

## ポジティブ・インパクト投資をテンプレート化する

2019年8月21日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 主任研究員 菊地 暁

(E-mail: [kikuchi@smtri.jp](mailto:kikuchi@smtri.jp))

金融業界では本格化しつつあるポジティブ・インパクト投資に、不動産投資市場でも注目が集まっている。しかし、J-REITにおいて、ポジティブ・インパクト投資として明確に位置づけられた実績は1事例に止まる。もし、ポジティブ・インパクト投資をプロパティ毎にテンプレート化出来れば、資産運用会社の検討効率が向上し、普及に拍車がかかるであろう。

## ＜ポジティブ・インパクト投資の波が不動産投資市場にも＞

金融業界では本格化しつつあるポジティブ・インパクト投資に、不動産投資市場でも注目が集まっている。GSG<sup>1</sup>国内諮問委員会が2019年4月に公表した「日本における社会的インパクト投資の現状2018」によると、2018年度の我が国における社会的インパクト投資市場規模は約3,440億円となり、前年度比約4.8倍の成長となった。市場規模拡大の背景としては、既存機関の投資額拡大に加え、新たな機関の市場参入があったことが挙げられている。

ポジティブ・インパクト投資とは、「財務的リターンと並行して社会的および(もしくは)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」をいう。一般的なインパクト投資の概念には、市場水準の財務リターン獲得を目指すものから、一定程度のリターン犠牲を甘受しながら環境・社会的課題に取り組む投資まで包含するが、ここでは「ポジティブ・インパクト投資」に焦点を当てる(図表1)。不動産を取り巻く環境・社会的課題としては気候変動、土壌・大気・水、廃棄物等があり、一方で、創造可能な価値としては、健康快適性、雇用、包摂性・多様性、災害強靱性、地域貢献、賑わい・活性化等多岐にわたる。言うまでもなく、不動産は生活・産業の基盤であるから、多くの社会リターンを生み出す起源となり、ポジティブ・インパクト投資の主たるターゲットであるSDGsへの多大な貢献が期待できる。一方で、開発事業に伴う森林伐採や、温室効果ガスの排出等、気候変動や大気・土壌等に関する負のインパクトも多く存在する。そのため、ポジティブ・インパクト投資では、社会的なインパクトを正・負両面から観測し、定量的に計測してトータルで正のインパクトとなることが求められる。

図表1 投資スペクトラム

金銭的リターン重視 ←					→ 社会的リターン重視	
伝統的投資 Financial-only	責任投資 Responsible	サステナブル投資 Sustainable	ポジティブ インパクト投資	インパクト投資 Impact	慈善活動・寄付 Impact only	
市場優位なリターンの追求						
	ESGリスクの軽減					
		ESG機会の追求				
				環境・社会課題の解決を目的とする投資		
ESGについて 取り組まない	ESGリスクを考慮し リターンを維持	リターン向上を目的に 積極的にESGに取り組む	投資家に市場優位な 財務リターンを生み出す 社会的課題に取り組む	リターン水準がまだ確認 されていない社会的課題に 取り組む	財務リターンは市場水準以 下となるが、環境・社会課 題に取り組む	財務リターンは生み出さ ず、環境・社会課題の解決 に貢献する

出所) Bridges Ventures 「Impact report2014」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

<sup>1</sup> Global Social Impact Investment Steering Group

＜UNEP-FIと国土交通省がポジティブ・インパクト投資を後押し＞

不動産投資市場では、プレイヤーによるポジティブ・インパクト投資策の検討が行われている過程において、2018年11月に国連環境-金融イニシアティブ (UNEP-FI) が「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク」をリリースし、一定の方向性が示された。このフレームワークでは、投資家が検討すべき質問項目と、推奨される行動例、そして4つの投資目標「①インパクトの明確化、②市場水準およびサステナブルなリターン、③インパクトの計測、④追加的な資金/インパクトのフロー」について詳述している。さらに不動産取引や運用の場面において考慮されるべき22のインパクト・カテゴリーを「インパクト・レーダー」として示しており、ポジティブ・インパクト投資の検討に有用である(図表2)。

