

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおりサステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワークに対する
第三者意見を公表します。

星野リゾート・リート投資法人

サステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワーク

新規

<サステナビリティ・リンク・ボンド原則等への適合性確認結果>

本フレームワークはサステナビリティ・リンク・ボンド原則等に適合する。

発行体／借入人	星野リゾート・リート投資法人（証券コード：3287）
評価対象	星野リゾート・リート投資法人 サステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワーク

要約

本第三者意見は、星野リゾート・リート投資法人（本投資法人）が策定するサステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワーク（本フレームワーク）に対して、「サステナビリティ・リンク・ボンド原則」¹、「サステナビリティ・リンク・ローン原則」²、「サステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン」³及び「サステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」⁴（総称して「SLBP 等」）への適合性を確認したものである。株式会社日本格付研究所（JCR）は、SLBP 等で推奨されている評価の透明性及び客観性確保のため、独立した第三者機関として、本投資法人のサステナビリティ戦略、本フレームワークで定められたキー・パフォーマンス・インディケーター（KPI）、サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPT）、特性、レポートニング、検証について確認を行った。

本投資法人は、株式会社星野リゾートをスポンサーとするホテル・旅館特化型 J-REIT である。2013 年 3 月に設立され、7 月に東京証券取引所（不動産投資信託証券市場）へ上場した。本投資法人は、中長期にわたり観光産業の中核となり、安定的な利用が見込まれるホテル、旅館及び付帯施設、その

¹ International Capital Market Association (ICMA) "Sustainability-Linked Bond Principles 2024"
(<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp/>)

² Asia Pacific Loan Market Association (APLMA), Loan Market Association (LMA), Loan Syndications and Trading Association (LSTA). "Sustainability-Linked Loan Principles 2025" (<https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>)

³ 環境省 サステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン 2024 年版 (<https://www.env.go.jp/content/000062348.pdf>)

⁴ 環境省 サステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2024 年版 (<https://www.env.go.jp/content/000062348.pdf>)

中でも特に長期的かつ安定的なキャッシュ・フローの確保が可能であると見込まれる施設に重点的に投資を行うことを基本方針としている。資産運用会社である株式会社星野リゾート・アセットマネジメント（本資産運用会社）の株主は星野リゾートである。2025 年 7 月 18 日時点のポートフォリオは 70 物件、取得価格総額 2,279 億円の資産規模となっている。

本資産運用会社のスポンサーである星野リゾートは、1914 年に長野県軽井沢で最初の温泉旅館を開業し、2024 年で開業 110 周年を迎えた。開業当初より、温泉掘削や水力発電所の設置を通じて環境への負荷の低減を実現した旅館を運営してきた。星野リゾートの星野佳路社長は、1992 年に「リゾート運営の達人」というビジョンを掲げ、「環境に対する負荷を最小限にとどめながら、同時にリゾートの魅力を顧客に表現することで、常に最高の顧客満足と運営収益を生み出すこと」を目標に、ホテルを運営している。本投資法人は、星野リゾートの取り組みを支持したうえで、保有している物件の管理・運営を行っている。本資産運用会社は、本投資法人の資産運用に際しては、星野リゾートグループとともに、観光産業を通して環境問題の解決はもとより社会貢献を具体的に実行し、持続可能な経済と社会の実現を目指している。

本投資法人は、宿泊事業のバリューチェーンにおけるすべてのステークホルダーが環境保全や社会貢献について協力・連携することを意識して、4 つの柱からなるサステナビリティポリシーを策定している。

本投資法人は、本フレームワークで以下の KPI 及び SPT を設定している。

KPI：環境認証取得割合（取得価格ベース）

（グリーンファイナンス・フレームワークにおけるグリーン適格資産、サステナビリティファイナンス・フレームワークにおけるサステナビリティ適格資産を環境認証取得資産と定義する）

SPT：2030 年度 環境認証取得物件割合 50%（取得価格ベース）

世界規模で活動する観光関連企業非営利団体として、WTTC（World Travel & Tourism Council、世界旅行ツーリズム協議会）が存在する。WTTC が発行したレポートによると、旅行・観光業は、運輸、小売、農業、サービス産業などさまざまな業界と連携するグローバルで多様な業界であるが、世界の旅行観光産業及びその各産業の正確な排出量と割合に関する信頼性の高い推定は、依然として現実的な課題となっている。現在、旅行観光業の排出量は、世界全体の排出量の 8%～11%（2019 年の総排出量 489 億 tCO₂e のうち 39 億～54 億 tCO₂e）と推定されており、旅行観光業に占める宿泊の貢献度は 6%程度とされている。いずれにせよ、世界全体における旅行観光業の温室効果ガス排出量は無視できないものであり、ネットゼロ目標に向けた活動を加速させる必要があることは WTTC のレポートにおいても明言されている。日本においては、観光庁が省エネ等の宿泊施設のサステナビリティ向上のための支援事業を展開している。以上より、グローバル・日本政府の双方よりホテルに対しサステナビリティ・脱炭素に関する取り組みが求められており、本投資法人における本 KPI の取り組みは社会にとって意義がある。また、本 KPI は、本投資法人のサステナビリティポリシーに資する取り組みであり、スポンサーである星野リゾートの経営戦略に沿うものであることから、本投資法人の事業運営にとって高い戦略的意義を有している。また、本 KPI においては、BELS 認証、LEED 認証、CASBEE 認証、DBJ Green Building 認証が選定されているが、各環境認証で設定されたクライテリアは環境改善効果を有する。

