

投資家の ESG 志向が高まり、不動産私募ファンドの ESG 取組率も過去最高に ～「不動産私募ファンドに関する実態調査」(2022 年 7 月調査)の結果から～

2022 年 12 月 1 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

当社「不動産私募ファンドに関する実態調査」では、2018 年から ESG に関する質問を実施しており、今回が 5 回目となる。今回調査から一般社団法人不動産証券化協会（ARES）との共同調査となり、ESG に関してもより多くの回答を得ることが出来た。

調査結果を見ると、ほぼ全ての運用会社が ESG 志向の投資家を意識しており、不動産私募ファンドによる ESG に関する取組率は全ての項目で過去最高となった。一方、TCFD¹への対応は途上であるものの、確実に進展しつつある状況が把握された。

我が国における ESG 投資は急拡大しており、責任投資原則 (PRI) に則った投資先の選別が行われつつある。今後、ESG を志向する機関投資家のさらなる増加が見込まれ、これら投資家が運用会社の ESG への取組を後押し、ESG への取組が進んだ運用会社のファンドを対象に資金が流入する循環が加速すると考えられる。

ほぼ全ての運用会社が ESG 志向の投資家を意識

当社では、不動産運用会社（以下、「運用会社」という。）を対象とした「不動産私募ファンドに関する実態調査²」のなかで 2018 年から ESG に関する質問を実施しており、今回が 5 回目となる。今回調査から一般社団法人不動産証券化協会（ARES）との共同調査となり、ESG に関してもより多くの回答を得ることが出来た。

まず、ESG を投資判断材料とする投資家の存在、その拡大可能性について「運用会社の ESG 取組状況を考慮し、投資先を選定する投資家は今後増えると思うか」と質問した。その結果、ESG を志向する投資家は国内外ともに「増える」との回答は微減となったものの、依然として 8 割を超えており、「投資先の選定に ESG 取組状況は考慮される」が回答者の共通認識である傾向に変わりはない

（図表 1）。実際に、責任投資原則 (PRI) の署名数は 2021 年 3 月時点では 3,826 機関であったが、2022 年 9 月 25 日時点では 5,159 機関 (+34.8%) にまで増加している。また、別の調査においても機関投資家の意識変化が見られる。ARES が、「年金」および生保・損保・信託銀行・銀行等の「一般機関投資家」を対象に実施した「機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」において「不動産の ESG への興味」を尋ねたところ、2020 年調査における「興味がある」との回答は、年金は 43.1%、一般機関投資家は 58.7% となり、2019 年調査に比べて増加している（図表 2）。このように、機関投資家の ESG 投資に対する志向の高まりを捉えることが出来る。

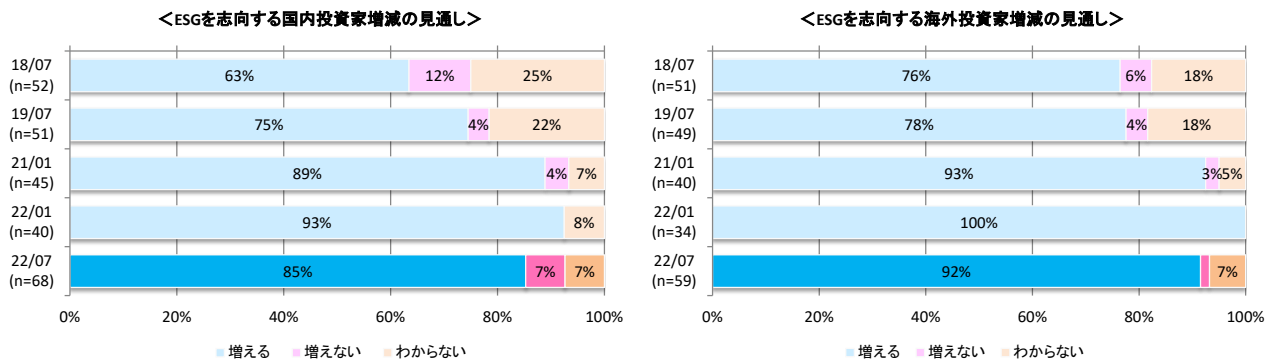
¹ 気候関連財務情報タスクフォース (TCFD: Task Force on Climate-related Financial Disclosures)

