

‘投資と責任ある不動産’

第17回 国際土地政策フォーラム:

2010年10月28日

東京 国土交通省

ポール・マクナマラ、PRUPIMリサーチヘッド取締役
UNEP 金融イニシアティブ 不動産WG共同議長
IIGCC Property Workstream議長

- PRUPIM
- 不動産 – 問題の所在と解決の鍵
- 「責任ある不動産」に対する様々なアプローチ
 - 選別
 - ビル、テナント、リースとの関わり
- 様々な種類の責任投資ファンドに関する評価

PRUPIM: 英国の大手不動産ファンドマネジメント企業

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

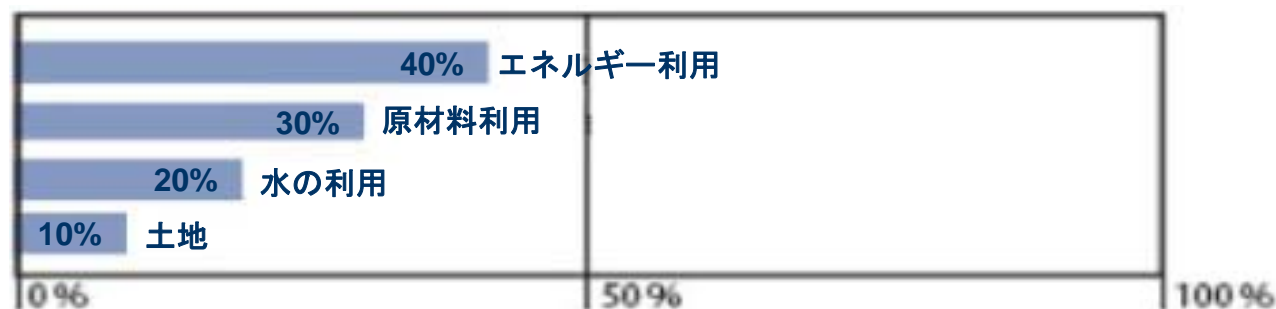
*注記: PRUPIMは英国で設立されたPrudential plcの间接子会社で、
アメリカに本店を置くPrudential Financial Inc.とは全く関係がありません。*

- 国際的な不動産投資企業
 - 世界中で160億ポンドを超える不動産を管理しています
 - 270名の不動産スペシャリストがロンドンで働いています
 - 140年以上の長きにわたり不動産投資に携わっています
- 資金、資産、不動産を統合的にマネジメント
 - 英国では並はずれた存在です
 - 事業規模が強みとなっています