以上の検討より、本 KPI は有意義である。

本 KPI の過去実績は、以下の通りである。

	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 7 月 時点
①総運用資産(億円)	1,911	1,987	2,297	2,279
②環境認証取得物件の資産(億円)	707	782	1,103	1,097
③環境認証取得物件割合	37.0%	39.4%	48.0%	48.1%

2022 年度から 2024 年度にかけて③環境認証取得物件割合の数値が向上しており当該期間の新規取得資産の環境認証取得率は 90%程度という高い実績を達成している。当該期間において高い環境認証取得率を達成した理由としては、「OMO7 大阪」や「星のや沖縄」といった環境認証を有する大型物件の取得が続いたためである。本投資法人は、現在から 2030 年度までの期間において「OMO7 大阪」や「星のや沖縄」と同程度の大型物件の取得は予定していないなか、SPT の達成には新規取得物件のうち毎年 60%程度を環境認証取得物件とする必要がある。2022 年度以前の環境認証取得実績が 40%弱であることを鑑みると、今後 5 年間に於いて毎年 60%の環境認証取得率を継続することは難易度が高い。

他のホテルリートと比較した結果、本投資法人の現時点の実績及び SPT（2030 年度目標）は最も高い数値である。

過去実績との比較、並びに同業他社との比較の 2 点を鑑み、本 SPT は野心的である。

本 SPT を達成するために、本投資法人は、既存施設を取得する場合は改修計画等をあらかじめ策定し、物件毎の環境認証の評価基準への適合性を判断する予定である。そのうえで、新規取得時に、環境認証取得済、又は環境認証取得が可能と考えられるものに可能な限り絞っていくことを検討している。

本フレームワークで定められた債券／借入金について、SPT の達成状況に応じて財務的特性が変動することとなっている。変動内容については、利率の引き上げ・引き下げが想定されている。また、本フレームワーク策定時点で予見し得ない、本フレームワークに重要な影響を与える可能性のある状況（M&A、各国法制度・規制の変更、自然災害等）が発生した場合、もしくは KPI の定義や対象範囲、SPT の設定、前提条件等を変更する必要がある場合には、第三者機関にも相談したうえで既に実行したサステナビリティ・リンク・ファイナンスの SPT を、見直しする可能性がある。

本投資法人は、本フレームワークの KPI に係る実績等について、ウェブサイト上又は決算説明資料等の開示で年に 1 回レポートを実施する。本投資法人は、年次で独立した第三者機関より KPI の数値について検証を受ける予定である。

以上より、本フレームワークが SLBP 等に適合していることを JCR は確認した。

I. 第三者意見の位置づけと目的

本第三者意見は、星野リゾート・リート投資法人（本投資法人）が策定するサステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワーク（本フレームワーク）に対して、「サステナビリティ・リンク・ボンド原則」、「サステナビリティ・リンク・ローン原則」、「サステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン」及び「サステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」（総称して「SLBP 等」）への適合性を確認したものである。SLBP 等は、KPI の選定、SPT の測定、債券／借入金の特性、レポーティング、検証という5つの核となる要素で構成されている。本第三者意見の目的は、SLBP 等で推奨されている評価の透明性及び客観性確保のため、JCR が独立した第三者機関として、本フレームワークの SLBP 等への適合性を確認することである。

II. 第三者意見の概要

本第三者意見は、本投資法人が 2025 年 10 月に策定する本フレームワークに対する意見表明であり、以下の項目で構成されている。

1. 本投資法人のサステナビリティ戦略
2. KPI の選定
3. SPT の測定
4. 債券／借入金の特性
5. レポーティング・検証
6. SLBP 等への適合性に係る結論

III. SLBP 等への適合性について

1. 本投資法人のサステナビリティ戦略

(1) 本投資法人の概要（沿革、事業内容、事業規模等）

星野リゾート・リート投資法人（本投資法人）は、株式会社星野リゾートをスポンサーとするホテル・旅館特化型 J-REIT である。2013 年 3 月に設立され、7 月に東京証券取引所（不動産投資信託証券市場）へ上場した。本投資法人は、中長期にわたり観光産業の中核となり、安定的な利用が見込まれるホテル、旅館及び付帯施設、その中でも特に長期的かつ安定的なキャッシュ・フローの確保が可能であると見込まれる施設に重点的に投資を行うことを基本方針としている。資産運用会社である株式会社星野リゾート・アセットマネジメント（本資産運用会社）の株主は星野リゾートである。2025 年 7 月 18 日時点のポートフォリオは 70 物件、取得価格総額 2,279 億円の資産規模となっている。ポートフォリオを賃借人別でみると星野リゾートグループが約 75%（取得価格ベース）を占める等、スポンサーグループとの強固な協働関係を軸としたポートフォリオ・マネジメントが継続されている。



