

ESG不動産投資のあり方検討会 中間とりまとめ（資料編）

I. 総論

ESG投資・SDGsの国際的な動きと我が国不動産における意義と課題

- 国連の責任投資原則（PRI）を受け、投資家が投資先に対してESG（環境・社会・ガバナンス）への配慮を求める動きが拡大。
- 近年、SDGs（持続可能な開発目標）が国際社会全体の目標として共有され、経済・社会・環境をめぐる広範な課題に総合的に取り組むことが重要とされている。
- クロスボーダー化する不動産投資の現状において、気候変動等に対する海外投資家、評価機関などの目線を意識する必要。一方で、人口・地域社会や自然災害の種類、企業経営の慣行など、我が国固有の実情についても、可能な限り踏まえつつ、ESGの視点を組み込むことを検討する必要。

2006年 ESG投資のガイドラインである責任投資原則（PRI）
公表 <UNEP FI・UNGC >

2015年 ESGを考慮しないことは受託者責任の違反
(21世紀の受託者責任レポート公表 <UNGC・UNEP FI・PRI・UNEP Inquiry>)

GPIF 2015年にPRI署名、2017年ESG指数の採用

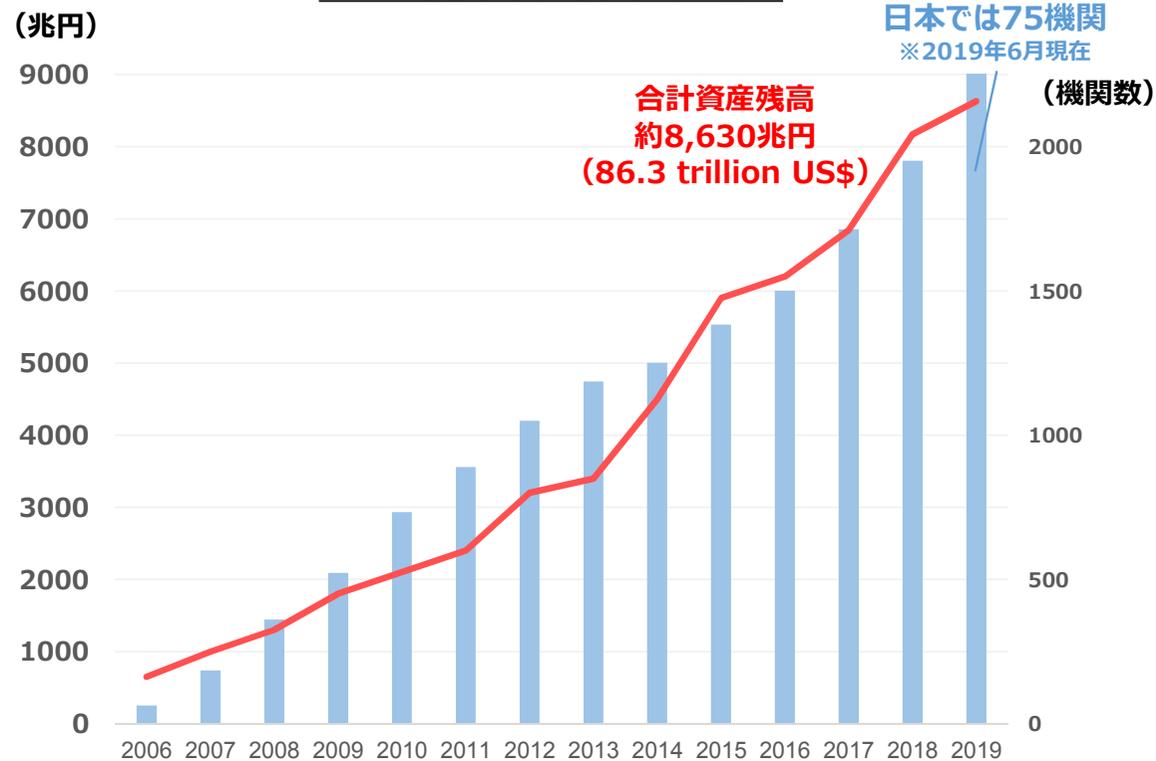
2015年 国連でSDGs（持続可能な開発目標）採択

日本 2016年 SDGs実施指針策定
2017年 SDGsアクションプラン公表



PRI署名機関数・合計資産残高

署名機関数 2,460
日本では75機関
※2019年6月現在

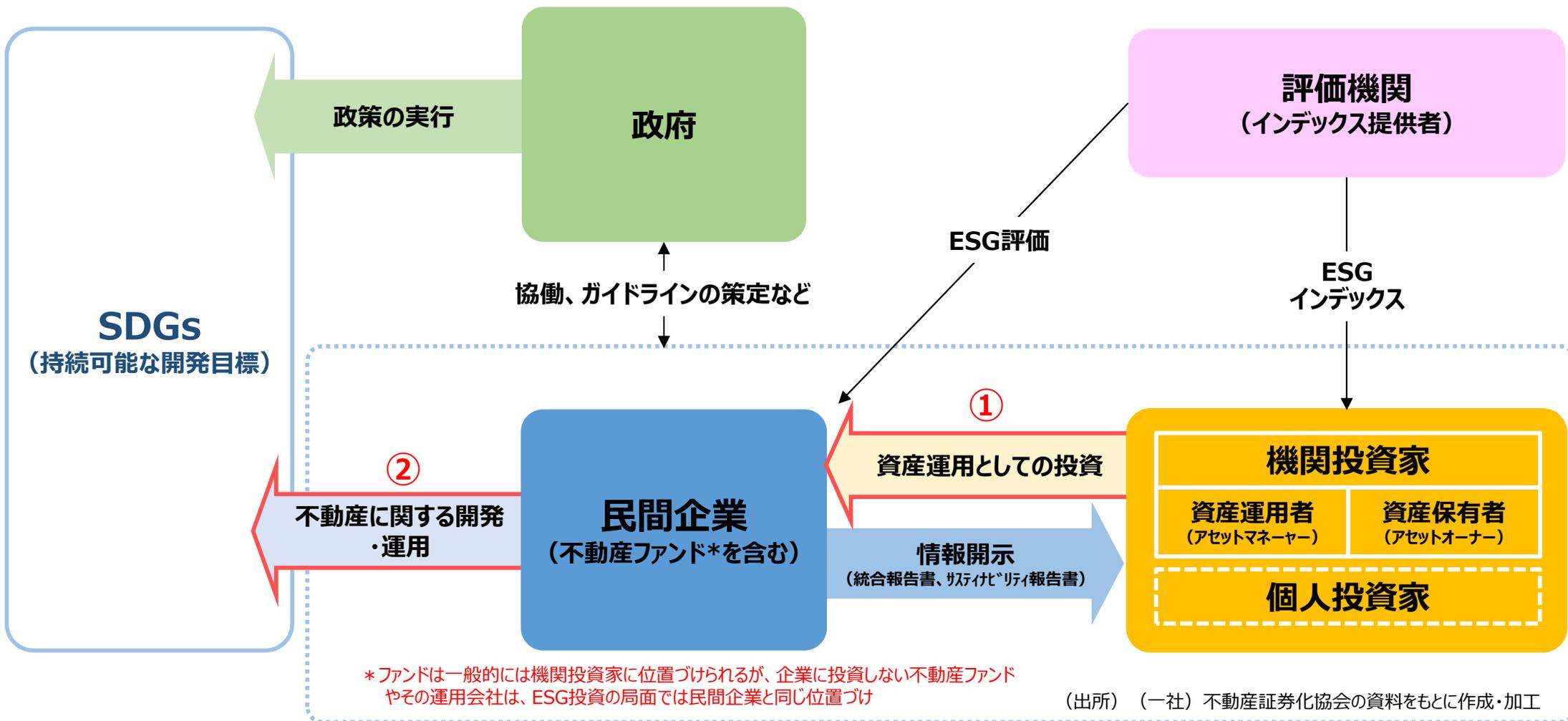


※ 1ドル = 100円と換算
※ グラフは4月時点

(出典) PRI ウェブサイトより作成

不動産へのESG投資の関係

開発・運用・投資の関係（概念図）



「不動産へのESG投資」を検討するに当たっては、

- ESG要素に配慮し、
- ① 機関投資家等が行う資産運用における不動産企業・ファンドへの投資
 - ② 不動産ファンドを含む民間企業の事業活動として行う不動産開発・運用
- があることに留意する必要

ESG投資の起源

- ESG投資とは、リスク管理を向上させ、持続可能で長期的なリターンを上げるために、投資の意思決定に環境、社会、ガバナンスの要素を組み込む投資手法をいう。出所：PRIホームページ
- 責任投資原則（PRI）が2006年に提唱された後、2008年に始まった世界的な金融危機を乗り越えるに当たって、金融市場の長期的な安定に対する世界的な関心が高まったことを背景に、機関投資家を中心にESG投資の動きが広がるようになった。

持続可能な社会に向けた動向

1972年 国連人間環境会議（ストックホルム）
 1992年 国連環境開発会議（地球サミット） リオ宣言
 2006年 責任投資原則（PRI）
 背景：持続可能な社会の実現のためには、持続可能な金融システムの構築が必要

短期志向に対する反省

2008年 リーマンショックによる金融危機
 ← 企業の持続可能性を軽視した経営、投資が金融危機を招いたのではないかと反省

ユニバーサルオーナーシップ

大手の機関投資家（ユニバーサル・オーナー）にとって、市場全体が持続的かつ安定的に成長することが必要不可欠。

国際的な長期志向

機関投資家の影響力増大

1990年以降 海外機関投資家・国内機関投資家の株式保有比率が上昇※

※東京証券取引所 [2018] 「2017年度株式分布状況調査の調査結果について〈概要版〉財務省財務総合政策研究所ファイナンシャル・レビュー平成27年第1号（通巻第121号）経営研究調査会調査報告第59号「長期的視点に立った投資家行動に有用な企業報告～非財務情報に焦点を当てた検討～」日本公認会計士協会（平成29年5月15日）

