

J-REIT における GRESB リアルエステイト評価への参加実態の考察

2019年11月12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

2019年9月公表のGRESBリアルエステイト評価(以下、「GRESB¹」)に参加したJ-REIT44社の参加率は、設立時期が早いほど、また、時価総額が大きいほど高い結果となった。時価総額順に投資主構成をみると、時価総額上位の投資主は法人の割合が高く、特に「外国法人等」の割合が高い。同様にレーティング別では、高レーティングほど「外国法人等」の割合が高い結果となった。

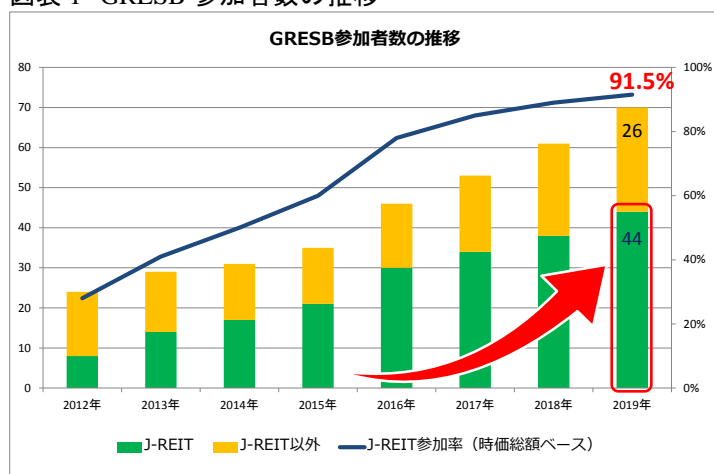
セクター別でみると、住宅セクターのレーティングは最高位でも3Starに止まるが、エンドテナントを巻き込んだ取組の難しさ、収集可能なエネルギーデータ等の制約など、様々な事情がある。他のセクターとの比較において取組が劣るわけではない。セクター間での銘柄比較において、レーティングのみで判断することには慎重になる必要がある。

＜J-REIT における GRESB への参加者数が拡大・GRESB レーティング平均値はほぼ横ばい＞

2019年9月にリリースされた「GRESB 2019年評価結果」(CSRデザイン環境投資顧問㈱)によると、日本におけるGRESBへの参加者数は70(2018年:61)となった。そのうちJ-REITは44(2018年:38)、J-REITにおける参加率は時価総額ベースで91.5%(2018年:89%)となり、参加者の拡大が続いている(図表1)。

GRESBでは、サステナビリティに関する取組を「実行と計測(IM)・「マネジメントと方針(MP)」の2軸をもとに評価する。相対的な総合スコアの順位に基づいて評価されるレーティングの獲得状況をみると、5Starが18%(2018年:21%)、4Starが34%(2018年:37%)、レーティングの平均値は3.59(2018年:3.61)となった(図表2)。

図表1 GRESB参加者数の推移

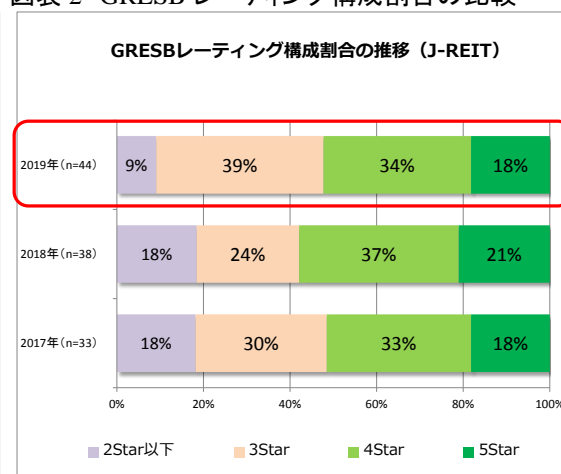


注) 参加率は時価総額ベース、参加者数は発表当時のもの

2017年の構成割合は非開示1社を除いた33社で算出

出所) CSRデザイン環境投資顧問㈱公表資料、J-REIT各社公表資料、ヒアリング等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表2 GRESBレーティング構成割合の比較



