保全のために 1,000 年を見通した東京のプロジェクトの話でしたけれども、このような都市再生プロジェクトというのは、環境保全上利益になるものとして認識されております。既存都市の活用を強化し、田舎を開発する必要性を減少させることで、農用地や保護区域を保全する一方で、既存都市のインフラを活用していくことに役立ちます。何年にもわたって投資家は、こうした投資にはナーバスになっていました。というのは、再開発に向いていないところに投資をすることには懸念を表明する向きがありました。ところが、イギリスにおいて国によって都市再生として指定されている不動産の過去 30 年間の利益を調べた新しい研究結果が数年前に出ました。そこから分かったことは、こうした不動産がより低いリスクの国の同様のタイプのすべての不動産のリターンと同水準か、あるいはそれを超えているということです。こういった英国再生エリア内の不動産の場合には、回収リスクが低減され、単位収益がより多くなっているということが分かりました。このような新しい研究は米国でも完了したところです。

また、モーリーがモーリー・イグラー・ファンドをつくりましたけれども、やはりこの種の再生エリアで行われるプロジェクトに焦点を当てた不動産投資ファンドとなっております。

私が申しあげましたレポートですけれども、ほかにもこのような投資事例がございます。私が今取りあげましたようなテーマ、あるいはそのほかのテーマ、例えば十分な証拠、財務的にプラスになるような戦略があり得るということ、そして環境を改善することができるということを十分に立証しているケースがあるということであり、ここにもありますように、危機管理、公園、広場などのような事例がありますけれども、ほかにもいろいろな方法論が投資家によってとられているということです。収益を上げると同時に、環境の改善も図ることができるということが立証されております。

では、これから不動産投資ファンドに関する 2 つの事例をご紹介します。特に核心の部分として、サステナビリティを達成するということが目標として掲げられております。さらに、責任あるサステナブルな投資が実際にどのくらい現実的なものになりつつあるかということをお分かりいただければと思います。こういったイノベティブなリーダーがいるのか、どれくらいいるのかという説明をしたいと思います。

Muni Mae ですけれども、不動産投資ファンドであります。農地であるとか牧地、動植物の生息地を保全することを目的にしているファンドであります。都市開発で脅かされていて、保護する価値のある農場や牧場を買っていま

す。都市用として開発するのではなく、こういった土地を保全するために管理するとともに、投資家に還元するためにその土地を通して収益を上げていきます。さまざまな戦略を組み合わせることで目標を達成していくわけですが、まず第1に、サステナブルな農業、あるいは林業を達成するということが、そこで、穀物をつくり、材木を生産し、ある一定量の収益を上げるということになります。また、コンサベーションクレジットというものがありまして、いろいろなところで開発を行っているようなデベロッパーに対して、ミティゲーションクレジットを付与していきます。ですから、カーボントレーディングのような形で、デベロッパーがある土地を保護するために土地の所有者に対して支払いをするかわりに、別のところで開発を行うことが許されるのです。このような仕組みが収入の流れをつくり出しています。

これらは、うまくいけばファンドの投資家にとって十分満足できるような還元収益率をもたらします。ところが、うまくいかなければ、セカンドホームやリゾート開発のような限定的な開発プロジェクトを行っていきます。つまり、例えば土地の10%がより多くの収入を上げるという目的で開発をしているわけですが、ただ、これは投資家にとってのハードルレートを超えるのに十分なリターンを生み出すためだけに開発をするということでもありますので、その意味で、そのギャップを埋めるのに必要な量に限った開発を行っていくということになります。そして、これらの収入の流れは、これらの投資家が有効に土地を買って、純粋に都市の活動のためにそれを開発したかもしれない他の投資家と競争していくことができるように設計されています。この場合、彼らは、いつまでも不動産を保存するのを助けることができます。

もう1つの事例をご紹介します。これはラーニング・リンクス・センター、LLCという会社でありますけれども、ロサンゼルスとテキサスにある会社です。こちらはサステナビリティにおける社会的なコンポーネントに特化している会社です。サステナビリティという考え方が本来意図するものは、これは国連の中で出てきた定義でありますけれども、発展途上国の貧困層のニーズを満たす方法を探し出す必要があるというものです。しかし、そのような方法とは違うものとして、例えば米国では、多くの環境資源を消費することで発展を遂げましたが、貧困層のニーズに対処し、彼らをより良い生活水準まで引き上げるサステナブルな方法を見つけ出す必要があります。それで、サステナビリティはいつも貧困問題に取り組むことに関心があるのです。

ラーニング・リンクス・センターというのは投資会社でありまして、まずアパートを1つ買い、そして、それをマーケットよりも低いレートで学校の先生に供与していきます。また、もう1つのアパートを購入して、放課後の学習センターに改修いたします。そうすると、放課後、生徒たちはそこにやってきて、