【投資時間軸と非財務情報の関係】



- ・ ビジネスに関連する「リスク」と「機会」に対するバランス感覚が重要となるが、これらに関する定性情報は、財務情報からは読み取れない「非財務情報」に関する面が大きい。
- ・ 時間軸が短いほど直近で得られる「財務情報」が重要となり、時間軸が長いほど財務情報だけでは説明のつかない「非財務情報」が重要になると概ね整理できる。

責任投資原則(PRI)と責任不動産投資(RPI)

責任投資原則 (PRI ; Principle for Responsible Investment)

2006年、国連環境計画金融イニシアティブ (UNEP FI) と国連グローバル・コンパクト (UNGC) が提唱。

6つの原則

- 1 私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込みます。
- 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問題を組入れます。
- 3 私たちは、投資対象の企業に対してESG課題についての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。

PRIを受けて、UNEP FI不動産ワーキンググループでは、PRIを不動産投資に適用する考え方として、「責任不動産投資 (RPI) 」を推進。
2007年、10か条の責任不動産投資戦略を公表。

10か条の責任不動産投資戦略

1. 省エネルギー (省エネルギーのための設備改良、グリーン発電およびグリーン電力購入、エネルギー効率の高い建物など)
2. 環境保護 (節水、固形廃棄物のリサイクル、生息地保護など)
3. 自発的認証制度 (グリーンビルディング認証、認証を受けた持続可能な木材による仕上げなど)
4. 歩行に適した都市整備 (公共交通指向型都市開発、歩行に適したコミュニティ、複合用途開発など)
5. 都市再生と不動産の利用変化への柔軟性 (未利用地開発、柔軟に変更可能なインテリア、汚染土地の再開発など)
6. 安全衛生 (敷地内の保安、自然災害の防止策、救急対応の備えなど)
7. 労働者福祉 (構内託児所、広場、室内環境のクオリティー、バリアフリーデザインなど)
8. 企業市民 (法規の遵守、持続可能性の開示と報告、社外取締役の任命、国連責任投資原則のような任意規約の採択、ステークホルダーとの関わりなど)
9. 社会的公正性とコミュニティ開発 (低所得者向け住宅供給、コミュニティの雇用研修プログラム、公正な労働慣行など)
10. 地域市民としての活動 (質の高いデザイン、近隣への影響の極小化、地域に配慮した建設プロセス、コミュニティ福祉、歴史的な場所の保護、不当な影響の排除など)

(出典) Responsible Property Investing: What the leaders are doing, UNEP-FI 5

投資家の受託者責任

- 投資家の受託者責任の観点からは、投資実務においてESGを考慮しないことは受託者責任に反することであるとされている（「21世紀の受託者責任」）。
- 一方、日本では、投資プロセスにおけるESGインテグレーションの程度が他の先進国に比べ遅れを取っていると指摘されている（「21世紀の受託者責任 日本のロードマップ」）。



● 21世紀の受託者責任

2015年9月、米国、英国、日本その他の8カ国を対象にした投資家、資産運用者、弁護士、規制当局関係者などのインタビューと受託者責任に関する法令・政策調査、各国でのラウンドテーブルの開催などのプロセスを経て公表された投資実務と受託者責任に関する報告書。責任投資原則（PRI）、国連グローバルコンパクト（UNGC）、国連環境計画金融イニシアチブ（UNEP FI）、国連環境計画インクワイアリーによる共同プロジェクト。

“投資実務において、環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題など長期的に企業価値向上を牽引する要素を考慮しないことは、受託者責任に反することである。”



● 日本のロードマップ

2017年4月、PRI、UNEP FI、Generation Foundationが日本におけるESG課題への対応や受託者責任に関する現状と提言をまとめて公表したもの。

“日本は、投資プロセスにおけるESGインテグレーションの程度において他の先進国に遅れを取っていますが、特にコーポレート・ガバナンスの問題など、ESGのテーマに対する市場の関心は高まってきています。また、ESG課題の価値関係に対してだけでなく、この問題に関する国際的な研究に対しても、投資家の認識の向上が見られます。それでも、日本におけるESG課題の金融面における重要性に関するリサーチには、差し迫った必要性があります。”

持続可能な開発目標(SDGs)

- 2015年9月の国連サミットで採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に記載された、2016年から2030年までの国際目標。持続可能な世界を実現するための17のゴール・169のターゲットから構成されている。
- **SDGsの各ゴールは相互に関連しているため、総合的にとらえるべき**であり、企業活動に関しても、経済的側面に加え、環境的側面・社会的側面も視野に入れて評価する必要がある（「トリプルボトムライン」の考え方）。
- 2030年までにSDGsの目標を達成するためには、全世界で毎年500～700兆円の投資が必要※。

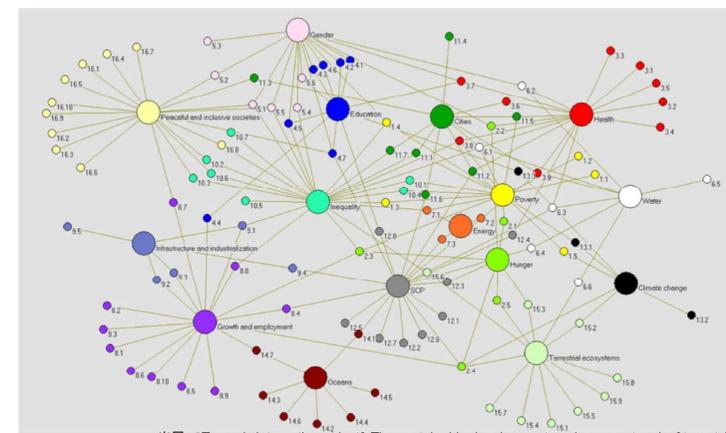
※ 出典: UNCTAD, 2014. World Investment Report 2014. Investing in the SDGs: An Action Plan. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development. Retrieved 22 July 2018

【2030年までに達成すべき17の目標】

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

【SDGsの各ターゲット間の連関】

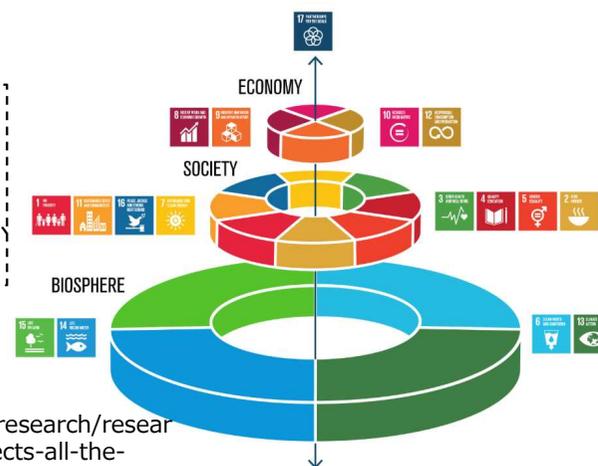
SDGsの各ターゲットは複雑に連関。それぞれのターゲットのトレードオフを踏まえた取組みが必要。



出展: "Towards integration at last? The sustainable development goals as a network of targets", DESA Working Paper No. 141 ST/ESA/2015/DWP/141, 2015

【ウェディングケーキモデル】

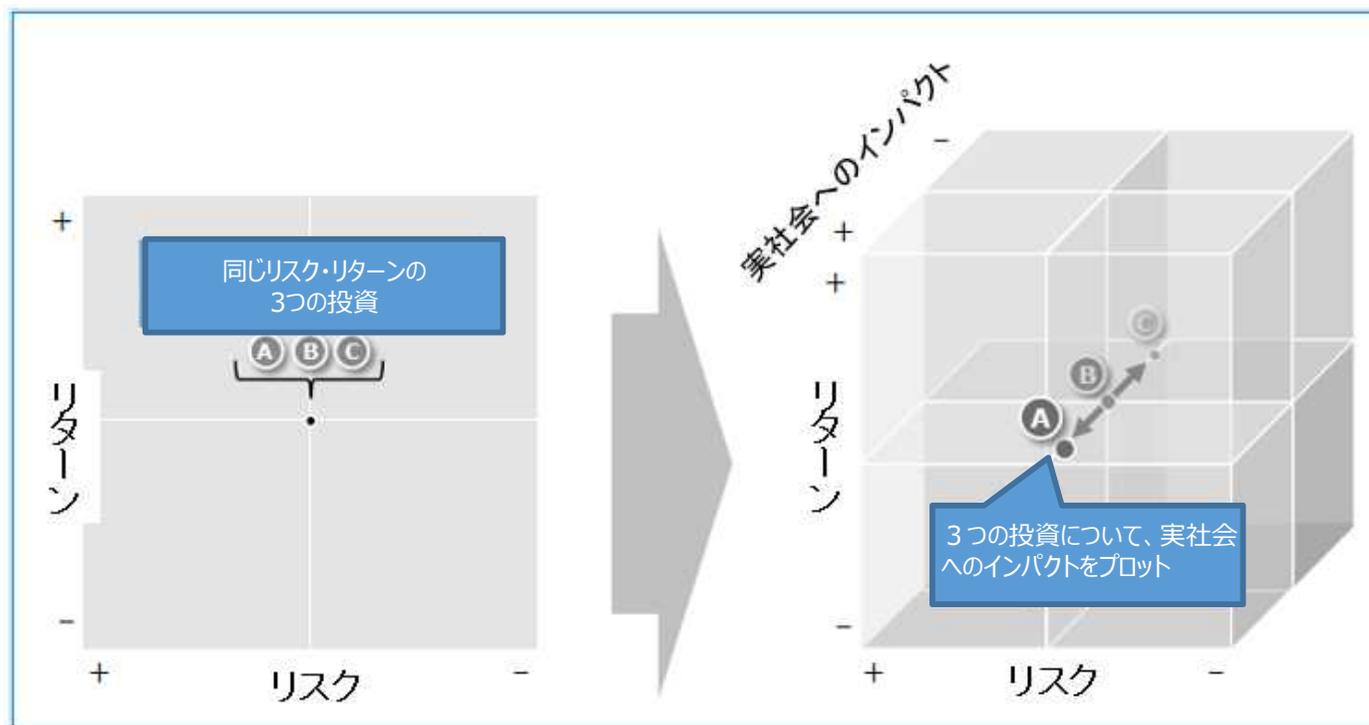
「トリプルボトムラインの考え方」
経済的側面に加え、環境的側面・社会的側面も視野に入れて評価すべき。17のゴールを、経済、社会、環境の3つの階層に分類。



