

## 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 2021

2021 年 11 月 8 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

2021 年公表の「GRESB リアルエステイト」(以下「GRESB<sup>1)</sup>」)では、2020 年に実施された GHG 排出量等の実績値に関する配点重視等の評価体系変更を追い風に、J-REIT は引き続き高いレーティングを獲得し、依然トップランナーに位置している。すでに多くの投資法人が環境パフォーマンス実績値(GHG 排出量、エネルギー消費量、水消費量、廃棄物量)を把握し、時系列で公表をしているが、5Star を取得した投資法人の全てが GHG 排出量、エネルギー消費量を公表しており、レーティングと公表率には強い相関が示されている。つまり、高いレーティングを獲得するためには、環境パフォーマンス実績値の把握と、GRESB への開示が必要条件であると言える。

今後 GRESB の評価のポイントは、目標値に対する進捗率や原単位での絶対水準比較に移っていくと考えられる。さらに、気候変動による「リスクと機会」に関連する事業インパクト評価、シナリオ分析に基づく財務インパクト推計値の開示と、その推計値の第三者保証が重要となろう。GRESB で高い評価を得るためには、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)対応は避けて通れず、逆に GRESB に参加して高評価を目指すことは、必然的に気候変動問題を考え、行動する契機となる。気候変動対策はもちろんのこと、他の環境(E)・社会(S)・ガバナンス(G)の課題に関しても、GRESB に参加し、評価項目に沿った ESG に取り組むことが効率的かつレピュテーションの向上等、様々な場面で有効であろう。

### <2020 年の評価変更を経て、J-REIT は 2021 年も高評価を維持>

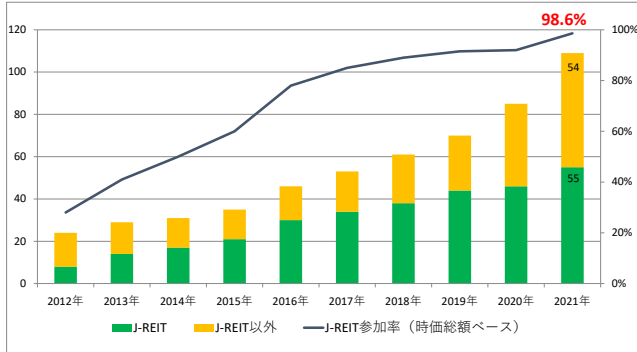
2021 年 10 月にリリースされた「GRESB 2021 年評価結果」(CSR デザイン環境投資顧問株)によると、日本における GRESB への参加者数は 109(2020 年:85<sup>2)</sup>)となり、参加者数では米国および英国に次ぐ第 3 位となった(図表 1)。このうち J-REIT の参加者数は 55 銘柄(2020 年:46 銘柄)で、全 62 銘柄(2021 年 10 月現在)に対する参加率は 88.7%まで高まっている。更にセクター別で見れば、オフィス特化型、商業特化型、物流・インフラ施設特化型の参加率は 100%となっており、全ての投資法人が参加する日もそう遠くはないと考えられる(図表 2)。時価総額ベースで見れば、参加率は既に 98.6%(2020 年:92.0%)に至っている。また、J-REIT に留まらず、私募 REIT も 12 社が参加するなど、今や GRESB は ESG への配慮を測る共通指標となっている。

総合スコアの相対順位で決められるレーティングの獲得状況をみると、5 Star が 31%(2020 年:33%)、4 Star が 31%(2020 年:28%)、レーティングの平均値は 3.76(2020 年:3.76)となった(図表 3)。評価内容の変更(詳細後述)後となる 2020 年には平均値が 3.59 から 3.76 に大幅改善しており、評価構造・配点・採点方法等の変更が J-REIT 各社のこれまでの取組とうまく合致したことが読み取れる。ここ数年は格上げが格下げを上回る状況が続いており、特に 2020 年は格上げが 18 銘柄と急増、2021 年は据置が多くなったが、格下げが 3 銘柄にとどまるなど(図表 4)、引き続き高い水準で ESG の取組が行われている状況が窺える。