不動産 – 気候変動の鍵を握る要因

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

資源利用において建築環境が占める割合

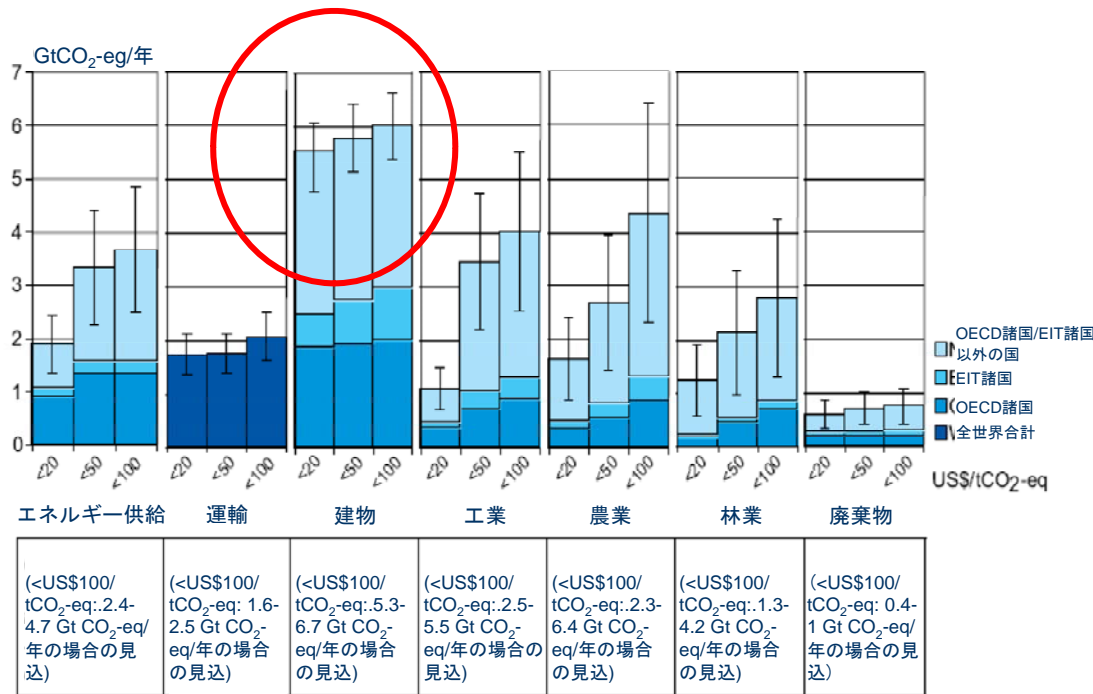


汚染排出において建築環境が占める割合



出典：UNEP SBCI、2006

不動産 – 気候変動緩和の鍵を握る要因



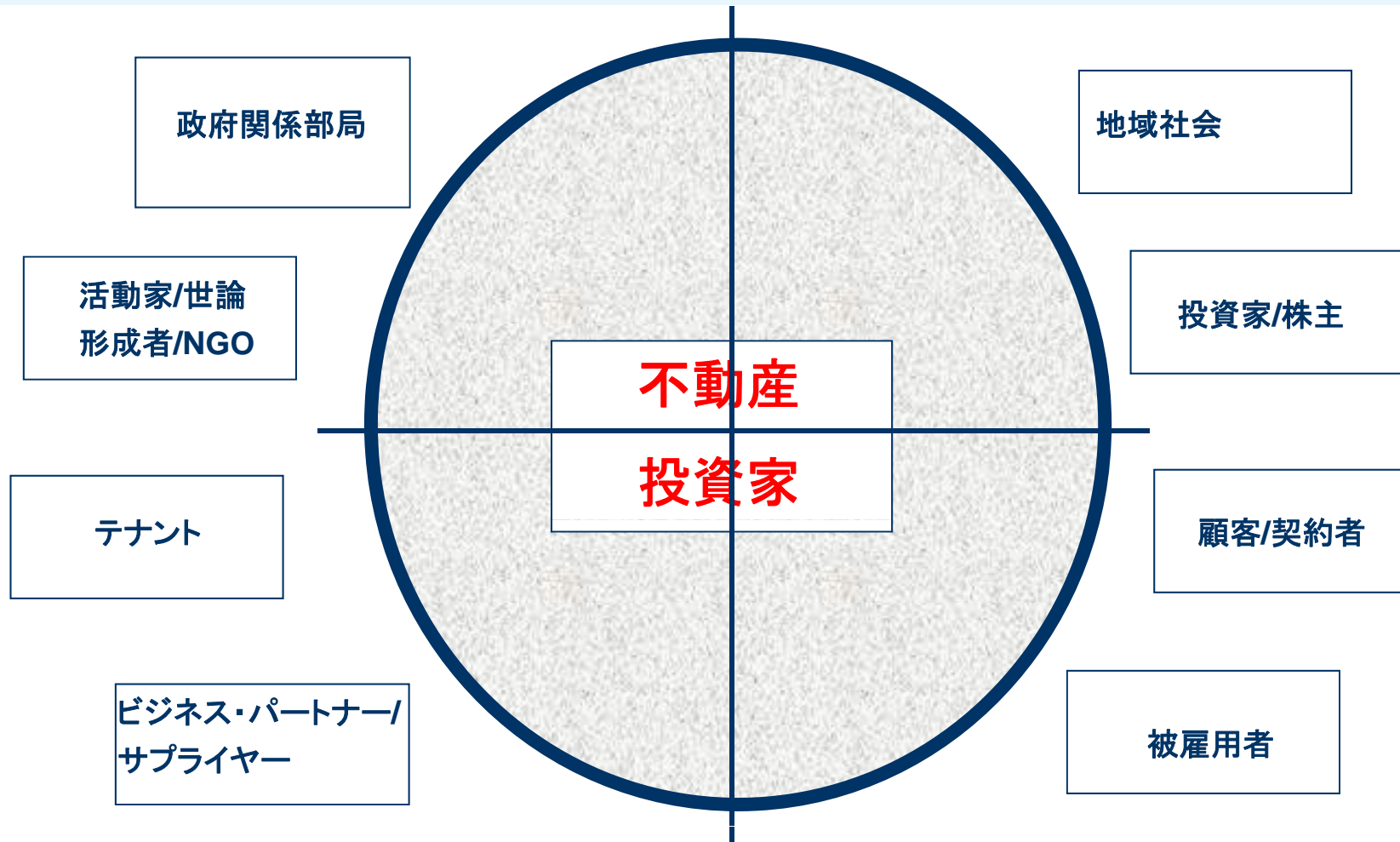
“...建物におけるエネルギーの使用から発生するCO₂排出量は、既に実用化されているエネルギー効率に関する現在の成熟した技術を用いて、今後数年の内に大幅に削減される。