出典: SDGs "wedding cake"
<https://www.stockholmresilience.org/research/research-news/2016-06-14-how-food-connects-all-the-sdgs.html>

社会的インパクトを意識した投資の考え方

- 社会的インパクト投資とは、**経済的リターンに加えて社会的及び環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資。**
- 複数存在する**ESG投資のアプローチ**のうちの一つ。



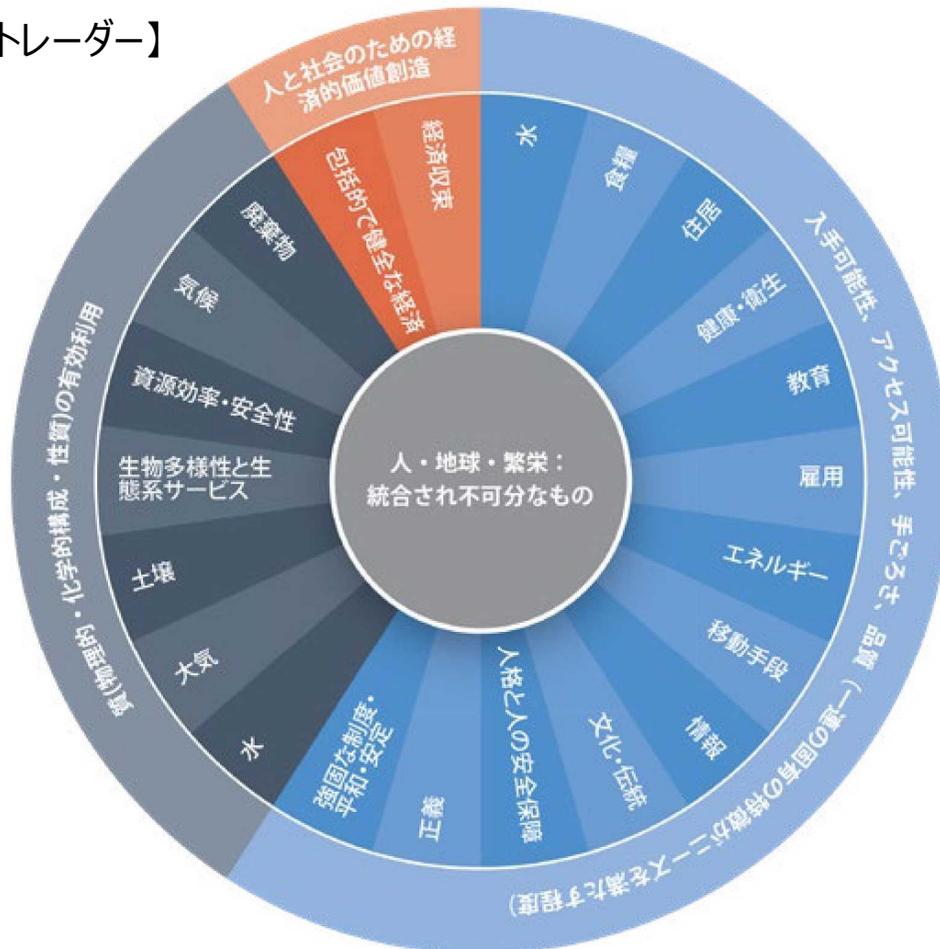
出典： PRI ,The SDG Investment Case

- PRIは、経済的なリスクとリターンと並んで実社会へのインパクトという三軸目を取り入れることを提唱。
- 市場水準と同程度の経済的リターンを生み出しつつ、同時に、社会にポジティブなアウトカムをもたらすことを目的とする。

ポジティブ・インパクト金融

- UNEP FIのポジティブ・インパクト金融原則は、「経済・社会・環境のいずれかにおいて潜在的なネガティブな影響が適切に特定され緩和され、なおかつ少なくともそれらの一面でポジティブな貢献をもたらすもの」を**ポジティブ・インパクト金融**として整理。
- それぞれへのポジティブ・ネガティブのインパクトを分析、モニタリング、開示し、SDGsへの貢献を総合的に評価。
- インパクトを分析するためのツールとして**インパクトレーダー**を公表。

【インパクトレーダー】



- 企業活動のインパクトをマッピングするためのツール。
- インパクト・レーダーを活用する「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク」では、インパクトの明確化、市場水準のサステナブルなリターンなどのポイントが提示されている。

「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク」(2018年11月)

- 国連環境計画金融イニシアティブ (UNEP FI) 不動産投資WGが、2018年11月に、不動産投資に当たってのSDGsへの貢献を行うべく、「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク」を刊行
- 不動産に投資する者が、インパクト・ベースの検討を行うに際して、着目すべき4つのポイントを提示

(1) インパクトの明確化

本インパクト投資の手法は達成を目指すインパクト及びその結果を明確に決定し、説明しているか

(2) 市場水準かつサステナブルなリターン

自らの投資が持続可能な開発に十分に貢献する一方で、市場における基準と忠実標準 (fiduciary standards) に適合しているか

(3) インパクトの測定

投資主体は、投資の事前事後で想定する結果及び成果を測定するための明確で透明性の高い手法を持っているか

(4) 追加的ファイナンス/インパクトの影響

このアプローチが、自らの機関が「通常のビジネス」又は「通常のベスト・プラクティス」を越えることを可能にしているか。つまり、

- その他の方法では困難なインパクトや金融を導いているか
- サービスの行き届いていない (underservedな) 市場をカバーしているか



UNEP FIのような国際機関においても、「不動産投資」という分野を、他の投資と区別して捉えている。

具体的なインパクトと投資テーマ・指標

- ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワークのなかでは、インパクトと代表的指標、関連SDGsがまとめられている。
- インパクトの категорияは前述のインパクトレーダーの項目と関連している。