² 調査対象: 国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している運用会社

アンケート送付先数 125 社 回答者数: 77 社 (回収率: 61.6%) 調査時期: 2022 年 7 月～8 月

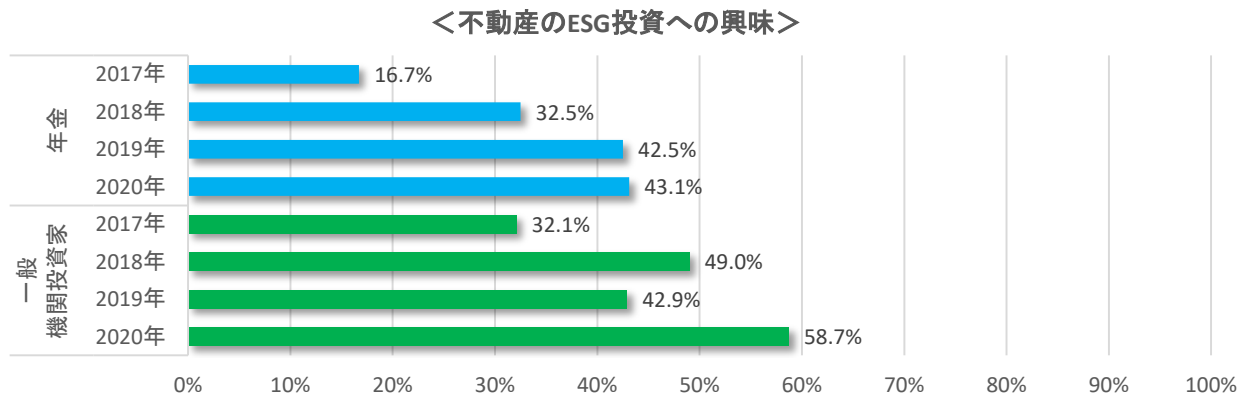
調査方法: E メールによる調査票の送付・回収

図表 1 ESGを志向する国内外投資家増減の見通し



出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

図表 2 不動産の ESG 投資への興味



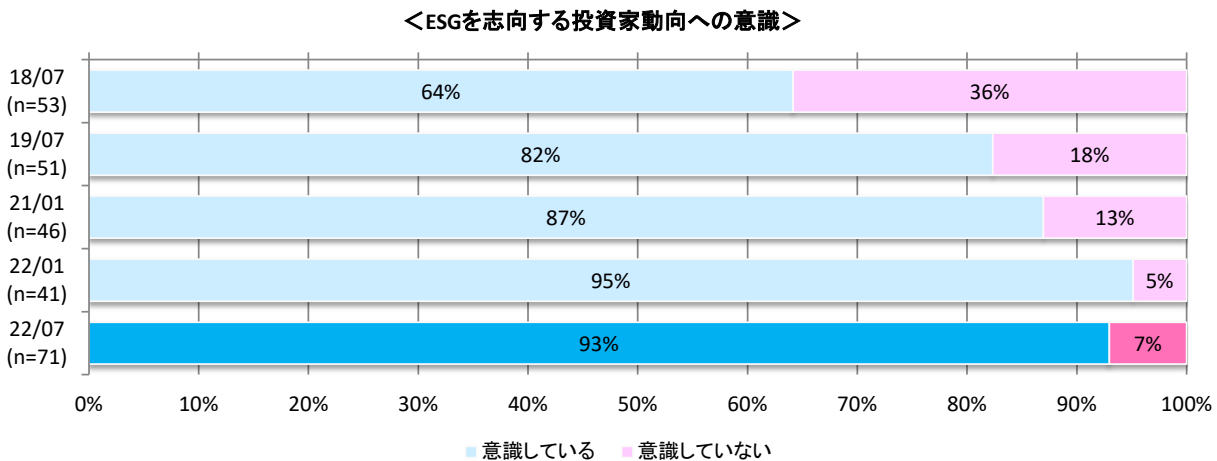
注)2021年の本設問に関する回答結果は会員限定情報として非公表

出所)不動産証券化協会「機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」

次に、ESG に対する運用会社の現状認識の把握を目的として、「運用会社の ESG 取組状況を考慮し、投資先を選定する投資家動向が見られる。貴社ではこのような動向を意識しているか」と質問した。その結果、「意識している」との回答は9割を超える水準となった（図表3）。この ESG を志向する投資家動向への意識の差は、取引がある投資家層や投資家数によって生まれるものと考え、これを代替するものとして運用会社の運用資産規模に着目し、本設問について回答者の運用資産規模を確認した。その結果、「意識している」とした回答者の平均運用資産残高は約 2,300 億円であり、「意識していない」とした回答者の平均運用資産残高約 800 億円と乖離が見られた。一般的に、運用資産規模が大きい資産運用会社は、多くの投資家との対話の機会があると推察される。なかには、ESG を投資先選定項目とする投資家も存在するだろう。特に、海外資金運用を手がけている場合もあり、ESG に敏感と言われる海外投資家ニーズを捉える必要がある。このような状況から、回答者の運用資産規模によって差が生じたと考えられる。

さらに、私募 REIT 運用の有無でクロス集計をしたところ、「私募 REIT 運用あり」の回答 25 社全てが「ESG を意識している」と回答した。私募 REIT は、中長期安定運用の中で ESG リスクを回避する投資ニーズがあり、また、投資家層の裾野を広げる観点から ESG を志向する投資家に対する訴求意識が高いことが背景として挙げられる。

