

農林中央金庫が実施する ジャパンリアルエステイト投資法人に対する サステナビリティ・リンク・ローンに係る第三者意見

JCR は、農林中央金庫が実施するジャパンリアルエステイト投資法人に対するサステナビリティ・リンク・ローンに関し、第三者意見書を提出しました。

<要約>

本第三者意見書は、農林中央金庫がジャパンリアルエステイト投資法人（JRE）に実施するサステナビリティ・リンク・ローン（SLL）（本ローン）に対して、Loan Market Association（LMA）によるサステナビリティ・リンク・ローン原則（SLLP）及び環境省によるグリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン（環境省ガイドライン）（SLLP 及び環境省ガイドラインを総称して SLLP 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、SLLP 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、(1)JRE のサステナビリティ戦略とサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPTs）の設定、(2)融資条件及び期中のモニタリング体制について第三者評価を行った。

(1) JRE のサステナビリティ戦略と SPTs の設定について

JREは、本ローンにおいて、以下のSPTsを設定することで農林中央金庫と合意した。

SPTs1: 温室効果ガス排出量の 2013 年度実績比削減幅（2030 年度目標 2013 年実績比 35%削減）
SPTs2: BELS における ZEB 認証取得¹（Nearly ZEB、ZEB Ready、ZEB Oriented を含む。）棟数（2030 年度目標 5 棟）

JRE は、2001 年 9 月に日本で初めて上場した、日本国内のオフィスビルに特化した J-REIT であり、運用資産が 1 兆円を超える規模に成長し、優良なオフィス・ポートフォリオへの投資機会をさまざまな投資家に提供している。

JRE の資産運用会社であるジャパンリアルエステイトアセットマネジメント（JRE-AM）が属する三菱地所グループは、「基本使命」として「住み・働き・憩う方々に満足いただける、地球環境にも配慮した魅力あふれるまちづくりを通じて、真に価値ある社会の実現に貢献」することを掲げ、サステナビリティを考慮した経営戦略を推進している。また、投資家の間では、中長期的な資産価値の維持・向上の観点から、環境・社会・ガバナンス（ESG）への配慮が重要であるとの認識が高まっている。

このような状況を踏まえ、JRE-AM はサステナビリティ方針の中で、「低炭素社会形成への寄与」や「循環型社会形成への寄与」、「自然調和型社会形成への寄与」等を挙げている。本ローンで JRE が設定した SPTs は、「低炭素社会形成への寄与」のために設定した KPI のうち 2 つに係る目標である。

JRE は、TCFD の提言に基づき、気候変動がビジネスにもたらす影響のうち移行リスクとして以下の項目を挙げており、建物から排出される CO₂ を極力減らすための取り組みが、建物の価値向上そして JRE の長期的価値向上に繋がると考えている。

- ・パリ協定の 2℃ 目標達成に向けた政策・法規制の強化
- ・テナント企業に入居先でのエネルギー消費や GHG 排出削減への強いインセンティブが生じる可能性

¹ BELS（Building-Housing Energy-efficiency Labeling System）の略。（建築物省エネルギー性能表示制度）

ZEB（Net Zero Energy Building）の略。

- ・金融機関や投資家の気候変動に対する意識の高まりによる資金調達への影響

上記リスクに鑑み、CO₂ 排出の多い物件は価値が低下し、逆にエネルギー効率の高い物件はその価値を高めていく可能性が高いと考えられることから、上記 SPTs の達成が、JRE の保有物件の市場価値を保ち、個別の物件が座礁資産化することを防ぐことに寄与することが期待される。

JRE は、日本初の J-REIT として業界の主導的立場にあり、2019 年度末時点で保有物件数は 71 件だった。JRE が目指す、「2030 年度に CO₂ 削減率（原単位ベース）を 2013 年度比で 35%削減する」という目標は、不動産業界において高めの設定であり野心度が高い。また、2030 年度という長期的な CO₂ 削減目標を掲げている投資法人は現時点ではほぼ存在しておらず、不動産業界における CO₂ 削減の取り組みを牽引する動きとして意義深い。一方、保有物件の ZEB 化について、エネルギー基本計画が掲げる ZEB の目標は新築物件に係るものである中で、JRE は既存建物の ZEB 化も積極的に実現することを目指しており、ストック市場における CO₂ 削減に向けた不動産業界の取り組みを今後活発化させる契機となり得る点で意義深い。また、2019 年度末時点で ZEB は全国にわずか 323 棟しかないことを勘案すると、JRE だけで 5 棟の ZEB 物件を実現するという目標設定は非常に野心的であると言える。

(2) 融資条件及び期中のモニタリング体制について

JCRは、融資条件におけるインセンティブ内容について農林中央金庫とJREの双方が納得のいく形で設定されており、SPTsの進捗状況について年に1回農林中央金庫に対して報告予定である。また、最終的なサステナビリティ達成度については、基準時点となる2030年度の達成状況について、2031年10月末までにJRE、農林中央金庫及びJCRの三社で評価する予定である。

以上の考察から、JCR は、本第三者意見の提供対象である本ローンが、SLLP 等に適合していることを確認した。

*** 詳細な意見書の内容は次ページ以降をご参照ください。**

第三者意見

評価対象：農林中央金庫が実施する
ジャパンリアルエステイト投資法人に対するサステナビリティ・リンク・ローン

2021 年 1 月 18 日

株式会社 日本格付研究所

目次

<要約>	- 3 -
I. 第三者意見の位置づけと目的	- 5 -
II. 第三者意見対象の概要	- 5 -
III. 本ローンの SLLP 等との適合性確認	- 6 -
1. JRE のコアとなるサステナビリティ戦略と本ローンで注目する重要課題の関連性	- 6 -
1-1. JRE のコアとなるサステナビリティ戦略.....	- 6 -
1-2. JRE の設定した SPTs	- 8 -
1-3. サステナビリティ戦略と SPTs の整合性に係る SLLP 等への準拠性の確認	- 9 -
2.SPTs の妥当性、融資条件におけるインセンティブの発生状況	- 10 -
2-1. JRE の設定した SPTs の内容.....	- 10 -
2-2. 融資条件におけるインセンティブ設定状況の確認	- 16 -
2-3. JCR によるインパクト評価.....	- 16 -
2-4. 目標設定に関する SLLP 等への準拠性確認.....	- 18 -
3. SPTs の進捗状況に係るレポート内容と方法の適切性	- 20 -
3-1. レポート内容とその方法について	- 20 -
3-2. レポートに関する SLLP 等への準拠性確認.....	- 20 -
4.レビュー方法の適切性	- 21 -
4-1. SPTs の進捗状況に係るレビューの方法	- 21 -
4-2. 本ローンの SLLP 等への適合性に係るレビューの方法.....	- 21 -
4-3. レビューの方法に関する SLLP 等への準拠性確認.....	- 21 -
IV. 結論	- 22 -