	インパクト・カテゴリー	定義	ネガティブ・インパクト(必要に応じて評価・緩和されることが望ましいものとして表示)	投資テーマおよびマーケットセグメント	投資前後における代表的指標 追加的ファイナンス・インパクトの例(ベースラインとの比較が必須)	関連SDGs
利用可能性、アクセス性、価格の手頃さ、品質	住宅	人々が適切、安全かつ手頃な価格の住宅にアクセスできること	・ジェントリフィケーション(高級化)、高価格市場における手頃な価格の住宅の減少	・社会住宅/手頃な価格の住宅	・低所得の住民用に確保された住宅数 ・社会住宅の開発戸数 ・地域における中間的な価格、および/または中間所得層が求めやすい価格であること ・ポートフォリオ配分の変化(高・中・低所得者それぞれに向けた住宅の投資比率、低・中低所得者層向け住宅投資戦略の長期化)	
	健康と衛生	人々が、単に疾病又は病弱が存在しないことではなく、身体的、精神的及び社会的に満たされた状態で生活を送れること	・保健・社会サービス、オープンスペース・レクリエーションスペースから遠く離れた地域での開発 ・気候変動の影響(暴風雨、洪水、酷暑等)に非常に脆弱な地域での開発、および/または気候変動の影響に対する回復力を欠く、あるいは低下させる開発パターンや設計の選択	・健康で満足な状態(ウェルネスとウェルビーイング) ・気候変動への適応とレジリエンス(回復力) ・健康・保健施設 ・適切な定住	・保健施設及び社会福祉施設(施設数、アクセスしやすさ) ・新設公園・緑地やアクティブなレクリエーション設備(面積、アクセスしやすさ) ・騒音・光害の住民・入居者への影響を最小限に抑える立地と設計 ・安全・安心のパッシブデザイン手法 ・気候変動の影響・ショックからの回復力を向上するためのパッシブ及びアクティブデザイン手法 ・異常気象発生時における地域住民・入居者支援施設の提供 ・衛生サービス(本管または分散ネットワーク)が整備された単位(家庭・企業) ・地域住民・入居者がアクセスしやすいパブリック・スペースの質・量の変化 ・社会サービスが提供される住民の数 ・信頼性、利用可能性、品質の向上や変化 ・衛生状態の悪さに起因する家庭や企業レベルでの疾病発生率の変化	
	雇用	人々が完全かつ生産的な雇用と適切な仕事にアクセスできること	・土地利用の変更、ジェントリフィケーションの増加による、都市外縁部への雇用や住居の追い出し(特に手作業の職業における人々の就業機会の減少)	・労働条件と技能開発	・技能訓練の提供、資格取得につながる研修 ・雇用の創出(開発業および建設業) ・一般的な生活賃金の支給(開発業および建設業) ・業務用床面積の変化 ・中小企業向け業務スペースの利用しやすさ、価格の手頃さの変化	
質と有効利用	移動手段	人々が安全で、手頃な価格で、包括的で、効率的で、かつ持続可能な移動手段、交通システムおよびインフラにアクセスできること	・公共交通機関に遠い、あるいはアクセスできない、および/または自動車以外の移動手段に向かない地域での開発	・コンパクトで連続的な成長・「スマートグロース」	・カーシェアリングおよび自転車シェアリングに提供されるスペース ・住民や入居者用の駐車場および自転車置き場(提供された数、現地の平均との比較) ・電気自動車充電スタンドの提供数、またはその近接性 ・公共交通サービス・路線からの距離および利用可能な数 ・居住または就業の密度(人数、地域の平均との比較) ・ポートフォリオ配分の変化(密度計測、トランジットコネクションインデックスに基づく)	
	大気	適切に消散されず、人の健康や福祉を妨げたり、その他の有害な環境影響を引き起こす汚染物質にさらされている、周囲(室外)の大気および家庭(室内)の空気の品質。	・材料・デザインの見直しや劣悪な建物管理による、劣悪な室内空気環境(シックビル症候群) ・都市の空気質に対する、開発の負の貢献(建設段階や運用段階で、移動手段が空気質に及ぼす影響に関連した立地面で)	・健康で満足な状態	・有害物質の低排出な材料・仕上げ材(超低VOC/ゼロVOC)の使用 ・低排出工事・保守設備、空調システム(粒子状物質、大気汚染物質)の採用 ・立地要因、すなわち自動車輸送による排出・大気汚染を削減するためのウォークability(歩きやすさ)や大量輸送機関へのアクセス ・健康と快適性に関するビル認証・評価取得 ・ビルの換気率、室内空気質、テナント/入居者満足度指数の向上 ・地域の公害・ヒートアイランド対策のための緑化(屋上緑化・壁面緑化を含む)の拡大	
	気候変動	地球大気構成と、地球大気が気候変動の直接的要因となる温室効果ガス(GHG)の排出にさらされていること。	・製造時のエネルギー使用量や二酸化炭素排出量が多い資材の利用 ・都市のスプロール化につながる立地とアクセス性(自家用車によるアクセスが圧倒的) ・土地利用の変化(二酸化炭素吸収源の減少)	・エネルギー効率性とクリーンエネルギー	・節約されたエネルギー消費量のワット数(kWh) ・エネルギー消費量とGHG排出量の原単位(絶対値、地域平均との比較) ・地域分散型エネルギーシステムの利用量と、再生可能エネルギーの発電量(kWh) ・回避されたCO2排出量 ・自動車を使用しない大量輸送手段へのアクセスの比率 ・ニアリー・ネット・ゼロまたはネット・ゼロエネルギー・ビルの納入 ・ポートフォリオ配分の変化(ニアリー・ネット・ゼロまたはネット・ゼロエネルギー・ビル向け) ・再生可能エネルギーにおける変化(投資額、直接消費額)	
人々、社会のための経済的価値創出	包括的で健全な経済	社会・経済に付加価値をもたらす持続可能で多様かつ革新的な市場の開発・創出	・開発行為による、既存の住宅、入居者あるいは事業の破壊あるいは立ち退き	・小企業やスモールビジネス向けインキュベータとアクセラレータ ・持続可能な建設(例: 資材・製品におけるイノベーション、敷地外での製造など) ・都市再生(プレイスメイキング、コミュニティ開発・活性化)	・コミュニティ・社会サービスを受ける、あるいはそれらのサービスへのアクセスが改善した住民 ・保育所・託児所へのアクセス性および利用可能性 ・コミュニティにアクセスできる新しいパブリック・スペース ・新たなビジネスの形成、新たな入居者 ・スモールビジネスとコワーキング・スペース、スモールビジネス向けサービスへのアクセス ・敷地外製造や事前に組み立てた資材(数量、生産量の変化) ・都市インフラの改善-水、エネルギー、廃棄物・公衆衛生、輸送、移動手段、データ、ICT ・住民の所得水準のミックスや価格の手頃さの変化 ・資材関連の廃棄物の削減、建設期間の短縮、単位生産コストの削減	

パリ協定とTCFD

- 2015年12月の国連気候変動枠組条約第21回締結国会議（COP21）において**パリ協定**が採択され、いわゆる**2℃目標**が定められた。
- 2℃目標を達成するための許容炭素排出量を前提にすると、石油、ガス、石炭の世界の埋蔵量の大部分が燃やせない**座礁資産**となり、この大きな変化に投資家は曝される。
- ESG投資が国際的な潮流となり、金融市場では気候変動リスク等を投融資判断に加える動きが進む中で、気候関連財務情報に関する情報開示への要請が高まり、金融安定理事会※は、2015年12月に、**気候変動関連財務情報開示タスクフォース（TCFD: Task Force on Climate-related Financial Disclosures）**を設置。
- 2017年6月に**TCFD提言**（最終報告書、附属文書（セクター別補足文書）、技術的補足文書）を公表。TCFD提言では、金融セクター及び非金融セクターが任意で行う気候関連のリスク・機会に関する**情報開示のフレームワーク**が示されている。

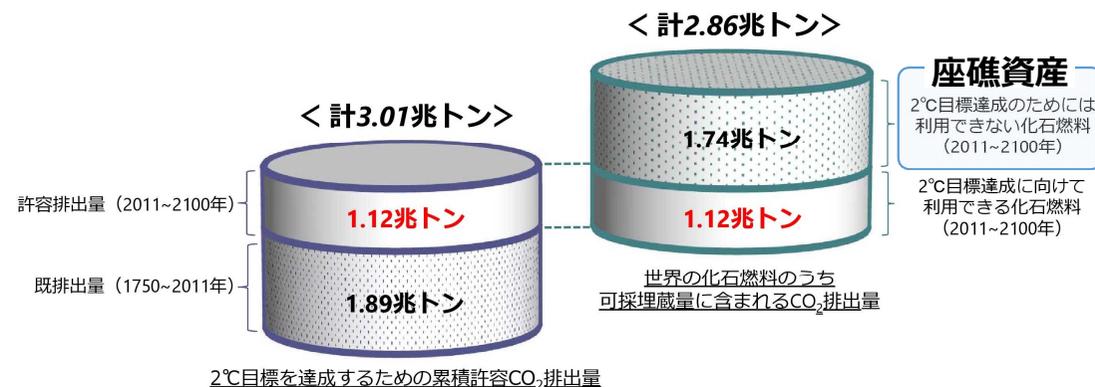
パリ協定

- 世界の平均気温の上昇を工業化以前よりも**2℃より十分に下方に抑える**とともに、**1.5℃に抑える努力【2℃目標】**
- 今世紀後半まで、温室効果ガスの排出と吸収の均衡（**世界全体でのカーボンニュートラル**）を目指す

マーク・カーニー金融安定理事会議長スピーチ（2015年9月）

- 産業革命前のレベルからの地球の気温上昇を2℃未満に抑えることが出来るとされるIPCC※の許容炭素排出量を前提にすると、**石油、ガス、石炭の世界の埋蔵量の大部分が座礁してしまった状態**となり、石油もガスもそして石炭も文字通り燃やせなくなる。**【座礁資産】**
- **これらの変化に投資家は曝されることになる。**

（出典）<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Breaking-the-Tragedy-of-the-Horizon-%E2%80%93-climate-change-and-financial-stability.pdf>から国土交通省が要約



注：OECD（2015）Divestment and Stranded Assets in the Low-carbon Transition. より環境省が作成
出所：環境省 第1回ESG金融懇談会事務局資料

※金融安定理事会：金融システムの安定を担当局間の協調促進のための活動を行う機関。主要25カ国・地域の中央銀行、金融監督当局、財務省、IMF、世界銀行等の代表が参加

※IPCC：国連気候変動に関する政府間パネル（Intergovernmental Panel on Climate Change）

気候変動関連財務ディスクロージャータスクフォース（TCFD）

⇒ 気候変動がもたらす「**リスク**」及び「**機会**」の**財務的影響**を把握し、**開示**することを狙いとした提言を公表

TCFD提言のポイント

- TCFD提言は、全ての企業に対し、①2℃目標等の気候シナリオを用いて、②自社の気候関連リスク・機会を評価し、③経営戦略・リスクマネジメントなどへ反映、④その財務上の影響を把握、開示することを求めている。
- ガバナンス、戦略、リスクマネジメント、測定基準（指標）とターゲットの4つの項目について、推奨される開示事項が示されている。

TCFD報告書の4つの勧告と推奨開示事項

ガバナンス

気候関連のリスクと機会に関する組織のガバナンスを開示する。

推奨開示

- a) 気候関連のリスクと機会に関する取締役会の監督について記述する。
- b) 気候関連のリスクと機会の評価とマネジメントにおける経営陣の役割を記述する。

戦略

気候関連のリスクと機会が組織の事業、戦略、財務計画に及ぼす実際の影響と潜在的な影響について、その情報が重要（マテリアル）な場合は、開示する。

推奨開示

- a) 組織が特定した、短期・中期・長期の気候関連のリスクと機会を記述する。
- b) 気候関連のリスクと機会が組織の事業、戦略、財務計画に及ぼす影響を記述する。
- c) 2℃以下のシナリオを含む異なる気候関連のシナリオを考慮して、組織戦略のレジリエンスを記述する。

リスクマネジメント

組織がどのように気候関連リスクを特定し、評価し、マネジメントするのかを開示する。

推奨開示

- a) 気候関連リスクを特定し、評価するための組織のプロセスを記述する。
- b) 気候関連リスクをマネジメントするための組織のプロセスを記述する。
- c) 気候関連リスクを特定し、評価し、マネジメントするプロセスが、組織の全体的なリスクマネジメントにどのように統合されているかを記述する。

測定基準（指標）とターゲット

その情報が重要（マテリアル）な場合、気候関連のリスクと機会を評価し、マネジメントするために使用される測定基準（指標）とターゲットを開示する。

推奨開示

- a) 組織が自らの戦略とリスクマネジメントに即して、気候関連のリスクと機会の評価に使用する測定基準（指標）を開示する。
- b) スコープ1、スコープ2、該当する場合はスコープ3のGHG排出量、および関連するリスクを開示する。
- c) 気候関連のリスクと機会をマネジメントするために組織が使用するターゲット、およびそのターゲットに対するパフォーマンスを記述する。