図 1：本投資法人のポートフォリオ
（投資区分別・取得価格ベース）⁵

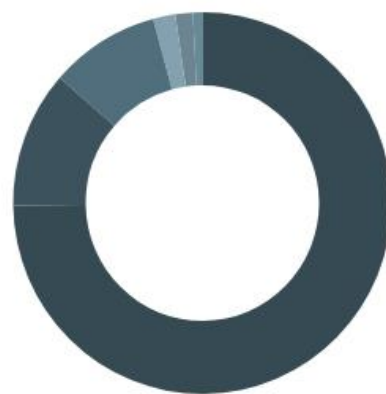


図 2：本投資法人のポートフォリオ
（賃借人別・取得価格ベース）⁵

本資産運用会社のスポンサーである星野リゾートは、1914 年に長野県軽井沢で最初の温泉旅館を開業し、2024 年で開業 110 周年を迎えた。開業当初より、温泉掘削や水力発電所の設置を通じて環境への負荷の低減を実現した旅館を運営してきた。開業の地である星野温泉ホテル跡地に現在開業している「星のや軽井沢」では、EIMY（Energy In My Yard）という水力発電、温泉排湯の暖房利用、エネルギー保存のため工夫した建築、バイオマス利用リサイクルなどを進め、星野リゾートの創業以来の環境全般への配慮を運営に組み込んでいる。本投資法人は、星野リゾートの取り組みを支持し、発展していけるよう、保有している物件の管理・運営を行っている。本資産運用会社は、本投資法人の

⁵ 本投資法人 HP <https://www.hoshinoresorts-reit.com/ja/portfolio/>

資産運用に際しては、星野リゾートグループとして、観光産業を通して環境問題の解決はもとより社会貢献を具体的に実行し、持続可能な経済と社会の実現を目指している。

(2) 投資方針／サステナビリティポリシー

前述の通り、本資産運用会社のスポンサーである星野リゾートは、開業当初より、温泉掘削や水力発電所の設置を通じて環境への負荷の低減を実現した旅館を運営してきた。星野温泉に日本野鳥の会の創立者が宿泊したことが契機となり、隣接する野鳥の宝庫である国有林に生態系の保護活動を行った結果、その場所は「国設 軽井沢野鳥の森」として指定されるなど、環境保護が意識されるはるか前から現在まで、旅館の運営される周辺環境に対して配慮する取り組みを続けている。また、その他の施設についても、プラスチックの削減、自然保護活動等の取り組みを進めている。

星野リゾートの星野佳路社長は、1992年に「リゾート運営の達人」というビジョンを掲げ、「環境に対する負荷を最小限にとどめながら、同時にリゾートの魅力を顧客に表現することで、常に最高の顧客満足と運営収益を生み出すこと」を目標に、ホテルを運営している。

本投資法人は、星野リゾートの取り組みを支持したうえで、保有している物件の管理・運営を行っている。本資産運用会社は、本投資法人の資産運用に際しては、星野リゾートグループとともに、観光産業を通して環境問題の解決はもとより社会貢献を具体的に実行し、持続可能な経済と社会の実現を目指している。

■本投資法人の投資方針（基本理念・ポートフォリオ構築方針）

<基本理念>

2003年、政府の観光立国懇談会が「住んでよし、訪れてよしの国づくり」を基本理念とした「観光立国」の考え方を打ち出して以降、日本においては観光地と観光産業に国際競争力を与え、世界に誇る魅力あふれる観光立国を実現するため、様々な施策が実施されている。観光立国懇談会報告書のなかで、日本が有する自然景観、文化遺産、多様な観光資源を有効活用し、それによって生まれる観光消費を経済効果である生産効果や雇用創出につなげることが期待されている。本投資法人は、このような経済波及効果、雇用誘発効果及び税収効果を有する観光産業について、各地の地域経済への貢献が可能であり、少子高齢化時代における日本の経済活性化の切り札として重要な産業分野と位置付けることができると考えている。

本投資法人は、本投資法人の投資主が投資口の保有を通じて日本の観光産業の分野においてその成長の果実を享受できる仕組みを作ることを目指しており、これにより投資主価値の継続的な拡大を図っている。

<ポートフォリオ構築方針>

本投資法人は、今後も安定した収益を生み、長期的かつ安定的なキャッシュ・フローを確保することが可能なのは、ビジネスモデルや運営力、立地等の優位性などで差別化された施設であると考えている。本投資法人は、ソフトの優位性とハードの優位性という2つの観点から、投資対象資産を選定

していく予定である。また、本投資法人は、具体的な投資対象資産の選定にあたり、星野リゾートグループ運営物件、星野リゾートグループ以外運営物件及び海外における星野リゾートグループ関与物件の物件売却情報を積極的に入手し、それぞれについて投資対象資産を選別し、長期的かつ安定的なキャッシュ・フローの確保のため最適と考えられるポートフォリオを柔軟に構築する方針である。

■サステナビリティポリシー

本投資法人は、宿泊事業のバリューチェーンにおけるすべてのステークホルダーが環境保全や社会貢献について協力・連携することを意識して、以下の4つの柱からなるサステナビリティポリシーを策定している。

1. 気候変動や大規模災害の低減を目的に保有施設の「環境建築化」を目指し、新築・改築・修繕の際には、エネルギー消費や温室効果ガス（GHG）排出、水消費、廃棄物量の削減等の環境負荷低減の実施・検討します。また、併せて再生可能エネルギーの導入検討も行い、レジリエンスの向上に努めます。
2. 「廃棄プラスチック」にみられる海洋マイクロプラスチックや陸上でのペットボトル等使用を減らすため、プラスチックを可能な限り使用しないように努めます。こうした活動を通じてお客様にはライフスタイルへの良い影響を与えられる関係を、サプライヤーとは協働できる関係を構築していきたいと考えます。また、全てのオペレーターとはプラスチックに限らず廃棄物管理全般に関する協働やグリーンリース契約の締結を進めます。
3. 「観光と地域」は切ってもきれない間柄ですが、地域の特性を大切にしていきながらともに経済を回していくことを考えていきたいと思えます。それには、業務を促進していく役職員の健康の増進のための定期健診をはじめとしたウェルネスも配慮した職場環境も整備していく必要があります。
4. 個々を尊重する多様性（D）、公平性（E）、包摂性（I）のある働き方を推進します。まず、従業員一人ひとりが個性と才能を発揮できる環境を提供し、ジェンダー、年齢、国籍を超えた協生を目指します。また、事業を推進し目的を達成するにあたり、個人の違いを視野にいれ必要なものが提供される組織づくりに努めていきます。その努力は従業員が観光産業に係る日々の業務を通して地域文化や歴史に触れる際、異なる価値観への理解を深め、地域コミュニティとの協力や社会貢献活動への参加を促すことに繋がります。そうすることによって独創的で豊かなアイデアが創発され、新しい魅力やサービスが生まれるなど持続可能な経営を実現する取組みとして積極的に推進します。

