

# J-REIT におけるグリーンファイナンス ～現状と今後の展望～

## <要旨>

環境省が2017年に「グリーンボンドガイドライン」、2018年に「グリーンローン原則」を策定し、グリーンファイナンスに関するルールが整備されたことで、グリーンプロジェクトを対象とするグリーンボンドやグリーンローンによる資金調達が増加している。

不動産投資信託(J-REIT)でも、中長期的に安定した資産運用を行う観点から環境に配慮した不動産に対する意識が高く、運用資産の省エネ化やGHG(温室効果ガス)排出量削減に取り組んでいる。省エネルギー化などの環境性能の高いグリーンビルディングを対象とするグリーンボンドの発行金額では、J-REITが約5割を占めるまでに至っており、今後のグリーンファイナンス市場の発展を考察する上で、J-REITの動向を確認しておく重要性は高い。

2022年3月時点のJ-REITの有利子負債のうち、グリーンファイナンスが占める割合はまだ4%に留まっているが、グリーンファイナンスに必要な環境認証の取得割合が保有物件総額の6割に達していることを考えると、グリーンファイナンスの拡大余地は十分にある。グリーンファイナンスの拡大には、環境認証やグリーン評価の取得、電力消費量・CO2排出量のモニタリング・レポーティング体制の整備などコストや時間が掛かることが課題だが、J-REITの運用会社でも体制整備が進んでいることから、今後はグリーンファイナンスの取り組みも加速していくとみられる。

## 1. グリーンファイナンスの現状

### (1) グリーンファイナンス市場の整備と拡大

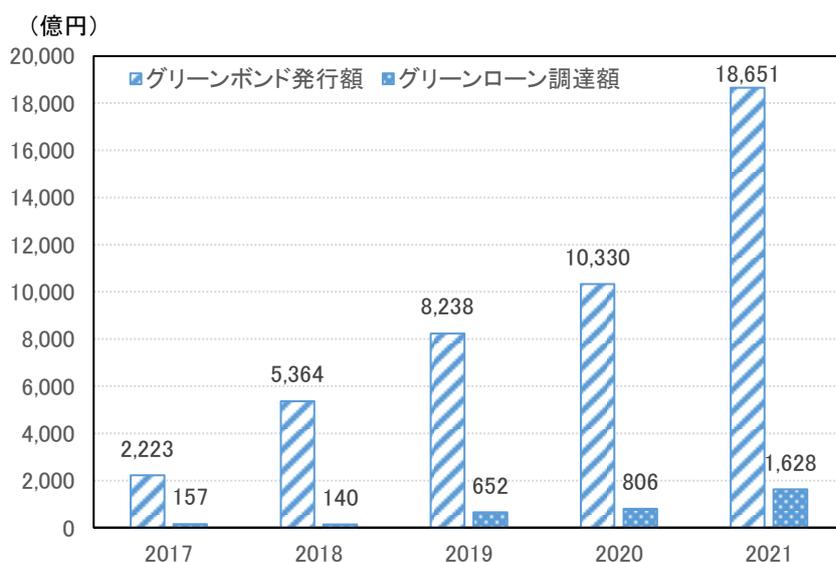
2006年に国連が「PRI(責任投資原則)」を提唱して以来、E(環境・Environment)、S(社会・Social)、G(ガバナンス・Governance)の要素を投資判断に組み込む動きが広まっている。世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)や企業年金連合会がPRIに署名し、2017年7月にGPIFがESG指数に連動した日本株の運用を開始したことなどを契機に、日本でもESG投資についての関心が高まっている。

企業などの資金調達においても、環境に配慮したグリーンファイナンスへの注目が高まっており、環境省が2017年に「グリーンボンドガイドライン」<sup>1</sup>、2018年に「グリーンローン原則」<sup>2</sup>を策定しルールが整備されたことで、2021年の国内におけるグリーンボンドの発行総額は約1兆8,650億円、グリーンローンは1,628億円に達している(次頁図表1)。

