

不動産運用会社の ESG 取組はさらに進展 TCFD 対応はいまだ途上、まずは「リスクと機会」の整理から始めよう

2022 年 3 月 18 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、ESG に関するアンケートを 2018 年から実施し、今回 2022 年 1 月調査が 4 回目となる。今回の調査結果を見ると、運用会社は ESG を志向する投資家への意識を一層高めて、ESG の具体的な取組を進展させていることがわかった。特に海外投資家については、回答者全員が ESG を志向する投資家が「増える」と回答した。

今回は新たに TCFD¹に関する質問を追加した。TCFD に関して「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 71%に達し、私募 REIT を運用する運用会社では回答者の 83%が「意識している」と回答した。一方、TCFD の対応方針を社内で決定しているとの回答者は全体の 2 割強にとどまり、「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 15%、「『リスクと機会』の整理を行っている」は 13%、「2°Cシナリオ等のシナリオ分析を行っている」は全体の 1 割にも満たない状況であった。国内外の投資家が投資先に TCFD に準拠した対応を求める動きはますます強まっている。TCFD について、まずは「リスクと機会」の整理から着手し、次にはそれらのリスクにどう対応すべきかを検討する必要がある。先送りすればリスクが顕在化する恐れが高まる一方で、早めに着手すれば、ノウハウの蓄積やレピュテーションの向上、さらには新たな機会の創出にも繋がるだろう。

<ほぼ全ての運用会社が ESG 志向の投資家を意識>

我が国における不動産投資市場の持続的成長の観点から、社会に有意義なインパクトおよび中長期的に安定した経済リターンを求める ESG 投資や SDGs の考え方に沿った投資の促進が求められている。そのため不動産運用会社（以下、「運用会社」という。）は、ESG を志向する投資家の存在を認識してサステナビリティ方針を策定し、これをもとに具体的な ESG の取組を推進し、その状況を投資家に的確に伝える必要がある。

そこで、これら一連の行動がどこまで進んでいるかを把握すべく、当社では不動産運用会社を対象とした「[不動産私募ファンドに関する実態調査](#)²」のなかで ESG に関するアンケートを 2018 年から実施しており、今回は 4 回目となる。

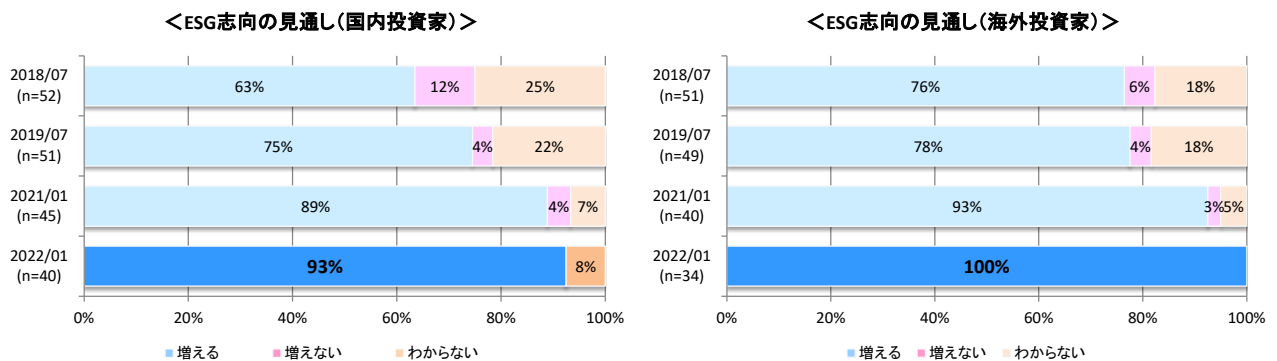
まず、ESG を投資判断材料とする投資家の存在、その拡大可能性について「不動産運用会社の ESG 取組状況を考慮し、投資先を選定する投資家は今後増えると思うか」と質問した。その結果、ESG を志向する国内投資家は「増える」との回答が 9 割を超え、海外投資家は回答者全員が「増える」と回答した（図表 1）。2006 年に国連が提唱した ESG の起源である「責任投資原則（PRI）」への投資家等の署名数は 2022 年 3 月 7 日時点で 4,826 件に増加しており、今や投資先の選定において