先生たちの助けを受けながら勉強していきます。多くの保護者たちはフルタイムで働いておりますので、十分に目が届きません。しかしながら、非常に重要なことは、こういったセンターに来て、学習することによって学業成績が上がるため、貧しい生活から抜け出すことができるわけです。結果として、購入時に比べ稼働率が向上すること。また、借り手の自尊心が高まることによって、いたずら書きや不動産に対するダメージなどがなくなるので、メンテナンス費も下がるということです。それから、近隣の物件も同時に価格が上がっていくという現象がみられます。もちろんこういったことは科学的に証明されているわけではありませんが、ファンドマネジャーなどはそのように主張しております。こういった物件は、ほかの地域に比べて不動産価格が上昇しているため、投資目的を十分に達成しているということになります。これは非常に興味深いモデルだと思います。

もう1点申し上げたい点が、国連の不動産ワーキンググループでありますけれども、不動産投資セクターが将来的にどのような役割を果たすことができるか。気候変動に対してどのように適応することができるかということを検討しております。1つ理解されてきていることが、最近の研究結果、これはワールド・ビジネス・サステナブル・カウンシルから出てきた報告書でありますけれども、新しいグローバルエコノミックモデルをつくり上げました。エネルギーの使用、CO<sub>2</sub>の排出量が既存の建物から出るため、巨額の資本投資が世界各国で必要とされることになります。省エネのプロジェクト、再生利用可能なエネルギー、太陽光発電などに多額の資金が必要になります。また住宅や商業不動産においても多額の資金が必要になります。また、カーボンマーケットが必要になりますが、必要な投資を刺激するには十分ではないでしょう。適切な価格帯での取引においては、それほど大きなマーケットにはなり得ないでしょう。また、より強い建築基準とビルのラベリングプログラムも必要でしょう。

しかしながら、最終的にはより長期的な観点に立った非常に大きな投資資本が必要となるでしょう。その結果、より複雑なエネルギー効率プロジェクトから10年、15年、20年にわたって生み出される貯蓄からリターンを発生させます。われわれは、結局完全な削減レベルを達成するために、そのプロジェクトを利用しなければならないでしょう。その方向に向けた資金の流れを促進していくために、投資家にとって有益で、かつ十分安全な方法で投資を促すような新しい方法を見つけたために、金融部門や、おそらく各国政府との協力におけるイノベーションに向けた多くのやるべき仕事があるでしょう。

それでは最後に、私自身やほかの学者がかかわっている研究成果をいくつかご紹介したいと思います。それは、よりサステナブルである、あるいは、より責任のあるポートフォリオに対するトータルリターンを調査したものです。

これは、ポートフォリオマネジャーからの要請に基づいて行われていた研究であります。聞いている分には心地よいけれども、立証してもらわないと困るという要請があったからです。よりグリーンで、よりスマートな、エコ戦略に投資し、また同時に、受益者責任を果たすことはどうやったら立証することができるのか。

そこで、一番上の図は、商業用不動産、小売り、マンション、オフィスなどの米国の1万2千の不動産の財務上リターンの分析を基にしています。米国における不動産のパフォーマンスを評価するデータとしてよく使われている、不動産受託者の国家協議会からのデータを使用します。このデータプールの中には、幾つかの基準がありました。例えば、エネルギー効率性、不動産表示であるとか、グリーン認定されているかどうか。グリーンの方はブルーのラインになります。赤がRPIではない不動産物件ということになります。ところが、RPIの物件と非RPIの物件を比較してみますと、リターンはほぼ同じになっています。非RPIにおいては、特に罰金などは科せられておりません。しかしながら、10年前にグリーンのプロパティを開発するために投資をした人は、10年後にはほぼ同じリターンを得ているということであり、もちろんトータルリターンにおいては、2009年にはどちらの物件も急落いたしました。同じような相関関係がみられます。

リートのグラフが下の方にあります。プライベートエクイティの不動産物件であり、赤が公開会社のラインであります。グリーンの方がブルーのラインよりも若干上回っているわけですが、これらが語っていることは、サステナブルで責任ある不動産投資を通して、リターンを損なうことなく、むしろ上げることができるということです。

では最後ですけれども、UNEPのウェブサイトに行かれますと、ほかにも興味深いレポートが見つかると思います。こちらは日本語にも訳されていますので、ぜひそちらにいらして、読んでみていただきたいと思います。

皆様、ここまでご清聴ありがとうございました。まとめさせていただきますと、投資家は将来、非常に重要な役割を果たすことができるということです。不動産開発に関連して環境を改善することができるということです。さまざまな環境問題がビルによって大きな影響を受けるものであり、そして問題が多くあるということです。こういった問題を解決するためには、そして、こういった建物からの環境成果を改善するためには、必ず投資が必要になります。ですから、投資家にとっては多くの機会があります。相互のメリットがあり得るわけですが、どちらの観点からも、受益者責任であっても、こういった機会をとらまえて、リターンを改善する。あるいは、倫理的な責任から全くネガティブな

影響がないものを通してリターンを得るということであっても、ここには必ず義務があるし、責任があるし、また、こういった責任ある投資、サステナブルな投資を通して、必ずリターンを得ることができるでしょう。お約束したいと思います。どうもありがとうございました。