

J-REIT における ESG 投資

目次

- I. はじめに
- II. J-REIT 投資における ESG 考慮の意義
- III. ESG 効果の定量分析
- IV. ESG を考慮した REIT インデックスへの期待
- V. 終わりに

資産運用部 株式インデックス運用課 シニアファンドマネージャー 本間 丈明
ファンドマネージャー 榎本 智大

I. はじめに

近年の投資環境におけるグローバルな変化として、環境(EnEnvironment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の頭文字を取った ESG 投資の拡大が挙げられる。先行的に ESG が広がりを見せている欧米の先進諸国だけでなく、日本においても直近の数年間で投資家の意識が急速に変化し、投資対象を選定する際に「財務情報だけではなく、ESG などの非財務情報の考慮が中長期のリスク・リターン改善に寄与する」との考えが投資のスタンダードになりつつある。特に、気候変動に関しては、世界の先進諸国が取り組みを進める中で、日本も 2050 年までの「カーボン・ニュートラル」を達成するために、国と民間企業とが一体となって温室効果ガスの排出削減に取り組んでおり、それに繋がる投資が求められているところである。

不動産業界においても、2019年に国土交通省を事務局とした「ESG 不動産投資のあり方検討会」が設立され、我が国の不動産における ESG 投資の議論が進んできた。また、高い環境技術を活かした省エネルギー対策など、環境性能の評価ツールとして各種の認証制度が浸透し、不動産鑑定評価にもそれらを反映することが期待されている。

元来、不動産ストックは「住む」、「働く」、「レジャー(楽しむ)」など、国民生活や経済の基盤となる資産であり、この分野への温室効果ガスの排出削減対策は、環境や社会の問題に対して貢献できるポテンシャルも大きい。従って、不動産領域で ESG 投資を拡大させ、環境性能に優れた建物の建設などを後押しすることは非常に重要であると考えられる。

この点について、日本株を通じた ESG 投資については、ESG テーマのインデックス運用の拡大もあり順調に投資残高を伸ばしているものの、不動産投資の中核となる J-REIT においては、ESG を考慮した REIT 指数の広がりという面で、途に就いたばかりといえる。

そこで本稿では、J-REIT 投資において ESG 要素を考慮する意義について体系的に整理をしたうえで、J-REIT と ESG との関係性を表す ESG スコアを用いて定量的な分析を試みた。また、J-REIT における ESG の推進には、インデックス運用での投資拡大という視点も重

要であることから、ESG を考慮した REIT 指数に求められる要件についても述べることにしたい。

II. J-REIT 投資における ESG 考慮の意義

1. 投資対象としての J-REIT と ESG の現状

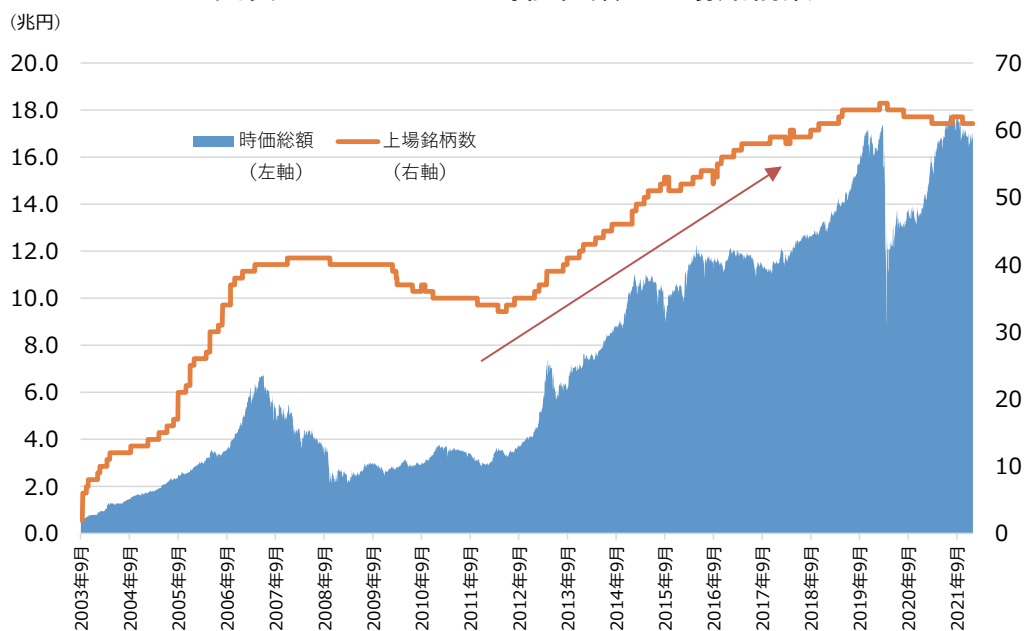
(1) J-REIT 市場の変遷

昨年、J-REIT は 2001 年の市場発足から 20 周年の節目を迎えた。投資家から調達した資金でオフィスビルや商業施設、マンション、ホテルといった不動産を購入し、購入した不動産の運用によって利益を分配する REIT は、この 20 年の間に株式や債券とは別カテゴリーのアセットクラスとして確固たる地位を確立してきた。J-REIT が保有する不動産について、2001 年の発足当初はオフィスが中心であったが、住宅、商業・物流施設、ホテルと徐々に多様化し、投資家層についても、事業法人や年金基金、個人投資家だけでなく、近年は海外投資家も大幅に増えてきている。

これまで J-REIT は、リーマン・ショックやコロナ・ショックなど、何度も難しい局面に直面したが、日銀・政府のバックアップに加え、超低金利の環境が長く続く日本において、平均分配金利回りが 3% を超える高インカム資産としての魅力から、図表 1 のとおり着実に市場を拡大している。

では、今後 J-REIT 市場が一段と拡大していき、国内外の投資家にとってさらに魅力的なマーケットになるためには何が必要であろうか。それは、今や投資家にとって無視できない重要なファクターとなっている「ESG 要素の考慮」が肝になるであろう。次項では、この ESG を取り巻く環境について概観することにした。

図表 1 : J-REIT の時価総額と上場銘柄数



出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

(2) ESG 投資を取り巻く環境

昨今、ESG は新聞・雑誌やセミナーなどで見聞きしない日はないほどに一般化しており、図表 2 に示すとおり、直近 5 年程度の間で ESG 投資残高は、世界的にも日本国内においても飛躍的に増加している。

図表 2 : ESG 投資残高の拡大



出所：GSIA (Global Sustainable Investment Review2020) より三菱 UFJ 信託銀行作成

この ESG 投資残高の拡大にはどのような背景があるのだろうか。不動産投資における動きも含めて、ESG を取り巻く世の中の流れについてまとめた図表 3 をご覧いただきたい。

図表 3 : ESG を取り巻く世の中の流れ

	2006年	2007年	...	2014年	2015年	...	2017年	2018年	2019年
ESGの動向	○責任投資原則 (PRI) 発表			○日本版スチュワードシップ・コード策定 ORE100 (Renewable Energy 100%) 設立	○日本版コーポレートガバナンス・コード策定 ○パリ協定締結 ○SDG s 国連サミットで採択 ○GPIFがPRIに署名		○TCFD最終報告書を公表 ○グリーンボンドガイドライン策定 ○UNEP FI ポジティブ・インパクト金融原則を公表	○経済産業省がTCFD ガイダンスを公表	○UNEP FI 責任銀行原則 (PRB) 提唱 ○IFC インパクト投資の投資原則制定
不動産投資におけるESGの動向		★責任不動産投資 (RPI) 策定						★UNEP FI ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワークを公表	

出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

ESG という言葉が使われるきっかけは、2006 年に国連のアナン事務総長が提唱した責任投資原則 (PRI) の発表に遡る。PRI が策定されたことで、投資の意思決定において ESG を考慮する考えが普及し、その後 2008 年のリーマン・ショックを経て、短期的な利益を追求するショートターミズム見直しの機運から、中長期の安定的な投資を重視する動きが広がっ