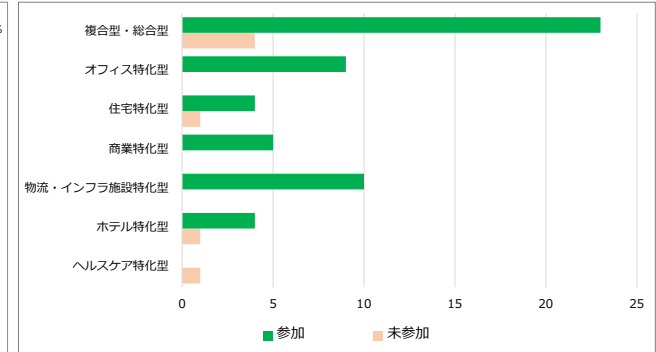
<sup>1</sup> 不動産会社・ファンドの環境・社会・ガバナンス(ESG)配慮を測る年次のベンチマーク評価およびそれを運営する組織の名称であり、責任投資原則(PRI)を主導した欧州の主要年金基金グループを中心に 2009 年に創設された。GRESB リアルエステイトは、GRESB ファミリーを構成する評価のひとつであるが、ここでは、GRESB リアルエステイトのみに言及しているため、略称として GRESB とした。

<sup>2</sup> GRESB2020 年発表当時(以下、同じ)

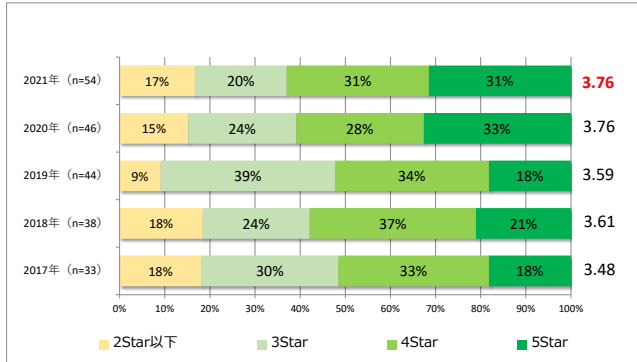
図表 1 GRESB 参加者数の推移



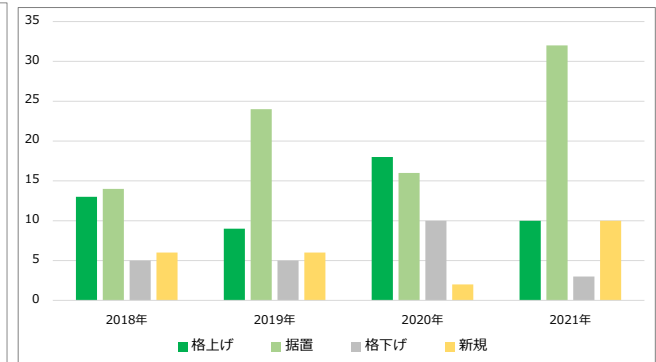
図表 2 セクター別参加状況 (J-REIT)



図表 3 GRESB レーティング構成割合の比較 (J-REIT)



図表 4 参加者レーティング 前年からの変化 (J-REIT)



注) 参加率は J-REIT・時価総額ベース (2021 年 9 月 1 日時点)、各年の参加者数は発表当時のもの。セクター区分は、当社定義に基づく。

各年ともに評価結果非公表を除いて算出

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

### <GRESB への認知度が高まり、参加者は年々増加>

J-REIT の新規参加者は、2020 年が 2 社と足踏み状態だったが、2021 年には過去 10 年で最高の 10 社まで一気に増えた。これは、突如発生したパンデミックによって GRESB 参加への十分な準備が出来ずに一部見送りになった反動があったのかもしれない。図表 5 は上場してから何年目で GRESB に参加したかを表にまとめたものである。例えば、この表で「5」とあるのは上場してから 5 年目にその年の GRESB への新規参加を意味する。これを見ると、2021 年は上場から参加までの期間が比較的短いケースがみられる。これは、先駆者をケーススタディとして、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んできたことに加え、GRESB が ESG 取組に対する客観的な指標としてオーソライズされ、GRESB の参加がレピュテーションの向上に繋がるとの共通認識が広がった結果と推察される。

図表 5 上場年から GRESB 参加に至る期間 (年)