(3) 【ガバナンス・サステナビリティ推進体制】

本資産運用会社と本投資法人が実質一体となり、ESG に関する各種取り組みを推進している。本資産運用会社では、サステナビリティの取り組みを推進するため、代表取締役社長、投資運用本部長、経営企画本部長、財務経理本部長、コンプライアンス・オフィサー、並びにチーフ・サステナビリティ・オフィサー（委員長）をメンバーとして ESG 委員会を設置している。原則月に 1 回の頻度で委員会が設定され、ESG 推進に関わる方針・戦略・計画・施策の審議及び決議、実績評価及びモニタリングの状況、情報開示の推進の審議及び決議が行われている。また、実務的にサステナビリティを支援するために、サステナビリティ推進室が設置され、脱炭素に向けたロードマップの作成等の取り組みが推進されている。

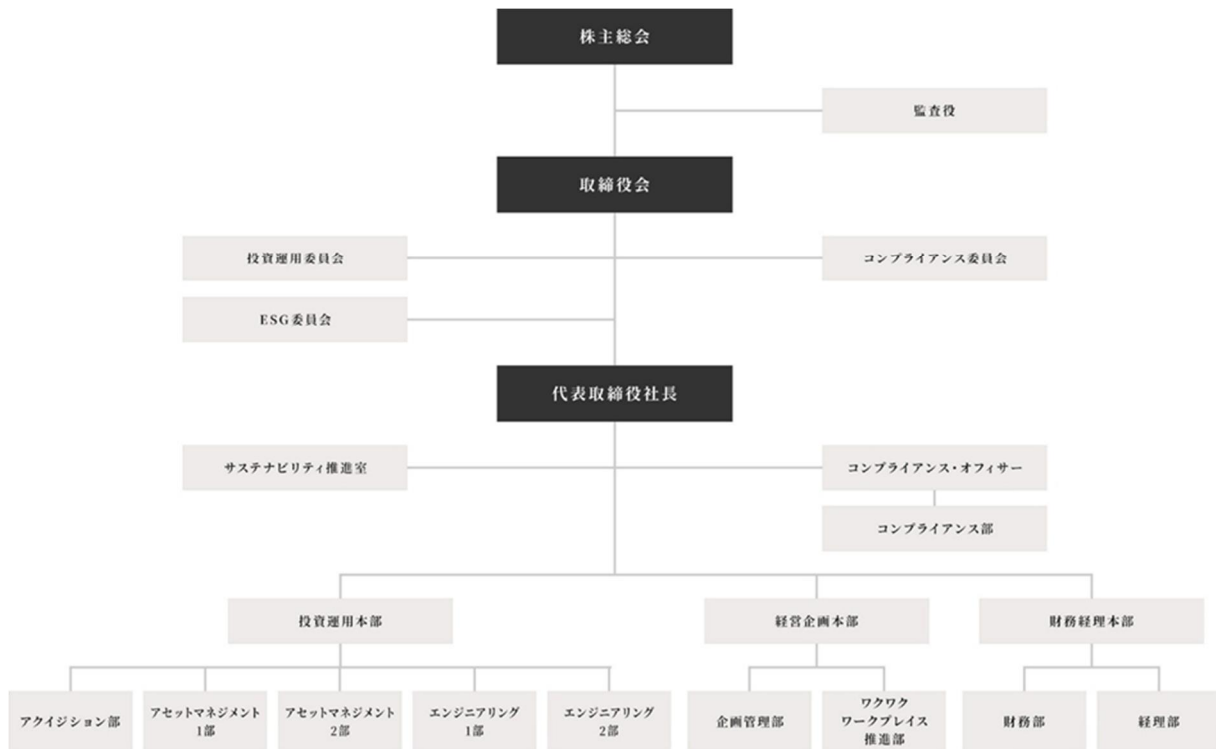


図 3：本資産運用会社の体制⁶

⁶ 本資産運用会社からの提供資料

2. KPIの選定

(1) 評価の観点

本項では、本フレームワークで定める KPI に係る有意義性について確認を行う。具体的には、発行体／借入人のビジネス全体にとって関連性がある中核的で重要なものであること、発行体／借入人の現在や将来の事業運営にとって高い戦略的意義を有すること、一貫した方法論に基づく測定又は定量化が可能であること等について確認を行う。

(2) KPI の選定の概要と JCR による評価

▶▶▶ 評価結果

本フレームワークのKPIは、SLBP等で示されている具備すべき条件の全てを満たしている。

本投資法人は、本フレームワークで以下の KPI を設定している。

KPI	環境認証取得割合（取得価格ベース） （グリーンファイナンス・フレームワークにおけるグリーン適格資産、サステナビリティファイナンス・フレームワークにおけるサステナビリティ適格資産を環境認証取得資産と定義する）
-----	--