<要約>

本第三者意見書は、農林中央金庫がジャパンリアルエステイト投資法人（JRE）に実施するサステナビリティ・リンク・ローン（SLL）（本ローン）に対して、Loan Market Association（LMA）によるサステナビリティ・リンク・ローン原則（SLLP）及び環境省によるグリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン（環境省ガイドライン）（SLLP 及び環境省ガイドラインを総称して SLLP 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、SLLP 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、(1)JRE のサステナビリティ戦略とサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPTs）の設定、(2)融資条件及び期中のモニタリング体制について第三者評価を行った。

(1) JRE のサステナビリティ戦略と SPTs の設定について

JREは、本ローンにおいて、以下のSPTsを設定することで農林中央金庫と合意した。

SPTs1: 温室効果ガス排出量の 2013 年度実績比削減幅（2030 年度目標 2013 年実績比 35%削減）
SPTs2: BELS における ZEB 認証取得 ¹ （Nearly ZEB、ZEB Ready、ZEB Oriented を含む。）棟数（2030 年度目標 5 棟）

JRE は、2001 年 9 月に日本で初めて上場した、日本国内のオフィスビルに特化した J-REIT であり、運用資産が 1 兆円を超える規模に成長し、優良なオフィス・ポートフォリオへの投資機会をさまざまな投資家に提供している。

JRE の資産運用会社であるジャパンリアルエステイトアセットマネジメント（JRE-AM）が属する三菱地所グループは、「基本使命」として「住み・働き・憩う方々に満足いただける、地球環境にも配慮した魅力あふれるまちづくりを通じて、真に価値ある社会の実現に貢献」することを掲げ、サステナビリティを考慮した経営戦略を推進している。また、投資家の間では、中長期的な資産価値の維持・向上の観点から、環境・社会・ガバナンス（ESG）への配慮が重要であるとの認識が高まっている。

このような状況を踏まえ、JRE-AM はサステナビリティ方針の中で、「低炭素社会形成への寄与」や「循環型社会形成への寄与」、「自然調和型社会形成への寄与」等を挙げている。本ローンで JRE が設定した SPTs は、「低炭素社会形成への寄与」のために設定した KPI のうち 2 つに係る目標である。

JRE は、TCFD の提言に基づき、気候変動がビジネスにもたらす影響のうち移行リスクとして以下の項目を挙げており、建物から排出される CO₂ を極力減らすための取り組みが、建物の価値向上そして JRE の長期的価値向上に繋がると考えている。

- ・パリ協定の2℃目標達成に向けた政策・法規制の強化
- ・テナント企業に入居先でのエネルギー消費やGHG排出削減への強いインセンティブが生じる可能性
- ・金融機関や投資家の気候変動に対する意識の高まりによる資金調達への影響

上記リスクに鑑み、CO₂ 排出の多い物件は価値が低下し、逆にエネルギー効率の高い物件はその価

¹ BELS（Building-Housing Energy-efficiency Labeling System）の略。（建築物省エネルギー性能表示制度）
ZEB（Net Zero Energy Building）の略。

値を高めていく可能性が高いと考えられることから、上記 SPTs の達成が、JRE の保有物件の市場価値を保ち、個別の物件が座礁資産化することを防ぐことに寄与することが期待される。

JRE は、日本初の J-REIT として業界の主導的立場にあり、2019 年度末時点で保有物件数は 71 件だった。JRE が目指す、「2030 年度に CO₂削減率（原単位ベース）を 2013 年度比で 35%削減する」という目標は、不動産業界において高めの設定であり野心度が高い。また、2030 年度という長期的な CO₂削減目標を掲げている投資法人は現時点ではほぼ存在しておらず、不動産業界における CO₂削減の取り組みを牽引する動きとして意義深い。一方、保有物件の ZEB 化について、エネルギー基本計画が掲げる ZEB の目標は新築物件に係るものである中で、JRE は既存建物の ZEB 化も積極的に実現することを目指しており、ストック市場における CO₂削減に向けた不動産業界の取り組みを今後活発化させる契機となり得る点で意義深い。また、2019 年度末時点で ZEB は全国にわずか 323 棟しかないとを勘案すると、JRE だけで 5 棟の ZEB 物件を実現するという目標設定は非常に野心的であると言える。

(2) 融資条件及び期中のモニタリング体制について

JCRは、融資条件におけるインセンティブ内容について農林中央金庫とJREの双方が納得のいく形で設定されており、SPTsの進捗状況について年に1回農林中央金庫に対して報告予定である。また、最終的なサステナビリティ達成度については、基準時点となる2030年度の達成状況について、2031年10月末までにJRE、農林中央金庫及びJCRの三社で評価する予定である。

以上の考察から、JCR は、本第三者意見の提供対象である本ローンが、SLLP 等に適合していることを確認した。

I. 第三者意見の位置づけと目的

JCR は、本ローンに対して SLLP 等に即した第三者評価を行った。SLL とは、借入人が予め設定した意欲的な SPTs の達成にインセンティブ付けを行うことで、借入人及び貸付人が持続可能な社会の実現に貢献することを狙いとした、ローン商品及びコミットメントライン等融資枠のことを言う。

SLLP は、4 つの原則からなる。第 1 原則は借入人のサステナビリティ戦略と SPTs が結びついていること、第 2 原則はターゲットの設定及び計測が予定されていること、第 3 原則は貸付人に対して定期的にインパクト・レポーティングが予定されていること、第 4 原則は SLL が内部組織又は第三者によって評価されていることである。

本第三者意見の目的は、SLLP 第 4 原則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、本ローンの SLLP 第 1 原則～第 3 原則及び環境省ガイドラインへの適合性に関するレビューを行うことである。

II. 第三者意見対象の概要

今回の評価対象は、農林中央金庫と JRE との間で 2021 年 1 月 29 日付にて実行を予定する SLL である。以下は、本第三者意見に含まれる評価項目である。

1. JRE のコアとなるサステナビリティ戦略と本ローンで注目する重要課題の関連性
2. SPTs の設定とその妥当性、融資条件におけるインセンティブの発生状況
3. SPTs の進捗状況に係るレポーティング内容と方法の適切性
4. レビュー方法の適切性

III. 本ローンの SLLP 等との適合性確認

1. JRE のコアとなるサステナビリティ戦略と本ローンで注目する重要課題の関連性

1-1. JRE のコアとなるサステナビリティ戦略

JRE は、2001 年 9 月に日本で初めて上場した、日本国内のオフィスビルに特化した J-REIT であり、運用資産が 1 兆円を超える規模に成長し、オフィス・ポートフォリオの投資機会をさまざまな投資家に提供している。