<sup>1</sup> 最新版は「グリーンボンドガイドライン(2022年版)」

<sup>2</sup> 2020年にガイドラインが策定され、最新版は「グリーンローンガイドライン(2022年版)」

図表1 国内におけるグリーンファイナンスの調達状況



(資料)環境省「グリーンファイナンスポータル」

## (2) グリーンファイナンスとは

グリーンファイナンスとは、企業や地方自治体等による国内外のグリーンプロジェクトに要する資金調達である。環境省が定める「グリーンボンドガイドライン(2022年版)」および「グリーンローンガイドライン(2022年版)」では、①調達資金の用途がグリーンプロジェクトに限定され、②調達資金が確実に追跡管理され、③それらについて発行後のレポーティングを通じ透明性が確保されることが求められる。具体的には次のようなグリーンプロジェクトが例示されている(図表2)。

図表2 グリーンプロジェクトの例

	項目	概要
1	再生可能エネルギー	再生可能エネルギーに関する事業(発電、送電、機器含む。)
2	省エネルギー	省エネルギーに関する事業(省エネ性能の高い建築物の新築、建築物の省エネ改修、エネルギー貯蔵、地域冷暖房、スマートグリッド、機器、を含む。)
3	汚染の防止と管理	汚染の防止と管理に関する事業(排水処理、温室効果ガスの排出抑制、土壌汚染対策、廃棄物の3Rや熱回収、これらに関連する環境モニタリングを含む。)
4	自然資源・土地利用の持続可能な管理	自然資源・土地利用の持続可能な管理に関する事業(持続可能な農業・漁業・水産養殖業・林業、総合的病害虫・雑草管理(IPM)、点滴灌漑を含む。)
5	生物多様性保全	生物多様性保全に関する事業(沿岸・海洋・河川流域環境の保護を含む。)
6	クリーン運輸	クリーンな運輸に関する事業(電動車、公共交通機関、鉄道、自転車、複合輸送、クリーンエネルギーを利用する輸送手段や有害物質の発生抑制のためのインフラの整備を含む。)
7	持続可能な水資源管理	持続可能な水資源管理に関する事業(清浄な水や飲用水の確保のためのインフラ、都市排水システム、河川改修その他の洪水緩和対策を含む。)
8	気候変動に対する適応	気候変動に対する適応に関する事業(気候変動の観測や早期警報システム等の情報サポートシステムを含む。)
9	サーキュラーエコノミー、環境配慮製品	サーキュラーエコノミーに対応した製品、製造技術・プロセス、環境配慮製品に関する事業(環境配慮型製品やエコラベルや認証を取得した製品の開発及び導入、再生材や再生可能資源等の環境負荷低減効果のある素材による包装、サーキュラーエコノミーに関するツールやサービスを含む。)
10	グリーンビルディング	グリーンビルディングに関する事業(省エネルギー性能だけでなく、水使用量、廃棄物管理等の考慮事項に幅広く対応しているグリーンビルディングについて、国内基準に適合又はCASBEE認証、LEED認証等の環境認証制度において高い性能を示す環境認証を取得してその新築又は改修を行う事業)

(資料)環境省「グリーンボンドガイドライン(2022年版)」 「グリーンローンガイドライン(2022年版)」

2017年から2021年に発行されたグリーンボンドを主な資金使途でみると、再生可能エネルギー関連が51%、省エネルギー化が17%、グリーンビルディングが13%、グリーン輸送が10%となっている。グリーンビルディングを資金使途とするグリーンボンドの発行額を発行体別にみると、J-REITが49%(36社)、不動産が33%(7社)、金融が9%(3社)、交通・運輸が4%(3社)、建設が3%(2社)、小売が1%(1社)と、J-REITが約5割を占めている。