【KPI の有意義性 世界・日本における観光業・宿泊業の位置づけ】

世界規模で活動する観光関連企業非営利団体として、WTTC（World Travel & Tourism Council、世界旅行ツーリズム協議会）が存在する。WTTC は、世界中の主要な観光関連企業の経営層で構成される。WTTC が 2021 年に発行したレポート⁷によると、旅行・観光業は、運輸、小売、農業、サービス産業などさまざまな業界と連携するグローバルで多様な業界であるが、世界の旅行観光産業及びその各産業の正確な排出量と割合に関する信頼性の高い推定は、依然として現実的な課題となっている。現在、旅行観光業の排出量は、世界全体の排出量の 8%～11%（2019 年の総排出量 489 億 tCO₂e のうち 39 億～54 億 tCO₂e）と推定されており、旅行観光業に占める宿泊の貢献度は 6%程度とされている。いずれにせよ、世界全体における旅行観光業の温室効果ガス排出量は無視できないものであり、ネットゼロ目標に向けた活動を加速させる必要があることは WTTC のレポートにおいても明言されている。

日本においては、観光庁が省エネ等、宿泊施設のサステナビリティ向上のための支援事業を展開している。その背景として、訪日外国人旅行者を中心にサステナブルな旅行や宿泊施設の選択傾向が高まっているなか、世界各国の旅行者に旅先として選択してもらうためにも宿泊施設のサステナビリティ強化が必須となってきたと観光庁は考えている。このため、観光庁は建物全体の省エネ対策や宿泊施設における環境負荷低減や CO₂削減に資する設備・備品の導入を支援している。

ホテル業界におけるグリーンビルディング認証の取得状況は、他のアセットタイプ（オフィス、住宅など）と比較して事例が少ないが、2024 年 12 月に DBJ Green Building 認証「ホテル版」が新設されるなど、今後普及が進むことが期待されている。

⁷ WTTC 旅行・観光業のためのネットゼロ・ロードマップ（2021 年 11 月発行）
https://www.tcvb.or.jp/jp/project/e80d17dcca72e87701a95b86706ffa31_1.pdf

以上より、グローバル・日本政府の双方よりホテルに対しサステナビリティ・脱炭素に関する取り組みが求められている。従って、本投資法人における本 KPI の取り組みは社会にとって意義がある。

【KPI の有意義性 本投資法人における KPI の位置づけ】

本投資法人は、前述の通り、宿泊事業のバリューチェーンにおけるすべてのステークホルダーが環境保全や社会貢献について協力・連携することを意識して、以下の 4 つの柱からなるサステナビリティポリシーを策定している。

また、スポンサーである星野リゾートは、ホテルと地域は一心同体であると考えており、地域に存在する自然、産地の技術、農林水産物、環境資源などが宿泊価値の源泉になり、ひいては持続可能な企業競争力につながると考えている。このため、星野リゾートはエコツーリズム・ゼロエミッション等の環境経営を推進している。

以上より、本 KPI は、本投資法人のサステナビリティポリシーにおける「環境建築化」等に資する取り組みであり、スポンサーである星野リゾートの経営戦略に沿うものであることから、本投資法人の事業運営にとって高い戦略的意義を有している。

【KPI の有意義性 環境改善効果】

本 KPI においては、本投資法人が 2024 年 9 月に策定した「グリーンファイナンス・フレームワーク」における「グリーン適格資産」、及び「サステナビリティファイナンス・フレームワーク」における「サステナビリティ適格資産」の定義を参照している。各適格資産において、「BELS 認証」、「LEED 認証」、「CASBEE 認証」、「DBJ Green Building 認証」、及び「廃棄物の再資源化率 100%」が環境面のクライテリアとして選定されている。「廃棄物の再資源化率 100%」の環境改善効果は明確であることから、それ以外の各認証の環境改善効果について以下に示す。

BELS 認証（建築物省エネルギー性能表示制度）

BELS とは、建築物省エネルギー性能表示制度の英語名称（Building-Housing Energy-efficiency Labeling System）の頭文字をとったものであり、新築・既存の建築物において、省エネ性能を第三者評価機関が評価し認定する制度である。外皮性能及び一次エネルギー消費量が評価対象となり、高評価のためには優れた省エネ性能を有していることが求められる。評価結果は BEI (Building Energy Index) によってレベル分けされる。BEI は、設計一次エネルギー消費量を分子、基準一次エネルギー消費量を分母とする、基準値に比した省エネ性能を測る尺度である。従来の基準（平成 28 年度基準）では 1 つ星から 5 つ星の 5 段階で評価されており、2 つ星は省エネ基準を満たしている。

改正建築物省エネ法の 2024 年 4 月 1 日施行により、2,000m² 以上の非住宅大規模建築物を対象の省エネ基準が厳格化された。施行後の省エネ基準は建物用途によって異なり、物流施設を含む工場等では 25% 以上削減、事務所・学校・ホテル・百貨店等では 20% 以上となっている。同改正に基づき、建築物の販売・賃貸時の省エネ性能表示制度が 2024 年 4 月に強化され、BELS に新基準（令和 6 年度基準）が導入された。新基準においては、再生可能エネルギー設備がある住宅及び非住宅に対して

ク（良い）、B ランク（必須項目を満足）の 4 段階）に分かれている。高評価をとるためには、省エネルギーや環境負荷の少ない資機材を使用する等の環境への配慮に加え、室内の快適性や景観への配慮等も必要であり、総合的な建物の品質の高さが求められる。