図表3 ESGを志向する投資家動向への意識

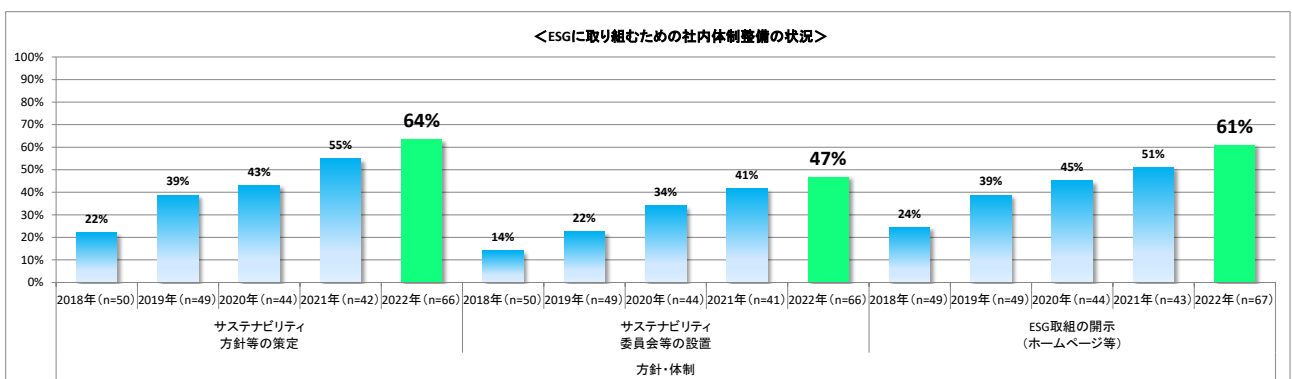


出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

ESGに関する運用体制の整備には、まずサステナビリティ方針の策定が重要

ESGを志向する投資家の広がりに対応し、運用会社が具体的なESGの取組を推進するためには、運用会社の体制整備が必要となる。そこで、これら整備状況を把握すべく「サステナビリティ方針等の策定」、「サステナビリティ委員会等の設置」、「ESG取組の開示（ホームページ等）」について質問した。その結果、これら全ての項目で進展が見られた（図表4）。具体的には、「サステナビリティ方針等の策定」は回答者の64%、「サステナビリティ委員会等の設置」は47%、「ESG取組の開示（ホームページ等）」は61%と、アンケート開始以来一貫して伸長している。また、「サステナビリティ方針等の策定」をしていると回答した42社のうち31社がサステナビリティ委員会等を設置しており、同様に42社のうち37社が「ESG取組の開示（ホームページ等）」をしていた。一方で、「サステナビリティ方針等の策定」をしていない36%（24社）の全てがサステナビリティ委員会等を設置しておらず、ESG取組を開示しているとの回答も24社のうち3社にとどまった。このように、サステナビリティ方針の有無により、その後の委員会設置やESG取組の開示状況に大きな差が認められるため、まずはサステナビリティ方針の策定が重要であることがわかる。また、私募REIT運用の有無によるクロス集計では、「サステナビリティ方針の策定」は76%（19社/25社中）、「サステナビリティ委員会等の設置」は68%（17社/25社中）、「ESG取組の開示（ホームページ等）」は72%（18社/25社中）で行われており、いずれの項目も高い社内体制整備状況であることが確認された。

図表4 ESGに取り組むための社内体制整備の状況



出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

取組率が過去最高に

ここまで ESG に取り組むための社内体制整備の状況について見てきたが、ESG 取組のうち環境 (E)・社会 (S) の具体的な取組の進展状況はどうだろうか。環境 (E)・社会 (S) に関する回答結果についてこれまでの調査との比較を踏まえながら考察する (図表 5)。

まず、全ての取組率が過去最高になったことが特筆される。図表 1・2・3 の通り、回答者の多くは、ESG を志向する国内外投資家が増加すると考えており、運用会社はこの動向を意識している。

環境 (E) では、「物件取得・売却時における環境性能意識」が 76%と、他の項目と比較して相対的に高い水準となった。高い環境性能の建築物は水光熱費のコスト削減に繋がり、NOI 改善への寄与が期待できる。また、政府は 2050 年までに温室効果ガスの排出を全体としてゼロにする、いわゆるカーボンニュートラルを目指すと宣言している。ZEB (Net Zero Energy Building) などのグリーンビルが投資対象のスタンダードになると想定される将来において、非グリーンビルは、いわゆる「座礁資産」として投資対象から除外 (ダイベストメント) される可能性が否定できない。このようなリスクへの認識が浸透しつつあるため、他の項目と比較して相対的に高い水準となったと考えられる。

「環境認証の取得」は 67% (前回調査) から 74%に伸びた。国内での主な環境認証としては、CASBEE、DBJ グリーンビルディング認証、BELS などが挙げられるが、いずれも環境認証取得件数は拡大しており、不動産投資市場における建築物の環境認証として知名度は高い。海外ではレーティングが一定水準以上のグリーンビル以外には投資しないと明言する投資家も存在しており、このような状況などを反映した結果と考える。

「環境指標の削減目標設定」も 43%と伸長したが、ほかの項目と比較すると取組は途上である。現在、気候変動は中長期の大きなリスクと認識されており、TCFD が要請する移行リスク (低炭素社会への移行に伴い、温室効果ガス排出量の大きい金融資産の再評価によりもたらされる損失発生リスク) への対応は、まず運用資産の GHG 排出量の計測と削減目標の設定から始まる。「環境指標の削減目標設定」は、TCFD 対応の第一歩となるものであり、今後投資家からの TCFD 対応の要請が強まることで、さらに取組が増えると考えられる。

