

第48回

弁護士からみた
環境問題の深層

殿井 健幸

牛島総合法律事務所 弁護士／
日本 CSR 推進協会・環境法専門委員会委員

不動産とESG要素

— 主に投資活動の観点から —

昨今、SDGsやESG要素の重要性が各所で強調されている。

ESG要素が不動産価値に与える影響や、ESG要素からの不動産への規制が強化されている昨今の動向を踏まえると、不動産を対象とするビジネスを行う際に、ESG要素を考慮することの重要性は近時高まってきており、今後より一層重要性を高めていくと考えられる。

また、不動産業界に限らず、不動産は多くの場合、企業における重要な資産であるから、不動産が関係する取引に関し助言を提供する専門家は、かかる動向を意識する必要がある。

はじめに

昨今、SDGsやESG要素の重要性が各所で強調されており、もはや、ESG要素は、投資行動を決定する際の重要な考慮要素となっている。このESG投資の潮流は、企業活動に着実に影響を与え、不動産の分野にも及んでいる。

不動産投資に関しては、2007年にUNEP FI不動産ワーキンググループが公表した責任不動産投資（RPI：Responsible Property Investment）がある。RPIは、不動産のライフサイクル全般においてサステナビリティを追求しようとするものであり、社会的責任を果たす不動産投資のあり方として、省エネルギーや環境保護、安全衛生といった10箇条の責任不動産投資原則を示している。

また、昨今の日本国内の動きに目を向けても、不動産についてESG要素を意識することが求められるようになってきている。2019年2月には、国土交通省が「ESG不動産投資のあり方検討会」を発足させ、同年7月には中間とりまとめとして、「我が国不動産へのESG投資の促進に向けて」を公表した。2021年3月には、同省の不動産分野ESG-TCFD実務者WG及び不動産・建設経済局不動産市場整備課が、「不動産分野TCFD対応ガイダンス」を公表し、さらに2024年3月には改訂版の同ガイダンスを公表している。

これらの潮流を踏まえると、取引の対象に不動産を含むビジネスを行う際に、ESG要素を考慮することの重要性は近時高まってきているといえ、今後より一層重要性を高めていくと考えられる。

そこで本稿では、ESG投資を中心に、不動産におけるESG要素に関する法的な考え方と実務を紹介する。

1. ESG投資とは

1.1 意義

ESG投資とは、投資の意思決定の際に環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の要素を考慮する投資手法である。それにより、リスク管理を高め、持続可能性と長期的なリターンの向上を目指している。

ESG投資は、国連の支援により、2006年に、投資にあたってESGへの配慮を求めることを内容とする責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investors）が策定されたことで広がりを見せた。同原則は、投資分析と意思決定プロセスにESG課題を組み込むこと（第1原則）、投資対象のエンティティに対してESG課題について適切な開示を行うよう求めること（第3原則）などを規定している。

PRIの署名機関数は増加しており、2015年9月には、日本最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がPRIに署名した。

なお、不動産投資においてESG投資の在り方を検討したものであるとして、2007年に、前述の責任投資原則を受け、それを不動産投資に適用する考え方である「責任不動産投資（RPI）」が、UNEP FI不動産ワーキンググループにより発表されている。RPIは、不動産のライフサイクル全般においてサステナビリティを追求しようとするものである。

日本国内においても、ESGに配慮して持続可能な社会の構築を目指す投資の動きが着実に広がっている。例えば、2011年には環境省と金融機関等による「持続可能な

社会の形成に向けた金融行動原則」が策定され、2021年には、コーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードの改訂に際して、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）を巡る課題への取り組みが柱の一つとなった。

こうしたESG投資に対する関心の高まりの背景の1つには、ESG要素の「E」に分類される気候変動リスクが顕在化する場面が頻繁に見られるなど、リスクの側面への関心が世界的に高まっていることが指摘されている^{*1}。