また、自治体版 CASBEE は、政令指定都市を中心とした一部の地方自治体で一定規模以上の建築物を建てる際に利用されている CASBEE 評価のことを指し、「建築物環境配慮制度」の届出制度等で活用されている。評価に際しては地域ごとの重みづけが行われるものの、CASBEE-建築で使用される評価ソフトの計算結果に従って評価が行われる。本フレームワークでは、CASBEE-建築（新築）の有効期間に合わせる形で、工事完了日より 3 年以内に限って有効としている。

今般、本投資法人が適格クライテリアとして定めた B+以上の建物は、CASBEE-建築（新築）においては BEE が 1.0 以上であり、環境負荷に対して環境品質が明確に勝る物件であること、また CASBEE-不動産においても、計測の基準は BEE ではないものの、従来の CASBEE-建築等における B+相当の物件であることから、環境改善効果があると JCR は評価している。自治体版 CASBEE についても、CASBEE-建築と同等の環境改善効果があると判断できる。これらを踏まえ、当該クライテリアに定める認証水準は総じて十分な環境改善効果を有している。

DBJ Green Building 認証

DBJ Green Building 認証とは、DBJ（日本政策投資銀行）が提供する環境・社会への配慮がなされた不動産を評価する認証制度である。評価結果は星の数で表され、評価軸は「環境・社会への配慮がなされたビル」である。「Energy & Resources（建物の環境性能）」、「Amenity（テナント利用者の快適性）」、「Resilience（危機に対する対応力）」、「Community & Diversity（多様性・周辺環境への配慮）」、「Partnership（ステークホルダーとの連携）」の 5 つの大カテゴリーについて評価している。それぞれ 5 つ星（国内トップクラスの卓越した）、4 つ星（極めて優れた）、3 つ星（非常に優れた）、2 つ星（優れた）、1 つ星（十分な）で表される。環境性能に特化した評価ではないが、日本国内での認知度が高いこと、環境性能に関しても一定の評価項目を有していることから、JCR は本認証についても、「グリーンローン原則」で定義されるグリーンプロジェクト分類における「地域、国又は国際的に認知された標準や認証」に相当すると評価している。ただし、環境性能に限った認証ではないため、個別に環境性能に対する評価を確認することが望ましいと考えている。

DBJ Green Building 認証は、評価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を含めた総合的な評価に基づく認証である。環境及び社会に対する具体的な「優れた取り組み」を集約しながらスコアリング設計しており、不動産市場には評価対象に届かない物件が多数存在する。高評価のためには、環境のみならず、建築物にかかわるすべてのステークホルダーにとって適切に配慮された建築物であることが求められる。

DBJ Green Building 認証の認証水準は、「環境・社会への配慮」において国内収益不動産全体の上位約 20%と想定されている。さらに、3 つ星までの各評価は、認証水準を超える物件のうち上位 10%（5 つ星）、上位 30%（4 つ星）、上位 60%（3 つ星）の集合体を対象としている。したがって、今般、本投資法人が定めた 3 つ星以上のクライテリアは環境性能の高い物件に絞られており、環境改善効果を有する。

以上より、本 KPI で設定された各グリーンビルディング認証は環境改善効果を有することを JCR は確認している。

【一貫した方法論に基づく測定又は定量化の可否（外部からの検証可能性）】

本 KPI においては、一貫した方法論に基づく測定が期待でき、外部からの検証が可能である旨、JCR は確認している。

以上より、本フレームワークの KPI に係る有意義性について、JCR は確認した。

3. SPT の測定

(1) 評価の視点

本項では、本フレームワークの SPT に係る野心性について確認を行う。具体的には、選定された KPI における重要な改善を表し、Business as Usual (BAU、当該プロジェクトを実施しない場合、もしくは成り行きの場合) の軌跡を超える等の野心的なものであること、可能な場合にはベンチマークや外部参照値と比較可能であること、発行体／借入人の全体的なサステナビリティ戦略及びビジネス戦略と整合していること、ファイナンス開始時までにはあらかじめ定められた時間軸(目標年度等)に基づいて SPT が決定されること等の観点から確認を行う。

(2) SPT の測定の概要と JCR による評価

▶▶▶ 評価結果

本フレームワークの SPT は、SLBP 等で示されている具備すべき条件の全てを満たしている。

本投資法人は、本フレームワークで以下の SPT を設定している。

SPT	2030 年度 環境認証取得物件割合 50% (取得価格ベース)
------------	----------------------------------

i 過年度実績との比較 (BAU を超える野心的なものか)

本 KPI の過去実績は以下の通りである。

	2022 年度	2023 年度	2024 年度
①総運用資産(億円)	1,911	1,987	2,297
②環境認証取得物件の資産(億円)	707	782	1,103
③環境認証取得物件割合	37.0%	39.4%	48.0%

2022 年度から 2024 年度にかけて③環境認証取得物件割合の数値が向上しており、当該期間の新規取得資産の環境認証取得率は 90%程度という高い実績を達成している。当該期間において高い環境認証取得率を達成した理由としては、「OMO7 大阪」や「星のや沖縄」といった環境認証を有する大型物件の取得が続いたためである。