現在のところあまり採用されていないが、建物のGHG（温室効果ガス）の排出を大幅に抑制可能で、利用しやすく費用効率が高い技術とノウハウが多数存在している。”

図SPM.6：各分野のアセスメントで想定されたベースラインを基準にした、ボトムアップ研究による2030年の炭素価格にもとづく各分野の世界全体の経済的な推定緩和レベル。この図から導き出される事柄の詳細はセクション11.3で説明しています。

ますます注目される不動産

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT



ほとんどが既存建築ストック - 新規開発(新築)物件ではない

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT



3つの可能性....

責任ある行動
ファンド業績向上

このように行動する

受託者責任

これは理論的か？

責任ある行動
ファンド業績への影響なし

このように行動する

“道徳的”な義務

ファンド業績に影響
しない事を見つけ出
せるか？

責任ある行動
ファンド業績悪化

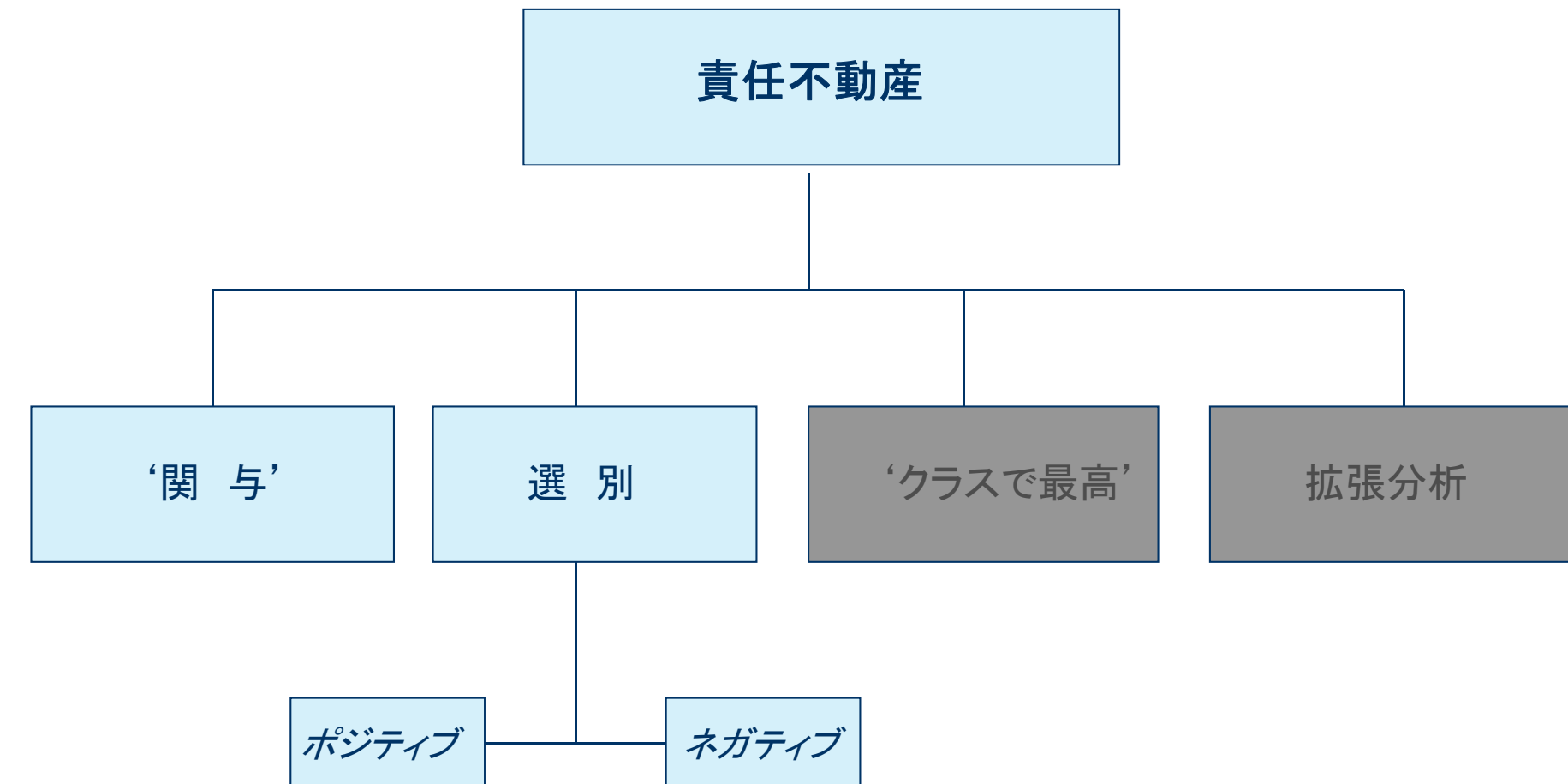
ジレンマ

この議論から始まる
ことが多い...