<JRE の ESG 基本方針>

JRE は、環境、社会、ガバナンスへの取り組み強化を通じて社会の持続可能性（サステナビリティ）向上に取り組んでいくことが、上場投資法人として期待されている社会的責務であり、投資主価値の最大化を図る上でも不可欠であると考えている。

JRE の資産運用会社である JRE-AM が属する三菱地所グループでは、「基本使命」として「住み・働き・憩う方々に満足いただける、地球環境にも配慮した魅力あふれるまちづくりを通じて、真に価値ある社会の実現に貢献」することを掲げ、サステナビリティを考慮した経営戦略を推進している。また、投資家の間では、中長期的な資産価値の維持・向上の観点から、ESG への配慮が重要であるとの認識が高まっている。

JRE は、不動産運用業務の全般において、三菱地所グループの理念と投資家の要請に応えた ESG 配慮を組み込むため、JRE-AM で不動産投資運用業務におけるサステナビリティの重要課題と基本方針を定めた「サステナビリティ方針」を策定し、環境負荷軽減につながる保有ビルの設備改修やグリーンビル認証の取得、地域社会への貢献活動等、様々な取り組みを行っている。

<JRE-AM のサステナビリティ方針>

(1) 低炭素社会形成への寄与

省エネルギーに寄与する運用改善や設備の導入など、エネルギーの効率的な利用を積極的に実践し、低炭素社会の形成に寄与。

(2) 循環型社会形成への寄与

水資源の効率的な利用、ならびにリデュース（廃棄物等の発生抑制）、リユース（再使用）、リサイクル（再生利用）に努め、循環型社会の形成に寄与。

(3) 自然調和型社会形成への寄与

生物多様性に配慮した植栽管理を通じて、環境との共生に努め、自然調和型社会の形成に寄与。

(4) 安全と安心の向上

防災・災害対策として、公民連携による防災訓練の実施や BCP（事業継続計画）への取組を推進。

(5) 役職員への取り組み

社員の環境意識の向上や能力開発を図るための教育、啓発活動を実施するとともに、多様な人材の活躍やライフスタイルに応じた柔軟な働き方を支援。

(6) 社外のステークホルダーとの協働

プロパティ・マネジメント会社等のサプライヤーと協働し、テナントの満足度向上に努めるとともに、地域社会との共生を図る。

(7) 情報開示と環境認証の取得

投資家を始めとする様々なステークホルダーに対し、ESG に関する情報の開示に努める。また、グリーンビルディング認証等の環境認証・評価を継続的に取得。

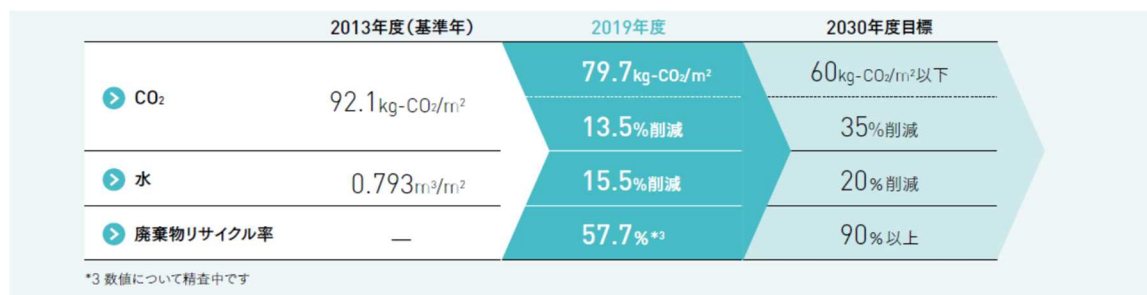
<サステナビリティ方針実行のためのポリシー>

- 省エネルギーポリシー
- 温室効果ガス排出削減ポリシー
- グリーン調達ポリシー
- JRE-AM の役職員の健康と快適性についての基本的な考え方
- テナント従業員の健康と快適性についての基本的な考え方

<環境に係る KPI の設定>

JRE-AM は、サステナビリティ方針の「1.低炭素社会形成への寄与」及び「2.循環型社会形成への寄与」に基づき、不動産ポートフォリオの環境パフォーマンス向上を達成するため以下の KPI を定め、その達成に向けた取り組みを進めている。





(出所：JRE サステナビリティレポート 2020)

1-2. JRE の設定した SPTs

JRE は、本ローンにおいて以下の SPTs を設定し、いずれか一つを達成した場合に、金利条件を優遇する仕組みとすることで農林中央金庫と合意した。

SPTs1: 温室効果ガス排出量の 2013 年度実績比削減幅 (2030 年度目標 2013 年実績比 35%削減)

SPTs2: BELS における ZEB 認証取得 (Nearly ZEB、ZEB Ready、ZEB Oriented を含む。) 棟数 (2030 年度目標 5 棟)

1-3. サステナビリティ戦略と SPTs の整合性に係る SLLP 等への準拠性の確認

JRE のサステナビリティ戦略に関して、JCR は以下の項目について SLLP 等への準拠性を確認した。

フレームワーク確認項目	JCRによる確認結果
借入人のサステナビリティ戦略に定められたサステナビリティ目標と関連付けられるか。また、その目標がSPTsとどのように整合しているか。	JRE-AM は、サステナビリティ方針の中で「低炭素社会形成への寄与」や「循環型社会形成への寄与」、「自然調和型社会形成への寄与」等を挙げている。 本ローンで JRE が SPTs として設定したのは、「低炭素社会形成への寄与」のために設定した KPI のうち 2 つに係る目標である。 JREは、TCFDの提言に基づき、気候変動がビジネスにもたらす影響のうち移行リスクとして以下の項目を挙げており、建物から排出されるCO₂を極力減らすための取り組みが、建物の価値向上そしてJREの長期的価値向上に繋がると考えている。 ・パリ協定の2℃目標達成に向けた政策・法規制の強化 ・テナント企業に入居先でのエネルギー消費やGHG排出削減への強いインセンティブが生じる可能性 ・金融機関や投資家の気候変動に対する意識の高まりによる資金調達への影響 上記リスクに鑑み、CO₂排出の多い物件は価値が低下し、逆にエネルギー効率の高い物件はその価値を高めていく可能性が高いと考えられることから、本ローンにおけるSPTsの達成が、JREの保有物件の市場価値を保ち、個別物件の座礁資産化の防止に寄与すると同時に、競争力を高めたグリーン性能によって高い収益の獲得にも繋がることが期待される。 JREのスポンサーである三菱地所グループは、50年、100年と住み続けるまちづくりのために、環境への負荷を極力減らすことを重視しており、JREも同じ出発点に立っている。すなわち、住宅・建築物から排出されるCO₂は、部門別排出量の割合でみた場合に全体の約3割を占めており²、建築物のライフサイクル全体におけるCO₂排出