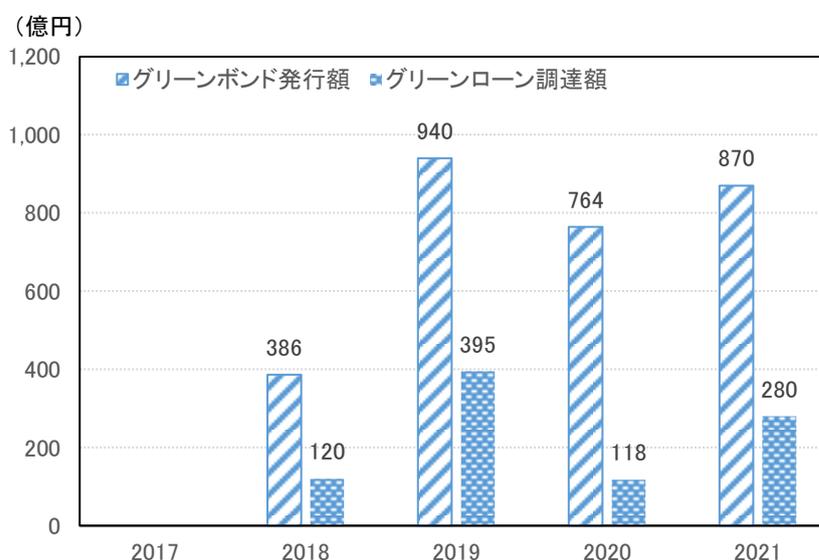
J-REITでは2022年9月時点で運用中の61社のうち36社が2021年までにグリーンボンドの発行実績があり、J-REITはグリーンボンドの主要プレーヤーといえる。

### (3) J-REIT によるグリーンファイナンスの状況

J-REITでは、LEDなどの省エネルギー化や太陽光パネルの設置、再生可能エネルギーの調達など様々な取り組みを行っている。環境性能に関する認証取得が積極的に進められており、環境性能を満たした物件の取得や既存保有物件の改修工事のために、グリーンボンドやグリーンローンなどのグリーンファイナンスが活用されている(図表3)。

2021年までのグリーンボンドの調達事例83件で資金使途を確認してみると、①グリーン適格資産の取得資金またはリファイナンス資金、②省エネルギー化などの改修工事資金またはリファイナンス資金となっており、グリーンファイナンスにおいては、グリーン適格資産であること、すなわち、個々の物件に対する環境認証の取得が必要であることが分かる。次節ではJ-REITによる環境認証の取得状況についてみていく。

図表3 J-REITにおけるグリーンファイナンスの調達状況



(資料)環境省「グリーンファイナンスポータル」

## 2. J-REIT の環境認証の状況

### (1) 環境認証制度

環境省の「グリーンボンドガイドライン(2022年版)」および「グリーンローンガイドライン(2022年版)」によると、明確な環境改善効果をもたらすグリーンプロジェクトの判断指針として、LEED 認証制度、CASBEE 認証制度、BELS 認証制度、DBJ Green Building 認証制度、BREEAM 認証制度などのグリーンビルディングの認証制度が例示されており、これらの環境認証を取得することでグリーン適格資産として認められることになる。各環境認証制度の概要や認証数は以下の通りである(図表4)。