‘責任不動産投資’に対する 様々な方法の評価

社会的に責任ある投資の形態

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT



直接的行動

間接的圧力

Part of the M&G Group

PRUPIM

多くの場合、投資プロセスの過程で 選別が可能

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

多様な資産、
資産分配

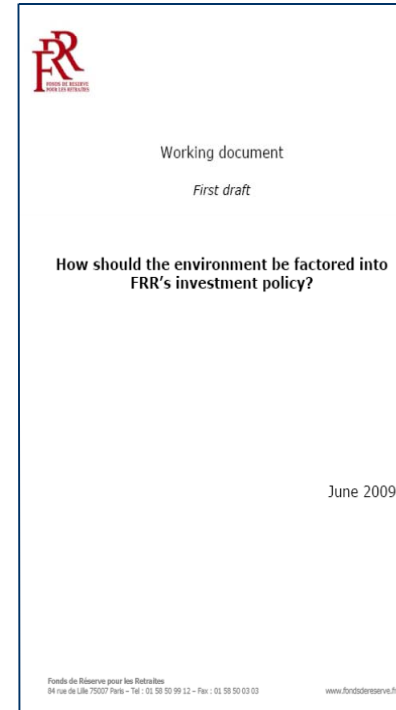
不動産内での
資産分配

不動産ストックの
選択

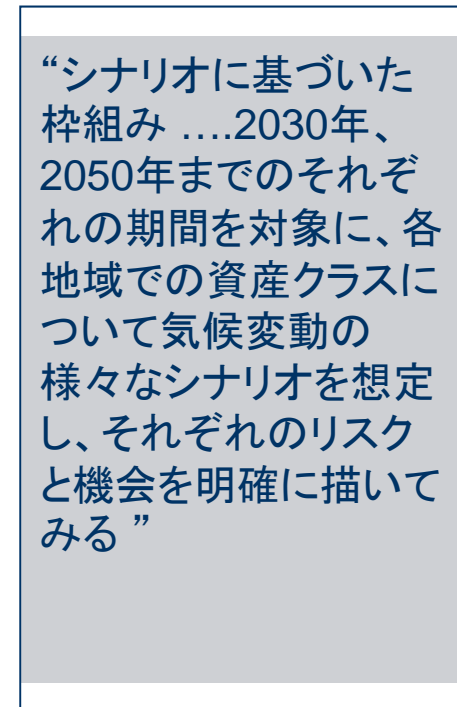
多様な資産、資産分配

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

- 気候変動が発生している世界において、最も適した投資資産の種類は？
- FRR - 地球の温暖化が進み世界経済におけるリスクが増大すればするほど、株式などの実質的資産（および程度は劣るが不動産）への資産分配が少なくなる公算が高い。



2009年FRR



2010年後期
MERCER

Part of the M&G Group

PRUPIM

資産分配は、不動産に存する投資家にとっての相対的な魅力に影響を及ぼす可能性あり

- 所在場所別
 - ポジティブ – 公共交通機関に近い不動産を購入
 - ネガティブ – 自動車でなければ移動しにくい不動産を避ける
- 不動産のグレード別
 - ポジティブ – グレードA、B、Cの建物のみ購入/使用
 - ネガティブ – グレードD、E、Fの建物を避ける
- 不動産の種類別
 - ポジティブ – リテール不動産および事務所用不動産のみを購入
 - ネガティブ – 工業用の不動産を避ける
- 不動産テナント別
 - ポジティブ – ‘環境に優しい製品を扱い、環境を考慮した方針を掲げている’テナントに限定して賃貸を許可
 - ネガティブ – 軍備産業等に関与しているテナントへの賃貸を避ける...

選別された不動産ポートフォリオの
ための投資ロジックは存在するか？

‘グリーン’は資産価値と収益にプラス効果をおよぼす

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

予期せぬ政府規制のリスクはともかくとして...