² 温室効果ガスインベントリオフィス「2018年度の温室効果ガス排出量（確報値）」における部門別 CO₂排出量（電気・熱配分後）のうち、業務その他部門と家庭部門を足した数字。

	量を極力抑えることは、気候変動への移行リスクに備えるため、重要であるとJREは考えている。 本ローンで設定されたSPTsは、CO₂排出量の削減及び既往保有物件及び新規取得物件のZEB化推進に係るもので、いずれも建築物による環境への負荷低減に大きく資する目標として、JREのサステナビリティ目標と整合的である。
サステナビリティに係る全体的な目標、戦略、方針又はプロセスに関する情報が貸付人等に提供されているか。	JREは、ESG基本方針、サステナビリティ方針、KPIの設定や取り組み、サステナビリティ推進体制等に関する情報について、サステナビリティレポートやウェブサイト等を通して、貸付人を含め一般に広く提供している。
サステナビリティに係るマテリアリティとSDGsへの貢献度の確認、SPTsに関連して、借入人が遵守しようとしている基準・認証等があれば併せて開示しているか。	JREは、以下の項目を含め、ESG基本方針、サステナビリティ方針、KPIの設定、環境データを全てウェブサイト上で開示している。 ■マテリアリティと関連するSDGs JREは環境に係るKPIを定め、それぞれSDGsと紐づけている。 ■CO₂中長期排出削減目標 2030年まで積み上げた目標設定となっている。 ■CO₂排出量実績値の計算 三菱地所設計が全て積算し、2030年のCO₂削減目標達成に必要な改修等技術面における施策とコストの検討を行い、検証レポートを提供している。

2.SPTsの妥当性、融資条件におけるインセンティブの発生状況

2-1. JRE の設定した SPTs の内容

2-1-1. JRE の気候変動に係る移行リスク分析

JRE は、自らの気候変動に対するリスクを、移行リスクと物理リスクの二面から分析を行い、必要な対策を講じている。今般 SPTs の 1 つ目として掲げている長期的な CO₂ 削減目標は、以下の移行リスク分析から JRE にとって有意義であることがわかる。

① 2℃目標達成に向けた政策・法規制が強化されるリスク

気候変動対策としての政府・自治体による規制の強化は既に現実の動きとなっており、今後パリ協定の 2℃ 目標達成に向けた政策・法規制が強化された場合、国内でも GHG 排出規制、建物の省エネ性能規制、炭素税導入等の様々なかたちで不動産ビジネスへの影響が生じることが危惧される。

② オフィス賃貸市場に対する需要が変化するリスク

脱炭素社会への移行が進むと、オフィスビルのテナントとなる企業についても、入居先でのエネルギー消費や GHG 排出を削減すべきインセンティブが一層生じてくるものと推定される。そうしたインセンティブが、オフィス賃貸市場の状況を変化させる可能性も想定される。

③ 事業の資金調達に与えるリスク

金融機関や投資家においてもその投資先の気候関連リスクを投融資判断に組み入れる動きが生じつつあり、事業の資金調達に影響を与える可能性がある。

JRE では、こうした気候変動の移行リスクに対して、GHG 排出削減やエネルギー効率改善のためのグリーンプロジェクト、グリーンビル認証の取得等、様々な対策と具体的アクションを推進している。具体的な取り組みは以下の通りである。

1. CO₂の削減の取り組み

今後総量削減規制、また炭素税等のより一層厳しい規制が日本でも導入される可能性があることから、JRE ではポートフォリオ全体での削減目標を設定している。(2030 年までに原単位ベースで 35% 削減/2013 年度比)

2. CO₂排出原単位の低減

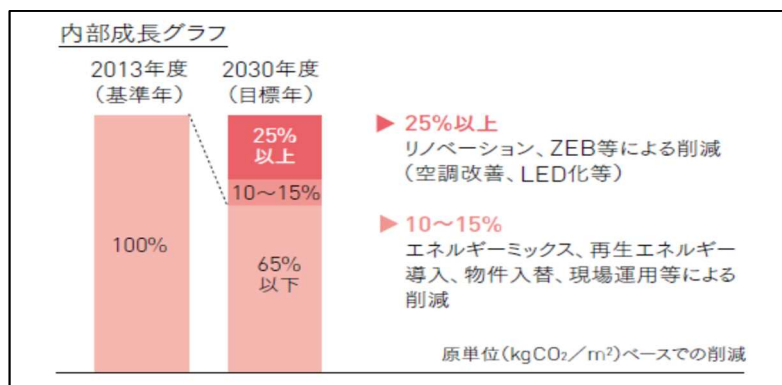
気候変動リスクへの危機感・意識の高まりは不動産業界のみならず世界中あらゆる業種に広がりつつある。オフィスビルのテナントについても気候変動への取り組みを重要課題に掲げる企業が増えてきている。JRE では市場でこうした傾向が進むと、CO₂排出の多い物件はその価値が低下し、逆にエネルギー効率の高い物件はその価値を高めていく可能性が高いと考えている。

JRE では 2030 年までにポートフォリオ全体で、原単位を平均で 60 kg-CO₂/m²まで低減、また ZEB5 ~10 棟の保有、を目標としている。

より高いエネルギー効率性を保つことで各物件の市場価値を保ち、個別の物件が「座礁資産 (Stranded Asset)」となることを防ぐと同時に、ZEB 等の競争力の高いグリーン性能をテナントにアピールし、より高い収益獲得を目指している。

JRE は、CO₂排出量について 2030 年までに 2013 年比 35%削減 (原単位ベース) という意欲的な目標設定をしている。JRE は、2030 年にこの目標を達成するためのシナリオ分析を三菱地所設計に委託し、ポートフォリオ全体の改修等技術面による削減の可能性を、追加コストの算定も含め行っている (インターナル・カーボンプライシング)。全保有物件について、網羅的に将来の CO₂削減の可能性を技術面及び追加コストの観点から検討・開示している点は、先進的かつ野心的な取り組みであると JCR は高く評価している。

JRE が 2030 年の CO₂削減目標を達成するための施策の概要は、以下の図表の通りである。



(出所：JRE ウェブサイト)