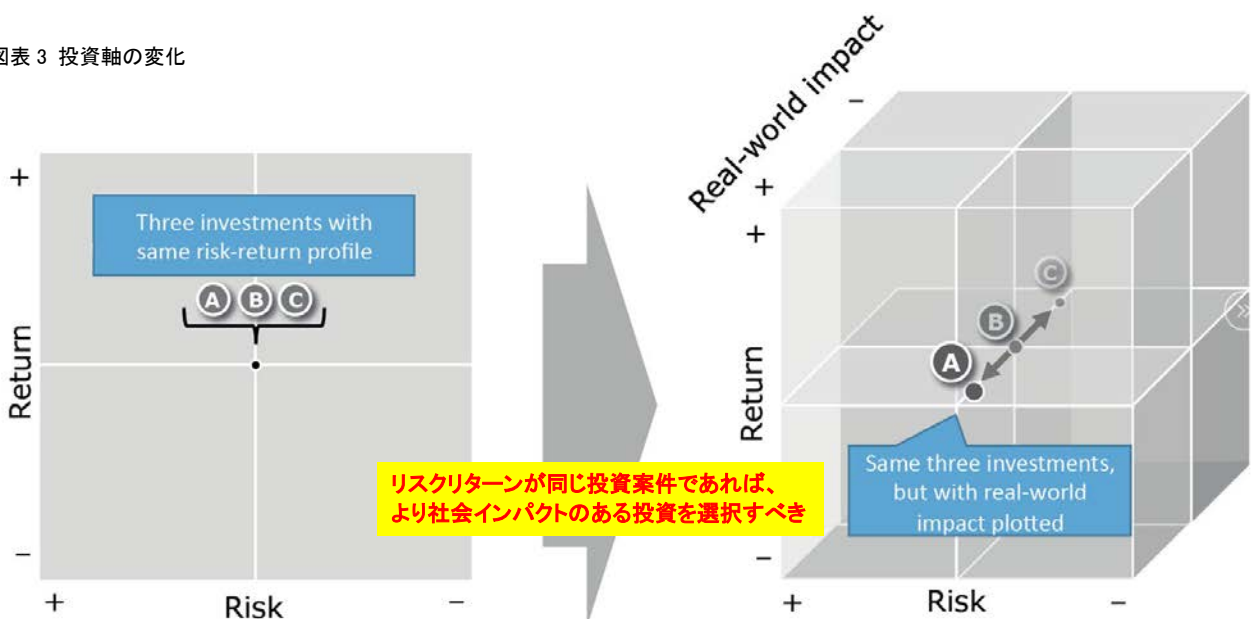
また、国土交通省が設置した「ESG 不動産投資のあり方検討会」では、中間取りまとめにおいてリスク・リターンの経済的なインパクトとなる2軸での投資判断に加え、第3軸となる「社会的なインパクト」を意識した不動産投資の必要性を指摘した。これまで、投資に短期的な効率性が求められ、多くのリターンをあげる投資が優れているとされており、現在においてもなお、この考えが大勢を占めている。しかし、2008年のリーマンショックを契機として資本市場での短期的な利益追求に対する批判が高まると同時に、中長期安定的なサステナブル投資の必要性が叫ばれ始めた。そこで多くの資産運用会社がサステナブル投資に着手したが、国土交通省の指摘は、さらにポジティブ・インパクト投資の必要性に踏み込んだものである。社会を取り巻く様々な課題を解決するために、同じリスク・リターンであれば、より社会的リターンの大きい投資が望ましいとするポジティブ・インパクト投資の哲学が、あるべき不動産投資スタンスとして求められつつあると考える(図表3)。

図表2 インパクト・レーダー



出所)UNEP-FI「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク」

図表3 投資軸の変化



出所)PRI「THE SDG INVESTMENT CASE」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