本投資法人は、現在から SPT 目標年度である 2030 年度までの期間において、計 900 億円程度の資産を新規に取得する予定である。2030 年までの期間においては「OMO7 大阪」や「星のや沖縄」と同程度の大型物件の取得は予定されていないなか、SPT の達成には新規取得物件のうち毎年 60%程度を環境認証取得物件とする必要がある。2022 年度以前の環境認証取得実績が 40%弱であることを鑑みると、今後 5 年間で毎年 60%の環境認証取得率を継続することは難易度が高く、本 SPT は過年度実績との比較において野心的である。

ii 同業他社との比較

他のホテルリートと比較した結果、本投資法人の現時点の実績及び 2030 年度目標は最も高い数値であり、本 SPT は野心的である。

iii SPT 達成に向けた計画・取り組み

本 SPT を達成するために、前述した通り、新規取得物件のうち毎年 60% 程度を環境認証取得物件とする必要がある。

本投資法人は、大前提として、ホテルは新規建設のみならず、コスト効率のために既存のホテル・旅館を取得し改装等を実施したうえで環境認証の取得を目指すケースも多々あると考えている。ホテル・旅館は 24 時間営業が基本であり、営業を継続しながら効率の悪い空調システムを更新するといった大規模な工事の実施は難易度が高いと考えている。

上記前提のうえで、本投資法人は、既存施設を取得する場合は改修計画等をあらかじめ策定し、物件毎の環境認証の評価基準への適合性を判断する予定である。そのうえで、新規取得時に、環境認証取得済、又は環境認証取得が可能と考えられるものに可能な限り絞っていくことを検討している。しかしながら、ホテルにおいて環境認証の普及は進んでいないことから、環境認証未取得の物件も取得せざるを得ない場合があると本投資法人は考えている。

以上より、本フレームワークの SPT について、過去実績や同業他社対比において野心的であり、SPT 達成のための計画は妥当であることを JCR は確認した。

(3) JCR によるインパクト評価

JCR は、本フレームワークの SPT に係るポジティブなインパクトの増大及びネガティブなインパクトの回避・管理・低減の度合いについて、国連環境計画金融イニシアティブ（UNEP FI）が策定したポジティブ・インパクト金融原則の第 4 原則で例示されているインパクト評価基準の 5 つの観点に沿って確認した。

① 多様性：多様なポジティブ・インパクトがもたらされるか

本フレームワークの SPT は、以下のとおり UNEP FI の定めるインパクト・エリア／トピックのうち、「気候の安定性」にインパクトがもたらされる。

社会	人格と人の安全保障	紛争	現代奴隷		児童労働
		データプライバシー	自然災害		
	健康および安全性				
	資源とサービスの入手可能性、アクセス可能性、手ごろさ、品質	水	食料	エネルギー	住居
		健康と衛生	教育	移動手段	情報
		コネクティビティ	文化と伝統	ファイナンス	
	生計	雇用		賃金	社会的保護
	平等と正義	ジェンダー平等	民族・人種平等	年齢差別	その他の社会的弱者
社会 経済	強固な制度・平和・安定	法の支配		市民的自由	
	健全な経済	セクターの多様性		零細・中小企業の繁栄	
	インフラ				
	経済収束				
自然 環境	気候の安定性				
	生物多様性と生態系	水域	大気		土壌
		生物種	生息地		
	サーキュラリティ	資源強度		廃棄物	

また、本フレームワークの SPT は、本投資法人のサプライチェーンのうち使用段階へのインパクトが期待される。



ホテル・旅館				○	
--------	--	--	--	---	--

② 有効性：大きなインパクトがもたらされるか

本投資法人はホテル・旅館特化型 J-REIT であり、2025 年 7 月時点のポートフォリオは 70 物件、取得価格総額 2,279 億円の資産規模となっている。

ホテル・旅行特化型 J-REIT において環境認証取得率が目標として設定される事例は希少であることから、本フレームワークの SPT は業界全体へ大きなインパクトをもたらすことが期待される。

③ 効率性：投下資本に比して大きなインパクトがもたらされるか

本フレームワークの SPT は、本投資法人のサステナビリティポリシーにおける「環境建築化」等に資する取り組みであり、スポンサーである星野リゾートの経営戦略に沿うものである。

従って、SPT 達成に向けた取り組みが推進されることにより、投資資本に比して大きなインパクトの発現が期待される。

④ 倍率性：公的資金や寄付に比して民間資金が大きく活用されるか

本フレームワークの SPT に係るインパクトについて、本項目は評価対象外である。

⑤ 追加性：追加的なインパクトがもたらされるか

本フレームワークの SPT は、以下にリストアップしたとおり、SDGs の 17 目標及び 169 ターゲットのうち複数の目標・ターゲットに対して、追加的なインパクトが期待される。



目標 7：エネルギーをみんなに そしてクリーンに

ターゲット 7.3 2030 年までに、世界全体のエネルギー効率の改善率を倍増させる。



目標 11：住み続けられるまちづくりを

ターゲット 11.6 2030 年までに、大気質及び一般並びにその他の廃棄物の管理に特別な注意を払うことによるものを含め、都市の一人当たりの環境上の悪影響を軽減する。



目標 13：気候変動に具体的な対策を

ターゲット 13.1 すべての国々において、気候関連災害や自然災害に対する強靱性（レジリエンス）及び適応力を強化する。

4. 債券／借入金の特性

(1) 評価の視点

本項では、本フレームワークで定められた債券／借入金の特性について、予め設定された SPT が達成されるか否かによって、ファイナンス条件等は変化するか等を確認する。

(2) 債券／借入金の特性の概要と JCR による評価

▶▶▶ 評価結果

本フレームワークで定められた債券／借入金の特性は、SLBP等で示されている具備すべき条件の全てを満たしている。

本フレームワークで定められた債券／借入金について、SPT の達成状況に応じて財務的特性が変動することとなっている。変動内容については、利率の引き上げ・引き下げが想定されている。