2-1-2. CO₂削減努力に係るインターナル・カーボンプライシング

上記の CO₂ 削減目標は、2030 年度からのバックキャスティングではなく、全ポートフォリオについて省エネルギー改修を行った場合の CO₂ 削減率と、当該改修工事にかかる費用を通常の長期修繕計画と比較して追加コストを計算した結果から導き出されている数字である。具体的には以下の図表の通りであり、JRE は、ケース II と III の間程度の原単位ベースでの削減率を目指している。

三菱地所設計によるシナリオ分析の結果				
	2013年度	ケースI	ケースII	ケースIII
排出量(t-CO ₂ /年)	105,386	89,314	84,590	82,620
2013年度比	-	-15.3%	-19.7%	-21.6%
原単位(kgCO ₂ /m ²)	92	67.6	64	62.6
2013年度比	-	-26.5%	-30.4%	-32.0%
エキストラコスト	-	ほぼ変わらず	約11億円	約32億円

(出所：JRE サステナビリティレポート 2020)

この追加コストに対し、JRE は、オフィスビルとしてのコスト効率が上がることで、テナントからの評価が高まり、ひいては物件価値向上に繋がると予想している。また、実際に JRE の CO₂ 排出量の約 78%を占める電気使用量の 35%削減を実現すると、約 11.76 億円のコストが削減され、テナントの使用分を割り引いても 5 億円以上の利益に貢献する。

(2) エネルギー削減のベネフィット

JREの年間CO₂排出量は約10万トン、内電気使用量の占める割合は約78%です。(2018年度実績)
総電気使用量は約2億kwh。仮に使用量35%削減した場合の削減コストは以下の通りです。

年間2億kwh × 35% (削減率) × @16.8円/kwh ≒ 約11.76億円/年

※ 上記の内約半分はテナント使用分となり、その分を割り引いても5億円以上が利益に貢献します。

(出所：JRE ウェブサイト)

2-1-3. JRE の CO₂ 削減計画

JRE の 2030 年までの CO₂ 削減計画は、非常に綿密な現状認識と技術的、経済的コスト・ベネフィット分析に基づいている点が他に追随を許さない特徴として挙げられる。

三菱地所設計に委託して分析した全保有物件の CO₂ 排出量の現状把握によれば、上位 10 ビルの排出量が全体の約 50%を占めることが確認されている。JRE では全保有物件のうち特に上位 6 ビルからの CO₂ 排出量が全体の約 25%を占めることから、当該 6 ビルについて重点的な省エネルギーのための空調の見直し、照明の取替、設計当初過大に設定されていた空調容量の縮小などにより、合計で 6%の CO₂ 削減が図れることを確認した。

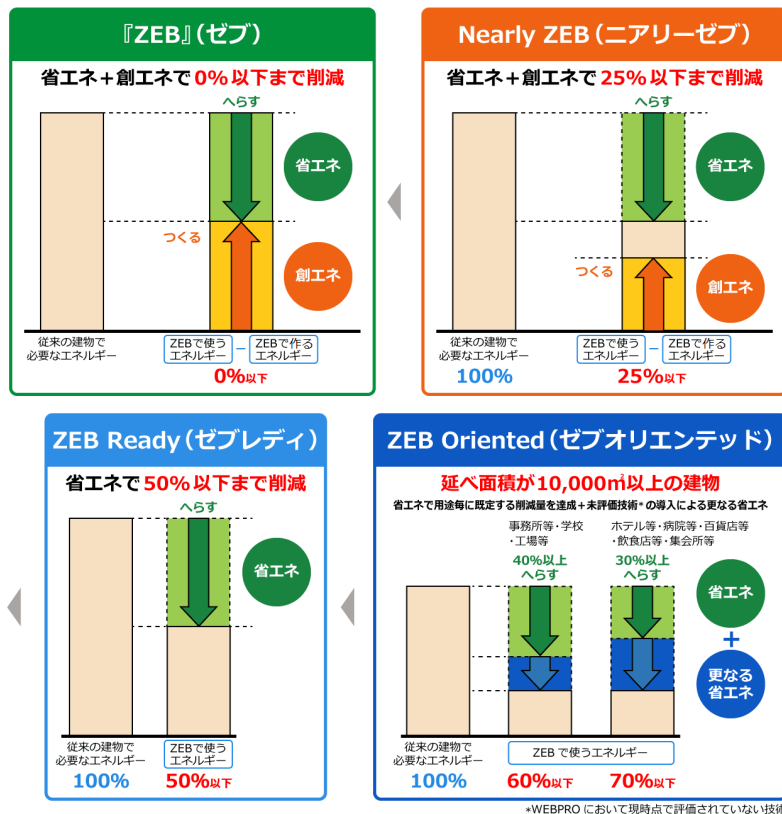
国内外で、今後 TCFD に基づく開示の強化が求められる流れにあり、JRE はいち早く TCFD に賛同し、上記の開示を強化しているほか、UNEP FI の不動産ポジティブインパクトタスクフォースにも参画、CO₂ 削減計画にとどまらず、広くリスクと機会を分析しており、J-REIT 業界のマーケットリーダーとして気候変動分野でもそのリーダーシップを遺憾なく発揮している。