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・運用している不動産運用会社
アンケート送付先数 65 社 回答社数: 44 社(回収率: 67.7%) 調査時期: 2022 年 1 月~2 月
調査方法: 郵送および E メールによる調査票の送付・回収

ESG の観点は欠かせないものである。このような投資家が ESG 対応を要請する潮流の高まりを回答者が認識した結果と考えられる。

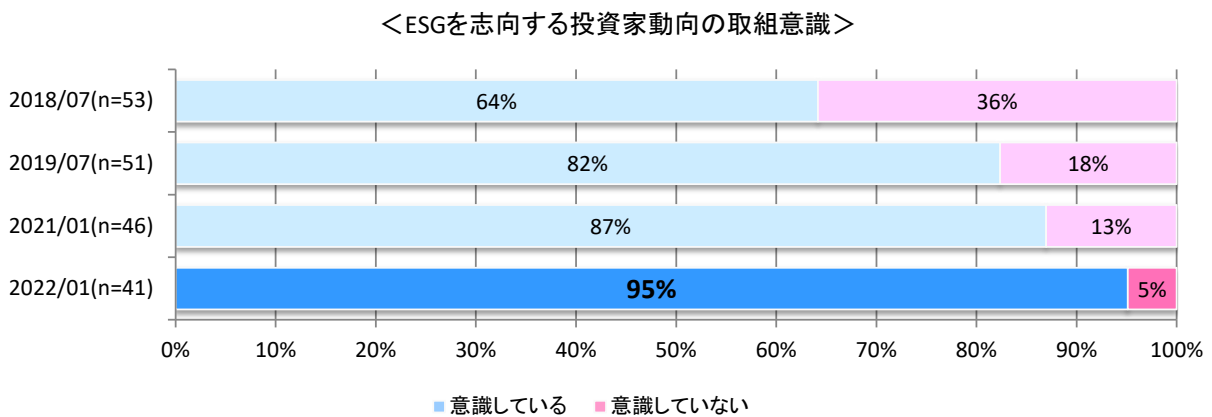
図表 1 国内外投資家における ESG 志向の見通し



出所)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(2018年7月・2019年7月・2021年1月・2022年1月)」

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 95%にまで伸長した (図表 2)。なお、私募 REIT 運用の有無でクロス集計をしたところ、2021 年同様、「私募 REIT 運用あり」の回答者全てが「意識している」と回答していた。中長期安定運用が求められる私募 REIT では、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 2 ESG を志向する投資家動向への意識



出所)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(2018年7月・2019年7月・2021年1月・2022年1月)」

