

アナリストの眼

J-REITにおけるESGの取り組みについて

【ポイント】

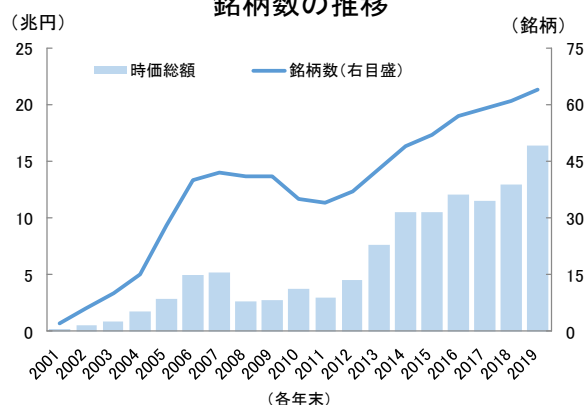
1. J-REITにとって、持続可能な社会の発展を目指すESGの取り組みは、投資口価格を維持するインセンティブも加わり、重要である。
2. J-REITによるESGに対する具体的な取り組みは多岐にわたり、多様性が認められる社会・公正な社会・持続的な社会を目指している。
3. ESG活動による持続的な社会の実現は優先度の高い命題であるが、コスト意識を常に備えておく必要がある。
4. コロナ禍での社会の要求に柔軟に対応できれば、需要回復期に競争優位性を発揮できるだろう。

1. J-REITにおけるESGの重要性について

2019年末時点で東証に上場しているJ-REIT（不動産投資法人）の銘柄数は64銘柄、時価総額合計は約16兆円である。図表1の通り、J-REITは時価総額・銘柄数ともに増加傾向である。金利の上昇が見込みにくい中、J-REITは今後も重要な投資対象となるだろう。このような状況下、国内株式と同様にJ-REITにおいても、E（環境）S（社会）G（ガバナンス）の重要性が増している。ESGは短期的な利益のみを追求するのではなく、持続可能な社会の発展を目標としている。消費者、なかでも若年層で徐々に浸透しており、企業や投資家にとっても無視できなくなっている。ESGの裾野は広がっており、J-REITでもESGの取り組みは活発になっている。

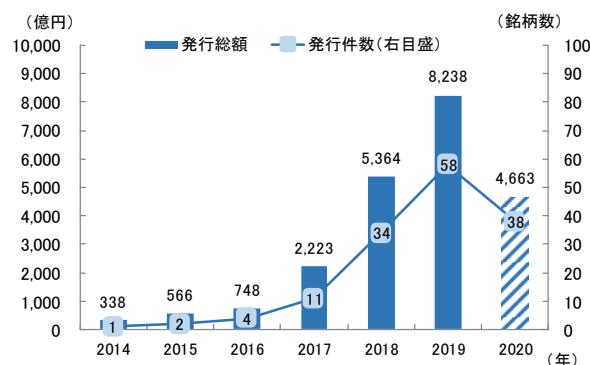
近年、環境分野への取り組みに特化した資金を調達するためのグリーンボンドは、図表2で示す通り発行額が増加傾向にあるが、2018年5月にはJ-REITでも初めて発行されており、5年債80億円で利率は0.21%と同時期の同社の普通債と比較し、低金利での起債で資金調達に有利に働いた。また、2020年7月には日経ESG-REIT指数の算出が開始された。第三者（評価総額最大手級のGRESB）によるESG認証状況によりESG係数が決定され、指数組入

図表1. J-REIT時価総額・銘柄数の推移



(資料)不動産証券化協会より富国生命作成

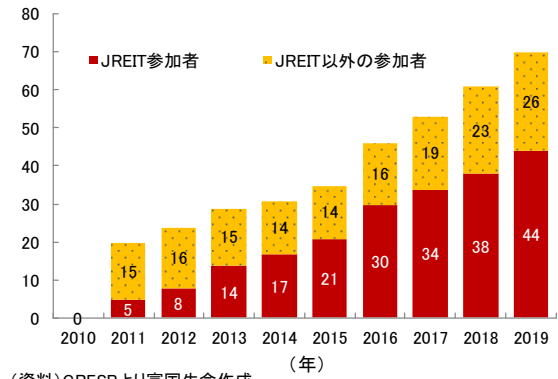
図表2. 国内企業等によるグリーンボンドの発行推移



(資料)環境省より富国生命作成
(備考)2020年は8月まで

比率が変わる。指数連動のETFや私募投信が設定された場合、組入比率が高いほど需要は増すため、投資口価格（株式にとっての株価）が維持されやすいといえよう。J-REITは国内株式と異なり、公募増資が比較的多く、増資の際には購入物件や想定利回りが判明しているケースが多い。投資口価格が高ければ、より多くの資金調達が可能になり、分配金の押し上げ効果が期待できる。このようにJ-REITにとってESGに取り組むことは社会への貢献に加えて、資金調達の巧拙に直接関わってくる場合がある。実際、J-REITによる、決算説明会や決算説明資料でのESGの取り組みに対する言及やGRESBの参加者は年々増加している（図表3）。

図表3. GRESB参加者数の推移



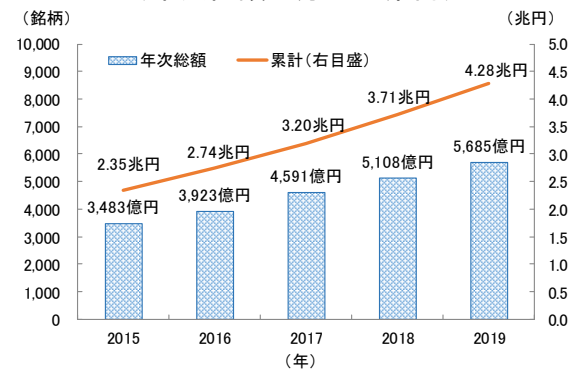
2. J-REITが取り組むESG活動

J-REITが保有する主要アセットはオフィス、住居、商業施設、物流施設、ホテルである。各々のアセットにより違いはあるが、J-REITによるE（環境）・S（社会）G（ガバナンス）に対する具体的な取り組みは多岐にわたり、多様性が認められる社会・公正な社会・持続的な社会を目指している。

J-REITは保有物件の環境（E）配慮性の向上に取り組んでいる。具体的には、照明のLED化・壁面や窓の遮熱性能の向上・太陽光発電の利用やスマートビル化による効率的なエネルギー利用などを実施しており、省エネルギーや温室効果ガス排出量削減に貢献している。また、建物管理者として、ごみ発生の抑制推進や、グリーンリース（賃貸借契約上でテナントの省エネを義務化し、その分の賃料を減額する制度）の導入等を行い、省資源・廃棄物削減を実現している。

社会（S）活動は、物件のバリューアップやステークホルダーとの関わりを通じて実施される。具体的には、共有スペース等のユニバーサルデザインの実現・複数言語への対応・地域イベントの主催や参加などにより、ダイバーシティの推進や地域社会に貢献している。また、J-REITは利益のほぼ全額を分配金として投資家に還元することにより法人税が免除されている。高水準な分配金の維持（図表4）は国民の資産形成を広く支えており、社会への貢献ともいえるだろう。

図表4. J-REITの分配金総額の推移
（年次総額・分配金累計）



ガバナンス（G）については、スポンサー等と投資家の利益相反が議論される。特に不当に高い価格での物件取得に対して投資家は敏感である。J-REITは詳細な情報開示や投資口価格連動型報酬の導入、取締役構成の厳正化により利益相反を防ぐよう取り組んでいる。また、内部告発者保護制度を設け、更なるガバナンスの強化を図っている場合もある。投資家の議決権行使基準は厳格化が進んでおり、杜撰なガバナンス体制では会社提案への賛成票を得るのは難しいだろう。

3. ESG 活動によるリターンとコスト

前述の通り、J-REIT は ESG への取り組みにより、有利な条件での資金調達や投資口価格の維持等を実現させる可能性がある。中でも、時価総額が大きく ESG を重視する海外投資家の保有比率が高い J-REIT にとっては、環境認証の取得による資金流入の影響は相対的に大きいだろう。依然として J-REIT の海外投資家の保有比率は高い (図表 5)。また、物件の高稼働率の維持による賃料増額や省エネルギーによる光熱費等のコスト削減というキャッシュフローの押し上げ効果も期待できる。ESG 投資を重視する金融機関や低コスト志向の企業の入居により物件の高稼働率の維持が可能であろう。さらに、物件のバリューアップやキャッシュフローの押し上げはファンドや不動産会社への高値での売却を可能にする場合がある。現在、ESG 物件であっても他物件と同等に鑑定評価されているが、エネルギー消費や耐久性の面において優位性が認められれば、将来的に不動産評価の際にプラスに寄与するかもしれない。ESG 認証の社会貢献性の認知度が高まれば、さらなるリターンも期待できる。

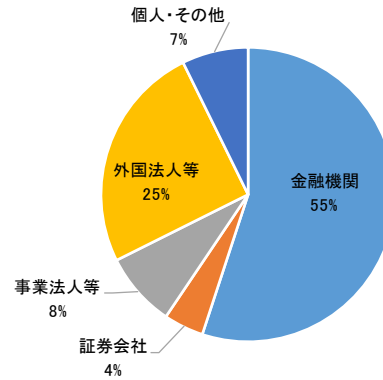
一方で、ESG の取り組みにはコストが発生する。例えば LED 照明への取り換え費用、施設拡充による費用、環境認証制度の申請コスト等が考えられる。このようなコストに対して、見合ったリターンが得られるかという議論は難しい。賃料の増額という形でのリターンでは、先行研究によると ESG 評価の高い不動産はより高い賃料を得ている。ただし、あくまでも因果関係ではなく、相関関係なので今後のサンプル数の増加による後続研究に期待する。注意すべきは、ESG を重視するあまり、費用が増加し収益が圧迫され、分配金の減少や継続的企業活動が困難になるというような事態が発生することである。このような事態は投資口価格の最大化という J-REIT の最大の使命と相反することになる。ESG 活動による持続的な社会の実現は優先度の高い命題であるが、コスト意識を常に備えておく必要がある。環境認証等の ESG 活動により定量的な賃料増額の成果を示すなど、財務面のリターンを開示することも今後求められてくるだろう。

4. 今後の J-REIT における ESG について

昨今のコロナ禍により、J-REIT を取り巻く環境は大きく変化しており、収益環境の不透明感は強くなっている。働き方の変化によるオフィス需要の減少やインバウンド需要剥落による商業施設・ホテルの収益悪化が度々話題に上がる。実際、オフィス空室率の上昇や訪日客数の大幅な減少を記録し、減配を発表する J-REIT もある。そのような状況下で各アセットはコロナ禍に対応した変化が求められている。オフィスビルでは従業員の働き方の変化への対応、住宅ではテレワークの推進により働きやすい空間が求められている。商業施設では飲食店でのソーシャルディスタンスの対応、物流施設ではより一層の効率化、ホテルでは検温・消毒の実施や空室のテレワーク活用等が求められている。これらはポストコロナの新基準として広く一般的になり ESG の評価基準に導入される可能性がある。J-REIT は環境や社会の求めに対して素早く対応していくことが今後より一層求められるだろう。このような厳しい環境下ではあるが、ESG 活動の S (社会) の取り組みともいえる、コロナ禍での社会の要求に柔軟に対応できれば、需要回復期に競争優位性を発揮できるだろう。

(株式会社グループ 辻本 賢太)

図表 5. 投資部門別 J-REIT 保有比率



(資料) 東京証券取引所より富国生命作成
(備考) 2020年2月末時点