2-1-4. 保有物件の ZEB 化について

JRE は、長期的な CO₂ 削減目標を達成するための有効な施策の一つとして、保有物件の ZEB 化または ZEB の建物の取得を進めている。

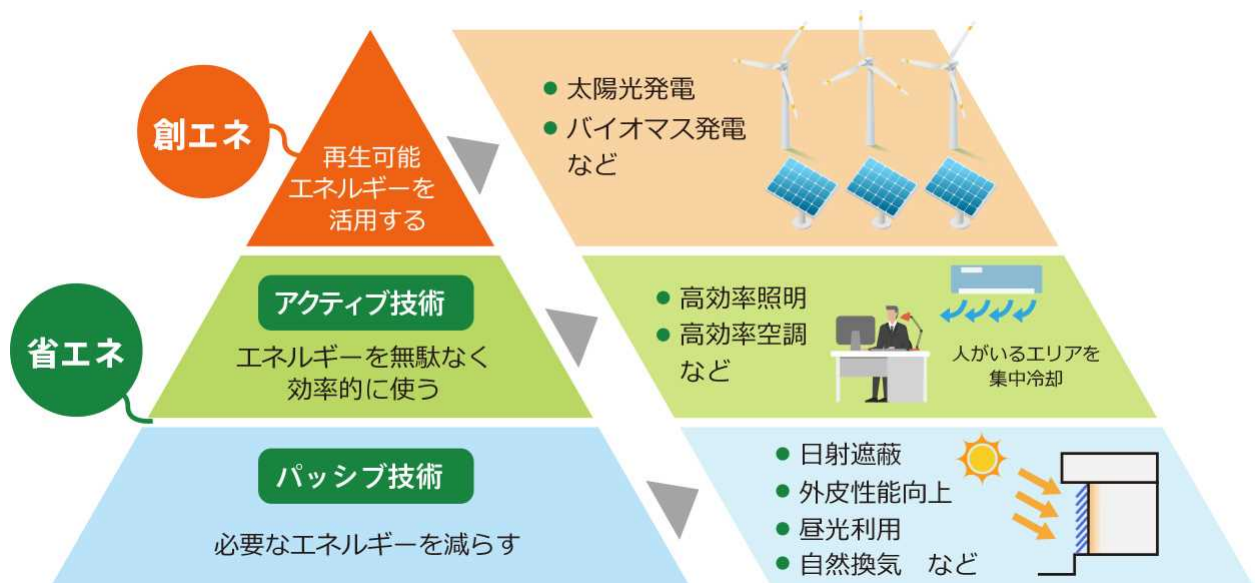
ZEB とは、Net Zero Energy Building の略で、広義では「先進的な建築設計によるエネルギー負荷の抑制やパッシブ技術の採用による自然エネルギーの積極的な活用、高効率な設備システムの導入等により、室内環境の質を維持しつつ大幅な省エネルギー化を実現したうえで、再生可能エネルギーを導入することにより、エネルギー自立度を極力高め、年間の一次エネルギー消費量の収支をゼロとすることを目指した建築物」である³。エネルギーの自立度及び省エネルギー量によって、以下の 4 段階で示される。

³ 経済産業省資源エネルギー庁「ZEB ロードマップ検討委員会とりまとめ」（平成 27 年 12 月）。



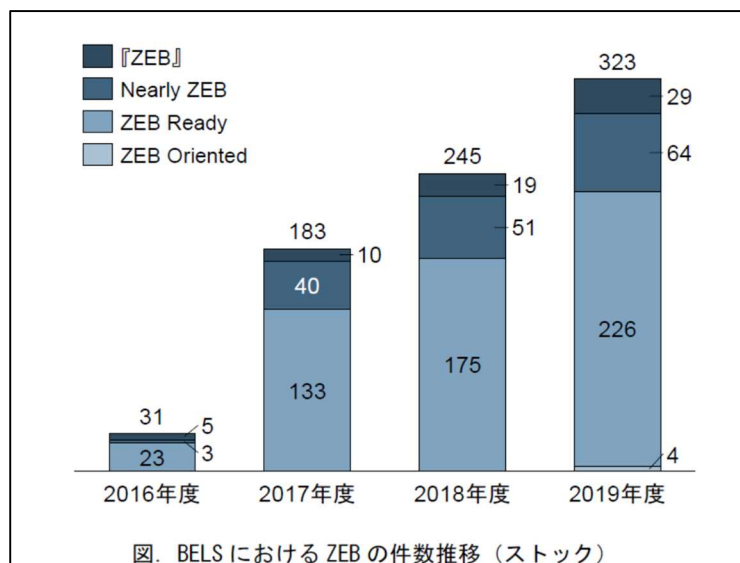
(出所：環境省 ウェブサイト (ZEB PORTAL))

特に ZEB の設計段階では、断熱、日射遮蔽、自然換気、昼光利用といった建築計画的な手法（パッシブ手法）を最大限に活用しつつ、寿命が長く改修が困難な建築外皮の省エネ性能を高度化した上で、建築設備での高度化を重ね合わせるといった、ヒエラルキーアプローチの設計概念が重要である。



(出所：環境省 ウェブサイト (ZEB PORTAL))

「エネルギー基本計画」（2014 年 4 月閣議決定）においては、「建築物については、2020 年までに新築公共建築物等で、2030 年までに新築建築物の平均で ZEB の実現を目指す」という政策目標が掲げられている。2016 年から 2019 年に、建物エネルギー性能評価書制度（BELS）から ZEB の評価書が交付された物件数の推移は下図の通りである。着実に物件数が増加しているものの、2019 年時点で合計 323 件と、未だ限定的な数字にとどまっていることがわかる。



（出所：一般社団法人住宅性能評価・表示協会 BELS 交付物件情報（2020 年 2 月取得））

2019 年度まで、ZEB の建物は順調に増えてきている一方で、件数ベースでみた場合に 10,000 ㎡未満の建物が全体の 9 割を占めており、大規模な建物における ZEB 化が件数ベースでは限定的である。延べ面積で見た場合、10,000 ㎡以上が約 7 割を占めることから、10,000 ㎡以上の建物の ZEB 化の推進は CO₂ 削減に大きなインパクトもたらす一方で、技術的に達成が困難なことからあまり進捗していないことがわかる。

延べ面積 10,000 ㎡以上の建築物は、年間の新築着工に占める割合が棟数ベースでは 1%程度だが、エネルギー消費量ベースでは 36%と大きく、新築建築物全体のエネルギー消費量に与える影響が大きいことから、エネルギー基本計画で設定した 2030 年目標を達成するためには、延べ面積 10,000 ㎡以上の建築物における ZEB 化の実現・普及が重要となると考えられている。

2-1-5. JRE の ZEB 化の計画について

今般 SPTs の 2 つ目として JRE が掲げているのは、ZEB の棟数を 2030 年度までに 5 件実現するというものである。JRE の計画では、既に保有している物件の ZEB 化、または新築の ZEB 物件の取得によりこの目標を達成する予定としている。JRE のポートフォリオの 6 割以上が 10,000 ㎡以上であること、首都圏を中心としたオフィスビルから主に構成されていることなどから、自然エネルギーによる自立度を高めた ZEB の実現は困難であるものの、ZEB Ready または ZEB Oriented を積極的

に実現していく予定としている。JRE が率先して大規模物件含む自社保有ポートフォリオの ZEB 化を図ることは、日本の不動産部門における脱炭素化を進めるうえで大きな意義のある取り組みである。

2-2. 融資条件におけるインセンティブ設定状況の確認

本ローンでは、JRE のサステナビリティ戦略達成にインセンティブをつけるため、返済期限到来まで、金利見直しのタイミングを複数回設け、当該タイミング時の SPTs の進捗状況と貸出条件等が連動されている。JCR は本条件について農林中央金庫及び JRE 双方が合意し、金銭消費貸借契約に詳細な条件が記載されていることを確認した。