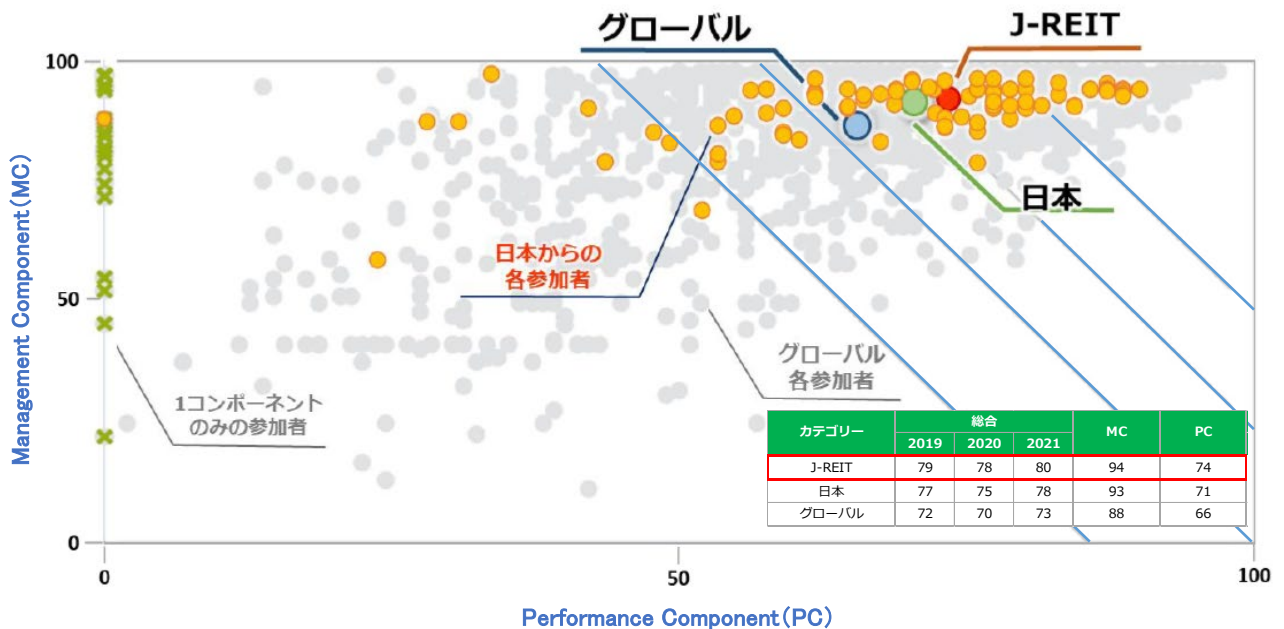
新規参加年	上場年から参加までに至る期間 (年)										新規参加者数
	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0	
2011年											5
2012年											3
2013年											6
2014年											3
2015年											4
2016年											7
2017年											4
2018年											5
2019年											6
2020年											2
2021年	17	6	6	5	5	5	3	2	2	2	10

出所) J-REIT 各社公表資料等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

## ＜J-REIT は ESG のトップランナー＞

GRESB は 2020 年に評価構造・配点・採点方法等、アセスメントの改革を行った。具体的には、ESG 体制・方針の設問群は「Management & Policy (MP)」から「Management Component (MC)」に、ESG の具体的な取組や実績に関する設問群は「Implementation & Measurement (IM)」が「Performance Component (PC)」に変更された(図表 6)。既存物件への投資を行う J-REIT では、この MC と PC を評価軸として総合スコアが計算され、レーティングが付与される。足元の MC・PC の分布と総合スコアの推移を、グローバル、日本、その中の J-REIT についてみると、2020 年は定量的な実績に配点の重きが置かれたことが影響し、全般的にスコアの低下がみられたが、2021 年はこれにうまく対応した結果、再び総合スコアの上昇がみられた。とりわけ J-REIT は総合・MC・PC 全てにおいてグローバル、日本を上回っており、ESG 取組に関しては依然トップランナーに位置していることがわかる。