図表4 主な環境認証制度の概要

認証制度	概要	認証数	J-REIT
・LEED認証制度 (認証団体: 米国グリーンビルディング協会 (US Green Building Council))	「Leadership in Energy and Environmental Design(エネルギーと環境に配慮したデザインにおけるリーダーシップ)」の略称。米国発祥のグリーンビルディング認証プログラム。建築物全体の企画・設計から建築施工、運営・メンテナンスまでにわたって様々なシステムを通じ、エネルギー性能をはじめとする総合的環境負荷を評価する。必要条件を満たした上で、取得したポイントによって標準認証、シルバー、ゴールド、プラチナの4つの認証レベルが用意されている。	日本では84件 (2022年9月1日時点)	2件 (2022年3月時点)
・CASBEE認証制度 (認証団体: 一般財団法人建築環境・省エネルギー機構)	「Comprehensive Assessment System for Built Environment Efficiency(建築環境総合性能評価システム)」の略称。建築物を環境性能で評価し格付けする。省エネルギーや環境負荷の少ない資機材の使用といった環境配慮はもとより、室内の快適性や景観への配慮なども含めた建物の品質を総合的に評価する制度である。評価結果は、Sランク(素晴らしい)からCランク(劣る)までの5段階評価となっている。	CASBEE全体で1,576件 (2022年3月時点)	604件 (2022年3月時点)
・BELS認証制度 (認証団体: 住宅性能評価・表示協会)	「Building-Housing Energy-efficiency Labeling System(建築物省エネルギー性能表示制度)」の略称。国土交通省が定めた「建築物の省エネ性能表示のガイドライン(建築物のエネルギー消費性能の表示に関する指針)」に基づく認証制度。一次エネルギー消費量をもとに第三者機関が省エネルギー性能を客観的に評価し、5段階の星マークで表示する。	非住宅2762件 住宅214,731件 複合: 23件 (2022年3月時点)	414件 (2022年3月時点)
・DBJ Green Building 認証制度 (株式会社日本政策投資銀行及び一般財団法人日本不動産研究所(JREI))	対象物件の環境性能のみならず、テナント利用者の快適性、防災・防犯等のリスクマネジメント、周辺環境・コミュニティへの配慮、ステークホルダーとの協業等を含めた総合的な評価を行う認証制度。評価結果は星5(国内トップクラスの卓越した配慮がなされた建物)から星1(十分な配慮がなされた建物)までの5段階評価となっている。総合評価のうち環境性能項目に関する評価が確認できる場合、環境認証として有効と考えられる。	全体で1,058件 (2022年3月時点)	571件 (2022年3月時点)
・BREEAM認証制度 (認証団体: 英国建築研究所(BRE))	「BREEAM(Building Research Establishment Environmental Assessment Method)」の略称。英国建築研究所BRE(Building Research Establishment)と、エネルギー・環境コンサルタントのECD Energy and Environmentによって1990年に開発された。管理、健康と快適、エネルギー、交通、水資源、材料、敷地利用、地域生態系、汚染、先進的技術の最大10分野で評価される。評価結果は、とても素晴らしい(Outstanding)から合格(Pass)の5段階評価となっている。世界で最初の環境価値評価指標であり、英国外でも広く利用されている。	日本では5件 (2022年9月1日時点)	-

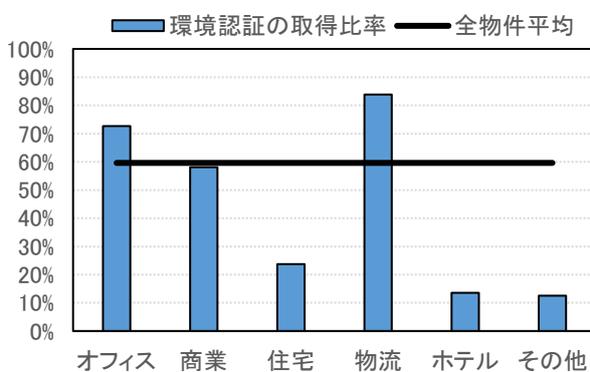
(資料)環境省「グリーンボンドガイドライン(2022年版)」「グリーンローンガイドライン(2022年版)」、各社公表資料

## (2) J-REIT による環境認証の取得状況

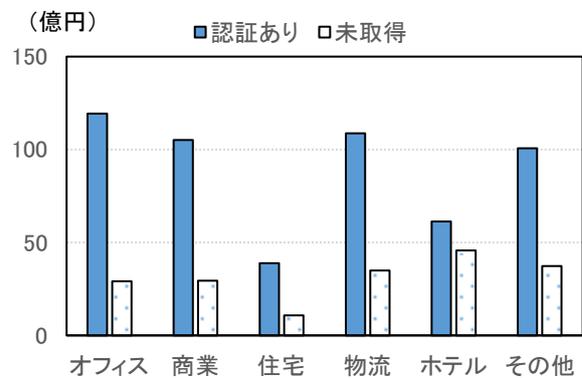
2022年3月末時点で J-REIT が保有する物件について、各社の開示資料から、本稿作成時点までの環境認証の取得状況を調べたところ、J-REIT 全体の 4,460 物件/取得価格約 21.5 兆円のうち 1,270 物件/約 12.8 兆円が環境認証を取得済であることが確認された(図表 5)。

環境認証の取得比率は、物件数ベースの 28.5%に対し、取得価格ベースでは 59.7%となっている。取得比率の水準の違いは、認証を取得している物件が未取得の物件に比べ価格が高いためである(図表 6)。これは認証を取得している物件は、比較的スペックが高い物件であるためと考えられ、実際に物件の規模や築年を比較すると、環境認証を取得している物件は未取得の物件に比べ、延べ床面積が大きく築浅物件が多いことが確認できる(図表 7、8)。

