

CREマネジメント研究部会

ESG不動産の 価値評価について

— 直近動向や先進研究に学ぶ —



堀 雅木 (部会長)
第一生命保険株式会社
不動産部長
認定ファシリティマネジャー



吉田 淳 (部会員)
株式会社ザイマックス不動産総合研究所
主幹研究員
認定ファシリティマネジャー

1. はじめに

多くの組織や企業が ESG (E:環境、S:社会、G:ガバナンス) や SDGs (持続可能な開発目標) などの社会課題解決に向けた取り組みを加速させている。なぜなら、社会課題解決に配慮のないビジネスを世の中が認めにくくなってきているからだ。ESG や SDGs などの非財務価値は見えにくく、評価しにくい。一方、「非財務価値は中長期的な財務価値を高め、総合的な企業価値向上に寄与する。」に真っ向から反論する人も今の世の中多くはないであろう。

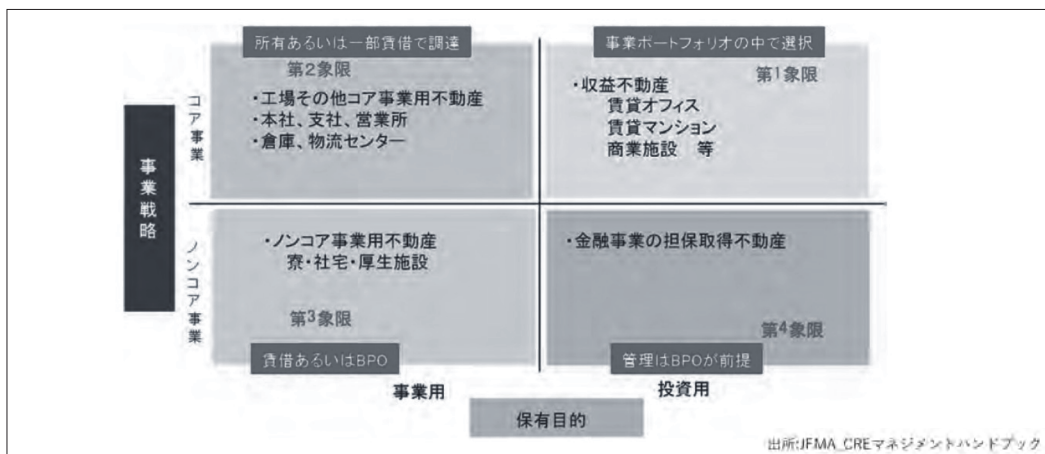
この認識のもと、われわれ CRE マネジメント研究部会では、2022 度の重点テーマとして、「ESG 不動産の価値評価」について取り上げることとした。直近事例や先進研究に学び、ESG などの非財務価値の定量化・可視化に関する研究の最新の第一歩となることを目指した。また、将来的には、CRE の戦略的マネジメントを通じて、短期的な財務価値への貢献に留まらず、中長期的な財務価値となり得る社会価値創造につなげるという“新しい CRE マネジメント”への展開を企図している。

CRE マネジメントとは、「企業不動産について、“企業価値向上”の観点から経営戦略的視点に立って見直しを行い、不動産投資の効率性を最大限向上させていこう」とする取り組みであり、企業の経営戦略や財務状況を踏

まえて、不動産の取得、開発、運用、改廃などさまざまな選択を行う。

図表 1 は「事業戦略」と「保有目的」で分類した CRE のポートフォリオの例であるが、第 1 象限は企業の経営戦略において投資用不動産事業の位置付けの中で選択されるものである。また、第 2 象限は本業の施設であり、事業用の必要インフラを提供するものである。一般的に FM や CRE が対象とする施設の範囲は、事業用途のファシリティの場合が多いが、ESG などの非財務価値評価については、投資判断の共通言語として、投資用不動産の事例や研究が相対的に多いのが実態である。

これらを踏まえ、本稿では、CRE を用途別に見た時に最も割合が多いオフィスを対象とし、ESG 不動産の価値評価について、まずは CRE における投資の観点 (第 1 象限) から見ていくこととする。直近動向や先進事例を基に、ESG 不動産の価値評価手法について確認したうえで、ESG 不動産の経済性分析の実証研究についての現状を整理する。ビルオーナーとテナントの関係は表裏一体であり、投資サイドの評価手法は利用者サイドにとっても非常に参考になるものと思慮する。その上で事業の用に供する CRE について利用者の観点 (第 2 象限) から、企業が ESG や SDGs に注目する意味について考察していく。