ファクター	投資影響	潜在的な影響
テナントがグリーンビルディングを好む	<ul style="list-style-type: none">グリーンビルディングとそうでない建物の賃貸料に差が生まれるグリーン資産は新たな借り手がすぐに見つかる	<ul style="list-style-type: none">賃貸料の成長率が高く、価値の低下が小さいキャッシュフローの中断が短く、リスクプレミアムが低下
グリーンビルディングは維持費が安い	賃貸料を高く設定できる	賃貸料の成長率が高い
他の投資家は‘グリーン’ビルディングを好む	グリーン資産はすぐ取引できる	流動性が高く、機会費用とリスクプレミアムが低い

- グリーン資産の場合、利回りは低くなるかもしれないが長期的な価値は高くなると考えられる
- 価値に差が生ずることから、グリーンな資産の方が優れていると考えられる

Part of the M&G Group

PRUPIM

重要度が高くなるほど、価値とパフォーマンスへの影響も大きくなる

EnergyStar * 評価を受けた建物の成果

変数	‘グリーン’である ことの影響
単位面積(1平方フィート)当たりの賃貸料	+3%
実効賃貸料所得(一般入居率で補正したもの)	+6%
売買価格	+16%

- 総サンプルはアメリカ全土の9,998棟のオフィスビル-893棟が“グリーン”
- 1,816棟が2004~2007年に販売-199棟が“グリーン”
- 8,182棟に関して賃貸情報あり-694棟が“グリーン”

注: * EnergyStar: 米国の省エネ製品認証制度

出典: Eichholz P, Kok NおよびQuigley J(2009) Doing Well by Doing Good? アメリカのグリーンオフィスビルディングの財務成績の分析。

RICS Research Report, London、2009年3月、pp 9および28

- サステナビリティ(持続可能性)は資産価値の中期的な向上に、ひいてはそのパフォーマンスに影響を及ぼす
- サステナビリティは価格設定に今すぐ影響する訳ではないかもしれないが、将来的には影響を及ぼす
 - (...ということは、それが‘フェア・バリュー(適正価値)’であるべき)
- “重要度”が高くなるほど、価値への影響も大きくなる

しかし、不動産の選別には、問題がある

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

- 不動産の性質によっては問題発生の原因になる
 - 投資領域の制限によって投資家にとってのリスクが生じる
 - 限定されるデータ – 建物またはテナントに関するもの
- テナントの選別
 - 様々なテナントが使用している資産をどう扱うか？
 - 英国の場合 – 不動産を使用し譲渡する権利を制限することは容易ではない
 - 資本が既に投資に向けられている – ‘使用/賃貸を許可できるテナント’ が現れるまでリスクを負いながら時期を待てるか？

選別には責任が伴うか？

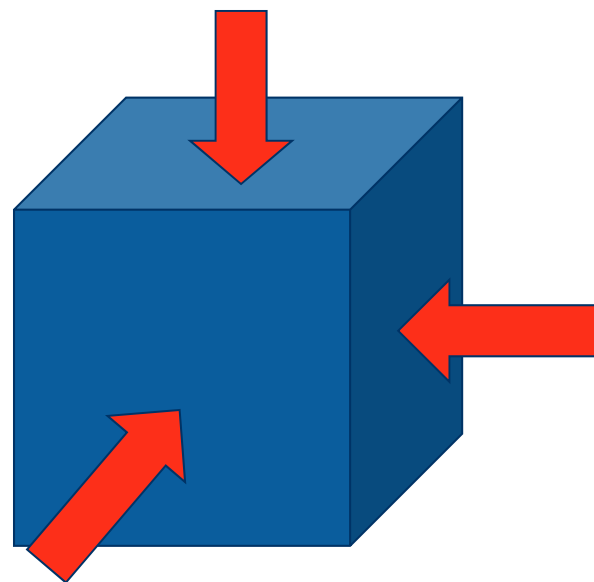
- 選別は合理的ではあるが、間接的に‘責任が伴う’
 - ‘よりグリーンな(環境に優しい)’不動産のほうが効率がよい – (したがって、合理的戦略と言える)
 - より環境に優しい不動産に資本を投入することで、‘グリーン’資産にかかる資本コストが減り、‘ブラウン’資産にかかるコストが増える
 - 環境の問題 – 選別することで、恐らくは、環境に対して何をすべきかについてあなたよりも知識が浅い人に転嫁
- **優れた投資家は**、持続可能性が資産の価格設定と予想パフォーマンスにどのような影響を及ぼすかを理解するようになり、それに基づいて行動する
- **責任ある投資家というものは**、上記認識にとどまらず、資産の環境パフォーマンスを高め、それによって将来の利益を保護あるいは向上させるために、資産やテナントと連携する経済的な方法を模索する

ビル、テナント、リースとの 経済的な関与

不動産における‘関与’の3つの形態

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

‘法務上の構造’ (リース)との関与



テナント(入居者)との
関与

ビルの構造との関与(ビル)