1.2 不動産におけるESGの考慮

不動産分野及び不動産投資の分野においても、ESG要素を考慮すべきであるとする動きが広がっている。

あらゆる企業は、その企業活動のために、不動産投資や不動産の所有・賃貸借等を行うのであり、不動産は企業活動に不可欠な資産である。そのため、株式等を投資対象とする場合であっても、不動産分野におけるESGの考慮の重要性は高い場合があると考えられる。

「不動産鑑定評価におけるESG配慮に係る評価に関する検討業務報告書」（国土交通省 不動産・建設経済局、2021年）^{*2}によれば、不動産において考慮されるべきESGの各要素としては、主として以下の事項が挙げられる。

環境の要素としては、①省エネルギー性の向上、②再生可能エネルギーの使用等、③資源循環（廃棄物発生予防・再生資源の利用促進）、④有害物質、⑤生物多様性と生態系の保全と回復等が指摘される。特に、①及び②は、一般に不動産のランニングコストを下げる要素であり、近年では「環境不動産」の主項目として注目されてきており、それ以外の要素に比べ、定量化しやすい項目であるた

め、不動産の価格への影響を考慮する際最も注目すべき項目であるとされている。

社会の要素としては、①健康、快適性、安全性等ビル性能、②災害対応、③地域社会・経済への寄与、④超少子高齢化対応等が指摘される。

ガバナンスの要素としては、①個別不動産への取り組みの基盤としてのガバナンス、②個別所有物件のガバナンスが指摘される。

2. 不動産へのESG投資の動向

2.1 不動産へのESG投資の概要

不動産へのESG投資を検討する上では、ESG要素に配慮し、①機関投資家等が行う資産運用における民間企業（不動産ファンドを含む）への投資と、②民間企業（不動産ファンドを含む）の事業活動として行う不動産開発・運用があることに留意する必要があるとされている^{*3}。

図1は、国土交通省が作成した、ESG投資に関連する各主体の関係図である。なお、ファンドは一般的には機関投資家に位置づけられることが多いが、不動産ファンドやその運用会社は、ESG投資の文脈では、民間企業と同様の位置づけとなる^{*4}。

上記①機関投資家等が行う資産運用における民間企業（不動産ファンドを含む）への投資における各主体の関係は、次のとおりである。

評価機関（インデックス提供者）が、不動産ファンドを含む民間企業のESG評価を行い、投資家（機関投資家、資産運用者、資産保有者及び個人投資家）に対し、ESG

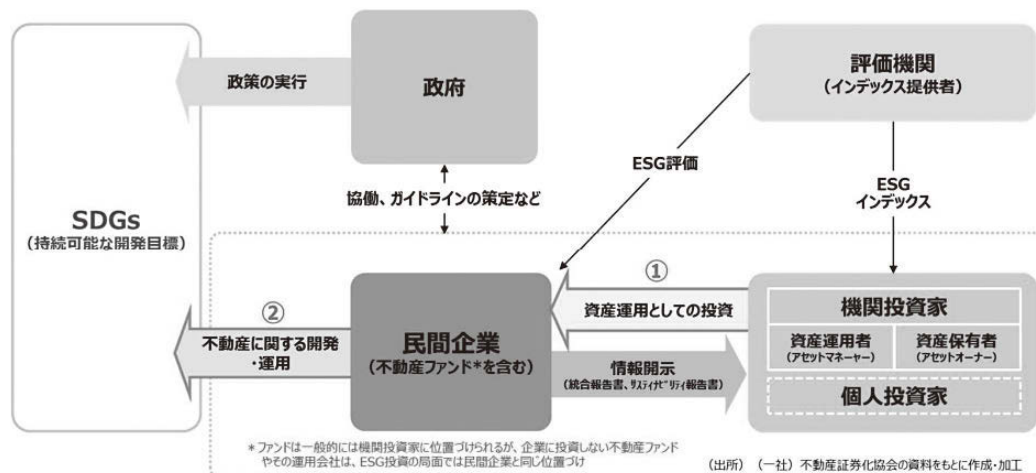


図1 不動産へのESG投資の関係図

（出典：国土交通省「ESG不動産投資のあり方検討会 中間とりまとめ～我が国不動産へのESG投資の促進に向けて～」2頁より抜粋）

インデックスを提供し、また、不動産ファンドを含む民間企業は、統合報告書やサステナビリティ報告書により、自らESG情報を開示する。投資家は、それらESGインデックス及び民間企業の情報開示を参考に、資産運用としての投資を行う。