図表 6 GRESB 総合スコア分布



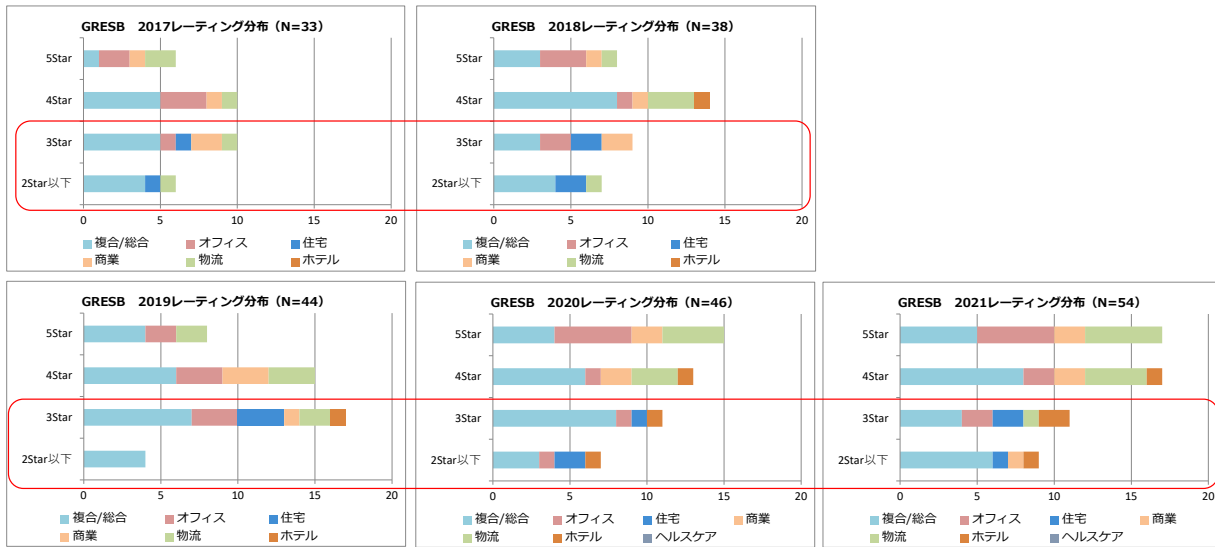
注)2021 年評価結果は速報値

出所)GRESB Real Estate Public Result 2021、CSR デザイン環境投資顧問(株)作成資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

## ＜住宅セクターは 3Star が最高位＞

J-REIT は、全体平均では高いスコアとなっているが、セクター別ではばらつきがみられる。セクター別のレーティング分布を確認すると、住宅セクターは全て 3Star 以下であり、この傾向は少なくとも 2017 年以降続いている(図表 7)。グローバルでみれば、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、日本の住宅(マンション)では、主に個人を中心としたエンドテナントが個別に水光熱費を支払う。そのため、住宅はオフィス等と異なり、エネルギーデータ等の収集について十分な協力が得られない。この一棟全体のデータ取得の難しさが、オフィス等と比較してレーティングが頭打ちとなる要因のひとつとして考えられる。また、B to B であるオフィス等と比較して、住宅はテナントエンゲージメントに制約が出てしまうことなども要因として挙げられよう。事実、住宅(住居)のアジア・セクターリーダーはここ 5 年全て 3Star であり、3Star は現時点での最高位といえる(図表 8)。評価上 5Star までであることから数値上の見劣りは否めないが、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。評価結果非公表を除く。  
 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 過去 5 年の住宅セクターリーダー選出状況 (J-REIT のみ掲載)

評価年	投資法人	レーティング
2017年	積水ハウス・レジデンシャル投資法人	3Star
2018年	アドバンス・レジデンス投資法人	3Star
2019年	日本アコモデーションファンド投資法人	3Star
2020年	アドバンス・レジデンス投資法人	3Star
2021年	アドバンス・レジデンス投資法人	3Star

注) 投資法人の名称は評価結果発表当時のもの。いずれもアジア・セクターリーダー。  
 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

<環境パフォーマンス実績値の開示が重要な評価ポイントに>

2020 年の評価体系は、コンポーネント制導入にあわせた設問の改訂や採点基準の変化などから、GHG 排出量等の実績がより強く評価に反映されるようになり、これまで GHG 排出量やエネルギー消費量のモニタリングを続けてきた投資法人には有利な配点変更となった(図表 9)。現在、GHG 排出量(CO2 排出量のみを含む)およびエネルギー消費量をホームページ等で公表している投資法人は約 7 割にのぼるが、その多くが総量と原単位を分け、時系列で表示している。ただし、投資法人によって CO2 排出量の開示には、Scope1・2<sup>3</sup>のみである場合と、Scope1・2・3 まで開示しているケースがある。TCFD 提言が示す「指標と目標」では、GHG プロトコル<sup>4</sup>等の国際ルールと整合性のある方法で Scope1・2・3<sup>5</sup>までの GHG 排出量を算出し、時系列で開示することが推奨されており、今後は Scope3 までの開示が増えてくるであろう。また、現在、各投資法人が公表するエネルギー消費量の単位は MWh(メガワット時)と GJ(ギガジュール)が混在している。単位変換により各投資法人のパフォーマンス比較が可能であるものの、公表単位が統一されれば、比較可能性が高まることは間違いない。水消費量については、公表するほぼすべての投資法人が総量と原単位、廃棄物量については総量とリサイクル率、もしくは原単位などを組み合わせて公表している。

