

# CSR DESIGN

日本都市ファンド投資法人による  
「Gビル南池袋 01」に関するインパクト投資  
に対する第三者意見

---

2024年9月12日

CSR デザイン環境投資顧問株式会社

## はじめに

本意見書は、CSR デザイン環境投資顧問株式会社（以下「当社」）が、日本都市ファンド投資法人（以下「JMF」）とその資産運用会社である株式会社 KJR マネジメント（以下「KJRM」）が 2024 年 9 月 12 日に公表する「G ビル南池袋 01」に関するインパクト投資プロジェクト（以下「本 PJ」）が、国連環境計画 金融イニシアティブ（以下「UNEP FI」）が提唱する「ポジティブ・インパクト金融原則」（以下「PIF 原則」）の概念、およびそれに基づく「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク」（以下「PI RE フレームワーク」）への整合の適否につき、第三者の立場から意見を表明するために作成された。なお、当社は、JMF との間で、本意見を表明することについての委託契約を締結している。

当社は、本意見書の作成のため、JMF と KJRM のサステナビリティに関する体制や実績についての公表情報のレビューおよび KJRM プロジェクトチームとの面談を実施した。

本意見は、以下の 2 点についてのレビューによって構成されている。

- ① 本 PJ の実施主体である JMF と KJRM のサステナビリティに関する管理体制および実践に関する意見
- ② JMF と KJRM の本 PJ の投資検討プロセスとコミットメントに見られる本 PJ の PIF 原則および PI RE フレームワークへの整合性に関する意見

## PJ 実施主体および本 PJ の概要

### JMF の概要

日本都市ファンド投資法人（JMF）は、日本初の商業施設不動産の運用に特化した投資法人である日本リテールファンド投資法人として、2002 年 3 月に東京証券取引所に上場（証券コード 8953）した。その後、2010 年 3 月にラサール ジャパン投資法人との合併を経て、2021 年 3 月に、オフィスビル重点型 REIT である MCUBS MidCity 投資法人と合併し、商号を日本都市ファンド投資法人に変更した。理念として「日本の都市生活(住む、働く、消費する)を不動産面から支えていく」を掲げ、日本の都市部不動産への投資を通じて、投資主価値の向上(持続的な成長)の実現を図っている。運用資産としては、2024 年 7 月 31 日時点、物件数 141 件（都市型商業 62 物件、郊外型商業 14 物件、オフィス 20 物件、ホテル 2 物件、複合型 24 件、住宅 19 件）であり、取得価格は合計 1 兆 2,288 億円である。

J-REIT の制度上、JMF の資産運用業務は KJRM へと外部委託されており、JMF の定める投資方針に従い、KJRM が資産の運用・管理を行っている。

## KJRM の概要

KJRM は、ニューヨーク証券取引所に上場し世界 26 都市に拠点を持つ国際的な投資会社である KKR & Co. Inc.により出資を受ける資産運用会社である。JMF のほか、産業ファンド投資法人の資産運用業務を行っており、KJRM が運用する 2 ファンド合計での運用資産残高合計（取得価格ベース）は 2024 年 6 月 30 日時点で 1 兆 7,276 億円である。

## 本 PJ の概要

本 PJ は、JMF の資産運用の一環として KJRM が検討し、実施を決定した投資案件である。KJRM は本 PJ の投資検討を、主として 2022 年 11 月から 2023 年 8 月にかけて行い、2023 年 8 月 30 日付で投資決定を行った。投資対象としては、主に本 PJ における約 3.7 億円規模の改修工事である。改修工事に係る外部委託先の一例として、2023 年 10 月に JMF として株式会社ノムラアークスとの間で改修工事契約を締結している。