- 現場にて
 - 新築の建物 – 数少ないが、完備している
 - 改装 – 時々あるが、重要
 - 不動産管理 - 小規模だが、無数に存在
- “状況”
 - 旅行計画など..
- ストップ – スタート
 - リースにより影響を受ける作業のタイミング、規模および性質

ビルの構造との関与 活動内容と結果

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

グリフィン・インダストリアル・エステート サウサンプトン

目的: エネルギー性能証明書(EPC)のランクの改善、
賃貸目標の引き上げ、空き室の最低限化で差別化

環境上の成果

- 持続可能な原材料を現地で調達
- ビルの業績を最適化するためエネルギー効率を改善
- EPCランクがEからCへ
- 電力消費量を40%削減(予想値)
- 年間CO2排出量を60トン削減(予想値)

経済面の成果

- パフォーマンスの改善 = コストなし / 低コスト
- エネルギーコストを50-60%削減 (予想値)
- 空き室がある期間がない、またはコストがかからない
- 賃貸料が13%増加
- 利回りが25 bps向上



ビフォー → アフター

‘適切に行動し、パフォーマンスを上げている’

- 入居者は、不動産の環境面および社会的な影響を左右する
- リースは、何を成し遂げられるかを大いに決定づける
- テナントとの‘非公式な関与’
 - 株式に付されているような‘議決権’はない
 - 環境上でより責任を負うような方法で自らが使用する敷地をどのように活用するか、テナントを説得または教育するための対話を行う

テナントとの関与 (事務所)

活動内容と結果

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

ハリウッド・ハウス ワーキング

目的: リース契約の更新時にテナントを維持、サービス料金を低減、ISO14001を取得

環境面の成果

フェーズ1 - テナントとの当初の関与

- 電力消費量を17%削減
- 年間CO2排出量を100トン削減
- ISO14001を取得

フェーズ2 - 高効率のエアコンを設置

- 電力消費量をさらに25%削減(予想値)
- 年間CO2排出量を150トン削減(予想値)

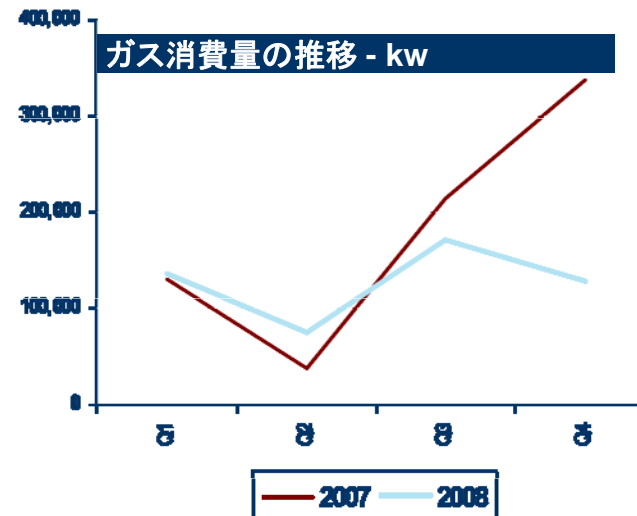
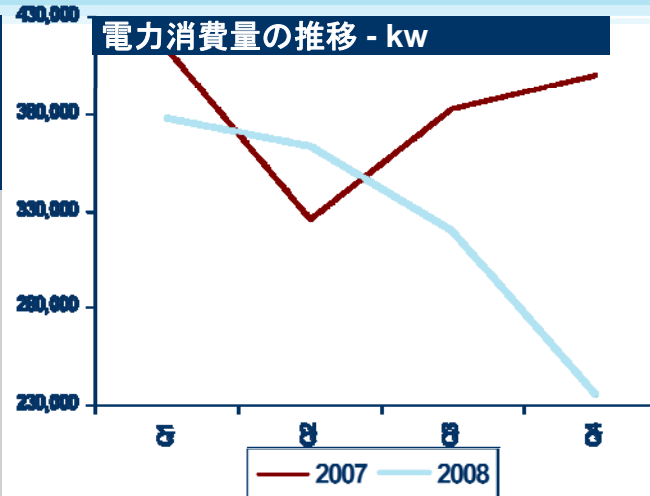
経済面の成果

フェーズ1

- サービス料金を4%低減

フェーズ2

- エアコンのアップグレードにかかるコストを、2フロア分の5年間の収入確保で相殺
- 空き室が予想されるフロアの市場性を改善
- 利回りの向上 50 bpsを予想(コスト分差し引き後)



適切に行動し、
パフォーマンスを
上げている

新規テナントを維持・誘致 活動内容と結果

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

ショッピング・センター

ウォーターサイド、リンカーン

目的: テナントを留保し誘致、サービス料金を低減、
PAS 99を達成

環境面の成果

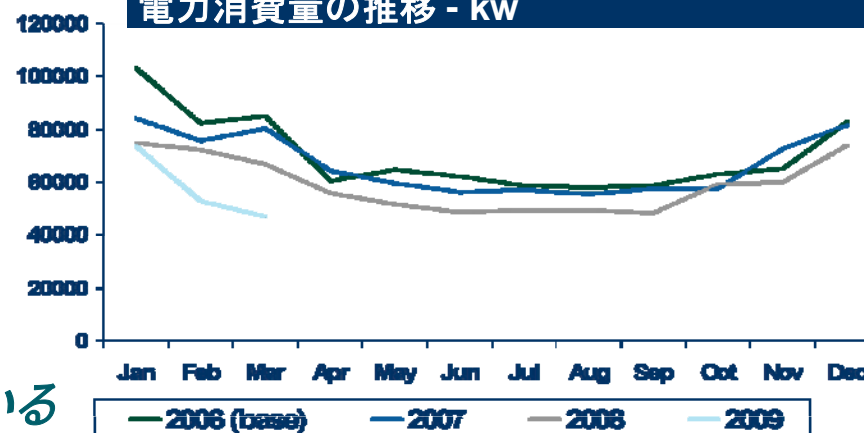
- 一年間でリサイクル率が0%から44%へ改善
- 廃棄物処理コストを30%削減
- エネルギー効率プログラム
 - 共有エリアでの電力消費量を33%削減
 - 年間CO2排出量を82トン削減
- PAS 99 を達成

経済面の成果

- サービス料金を5%低減
- リース契約の更新時に、小売業のサービス料金規定額以上を達成



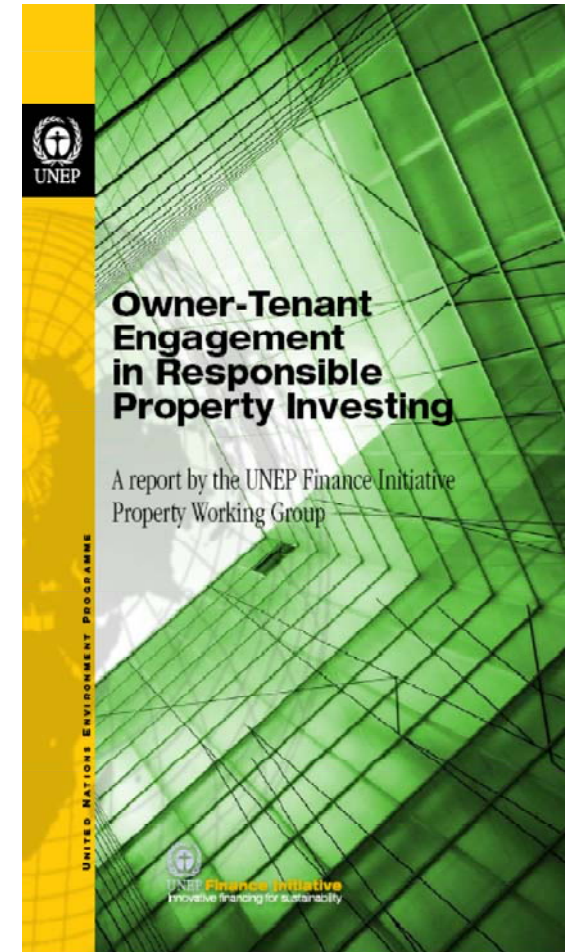
電力消費量の推移 - kw



適切に行動し、パフォーマンスを上げている

“優れた責任不動産投資に関する戦略は、オーナーとテナントが
いかに協力し合うかに左右される
ことが多い。この報告書には、オ
ーナーとテナントの間でのよりよ
い協力体制を促すために、革新
的な方法で持続可能性の実現と
責任投資を約束している大手不
動産会社から寄せられたストー
リーが記載されている”。

<http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/TenantEngagementReport.pdf>