図表 1 CRE のポートフォリオマネジメントの例

2. 投資用不動産におけるESGの重要性

初めに、CREにおける投資の観点からESG不動産について見ていくこととする。

近年、投資用不動産においてESGがその重要性を増す背景として、投資アセット全体におけるESG投資の加速度的な拡大が挙げられる。

図表2に示す通り2006年に国連がPRI（責任投資原則）を提唱して以来、ESGの要素を投資判断に組み込む動きが活発化し、今やESGは世界の投資市場で確実に定着したと言えよう。PRI署名機関は全世界において、2022年6月時点で4,979社（うち日本117社）を数え、その資産残高は120兆ドルを超えている。

不動産セクターのESG配慮を測るベンチマーク評価であるGRESBへの日本からの参加も年々増加し、2021年には109社に達した。2014年にはRE100が開始し、2015年にはSDGsが採択され、同年12月にはパリ協定が合意されている。また、銀行の事業戦略とその実践を、SDGsなどの世界共通の社会的目標と整合性を持たせるための枠組みである責任銀行原則や、気候変動問題に特化したTCFDや2050年カーボンニュートラル宣言など、ESG不動産を取り巻く状況は刻々と変化しており、ESG市場環境、投資家の意識変化の波が高まっている。

さらに、UNEP-FI（国連環境計画・金融イニシアチブ）は、SDGsの達成にあたって公的資金だけでは年間約2.5兆ドル不足すると予想し、より多くの民間資金流入が必要と指摘した。そのための枠組みとして、財務的リターンと並行して社会的インパクトを同時に生み出すことを企図する「ポジティブ・インパクト投資」を提唱し、2018年には、不動産投資家向けにポジティブ・インパクト不動産投資フレームワークをリリースしている（図表3）。このフレームワークでは、不動産投資における意思決定を、社会的な要素を

含む22のインパクトカテゴリーに対応させ、ポジティブとネガティブ両面のインパクトで評価している。企業の事業活動の基盤であるオフィスビルは、環境だけでなく、雇用・健康・人権・伝統など社会的、経済的なインパクトが大きい。したがって、ESGに配慮したオフィスビルに対する投資は、まさに拡大を続けるESG投資の発展形であるポジティブ・インパクト投資となり得る。

3. ESG不動産投資拡大に向けた課題

環境（E）だけではなく社会（S）を意識した取り組みが、わが国においても見られるようになってきたものの、ESG不動産投資の拡大については、いくつかの課題が指摘されている。

国土交通省は、2021年に「不動産分野の社会的課題に対応するESG投資促進検討会」を立ち上げ、不動産のS（社会課題）における評価手法や項目の整理を行っている。同検討会では、機関投資家、地域金融機関、事業者、個人投資家がより多くの投資を振り向けられるような環境整備の必要性を指摘している。

堀江らは「ポジティブ・インパクト不動産投資の拡大にあたっての課題（2021年）において、“日本固有の社会課題を検討する必要性”、“開示における透明性と指標設定の難しさ”、“多様なイニシアティブ、フレームワークの連携・標準化”の3つを挙げている。

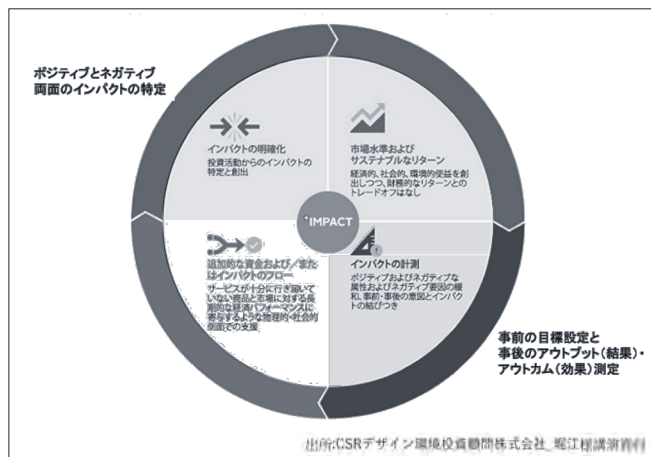
これらの課題指摘から、ESG不動産の投資拡大に向けて現在求められているのは、不動産投資事業者と機関投資家及び金融機関との間の「共通言語」の整備あり、具体的な共通言語として次の2つが考えられる。

1つ目は、ESGについての客観的な評価手法と指標の確立である。特に、社会（S）への取り組みの有効性は、環境（E）に比べて明確な数値基準に乏しく、取り組み内容も多岐にわたる。