上記②民間企業（不動産ファンドを含む）の事業活動として行う不動産開発・運用は、民間企業がESG要素を意識して不動産の開発・運用を行うことを指している。

2.2 日本国内のESG不動産投資の状況

日本サステナブル投資フォーラムの「サステナブル投資残高調査結果」（2024年3月31日発行）^{*5}によると、わが国のサステナブル投資残高アンケート調査の結果として、不動産を対象とするサステナブル投資残高は伸長し続けており、2023年の投資残高は2022年比で28.1%増加している。

もっとも、資産ごとの投資残高で不動産の占める割合は約3%であり、株式や債券、ローンなどの他の金融資産と比べると依然としてシェアは小さい状況である（図2）。

3. ESG不動産の経済性

3.1 ESG要素の不動産価値への影響

ESG要素の考慮が社会的に見て望ましいとされていたとしても、コストがかかるものである以上、リターンがないと投資活動において考慮する合理性は乏しいと思われるが、ESG要素は不動産価値に影響するのであろうか。

この点、一般財団法人日本不動産研究所が実施した不動産投資家調査（2024年4月現在）特別アンケートによれば、ESG投資に適した不動産とそうでない不動産の賃料収入について、現在は「特に違いがない」とする回答が79.6%を占めているが、10年後については「1～5%程度高い」とする回答が61.1%を占めている。

また、ESG投資に適した不動産とそうでない不動産の期待利回りについて、現在は「変わらない」とする回答が78.9%を占めているが、10年後については「-10bp（価値が高い方向）」とする回答が38.6%、「-20bp（価値が高い方向）」とする回答が31.6%を占めている。

これらのアンケート結果からすると、ESG要素は、現時点では不動産価値にあまり影響しないとしても、近い将来、不動産価値に影響を与える要素となる見込みが高いと考えられる。

3.2 ESG不動産に関する認証制度

3.2.1 ESG不動産に関する認証制度の必要性

ESG要素は、財務諸表の数字に表出するものではない。また、S（社会）及びG（ガバナンス）に比べると評価しやすいE（環境）についてであっても「環境に良い」ということが具体的に何を指すのか統一の尺度があるわけではない。

そのため、市場メカニズムの中にESG要素を組み込み機能させるためには、財やサービスの価値や品質に関して、市場において共有されるESG要素に関する判定ツールが必要であり、認証制度が求められるようになった。

認証制度には、後述するGRESBやCASBEEなどがある。

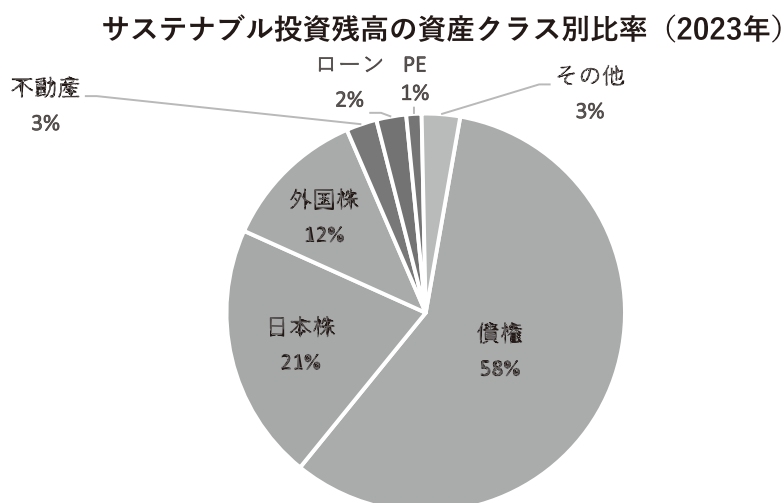


図2 サステナブル投資残高の資産クラス別比率

（出典：NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム
「サステナブル投資残高 2023調査結果」より作成）