「グリーンリースの導入」は、2018 年調査では 12%と取組が僅かであったが、その後一貫して伸長を続け、今回調査では 43%となった。回答者属性を確認すると、大手不動産会社系の運用会社が目立っており、建物賃貸借契約の際のグリーンリース条項の定型化などのノウハウ蓄積が進んでいると見られる。

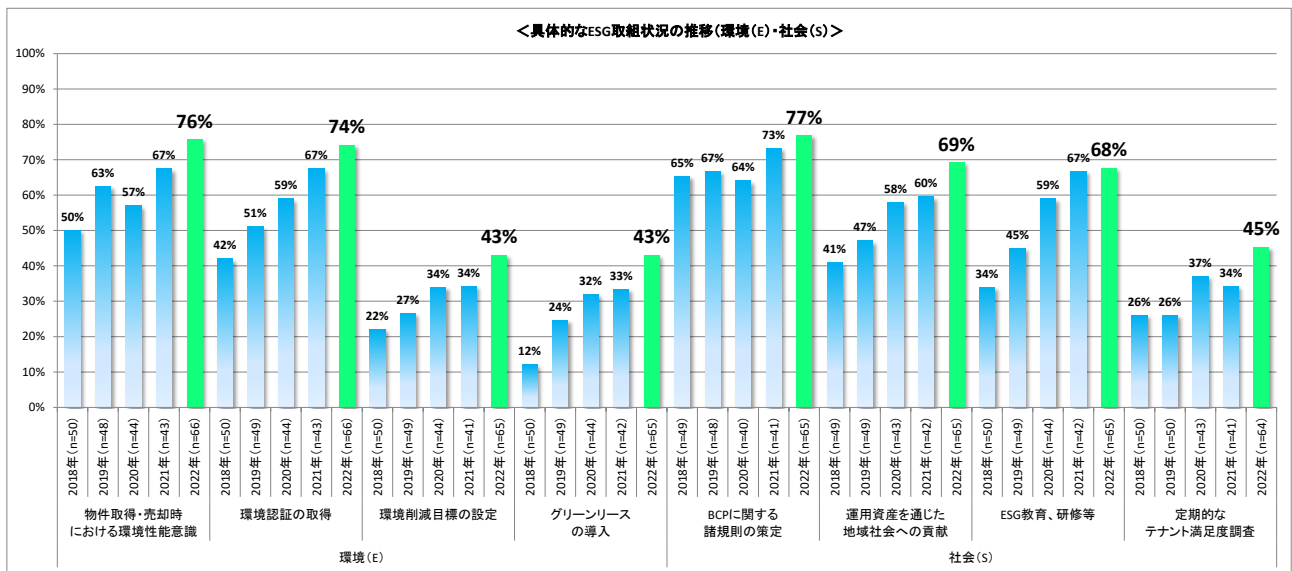
社会 (S) では、「防災・事業継続計画 (BCP) に関する諸規則の制定」が 77%に伸長した。東日本大震災等を契機に「安全・安心」の重要性が再認識されたが、BCP に対する意識は足元で更に高まっている。また、新型コロナウイルス感染症の拡大を契機に、在宅勤務体制へのシフトが押し進められたが、これらの動きも BCP に関する諸規則の制定・改定に影響を与えたと考えられる。

「運用資産を通じた地域社会への貢献」については、回答者の 69%が取り組んでいる。取組内容の詳細までは把握し得ないものの、地域コミュニティ活性化に資するイベントスペースの提供をはじめ、災害物資の保管や「コミュニティサイクル」設置スペース (サイクルポート) の提供等、地元自治体や周辺住民とコミュニケーションを図りながらの様々な取組が行われているものと推察する。

「従業員に向けた ESG 教育、啓発活動等」は回答者の 68%が実施していた。ESG に効率的・効果的に取り組むためには、環境・社会問題をはじめとする様々なサステナビリティをめぐる課題への影響度を検討しつつ、経営課題として選択と集中を行う一連の工程（マテリアリティの特定）が必要である。さらに、マテリアリティを特定して会社全体の活動として取り組むためには、従業員に情報共有のうえ、個々の従業員が自社の強みを理解して行動する必要がある。このように「従業員に向けた ESG 教育、啓発活動等」は、各々が主体的に ESG に取り組み、SDGs を達成するための重要なポイントとなる。

「定期的なテナント満足度調査の実施」は 45%に伸長した。オーナーが定期的にテナントの声を拾い、費用対効果を考えながら次の満足度向上に繋げていくことは、結果的にテナントとの信頼関係の構築にもつながる取組となる。今後のさらなる進展に期待したい。