KJRM は、「責任不動産投資を実践し、世界的課題の解決に貢献していく」をサステナビリティ戦略としており、また、「人に地域に世界に新たな価値を創造し続ける」というミッションを掲げている。それに基づき本 PJ は「リノベーションを通じて池袋のまちと社会の移り変わりに 100 年寄り添うビルをデザインし、持続可能な社会へつなげる」をコンセプトとして掲げている。創出を意図するポジティブ・インパクトは、サーキュラリティ（資源強度・廃棄物）をコアとしており、そのためのアウトプットとして、「建替えではなく改修を選択」、「改修工事におけるリサイクル建材の使用」を実施予定である。また、建替時と改修時における CO2 排出量（ホールライフカーボン）の比較を実施し、ネガティブ・インパクト（「気候の安定性」：CO2 排出量抑制）の管理・緩和に向けた取組みを実施している。

## 当社の意見

結論として当社は、本 PJ に関し JMF と KJRM が実行した投資プロセス、および表明しているコミットメントが、PIF 原則及び PIRE フレームワークと整合しているものとして、意見を表明する。

この意見を表明するに当たり、以下の点について考慮した。

### ① サステナビリティ管理体制と実績

当社は、JMF と KJRM はサステナビリティに関する明確なガバナンス体制を確立しており、また優れた ESG のパフォーマンス実績を備えていると考える。この意見の構成に際しては、以下の点を考慮した。

#### サステナビリティに関する管理体制

KJRM は、同社のサステナビリティに関する「戦略」として「責任不動産投資を実践し、世界的課題の解決に貢献していく」ことを宣言しており、その基本方針として 2013 年 6 月に「責任不動産投資に係る基本方針」（2023 年 9 月に「サステナビリティ基本方針」に改称）を定めている。この基本方針の中で、不動産投資に環境（Environmental）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）（以下、「ESG」）の要素を組み込む「責任不動産投資（RPI）」が、投資判断から、

改修（工事・建築時）、運用とメンテナンス、売却までの所有全期間にわたって実行されることが規定されている。当社は、この KJRM の掲げる「サステナビリティ戦略」は、国内におけるベストプラクティスのひとつであると評価する。

また、KJRM では、定めたサステナビリティ戦略の推進のため、「サステナビリティ基本方針」に則り、サステナビリティ課題を扱う会議体として「サステナビリティ委員会」を設置し、原則四半期に一度の頻度で会議を開催している。サステナビリティ委員会の委員長は代表取締役社長が務めており、シニアマネジメント、ファンド運用担当等が常任委員として参加している。サステナビリティ委員会では、JMF を含む 2 ファンドのサステナビリティの方針、戦略、体制および目標を決議するほか、サステナビリティに関する目標達成・活動状況のモニタリングを行い、継続的な改善を図るための議論を行っている。

当社は、KJRM のサステナビリティ委員会に取締役会メンバーである代表取締役社長がコミットする体制になっている点は、会社全体の経営方針とサステナビリティ方針とを一致させていく事に有効に作用するものと考えている。

また当社は、本 PJ についても、上記の責任不動産投資に関わる方針や枠組みに基づき、環境・社会リスク評価を経て投資判断が行われていること、および投資後の本 PJ のインパクト指標（後述のモニタリング指標）は、サステナビリティ委員会によってモニタリングされることを確認している。

### JMF と KJRM のサステナビリティに関するパフォーマンス実績

JMF と KJRM は、サステナビリティ課題に関する「目標」として、「GRESB 等外部評価への参加を通じたサステナビリティ活動の改善実施」を定めている。この目標に従い、JMF はその前身である日本リテールファンド投資法人として 2012 年から GRESB 評価に参加しており、2023 年まで 7 年連続で最高位の 5 スターを獲得している。

また、JMF と KJRM では、こうした外部評価の活用に加え、ウェブサイトやサステナビリティレポートにおいて、資産運用に関連する環境・社会に向けた取組みや、スコープ 1、スコープ 2、及びスコープ 3 の GHG 排出量や廃棄物総量等の実績データ、ステークホルダーとのコミュニケーション方針等を開示しており、サステナビリティに関する透明性を高める取組みを行っている。

