

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.214

2022.9.16

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

ESG 非配慮をリスクと見做す不動産投資市場

- 不動産投資市場において ESG 配慮への対応が求められる背景には、(1) 資金の出し手からの要請、(2) 環境に関する規制の導入・強化、等がある。
- 将来的に ESG 配慮は不動産取得時のバリュエーションへの反映が見込まれている。
- 不動産 AM は ESG 非配慮が不動産投資のリスクプレミアムを高めることを想定している。

アンケート調査等を基に不動産投資市場における ESG 配慮を考察

不動産投資市場における ESG（環境・社会・ガバナンス）の存在感は足許で急速に高まっている。とりわけ、気候変動抑制に関する国際協定としてのパリ協定締結（2015年）、菅首相（当時）のカーボンニュートラル宣言（2020年）等から、環境面での注目度が高い。環境配慮等が不十分と判断された不動産からテナントが離れてしまう現象などを指す“ブラウン・ディスカウント”、さらには環境配慮等への要請に応えられず不動産の価値が大きく毀損してしまう現象などを指す“座礁資産化”といった言葉も頻繁に聞かれるようになった。

本稿では、不動産アセットマネジメント会社（以下、「不動産 AM」）へのヒアリングやアンケート調査を基に、不動産投資市場における ESG、特に注目度の高い E（環境）への取り組みを中心に現状を考察したい。

資金の出し手からの要請の高まりと環境規制の強化

不動産投資市場において ESG 配慮への対応が求められる背景には、(1) 資金の出し手からの要請、(2) 環境に関する規制の導入・強化、等がある。これらの要因により、従前¹以上に不動産 AM が積極的に ESG 配慮に取り組む姿勢が見られる。

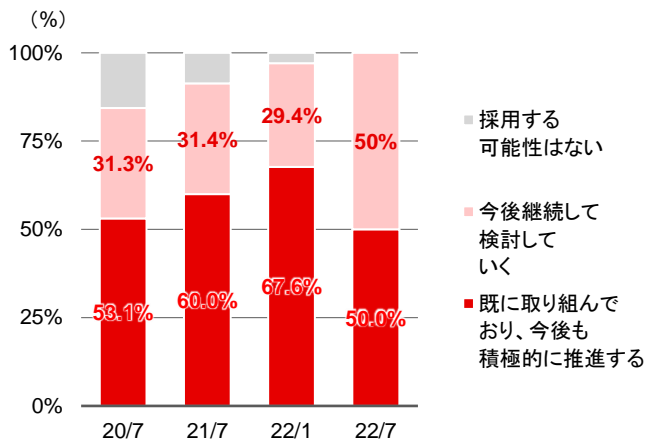
(1) 資金の出し手からの要請

図表 1 の不動産 AM へのアンケート結果によれば、ESG への取り組み方針について「既に取り組んでおり、今後も積極的に推進する」「今後も継続して検討していく」という前向きな回答の割合は 2020 年 7 月から 2022 年 7 月の 2 年間で 84.4%から 100.0%へ上昇している。不動産 AM が積極的な取り組みを行う背景には資金の出し手からの要請がある（図表 2）。

¹ 詳細は拙稿『不動産投資市場における ESG の現状と今後（2021 年）』をご参照

世界が進むチカラになる。

図表 1: 不動産 AM の ESG への取り組み方針



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

また、不動産証券化協会が資金の出し手である一般機関投資家²等を実施した『機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査』によれば、「他の同等の投資対象よりも低いリターンが期待される場合でも、不動産の ESG 投資を行う可能性」の割合は 2019 年度から 2021 年度で 5.9%から 24.5%へ高まった。当該調査の結果にも資金の出し手の ESG 投資への積極的な姿勢が垣間見える。