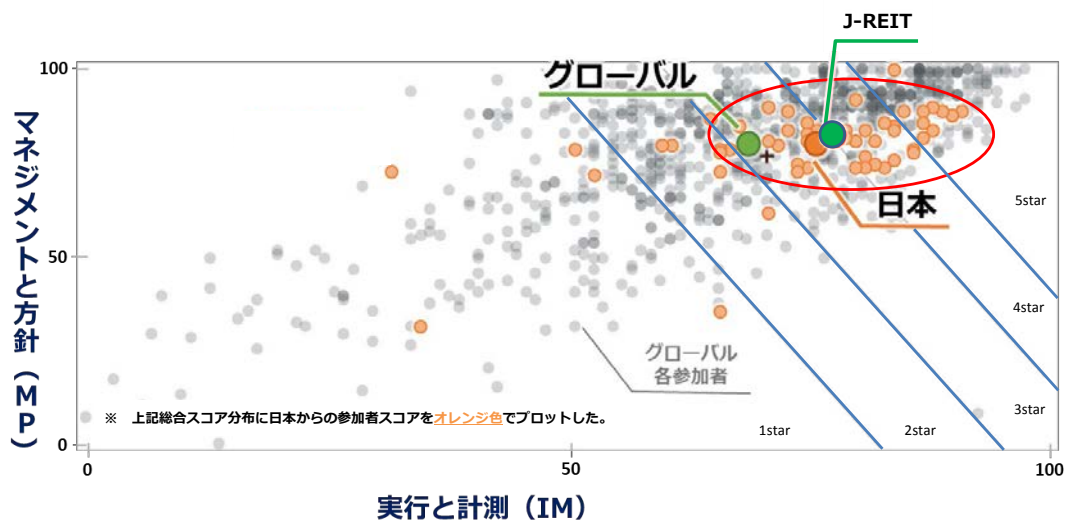
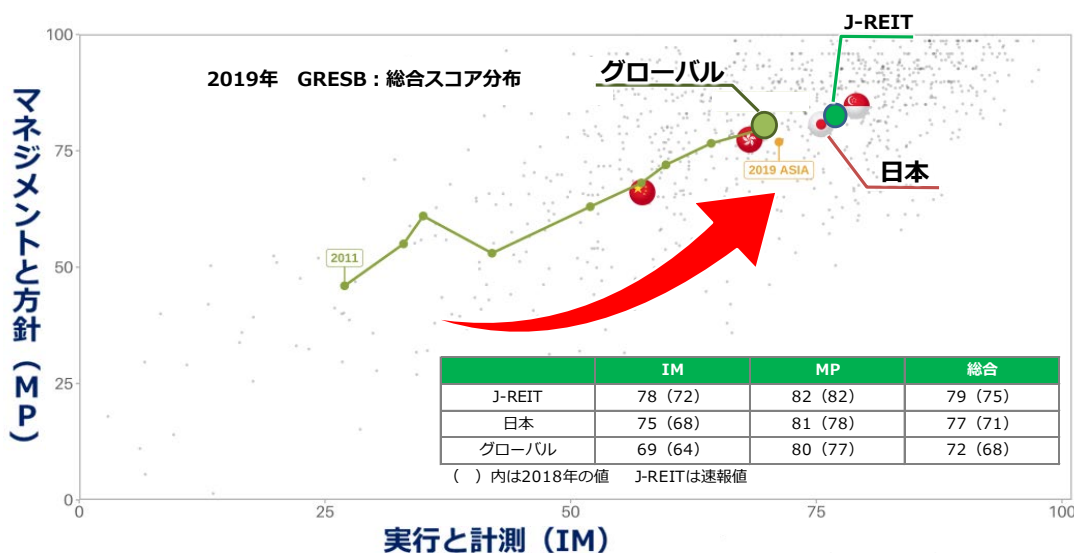
¹不動産会社・ファンドの環境・社会・ガバナンス(ESG)配慮を測る年次のベンチマーク評価およびそれを運営する組織の名称であり、責任投資原則(PRI)を主導した欧州の主要年金基金グループを中心に2009年に創設された。GRESBリアルエステイト評価は、GRESBファミリーを構成する評価のひとつであるが、ここでは、GRESBリアルエステイト評価のみに言及しているため、略称としてGRESBとした。