2006		責任投資原則 PRI: Principle for Responsible Investment	国連事務総長が金融業界に対して提唱 ESG要素の組み込みにより長期リスクの低減と持続 可能な収益を得るための投資手法
2009		GRESB グローバル不動産サステナビリティベンチマーク	不動産ESG投資の推進役 ヨーロッパからスタートしたが、 現在はグローバルスタンダードに
2014		RE100	企業が自らの使用電力を100% 再生可能エネルギーで賄うことを目指す 国際的な取組み
2015		パリ協定	気候変動対策の国際的枠組みにより、 今世紀後半の「脱炭素化」を目指す 各国は5年ごとに目標を提出
2015		持続可能な開発目標 SDGs	2030年までに持続可能でより良い世界を目指す 国際目標 17のゴールと169のターゲットから構成
2017		TCFD 気候関連財務情報開示タスクフォース	TCFDフレームワーク「物理・移行リスクと機会」 は不動産を直撃
2019		責任銀行原則 PRB	化石燃料へのファイナンスがNG サステナブルなビジネスがファイナンスを受けら れる時代
2020		EUタクソノミー	EU目標2050年正味カーボンニュートラルを実現するための適切な 投資分野を分類・特定する仕組み。EUタクソノミーで開示すること はその経済活動が環境的に持続可能だと証明することにつながる。 グリーンウォッシュを防ぐ狙いもあり、アジアも追随しつつある。
2020		「2050年カーボンニュートラル」を宣言	

出所:三井住友信託銀行・成田様講演資料

図表2 不動産ESG・世界の動向



図表3 ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワークの投資目標

2つ目は、経済的価値いわゆる財務価値の測定である。CREにおける投資用不動産の観点では、ESG不動産投資拡大には、ESGのための追加投資によって「より高い賃料が得られる」「稼働率がより安定する」「収益の変動幅をより小さくできる」「より高い価格で評価・売却される」といったベネフィットが得られるかが極めて重要であり、これを実証的に示すことが求められる。

4. ESG不動産の品質を客観的に評価するツールについて

ここからは、不動産投資事業者と機関投資家及び金融機関との間の「共通言語」の1つ目である客観的な評価手法の整備に向けた取り組みについて整理する。

ESGについての評価手法の一つとして、一定の環境性能を有する建物を評価するラベリング制度が挙げられる。図表4に環境性能評価・認証の例を示す。

建物自体の性能を総合的に評価する認証としては、米国のLEEDや英国のBREEAM、日本ではCASBEE (Comprehensive Assessment System for Built Environment Efficiency: キヤスビー) が普及しており、デファクトスタンダードとして知られている。

2018年3月に国土交通省は「健康性、快適性等に関する不動産に係る認証制度のあり方についてのとりまとめ」を公表した。これはESG投資が欧米を中心に世界的潮流となりつつある中で、不動産そのものの環境負荷の低減だけではなく、働く人の健康性や快適性等に優れた不動産への注目が高まっているとして、新しい認証制度のイメージや、ESG不動産投資の基盤整備に向けた今後の方向性を示したものである。具体的には、このとりまとめに対応してCASBEE-

	総合型	特化型	
		ウェルネス	エネルギー
建物自体の性能を評価	LEED BREEAM CASBEE* DBJ Green Building認証	WELL Building Standard Fitwel CASBEE-ウェルネスオフィス	Energy Star EPC BELS
街区・都市などを評価	CASBEE-街区	—	—
所有・運用する企業等を評価	GRESB	—	—

*CASBEE-建築(新築・既存・改修)、CASBEE-戸建、CASBEE-不動産など 出所:ザイマックス不動産総合研究所
図表4 環境性能評価・認証の例

Cash Flow Parameter 指標	Effect 効果	Range 範囲	Mean 平均値	Median 中央値	References 参照論文数
Rental Income 賃料収入	Increased 増加	0.0%~23.0%	6.3%	4.6%	26
Occupancy 稼働率	Increased 増加	0.9~17.0%	6.0%	4.3%	7
Operating costs 運営コスト	Inconclusive 決定的でない	-14.3%~25.8%	-0.4%	-4.9%	5
Yield (risks) 利回り(リスク)	Decreased 減少	0.36%~0.55%point	0.46%point	0.46%point	2
Sales price 販売価格	Increased 増加	0%~43.0%	14.8%	14.1%	21

出所: Leskinenら(2020).A Review of the Impact of Green Building Certification on the Cash Flows and Values of Commercial Properties.
図表5 グリーン認証が商業用投資物件のキャッシュフローパラメータと販売価格に与える影響

ウェルネスオフィス(CASBEE-WO)が開発されている。この他、ウェルネスを評価するツールとして米国のWELL認証、Fitwelなどがある。また、日本ではエネルギーに特化したBELS(建築物省エネルギー性能表示制度)が普及している。