＜産業ファンド投資法人が待望の第1号案件を投資決定＞

このように、急速に注目され始めたポジティブ・インパクト投資であるが、J-REIT においてポジティブ・インパクト金融原則に基づく取得を最初に手がけたのは産業ファンド投資法人である。同社のリリースでは、「中長期的な産業振興のための人材育成と技術継承の場の確保」をインパクトターゲットに据え、具体的な KPI(重要業績評価指標)と定量的なインパクトの測定方針が示された(図表 4)。UNEP-FI のインパクト・レーダー(図表 2)から正のインパクトとして「雇用」と「包摂的で健全な経済」を、負のインパクトとして「気候」・「土壌」を選択し、複数の KPI を定めた。また、「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク」が示した 4 つの投資目標「①インパクトの明確化、②市場水準およびサステナブルなリターン、③インパクトの計測、④追加的な資金/インパクトのフロー」にも整合的であるとの第三者意見も取得した。ここまでポジティブ・インパクト投資の第 1 号としてはベストプラクティスとなり得る。しかし一方で、本案件の完成度の高さが追従者のハードルを上げてしまったのかもしれない。執筆日現在、残念ながら J-REIT におけるポジティブ・インパクト投資の公表は、この 1 事例のみに止まる。

図表 4 ポジティブ・インパクトを創出した産業ファンド投資法人による OTA テクノ CORE の取得事例

持続可能な社会を目指す取り組みのイメージ



インパクト	インパクトカテゴリ	内容	KPI
+	「雇用」 「包摂的で健全な経済」	中長期的な産業振興のための人材育成と技術継承の場の確保	入居する中小企業向けのアフターダブルに（割安に）提供される賃貸面積 入居企業により維持・創出された雇用の数 入居企業により創出されたイノベーションや受賞の件数
-	「気候」	本物件建物における非効率なエネルギー使用により、CO <sub>2</sub> 排出量が増大するリスク	エネルギー消費原単位、CO <sub>2</sub> 排出原単位
-	「土壌」	本物件の入居企業である工場から排出される有害廃棄物による周辺地域の汚染のリスク	有害廃棄物排出量

出所) 産業ファンド投資法人 ESG Report(2019.2) および CSR デザイン環境投資顧問株式会社「産業ファンド投資法人によるインパクト投資プロジェクトに対する第三者意見」(2019.1.9)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

<ポジティブ・インパクト投資の普及にはテンプレート化が有効>

では、不動産投資市場においてポジティブ・インパクト投資を普及させるにはどうしたらよいか。そのためには、「プロパティ毎のインパクトの特定と KPI のテンプレート化」が有効だと考える。

図表 5 では、SDGs における各プロパティの貢献可能性についてマッピングを試みた。これをみると、例えばオフィスビルは広範囲のターゲットに該当するものの、そのほかは目標 3・7・11・13 に集中しており、ある程度インパクト・カテゴリーを絞ることが出来そうだ。

図表 5 各プロパティが貢献しうる SDGs/オフィスビルに関する正のインパクト(案)

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

オフィスビルについて正のインパクトのみ抽出し  
テンプレート化

正のインパクト・カテゴリー (例)	投資テーマ/マーケットセグメント	KPI	SDGs
雇用 ・ 包摂的で健全な経済	労働条件と技能開発	サテライトオフィス・フレキシブルな賃貸床の提供面積	9
	女性の社会進出支援	パウダールームの拡充、託児所設置	5
	ベンチャー企業や スモールビジネス向け	スモールビジネス・コワーキング・スペース賃貸面積 テナント企業業績	9
	インキュベータとアクセラレータ	中小企業向け割安床の提供(企業育成) 業績運動レント導入率等	
	安全・安心/災害強靱性	災害時帰宅困難者の受け入れ体制、災害時物資備蓄量 耐震補強・リニューアル工事の実施	11
	プレイスメイキング・都市再生	地域イベント開催数・来場者数・来場者満足度調査	8
	健康と衛生	健康と快適性	空間(天井高・1人当たりスペース)・内装、音(遮音・吸音) 光(照度・グレア対策)、空気・空調等のハードスペック リフレッシュ、運動、テナントリレーション
健康・保健施設		病院・薬局等のアクセシビリティ・集積状況、健康・保健施設との連携	
文化・伝統	パブリック・スペース	パブリックな文化空間や施設への訪問者数	11
	/パブリック・アート	文化空間や施設の件数	