図表 5 具体的な ESG の取組状況

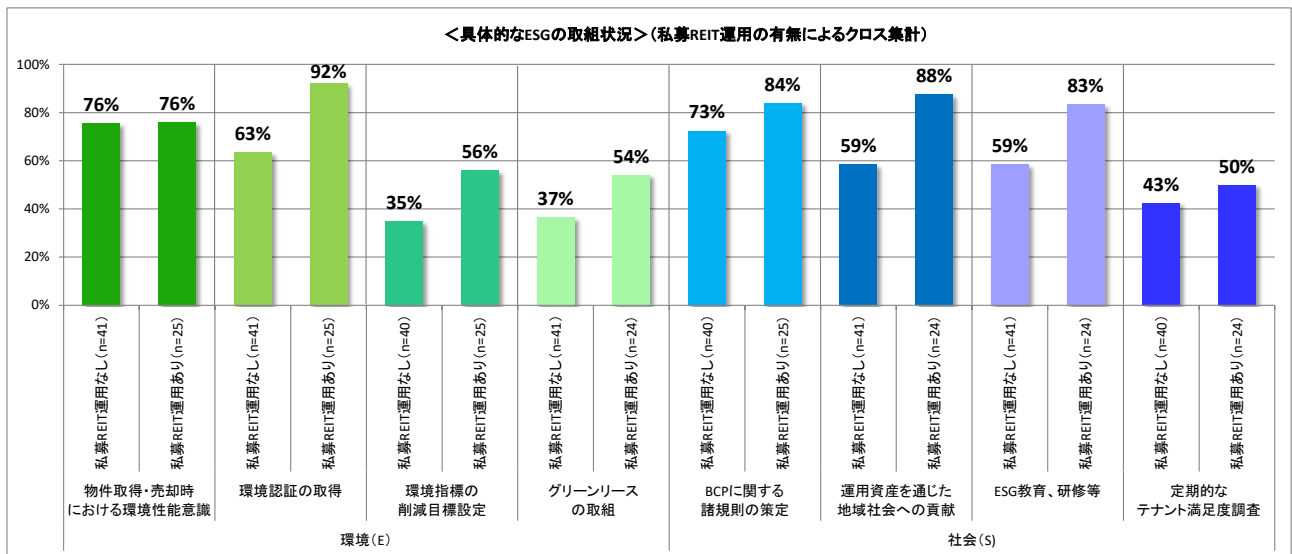


出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

次に、図表 5 で示した環境 (E) および社会 (S) の調査結果について、回答者を私募 REIT 運用の有無で分けてクロス集計を行った (図表 6)。その結果、全ての項目において「私募 REIT 運用あり」とした回答者の取組率が上回るなど、ESG の取組意識の高さを裏付ける結果となった。特に、「環境認証の取得」(92%)、「BCP 対応」(84%)、「地域社会への貢献」(88%)、「ESG 教育」(83%) においてその差異が目立つ。このような差が生じた理由としては、中長期安定運用が求められる私募 REIT には ESG リスクを回避する投資ニーズがあるため、ESG に取り組むインセンティブが高いことが本調査結果の背景にあると考えられる。

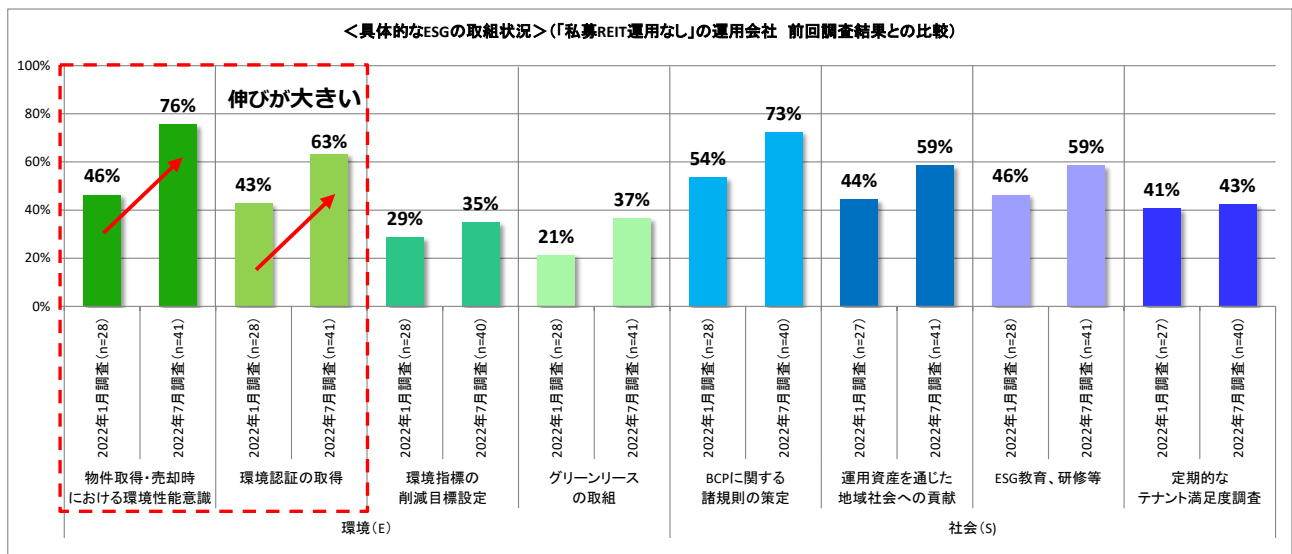
一方、「私募 REIT 運用なし」の回答者についても取組の進展が確認された。図表 7 は、「私募 REIT 運用なし」の回答者を抽出し、前回調査との比較を示している。これを見ると「物件取得・売却時における環境性能を意識している」が 76%と、前回調査から 30 ポイント伸びたほか、「環境認証の取得」も 63%と 20 ポイントの伸びを見せていた。そのほか全ての項目において取組率の上昇が確認されており、ESG の具体的な取組を行う運用会社の裾野の広がりを捉えることが出来る。