5. 環境不動産、ウェルネス不動産の経済性分析

次に、不動産投資事業者と機関投資家及び金融機関との間の「共通言語」の2つ目であるESG不動産の経済性についての実証研究について整理する。

これまで、Millerら(Does green pay off?, 2008)、Eichholtz, Quigley(Doing Well by Doing Good? Green Office Buildings, 2010)といった先駆的な研究が、環境不動産の経済性に関する重要な洞察を提供した。以降も世界各国で環境認証の経済性に関する研究が盛んに行われている。図表5は不動産金融系のトップジャーナルに掲載された論文を整理したLeskinenら(2020)によるレビューで、賃貸収入については26本の論文の中央値が4.6%の増加、キャップレートは0.46ポイントの減少、売買価格は21本の論文の中央値が14.1%であったとまとめられている。

日本においても、環境認証を取得するオフィスビルと、そうでないオフィスビルの経済性比較に関する実証分析が行われ、研究結果の多くで、環境認証が賃料や価格に対し、ポジティブな効果、一定の相関関係を持つことが示されている。(図表6)

スマートウェルネスオフィス研究委員会(2014年)は、CASBEE認証物件はそうでない物件にくらべ賃料が+564円/坪(3.64%相当)高いと評価した。ザイマックス不動産総合研究所は2014年の東京23区オフィスマーケットにおいて、環境認証を持つオフィスビルはそうでないビルに比べ、立地や規模、新しさ、設備などの影響を取り除いても

	研究組織	年度	認証制度	賃料上昇率等効果
環境 (E)	スマートウェルネス オフィス研究委員会	2014	CASBEE 有無	+3.64%(+564円/坪)
	ザイマックス総研	2014 2018	環境認証	+4.4% +2.0%
	日本不動産研究所	2016 2017 2018 2019 2020	DBJグリーン 認証	+11.4% +15.6% +8.5% +3.4% (キャップ▲7.5bp) +4.7% (キャップ▲11.5bp)
	国土交通省	2002- 2020	CASBEE 有無	(キャップ▲2.4%)
	三井住友信託銀行等	2022	環境認証	+4.6~2.8%
社会 (S)	研究者(林ら)	2021	CASBEE-W	+5.3%
	UNEP-FI	2021	WELL	+4~7%
	ザイマックス総研	2021	CASBEE-W	+6.4%

図表6 環境等認証取得がもたらす賃料上昇等の効果 出所: 各種文献より堀 雅木作成

新規賃料が 4.4% 高い、2018 年 2.0% 高いことを確認した。日本不動産研究所は、J-REIT オフィスビルにおける DBJ グリーンビルディング認証物件は、そうでない物件に比べ、賃料が 15.6%(2017 年度)、8.5%(2018 年度)、3.4%(2019 年度)、4.7%(2020 年度)、4.6%(2021 年度) 高く、キャップレートが 7.5bps(2019 年度)、11.5bps(2020 年度) 低いという研究を公表している。国土交通省は、2002~2020 年の J-REIT オフィスのうち CASBEE-不動産認証を持つ物件のキャップレートが、2.4% 低いとしている。三井住友信託銀行と三井住友トラスト基礎研究所(2022 年)は共同で、環境認証取得前後のオフィスの賃料単価を比較し、最高ランク取得では 4.6%、3 番目のランクでは 2.8% 上昇したという調査結果を公表している。

ウェルネスオフィスの経済性については、久保ら(2021 年)は物件の募集情報を基にウェルネス性能を評価し、CASBEE-ウェルネスオフィスのスコア 1 点あたりの賃料プレミアムを 234.2 円/坪と推定し、林ら(2021 年)は、企業が +5.3% の追加支払意思があることを示した。UNEP FI の不動産 WG が 2021 年 3 月に発行したレポートによれば、健康認証を取得したオフィスビルは 4 ~ 7% 高い賃料を獲得し、建物所有者の約半数が健康的な建物は従来の建物に比べて早くリースが決まったと報告した。また、ザイマックス不動産総合研究所(2021 年)は実際に CASBEE-ウェルネスオフィスの認証を取得した物件のデータを用いて、新規成約賃料が +6.4% 高いとの研究成果を公表している。