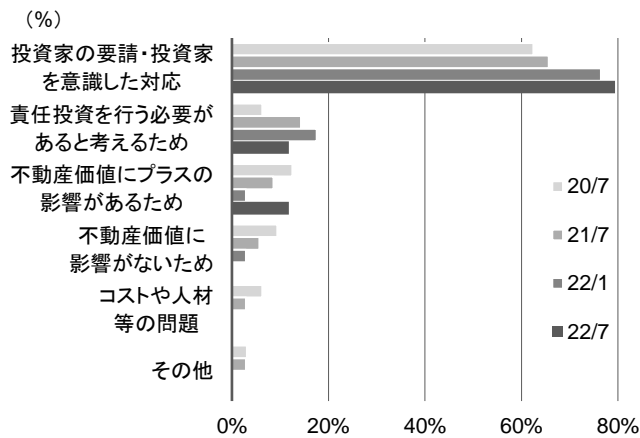
(2) 環境に関する規制の導入・強化

環境に関する規制について、足許の大きな変化としては、2022 年 6 月の建築物省エネ法の改正が挙げられる（図表 4）。同法では従前 300 m²以上の非住宅に同法が定める省エネ基準への適合を求めていた。しかし、今般のさらなる改正により、2025 年以降は 300 m²未満の非住宅、全規模の住宅にまで省エネ基準への適合が求められることになる。さらに容積率の緩和等を受けられることができる誘導目標は、非住宅・住宅ともに ZEB 水準³まで引き上げられている。2050 年のカーボンニュートラルの実現に向けて着々と規制強化が進むことは、不動産 AM やその資金の出し手に対してのプレッシャーになると考えられる。

² 同調査における「一般機関投資家」とは生保・損保・信託銀行・銀行等の機関投資家を指す

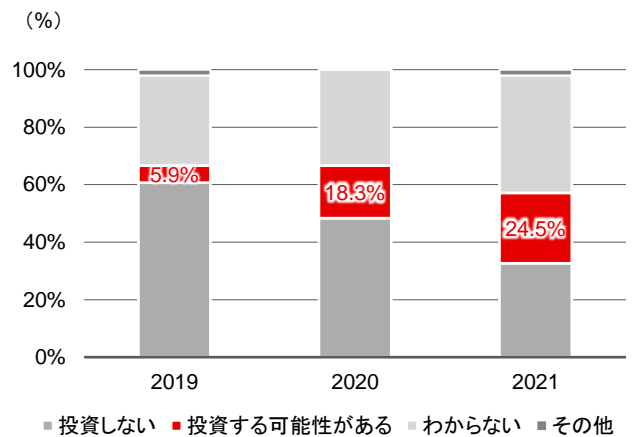
³ ZEB とは Zero Energy Building の略称であり、経済産業省資源エネルギー庁「ZEB ロードマップ検討委員会とりまとめ」では、年間のエネルギー消費量の収支をゼロとすることを「目指した」建築物としている。定量的には、基準となるエネルギー消費量から、非住宅の場合は▲30~40%、住宅の場合は▲20%を超えるエネルギー消費量削減を実現する建築物を指す。
世界が進むチカラになる。

図表 2: 不動産 AM の ESG への取り組み方針の背景



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

図表 3: 他の同等の投資対象よりも低いリターンが期待される場合でも、不動産の ESG 投資を行う可能性（一般機関投資家）



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」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

図表 4: 建築物省エネ法改正のポイント

全ての新築住宅・非住宅に省エネ基準適合を義務付け

※中小工務店や審査側の体制準備等に配慮して十分な準備期間を確保しつつ、2025年度までに施行

現行	改正後	
	非住宅	住宅
大規模 (2,000 m ² ~)	適合義務	届出義務
中規模 (300 m ² ~2,000 m ²)	適合義務	届出義務
小規模 (~300 m ²)	説明義務	説明義務

改正後	改正後	
	非住宅	住宅
大規模 (2,000 m ² ~)	適合義務	適合義務
中規模 (300 m ² ~2,000 m ²)	適合義務	適合義務
小規模 (~300 m ²)	適合義務	適合義務

誘導基準の強化 (省エネ基準と比較した誘導基準の環境性能)

非住宅	▲20%	非住宅	▲30~40% (ZEB 水準)
住宅	▲10%	住宅	▲20% (ZEB 水準)