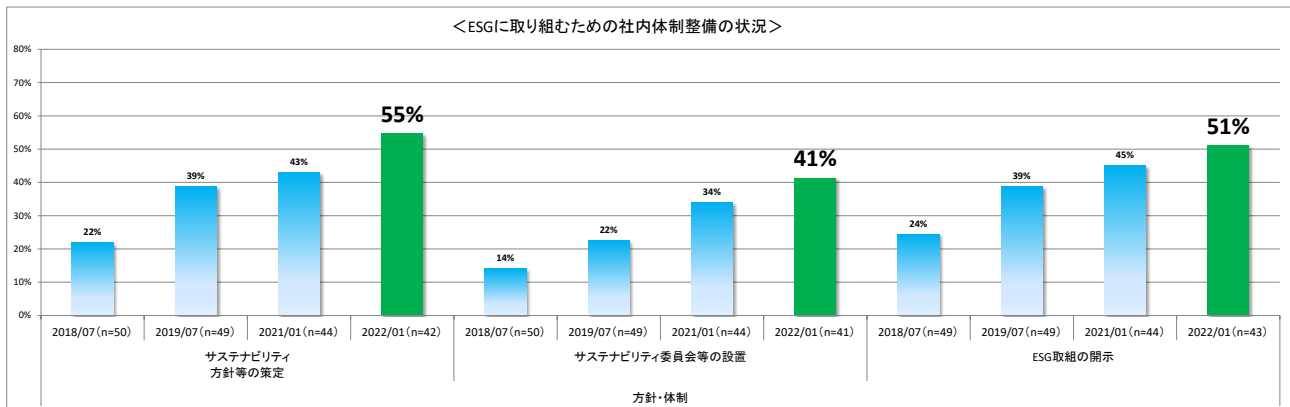
<ESG を志向する投資家動向に後押しされ、方針・体制の整備が進む>

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、まず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るべく「サステナビリティ方針の策定」、「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、ESG に係る社内体制整備についても進展が見られた (図表 3)。

個別に確認すると、サステナビリティ方針等の策定を行っているのは回答者の 55%と、初めて過半数を超えた。同様に「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)」

はアンケート開始以来一貫して伸長している。徐々に体制が整い、それに伴ってホームページ等による開示も進んでいるようだ。

図表3 ESGに取り組むための社内体制整備の状況(各年の変化)



出所)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(2018年7月・2019年7月・2021年1月・2022年1月)」

＜ほぼ全ての項目で取組の進展がみられる＞

それでは、環境(E)・社会(S)の具体的なESG取組の進展状況はどうだろうか。これを把握すべく、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4)。

環境(E)では、「物件取得・売却時における環境性能を意識している」が67%と、他の要素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言明している。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」となり、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、他の要素と比較して相対的に高い水準を維持したと考えられる。

2022年1月調査では「環境認証の取得」が59%(2021年1月調査)から67%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環境認証としての知名度は高い。海外では環境認証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。

次に「環境指標の削減目標設定」は34%で2021年1月調査と同率となった。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。

環境(E)の3つ目「グリーンリースの導入」は、2018年に12%と取組が僅かであったが、その後一貫して伸長を続け、2022年1月調査では33%となった。回答者属性を確認すると、大手不動産

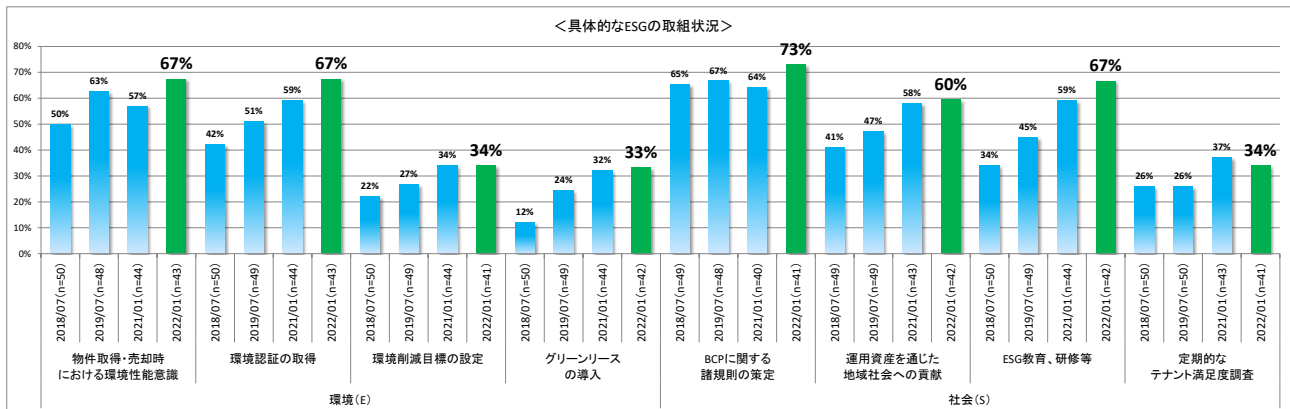
会社系の運用会社が目立っており、グリーンリース条項の定型化などのノウハウ蓄積が進んでいると見られる。