2019年評価結果をみると、グローバルでは2014年にMPで後退が見られたが、これ以降毎年改善している(図表3)。J-REITの総合スコアをみると、IM78(2018年:72)、総合79(2018年:75)と、いずれも改善している。また、MPは82と昨年と同スコアになったものの、日本およびグローバルと比較して未だに高い水準にある。

参加したJ-REITのレーティングは、昨年比で格上げ9ファンド、格下げ5ファンド、据置24ファンドとなった。GRESBのレーティングは、グローバルな参加者の中で、全セクターでの相対比較となり、上位20%までが5Star、以下20%ごとに星が一つずつ減るシステムとなっている。今回格下げとなった5ファンドについても取組みが後退したわけではなく、全体的に改善が進む中での相対的評価であり、J-REITでの取組みは日々進歩していると理解できる。

下図は、日本からの参加者をプロットしたものである。日本の参加者は、3Star~5Starにまとまって分布している。これは、先駆者をケーススタディとして、GRESB参加当初からサステナビリティ方針の策定、社内体制の整備、ESG取組の情報開示等に取り組み、非常に短い期間でキャッチアップした結果と推察される。事実、J-REITではここ数年でESG関連情報の開示が著しく増えており、2018年以降はグリーンボンドの発行が一気に拡大した。ベストプラクティスが業界内で共有され、取組の底上げに寄与していると考えられる。

図表3 GRESB 総合スコア分布



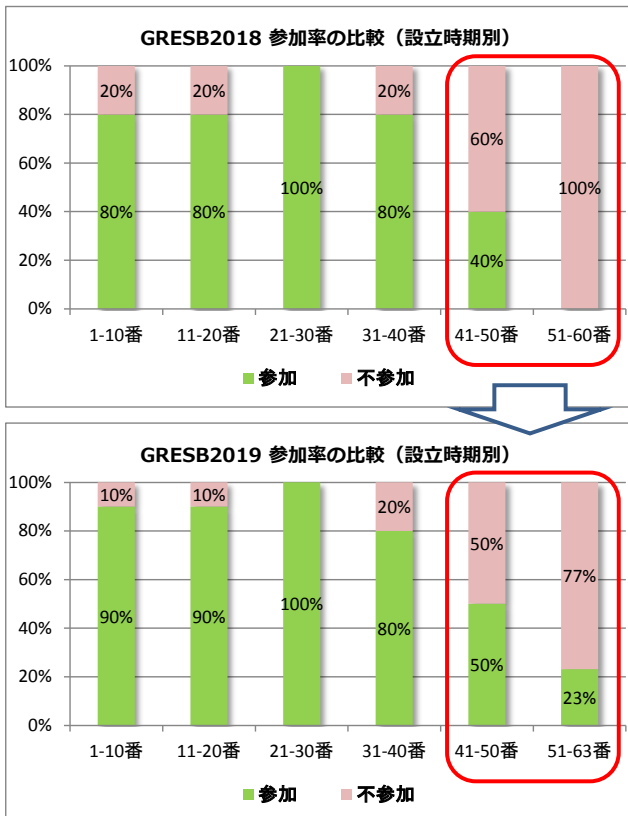
＜J-REIT の GRESB 参加者の裾野が広がる＞

次に、GRESB の参加者属性を確認すべく、J-REIT を対象として GRESB の参加者属性を設立時期別・時価総額別でそれぞれを 6 区分し、参加率を比較した。これをみると、概ね 2013 年までに設立した投資法人 (40 番まで) では平均 90% と高い参加率を示している (図表 4)。一方、2018 年評価結果では参加者数が限定的であった「設立時期が比較的新しい投資法人」(41 番以降) についても、今回、参加者の拡大が確認された。現在、合計 22 兆米ドルの運用資産を持つ 100 機関以上の投資家メンバーが、投資先の選定や投資先との対話に GRESB データを活用している。不動産投資市場では、投資家と運用会社を繋ぐコミュニケーションツールとして GRESB がデファクトスタンダードとなりつつあり、これが、GRESB の参加者拡大に繋がった要因のひとつと考えられる。