KJRM は、2013 年に J-REIT 資産運用会社としては初の責任投資原則（以下、「PRI」）署名機関となり、責任不動産投資へのコミットメントをいち早く表明した。他にも 2016 年には、国連グローバル・コンパクト（UNGC）に J-REIT の資産運用会社としては初めて署名している。

当社は、JMF と KJRM が GRESB 評価に取組むことにより蓄積した知見や、KJRM の PRI、UNGC 等へのコミットメントは、本 PJ のようなサステナビリティの実践にあたる際にも大変有効であると考えている。

## ② 本PJのPIF原則およびPIREフレームワークへの整合性

当社は、まず、PIREフレームワークにおいて示された「4つの目的」およびその「ガイダンス」に即して、その内容と、JMFとKJRMの投資検討プロセスおよびコミットメントとの整合性を以下の通り確認した。

### 「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク」との整合性

#### i) 「インパクトの明確化」

(ガイダンスでの定義内容：「本インパクト投資の手法は達成を目指すインパクトおよびその結果を明確に決定し、説明しているか」)

#### 【包括的なインパクト分析】

JMFとKJRMは、PIREフレームワークにおいて規定されたインパクト・レーダー<sup>1</sup>を用いて包括的なインパクト分析を行うことで、本PJにおいて達成を目指すポジティブな（正の）インパクトと、緩和・管理が必要なネガティブな（負の）インパクトについて特定した。特定したインパクトにつき、以下にそれぞれ説明する。なお、インパクトを管理するための指標や目標についてはiii)「インパクトの測定」で言及を行う。

#### 【ポジティブな（正の）コア・インパクト】

コア（中核的）とは、自身の取組みにより課題解決への貢献を意図し、その達成に向けた計画の策定、施策の計測と管理を実施するとしたトピックを指す。

インパクトのトピック：「サーキュラリティ/資源強度・廃棄物」

内容：リサイクル資材を用いた「改修」による躯体の継続使用

JMFとKJRMは、2024年に築50年を迎える「南池袋Gビル01」（本PJ対象）につき、通常のJ-REIT運用の慣行に従えば建替えの判断となるところを、長寿命化の可能性を社内で模索し躯体を除却せず改修することで、更に50年継続使用するという選択をした。新たな建築を避け、既存の建築物を有効に活用することは建物サーキュラー化の重要な取組みとされている<sup>2</sup>。なお、この「改修による躯体の継続使用」は、EUタクソノミー：既存建物の改修、循環経済への貢献の「元の建物の少なくとも50%が保持されること（総外部床面積ベース）」の基準を満たしている。

また、内外装で使用する材料についても「リサイクル資材の使用率3割以上」を目標に検討を進め、下記の通りの使用を決定した。

1. 外壁・内壁の仕上材：再生材が骨材中約30%使われた左官材（2種類のうち1つはエコマーク認定品）
2. 外壁・バルコニー仕上材：再生材使用率が30%のパネル材
3. 内外部床材：東京都で老朽化廃棄処分によりとなった瓦廃棄物や、ごみとして出されたガラス廃材を再利用したテラゾタイル（再生材率65%、地産地消にも寄与）

<sup>1</sup> インパクト・レーダーについては2022年更新版を用いた。

<sup>2</sup> エレン・マッカーサー財団 Circular Building Toolkit [https://ce-toolkit.dhub.arup.com/strategies?strategy\\_id=1](https://ce-toolkit.dhub.arup.com/strategies?strategy_id=1)

4. 内部床材：環境配慮型塩ビタイル（グリーン購入法適合製品、エコリーフ環境ラベル登録、エコマーク認定品、再生材率：32%）

上記1、2の合計で、表面・裏面ファサード全体の約40%を賄うなど、本PJで使用する材料全体の重量比で20～30%がリサイクル原材料となる見込みである。これはEUタクソノミー：既存建物の改修、循環経済への貢献における「資材の原材料使用率」の基準<sup>3</sup>と同水準と言える。また、国内基準を鑑みてもCASBEE建築（新築）におけるレベル5「リサイクル資材を3品目以上用いている」以上を達成している。