図表 6 具体的な ESG の取組状況(私募 REIT 運用の有無によるクロス集計)



出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

図表 7 具体的な ESG の取組状況(「私募 REIT 運用なし」の運用会社 前回調査結果との比較)



出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

TCFD: 具体的な対応は途上であるが、確実に進展しつつある

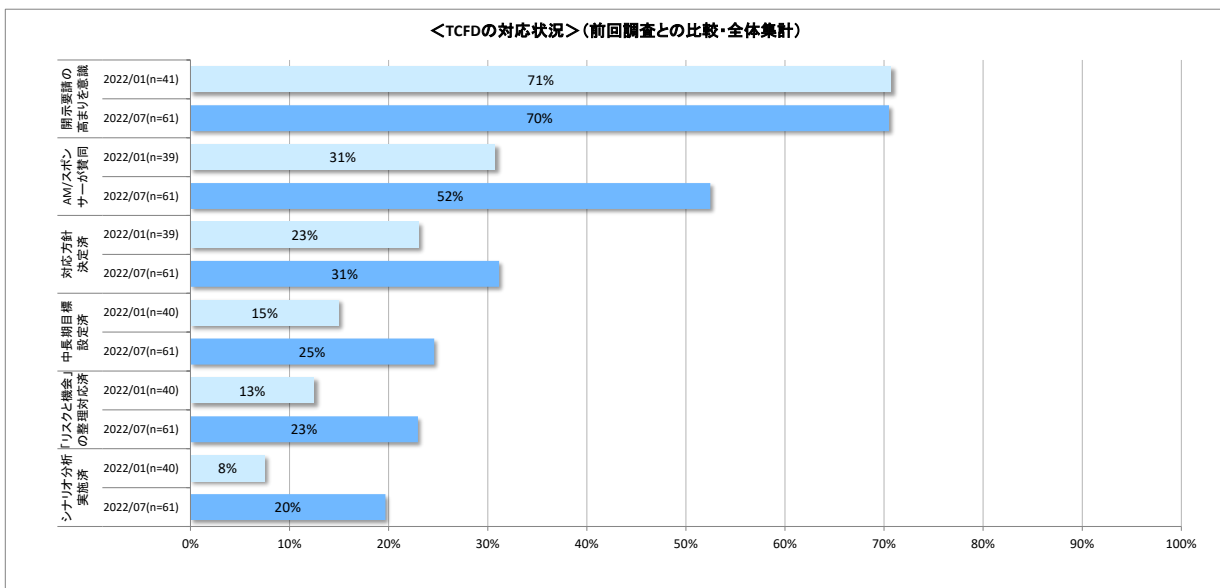
次に、TCFD への対応に関する調査結果を確認したい。気候変動はグローバルリスクのうちトップリスクとして認識されており、国内外の投資家は投資先に TCFD に準拠した開示を求めるようになってきている。このような動きから、TCFD 提言では「リスク・機会」に関する情報開示のフレームワークを示し「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」の4つの項目(中核要素)に関する推奨開示事項を整理している。本調査では、TCFD に対する「投資家からの開示要請の高まり」に関する意識、社内体制や戦略、目標設定等に関する現在の対応状況について質問をした。本設問は前回調査より開始し、今回で2回目となる。

まず、気候変動に関する「投資家からの開示要請の高まり」を「意識している」との回答は、前回調査同様に70%に達した(図表8)。また、「資産運用会社もしくはスポンサーがTCFDに賛同し

ている」では、52%が賛同している状況が把握された。2015年のパリ協定以降、気候変動への関心が高まり、企業による気候変動対応姿勢が積極化している。TCFDへの賛同企業も増加の一途を辿っており³、日本は国別賛同機関数では世界第1位である。

では、TCFD提言が求める項目への具体的な対応状況はどうであろうか。今回の調査では、全ての項目において対応状況の進展が確認された。具体的には、「TCFDの対応方針が社内で決定されている」との回答は全体の31%に伸長し、「GHG排出量削減率等に関して中長期目標を設定している」は25%、TCFDに関する『リスクと機会』の整理を行っている」は23%、「2°Cシナリオ等のシナリオ分析まで実施している」との回答は20%となった。まだ多くの運用会社が未着手であるものの、確実にTCFDへの対応が進んでいることが把握された。

図表8 TCFDの対応状況(前回調査との比較・全体集計)