出所 国土交通省公表資料を基に三菱UFJ信託銀行が作成

バリュエーションへの反映は限定的だが投資用不動産での ESG 配慮が進む

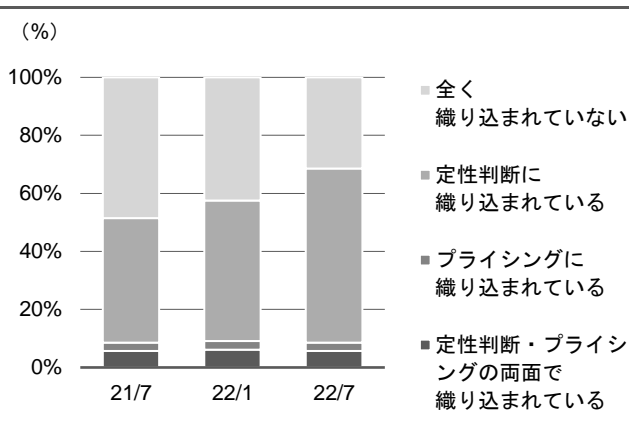
資金の出し手からの要請、環境に関する規制の強化などを受け、不動産 AM の ESG 配慮への取り組み姿勢が積極化していることを確認したが、現状では不動産取得時のバリュエーションへの反映は限定的と言えるようだ。

不動産取得時のバリュエーションに関しては、図表 5 の通り、ESG 配慮が投資評価システムに織り込まれている場合でも、ほとんどの場合は定性判断のみであることがわかる。ESG 配慮をプライシングまで織り込んでいる割合はわずか 1 割程度である。不動産の取引価格や賃料には、現時点では ESG 配慮が反映されにくいことが背景にある。

ザイマックス不動産総合研究所の調査⁴では、2017年1月から2018年12月の、東京オフィス市場における環境認証 (CASBEE・CASBEE 不動産・DBJ グリーンビルディングのいずれか) の新規賃料への効果は+2.0%とされている。しかし、図表 5 の結果や弊社の不動産 AM 等へのヒアリングによれば、足許では市場参加者の“実感”は未だに乏しいようである。

ただし、不動産 AM が運用する不動産での ESG 配慮の取り組みに関しては、足許で進捗が見られている。図表 6 の通り、照明機器の LED への交換などの設備更新は 80.0%、再生エネルギーの外部調達、環境性能向上への貢献が大きい空調設備・昇降機の交換などの工事も直近の調査で回答割合が 51.4%まで上昇している。リニューアル工事については、投資採算にも影響しやすく、不動産 AM の慎重な姿勢が見られる。しかし、リーシングへの効果等を勘案しつつ、

図表 5: 不動産 AM の ESG 配慮の投資評価システムへの反映状況

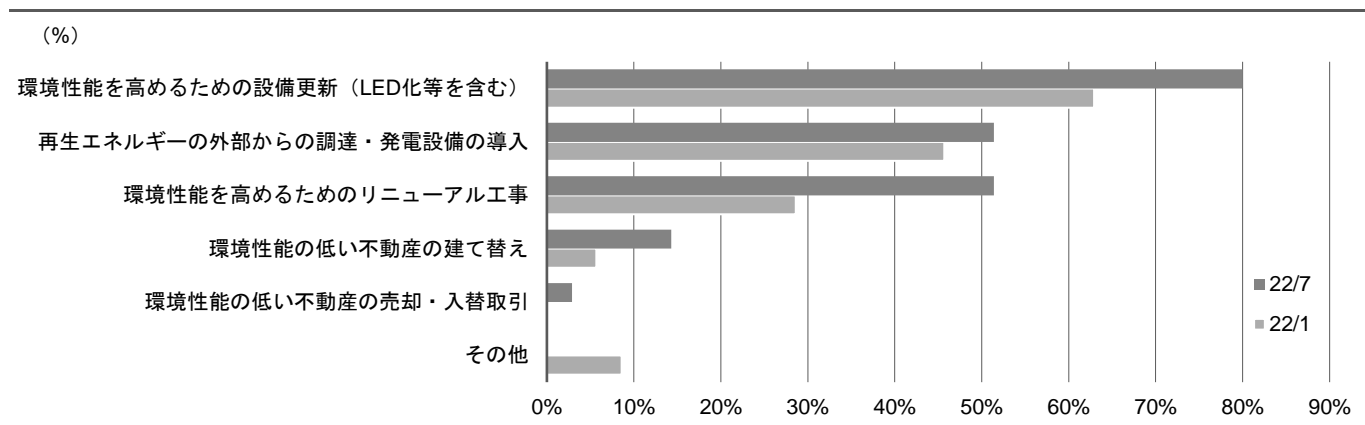


出所 三菱UFJ信託銀行「私募ファンド調査」

⁴ 詳細はザイマックス不動産総合研究所「東京オフィス市場における環境不動産の経済性分析 (2019年)」をご参照
世界が進むチカラになる。

設備更新時に環境性能の高い設備等への交換を進めているようだ。

図表 6: 不動産 AM が投資用不動産に対して実際に取り組んでいる環境配慮への取り組み



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

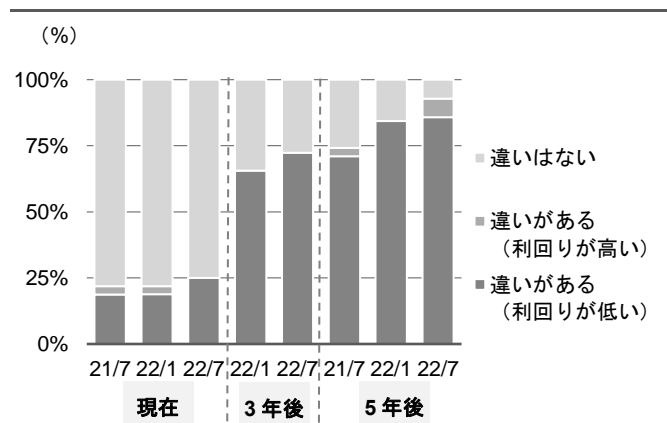
3年後にはキャップレートへの反映を見込む不動産 AM が過半

投資用不動産に対して ESG 配慮を進めるのは何故だろうか。この理由として、将来的にはバリュエーションへの反映を見込んでいることが挙げられる。

図表 7 および図表 8 は、ESG 配慮がされたオフィスビルとそうではないオフィスビルのキャップレートに関するアンケート結果である。現時点では ESG 配慮がされたオフィスビルのキャップレートが低いと考える不動産 AM は 25.0% に限られる。しかし、3 年後、5 年後については、キャップレートへの反映を見込む不動産 AM が過半となり、そのキャップレートへの影響の程度も大きくなることが想定されている。

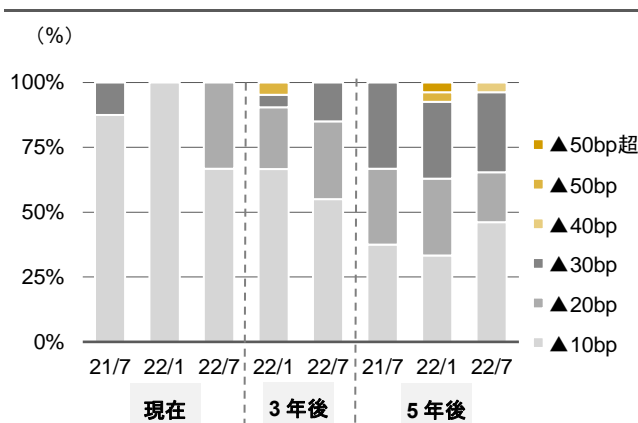
ESG 配慮がされたオフィスビルとそうではないオフィスビルの取得時キャップレート

図表 7: 違いの有無



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

図表 8: 違いの程度



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

世界が進むチカラになる。

図表 9 は、不動産 AM が ESG 配慮がされたオフィスビルのキャップレートが低くなると考える理由である。上位回答は「不動産投資市場において ESG 配慮があるオフィスビルの需要が強まることを見込むため」、「テナント企業が ESG 配慮がないオフィスビルへの入居を避ける傾向が強まることを見込むため」の 2 つである。

前者は、不動産投資市場における市場参加者の需要に関する要因であり、ESG 配慮がされたオフィスビルを市場参加者が将来的に好んで取得するであろうという不動産 AM の予想を示している。後者は、リーシング市場におけるテナントの需要に関する要因であり、テナントが ESG 配慮がされたオフィスビルに好んで入居するであろうという予想を示している。

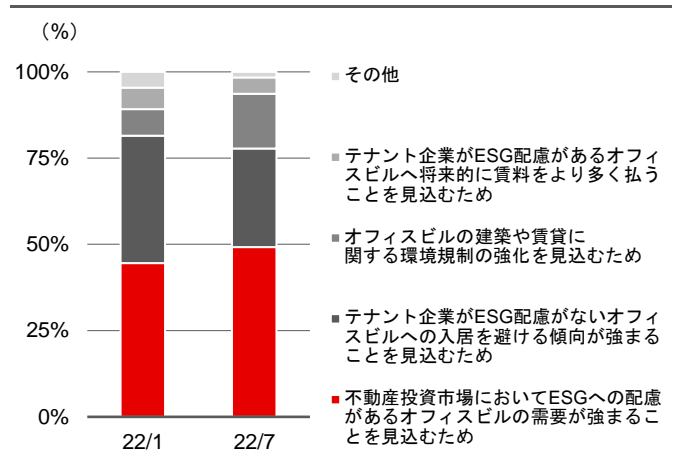
「テナント企業が ESG 配慮があるオフィスビルへ将来的に賃料をより多く払うことを見込むため」等の回答割合が低いこと等を鑑みると、ESG 配慮がグリーン・プレミアム（加点要素）になると考えるよりも、ESG 非配慮がブラウン・ディスカウント（減点要素）に繋がると考えているように推測される。実際、弊社の不動産 AM へのヒアリングでは、「将来的には、環境配慮型の建物が当たり前となって、そうではない建物が投資市場、リーシング市場で見向きされなくなるのではないかと危惧している」といった声が聞かれた。

ESG 非配慮は不動産投資市場でリスクと見做されている

本稿のまとめとして、図表 10 では不動産 AM の想定する不動産価格への ESG 配慮の影響を整理した。不動産価格の算出方法の一つである収益還元法（直接還元法）に基づき、不動産価格のそれぞれの構成要素に不動産 AM へのアンケート結果を当てはめている。

これまでの議論のように、不動産 AM は ESG 非配慮が不動産投資のリスクプレミアムを高めることを想定している。リーシング市場において、「入居していたビルが環境認証を取得していないため移転に至った」、「新築ビルでは標準的に高い環境認証を受けており、それらはもはや差異化要素ではない」といった声を聞く例も増えてきた。不動産 AM が感じる ESG 非配慮のリスクはこういった外部環境の変化に根差していると思われる。

図表 9: ESG 配慮がされたオフィスビルの取得時利回りが低い理由



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

世界が進むチカラになる。

図表 10: 不動産価格への ESG 配慮の影響

	構成要素	コメント
分子	+NOI 等の収益指標	• 現在は賃料等への反映は限定的で、不動産 AM の投資評価システムでも反映が限定的 (図表 5)
分母	+リスクフリーレート	-
	+リスクプレミアム	• リーシング市場で ESG 配慮がない不動産がテナント企業に将来避けられると見る市場参加者が多い (図表 9) • 不動産投資市場で ESG 配慮がある不動産の需要が高まると見込む市場参加者が多い
	▲NOI 等の成長率	• 賃料の今後の成長を利回りの低下要因として考える市場参加者は少ない (図表 9)

出所 三菱 UFJ 信託銀行

三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部
船窪 芳和

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。

弊社はいかなる場合においても、本資料を提供したお客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。

上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。

世界が進むチカラになる。