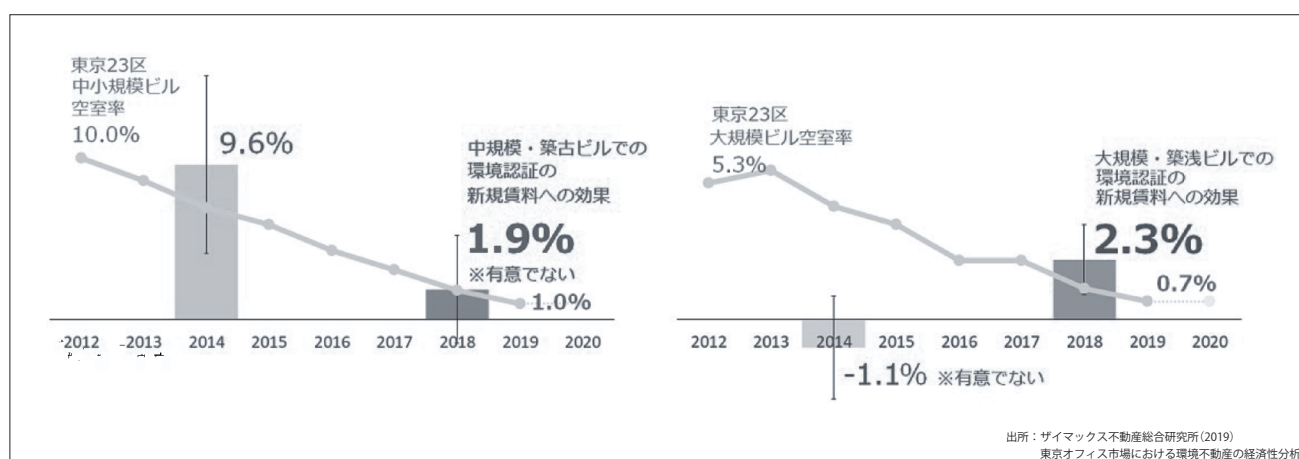
これらの動向を踏まえ、不動産鑑定評価とは別に、ESG 不動産の価値評価を独自の手法で積極的に進める事業会社も出始めた。第一生命保険は、2021 年 6 月に不動産運用における ESG 投資の高度化として、投資基準(ハードルレート)への環境・社会要素の組み込みを通じてさらなる ESG 投資を推進している。CASBEE や LEED といった環

境認証取得物件だけでなく、それらと同等の効果が見込まれる木造・木質化建物等の物件についてもハードルレートを引き下げることを可能としている。

これらのオフィス市場における環境経済価値の分析にあたっては、テクニカルなデータの「品質調整」を行う。環境認証を持つオフィスビルと環境認証を持たないオフィスビルを比べると、環境認証を持つ方が、築年が浅く延床面積が大きい傾向にある。このような場合、単純に賃料の平均値を比べ、その差をもって環境認証の経済的効果とするのは適切ではない。立地や築年数、規模などの属性(品質)を調整したうえで、環境認証が賃料へ及ぼす効果を測定する必要がある。この問題に対しては、「ヘドニック・アプローチ」を用いて品質調整済みの環境認証の効果を測定することができる。ヘドニック・アプローチは、回帰分析のテクニックを利用した分析手法で、政策やインフラ建設の経済的効果の測定などで広く用いられている。

また、「セレクション・バイアス」の問題もある。これは市場構造が異なるデータを一緒くたにして分析してしまうために発生する。よって対処としては、「同じような市場構造を持つグループごとにサンプルを分割する」ことで解決できる。

図表 7 は、同じような市場構造を持つグループに分割を行い、そのうえで各グループについて品質調整を行うという手順を取った事例で、中規模・築古グループと大規模・築浅グループにおける環境認証の新規賃料への効果を見たものである。2014 年の時点では中規模・築古グループで強いプラスの影響が確認されたが、2018 年時点では大規模・築浅グループでプラスの影響が確認されている。この期間はオフィス市況が借り手優位から貸し手優位へと変動した期間であり、需給のひっ迫を受けて競争力が低い物件でもテナント誘致が容易になったことが影響していると思われる。(図表 7)



図表7 中規模・築古グループと大規模・築浅グループにおける環境認証の新規賃料への効果

図表8はCASBEE認証数の推移である。ここ数年、環境認証を取得する物件数が増加し、ESG不動産の賃料データなどについても数多く収集できるようになってきていることから、今後幅広くESGが賃料や価格などに及ぼす影響についての調査がさらに進むであろう。ここからは希望的観測ではあるが、上記の経済的調査が進み、投資に対する明確なリターンが確認されれば、ESG不動産への投資は加速度的に普及、拡大していくことが期待でき、そのような状況がかなり近い将来、確実に到来するものと我々は確信している。