開示フレームワーク

- GRI (Global Reporting Initiative) 、SASB (Sustainability Accounting Standard Board) など複数のフレームワークが存在。
- 日本では、このようなフレームワークに沿った開示がまだ少ない。

【GRI】

概要	環境に責任を持つ経済のための連合(CERES(セリーズ):Coalition for Environmentally Responsible Economies)と国連環境計画の主導により設立された、サステナビリティに関する国際基準の策定を行う非営利団体。 サステナビリティ報告書についてのガイドラインであるGRIガイドラインを公表し、国際的な投資を受ける企業等を中心に、世界的に広く普及。 「非財務情報・多様性情報の開示に関する指令」に準拠するフレームワークとして参照されている。
特徴	企業が、経済、社会、環境に与えるインパクトを公表する際のベストプラクティスを提示するための規準として策定。 企業が、マテリアリティを自ら設定し、マネジメント手法や評価手法とともに開示を行う。 マルチステークホルダーによる利用を想定。
最近の動向	2013年:GRIガイドライン第4版発行(G4ガイドライン) 2016年:GRIスタンダード2016発行 2018年:GRIガイドラインからGRIスタンダードに移行
不動産業界との関係	GRI-G4の建設・不動産セクター開示項目(Construction and Real Estate-Sector Disclosures)が参考になる。 建設・不動産セクターに該当する企業は、一般向けのGRIスタンダードを参考にするとともに、このセクター開示項目なども参照してマテリアリティを特定して開示することが期待されている。

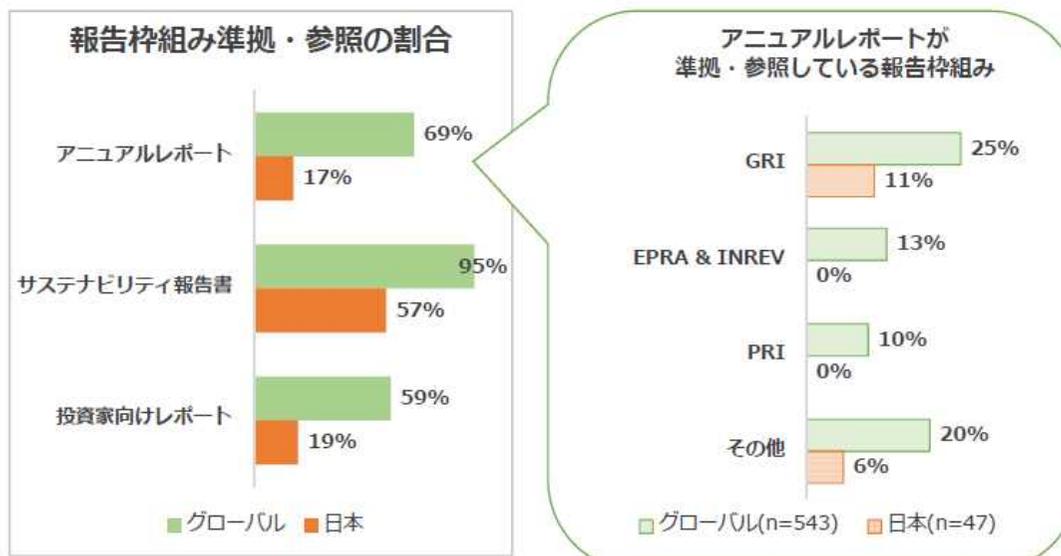
出典：GRIウェブサイト

【SASB】

概要	アメリカのサンフランシスコを拠点として設立された民間団体。 米国に上場している企業が、法律に従ってサステナビリティ情報を開示する際に、任意の形で使用される基準として策定。
特徴	業種ごとに一般的なマテリアリティを予め定め、最低限開示すべき情報を絞り込んでいる。 直接的には、米国証券取引委員会(SEC)に財務報告書類の提出義務を負う上場企業が想定されており、開示情報の利用者としては投資家が想定されている。
不動産業界との関係	不動産に関しては、「サステナブル会計基準:不動産」が刊行されており、エネルギー効率、水利用効率、テナントとの協働、気候変動への適応といった項目が不動産に関する主要な課題として設定されており、それぞれの項目についてKPIが定められている。

【日本では欧米と比較してフレームワークに沿った開示が少ない】

出典：SASBウェブサイト



出所：平成30年度セミナー「不動産におけるサステナビリティとESG投資 -GRESB評価結果発表とESGの今後の潮流」資料

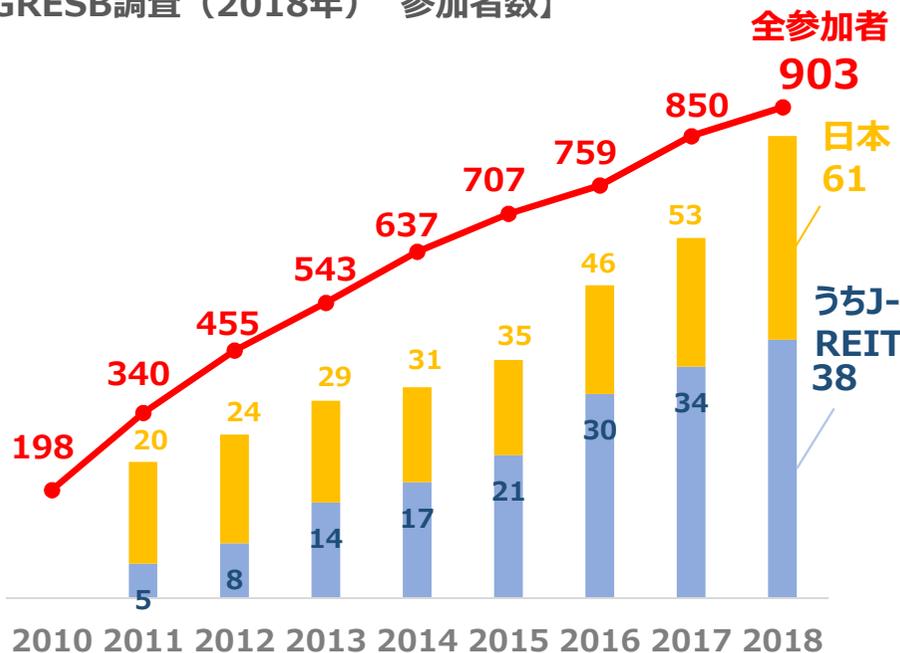
不動産企業・ファンド単位のベンチマーク評価(GRESBの動き)

- GRESBは、不動産企業・ファンド単位のESGに係るベンチマーク評価。
- 調査参加者数は年々増加。このうち、J-REITでは38社となり、参加率は J-REIT市場の約9割（時価総額ベース）。
- 「リアルエステイト評価」(Real Estate Assessment) において、企業のマネジメント、開示やモニタリングのあり方のほか、その不動産企業・ファンドが開発・運用する不動産の環境性能やステークホルダーとの関係構築について評価を行っている。



- 欧州の年金基金グループがESG要素を不動産投資判断に活用することを目的として創設
- 不動産企業・ファンド単位のESGに係るベンチマーク評価

【GRESB調査（2018年）参加者数】



(出典) CSRデザイン環境投資顧問 (株) HP

【GRESBの種類】

GRESB REAL ESTATE

GRESBリアルエステイト：不動産会社・ファンドが対象 (2009年～)

- 既存物件の運用が主：リアルエステイト評価
- 新規開発が主：ディベロッパー評価

参加者903, 64ヶ国, 保有資産計3.6兆米ドル

レジリエンスモジュール (2018年～)

GRESBリアルエステイト, GRESBインフラストラクチャーに付属し任意参加

参加者121 (リアルエステイト), 37 (インフラストラクチャー)

健康と快適性モジュール (2016～2018年)

GRESBリアルエステイトに付属し任意参加

参加者297 (健康と快適性モジュール)

GRESBインフラストラクチャー：インフラファンド等が対象 (2016年～)

参加者75ファンド, 280アセット

GRESB開示評価 (2017年～)

上場不動産会社・REITを対象

対象者453

参加者数は全てグローバルの2018年の数字

(出典) CSRデザイン環境投資顧問 (株) HP

- GRESBリアルエステイトには、既存物件の運用に関するリアルエステイト評価と、新規開発物件に関するディベロッパー評価があり、それらの付属評価として、レジリエンスモジュール、健康と快適性モジュールがある。
- レジリエンスモジュールでは、地震、気候変動や環境・社会的な変化も対象として、「ショック」(例：地震、洪水など)や「ストレス」(例：降水量の変化、経済格差の拡大など)への管理・適応能力が問われる。
- 健康と快適性モジュールでは、従業員とテナントに対する健康・快適性の配慮について報告を行い評価を受ける。

日本版スチュワードシップ・コード

- 日本版スチュワードシップ・コード：機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」としてスチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則をまとめたもの。
- 2017年に改訂され、機関投資家が投資先企業の状況を「把握することが重要」なものの内容として、ESGに関するリスク・収益機会及びその対応が例示されている。

【日本版スチュワードシップ・コードの原則】

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. **機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。**
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、**投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。**
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

【原則3. に関する指針】

- 3-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握することが重要である。
- 3-2. 機関投資家は、こうした投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができていないかについて適切に確認すべきである。
- 3-3. **把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。**