3.2.2 GRESB

不動産投資の世界でESG投資の指標となるのが、GRESB（GRESビー：Global Real Estate Sustainability Benchmark）評価である。GRESB評価は、2009年に責任投資原則（PRI）を主導した欧州の年金基金を中心に、投資先の選定や投資先との対話に用いるためのツールとして創設された。

その特色は、個々の不動産を評価するのではなく、不動産セクターの会社・ファンド単位でのESG配慮を測る年次のベンチマーク評価である点にある。日本においてGRESBを運営するCSRデザイン環境投資顧問株式会社によると、J-REIT市場の99.5%（時価総額ベース、2023年10月6日時点）がGRESBに参加している*⁶。

3.2.3 CASBEE

CASBEE（建築環境総合性能評価システム）は、国土交通省の支援の下で開発された、省エネや環境負荷の少ない資機材の使用といった環境配慮のほか、室内の快適性や景観への配慮なども含めた建築物の環境性能を総合的に評価し、格付けする指標である。

CASBEE不動産認証を取得した物件数は、2024年10月時点で2,200件を超えている*⁷。

3.2.4 認証取得による経済的効果

国土交通省*⁸によれば、CASBEE不動産を対象とする実証研究の結果、CASBEE不動産認証のJ-REITオフィスビルにおいて、キャップレート（還元利回り）への影響効果は2.4%程度低下する効果があるとされている。例えば、キャップレートが5.00%である場合、CASBEE不動産認証の取得によって、キャップレートは12bps低下し、4.88%となる効果がある。

不動産の収益価格は、直接還元法（一期間の純収益をキャップレート（還元利回り）によって還元する方法）による場合、「(求める不動産の収益価格) = (一期間の純収益) ÷ (キャップレート)」という式で求められるため、キャップレートが低下すると不動産価値が上がることになる。そのため、ESG不動産に関する認証を取得することで、若干ではあるが、不動産価値が上昇する効果があることが示唆されている。

4. ESG観点からの不動産への規制動向

4.1 国内における規制の例

4.1.1 建築物省エネ法

日本におけるESG観点からの不動産への規制の例としては、建築物のエネルギー消費性能の向上等に関する法律（以下「建築物省エネ法」）が挙げられる。

2020年に日本政府は、2050年までに温室効果ガスの排出量を全体としてゼロにする、カーボンニュートラルを目指すことを宣言したが、日本において、建築物分野はエネルギー消費量の約3割を占めるとされており、カーボンニュートラルの実現には、建築物分野における省エネルギーの徹底が必要となる。

建築物省エネ法は、建築物のエネルギー消費性能の向上を図るため、住宅以外の一定規模以上の建築物のエネルギー消費性能基準（以下「省エネ基準」）への適合義務等を定めるなど一定の規制を行う（以下「規制措置」）とともに、省エネ基準に適合している旨の表示制度や基準に適合した建築物の容積率特例等を定めるなどの一定の規制緩和措置を定める法律である。

規制措置のうち、不動産事業に対する影響が特に大きいものとしては、非住宅建築物であって床面積が300m²以上の建築物（以下「特定建築物」）に関する規制が挙げられる。すなわち、建築物省エネ法は、特定建築物の建築主は、新築、改築または増築時に省エネ基準に適合させる義務を負う（同法11条 [改正後10条]、同法施行令4条）としているが、同法11条1項の規定は、建築基準関係規定（建築基準法6条1項）とみなされている（建築物省エネ法11条2項）ため、省エネ基準に適合していない建築物は、確認済証の交付を受けることができず、建築に着手することができない（建築基準法6条8項）。また、省エネ基準への適合が建築物の竣工後における完了検査の対象となることから、適合しない場合には検査済証の交付を受けることもできなくなる（建築基準法7条）。したがって、省エネ基準に適合しない建築物は、違法建築物となり、除却命令等の対象となる（建築基準法9条1項等）。