<sup>3</sup> Scope1: 事業者自らによる温室効果ガスの直接排出(燃料の燃焼、工業プロセス)  
 Scope2: 他社から供給された電気、熱・蒸気の使用に伴う間接排出  
 Scope3: Scope1・Scope2 以外の間接排出(事業者の活動に関連する他社の排出)  
<sup>4</sup> GHG 排出量の算定と報告の基準を開発し、利用の促進を目的としたイニシアチブ  
<sup>5</sup> これまで出資比率基準での報告が一般的であったが、報告基準の明確化により、経営支配力基準での報告(テナント専有部からの排出を Scope3 とする)が一般的になりつつある



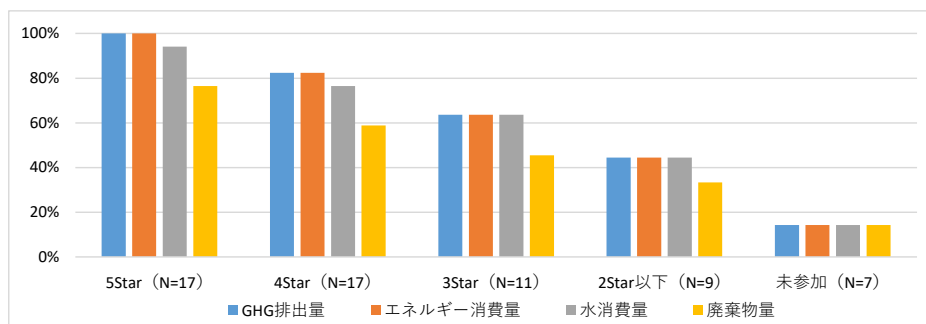
では、実際に GHG 排出量、エネルギー消費量、水消費量、廃棄物量の環境パフォーマンス実績値の開示がどの程度レーティングに影響しているのだろうか。これらについて実績値開示の実態をレーティング別に集計すると、5Star を取得した投資法人の全てが GHG 排出量、エネルギー消費量を公表している。以下、水消費量および廃棄物量の公表も含めてレーティングと公表率には強い相関が示されており、高いレーティングを獲得するには、環境パフォーマンス実績値の把握と、GRESB への開示が必要条件になっている状況が窺える(図表 10)。ホームページ等ではデータ未公表の投資法人でも 4Star など高いレーティングが付与されているケースがあるため、GRESB には実績値を開示していると考えられる。しかしながら、環境パフォーマンス実績値は、ステークホルダーとの対話においても重要なコンテンツであることから、可能な限りホームページ等での公表が望ましいと考える。また、水消費量、廃棄物量の公表は GHG 排出量等の公表と比較して若干少ないものの、これらは省資源を測るうえでの重要指標であることから、やはり公表する姿勢がステークホルダーに評価されると考えられる。環境パフォーマンス実績値について、ホームページ掲載の文言等を丁寧に見ていくと、第三者保証が増えていることに気付く。既に、GRESB では配点増加項目のひとつとしてあげられているが、今後、数値の客観性を担保するためにも監査法人等による第三者保証は重要な評価ポイントとなるであろう。

図表 9 前年比 配点増加項目 上位 5 設問(新規採点除く)

配点増加項目 (上位5設問)	2020-2019 ウェイト差 (pt)
GHG排出量の報告と削減実績	4.5
水消費量の報告と削減実績・水再利用	4.1
エネルギー消費量の報告と削減実績・再エネ	3.2
エネルギー・GHG・水・廃棄物データの第三者レビュー	3.1
廃棄物量の報告とリサイクル率	1.7

出所) CSR デザイン環境不動産投資顧問㈱「2020 年 GRESB 評価結果～11 年目の変革と今後の展望～」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 10 環境パフォーマンス実績値の公表状況(レーティング別)



注) 評価結果非公表を除く。

出所) J-REIT 各社公表資料等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

### <GRESB 評価では TCFD 対応が重要なポイントとなる>

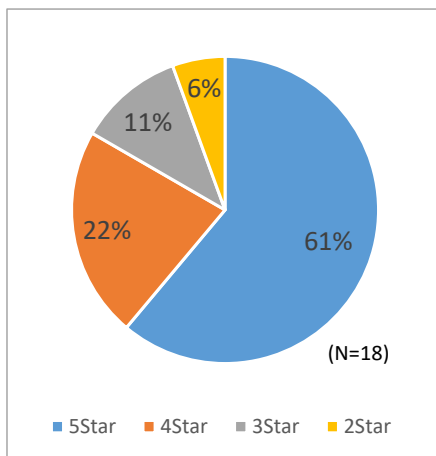
2020 年の評価体系の変更により、GHG 排出量等の実績がより強く評価に反映されるようになったが、今後 GRESB の評価のポイントは、気候変動による「リスクと機会」に関する事業インパクト評価、シナリオ分析に基づく財務インパクト推計値の開示と、その推計値に対する第三者保証の重要性が増していくと考えられる。リリース<sup>6</sup>によると、2021 年は TCFD 提言での推奨枠組に準拠した設問構成となり、組織の事業戦略に気候関連リスクに関連するレジリエンスを組み込んでいるか、また組織がどのようにして「リスクと機会」を特定し、評価・管理して