2-3. JCR によるインパクト評価

JCR では、本ローンで定めた SPTs が野心的かつ有意義なものであり、JRE の持続可能な成長及び社会価値の向上に資すること及びポジティブなインパクトの最大化、またはネガティブなインパクトの回避・管理・低減の度合いを確認するため、国連環境計画が策定したポジティブ・インパクト・ファイナンス（PIF）原則の第 4 原則で例示されているインパクトの測定基準に準拠し、SPTs の影響度（インパクトの度合い）について、環境省ガイドラインで示されている野心度及び有意義性、PIF 原則で提示されている 5 要素（多様性、有効性、効率性、倍率性、追加性）から検討を行った。

多様性：多様なポジティブ・インパクトがもたらされているか

（バリューチェーン全体におけるインパクト、事業セグメント別インパクト、地域別インパクト等）

SLL の特性上、インパクト領域は低炭素化に資するインパクトに限定されているものの、以下の理由から、多様な側面からの効果が期待できる。

まず、JRE が保有する 71 物件すべてを対象として CO₂ 削減を検討している。次に、2030 年までの長期にわたり、具体的に削減策を各物件について試算している。CO₂ 削減目標を達成するためには、SPT 2 に掲げられた保有物件の ZEB 化又は ZEB 物件の新規取得、改修工事による各保有物件の省エネ化、再生可能エネルギーの積極的な導入、LED 化も含め高効率な機器の導入等、複数の施策に総合的に取り組む必要があり、それらが建物建設時の躯体・建物に設置する機器等の省エネ・低炭素化を促進する多様なイノベーションを促すことが期待される。

有効性：大きなインパクトがもたらされているか

（SPT が対象とする売上高、事業活動、対象となる地域、SPT 測定を行う事業活動の国内外におけるマーケットシェア等）

本ファイナンスは、以下の観点から不動産市場に対し大きなインパクトを有する。

JRE は、日本初の J-REIT として業界の主導的立場にあり、保有物件数は 2020 年度時点で 71 件、2019 年度の保有資産残高は約 1.2 兆円だった。JRE が目指す 2030 年度までに CO₂ 削減率（原単位ベース）を 2013 年度比で 35% 改善するという目標は、不動産業界において高めの設定であり、野心度が高い。また、2030 年度という長期的な CO₂ 削減目標を掲げている投資法人は現時点ではほぼ存在しておらず、本マーケットにおける CO₂ 削減を牽引する動きとして意義深い。SPTs 2 の保

有物件のZEB化について、エネルギー基本計画が掲げるZEBの目標は新築物件に係るものである一方、JREは既存建物のZEB化を積極的に実現することを目指しており、ストック市場におけるCO₂削減に向けた不動産市場の取り組みを今後活発化させる契機となり得る点で意義深い。また、2019年度時点でZEBは全国にわずか323棟しかないことを勘案すると、JREだけで5棟のZEB物件を実現するという目標設定は非常に野心的であると言える。

効率性：投下資本に対し相対的に規模の大きいインパクトが得られているか

本ファイナンスは以下の観点から効率性の高い投資計画を後押ししている。

JREは2030年までにCO₂排出量を35%削減するためのコストとベネフィットを試算している。この結果、十分なテナントのコスト削減とJREの経済ベネフィットが出ることを確認して計画を推進している。また、JREの物件価値向上、ひいては長期的な投資法人の企業価値向上に貢献する取り組みであることから、投下資本に対して大きなインパクトが期待される。

倍率性：公的資金又は寄付に対する民間資金活用の度合い

不動産の脱炭素化、ZEB化については、政府が強力に推進している分野であり、各種補助金等公的資金の投入がなされているが、本件では民間資金を100%活用した取り組みを想定している。

追加性：追加的なインパクトがもたらされているか

SDGsが未達あるいは対応不足の領域への対応を促しているか

SDGs実現のための大きな前進となっているか

JREのサステナビリティレポートによれば、各マテリアリティのうちSPTsが関係している環境問題の解決に関して、以下のSDGs目標とターゲットに追加的な便益をもたらすことが期待される。



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 7.2 2030 年までに、世界のエネルギーミックスにおける再生可能エネルギーの割合を大幅に拡大させる。



目標 11：住み続けられる街づくりを

ターゲット 11.6 2030 年までに、大気の水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）及び適応の能力を強化する。

2-4. 目標設定に関する SLLP 等への準拠性確認

フレームワーク確認項目	JCRによる確認結果
適切な SPTs は、取引ごとに借入人と貸付人グループとの間で交渉され、設定されるべきである。	SPTs は、JRE と農林中央金庫との間で交渉の上設定されている。
借入人は、1 つまたは複数の「サステナビリティコーディネーター」または「サステナビリティストラクチャリングエージェント」の支援を得て、サステナビリティ関連ローン商品をアレンジすることができ、また、任命されたコーディネーターまたはエージェントは、借入人との SPTs の交渉を支援する。	本ローン組成に際して「サステナビリティコーディネーター」または「サステナビリティストラクチャリングエージェント」の設定は特にない。
SPTs は、借入人の事業にとって意欲的かつ有意義であるべきであり、また、あらかじめ定められたパフォーマンス目標のベンチマークに関連したサステナビリティの改善と結びついているべきである。市場参加者は、どのような目標も、直近のパフォーマンス水準（多くの場合、過去 6～12 ヶ月のデータ）に基づくべきであるが、直近が意味する期間はデータによってさまざまである。 SPTs は、内部指標（借入人がグローバル・サステナビリティ戦略に沿って定義する）と外部指標（外部の評価基準に照らして、独立した評価者が評価する）のいずれかである。	設定された SPTs はいずれも、JRE のサステナビリティ目標と整合的であり、JRE のサステナビリティ向上に直結する重要な取り組みである。 意欲的かつ有意義であるか否かについて、JCR は国連環境計画 PIF 原則で提示されている 5 要素（多様性、有効性、効率性、倍率性、追加性）からインパクト評価を行った結果、総じてインパクトが非常に大きく意欲的かつ有意義な取り組みであることを確認した。 SPTs のうち CO ₂ 排出量削減目標数値は、三菱地所設計によって全ポートフォリオについて具体的検討がなされた結果設定されている。また、CO ₂ 排出削減量については EMS 専門の企業に集計・分析を外部委託する予定である。ZEB に関しては、BELS で定められた基準に則った要件を充足する予定である。
SLL は、借入人のサステナビリティを向上させることを目指しており、借入人のパフォーマンスと、あらかじめ決められた SPTs のベンチマークの比較によって融資条件を調整することによって達成を図る。	本ローンでは、JRE のサステナビリティに係る努力にインセンティブをつけるため、SPTs 1 および SPTs 2 の達成状況の確認日、達成した場合および未達の場合の諸条件について、農林中央金庫及び JRE 双方が合意している。
融資条件と借入人のサステナビリティのパフォーマンスを結びつけることで、借入人に融資期間を通じてサステナビリティに関する内容	