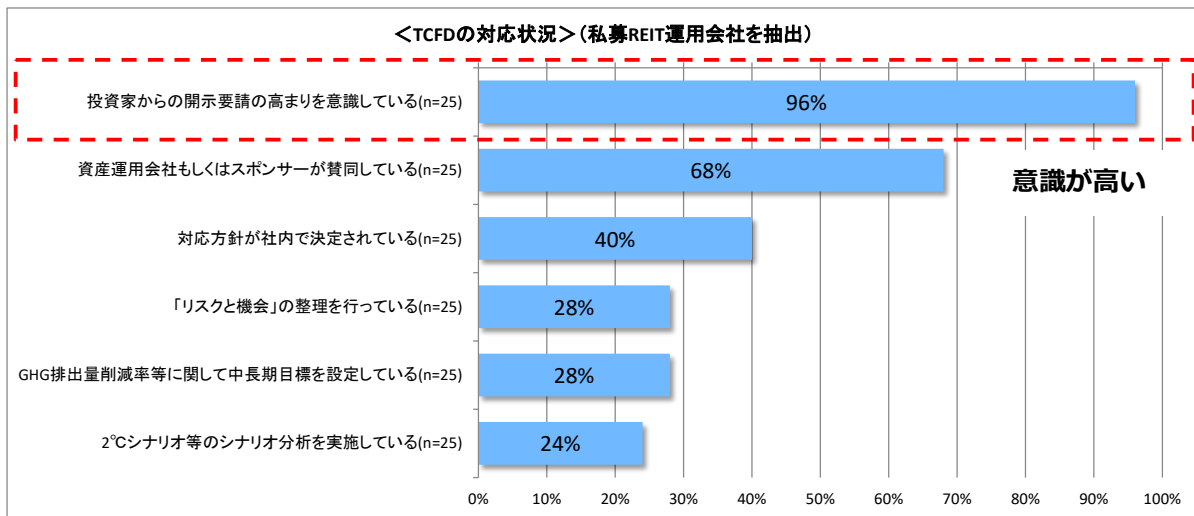


出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

では、私募REITの運用会社のTCFD対応状況はどうであろうか。私募REITの運用会社を抽出してクロス集計したところ、「投資家からの開示要請の高まり」を回答者の96%が「意識している」と回答した。私募REITは資産の保有期間が長期にわたるため、移行リスク・物理リスク双方の影響を大きく受ける。そのため、全体結果よりも「意識している」との回答割合が多くなったと考えられる。また、私募REITの運用会社では68%が運用会社自身もしくはスポンサーにおいてTCFDに賛同していた(図表9)。私募REIT運用会社のスポンサーは大手不動産会社、商社等であり、ほとんどが上場企業である。2021年6月に改訂された東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」において、「特にプライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。」と定めている。加えて、金融庁では上場企業などを対象に、気候変動に伴う業績などへの影響に関する開示義務の検討を始めている。このような動きがスポンサー企業等のTCFD賛同に拍車をかけていると考えられる。

³ 2022年9月22日現在、TCFDに対して、世界全体では金融機関をはじめとする3,819の企業・機関が賛同を示し、日本では1,062の企業・機関が賛同している。

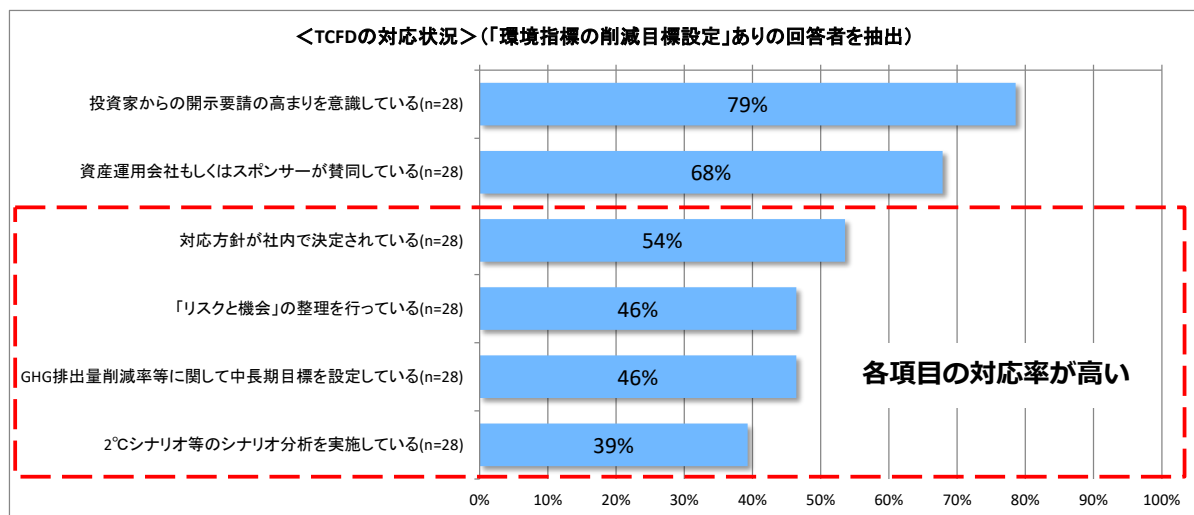
図表9 TCFDの対応状況(私募REIT運用会社を抽出)