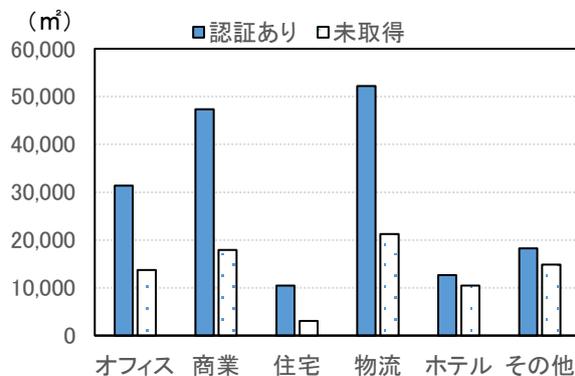
図表 5 環境認証の取得比率



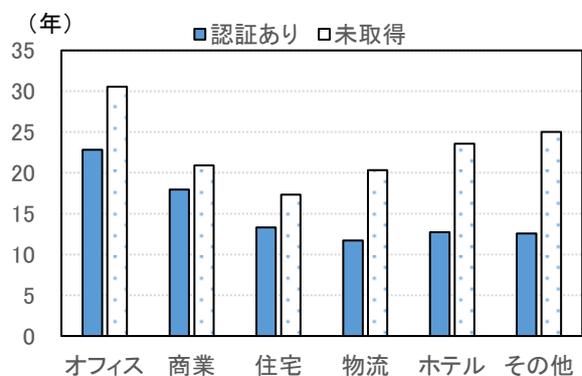
図表 6 平均取得価格



図表 7 建物の平均延べ床面積



図表 8 平均築年数

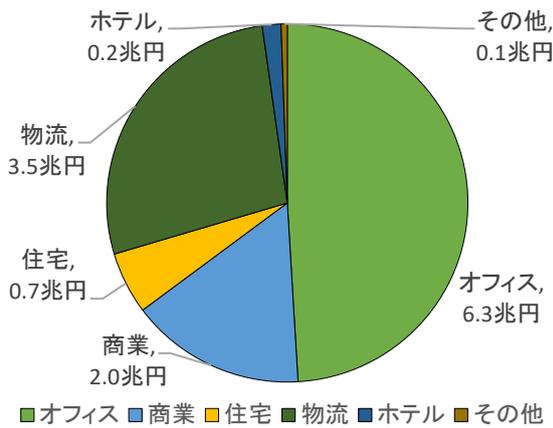


(資料)各社公表資料

認証取得物件の取得価格総額を用途別にみると、オフィスの 6.3 兆円、物流施設 3.5 兆円、商業施設 2.0 兆円、住宅 0.7 兆円の順となっている。取得価格ベースでの環境認証の取得比率をみると、物流施設の 84%が最も高く、オフィスの 73%、商業施設の 58%が続いているが、住宅は 24%、ホテルは 14%と J-REIT 全体の 60%より低い(次頁図表 9、10)。

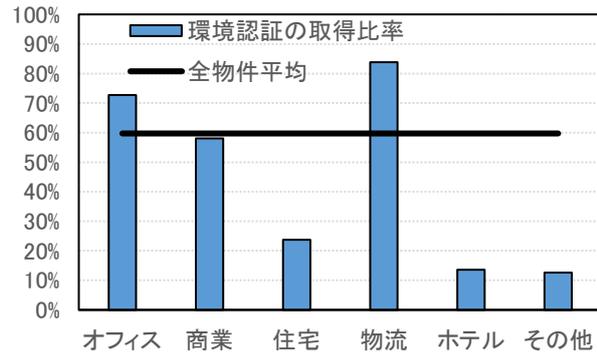
取得比率の低い住宅やホテルは平均取得価格や建物延べ床面積が小さいことに加え、環境認証の取得に際してテナント専有部分の改良を行う場合、テナントの理解や協力を得る必要があることが、認証取得の難易度を増す要因となっている。J-REIT 各社はテナントに対する省エネルギー化への啓蒙活動を積極的に進めていることから、認証取得比率も高まっていくと考えられる。