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73%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推し進められたが、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60%が取り組んでいた。取組内容の詳細までは把握し得ないものの、コロナ禍にあって商業施設等での消毒液・検温装置の設置などの取組、人数制限やソーシャルディスタンス対策を講じた上での各種イベント等も含まれているのかもしれない。急激な社会変化の中で新たな地域社会貢献策を模索し、実施している可能性が考えられる。

「従業員に向けたESG教育、啓発活動等」は回答者の67%が実施していた。「サステナビリティ方針等の策定」は55%にとどまるものの、従業員に向けたESG教育が施されているという結果は、明確な方針がなくてもESGの重要性を認識している回答者が多いという証左と言えよう。

図表4 具体的なESGの取組状況(各年の変化)



出所)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(2018年7月・2019年7月・2021年1月・2022年1月)」

<TCFD:投資家からの開示要請の高まりを意識しつつも、その対応は途上>

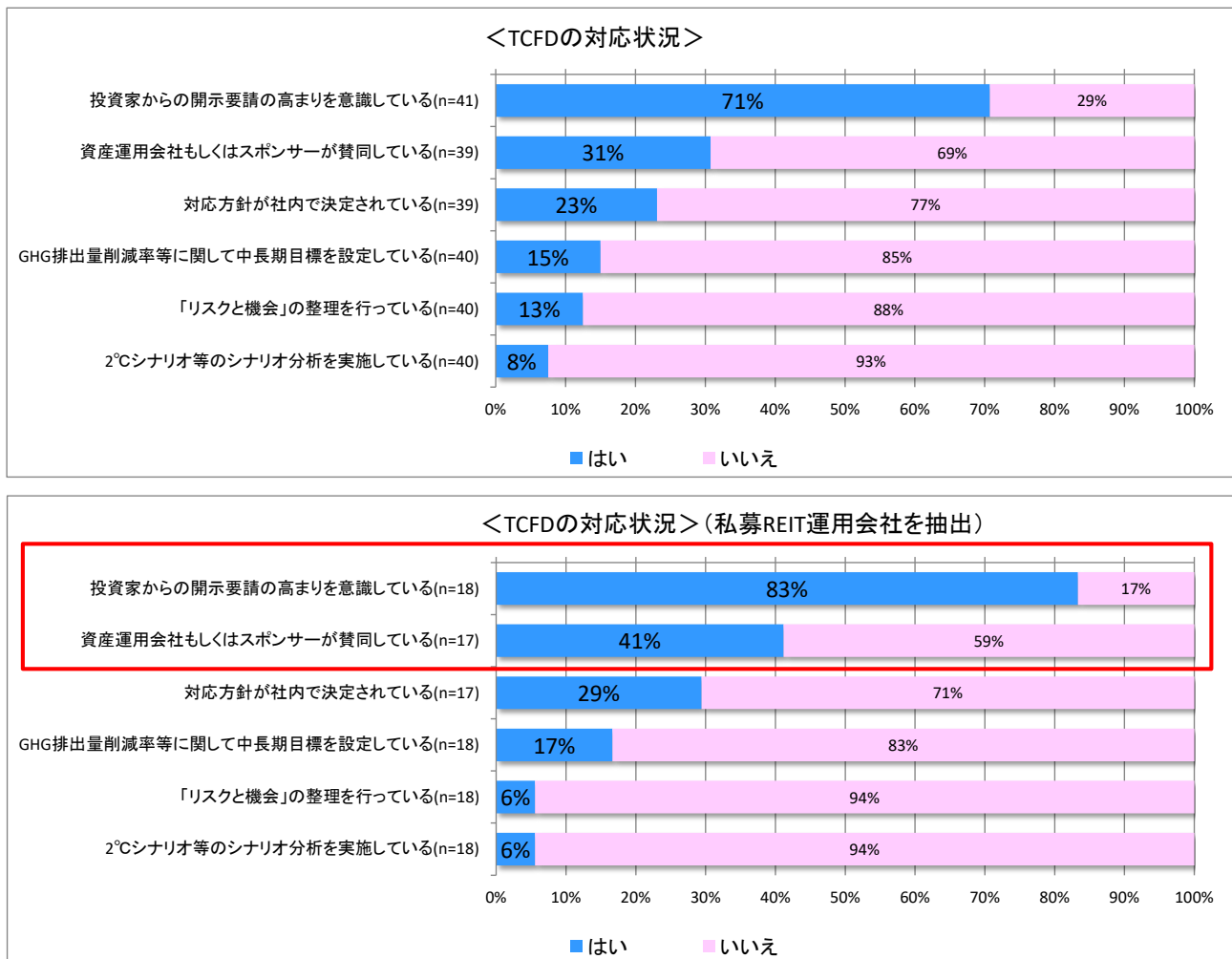
気候変動は経済リスクとして認識され、国内外の投資家が投資先にTCFDに準拠した開示を求めようになっている。このような動きから、TCFD提言は「リスク・機会」に関する情報開示のフレームワークを示し「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」の4つの項目（中核要素）に関する推奨開示事項を整理している。今回のアンケートでは、TCFDに対する「投資家からの開示要請の高まり」に関する意識、社内体制や戦略、目標設定等に関する現在の対応状況について質問をした。