時価総額別の参加率をみると、2018 年評価結果では、41 位以降は 1 社が参加するに止まっていたが、2019 年評価結果の 41 位以降では、参加者が 6 社にまで拡大した (図表 5)。時価総額が大きい銘柄は、多様な投資家とのエンゲージメントに対応する必要性が生じ、この中には、ESG の取組状況を考慮し、投資先を選定する国内外の長期コア投資を志向する投資家などが多く含まれている。これが、時価総額上位銘柄を中心に GRESB が活用されている一因と考えられる。ただし、設立時期別と同様に、2019 年評価結果では時価総額に関わらず GRESB 参加が一般的となりつつあり、今後更なる裾野の拡大が見込まれる。

図表 4 J-REIT GRESB 参加率の比較 (設立時期別)

図表 5 J-REIT GRESB 参加率の比較 (時価総額別)



注) 時価総額順位は各年 9 月時点

2018 年評価結果は、2017 年 12 月末時点で設立されている 60 社を対象として集計 (出所) J-REIT 各社公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

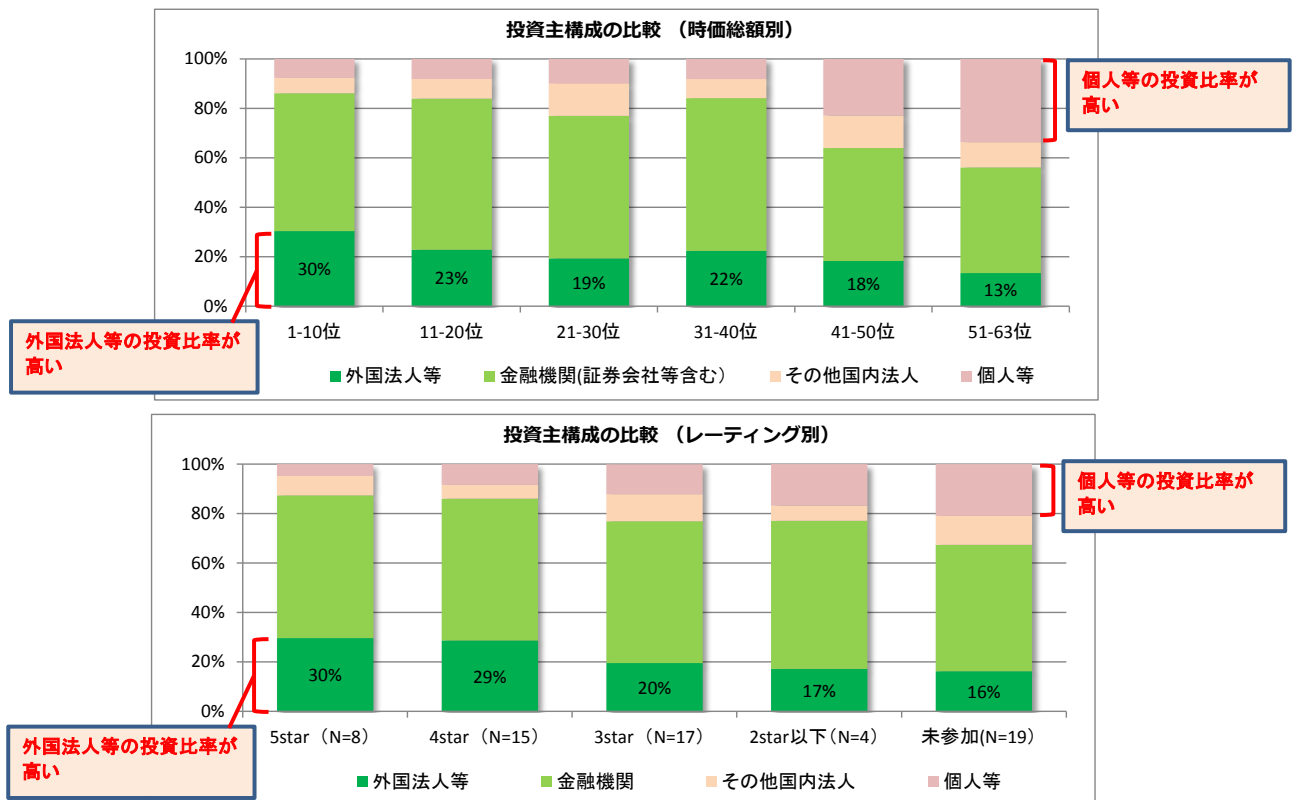
＜投資主構成にみる GRESB への参加動機＞

GRESB への参加インセンティブの大きなファクターとしては、ESG への真摯な取組みについて、ESG を志向する国内外の投資家に対してアピールすることにあると考えられる。特に ESG に敏感な海外投資家が投資主構成の多くを占めている場合、必然的に投資家とのエンゲージメントにおいて ESG への取組姿勢が問われるであろう。では、実際の投資主構成はどのような状況であろうか。そこで、図表 5 で示した時価総額別の順位をもとに、投資主構成にて再集計を行った(図表 6)。