以上の点より、本PJは循環経済への貢献というポジティブ・インパクトを有していると考えられる。

#### 【ポジティブな（正の）副次的インパクト】

本PJは、建物の改修によって実現しうる、街の回遊性の向上、及び街の賑わい創出を通じて、「包摂的で健全な経済」に関して副次的なポジティブ・インパクトを創出する可能性を有する。特に本PJでは改修により1階ロビーを通り抜け可能にし、街の流動性を高めることを企図している。これは東京都豊島区が掲げる池袋駅周辺の地域課題のひとつである「駅からまちへの『流動性』が乏しい」<sup>4</sup>の解決に貢献しうるものであり、また、商業ビルの改修によって「『世界中から人を惹きつける拠点性』が低い」という同豊島区の課題の解決に対しても一定の影響を及ぼしうると考えられる。これらの活動は既に協働している「池袋エリアプラットフォーム」との連携の上で今後も継続されることが期待される。

#### 【ネガティブな（負の）コア・インパクト】

ネガティブな（負の）インパクトとは、投資により不可避に生じるもので、包括的分析でその存在を把握することが重要である。またこれを計測し、より積極的に緩和を目指すとしたトピックをコアとする。JMFとKJRMは、本PJにより生じうる負のインパクトについても次のように特定し、管理と最小化に向けた対応方針を設定している。

インパクトのトピック：「気候の安定性」

内容：改修を選択することによるCO<sub>2</sub>排出量抑制

JMFおよびKJRMは、躯体の改修を選択したことにより、建替え<sup>5</sup>の場合と比較して、CO<sub>2</sub>排出量（エンボディドカーボン）をおよそ5,631t削減できると試算している。これは竣工を起点とした112年間で3.5%、改修工事実施後の2024年以降からで6.1%の削減となる。

<sup>3</sup> EUタクソノミー：既存建物の改修、循環経済への貢献。<https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/activities/activity/351/view>

<sup>4</sup> 池袋駅コア整備方針2024 <https://www.city.toshima.lg.jp/405/2312220908.html>

<sup>5</sup> 試算の前提として、建替えについては2034年に2024年比で30%のエネルギー使用量削減を達成できる建築物を新築するものとし、改修については2034年に設備改修を行い、2024年比で28%のエネルギー使用量削減を実現することとする。

気候変動の緩和は最重要の環境課題とみなされており、建築（改修）において使用するエネルギーに由来した CO2 排出について、保有者が責任を持って管理することが要求される。よって当社では、JMF と KJRM が本トピックを負のインパクトとして特定し、管理・緩和を試みることは妥当と考える。

以上に基づき、当社は、本 PJ は PI RE フレームワークに示される「インパクトの明確化」の目的と整合していると考ええる。

## ii) 「市場水準かつサステナブルなリターン」

(ガイダンスでの定義内容：「本投資手法は持続可能な発展への貢献を達成しつつ、市場水準のリターンを達成できているか」)

JMF と KJRM は、事前に明確に定められ、一般に公表されている透明性の高い投資意思決定プロセスを通じて、本 PJ の投資意思決定を行っている。その過程において、本 PJ はインパクトの追求と市場水準のリターンを両立しうる投資であると判断された。その根拠は、リニューアル後のテナント賃料収入に関して、半数以上のテナント（入替による新規テナントを含む）との間で賃料増額にて契約締結済であるため、リニューアル効果による増収は確定的であり、加えて、直近の鑑定評価における新規賃料を超過していること、契約期間が中長期的に安定していることといった点である。また、本 PJ 対象物件が JMF のポートフォリオ平均償却後 NOI 利回りを超過していることを確認している。