「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71%に達した（図表5）。さらに私募REITを運用する運用会社を抽出して再集計したところ、83%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、「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、回答者の約1/3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、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。図表5下グラフの通り、私募REITの運用会社では4割強の回答者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。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⁴」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約4,000社を対象に、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。

図表5 TCFDの対応状況



出所)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(2022年1月)」

では、TCFD提言が求める事項への具体的な対応状況はどうであろうか。「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2割強にとどまり、「GHG排出量削減率等に関して中長期

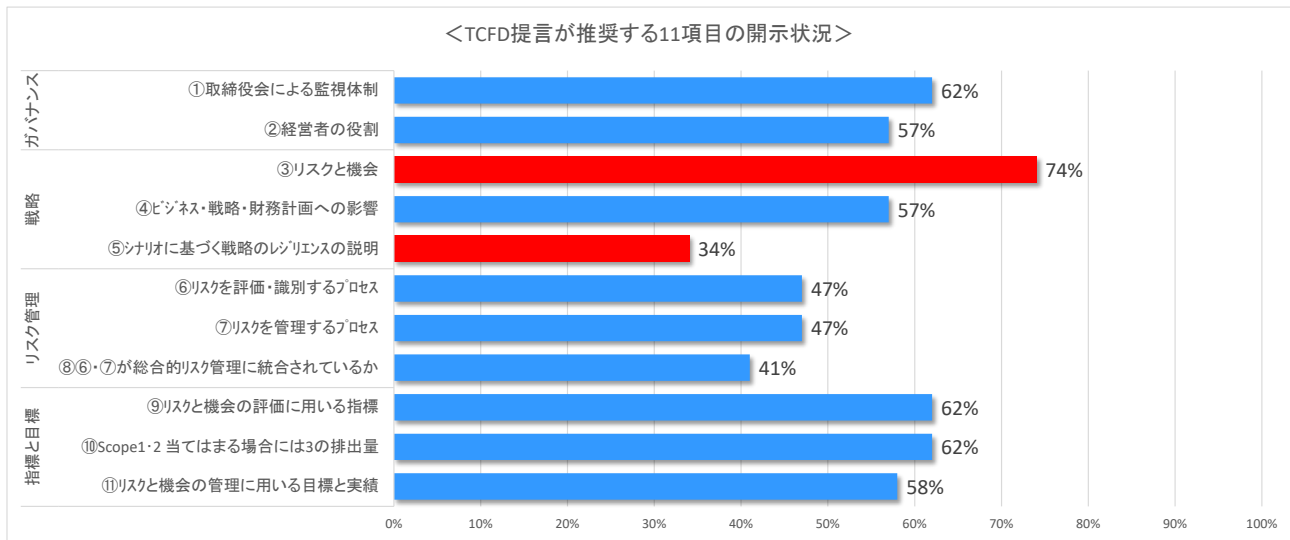
³ 2022年2月28日現在、TCFDに対して、世界全体では金融機関をはじめとする3,076の企業・機関が賛同を示し、日本では730の企業・機関が賛同の意を示している。

⁴ コーポレートガバナンス・コード(2021年6月版)<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf>

目標を設定している」は15%、「『リスクと機会』の整理を行っている」は13%、「2°Cシナリオ等のシナリオ分析まで実施している」との回答は全体の1割にも満たない状況であった。

一方、TCFD提言が推奨する項目の開示に関して、国内企業はどのような状況であろうか。株式会社日本取引所グループ「TCFD提言に沿った情報開示の実態調査」(2021.11)では、2021年3月末時点における、TCFDに賛同し、TCFD公式ウェブサイトにTCFD Supportersとして社名が掲載された上場企業259社を対象として開示状況を調査している。この調査では、「③リスクと機会」に関する情報の記載が74%(192社)と最も多く、「⑤シナリオ分析に基づく戦略のレジリエンスの説明」が34%(88社)と最も少ない結果⁵であった(図表6)。「⑤シナリオ分析に基づく戦略のレジリエンスの説明」に関しては、環境省 地球温暖化対策課「[TCFDを活用した経営戦略立案のススメ～気候関連リスク・機会を織り込むシナリオ分析実践ガイド ver.3.0～](#)」(2021.3)などが参考となるが、TCFDに賛同する上場企業であっても、事業インパクト評価まで着手し、開示する企業は1/3程度しかないようだ。一方、当社アンケートと調査項目が異なるため設問間の比較は難しいものの、これら上場企業では「③リスクと機会」に関する情報の記載が74%であるのに対し、当社アンケートでは「『リスクと機会』の整理を行っている」回答者が13%にとどまる状況を踏まえると、まずTCFDについて早急に対応方針を定め、「リスクと機会」を整理し、これに関する情報開示を行うことが当面の課題であると考えられる。

図表6 TCFD提言が推奨する11項目の開示状況



出所)株式会社日本取引所グループ「TCFD 提言に沿った情報開示の実態調査(2021.11)」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

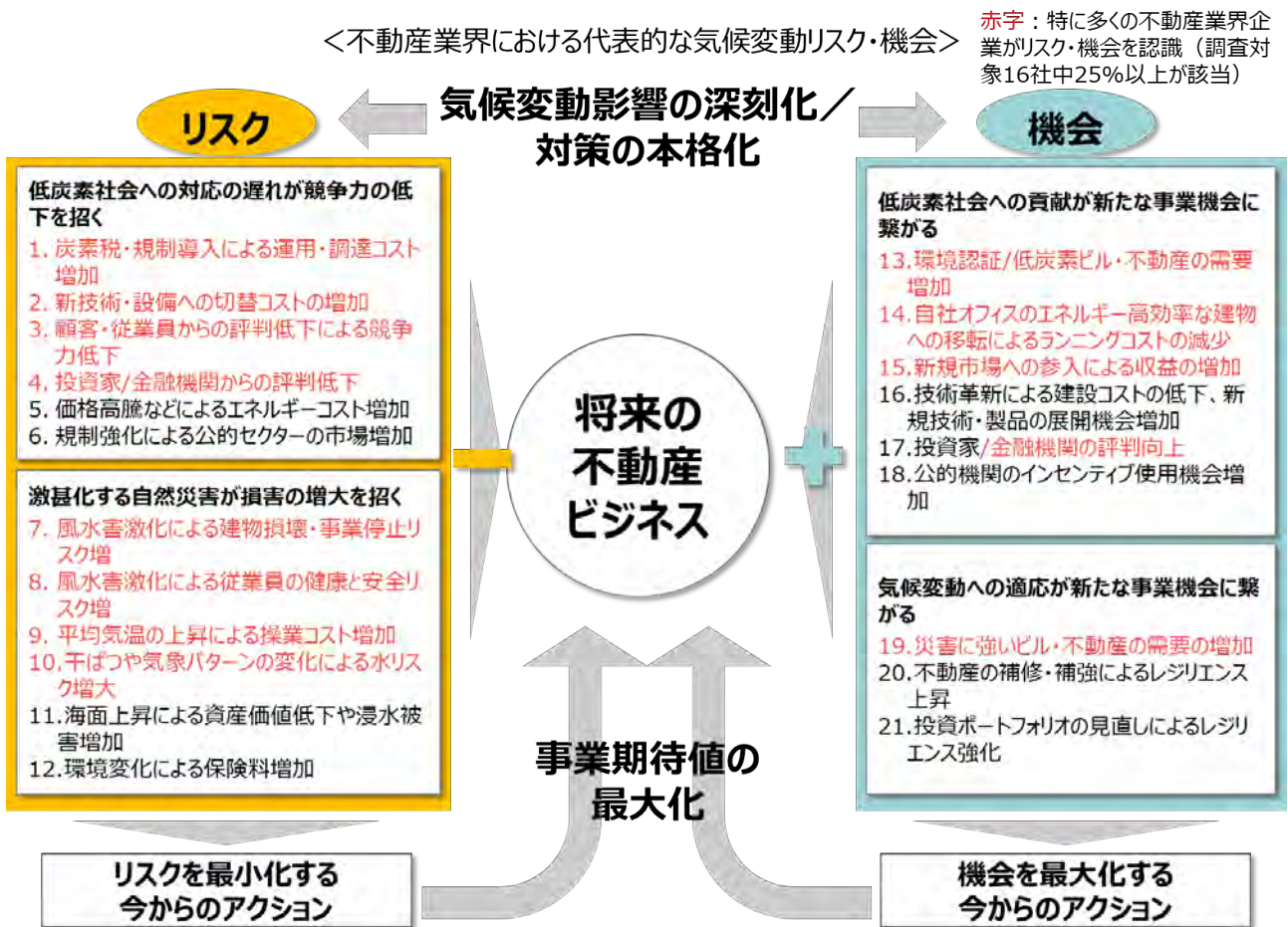
＜TCFD 対応は「リスクと機会」の整理から始めよう＞

では、どのようにして「リスクと機会」を整理すればよいのだろうか。この整理には国土交通省「[不動産分野における『気候関連財務情報開示タスクフォースの提言』対応のためのガイダンス\(不動産分野 TCFD 対応ガイダンス\)](#)」(以下「ガイダンス」という)が役立つだろう。このガイダンスは、TCFD コンソーシアムや環境省が先行して公表しているガイダンスを踏まえたうえで、不動産分野に特化して作成されている。ガイダンスでは、今後の気候変動について複数のシナリオを

⁵このほかの関連調査としては、TCFD が実施する調査が挙げられる。TCFD では 2018 年から毎年 AI を用いて世界の上場企業約 1,600 社を対象に、TCFD 提言に沿った情報開示状況に関する調査を実施している。2021 Status Report によると、2020 年は「③リスクと機会」が 52%と最も多く、⑤シナリオ分析に基づく戦略のレジリエンスの説明が 13%と最も少ない結果であった。