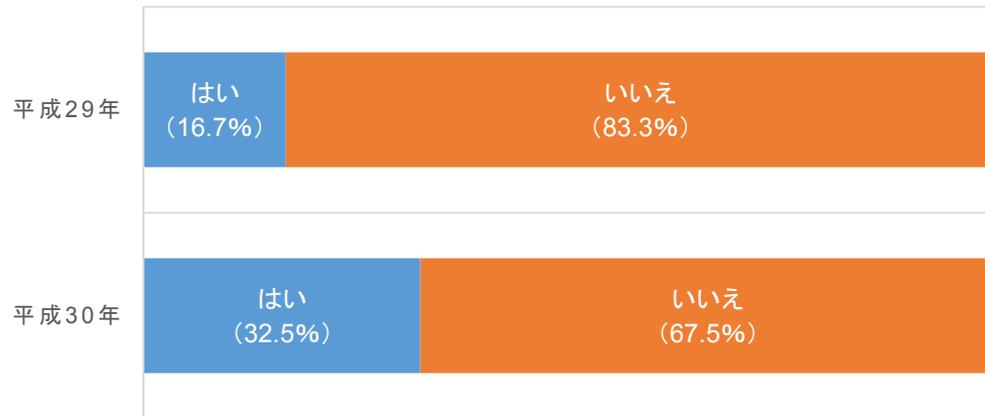
ESG投資に対する日本の投資家の興味

- 不動産のESG投資に興味があるとする機関投資家の数が増加。一方、ESG投資に興味がないとする機関投資家が半数以上存在。
- 興味がない理由として、「ESG投資の認知が広がっておらず、説明責任を果たせないこと」が挙げられている。

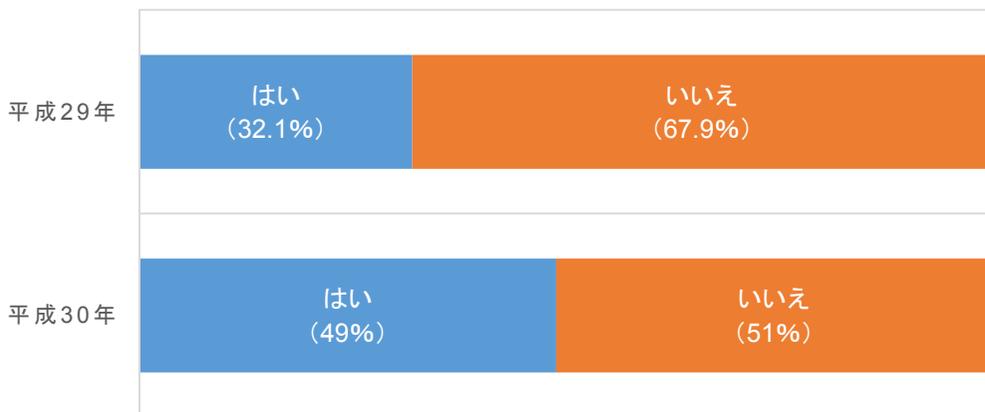
□ 不動産のESG投資に興味があるか

【年金】

■ はい ■ いいえ

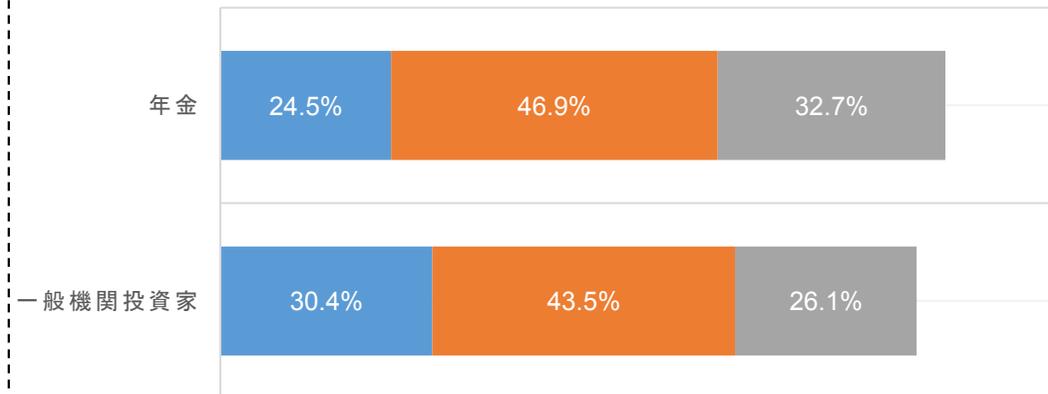


【一般機関投資家】



□ 不動産のESG投資に興味がない理由

複数回答であるため合計が100%を超える場合がある



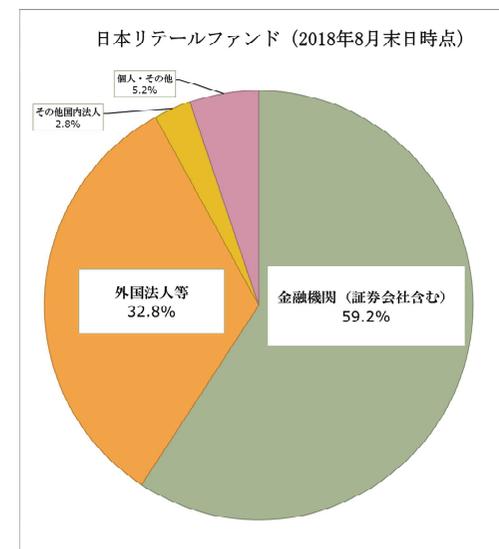
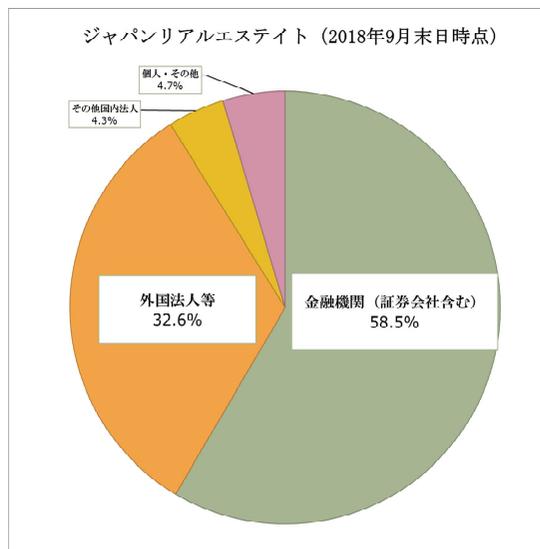
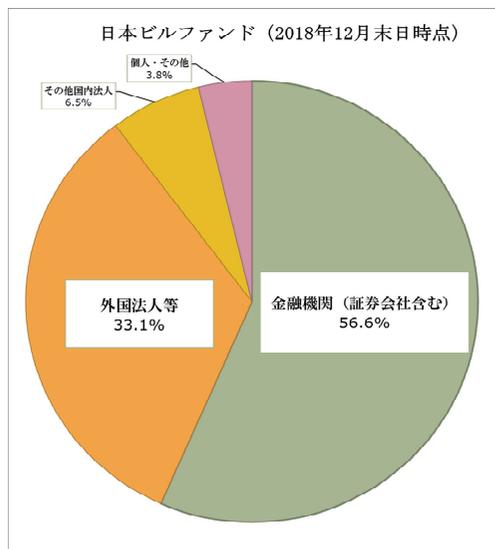
- 長期的な運用パフォーマンスが向上しない又は悪化すると考えるため
- ESG投資の認知が広がっておらず、説明責任を果たせないため
- その他

出所：
 第17回「機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」集計結果 一社不動産証券化協会（調査期間平成29年8月25日～10月5日）
 第18回「機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」集計結果 一社不動産証券化協会（調査期間平成30年9月19日～11月7日）
 を元に、国土交通省にて作成

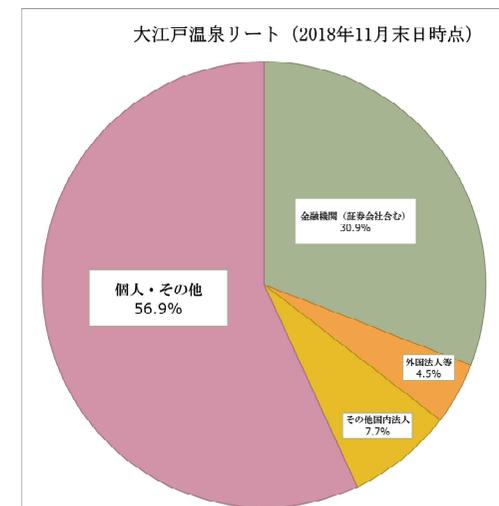
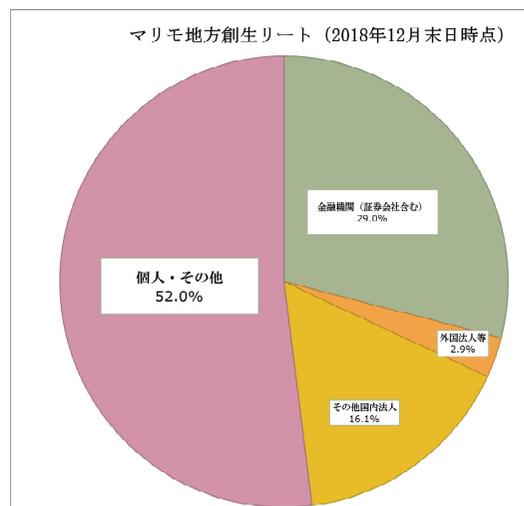
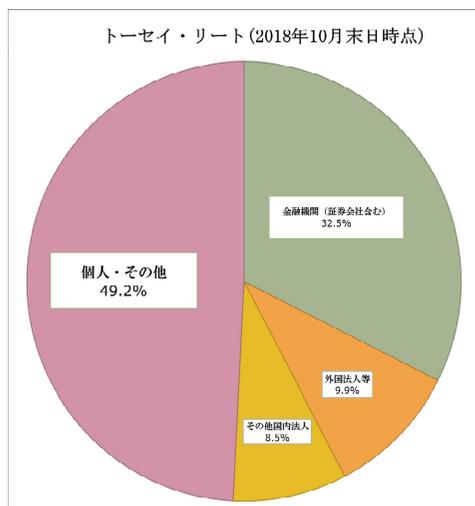
リートの規模による投資家の構成の違い