また、現時点では、グリーンやウェルネスへの配慮がプレミアム（付加価値）として取り上げられているが、いずれそれらのスタンダード化が進むことで、プレミアムはそう長くは続かず、ブラウン・ディスカウント等のリスクとして顕在化することとなるであろうと推測する。

以上、CREにおける投資の観点からESG不動産の評価について整理してみた。不動産投資にあたって、ESGは避けては通れない概念であると言えるだろう。

6. 不動産を利用する観点からのESG

次に、事業の用に供するCREについて、利用者の観点から、企業がESGに注目する意味について見ていくこととする。

本社や営業拠点などの事業用不動産については、立地性やコストだけでなく、社員の健康、安全、快適性、知的生産性を向上させるワークプレイスとは何かなど、さまざまなニーズによって多様な選択肢がある。組織の経営状況を踏まえて賃借か所有を見極め、効果的なCREを調達すべきである。

図表9は「働き方とワークプレイスに関する首都圏企業調査」で、ワークプレイス戦略の立案にあたって、ポスト

コロナに向けて注力したいテーマについて聞いたものであるが、従業員満足度や人材戦力の強化が、イノベーション促進やDX推進と並んで上位にあることがわかる。

コロナ禍以前よりワークプレイスに関するトレンドの中心は、働き方改革である。諸外国に比べて低いとされるわが国の労働生産性の向上を目指し、長時間労働の是正や多様で柔軟な働き方の実現を目指す「働き方改革基本法」が、2018年に公布されている。コロナ禍をうけ、このトレンドは加速し、2020年初頭の緊急事態宣言により、テレワークが多くの企業で導入され、テレワークの浸透によって、現状のワークプレイスについて、社内外とのコミュニケーション、勤怠や評価などのマネジメント、従業員の心身（ウェルビーイング）の維持、ネットワーク環境の整備、セキュリティの確保、ペーパーレス対応などが課題として共有されるようになってきている。また、コロナ禍を経て、人々の衛生・安全・安心の意識が底上げされ、ワークプレイスにおける感染対策、コミュニケーション、BCP、心身の健康増進への要求が高まっている。

現在、オフィスビルの利用者である企業は、個々の事業環境や価値観に基づき、ワークプレイス戦略の見直しを進めている。ウェルネスオフィスは、快適で健康的な空間、コミュニケーションの場の創出、高度な通信インフラ、耐震性含む災害対応、適切な維持管理計画などを備えており、ポストコロナ時代におけるワークプレイスの課題解決において重要な役割を担うと考えられる。このトレンドを背景に、企業がウェルネスオフィスを求める動きが出てきている。

CRE担当者が、本社等のワークプレイスがウェルネスオフィスであるかのチェックツールとして、前述のCASBEE-ウェルネスオフィスが利用できる。ザイマックス総研が実施した「大都市圏オフィス需要調査2021春」中の、テナ

評価ツール	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	合計	
CASBEE-建築	新築	3	5	7	8	33	29	35	30	33	43	31	41	34	26	28	26	23	39	474
	既存		1				3	3	2		2	2	3	1	1			3	1	23
	改修			1		4			2	1		2			1		2		1	14
CASBEE-不動産 (投資法人による認証)										38 (4)	29 (17)	24 (15)	31 (24)	32 (29)	99 (85)	113 (98)	168 (154)	119 (74)	653 (500)	
CASBEE-街区						1			1		2				2		1		7	
CASBEE-ウェルネスオフィス																18	17	17	52	
年間認証件数	3	6	8	8	37	33	38	34	35	83	66	68	66	60	130	159	212	177	1,223	
参考：自治体届出数	189	466	854	1,197	1,210	1,031	1,773	1,982	2,372	2,826	2,393	2,243	2,626	2,429	2,426	2,210	未集計	未集計	28,227	

出所：JBECSデータによる
千葉大学 林立也准教授の資料より

図表8 CASBEE認証数の推移

ント企業が「メインオフィスを設置する物件に重視する要件」について、上位7項目中6項目がCASBEE-WOの評価項目と一致している（図表10）。CASBEE-WOにおける換気性能（QW1_4.4.1換気量）のレベル4評価基準は「中央管理方式の空気調和設備が設置されている居室の場合には30m³/h人以上を満たす」であり、維持管理レベル（QW4_1.4.2維持管理レベル）のレベル5評価基準は「建築物衛生基準の、空気環境の調整における基準に概ね全て（一部の突発的な影響等による特異値を除外）の計測結果において適合しており、記録が保管されていること」となっている。このように、CASBEE-ウェルネスオフィスの基準は、ユーザーの期待に十分に答えるものであることがわかる。