1-10 位までは「外国法人等」の割合が約 30%を占め、金融機関、その他国内法人を含む法人の割合は 9 割を超えている。一方、時価総額が小さくなるほど「外国法人等」の割合が低くなり、51-63 位では「個人等」の割合が 3 割強を占める。主に欧米の投資家は、ESG を中長期的なリスクファクターと捉えており、投資パフォーマンスにも影響を与えるとの認識が浸透している。また、日本においても、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が ESG 指数に連動した日本株の運用を開始したことなどを契機として、ESG 投資についての関心が非常に高まっている。

次に、レーティング別に投資主構成を比較した。これによると、レーティングが上がるに伴って「外国法人等」の割合が大きくなり、5Star は「外国法人等」をはじめとして法人割合が高く、個人等は 5%に止まる。ここでは 2019 年結果を用いたため、レーティングに直ちに反応して国内外の法人投資家が投資対象を絞ったとは考えにくい。2018 年評価結果までの実績に加え、日々の ESG の取組が国内外投資家との信頼関係を生み、彼らの投資比率が高まるとともに、取組の成果が GRESB のレーティングに繋がったと解釈するのが自然であろう。

図表 6 J-REIT 投資主構成の比較(時価総額別・レーティング別)



注)J-REIT 各投資法人の直近決算データをもとに集計(2019年9月末時点)。

2018年評価結果 51-60 位は決算未発表 2 銘柄を除いた 8 社にて構成比を集計。いずれも時価総額による加重平均値
レーティングは GRESB 2019 をもとに集計