また、本フレームワーク策定時点で予見し得ない、本フレームワークに重要な影響を与える可能性のある状況（M&A、各国法制度・規制の変更、自然災害等）が発生した場合、もしくは KPI の定義や対象範囲、SPT の設定、前提条件等を変更する必要性が生じた場合には、第三者機関にも相談したうえで、既に実行したサステナビリティ・リンク・ファイナンスの SPT を見直す可能性がある。

以上より、本フレームワークで定められた債券／借入金の特性は SLBP 等で示されている具備すべき条件の全てを満たしていることを JCR は確認した。

5. レポート・検証

(1) 評価の視点

本項では、本フレームワークで定められたレポート・検証について、選定された KPI の実績に係る最新情報や SPT の野心度を判断できる情報等が、年に 1 回以上開示されるか等を確認する。また、本フレームワークで定められた検証について、選定された KPI の実績に対する独立した外部検証は実施されるか、当該検証内容は開示されるか等を確認する。

(2) レポート・検証の概要と JCR による評価

▶▶▶ 評価結果

本フレームワークで定められたレポート・検証は、SLBP等で示されている具備すべき条件の全てを満たしている。

本投資法人は、KPI の実績値など以下記載の項目について、同投資法人のウェブサイト上又は決算説明資料等において、年次でレポート・検証を実施する。

No.	レポート・検証内容	レポート・検証時期
①	KPI のレポート・検証対象期間における実績値	サステナビリティ・リンク・ファイナンス実行の翌年度を初回とし、ファイナンス期間の終了日まで年次
②	SPT のレポート・検証対象期間における達成状況	
③	KPI・SPT に関連する、資金調達者の最新のサステナビリティ戦略に関する情報	

本投資法人は、年次で独立した第三者機関より KPI の数値について検証を受ける予定である。

以上より、本フレームワークで定められたレポート・検証について SLBP 等で示されている具備すべき条件の全てを満たしていることを JCR は確認した。

6. SLBP等への適合性に係る結論

以上より、JCR は本フレームワークが SLBP 等に適合していることを確認した。

(担当) 佐藤 大介・梶原 康佑

本評価に関する重要な説明

1. JCR 第三者意見の前提・意義・限界

日本格付研究所 (JCR) が付与し提供する第三者意見は、International Capital Market Association (ICMA) / Asia Pacific Loan Market Association (APLMA)、Loan Market Association (LMA)、Loan Syndications and Trading Association (LSTA) が策定したサステナビリティ・リンク・ボンド／ローン原則及び環境省が策定したサステナビリティ・リンク・ボンド／ローンガイドラインへの評価対象の適合性に関する、JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該評価対象がもたらすポジティブなインパクトの程度を完全に表示しているものではありません。

本第三者意見は、依頼者から供与された情報及び JCR が独自に収集した情報に基づく現時点での計画又は状況を評価するものであり、将来における状況への評価を保証するものではありません。また、本第三者意見は、サステナビリティ・リンク・ボンド／ローンによるポジティブな効果を定量的に証明するものではなく、その効果について責任を負うものではありません。設定されたサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲットの達成度について、JCR は発行体／借入人又は発行体／借入人の依頼する第三者によって定量的・定性的に測定されていることを確認しますが、原則としてこれを直接測定することはありません。

2. 本第三者意見を提供するうえで参照した国際的なイニシアティブ、原則等

本第三者意見を提供するうえで JCR は、ICMA/APLMA、LMA、LSTA、環境省及び国連環境計画金融イニシアティブが策定した以下の原則及びガイドを参照しています。

- ・サステナビリティ・リンク・ボンド／ローン原則
- ・サステナビリティ・リンク・ボンド／ローンガイドライン
- ・ポジティブ・インパクト金融原則

3. 信用格付業に係る行為との関係

本第三者意見を提供する行為は、JCR が関連業務として行うものであり、信用格付業に係る行為とは異なります。

4. 信用格付との関係

本件評価は信用格付とは異なり、また、あらかじめ定められた信用格付を提供し、又は閲覧に供することを約束するものではありません。

5. JCR の第三者性

本評価対象者と JCR との間に、利益相反を生じる可能性のある資本関係、人的関係等はありません。

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体／借入人及び正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、又はその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、又は当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。本第三者意見は、評価の対象であるサステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワークに係る各種のリスク（信用リスク、価格変動リスク、市場流動性リスク等）について、何ら意見を表明するものではありません。また、本第三者意見は JCR の現時点での総合的な意見の表明であって、事実の表明ではなく、リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本第三者意見は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、又は撤回されることがあります。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。本文書の一部又は全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■用語解説

第三者意見：本レポートは、依頼人の求めに応じ、独立・中立・公平な立場から、サステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワークについて、ICMA/APLMA、LMA、LSTA によるサステナビリティ・リンク・ボンド／ローン原則への適合性に対する第三者意見を述べたものです。

■サステナブル・ファイナンスの外部評価者としての登録状況等

- ・国連環境計画 金融イニシアティブ ポジティブインパクト作業部会メンバー
- ・環境省 グリーンボンド外部レビュー者登録
- ・Climate Bonds Initiative Approved Verifier (気候債イニシアティブ 認定検証機関)
- ・ICMA (国際資本市場協会) としてオブザーバー登録) ソーシャルボンド原則、Climate Transition Finance 作業部会メンバー

■その他、信用格付業者としての登録状況等

- ・信用格付業者 金融庁長官 (格付) 第1号
- ・EU Certified Credit Rating Agency
- ・NRSRO：JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官 (格付) 第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル