

## 「私募 REIT 運用あり」の運用会社は ESG 取組率が高い結果に。 TCFD 対応は全体的に途上、まずは「リスクと機会」の整理から始めよう

2023 年 9 月 20 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 上席主任研究員 菊地 暁

不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所は、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](#)」を実施しており、直近 7 回では ESG に関する取組状況を調査している。

今回調査では、方針・体制、環境(E)・社会(S)について各 5 項目、計 15 項目の取組状況を調査したが、うち過去から継続的に質問している 11 項目ほぼ全てにおいて、回答者社全体のうち取り組んでいるとする回答者の割合(以下「取組率」)は前回よりやや低下し、不動産運用会社の ESG への取組増加は一服した感がある。そうした中でも、全項目において、私募 REIT 運用会社の取組率は運用していない会社より高い結果となり、私募 REIT 運用会社の ESG 取組意識の高さが裏付けられた。

TCFD<sup>1</sup>に関しては、「投資家からの開示要請の高まり」を「意識している」との回答割合が 76%に達し、私募 REIT を運用する運用会社では 91%と極めて高い結果となった。その一方で、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 3 割強にとどまり、「戦略」と「指標と目標」に関する項目の実施は全体の 3 割に満たない状況であった。国内外の投資家による TCFD への対応を求める動きはますます強まっている中で、不動産運用会社は、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早急に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。

### ESG の取組状況に新項目を追加。全体の 1/3 程度が取り組む

不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所は、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](#)<sup>2</sup>」を実施しており、直近 7 回では ESG に関する取組状況を調査している。

前回までの調査で冒頭に質問した「ESG 志向の投資家への意識の有無」は、ほぼ全ての運用会社が「意識している」と回答し、また「ESG を志向する国内外投資家増減の見通し」もほぼ全ての運用会社が「増える」と回答したことから、今回調査では除外した。一方で、今回調査では新たに 4 項目を追加し(図表 1 赤字部分)、より具体的な取組状況を把握するように努めた。

追加した4項目の調査結果を確認すると、方針・体制に関する項目では、「ESG 専門部署の設置」の取組率が 32%となった。サステナビリティ推進部、ESG 推進チーム等、呼称は様々であるが、広範な ESG 関連事案を一元管理する部署の設置が進んでいる。「ESG レポートの開示」は取組率が 22%で、開示しているとする回答者は何れもホームページ等でも取り組みを開示していると回答しており、ステークホルダーに情報を詳しく、わかりやすく伝えるために、改めて ESG レポートを作成・開示していると考えられる。

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

<sup>2</sup> 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

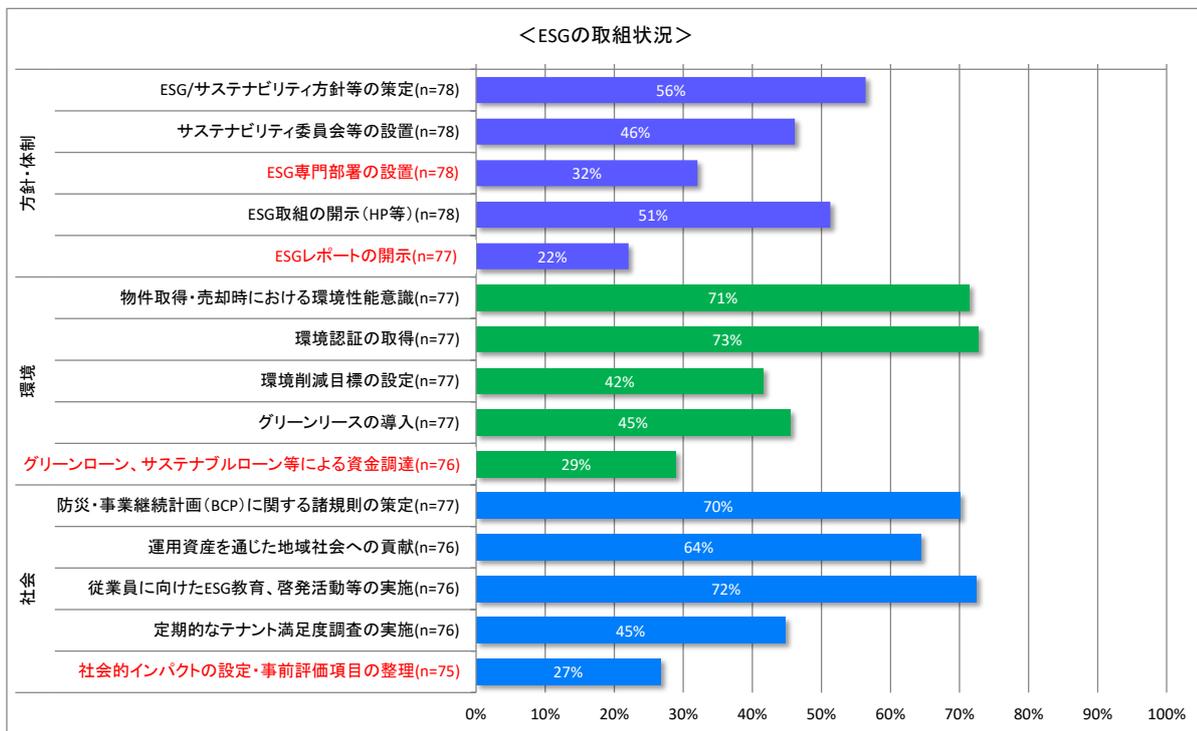
アンケート送付先数 149 社 回答者数: 86 社(回収率: 57.7%) 調査時期: 2023 年 7 月~8 月

調査方法: E メールによる調査票の送付・回収

環境(E)に関する項目では、「グリーンローン、サステナブルローン等による資金調達」の取組率が29%となった。グリーンローンは「調達資金の用途がグリーンプロジェクトに限定される」ため、グリーンローンで資金調達するには、環境認証が一定ランク以上の適格資産を抽出する必要がある。一定レベル以上の環境認証の取得には、省エネルギー、GHG 排出量削減などの環境パフォーマンスを意識した運用が求められる。さらに、グリーンローンの借入人には「定期的なレポート」が課されている。このように、グリーンローンによる資金調達は環境(E)取組の「応用編」であり、日々、環境を意識した不動産の運用を行っている証左となる。こうした資金調達に取り組んでいる回答者は、物件取得・売却時に環境性能を「意識している」と回答し、環境認証も取得するなど、他の項目にも取り組んでいる。

社会(S)に関する項目では、「社会的インパクトの設定・事前評価項目の整理」の取組率が27%となった。国土交通省では、「不動産分野の社会的課題に対応するESG投資促進検討会」を設置し、我が国における社会的課題として挙げられる少子高齢化への対応や自然災害への備え、地域活性化、多様な働き方・暮らし方の実現等に関する評価項目(アクティビティ)を整理し、その集大成として『[「社会的インパクト不動産」の実践ガイドンス～評価と対話のツール～](#)』をリリースした。このガイドンスでは、社会(S)のアクティビティを体系的に整理し、どのような取組をすればどのSDGsゴールを達成することになるかが一覧で理解できるように工夫されており、不動産運用の場面でも参考になると考えられる。今回調査の取組率を見れば、徐々にではあるがガイドンスが活用されていると推察される。

図表1 ESGの取組状況(全体集計)



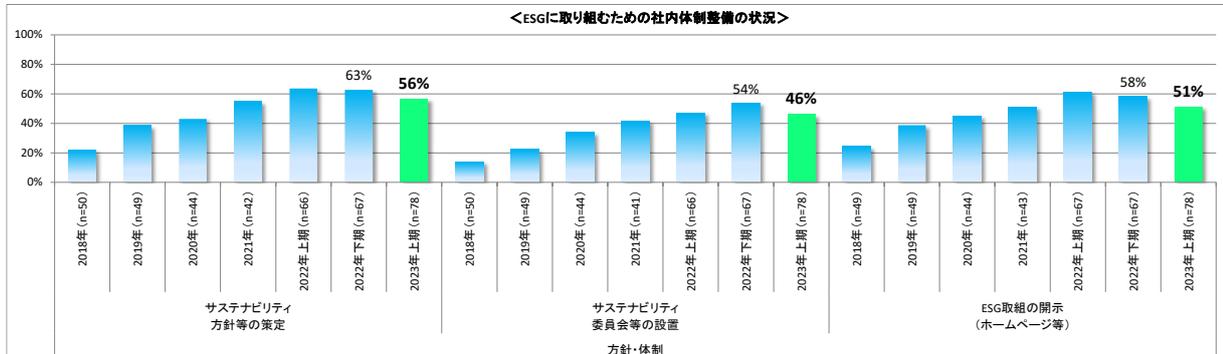
注) 赤字は新規追加項目

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」

次に過去から継続的に質問している11項目(方針・体制3項目、環境(E)4項目、社会(S)4項目)について、取組率の推移を見ていきたい。方針・体制に関する項目では、以下の通り3項目全ての取組率が低下し、「サステナビリティ方針等の策定」が56%(前回調査63%)、「サステナビリティ委員会の設置」が46%(同54%)、「ESG取組の開示(ホームページ等)」が51%(同58%)となった。それぞれの取組実

数(取り組んでいるとする回答者数)は前回以上であるものの、アンケート開始以来ほぼ一貫して伸ばしていた取組率は頭打ちとなった(図表2)。

図表2 ESGに取り組むための社内体制整備の状況推移(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」

### 不動産運用会社の ESG 取組率は一服、取組深度は二極化

環境(E)4項目と社会(S)4項目の取組率を概観すると、社会(S)に関する「ESG教育、研修等」を除く全項目の取組率が低下した(図表3)。ESGへの取組を牽引する運用会社は早い段階から行動しており、その取組内容は広がりを見せている。これら運用会社が途中で取組を中断するとは考えにくく、今回は回答数増加に伴い、ESG意識が希薄な層を多く取り込んだ結果と考えられる。

環境(E)に関する項目では、「物件取得・売却時における環境性能意識」が71%と、他の項目と比較して相対的に高い水準が続いている。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)される可能性がある。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73%と、こちらも高い水準を維持している。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」は42%に留まり、ほかの項目と比較すると取組途上である。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45%に留まった。大手不動産会社系の運用会社等が建物賃貸借契約の際にグリーンリース条項を定型化するなどノウハウ蓄積が進んでいると見られる一方で、全体としての回答者は半数に満たない。

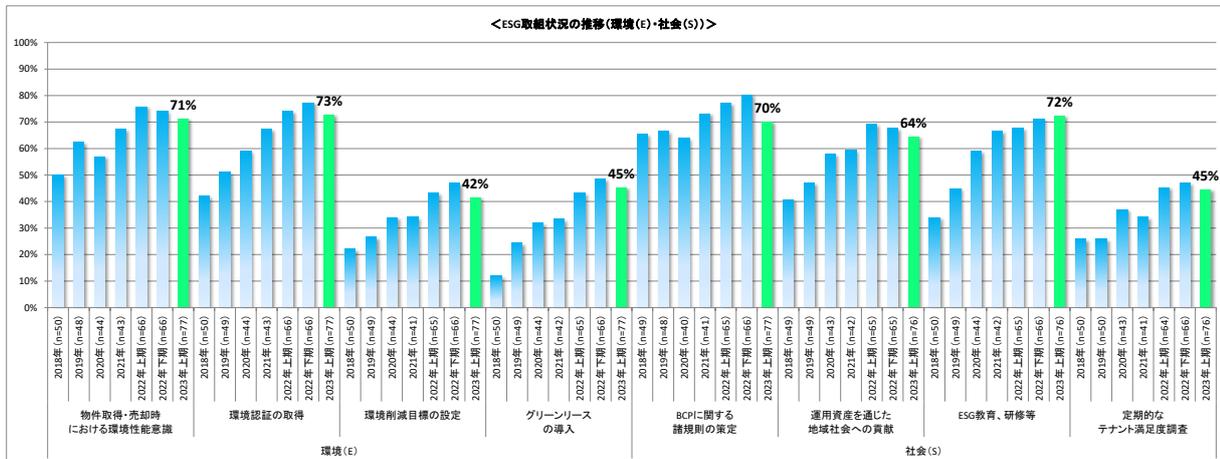
社会(S)に関する項目では、「防災・事業継続計画(BCP)に関する諸規則の制定」が70%となった。東日本大震災等を契機に「安全・安心」の重要性が再認識されたが、BCPに対する意識は足元で更に高まっている。近年では、気候変動による局地的な豪雨、洪水・浸水が頻発しており、このような状況がBCPに関する諸規則の制定・改定に影響を与えたと考えられる。

「運用資産を通じた地域社会への貢献」は64%となった。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72%となり、今回調査で唯一取組率が伸長した項目となった。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%に留まった。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3 ESGの取組状況推移(全体集計)



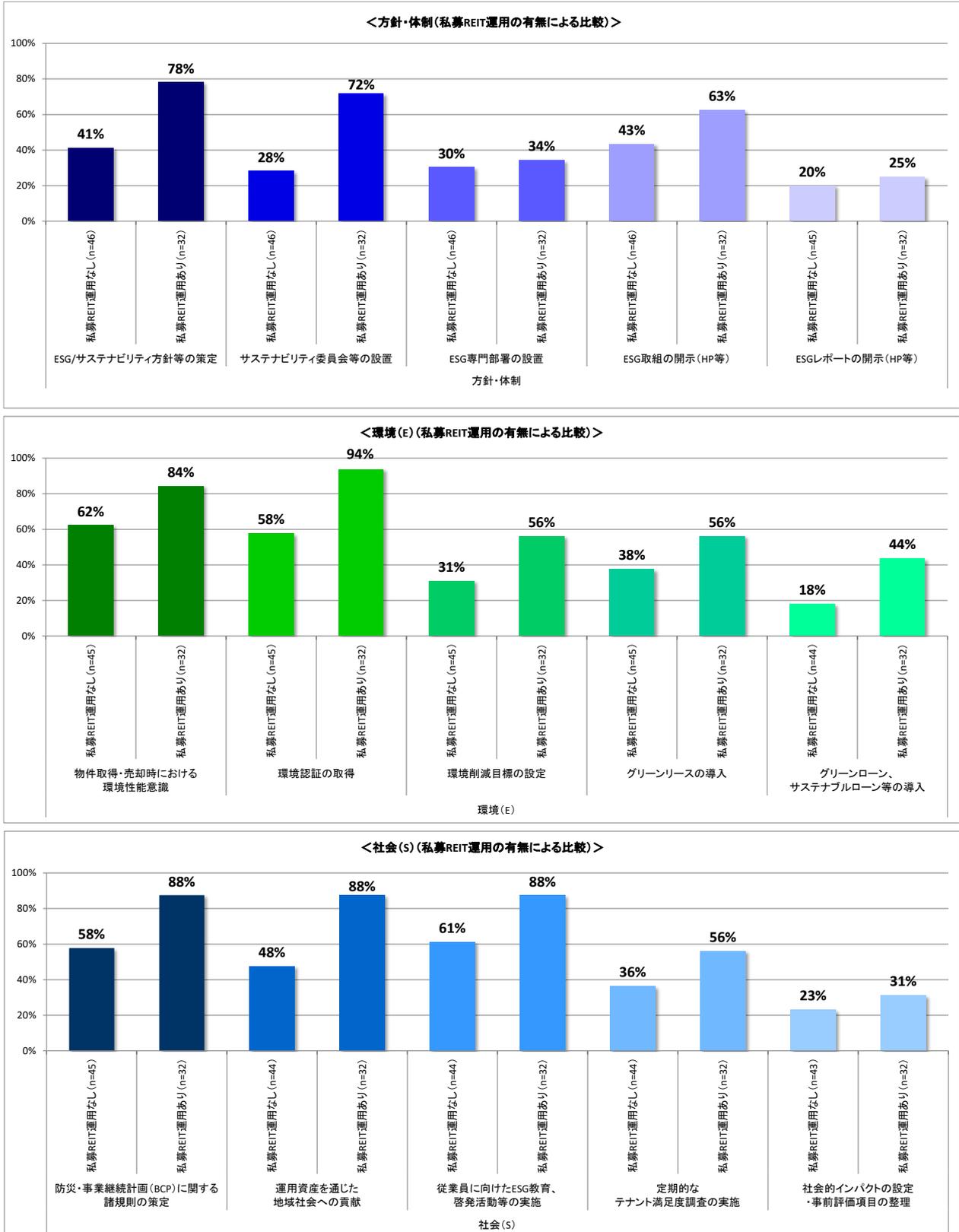
出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

次に、図表2・3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4)。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「私募REIT運用なし」を上回り、私募REIT運用会社のESG取組意識の高さを裏付ける結果となった。これは、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背景にあると考えられる。

「私募REIT運用なし」の回答者は、ESG/サステナビリティ方針の策定が41%、サステナビリティ委員会等の設置が28%と、方針・体制の整備が十分ではなく、「私募REIT運用あり」との差が目立つ。回答内容を改めて精査すると、「私募REIT運用なし」の回答者は、方針・体制を整備し、これを具体的な取

組に繋げている群(30~40%)と、未だに方針・体制が整備されず、ESGの取組もほぼ未実施の群(60~70%)に二分されていた。以上から、ESGに取り組むには、まず方針・体制整備が必要であることが改めて確認された。

図表 4 ESG の取組状況(私募 REIT 運用の有無によるクロス集計)

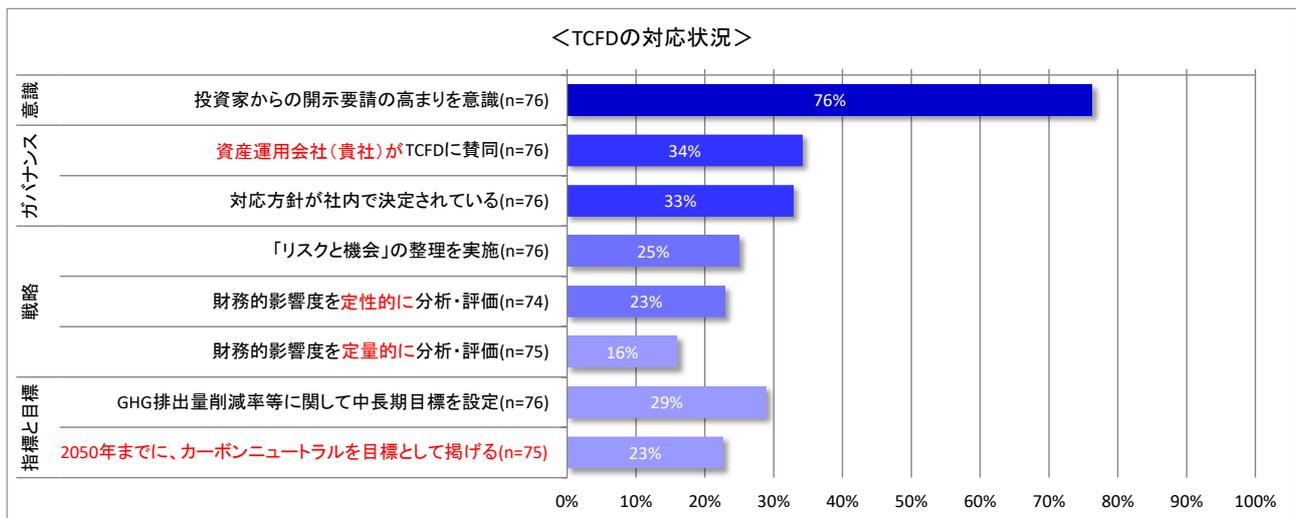


## TCFD: 具体的対応は途上。まずは「リスクと機会」の整理から始めよう

次に、TCFD 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」に関する意識に加えて、「ガバナンス」2 項目、「戦略」3 項目、「指標・目標」2 項目の計 8 項目を質問し、うち 4 項目について質問の追加ないし改定（図表 5 赤字部分）を行った。

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 76%となった（図表 5）。一方で、「ガバナンス」に関する「資産運用会社（貴社）が TCFD に賛同している」との回答は 34%に留まった。前回調査では「資産運用会社もしくはスポンサーが賛同している」との回答が 59%と高かったが、今回調査では、スポンサーを入れずに運用会社単体を対象としたため 34%となったと見ている。グループの方針としてスポンサーが TCFD に賛同し、そのポリシーを受けて対応するケースも決して少なくはない。しかし、自ら TCFD にコミットした運用会社は TCFD 対応率が高いことが今回調査では明らかとなっており、TCFD への賛同が、TCFD の積極的な対応につながっている。

図表 5 TCFD の対応状況（全体集計）



注) 赤字は新規追加・改定項目

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」

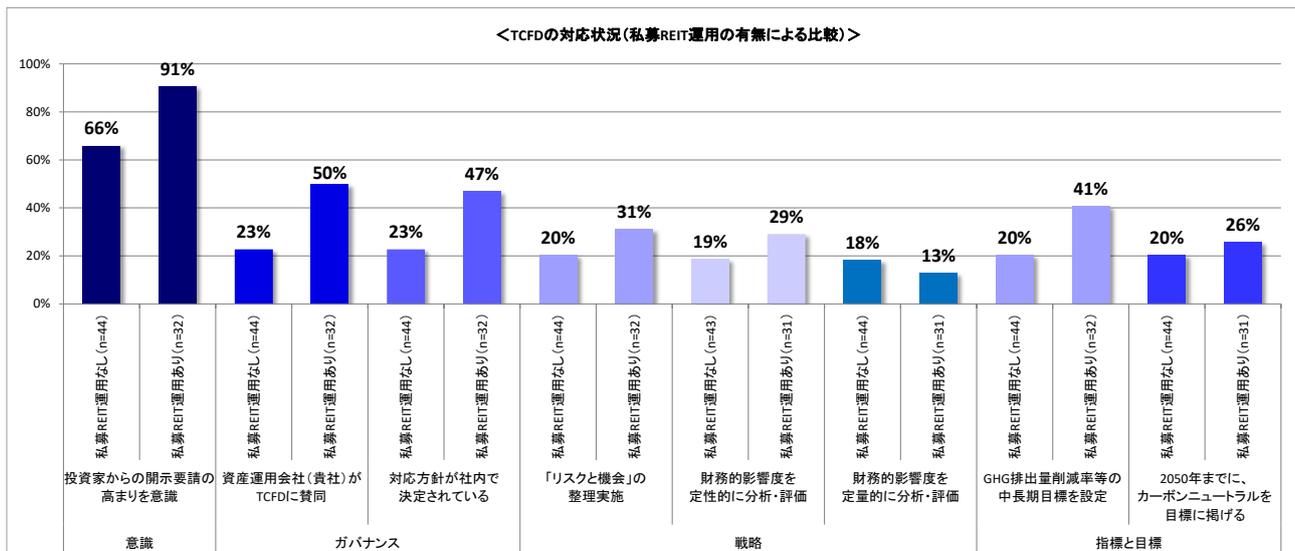
次に、私募 REIT 運用の有無によるクロス集計を行った。その結果、こちらも「私募 REIT 運用あり」の回答者は TCFD 対応が進んでいる結果となった（図表 6）。私募 REIT は資産の保有期間が長期にわたるため、移行リスク・物理リスク双方の影響を大きく受ける。そのため「意識している」との回答割合が多くなったと考えられる。

また、TCFD 対応においても、ESG の取組と同様、方針・体制整備が重要と考えられるが、そこで「対応方針が社内で決定されていない」回答者を抽出し、そのほかの回答結果をクロス集計したところ、この回答者の 2/3 が「投資家からの開示要請の高まりを意識するものの、他項目ではほぼ未対応の状況が把握された（図表 7）。

現在、気候変動に関する財務インパクトの開示要請はますます強まっている。例えば、東京証券取引所は、2021 年 6 月に「コーポレートガバナンス・コード」を改訂し「プライム市場上場企業において、

TCFD 又はそれと同等の国際的枠組みに基づく気候変動開示の質と量を充実」との文言を追加した。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。」として、TCFD 提言に沿った開示が求められることとなった。この動きは、いずれ上場会社に留まらず、開示対象企業は拡大すると考えられる。そのために、まずは対応方針を決定し、リスクと機会を整理するなど、対応可能な項目から着手していくことが望まれる。

図表 6 TCFD の対応状況(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 「対応方針が社内で決定されていない」回答者: 回答結果 (n=51)

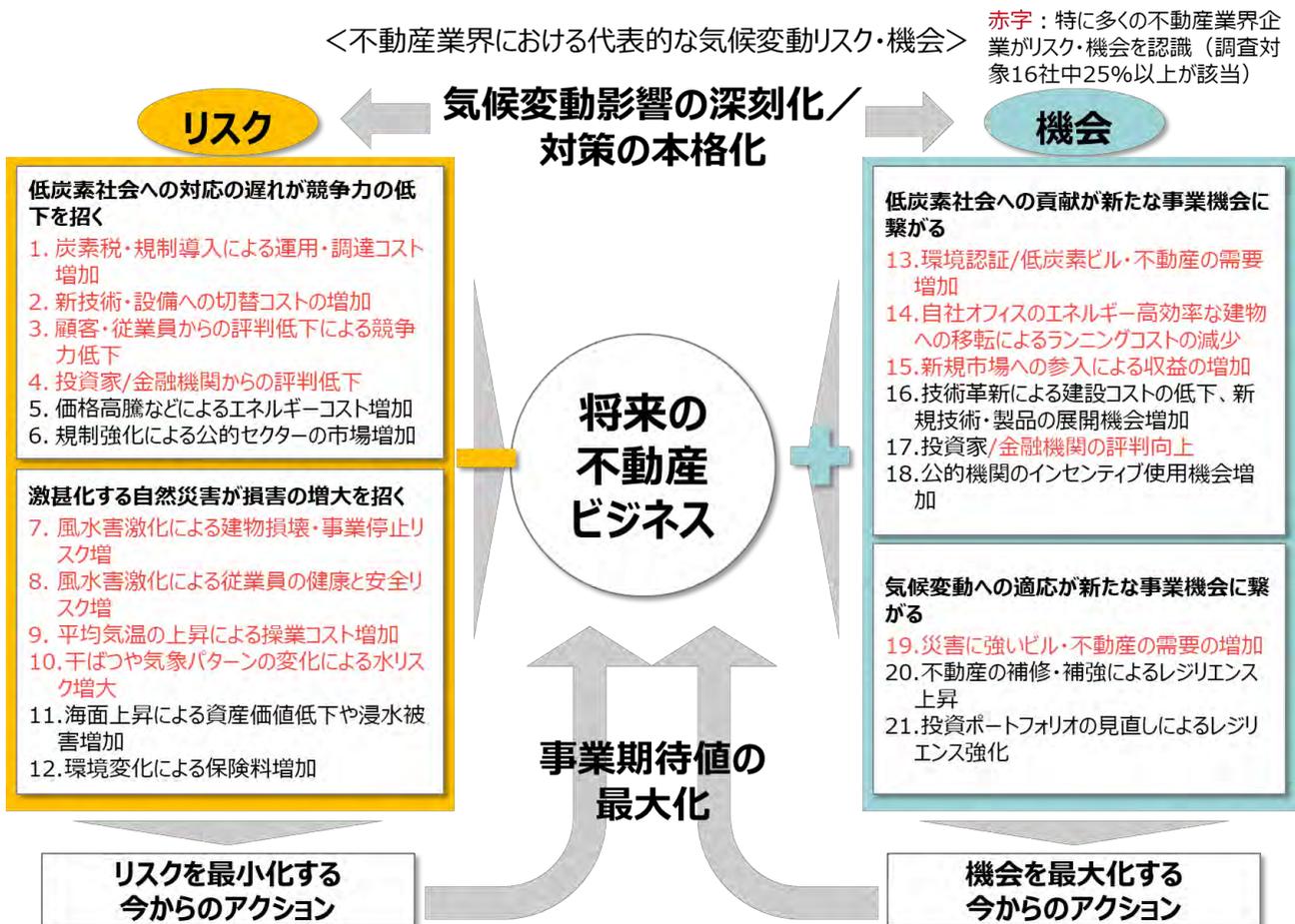
投資家からの開示要請の高まりを意識		資産運用会社(貴社)がTCFDに賛同		「リスクと機会」の整理を実施		財務的影響度を定性的に分析・評価		財務的影響度を定量的に分析・評価		GHG排出量削減率等に関して中長期目標を設定		2050年までに、カーボンニュートラルを目標として掲げる	
はい	いいえ	はい	いいえ	はい	いいえ	はい	いいえ	はい	いいえ	はい	いいえ	はい	いいえ
67%	33%	6%	94%	0%	100%	0%	100%	0%	100%	6%	94%	2%	98%

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、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「TCFD ガイダンス」という)が役立つだろう。このTCFD 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、TCFD 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 TCFD ガイダンスを参考にした上で、まずは TCFD 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 8)。

図表 8 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 9 は TCFD 提言の評価フレームを用いて、「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 9 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ろう。

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、具体的な対応は依然として動きが鈍い状況が窺えた。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://fofa.jp/smtri/a.p/116/>

## 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。