出所)J-REIT 各社公表資料・ヒアリングをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

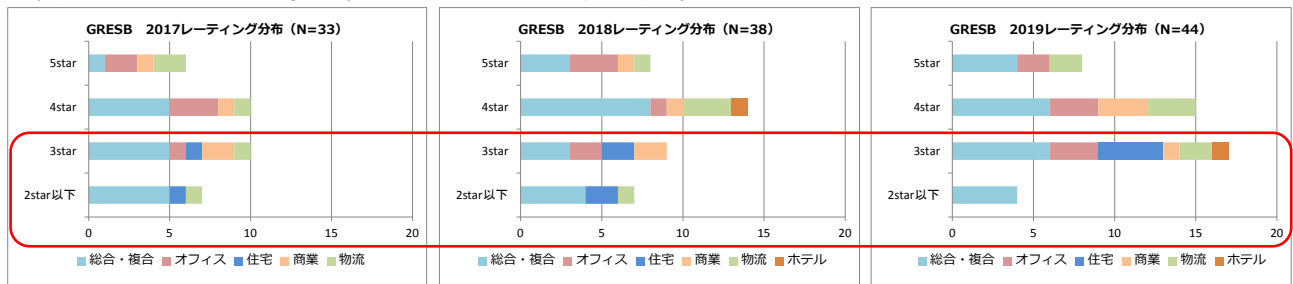
＜住宅セクターの取組は十分に高いレベルにある＞

セクター別のレーティング分布を確認すると、住宅セクターは3Star以下であることがわかる(図表7)。グローバルで見れば、セントラル空調や電源の一括管理等で一棟全体のエネルギーデータ等が収集できる国が相対的に有利に働く一方、日本では主にエンドテナントが個別に水光熱費を支払うため、一棟全体のデータがとりづらいことが要因として考えられる。

参考として、DBJ Green Building 認証をもとにプロパティ別レーティング比較を行った(図表8)。ここでも、住宅は平均値で他より厳しい結果となっている。この理由として、設問が分譲仕様を包含しており、賃貸物件では対応に限界があることが指摘される。また、住宅はオフィス等と異なり、法規制との関連で設計当初のエネルギーデータ等の収集が十分ではないことが要因として挙げられよう。さらに、「地域コミュニティ」との関わりについても小規模物件では取組が難しく、加点事由とするには限界があるようだ。

GRESBでもDBJ Green Building 認証で指摘したいいくつかの要因が評価に影響している可能性がある。このように住宅セクターは、エンドテナントを巻き込んだ取組の難しさ、収集可能なエネルギーデータ等の制約など、様々な事情があるなかで3Starは堂々たるものである。現に、住宅(住居)のアジア・セクターリーダーは3Starである(図表9)。他セクターの5Starと比較して優劣の議論をするのは思慮に欠ける。セクター間での銘柄比較において、レーティングのみで判断することには慎重になる必要がある。

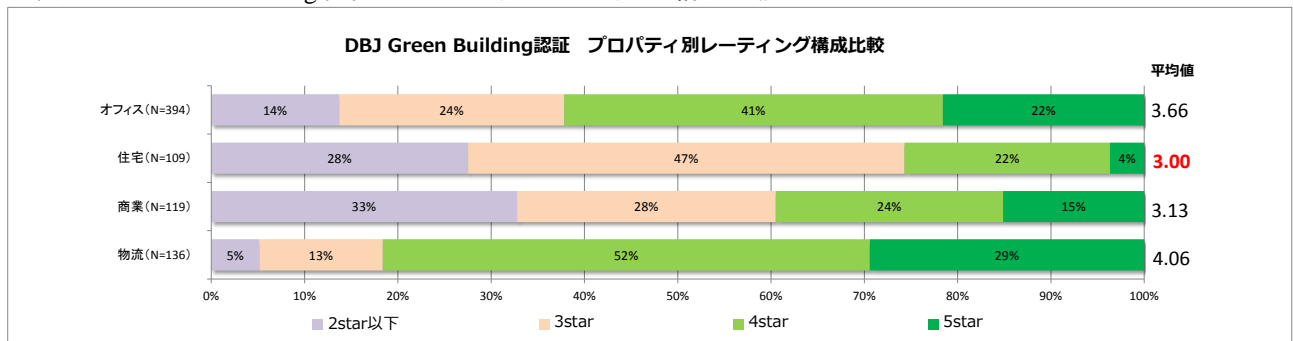
図表7 J-REIT GRESB 参加者 セクター別レーティング分布



注)セクター区分は、当社定義に基づく

出所)J-REIT 各社公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表8 DBJ Green Building 認証 プロパティ別レーティング構成比較



注)2019年3月末時点の全物件対象

出所)DBJ Green Building ホームページをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表9 セクターリーダー選出状況(J-REIT 投資法人のみ掲載)

投資法人	セクター	GRESB2019 レーティング
アクティブア・プロパティーズ投資法人	複合型(オフィス・商業)	★★★★★
日本プロロジスリート投資法人	物流	★★★★★
日本アコモデーションファンド投資法人	住居	★★★
積水ハウス・リート投資法人	複合型(オフィス・住居)	★★★

出所)J-REIT 各社公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

【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。