出所)三井住友トラスト基礎研究所

そこで、UNEP-FI のインパクト・レーダーをもとに、オフィスビルを対象としてインパクト・カテゴリーと投資テーマ/マーケットセグメント、KPI を検討・整理してテンプレート化を試みた。「包摂的で健全な経済」には、「ベンチャー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」が投資テーマ/マーケットセグメントとして挙げられるが、例えば日本リート投資法人が 2019 年 5 月 20 日にリリースした「敷得-shikittoku-」や「セレクトオフィス」・「移得-ittoku-」などのリーシングパッケージ商品はベンチャー企業等の入居支援に資するものであり、社会的インパクトを生むであろう。このほか、先進的と映る KPI がいくつかみられるが、「安全・安心/災害強靱性」・「都市再生」・「健康と快適性」などの投資テーマ/マーケットセグメントは既に ESG の一環として取り組んでいる資産運用会社が多いことから、KPI に示した指標を参考に、定量観測・報告が可能と考える。なお、インパクト・カテゴリー「気候」(SDGs 目標 13)については、温室効果ガス排出量やエネルギー消費量等を KPI とする抑制すべき「負のインパクト」であり、全プロパティ共通のインパクトとして先例の準用が容易であることから、ここでは説明を割愛した。

J-REIT では、グリーンボンド発行過程において見事にテンプレートをつくったと考えている。資金用途を「新規または既存の不動産物件のうち、一定の環境基準を満たすグリーン適格資産の取得資金、およびその取得に要した借入金の借り換え等」とし、SDGs ターゲットを目標 7「エネルギーをみんなにそしてクリーンに」、目標 9「産業と技術革新の基盤をつくろう」、目標 11「住み続けられるまちづくりを」、目標 13「気候変動に具体的な対策を」等に収斂させた。その結果、わずか 1 年の間に 10 以上もの投資法人がグリーンボンドを手がけるに至った。テンプレート化により、発行に関連する手続きや費用が効率的になり、今後さらにグリーンボンド発行高が増えるだろう。同様に、ポジティブ・インパクト投資においても、プロパティ毎に UNEP-FI のインパクト・レーダーと SDGs をもとにインパクトをカテゴライズし、社会的なインパクトの特定と計測対象となる指標を事前にテンプレート化してみたらどうだろうか。

GSG 国内諮問委員会が公表した社会的インパクト投資残高では、ESG 投資家によるグリーンボンドやサステナビリティファンドへの投資が、ポジティブ・インパクト投資実績として計上されている。ESG 投資家が、「グリーン」や「サステナブル」と冠をつけたファンドやボンドへの投資を検討することは決して難しくはない。他方、資産運用会社が不動産投資の際に、どのようなインパクトがあり、どの指標を定量的にモニタリングしていくかを検討するには相応の時間と人的コストがかかる。現在、不動産投資市場には急速な ESG の波が押し寄せており、資産運用会社は ESG 投資家からの要請・期待が大きい。資産運用会社が疲弊せずに質の高いポジティブ・インパクト投資事例を数多く生み出すためには、投資検討はテンプレート化し、運用期間中の正のインパクト向上に注力し、幅広い社会貢献を手がけていくことが、資産運用会社にとっても社会全体にとっても効率的であると考えられる。

不動産投資市場において J-REIT は今や ESG のトップランナーであるが、グリーンボンドと同様にポジティブ・インパクト投資のテンプレートを確立し、多くのポジティブ・インパクト投資を手がけ、全てのステークホルダー、そして社会に貢献する立場であり続けてほしいと願っている。

【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部

TEL : 03-6430-1331

<https://www.smtri.jp/contact/form-private/index.php>

## 株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 4-3-13 ヒューリック神谷町ビル 3F

<https://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。