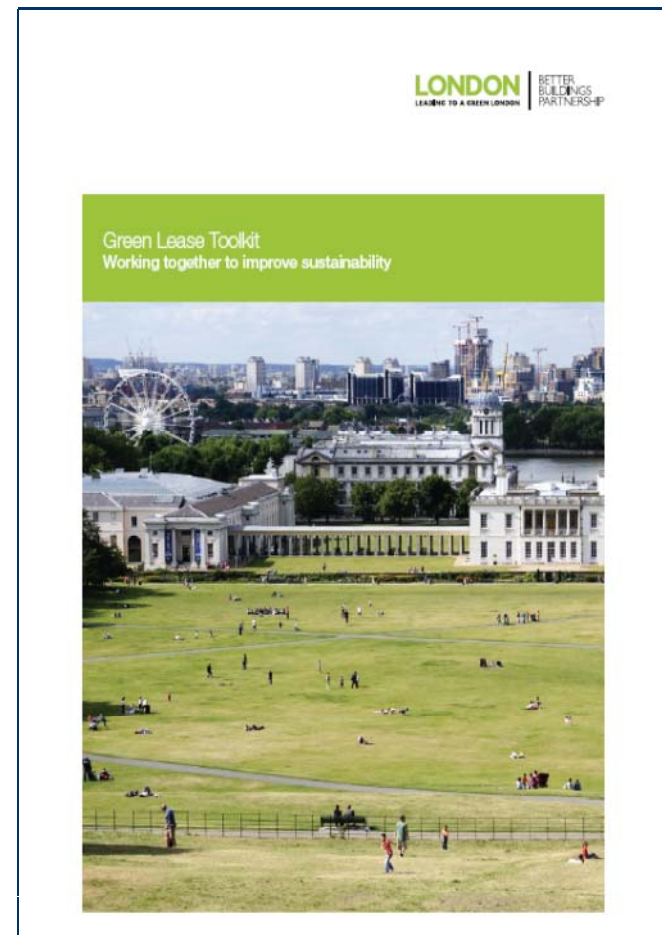
- グリーン・リース/理解事項の覚書
 - 最初の時点で合意に達し、リース契約の条件に基づいて課される家主とテナントの双方が果たすべき義務

関与 – ‘グリーン・リース’

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

“商業用不動産による環境への影響を低減するため、オーナーと入居者が協力する体制ができるようなグリーン・リースに関する総合的なツールキット”

<http://www.betterbuildingspartnership.co.uk/working-groups/sustainable-retrofit/low-carbon-retrofit-toolkit/>



Part of the M&G Group

PRUPIM

責任ある不動産の投資ファンド

責任ある不動産ファンドの形態と 最も適したファンドとは？

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

投資方法	説明	投資の特徴	環境上の成果
グリーン開発 [選別]	環境に優しい(グリーンな)ビルを開発	リスクあり 不動産サイクルの特定段階では最適	限定的 問題点が悪化しないことを保証。開発による環境への影響を軽減するため長期の(環境上の)ペイバック期間が必要
‘ダーク・グリーン’ [選別]	環境に考慮したテナントが使用している環境に優しい(グリーンな)ビルを購入	リスクあり (市場の見解を有効に生かすことができないがために)伸び悩みに陥る可能性のある、ささいで偏りのある投資可能領域	限定的 ‘合理的’ではあるが、特には責任を伴わない
改善 [関与]	将来性が見込める代表的な資産を購入し、その環境上の排出量を減らす	市場の見解を有効に生かすための戦略的で巧みな運用能力を備えた、十分に多様化されているポートフォリオ	CO2排出削減に対してポジティブで即時の貢献が望める

改善 – 最も効果的でリスクが低いRPI形態だと考えられる

責任不動産ファンドが意味するもの – 最初の大きな疑問

REAL ESTATE
INVESTMENT
MANAGEMENT

- RPI – これはファンドか、あるいはスタイルか？
- 特定のファンドがあることで、資本を誘致するか？
 - Q: このRPIのファンドが投資家にとって良いものであれば、全ての資金を投じてはどうか ...?
 - A: それはどこに焦点を絞るかで.....
 - 「適切に行動し、パフォーマンスを上げる」方法を熟知している、責任ある不動産ファンドの運用者として知られることで資本を誘致するか？
- ‘グリーン・ファンド’ は、どれくらいの期間続くか？
 - グリーンは、私たちが実施する対象なのではなく、私たちが実施するやり方になっていくであろう

- 不動産は、CO2排出の問題の主要要素であると同時に、問題を解決する主要要素でもある。
- 不動産ファンドの運用者は、これらの動向と価値と業績に対する影響を理解する必要がある。
- 不動産投資家は、どのように対応するか、選択に迫られる。
 - 関与するか、関与しないか
 - 選別か関与か
 - 新しいファンドか、‘環境に優しい(グリーンな)’運用会社か
- 賢い投資家は、この知識を活かして利益を得ると考えられる;責任ある投資家は、‘適切に行動して’-特に既存建築ストックを改善することで、よいパフォーマンスをあげることを目指す。
- あなたは、環境に優しい(グリーンな)ファンドの運用者になりますか、それとも環境に優しい(グリーンな)ファンド運用者になりますか?