を改善するインセンティブが発生する。	
借入人は、関連する SLL 商品を利用するために、SPTs の適切性について第三者意見を求めることが推奨される。	SPTs の適切性について JCR が独立した第三者機関として本第三者意見を提供している。

3. SPTs の進捗状況に係るレポート内容と方法の適切性

3-1. レポート内容とその方法について

JRE は、設定した SPTs の進捗状況について、各項目に対する検証または認証を付したうえで、サステナビリティレポート及びウェブサイト上で開示すると共に、農林中央金庫へ年に 1 回報告する予定である。また、返済期限が到来した際には、JRE、農林中央金庫及び JCR の三社間で本ローンに係る振り返りを行い、SPTs の達成状況に加え、JRE 及び社会に対するインパクトの発現状況を評価することとしている。

3-2. レポートに関する SLLP 等への準拠性確認

フレームワーク確認項目	JCRによる確認結果
借入人は、可能な場合には、SPTsに関する最新情報（外部のESGの格付けなど）を提供し、直ちに利用できるようにすべきである。そのような情報は、少なくとも年1回はローンに参加する金融機関に提供される予定か。	JREは年1回、農林中央金庫に対してSPTsの進捗状況（CO ₂ 排出削減率及びZEB化物件数）に係る情報の提供を予定しており、適切である。
この市場では透明性が特に重要であるため、借入人はSPTsに関する情報を公表することが望ましい。当該情報は借入人の統合報告書やサステナビリティレポートに記載される等公表の予定はあるか。 （＊常に公表する必要性はなく、適切な場合に借入人はこの情報を公に利用可能にするのではなく、貸付人と非公開で共有することを選択することができる。）	SPTsに関する情報は、JREのサステナビリティレポート及びウェブサイト上で開示の予定である。
借入人は、基礎となる評価手法及び/又は前提条件の詳細を提供しているか（推奨事項）	SPTsの算出根拠となるJREが保有・管理運営する建物全てについて、CO ₂ 排出量を算出している。また当該数値について、毎年第三者機関に検証を依頼している。

4. レビュー方法の適切性

4-1. SPTs の進捗状況に係るレビューの方法

JRE は前項で確認の通り、年に 1 回農林中央金庫に対して SPTs の進捗状況を報告することとしている。また、期中において SPTs の進捗状況に合わせた貸出条件見直しのタイミングを複数回設定している。これらの期中のレビューの際には、SPTs の各項目のうち、CO₂ 排出量削減率については EY 有限責任監査法人またはそれに準ずる第三者機関から第三者検証を、ZEB 化物件については住宅性能評価・表示協会から BELS 評価書を取得予定であり、客観性が確保されている。返済期限到来時には、SPTs の達成状況及びサステナビリティ経営と企業価値向上に対する本ローンの成果について、JRE、農林中央金庫及び JCR の三社で確認する予定である。

4-2. 本ローンの SLLP 等への適合性に係るレビューの方法

本ローンの実行に際し、その SLLP 等への適合性については、JRE 及び農林中央金庫の同意のもと、JCR が独立した第三者機関としてレビューを実施するとともに、本第三者意見書によって取りまとめを行う。本第三者意見書は広く一般に開示予定であり、本ローンの透明性は高い。

4-3. レビューの方法に関する SLLP 等への準拠性確認

フレームワーク確認項目	JCRによる確認結果
外部評価の必要性は、取引ごとに借入人と貸付人の間で交渉され合意されなければならない。	SPTs のパフォーマンス及び本ローンの SLLP 等への適合性に係る外部評価については、JRE と農林中央金庫の間の金銭消費貸借契約証書にその必要性が記載されている。
SPTs に関連する情報が公開されていない場合、または監査/保証に関する声明が添付されていない場合、借入人は SPTs に対するパフォーマンスについて外部評価を求めることが強く推奨される。	今回設定された SPTs に係る情報は、全て JRE のサステナビリティレポート及びウェブサイト上で公表される予定となっている。また、SPT1・2 とも第三者による検証または評価書を取得することが予定されている。
借入人が第三者認証を求める取引においては、借入人は、監査人、環境コンサルタント、独立した格付機関などの資格を有する外部の評価者によって、少なくとも年 1 回は SPTs に対するパフォーマンスを独立した立場で検証されるべきである。このような外部の評価者は、ローンに参加する金融機関の同意を得なければならない。さらに、必要に応じて外部レビューを公開することも推奨される。	SPTs の進捗状況に係る期中モニタリングの際、JRE は農林中央金庫と合意のもと、SPTs の各項目のうち、CO ₂ 排出量削減率については EY 有限責任監査法人またはそれに準ずる第三者機関から第三者検証を、ZEB 化物件については住宅性能評価・表示協会から BELS 評価書を取得予定である。
借入人は、適切な場合には、また、機密性および	JRE は、SPTs に関する情報をサステナビリティ

び競争上の考慮をしつつ、SLL に関して SPTs に関連して有する内部の専門知識の記述を、借入人のウェブサイト等を通じて公開すべきである。	レポート及びウェブサイト上で公開する予定である。
レポートが完了し、外部評価が行われた後、貸付人は、提供された情報に基づいて SPTs に対する借入人のパフォーマンスを評価する。	農林中央金庫は、JRE と合意のもと SPTs に対する JRE のパフォーマンスを評価する予定である。

IV. 結論

以上の考察から、JCR は本第三者意見の提供対象である本ローンが、SLLP 等に適合していることを確認した。

(担当) 梶原 敦子・丸安 洋史

本第三者意見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、評価対象の、ローンマーケット協会（LMA）の策定したサステナビリティ・リンク・ローン原則（SLLP）及び環境省が2020年3月に策定したグリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドラインへの適合性に関する、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の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・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。本事業により調達される資金が同社の設定するインパクト指標の達成度について、JCRは借入人又は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. 本評価を実施するうえで参照した国際的なイニシアティブ、原則等

本評価を実施するうえでJCRは、LMA及びUNEP FI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・ローン原則
- ・環境省 グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン
- ・ポジティブ・インパクト金融原則
- ・資金使途を限定しないポジティブ・インパクト・ファイナンス モデルフレームワーク

3. 信用格付業に係る行為との関係

本第三者意見書を提供する行為は、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、評価の対象であるポジティブ・インパクト・ファイナンス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、価格変動リスク等）について、何ら意見を表明するものではありません。また、本第三者意見書は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、貸付人がJREに対して実施するサステナビリティ・リンク・ローンについて、Loan Market Associationの作成したサステナビリティ・リンク・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（気候変動イニシアティブ 認定検証機関）
- ・ICMA（国際資本市場協会）に外部評価者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