また、CREがCASBEE-ウェルネスオフィスといった、第三者認証を活用するメリットを考えてみたい。快適性や健康性は実際に入居してみないと確かめられないものもあるため、賃借や自社ビルのウェルネス改修に際して、CRE担当者が間違った判断をしてしまう可能性がある。しかし、ウェルネス性能に関する知見を持った専門家による、一定の基準に基づいた評価システムは、誤判定のリスクを減少させる。また、認証がウェルネスを評価するものとして広く認知されれば、ウェルネス性能に関する情報流通コストが大きく下がることが期待できる。ウェルネス認証というラベルがあることで、意思決定者およびステークホルダーへ客観的に説明しやすくなるほか、企業のCRE担当者は、新しいワークプレイスの働きやすさを経営者やワーカーへ伝えやすくなる。また、企業は自身のワークプレイス整備状況を労働市場や金融市場へアピールする際に材料として用いることができるだろう。

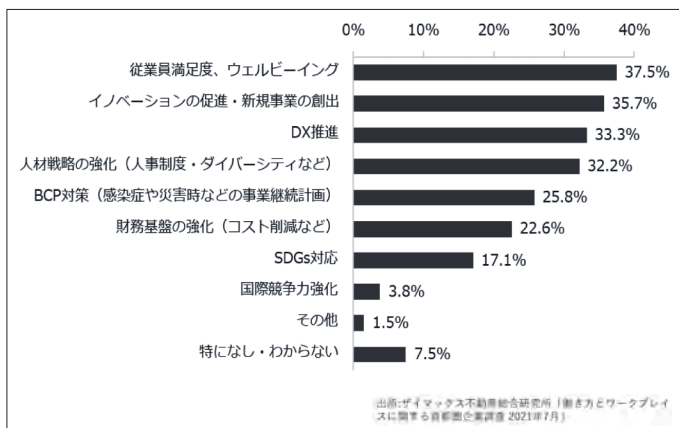
働き方や従業員のウェルネスといった社会（S）への取り組みに加え、環境（E）への取り組みは企業にとって喫緊の課題となっている。2021年6月に改訂されたコーポ

レートガバナンス・コードでは、プライム市場の上場企業に、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言と同等の枠組みに沿った情報開示を求めている。TCFDガイダンスでは、スコープ1、2排出量の開示は必須で、スコープ3排出量も開示が推奨される。

このようなトレンドの中で、2021年9月に環境省が「リーディングテナント行動方針」を策定し2022年1月に初回の賛同者が公表されている。ZEBなどをはじめとする脱炭素化に資する建物へのニーズや、入居後の建物オーナーと協力した脱炭素化への取り組みに対するニーズといった、テナント企業（オフィスを利用する側）の具体的なニーズがまとまって建物オーナー（オフィスを供給する側）へ発信されることで、脱炭素なビルの供給促進につながる事が期待されている（図表11）。また、行動方針には、ほかの建物と比較可能な情報が公開されていることを入居先の検討条件とし、認証などの取得により性能が担保されたビルについては、より優先的に入居先の検討対象とすることが謳われており、認証の取得促進にもつながることが予想される。テナント企業のニーズが明確になる行動方針による働きかけは、不動産マーケットに大きな影響を与えていくと思われる。

さて、ESG不動産に入居する利用者の観点では、ESGへの取り組みは、個別不動産の価値向上というよりも、オフィスが社員の健康、安全、快適さ、知的生産性を向上させるワークプレイスであるのか、そしてそれが、企業の目指すもの（脱炭素方針など）に合致するののかという点にあると考えられる。さらに、その取り組みが、企業価値（株価など）に結びつくのかという課題が、次に浮かび上がってくる。

企業の価値が高いと言われている企業は、PBR（株価純資産倍率）が高い。そして会計上の価値を超えている分は、非財務資本による付加価値である。企業の非財務



図表9 ポストコロナに向けて注力したいテーマ

大都市圏オフィス需要調査 2021 春			CASBEE-ウェルネスオフィス		
順位	%	上位7項目	該当する評価項目	認証建物の得点	
				平均値	中央値
1	67.8	利便性の高い立地にある	—	—	—
2	46.2	耐震性能が高い	QW3 安全性確保 1.1.1 躯体の耐震性能	4.3	5.0
3	45.9	セキュリティ性能が高い	QW4 安全性確保 4.1 セキュリティ設備	4.9	5.0
4	42.6	ビルの清掃衛生・維持管理状態が良い	QW4 運営管理 1.4.2 維持管理レベル	4.0	5.0
5	31.5	BCPに適應する	QW4 運営管理 3.1 BCPの有無	3.6	4.0
6	26.2	ネット環境が整備されている	QW4 利便性向上 2.1 高度情報通信インフラ	4.6	5.0
7	25.2	換気性能が高い	QW4 健康性・快適性 4.4.1 換気量	4.2	4.0