図表 9 認証取得物件の取得価格総額



(資料)各社公表資料

図表 10 環境認証の取得比率



### 3. J-REIT におけるグリーンファイナンスの展望

#### (1) J-REIT の資金調達状況

2022年3月末時点での J-REIT の有利子負債は 10 兆 2,327 億円で、内訳は借入金 が 9 兆 2,240 億円と構成比で 90.1%、投資法人債が 1 兆 87 億円で同 9.9%となっている。投資法人債の構成比は 2006 年から 2009 年頃のピーク 20%程度から低下が続いていたが、2017 年 3 月の 7.3%を底に、2022 年 3 月では 9.9%へと上昇しており、グリーンボンドの発行が開始されたことが投資法人債の構成比の上昇につながっている(図表 11、12)。

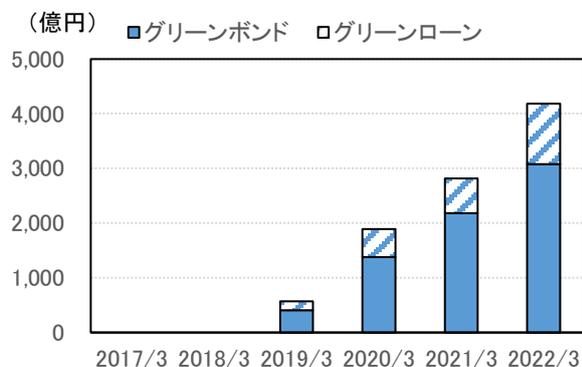
J-REIT のグリーンファイナンス残高は 4,184 億円で前年同月比+1,371 億円と、J-REIT の有利子負債の同+4,472 億円のうち 31%がグリーンファイナンスで調達され、グリーンファイナンスの内訳ではグリーンローンが 1,107 億円、グリーンボンドが 3,077 億円と、借入金より投資法人債が好まれている。投資法人債は発行ごとに格付会社から格付が付与されることから、債券投資目的で購入する金融機関もあり、グリーンボンドは金融機関にとって ESG 投資の受け皿となるため、メガバンクだけでなく地方銀行や信用金庫などの地域金融機関にも投資家の裾野が広がっている。

図表 11 J-REIT の有利子負債残高



(資料)各社公表資料

図表 12 J-REIT のグリーンファイナンス残高



## (2)J-REIT におけるグリーンファイナンスの展望

J-REIT におけるグリーンファイナンスは、調達を開始されてから間もないこともあり、有利子負債全体に占める割合は現状 4%程度である。既にグリーンファイナンスの対象となり得るための環境認証を J-REIT の保有物件の約 6 割で取得していることから、拡大余地は大きいと考えられる。ただしその過程では、新規調達のみならずリファイナンスにおいても以下のような点が障害になる可能性があると考えられる。

グリーンファイナンスによる調達には、①調達資金の用途がグリーンプロジェクトに限定され、②調達資金が確実に追跡管理され、③それらについて発行後のレポーティングを通じ透明性が確保されることが求められる。それらの要件を満たすには、環境認証に加えて、調達スキームに関して格付会社からグリーンボンド評価やグリーンローン評価を取得することや、調達実施後も電力消費量や CO2 排出量などについて環境改善効果をモニタリングして定期的にレポーティングする必要があり、一般的な資金調達よりもコストや時間が掛かることが障害となる可能性がある。

また、環境認証を取得した既存物件についてグリーンファイナンスによるリファイナンスを進めるには、既存借入の借入期間は平均 7.5 年と長く期限到来までまだ期間があることや、金利の大半は固定化されているため期限前にリファイナンスしようとするると金利固定化の精算コストが生じることも障害となり得る。

すでに J-REIT61 社のうち 52 社では、不動産会社・ファンドの環境・社会・ガバナンス(ESG)配慮を測るベンチマークである GRESB(Global Real Estate Sustainability Benchmark)の評価を取得しており、外部からの目線を取り入れる形で体制整備が進んでいる。環境認証を取得した物件に係る取得資金の全てがグリーンファイナンスで調達されるとは限らないが、投資法人債がグリーンボンドに置き換わっていく流れを中心に、今後の J-REIT におけるグリーンファイナンスの取り組みは加速していくとみられる。

(調査部 不動産調査チーム長 神谷 潤)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。