- リートの規模により投資家の構成は異なる。
- このような構成の違いが、ESG投資への取り組みにも影響を与える可能性。

大型リート：金融機関（証券会社含む）と外国法人等が大半を占める



小規模リート：個人・その他が半数以上を占める

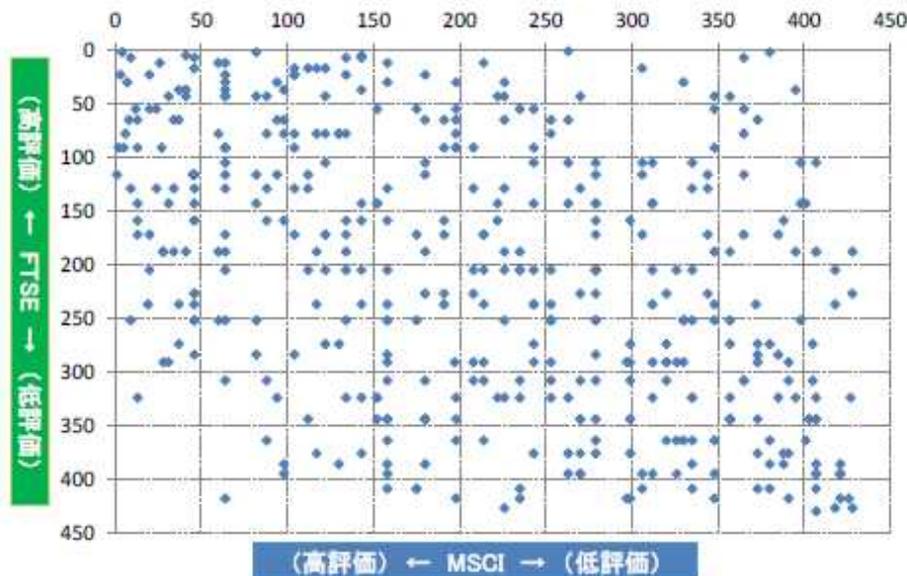


- ESG投資のインデックスは、スタンダードとなるものが確立されていない状況。
- また、必ずしも我が国固有の少子高齢化などへの課題対応や自然災害への社会課題に即した不動産の効用等を十分に評価できていないとの指摘がある。

【ESG評価の現状】

財務分析とは異なり、ESG評価については歴史が浅いこともあり、その評価手法については、現時点でスタンダードとなるものは確立されていない。また、評価する上で必要な情報の開示についても十分とは言えない状況。FTSEとMSCIのESG評価の相関関係をみると、緩い相関に留まっている。

<FTSEとMSCIのESG評価の比較>



(注1) 分析ユニバース(2016/7時点)、FTSE、MSCIが共通して調査対象としている日本企業430社
 (注2) 図のプロットは、各評価会社のESG評価の順位(1位~430位)

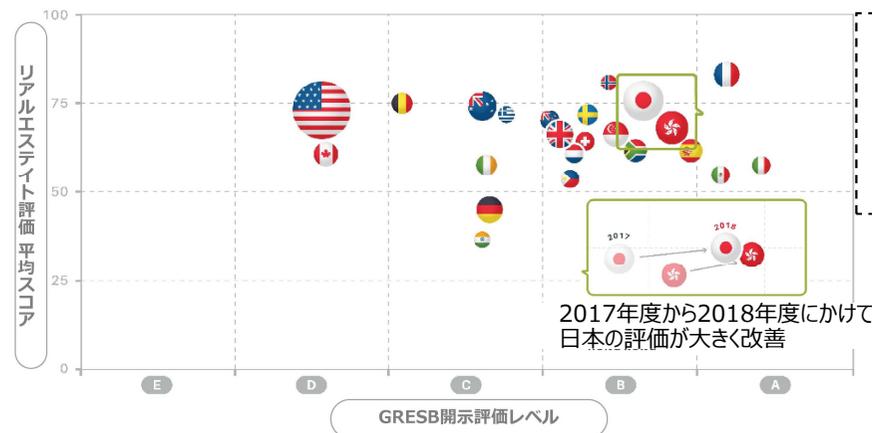
【我が国の不動産企業・ファンドの取組が十分に評価されていない可能性】

企業名	国名	Bloomberg 開示スコア	アラベスク S-Ray ESGスコア
A		39.3	56
B	米国	21.1	55.17
C		45.5	66.98
D		52.1	69.46
E	英国	47.9	62.44
F		37.2	65.09
G		41.3	46.06
H	豪州	22.7	65.8
I		55	66.87
J	米国	37.6	58.41
K		43.4	58.32
L		4.1	49.62
M		7.4	47.03
N		3.3	40.35
O		9.9	43.49
P	日本	3.3	41.49
Q		25.2	38.58
R		-	-
S		-	-
T		-	-
U		-	-

注：国内企業は時価総額上位10社を記載

国内REITは海外と比べると、BloombergのESGの開示スコア、アラベスクS-RayのESGスコアは低い。

出所：Bloomberg開示スコア、アラベスクS-RayのESGスコアより作成



GRESBリアルエステイト評価、GRESB開示評価レベルに関して、日本の不動産企業・ファンドの評価は低くない。

2017年度から2018年度にかけて日本の評価が大きく改善

出典：GRESB Real Estate Public Result 2018に加筆

不動産へのESG投資の基本的な考え方

- 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、社会的なインパクトという第三軸目も意識した投資を行う必要。

リスク・リターンの二軸のみを踏まえた投資

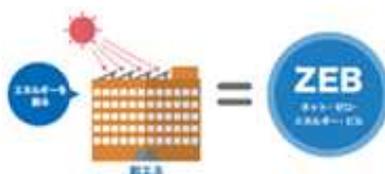


「社会的インパクト」という第三軸目も意識した投資

不動産取引の際の短期的な価格上昇期待のみに基づくものではなく、ESG投資により、不動産が中長期的に生み出す価値を基本に判断

中長期的に踏まえないといけない

気候変動への対応



省エネルギービルの建築 等

(出典) 環境省・経済産業省・国土交通省

健康性・快適性の向上



健康に配慮した快適なオフィス空間 等

(出典) 三菱商事・ユービーエス・リアルティ(株)

地域社会・経済への寄与



雇用・イノベーションの創出 等



耐震性の確保 等

(出典) 野村不動産ホールディングス(株)

超少子高齢化への対応



高齢者施設、保育所の整備 等

(出典) ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人

等の実施 +

ガバナンスの確保

不動産へのESG投資の枠組み (ESG投資とSDGsの関係の例)

- ESGやSDGsは、不動産の開発・運用・投資のあるべき姿を明確化し、認識の共有化や対話を図るためのツール。
- 両者の関係を統一的に表現することは難しいが、SDGsの各ゴールを環境、社会、経済のレイヤーで整理した場合、不動産投資においては、不動産のEに係る取り組みが主に環境・社会レイヤーに、Sに係る取り組みが主に経済・社会レイヤーにそれぞれ寄与し、企業やファンドレベルのG（ガバナンス）がこれらEやSの取り組みのための基盤と位置付けると理解しやすい。

＜不動産分野におけるESG投資の対象となる
開発・運用の取り組み例＞

個別不動産レベル

社会 Society

健康性・快適性の向上
災害への対応
地域社会・経済への寄与
超少子高齢化への対応

➔

企業・ファンドレベル

環境 Environment

省エネルギー性能の向上
再生可能エネルギーの活用

➔

ガバナンス Governance

情報開示
透明性・内部統制の確保
ダイバーシティの実現

個別不動産の
取り組みを支
える基盤



出所: SDGs “wedding cake” をもとに作成・加工
<https://www.stockholmresilience.org/research/research-news/2016-06-14-how-food-connects-all-the-sdgs.html>

各種取組とESG、SDGsのテーマとの位置づけ

● 各ファンドにおけるESGの項目と主な取り組み、関連するSDGsの位置づけは、一様ではなく多様である。

	主な取組	関連するSDGs	主な取組	関連するSDGs	主な取組	関連するSDGs
E	<ul style="list-style-type: none"> CO2排出量の抑制(照明のLED化、空調省エネ機器への更新、EV充電設備の設置、太陽光パネル設置、グリーンリース、グリーンボンドの発行) 廃棄物の削減(ゴミ庫改修) 水の効率的利用推進(雨水の再利用、節水トイレの設置) 	  	<ul style="list-style-type: none"> 投資ポートフォリオのグリーン化(グリーン認証取得) 気候変動への対応(温室効果ガス(GHG)の排出量削減) 	 	<ul style="list-style-type: none"> 大規模修繕・バリューアップ工事実施による耐用年数長期化 環境認証・省エネ認証等の取得 エネルギー消費量・CO2排出量・水消費量・廃棄物排出量の管理と削減 PM/BM会社との環境配慮に係る協働(サプライチェーンマネジメント) 	       
S	<ul style="list-style-type: none"> テナント従業員の健康と快適性向上(従業員の休憩スペースの向上) 防災対策(災害時防災拠点の設置、リスクサーベイの実施) 地域社会への貢献と環境意識の啓発(PM向けESG勉強会実施、施設の緑化地域イベントへの敷地提供等) 	     	<ul style="list-style-type: none"> テナントの安心・安全の確保/快適性の向上(ニーズに対応したりリニューアル工事、テナント満足度向上) 公正で働きがいのある職場づくり(従業員満足の向上) 人材育成とタレントマネジメント(従業員研修の提供と資格援助による人的資源の高度化) 	    	<ul style="list-style-type: none"> 入居者満足度の向上、テナントとのエンゲージメント 地域社会への貢献 従業員の能力開発 ワークライフバランスの拡充 	         
G	<ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンス体制の徹底 ステークホルダーへの情報開示 企業価値の最大化(国際イニシアティブへの署名・参加、外部評価・認証の取得) 	   	<ul style="list-style-type: none"> ガバナンスの充実(第三者性及び透明性の確保と、顧客本位の業務運営、投資主利益を重視した投資運用体制の構築) コンプライアンス/リスクマネジメントの徹底 ステークホルダーエンゲージメントと適時適切な情報開示 	 	<ul style="list-style-type: none"> 運用実績と連動したAM会社への資産運用報酬体系 	 