設定し、シナリオごとに事業に対するリスクの影響を評価、その結果を経営戦略・リスク管理に反映し、その財務上の影響を把握・開示、といった流れに沿ってわかりやすく解説している。また、ガイダンスの最大の特長は、企業規模にかかわらず、TCFD 対応をこれから始めようとする企業から、すでに対応済である企業まで幅広い対象に役立つように構成し、TCFD への理解度、取組の状況に応じて、読み進める章を分けて記載しているところにある。なぜ気候変動対策が必要なのか、そのための組織体制、収集すべきデータ・開示のポイントは何か、などを先進的な海外事例を交えて解説し、各企業が必要な箇所を読み進めればよいように工夫されている。このガイダンスを参考にした上で、まずはガイダンスに従いリスクと機会を整理するところから始めたい。不動産分野における代表的な気候変動リスクと機会は共通項目も多いことから、自社にとって重要となるリスクと機会の洗い出しには大いに参考になるだろう（図表 7）。

図表 7 不動産分野における代表的な気候変動リスク・機会



出所)国土交通省「不動産分野 TCFD 対応ガイダンス」

リスク・機会の整理の次は、これらリスクにどう対応すべきかを検討すべき段階となる。図表 8 は TCFD 提言の評価フレーム⁶を用いて、「①政策・法規制」・「②技術（テクノロジー）」・「③市場」・「④評判」の 4 つの評価軸で不動産市場関連リスクを洗い出し、これに対応する「戦略的計画・リスク管理」を列挙したものである。「低炭素化社会への移行にはどのような不動産関連リスク

⁶ 気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言最終報告書(2017年6月)「気候関連のリスクと潜在的な財務的影響の例」

があるか、それにどう対策するかを整理した「戦略的計画・リスク管理マトリクス」を作成すると、直面する課題が可視化されて具体的な解決策に繋がるのではないだろうか。

図表 8 移行リスクに対する「戦略的計画・リスク管理マトリクス」(例)

| | 不動産市場関連リスク | 戦略的計画・リスク管理 |
|-------------|--|--|
| ①政策・法規制 | GHG排出量報告義務の強化 GHG排出量規制強化 GHG排出価格の上昇（排出権取引） 炭素税導入の可能性 エネルギー規制強化 | 専門部署設置・報告体制整備 GHG排出量削減目標の設定 エネルギー効率性の追求 EMS（BEMS・HEMS等）の設置 省エネ投資 関連税制・補助金関連動向モニタリング |
| ②技術（テクノロジー） | 環境性能が劣る建物の陳腐化 | 設備関連企業との連携強化 PM/BMとの連携強化 環境改修工事の実施 再生可能エネルギーの導入 Net Zero Energy Buildingの取得・運用 |
| ③市場 | 低エネルギー効率ビル需要の減退 環境性能が劣る資産の価値低下 テナント志向の変化 電力価格の高騰 原材料コストの上昇 | テナントニーズの把握 環境認証評価取得 グリーンリース等とのテナント協働 電力使用の効率化 資産の入替 |
| ④評判 | 気候変動リスク対応の遅れによるレピュテーションの低下 気候変動リスク対応の遅れによる資金調達コスト上昇 | グリーンファイナンスによる資金調達 シナリオ分析結果・対応策の開示 |

出所)三井住友トラスト基礎研究所

上記のようなマトリクスでの検討ができれば、次に、保有物件ごとにどのような取組をするか、重要業績評価指標（KPI）の設定も含めてさらに具体化することができる。TCFD 提言が求める複数のシナリオ分析についても、個々のリスクを回避するために講じる費用や、対応が遅れた場合の機会損失等について、外部コンサルタント等の協力を得ながら、合理的な推計が可能となる。

目前に迫る気候変動への対策は、企業のサステナビリティの観点からも可及的速やかに始める必要がある。逆に早い段階から着手していれば、ノウハウの蓄積やレピュテーションの向上、さらには新たな機会の創出にも繋がる。今回の調査結果では、「投資家からの開示要請の高まりを意識している」との回答が7割を超えたものの、具体的な対応については緒に就いたばかりである状況が窺えた。次回調査では、TCFD 提言が求める具体的な対応についての進展を期待したい。

【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。