出所：ザイマックス不動産総合研究所及びザイマックス不動産総合研究所「大都市圏オフィス需要調査2021春」

図表10 企業が重視する要件とCASBEE-ウェルネスオフィスの得点

指標は、コーポレート・ソーシャル・パフォーマンス（CSP）と呼ばれるが、CSPを構成するESG要因は企業価値の向上につながるのかは、いまだ明確になっていない。さらに、ESG不動産の建築要素が、CSPに影響するかどうかについても、残念ながらいまだ明らかではない。

ESG不動産に入居し、オフィス環境の整備にコストをかけることが、企業イメージの向上、優秀な人材の確保、社員の意欲の向上、快適性や生産性の向上などの効果を生み、非財務指標に好影響を与え、そのことが付加価値を生んで企業価値につながるといったことが、今後明らかになれば、CREマネジメントにとって、強い追い風になるのではないだろうか。

7. まとめとして

CREにおいてESG不動産は、2006年のPRI提唱以来のESGと、コロナ禍を経て活発化している働き方改革という2大トレンドの延長線が交差するテーマである。

今後、CASBEEをはじめとした不動産の評価システムの普及と、経済的価値に関する実証研究の蓄積により、企業と不動産事業者と投資家との共通言語が整備されていくものと思われる。ESGへの取り組みがCREの価値を高め、同時にESG不動産を通じた社会課題の解決につながることを期待される。

また、働き方改革の進展は、オフィスを単なるスペースから、企業の理念やビジョンを実現するワークプレイスへと進化させる。ワーカーの健康性、快適性を実現するウェルネスオフィス、イノベーションを生み出すスペースなど、企業によって目指すところはさまざまであるが、CREはSDGsやESGに注目しながら、自社にとって最適なワークプレイスを実現していく。

以上、ESG不動産の価値評価について、研究部会での

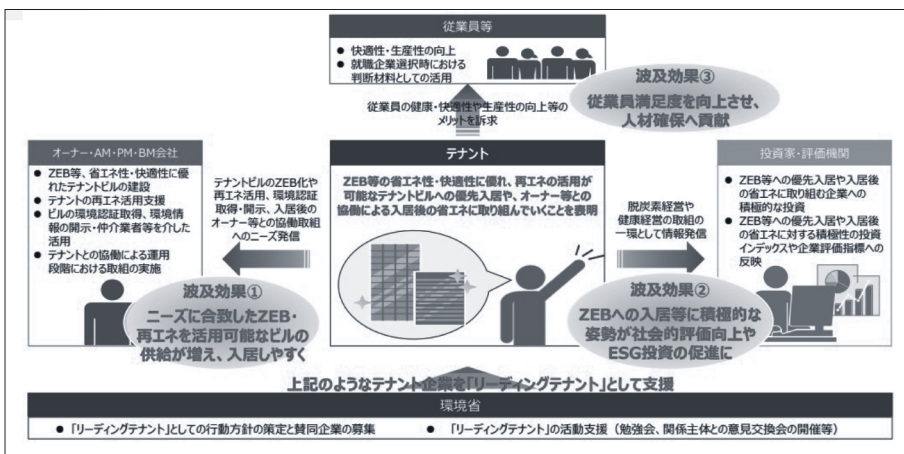
学びと考察について整理した。本稿で挙げたESG不動産に関する視座を持って、CREにおけるESG対応項目を眺めていただき、将来的かつ現実的な企業成長戦略のヒントにつながることを、切に願うものである。◀

謝辞

本研究部会では、2022年の4月以降、CSRデザイン・堀江隆一様（ESG不動産投資の最新動向）、DBJ・福井幸輝様（金融機関の目を見たESGの重要性と不動産の価値評価）、三井住友信託・成田まゆみ様、伊藤雅人様（環境性能の見える化に関する動向）、千葉大学・林立也様（ESG不動産の価値評価）、三菱総研・奥村公美様（リーディングテナント行動方針について）にご講演をいただき、最先端の知見を得ることができました。ここに感謝の意を表します。

参考文献等

堀江隆一, 大下剛 (2021). ESG投資の発展形としてのインパクト不動産投資: 国内外における動向と今後の展開に向けた課題 (特集 ESGと不動産). 土地総合研究 29 (4), 53-64, 2021. <https://www.lij.jp/jhistory.html>



図表11 リーディングテナント行動方針への賛同により期待される効果