マテリアリティの特定(イメージ)

- 不動産開発・運用が環境・社会にもたらす様々なポジティブ・ネガティブな影響を踏まえ、各企業・ファンドの取組課題のうち、「何が重要か（マテリアリティ）」を特定し、それを踏まえた情報開示に努めることが必要。

STEP 1 課題の抽出

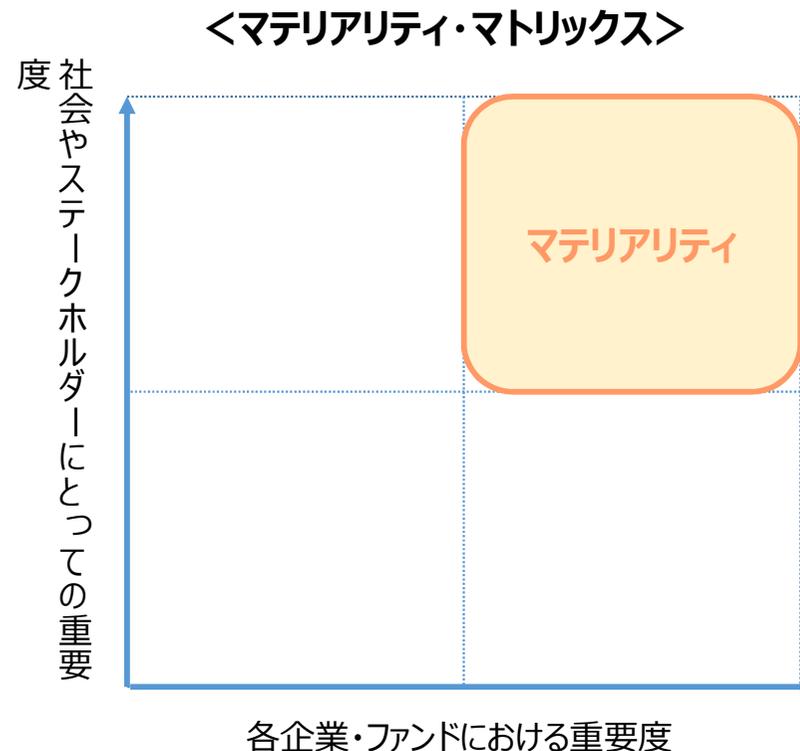
各種ガイドラインや同業他社の状況などを参考に、課題を洗い出し。

STEP 2 優先順位付け

外部有識者等へのヒアリングを行い、各企業・ファンドにおけるインパクトと社会やステークホルダーにとっての重要度の高いものを優先順位付け（マトリックスの作成）。

STEP 3 マテリアリティの特定

各企業・ファンドの意思決定機関において、マテリアリティを特定。



マテリアリティの特定(事例②)

事例

STEP 1 : 社会課題の把握と整理

重点課題を特定するにあたり、当社グループの経営計画、GRIガイドライン、ISO26000、SDGs、日本政府や経済団体で認識される課題などを参考に社会課題を洗い出し、470項目のロングリストを作成。

STEP 2 : 課題の統合と集約

470項目の社会課題について、類似項目の整理や当社グループへの関連性を加味し、統合・集約。その結果をもとに、自社の価値創造プロセスとの関連性、ステークホルダーの期待や要請から重要性を仮評価し、31項目のマテリアリティを抽出。

STEP 3 : 経営陣・有識者へのヒアリング

経営陣と専門分野に高い知見を持つ有識者にヒアリングを実施。自社および社会における社会課題の重要性について意見を収集。

STEP 4 : マテリアリティの特定

ヒアリング結果をもとに、当社グループが優先して取り組むべき各課題の重要度について妥当性を検証。評価結果をマテリアリティマップにプロットして整理し、7つにグルーピング。

マテリアリティは、CSR推進委員会（現 サステナビリティ委員会）を経て取締役会へ報告し、特定。



出典：HP「サステナビリティ」（東急不動産ホールディングス（株））をもとに作成

事例

STEP 1 : 評価対象のテーマ設定

GRIガイドライン(G4)の特定標準開示項目における46の側面(項目)に、当社グループとしてCSR上重要と想定される項目を加え、それらの中から、今後取り組むべき重要課題として33項目を選定。

STEP 2 : 社会の声の反映と評価結果

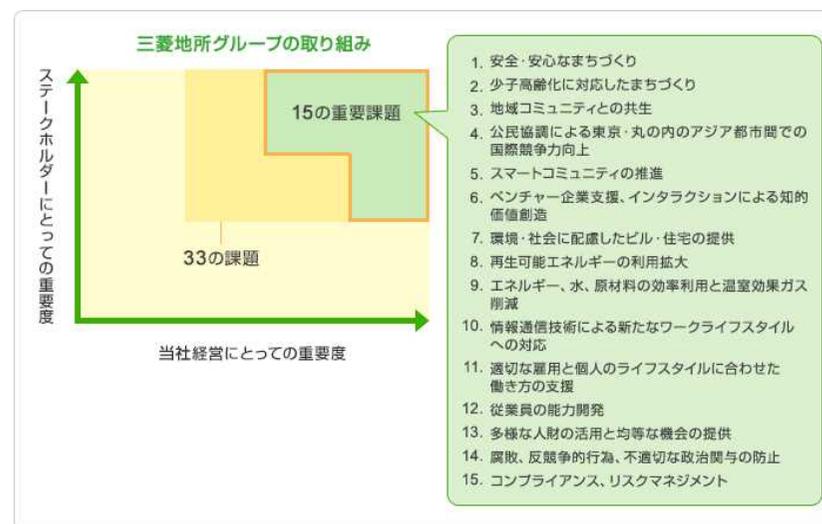
STEP1で選定された33項目について、顧客や取引先、株主等ステークホルダー宛へのアンケートおよび有識者へのヒアリング、経営層と社外有識者との意見交換等を実施。

STEP 3 : 最終評価

STEP2の結果に基づき、「当社経営にとっての重要度」と「ステークホルダーにとっての重要度」のマトリクス上に33項目をプロットし、双方の重要度が高い15項目を特定。

STEP 4 : CSR重要テーマとKPIの決定

STEP3で特定した15項目をさらに集約、統合し、当社グループのCSR重要テーマの5項目を決定。



出典：「CSR報告書2018」（三菱地所（株））をもとに作成

世界銀行グループとGPIFの共同研究報告書

- 世界銀行グループとGPIFは持続可能な投資の促進に向けて提携しており、2018年4月には共同で債券投資におけるESG考慮に関する報告書を発表。
- ESGの要素を債券投資の運用プロセスに統合することが、リスク管理の強化につながり、より安定した投資リターンに貢献し得ると指摘している。

- ESGの要素が、債券投資家にとって重要な信用リスクである
- 債券投資へのESGの統合は、経済的な利益を犠牲にせず、むしろより安定した経済的な利益を得るために、包括的な信用リスク分析の一部として統合すべき
- ESG投資は、グリーンボンドに限定された特別・特殊な活動ではなく、債券投資家にとっての一般的な投資プロセスとなりつつある
- 課題
 - ESGについての標準的な定義の確立（特に“S”）
 - データの収集（特に新興国）
 - 債券投資におけるエンゲージメントの推進
 - 信用格付け、債券指数におけるESGの役割の明瞭さ
 - 債券指数の選択肢
 - ESGに焦点を絞った投資商品の不足
 - 供給に対する需要過多
 - ESGと債券に対する概念的な分析の展開（信用リスク、流動性リスク、その他市場リスク）

共同報告書で紹介されている先行研究例

社債	<ul style="list-style-type: none"> ■ 米国社債パフォーマンス調査（Barclays, 2015, 16年） <ul style="list-style-type: none"> • ESG格付が高い企業の社債は、わずかだが安定的にパフォーマンスが有利になる。 • G要素に強みがある場合がもっとも顕著。 ■ ESGリスクと市場での価格付けに関する調査（Hermes, 2017年） <ul style="list-style-type: none"> • ESGスコアが低い企業は、クレジット・デフォルト・スワップがワイド化する（信用リスクが高まる）。 ■ 投資適格社債に関する調査（Allianz, 2017年） <ul style="list-style-type: none"> • ネガティブスクリーニングがパフォーマンスを大きく毀損しているとは考えられない。
国債	<ul style="list-style-type: none"> ■ OECD各国の比較調査（Capelle-Blancard et al, 2017年） <ul style="list-style-type: none"> • ESGパフォーマンスが高い国はデフォルトリスクが低い。 • G要素が財務に対してもっとも強いインパクトを持つ。
全般	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2,000件以上の先行研究レビュー（Friede et al, 2015年） <ul style="list-style-type: none"> • 約90%の研究においてESGと企業財務パフォーマンスにマイナスの関係は見られなかった。 • 企業単体ではなくポートフォリオ（ESGファンドや指数）については、調査結果は入り混じっており、より中立に近い。

（出所） George Inderst and Fiona Steward, "Incorporating ENVIRONMENTAL, SOCIAL and GOVERNANCE(ESG) Factors into FIXED INCOME INVESTMENT", April 2018.

（出典）：環境省ESG金融懇談会 参考資料集