なお、かかる適合義務の対象は、現在は、特定建築物のみであるが、2025年4月に施行される建築物省エネ法の2022年改正法により、全ての新築建築物に適合義務が課されることとなっている。

4.1.2 地方自治体

地方自治体においても、ESG観点からの不動産に対する規制を定める条例の制定がされている。

例えば、京都府は、京都府地球温暖化対策条例及び再生可能エネルギーの導入等の促進に関する条例を制定しており、延床面積2,000m²以上の建築物については、府内産木材等の使用及び再生可能エネルギー利用設備の導入を、延床面積300m²以上2,000m²未満の建築物には再生可能エネルギー利用設備の導入を義務づけている。

また、東京都においても、都民の健康と安全を確保する環境に関する条例が令和4年に改正され、特定供給事業者（1棟当たりの延べ面積が2,000m²未満の中小規模建物を都内で年間2万m²以上供給する事業者）に対して、新築住宅等への太陽光発電設備の設置や、断熱・省エネ性能の確保等を義務付ける規制が設けられ、令和7年4月1日に施行される。

4.2 国際動向

国際的にも、ESGの観点から、不動産に対する規制を設ける事例が増えており、また、その中には、規制に適合できない場合にはビジネスの遂行を困難にするほどの厳しい規制である例も見られる。例としてイギリス及びドイツにおける規制を紹介する。

イギリスにおいては、EPC（Energy Performance Certificates）という制度があり、商用不動産について、エネルギー効率等級をAからGの評価スケール（Aが最も高い等級であり、Gが最も低い等級）で示される。2023年4月以降、既存テナントを含めFランク以下の商用不動産は全面的に賃貸することが禁止されるに至った。さらに、2030年には当規制が大幅に厳格化されることが予定されている*9。

ドイツにおいては、EUのエネルギー効率指令に対応するため、2023年に、エネルギー効率を高めるための法的枠組みであるエネルギー効率化法（EnEfG）が成立した。エネルギー効率化法は、データセンターについてエネルギー効率基準が適用されるとし規制を導入しており、また、将来的には段階的に廃熱の再利用を義務付けることを定めている*10。

投資対象を限定する場合、かかる投資選択の結果として、分散投資によるリスク限定効果が縮減することとなる。また、かかる運用会社がREITや不動産ファンドの保有不動産について、ESG観点からの不動産改修等の施策を講じる場合、当該施策に充てる資金に見合うだけの収益を確保することができるかが問題となり得る。そのため、投資方針の決定に際してESGの要素を考慮して投資を行うことが運用会社に課される受託者責任との関係で問題が生じ得る。

この点、結論として、ESG投資を行うことが受託者責任に反することにはならないためには、ESG投資を行うことによるコストや、リスク低減効果の減少を加味した上で、実際に行われる投資活動（情報収集、銘柄選定、モニタリング、エンゲージメント等）が投資リターンの向上に資すると考えられるものである必要があるとする考え方が一般的であるように思われる*11。

なお、21世紀の受託者責任 最終報告*12は、①フィデューシャリーである投資家はESGに関係し、各国で定められる法律を遵守しなくてはならず、ソフト・ローを含めるとESG要素を考慮することなしに受託者としての責任を全うできなくなっていること、②財務と投資におけるESGの関連性は様々な実証研究によって肯定的、または少なくとも中立的と証明されており、投資分析上、ESG要素を全く考慮しないことは不適切な運用とされるおそれがあること、③投資実務の変化により、ESG要素を考慮することは必要な問題とされており、洗練した投資家としてはこれに対応する必要があることを挙げ、むしろ、現代の機関投資家は忠実義務、注意義務の内容としてESG要素を考慮することが求められるとし、ESG要素への対応は受託者責任の一部であるとしている。

前記のとおり、日本においても、ESG投資に適した不動産であることや、ESG不動産に関する認証を取得することで、不動産価値が上昇する効果があるとされている。また、国及び地方自治体レベルで、ESGの観点から不動産に対する厳格な規制を行う例が増えてきていることから、今後は、ESG要素を考慮することなくしては、不動産関連ビジネスを遂行できなくなる可能性もある。