た。そして、本格的に ESG が日本国内でも根付いたのが 2015 年以降といえる。2015 年は ESG に関連する様々な出来事が凝縮された象徴的な年で、国連が定める持続可能な社会を実現するための 2030 年までの開発目標(17 の目標と 169 のターゲット)、所謂 SDGs が採択されたのもこの年である。また、気候変動に関する国際会議 COP21 において、世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて 2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑える努力をすることを内容とするパリ協定も採択された。さらには、世界最大級の公的年金である GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が PRI に署名したことで、日本国内における ESG を考慮する動きは加速していった。特に、GPIF が 2017 年に ESG インデックスによる運用を開始したことは、その後の我が国の機関投資家による ESG 投資への動きに弾みをつけるものとなった。

不動産投資においては、2007 年に国連環境計画金融イニシアティブ (UNEP FI) の不動産ワーキンググループが発表した責任不動産投資(RPI: Responsible Property Investment)が重要である。PRI と比べると一般的には馴染みが薄いのが、PRI の不動産投資版といえるものである。

具体的には、図表 4 に記載のとおり、省エネルギーや環境保護、グリーンビル認証など環境(E)に関する項目の他、安全衛生や労働者福祉などの社会(S)に関するものや、法令順守や情報開示といったガバナンス(G)の関連項目も含まれる内容となっている。この RPI が策定されたのは 2007 年であるが、今日においても、不動産投資の側面からどのように ESG を考慮すべきかを考える上で大切な指針となっている。

図表 4 : 責任不動産投資(RPI)の内容

No.	E/S/G	責任不動産投資 10カ条の内容
1	E	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	E	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	E	自発的認証制度 (グリーンビル認証、認証を受けた持続可能な木材による仕上げなど)
4	S	歩行に適した都市整備 (公共交通志向型都市開発、歩行に適したコミュニティ、複合用途開発など)
5	S	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	S	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	S	労働者福祉 (構内託児所、広場、室内環境のクオリティ、バリアフリーデザインなど)
8	G	企業市民 (法規の遵守、持続可能性と開示と報告、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	S	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	S	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など)

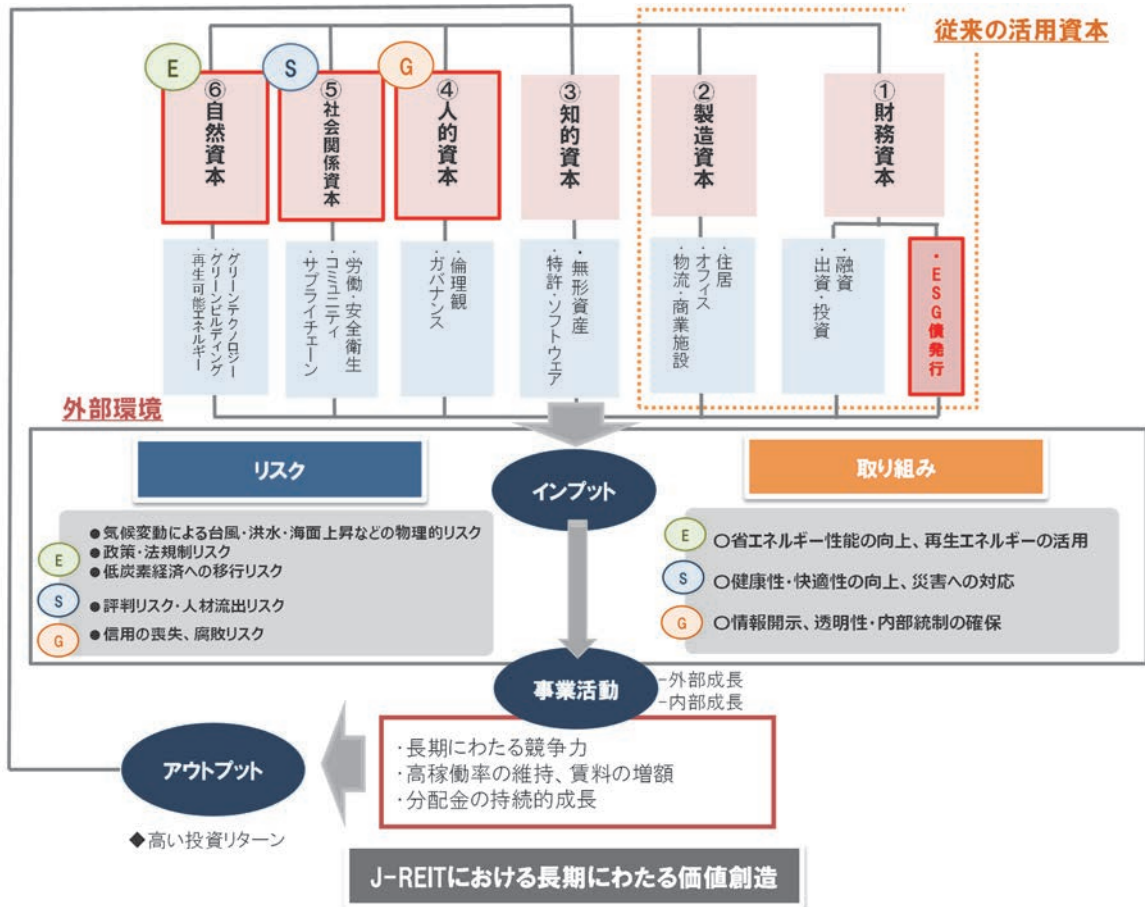
出所：RPI より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 投資法人(REIT)の価値創造プロセス(ESG 考慮の効用)

近年の ESG 投資拡大の流れの中で、REIT の各投資法人は ESG を反映した事業活動を行ってきているが、そもそも投資法人と投資家にとって、ESG 要素を考慮することはどのような価値をもたらすのであろうか。この点について、国際統合報告評議会(IIRC)が整理した「6つの資本」の考え方をベースとして、投資法人の「価値創造プロセス」についてみていく。

図表 5 に、IIRC が公表するフレームワークをもとに、REIT の価値創造プロセスを示す。

図表5：REITの価値創造プロセス



出所：IIRC を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

IIRC は、企業が事業活動の中で使用する資本として、①財務資本、②製造資本、③知的資本、④人的資本、⑤社会関係資本、⑥自然資本、の6つを定義している。

従来の REIT の事業活動は、主に①財務資本と②製造資本を使用して投資主に収益を分配金として還元するという流れであった。各投資法人は投資主からの出資や金融機関からの借入れをもとに、①財務資本を使って資金調達し、それをを用いて②製造資本である不動産を組み入れて運用し、物件取得による資産規模拡大による「外部成長」や、保有物件のバリューアップによる「内部成長」で価値創造を図ってきた。

従来はこの①、②の資本を意識すればよかったが、REIT が長期にわたり持続的に価値創造を図り、分配金を成長させていくためには、③～⑥の非財務の領域にまで視野を広げなければならなくなっている。

④の人的資本は事業に関わる人的リソースを指すが、この中には倫理観やガバナンスも含まれる。⑤の社会関係資本は、コミュニティや地域社会との共生、サプライチェーン、労働・安全衛生に関する資本を指す。また、⑥の自然資本は、企業がモノやサービスを提供するうえで使用する全ての環境資源が含まれる。すなわち、④～⑥は E/S/G と関係の深い資本であり、これらの幅広い資本を考慮することが中長期の持続可能な価値創造にとって欠

かせないものになってきているといえる。なぜなら、現代の企業や投資法人は、社会を取り巻く環境の影響を強く受けるからである。

例えば、近年は台風や洪水の被害が多くなっているが、これにより REIT の保有物件も甚大な被害を被っているケースもある。今後も増えると想定されている気候関連の物理的リスクに適応しておくことは保有物件の価値保全に繋がる。また、低炭素経済への移行に伴う炭素排出に関する規制強化や、情報開示義務拡大などの政策・法規制リスクにも備えておく必要がある。すでに EU では、全ての新築物件を ZEB (Net Zero Energy Building) に近い仕様とすることが義務付けられ、豪州でも政府機関は省エネ規格が一定以上のビルにしか入居できないなどの規制がかかっている。日本においても一部にこのような動きもみられるが、今後さらに建物に関する法規制が強まり、環境面での仕様条件をクリアできていない物件や REIT は、厳しい状況に置かれることも予想される。

さらには、この気候変動リスクを機会と捉え、資源の効率性追求や再生エネルギーの活用などを進めていけば新たな収益機会にもなり得る。例えば、投資法人によっては、すでに保有物件に対する電力供給を 100%再生可能エネルギーとする取り組みや、建物内の照明器具の LED 化や敷地内の緑化、環境・社会への配慮がなされたグリーンビルディングへの積極的な移行を進めている。資金調達面でも、環境改善に資する事業に資金用途を限定するグリーンボンドの発行が増えている。REIT が環境に配慮した運用をすることは、競争力の高いポートフォリオの構築に加え、資金調達面でも有利に働くようになってきているのである。

また、評判リスクやガバナンスリスクのコントロールも外部環境を考慮する際の重要なポイントである。投資法人のガバナンスが機能せず不祥事が起こってしまうことや、労働・安全衛生面での問題などが発生することにより長年かけて築いた信用を失ってしまうことは、社会関係資本や人的資本を毀損することになり、REIT の競争力を失うことに繋がる。

さらに、情報開示を進め、透明性や内部統制を強く意識したマネジメントを行うことができるかも大切な視点である。情報開示については、資産運用会社に支払う報酬を実績連動型報酬制度に切り替える投資法人も出てきており、報酬体系の開示なども求められるところである。

このように、近年の REIT の事業活動においては ESG リスクや「外部環境」による影響を抑制しつつ、その環境を収益機会として取り組んでいくことが、長期にわたる競争力や、物件の高稼働率の維持・賃料増額、分配金の持続的成長などに繋がり、事業活動のアウトプットとして高い投資リターンの実現にも結びついていくと考えられる。

3. 不動産セクターにおける ESG 評価指標

続いて、J-REIT を含む不動産分野において、この ESG 考慮の度合いを測る指標について概観していく。

(1)GRESBについて

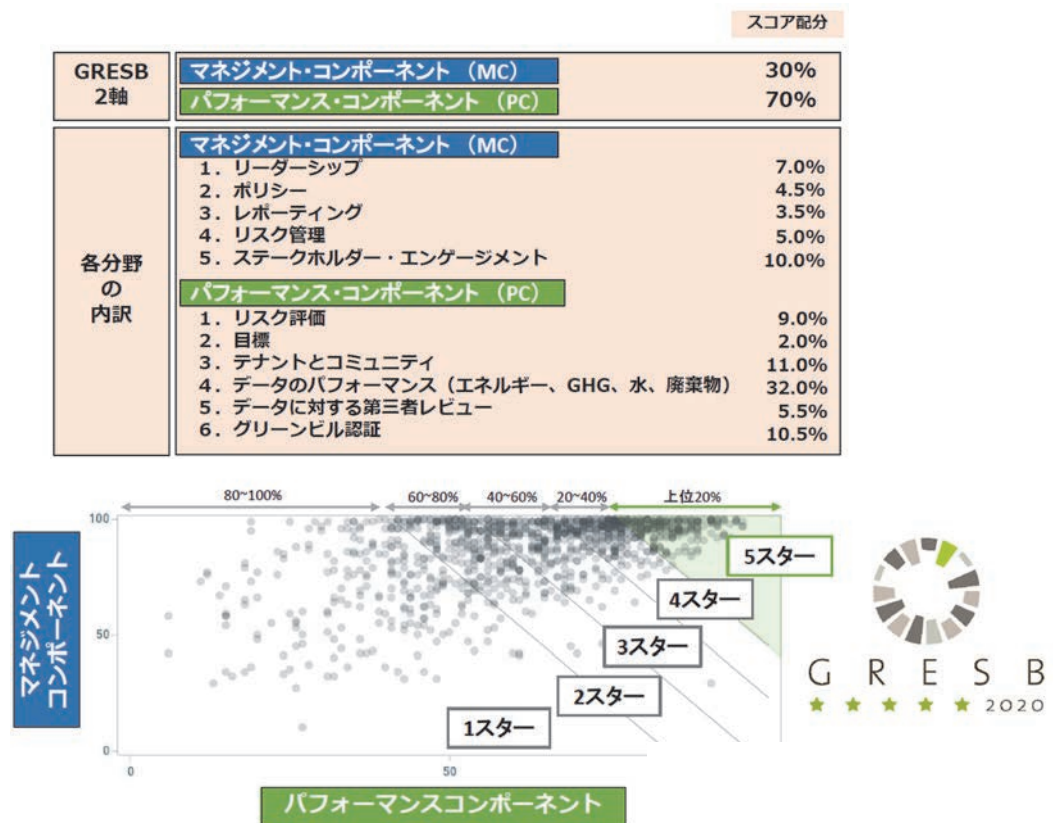
まず、世界で広く使われている不動産投資をする際の ESG 評価ベンチマークとしては、GRESB(Global Real Estate Sustainability Benchmark)がある。

GRESB は、ESG 要素を不動産投資で活用することを目的に、欧州の主要な年金基金グループが中心となり 2009 年に創設されたものである。これは、不動産会社やファンド単位のベンチマークとしては唯一であるため、代表指標となっている。GRESB には上場不動産会社やREITなどの上場ファンドの ESG 開示を評価する GRESBリアルエステイト評価と、インフラ会社やインフラファンドを評価する GRESBインフラストラクチャー評価がある。

GRESB リアルエステイト評価については、図表6で示すとおり、5スター(最上位)から1スター(最下位)の5段階で評価される。評価基準は「マネジメント・コンポーネント」と「パフォーマンス・コンポーネント」の2軸のスコア(0~100)により表示され、各項目のスコアで加重した総合スコアで、上位 20%が5スター、次の 20%が4スターといった具合にレーティングが付与される。

「マネジメント・コンポーネント」の項目では、投資法人のリーダーシップやステークホルダーとの関係、エンゲージメントなどが評価され、「パフォーマンス・コンポーネント」では、再生可能エネルギー、GHG(温室効果ガス)排出といった定量的なデータの他、グリーンビル認証の取得なども評価の配分が高い要素となっている。

図表6：GRESB リアルエステイト評価項目とレーティング

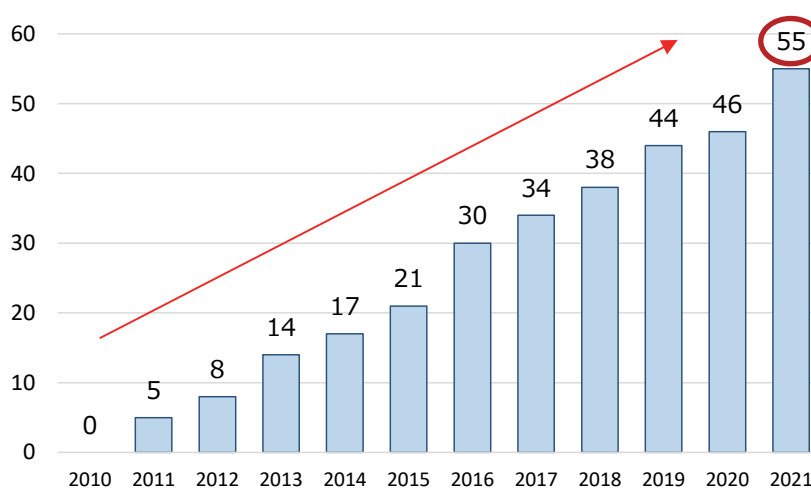


出所：CSR デザイン環境投資顧問

このGRESBリアルエステイト評価への参加者は年々増加しており、2021年はJ-REITで合計55社が参加している。参加率はJ-REIT市場の時価総額ベースで90%を超えており、REITにおけるESG考慮度合いを測る指標として大変有用である。

また、投資先の選定や投資先との対話(エンゲージメント)にGRESBデータを活用する機関投資家も増えており、2020年にはGPIFも参加するなど、不動産会社やJ-REITを評価する際には欠かせないツールとなっている。

図表7：GRESBリアルエステイト評価参加J-REITの推移



出所：GRESBデータより三菱UFJ信託銀行作成

(2) その他の認証制度について

GRESBリアルエステイト評価以外にも、省エネルギー等の環境性能の評価ツールとして、CASBEE¹やDBJ Green Building 認証²などが開発され、広く利用されている。詳しくは脚注に記載する。

また、これまでの不動産の認証制度は、E(環境)領域を中心とするものが多かったが、2019年には建物利用者の健康性、快適性の維持・増進を支援する建物など、主にS(社会)領域を評価する、CASBEE-ウェルネスオフィス認証も開始された。この健康性、快適性等に関する認証結果は、不動産鑑定評価に反映することも検討されており、これらの認証制度は高い実効性を持つものになってきているといえよう。

それを示すものとして、最近ではCASBEEやDBJ Green Building 認証等の有無による新規成約賃料やキャップレート³に与える影響分析なども行われている。

¹ CASBEE(建設環境総合性能評価システム)は、2001年に国土交通省住宅局の支援のもとで産官学共同プロジェクトとして開発された、省エネなどの環境配慮や室内の快適性、景観への配慮などの建物の総合的な環境性能を評価する認証制度。

² DBJ Green Building 認証は、環境・社会への配慮がなされた不動産を支援するために、2011年4月に日本政策投資銀行(DBJ)が創設した認証制度。対象物件の環境性能に加え、防災やコミュニティへの配慮等を含む様々なステークホルダーへの対応を含めた総合的な評価に基づき、社会や経済に求められる不動産を評価・認定し、その取組みを支援している。

³ キャップレートとは、不動産投資家が投資をする際の期待利回りのこと。キャップレートが低下すると、不動産の資産価値増加に繋がる。

2021年3月に国土交通省が発表した「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」によると、CASBEE 不動産認証効果の分析として、キャップレートへの影響として 2.4%程度低下することが示されている。また、CASBEE 認証を取得したビルは取得していないビルに比べて賃料が 3.6%程度高いという結果⁴や、DBJ Green Building の認証を取得した物件は取得していない物件に比べてキャップレートが 0.115%低いという結果⁵も報告されるなど、各種認証の取得と REIT の価値創造に関する定量的な裏付け結果が示されつつある。

大規模物件や築年数の短い物件は、環境認証によるプラス効果はそれ程大きくないかもしれないが、中規模以下の物件や築年数の長い物件では、環境認証を取得することが徐々に他の物件との差別化に繋がっていくと考えられる。

III. ESG 効果の定量分析

第III章では、定量的な ESG 効果について考察していきたい。

1. ESG 効果を巡る主な先行研究

まず、REIT の企業価値及び株価パフォーマンスと ESG の関係を巡る先行研究の状況について概観する。米国における REIT を対象とする研究として、Sah, Miller and Ghosh [2013] は、グリーン REIT⁶についてトービンの Q や ROA などの指標が高く、株価パフォーマンスも良好な傾向がみられたことを報告している。一方、Cajias, Fuerst, McAllister, and Nanda [2014] は、MSCI のデータを用いた分析を通じて、ESG スコアとトービンの Q との間には正の関係がみられたものの、ESG スコアの高さは事後の株価リターンに影響しないという結果を示している。

グローバルな REIT を対象とした比較的新しい研究として、Feng, Wu [2021] では前述した GRESB による ESG 情報の開示に焦点をあて、2019 年と 2020 年のデータを用いて、情報開示の度合いと、負債による資金調達コストの低さや企業価値との間に一定の関係がみられたことを報告している。

中長期的な目線でみれば、REIT における ESG を考慮した事業運営への取り組みや情報開示の広がりや投資法人間の競争力や企業価値向上に寄与していくのではないかと考えられるものの、これまでのところ ESG を測る物差しが統一されていないことや、情報開示の規模や水準がまだ途上にあることもあり、ESG と REIT の関係性についてもコンセンサスがある状況とは言い難く、わが国を対象とした分析についても限定的となっている状況である。

⁴ 2014 年スマートウェルネスオフィス研究委員会調べ

⁵ 2020 年日本不動産研究所調べ

⁶ Environmental Protection Agency (EPA) のパートナーとなっている REIT をグリーン REIT と定義。

2. ESG 評価と企業価値との関係

ここでは、ESG 評価と J-REIT の企業価値との関係について検証を行った。分析にあたっては、企業価値としてトービンの Q ⁷ を被説明変数に用い、説明変数には ESG スコアのほか、指標間の相関等を踏まえて図表 8 に示す指標を選定し、企業の固定効果を考慮したうえでパネルデータを用いた重回帰分析を行った。

ESG スコアについては、サステナリティクス社の ESG リスクレーティング⁸を用い、スコアが付与されている銘柄群を分析の対象ユニバースとして、スコアの公表が開始された 2019 年から 2021 年末までの 3 年間の月次データで分析した。

なお、このスコアは企業の抱える ESG リスクとその経済価値へのインパクトに着目して決定される。その際、企業が管理できている ESG リスク量を控除した残存リスク量に対して評価が行われる。従って、スコアは低い方(リスク量が小さい方)が、ESG 評価が高いことを表している。

図表 8 : 回帰式および変数の定義

$$\begin{aligned} \text{トービンの } Q = & \alpha_0 + \beta_1 \text{ESG リスクレーティング} + \beta_2 \text{負債総資本比率} + \beta_3 \text{ROA} \\ & + \beta_4 \text{ボラティリティ} + \beta_5 \text{売上高} + \beta_6 \text{サブセクターダミー} \end{aligned}$$

変数	定義
トービンの Q	(前期有利子負債+時価総額)÷前期総資産
ESG リスクレーティング	サステナリティクス社の ESG リスクレーティングスコア(低いほど高 ESG 評価)
負債総資本比率	総負債÷総資本
ROA	当期利益÷総資産
ボラティリティ	過去 60 か月リターンボラティリティ
売上高	売上高の自然対数をとった値
サブセクターダミー	GICS のサブセクターに基づくダミー変数

出所：サステナリティクス、FACTSET、QUICK、NPM より三菱 UFJ 信託銀行作成

⁷ トービンの Q 理論とは、アメリカの経済学者ジェームズ・トービンが提唱した投資理論であり、株式市場で評価された企業の価値(株式時価総額と債務総額の合計)を資本の再取得価格(現存する資本を全て買い換えるために必要となる費用総額)で割った値として定義される。トービンの q が 1 より大きい場合、企業の価値は資本ストックの価値よりも大きいことを意味する。

⁸ 25 年以上にわたり ESG 調査やレーティングデータを提供するサステナリティクス社が、2019 年より提供を開始した ESG スコア。各発行体における未管理な状態にある ESG リスクの程度を評価し、レーティングとして提供。未管理なリスク要因が多いほど、ESG リスクレーティングでは高スコアとして評価される。

分析結果は、図表9に示したとおりである。ESGリスクレーティングの回帰係数は-0.004であり、有意水準1%で統計的有意性がみられる結果となった。

この結果について、同スコアは低いほどESG評価が高いと評価できることから、ESG評価と企業価値のポジティブな関係が示唆されたものと考えられる。ただし、ESG評価の対象となっている銘柄が東証REIT指数の全銘柄をカバーできていないことから、結果の解釈については慎重に判断することが必要である。今後、情報開示を含むESGへの取り組みが活性化し、取得可能なデータが広がることでより精緻な関係の検証を行うことが可能となるであろう。

図表9：基本統計量と回帰分析表

	平均	標準偏差	25%タイル (第1四分位)	50%タイル (中央値)	75%タイル (第3四分位)
トービンのQ	1.20	0.19	1.07	1.18	1.32
ESGリスクレーティング	19.8	3.8	17.5	21.1	22.7
負債総資本比率	46.1%	5.6%	44.2%	46.7%	49.4%
ROA	2.9%	0.7%	2.7%	2.9%	3.1%
ボラティリティ	5.1%	1.5%	4.0%	4.8%	5.9%
売上高	30,535	22,034	17,381	22,828	38,143

	回帰係数 (標準誤差)
ESGリスクレーティング	-0.004 *** (0.00)
負債総資本比率	-0.615 *** (0.07)
ROA	1.153 *** (0.40)
ボラティリティ	-0.027 *** (0.00)
売上高	0.034 *** (0.01)
業種考慮	あり
決定係数(自由度調整済)	0.62

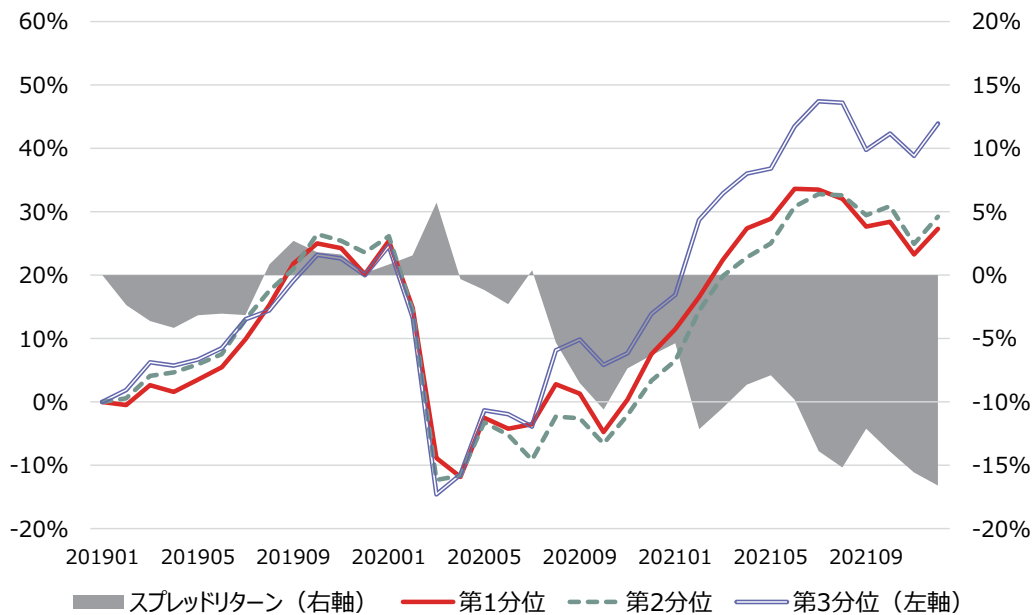
***、**、* は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す

出所：三菱UFJ信託銀行作成。分析期間は2019年1月～2021年12月

3. ESG 評価とパフォーマンスとの関係

次に、サステナリティクス社の ESG リスクレーティングスコアを用いて、ESG 評価と事後の株価パフォーマンスとの関係について確認した。

図表 10 : J-REIT の ESG 評価に基づくスプレッドリターンの分析



出所：サステナリティクス、NPM より三菱 UFJ 信託銀行作成

スコア算出開始時点である 2019 年を始点として、2021 年末までの 3 年間を対象に同スコアに基づき月次で 3 つの分位ポートフォリオを作成し、その平均リターンを用いて各分位の累積リターンとスプレッドリターンの分析を行った。

ここでは、第 1 分位は ESG リスクレーティングのスコアが低い銘柄群、つまり ESG 評価の高い銘柄群を示しており、スプレッドリターンは第 1 分位から第 3 分位のリターンを差し引いて算出している。

図表 10 の結果を見ると、同期間においては ESG 評価の高い銘柄群が低い銘柄に対してパフォーマンスが劣化する傾向が観察された。本来、ESG のパフォーマンス評価は中長期で行うべきであるが、今回の結果は分析期間が短いことや、サブセクター(用途)の偏りによるパフォーマンスへの影響が存在している点に留意する必要がある。

特に、2020 年中盤以降からスプレッドリターンがマイナスとなっているが、これは新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、サブセクターの物色動向に変化がみられたことが要因の一つと推察される。例えば、分位を構成する銘柄数の比率で見ると、第 1 分位は約 40% をオフィス型が占めており、オフィス型に高 ESG 評価の銘柄が多いという偏りがみられる。この期間のオフィス型のパフォーマンスは、大量の物件供給による需給の悪化に加え、コロナ禍での在宅勤務の普及によるオフィス賃貸面積削減の動きなどを背景として、空室率の上昇基調が続いたことで株価が相対的に出遅れた。こうしたサブセクター固有の要因に左右されたと考えられる。

ESG 評価とパフォーマンスとの関係性を評価するには、もう少し長いレコードで分析することが重要であり、また、サブセクターの偏りにも留意する必要がある。

Ⅳ. ESG を考慮した REIT インデックスへの期待

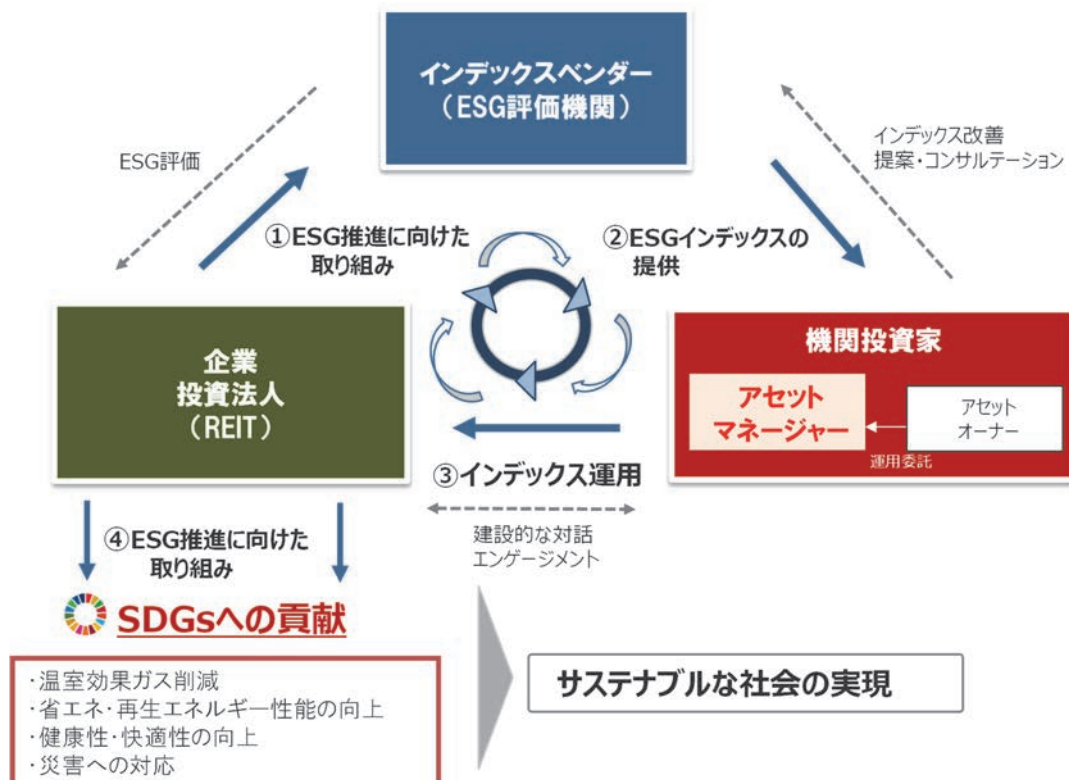
1. インデックス運用による ESG 投資拡大サイクル

ここまで、J-REIT 投資に ESG 要素を組み入れていくことは、REIT の中長期的な価値創造やリターン向上の観点から重要であることを述べてきた。こうした取り組みは今まさに進められている途上であり、定量的な効果について現時点で判断するには時期尚早かもしれない。

今後こうした ESG への取り組みの効果が表れていくためには、その必要条件の一つとして、ESG への取り組み意識を持った投資家が実際に投資資金を供給していくという資金の流れが加速していくことが重要ではないだろうか。このように考えたときに、「ESG を考慮した REIT インデックスによる運用」がこれを後押しする可能性があると考えられる。

冒頭でも述べたとおり、ここ数年間に日本株における ESG 指数をベンチマークとしたインデックス運用は飛躍的に残高が拡大してきた。このインデックス運用を通して、ESG に力を入れている企業の株式が市場で買われ、ESG を推進する企業に資金が向かっていく流れが加速した側面がある。図表 11 をご覧いただきたい。これは ESG におけるインデックス投資による循環サイクルを表したものである。

図表 11：ESG におけるインデックス投資サイクル



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

まず、①のステップとして、温室効果ガス削減や再生エネルギーの技術開発など ESG に真摯に取り組んでいる企業は、ESG 評価機関により定量・定性面から評価され、その情報をもとに、インデックスベンダーから提供される ESG 指数に組み入れられる。そして、

アセットマネージャーがその ESG 指数を採用してその指数に連動するファンドをアセットオーナーに提供する。もしくはアセットオーナーが採用した ESG 指数に連動する運用をアセットマネージャーへ委託する(②のステップ)。運用を委託されたアセットマネージャーは、その ESG 指数に連動するように採用されている銘柄に投資(インデックス運用)を行う(③のステップ)。

このインデックス運用による投資の過程で、ESG 評価の高い企業には株式市場で買い需要が発生し、株価の面でポジティブに働く。また、機関投資家との建設的な対話(エンゲージメント)を通して、あるいは、ESG 指数の組み入れを維持するために、その企業にはさらに ESG の取り組みを強化するインセンティブが働く。そして、その ESG へのさらなる取り組み姿勢がインデックスベンダーに評価される、といった前向きな正のサイクルが回っていく。結果として、そのインデックス投資サイクルの輪が大きなものになっていけば、企業のインセンティブも益々高まり、ESG 推進に向けた取り組みを通して SDGs への貢献となり、最終的には持続可能な社会の実現に繋がっていくと考えられる(④のステップ)。

かつて、安倍政権の日本再興戦略の中で国内企業の ROE(稼ぐ力)を高めることをめざし、2014 年に ROE を指数要素とする JPX 日経インデックス 400 指数がリリースされた。本指数には課題が指摘されている面はあるが、指数の存在が触媒の役割となって ROE を高めるための企業努力に繋がり、企業経営者や投資家の意識向上につながったのは事実である。

このように、インデックスを通じて「アナウンスメント効果」がもたらされる側面があり、これもインデックス運用が果たしていく重要な役割の一つであると考えられる。J-REIT 投資においても、ESG 評価を考慮したインデックスが牽引する形でアナウンスメント効果を発揮し、ESG への資金の流れを作っていくことが求められる。

2. ESG-REIT インデックスの現状

図表 12 は、主要なインデックスベンダーが提供する①ESG インデックス、②J-REIT インデックス(ESG 考慮無し)、③ESG を考慮した REIT インデックスの商品ラインナップをまとめたものである。前述のとおり、2015 年頃からの ESG 投資拡大の流れを受け、各主要ベンダーの ESG 指数は充実してきているが、ESG を考慮した J-REIT 指数としては、2020 年 7 月にリリースされた日本経済新聞社の日経 ESG-REIT 指数のみとなっている。

図表 12 : ESG-REIT インデックスのラインナップ

指数カテゴリー	東京証券取引所	日本経済新聞社	MSCI社	FTSE社	S&Pダウ・ジョーンズ社
①ESGインデックス	○ S&P/JPXカーボン・ エフィエント指数	—	○ MSCI Japan ESG セレクト・リーダーズ指数	○ FTSE Blossom Japan index	○ S&P日本500 ESG指数
②J-REITインデックス (ESG考慮無し)	○ 東証REIT指数	○ 日経高利回り REIT指数	○ MSCI Japan IMI REITs index	○ FTSE EPRA Nareit Developed REITs JAPAN index	○ S&P日本 REIT指数
③ESG-REITインデックス	—	○ 日経ESG-REIT指数 2020年7月にリリース	—	—	—

出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

日本経済新聞社が指数提供を開始した日経 ESG-REIT 指数は、図表 13 に記載のとおり、東証 REIT 指数を全てカバーしており、GRESB リアルエステイト評価を用いて、各銘柄の組み入れ比率を決定している。本指数については、ETF(上場投資信託)なども東証に上場しており、今後の投資の広がりが期待される。

図表 13：日経 ESG-REIT 指数の概要

日経ESG-REIT指数			
指数算出	株式会社 日本経済新聞社		
構築概要	東京証券取引所に上場するREITを対象に、GRESBによるESG評価に応じて設定する係数（ESG係数）を適用した時価総額（浮動株調整前）×ESG係数ウェイト方式の指数	評価 (スター数)	ESG係数
ESG係数	それぞれの銘柄に対する各年の基準日時点でのGRESBによるリアルエステイト評価（スター数）によって右表の通りESG係数を決定し、毎年11月末の定期見直し時に反映する	評価なし	1
ユニバース	東京証券取引所に上場する全REIT	1	1.1
銘柄数	60銘柄（2021年12月末）	2	1.2
		3	1.3
		4	1.4
		5	1.5

出所：日本経済新聞社「日経 ESG-REIT 指数 算出要領」より三菱 UFJ 信託銀行作成

3. ESG を考慮した REIT 指数における重要な視点

ESG を考慮した J-REIT 指数が今後拡大していくためには、日経 ESG-REIT 指数に続く新しいインデックスがリリースされることも望まれるところであるが、どのような要件を具備していると良いのであろうか。5つの重要な視点について述べることにしたい。

(1)GRESB との整合性

まず、世界的な不動産における ESG 評価のスタンダードとなっている前述の GRESB リアルエステイト評価(以下、GRESB)とある程度の整合性をもった ESG 評価がなされていることが重要である。

ESG 投資が進まない理由の一つとして、ESG 評価のバラつきが挙げられ、ESG 評価を行うインデックスベンダーによって評価がまちまちで収斂していないことが課題とされている。この課題に対して、環境問題については情報開示の共通化に向けて TCFD⁹に基づくディスクロズが進み、また、SASB¹⁰などによる業種毎の ESG 評価の目線合わせも行われてきているところである。

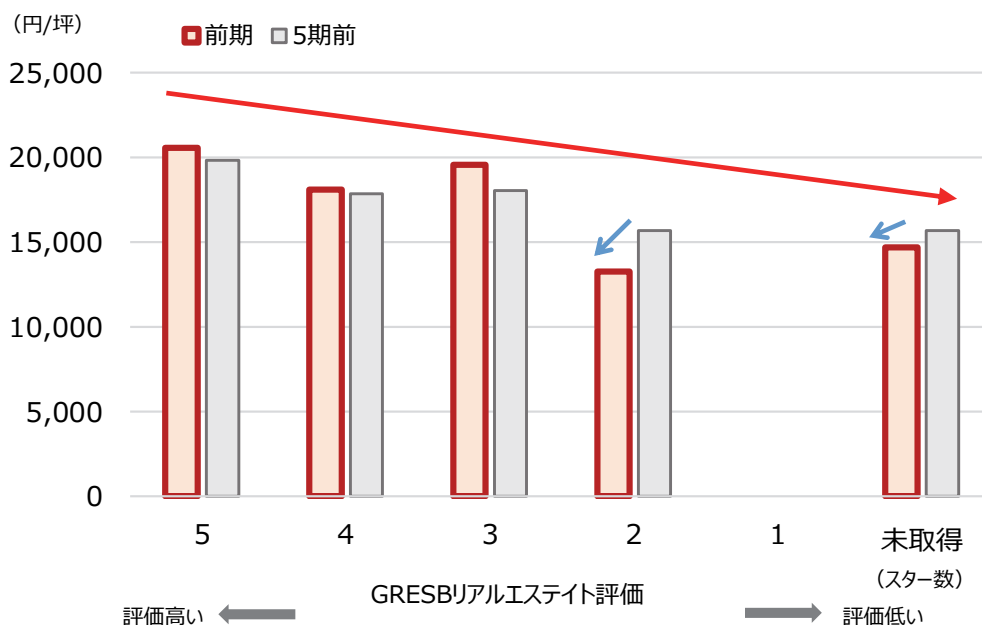
⁹ TCFD とは「気候変動関連財務情報開示タスクフォースの略称で、2015 年 12 月に金融安定理事会 (FSB) により、気候関連の情報開示及び気候変動への金融機関の対応を検討するために設立された。TCFD は、気候変動要因に関する適切な投資判断を促すための一貫性、比較可能性、信頼性、明確性をもつ、効率的な情報開示を促す提言の策定をめざしている。

¹⁰ SASB とは Sustainability Accounting Standards Board (サステナビリティ会計基準審議会) の略称で、2011 年に米国サンフランシスコを拠点に設立された非営利団体。企業の情報開示の質向上に寄与し、中長期視点の投資家の意思決定に貢献することを目的に、将来的な財務インパクトが高いと想定される ESG 要素に関する開示基準を設定している。

こうした流れを勘案すると、不動産や REIT における世界の共通の評価尺度である GRESB 評価と平仄をとることが ESG 評価の統一化の観点から重要であると考えられる。

また、GRESB 評価の実効性という面でも、GRESB に基づき、物件や REIT の価値を評価する動きが近年みられており、実際の REIT の賃料水準にもそれが現れつつある。図表 14 は、東証に上場しているオフィス REIT について、GRESB 評価(スター数)と 1 坪あたりの賃料の関係を示したものである。結果をみると、5 スターを獲得した投資法人の賃料水準が相対的に高く、2 スターや未取得の REIT は賃料水準が低い。また過去 5 期前と比較すると、直近 5 年間で、GRESB 評価が低い投資法人は賃料が下がり、評価が高い投資法人は賃料の上昇がみられている。

図表 14 : GRESB 評価と賃料の関係



出所：各投資法人決算資料より三菱 UFJ 信託銀行作成。オフィス型 REIT(総合型含む)を対象として、1 坪あたりの各投資法人の平均賃料を GRESB リアルエステイト評価(スター数)毎に平均化したもの。時期は、前期実績と 5 期前の実績データで比較。

(2)S(社会)・G(ガバナンス)の考慮

不動産セクター(REIT)において、GRESB を共通の評価指標として活用することは重要であるが、グリーンビル認証の取得など、その評価項目の約 7 割が E(環境)に関する評価となっていることが課題として挙げられる。第 II 章でも触れた RPI の 10 カ条では、安全衛生や労働者の権利など S(社会)の項目や、法規の遵守や取締役の独立性 G(ガバナンス)に関する項目についても考慮することが求められている。

S については、前述の CASBEE・ウェルネスオフィス認証が開始されたように、健康性や快適性の維持・増進を評価すること、G については、REIT の場合にはスポンサーとの利益相反問題への対処や、投資主利益に連動した報酬体系をプラス評価するようなスコアリングも方法とし

て考えられる。不動産やREITをESGの観点で評価すると、ある程度Eに比重が置かれることはやむを得ないところであるが、S、Gの観点も確りと盛り込んだ指数とすることが望ましい。

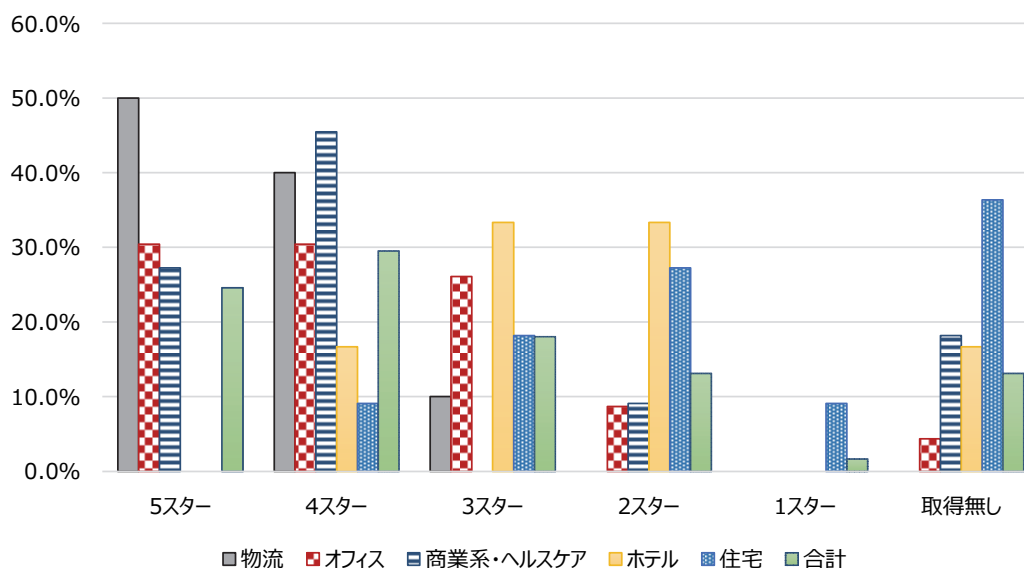
(3) サブセクター(物件の利用用途)の偏りの緩和

次に考慮したいのが、用途の偏りである。J-REITは米国REITと比べるとオフィス型の占める割合が大きいため、用途に偏りがみられる。その中で環境面などを評価した銘柄選定を行うと、さらに特定の用途へ投資比率が偏ってしまう可能性がある。

図表15は、用途別にGRESB評価の取得状況を示したものである。物流施設は最高位の5スターが約半分を占め、GRESB未取得や低評価のREITが存在しないのに対して、ホテル系や住宅系は未取得や低評価の比率が高くなっている。物流施設は一つの物件が大規模であり、施設にソーラーパネルを敷き詰め、太陽光発電設備を充実させることや、館内照明器具のLED化などにも取り組み易い。

一方、住居系は物件が小口であるため、環境認証基準をクリアした物件の割合を高めることが難しい傾向がある。この用途の特性を考慮せずに指数を構築すると、どうしても物流施設や大型のオフィス系が多めになり、住居系の保有割合が小さくなってしまふ。前述の定量的なパフォーマンス分析でも触れたように、各用途への投資比率を決定する方法として、完全に用途を中立化するところまではいかなくても、相対的にESG推進に注力している投資法人を評価する仕組みは必要であろう。

図表15：REIT用途別のGRESB評価

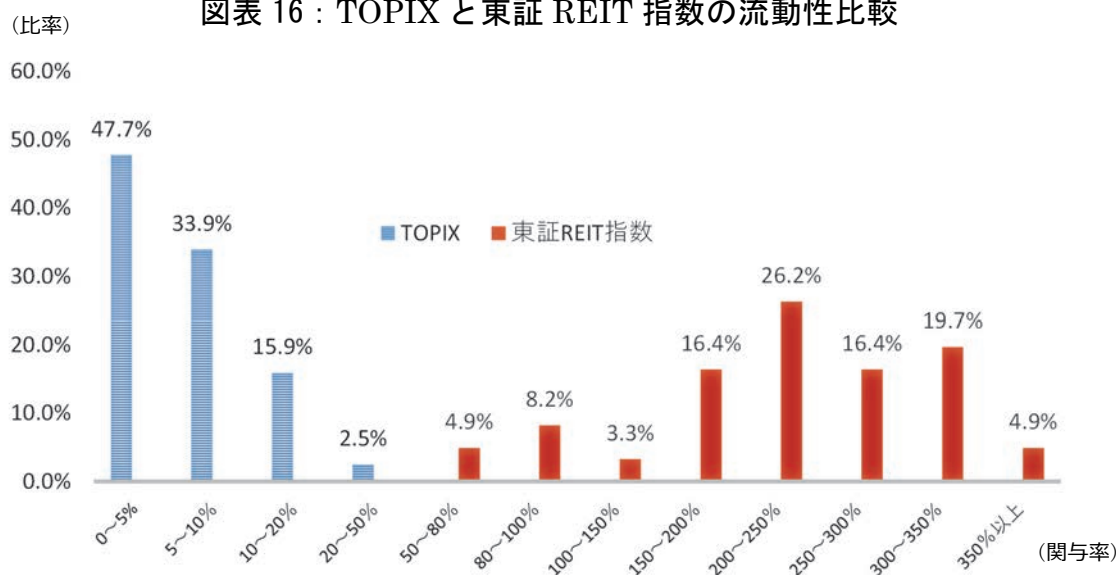


出所：GRESB データより三菱UFJ信託銀行作成

(4) 流動性への配慮

流動性の観点からは、実際にインデックス運用を行う際の実務的なポイントである。J-REIT の運用時に注意することは、現物株と比べて圧倒的に流動性が乏しい点である。図表 16 は、仮に 1,000 億円でパッシブポートフォリオを構築した場合の流動性(個別銘柄の関与率¹¹)の分布状況を、TOPIX と東証 REIT 指数で比較したものである。J-REIT は組入銘柄数が 60 銘柄程度しかないこともあり、ポートフォリオ構築にかかる関与率が高く、マーケットインパクトがかかりやすい。TOPIX は全銘柄が関与率 50%以内にとまっている(平均関与率：約 6%)のに対して、東証 REIT 指数は最低でも 50%以上の関与率となっており、最大で 350%以上となる銘柄も含まれている(平均関与率：約 260%)。つまり、REIT インデックスは、銘柄入替えなどのインデックスイベント時に、マーケットインパクトがかからないように、売買を集中させないことや、浮動株¹²を考慮するなどの指数としての配慮が求められる。

図表 16 : TOPIX と東証 REIT 指数の流動性比較



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成。2021 年 12 月末基準

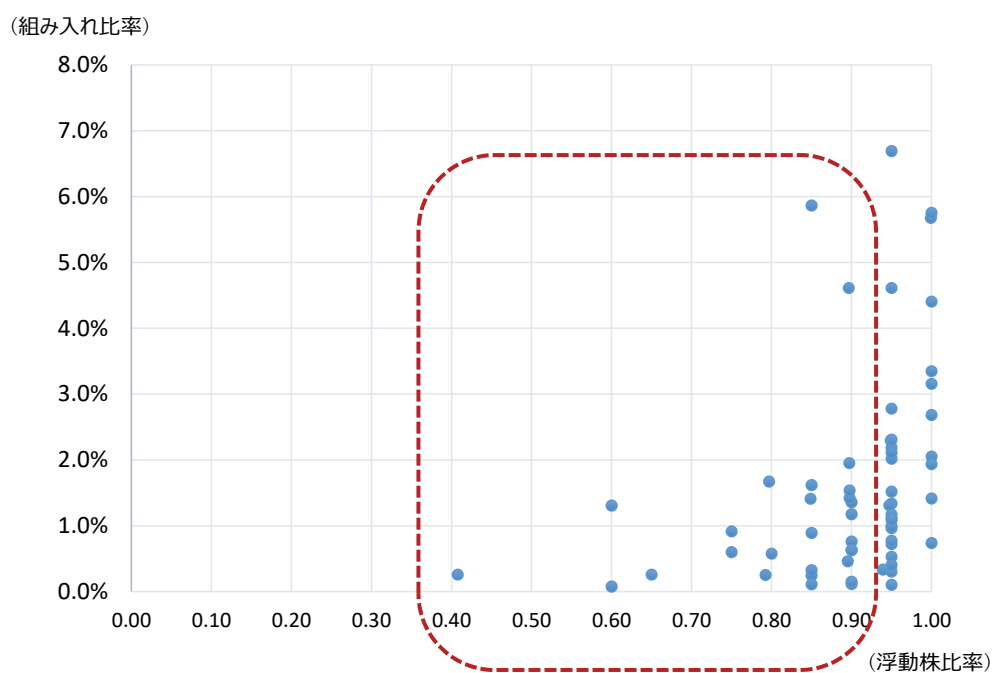
¹¹ 関与率＝売買株数/市場出来高(20日間平均)

¹² 浮動株とは、発行されている株式の中で、安定した株主に保有されておらず、市場に流通する可能性の高い株式のこと。

(5) 浮動株比率の考慮

最後のポイントは、4つ目の流動性の考慮にも関係するが、市場に流通している浮動株比率を考慮した組み入れ比率の算出も重要である。REIT の場合は浮動株が 100%の投資法人も多いが、中には主要スポンサーが筆頭の投資主になっているケースもあり、図表 17 のとおり、浮動株比率が相対的に低い REIT も存在する。流通している株式(投資口)が少ない投資法人については、その分だけ指数への組み入れ比率を下げる取扱いにしないと、売買時の市場へのインパクトが大きくなってしまう。また、浮動株比率を考慮しない場合、浮動株比率を考慮した指数である東証 REIT 指数との比較では、ESG 評価を指数に反映させても、ESG 効果が浮動株比率の考慮/非考慮の影響で薄まってしまうという問題もある。こうした点も加味してインデックスを組成することが望ましい。

図表 17：東証 REIT 指数における浮動株比率分布



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

V. 終わりに

本稿では、不動産投資の中核である J-REIT に焦点をあて、世界のメガトレンドとなっている ESG 投資について述べてきた。パリ協定締結による温室効果ガス削減や、SDGs による持続的な社会の実現に向けた開発目標が採択されたなかで、企業にとっては気候変動などの社会的な課題について、事業を通じて解決を図ることが求められている。まさに、企業にとっての ESG への取り組みが、経営戦略そのものへと変化してきているといえる。

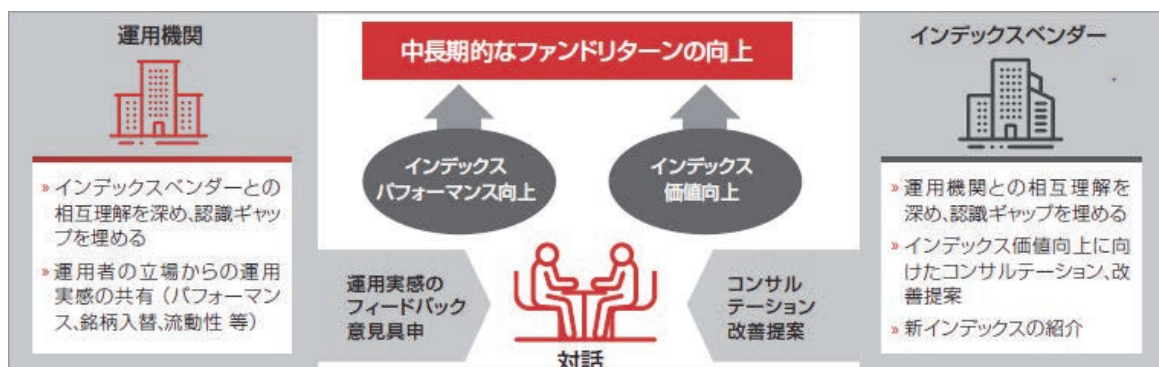
これは、もちろん企業だけでなく REIT についても同様である。人々の社会生活は不動産と密接に結びついており、住居や職場環境などの面で安全で快適な空間を作ることや、地球環境に優しい建物仕様としていくことは、社会課題の解決に繋がっていく。第 II 章で整理したように、外部環境リスクを適切にマネジメントし、それを新たな収益機会としていくことが、REIT のサステナブルな価値創造に繋がっていくと考えられる。そして、それが REIT の中長期的なリターン向上に寄与していくことが期待される。

第 III 章の定量的な考察では、海外の先行研究と同様に、我が国においても ESG の考慮が REIT の企業価値に与える影響について一定の関係性が確認できたものの、投資リターンに与える効果は十分に確認できなかった。しかし、本稿を通じて述べたように、中長期的には ESG 推進に向けた努力の有無によって、各投資法人にとって顕著な差として現れてくることも想定され、国内外での今後の研究が進んでいくことが望まれる。

そして、こうした ESG に積極的に取り組んでいる REIT を評価し、資金フローの面で後押しをする上でポイントとなってくるのが、第 IV 章で言及したインデックス投資による正の循環サイクルである。図表 18 に示すように、このサイクルを回していくためには、インデックスベンダーによる適切な ESG 評価や指数への反映を促していくことが肝要であり、アセットマネージャー(運用機関)とインデックスベンダーとが指数改善に向けて建設的な対話(インデックス・コンサルテーション)を行っていくことも求められよう。

各投資法人や国・省庁、不動産関係団体だけでなく、インデックスベンダー、アセットオーナー、運用機関など全ての関係者が一枚岩となり、J-REIT における ESG への取り組みが一段と加速することで、J-REIT 市場が国内外の投資家から今まで以上に選択される魅力的なマーケットとなっていくことを期待したい。

図表 18：インデックス・コンサルテーション



出所：三菱UFJ信託銀行 責任投資報告書 2021

(2022年2月21日記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・国土交通省 [2019]、「ESG 不動産投資のあり方検討会～我が国不動産への ESG 投資の促進に向けて～」
- ・国土交通省 [2020]、「不動産鑑定評価における ESG 配慮の係る評価に関する検討業務報告書」
- ・ARES 不動産証券化ジャーナル [2020]、「世界のリート(REIT)は ESG にどう対応してきたか～パフォーマンス分析の展望～」
- ・CSR デザイン環境投資顧問 [2021]、「GRESB の概要と投資家メンバーのご案内」
- ・Sah, V., Miller, N., & Ghosh, B. [2013] “Are green REITs valued more?,” *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Volume 19, 169-177
- ・IIRC [2014] “The International IR Framework IIRC”
- ・Cajias, M., Fuerst, F., McAllister, P., & Nanda, A. [2014] ”Do responsible real estate companies outperform their peers?,” *International Journal of Strategic Property Management*, Volume 18, 11-27
- ・Feng, Z., Wu, Z. [2021] ”ESG Disclosure, REIT Debt Financing and Firm Value ,“ *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 1–35

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）