出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

ところで、ESGの具体的な取組に関する回答結果の考察において「TCFDが要請する移行リスク（低炭素社会への移行に伴い、温室効果ガス排出量の大きい金融資産の再評価によりもたらされる損失発生リスク）への対応は、まず運用資産のGHG排出量の計測と削減目標の設定から始まる」と既述した。では実際に「環境指標の削減目標設定」を実施している回答者のTCFD対応状況はどうだろうか。これをクロス集計してみると、「TCFDの対応方針が社内で決定されている」との回答は過半数となり、「2°Cシナリオ等のシナリオ分析まで実施している」との回答も4割弱となるなど、各項目の対応率の高さが目立った（図表10）。やはり、環境（E）の取組として環境削減目標を設定して適切に運営することが、その後のスムーズなTCFDの対応につながるものと考える。

図表10 TCFDの対応状況(「環境指標の削減目標設定」ありの回答者を抽出)



出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

ESG志向の投資家が運用会社の取組を後押しする

これまで見てきたとおり、投資先選定にESG取組状況は考慮されるとの見方が大勢であり、運用会社は着実にESGの取組を推し進めている状況が確認された。日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投資残高アンケート2021」によると、サステナブル投資合計額は前年比+65.8%の

514兆円に拡大、さらに不動産領域のサステナブル投資残高をみると、約8兆円（2020年）から約12兆円（2021年）へ約47%の伸びを示している。このように、我が国におけるESG投資は急拡大しており、責任投資原則（PRI）に則った投資先選別が行われつつあると考えられる。

この具体的な例として、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の私募REIT投資先を確認する。GPIFは2017年10月に投資原則を改め、株式にとどまらず、債券など全ての資産でESG要素を考慮した投資を進めていくと明言した。GPIFが発行した「ESG活動報告2021」によると、GPIFが投資している不動産ファンドの2021年度GRESB年次評価への参加率は72%（各年12月末時点の時価総額加重平均）となり、前年度から13%、5ファンド増加したとのことである。「日本の不動産私募ファンド市場においても私募リートを中心に年々GRESBへの参加ファンド数は増加しており、2021年度のGPIFの不動産ポートフォリオ全体の参加率上昇に寄与している。」と「ESG活動報告2021」には記載されている。

この点を念頭にGPIFの投資先である私募REIT9銘柄（2022年3月末時点）をみると、例えば、不動産会社・運用会社・ファンドのESG配慮を測るベンチマーク評価であるGRESBへの参加者は9銘柄中7銘柄にのぼり、そのうちGRESBの総合スコアにおいて、アジアで最高得点を上げた参加者に与えられる「Asia Sector Leader」の称号を得た銘柄は3銘柄にのぼる（図表11）。私募REIT運用会社のGRESB（2021）参加者は34社中12社（2021年3月時点）に留まることから、ESGへの取組姿勢や、その開示状況は私募REITの重要な選定項目と考えられる。同様に、TCFDの賛同状況をもみても、9銘柄中7銘柄は運用会社自らが賛同、残り2社もグループが賛同しており、各社ともにTCFDへの対応を推し進めている。2022年9月末時点における私募REIT運用会社のTCFD賛同者数は38社中14社に留まる状況において、GPIF投資銘柄におけるTCFD賛同率の高さが際立つ。

先に見たARES「機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」（図表2）では、機関投資家の「不動産のESGへの興味がある」との回答は、年金が43.1%、一般機関投資家は58.7%と、まだまだ拡大余地がある。今後、ESGを志向する機関投資家のさらなる増加が見込まれ、これら投資家が運用会社のESGへの取組を後押しし、ESGへの取組が進んだ運用会社のファンドを対象に資金が流入する循環が加速すると考えられる。

図表11 GPIFの私募REIT投資先銘柄(2022年3月末日時点)

投資先銘柄（私募REIT）	時価総額（億円）	GRESB	TCFD
日本オープンエンド不動産投資法人	114	○	○
野村不動産プライベート投資法人	105	○ GRESB (2020)「Asia Sector Leader」(非上場・総合型)	○
フローディア・プライベート投資法人	100	○	○
DREAMプライベートリート投資法人	88	○ GRESB (2021)「Asia Sector Leader」(非上場・総合型)	○
三井不動産プライベートリート投資法人	87	○	○
DBJプライベートリート投資法人	52	○ GRESB (2021)「Asia Sector Leader」(複合型：オフィス/住居)	※
SGAM投資法人	37	×	※
日本土地建物プライベートリート投資法人	24	○	○
大和証券レジデンシャル・プライベート投資法人	9	×	○

※：グループとしてTCFDに賛同

注) 投資時価総額順。TCFDへの賛同は2022年9月末時点の情報に基づく
出所) GPIF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 : 080-7207-5130

<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

〒105-8574 東京都港区芝 3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル 11F

<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、今後の見直し、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。