そのため、今後は、日本法の下でも、信託義務の内容として、ESG要素を適切に考慮することが求められる時代となっていくと予想される。

5. 不動産におけるESG要素と法的論点の例

5.1 受託者責任とESG投資

受託者責任（Fiduciary Duty）とは、他人の資金を管理運用する者が受益者の利益のために果たすべき責任と義務のことである。

REITや不動産ファンドの運用会社が、ESG観点から投

5.2 ESG要素の表明・保証

投資対象としての不動産に関しESG要素を見てきたが、ESG要素の不動産価値に対する影響や不動産に対するESG観点からの規制に関する近時の動向は、不動産投資の実務のみに影響を与えるわけではない。

不動産は、不動産業界以外の企業にとっても重要な資産である。すなわち、多くの事業会社にとって、不動産は、オフィス、事業所、工場等の事業を行う場となるものであり、継続的な収益のために不可欠な資産である。また、ファイナンスを行う際には、事業価値の源泉となり、または担保価値を発揮するものである。

そのため、不動産取引のみならず、M&Aや不動産を担保とした金融取引を行う場合に際しても、法務・デュ・ディリジェンスの中で不動産に関するESG関連規制を精査することや、契約書における表明保証条項等での手当てが必要になるものと思われる。

■ おわりに

以上、不動産におけるESG要素を取り巻く潮流について、主にESG投資の文脈から見てきたが、今後の社会においては、ESG要素の不動産価値に対する影響が大きくなっていくことが予想される。

また、不動産に対するESG観点からの規制は、複雑性及び取引における重要性を増していくことが予想されるが、不動産は企業における重要な資産である以上、不動産投資や不動産事業の分野に限らず、企業を対象とする取引や、金融取引においても、その影響は大きいと考えられる。

我々弁護士も、国際的な潮流から条例まで目を向け、規制によるビジネスへのインパクトを踏まえながら、様々な関係事業者を支援していく必要がある。

<https://www.gov.uk/guidance/domestic-private-rented-property-minimum-energy-efficiency-standard-landlord-guidance>

- * 10 ドイツ連邦経済・気候保護省 “Bundestag beschließt Energieeffizienzgesetz”
<https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Pressemitteilung/en/2023/09/20230921-bundestag-beschliesst-energieeffizienzgesetz.html>
- * 11 石島博、水谷守「ESG投資に関する法的論点の整理と一考察」『中央ロー・ジャーナル18巻1号』（2021年）85頁など
- * 12 PRIほか “Fiduciary Duty in the 21st Century Final Report”
<https://www.unpri.org/download?ac=9792>

- * 1 荒尾拓人・清水亮介・小川佳也（2020年）、「ESG投資を巡るわが国の機関投資家の動向について」、BOJ Reports & Research Papers、4頁
- * 2 国土交通省 不動産・建設経済局「不動産鑑定評価におけるESG配慮に係る評価に関する検討業務報告書」51頁から55頁
- * 3 国土交通省「ESG不動産投資のあり方検討会 中間とりまとめ～我が国不動産へのESG投資の促進に向けて～」
- * 4 一般社団法人不動産証券化協会「ESG不動産投資のあり方検討会（第2回）用発表資料」
<https://www.mlit.go.jp/common/001288980.pdf>
- * 5 NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投資残高調査 2023」
<https://japansif.com/2023survey-jp.pdf>
- * 6 CSRデザイン環境投資顧問株式会社「GRESB 2023年評価結果 一日本からの参加状況一」
https://csr-design.com/csr_website/wp-content/uploads/2023/10/2023_GRESB-Japan-Results-Announcement-Press-Release_CSRD1018.pdf
- * 7 一般財団法人 住宅・建築SDGs推進センター「CASBEE不動産評価認証物件一覧」
https://www.ibecs.or.jp/CASBEE/MP_certification/CASBEE_MP_certified_buld_list.htm
- * 8 * 2 75頁から84頁
- * 9 イギリス政府 “Domestic private rented property : minimum energy efficiency standard - landlord guidance”