<sup>6</sup> CSR デザイン環境投資顧問㈱「GRESB 2021 年評価結果－日本市場からの参加状況－」

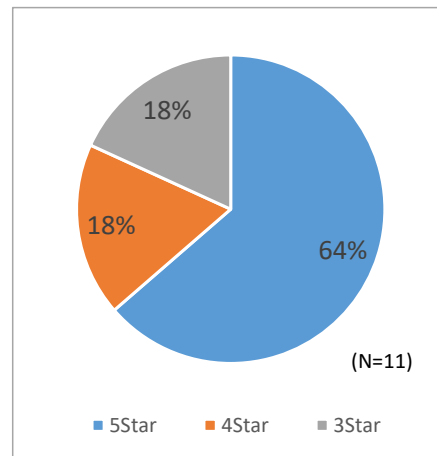
いるかが問われたという。今回は新規設間のため全て採点対象外とのことであるが、これら設間は 2022 年以降のレーティングを左右する可能性が高い。では、現時点で J-REIT における TCFD への対応状況はどの程度進んでいるのだろうか。2021 年 10 月時点で TCFD に賛同している投資法人数(資産運用会社のみを賛同を含む)は 18 であった。レーティング構成比をみると、5Star が 61%を占め、4Star までで合計 83%を占める(図表 11)。なお、3Star・2Star は主に住宅セクターである。先に見たとおり、住宅セクターの 3Star は最高位である。すなわち、ESG への取組が進んでいる投資法人から TCFD に着手しつつある状況が窺える。同様に、TCFD 提言に沿った気候変動による「リスクと機会」に関する事業インパクト評価をホームページに掲載している 11 投資法人をみても、5Star が 64%、4Star までで合計 82%を占める(図表 12)。

TCFD への対応にとって実績値の把握はスタートラインとなる。このスタートラインを認識したうえで、次に削減すべき対象の目標値が設定される。GHG 排出量に関していえば、我が国では 2030 年までに GHG 排出量を 2013 年比 46%削減、2050 年にはカーボンニュートラル、脱炭素社会の実現を目指すとしている。また、経済産業省・環境省・国土交通省が「脱炭素社会に向けた住宅・建築物における省エネ対策等のあり方・進め方」<sup>7</sup>をとりまとめ、2030 年・2050 年を目標年としたロードマップを 2021 年 8 月に示している。そのため、例えば GHG 排出量を年間 1%削減という数値目標よりも、国の動きと平仄を合わせて 2030 年・2050 年に目標年と目標値を定めたほうが各時点の削減水準を把握しやすいだろう。

図表 11 TCFD 賛同投資法人のレーティング



図表 12 事業インパクト評価を公表する投資法人のレーティング



出所)J-REIT 各社公表資料等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

### <GRESB を活用して ESG への取組、TCFD 対応を推進する>

以上見てきたとおり、すでに多くの投資法人が環境パフォーマンス実績値を時系列で開示している。次は実績値の開示のみならず、目標値に対する進捗率や原単位での絶対水準比較が評価のポイントになろう。さらには、TCFD が要請する 2°Cシナリオ等の分析において、改修工事費用、再生可能エネルギー導入等による光熱費コストアップ、炭素税や排出権取引に係る費用等、様々な要因による財務インパクトの推計等も移行リスクに関する重要な評価項目となるはずである。今後、GRESB で高い評価を得るためには、TCFD 対応は避けて通れず、逆に GRESB に参加して高評価を目指すことは、必然的に気候変動問題を考え、行動する契機となる。気候変動対策はもちろんのこと、他の環境(E)・社会(S)・ガバナンス(G)の課題に関しても、GRESB に参加し、評価項目に沿った ESG に取組むことが効率的かつレピュテーションの向上等、様々な場面で有効であろう。

<sup>7</sup> 経済産業省・環境省・国土交通省「脱炭素社会に向けた住宅・建築物の省エネ対策等のあり方検討会」

【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

<http://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。