以上に基づき、当社は、本 PJ は PI RE フレームワークに示される「市場水準かつサステナブルなリターン」の目的と整合していると考ええる。

## iii) 「インパクトの測定」

(ガイダンスでの定義内容：「投資主体は、投資の事前事後で想定する結果および成果を測定するための明確で透明性の高い手法を持っているか」)

「インパクトの明確化」において確認した正負のインパクトについて、JMF と KJRM は、モニタリングする指標を予め以下の通り定めており、またこれら指標の測定結果については、今後も継続的に開示していく事を表明している。

### 【ポジティブな（正の）コア・インパクトに関する指標】

インパクトのカテゴリ：「サーキュラリティ/資源強度・廃棄物」

モニタリング指標：総外部床面積ベースの躯体維持率、建築で使用する材料で使われた再生材の割合、改修完了後の運用段階における廃棄物の重量およびそのリサイクル率

対応方針：改修においては前述のとおり上記の指標を確認している。また、運用再開始後、継続的に排出される廃棄物についても年間の重量やリサイクル率を把握し、改善に取り組む。

### 【ポジティブな（正の）副次的インパクトに関する指標】

本PJを通じた、街の回遊性の向上、賑わいの創出、そして「包摂的で健全な経済」の実現に向けた貢献については、JMFとKJRMで測定可能な指標を設定し、その指標を用いた継続的な計測および施策等の見直しを行うことが求められる。なお、JMFとKJRMは、現段階ではまず本PJ対象への来館者数の計測を計画しているが、将来的には本PJによる街の回遊性の向上についての人流把握等の高度化が期待される。

### 【ネガティブな（負の）コア・インパクトに関する指標】

<p>インパクトのカテゴリ：「気候の安定性」</p> <p>モニタリング指標：当PJに係るホールライフカーボン（以下WLC）</p> <p>対応方針：WLCの把握のため、改修工事時のCO2排出量（エンボディドカーボン）、PJ終了後の本PJに係る建築物（物件）の運用時のCO2排出量（オペレーショナルカーボン）の把握、開示、継続的な削減に努める。</p>
--

上記に基づき、当社は、本PJはPIREフレームワークに示される「インパクトの計測」の目的と整合していると考えられる。

### iv) 「追加的ファイナンス/インパクトの影響」

（ガイダンスでの定義内容：「本投資手法は“従来のビジネス”、“従来のベストプラクティス”を超えることにつながっているか—当該投資は、それがなかったときに達成されなかったインパクトや金融の流れを生み出しているか、恵まれない（underservedな）市場をカバーしているか）

JMFとKJRMは、本PJを、「責任不動産投資を实践し、世界的課題の解決に貢献していく」というサステナビリティ戦略を実現し、向上させる機会として、サステナビリティへの取組みの幅を広げる案件と捉えている。

また、KJRMは、ポジティブ・インパクト投資に関する知見を高め、新たな投資カテゴリ化を進めると共に、投資基準に基づく積極的なポジティブ・インパクト投資を通じ同分野でのオピニオンリーダーとしての地位を確立する事を目指している。当社は、JMFのような国内不動産市場において一定の存在感を持つ上場REITによるこうした先駆的な取組みは、市場に対して一定のインパクトを与えるものと考え、また、貴重な先進事例としての意義を持つものと考えられる。

上記より、当社は、本PJがPIREフレームワークに示される「追加的ファイナンス/インパクトの影響」の定量的な測定は困難であるものの、その目的と概ね整合しているものであると考えられる。



## 「ポジティブ・インパクト金融原則」との整合性

当社は、前節までの PIRE フレームワークの「4つの目的」と本PJの内容が整合していることを確認する過程において、本PJが、PIF原則の4原則、「定義」「フレームワーク」「透明性」「評価」のそれぞれの内容と整合していることについても、以下の通り確認を行った。

### 「原則 1. 定義」

「インパクトの明確化」で確認した通り、JMFとKJRMは、本PJによる経済・環境・社会に関するポジティブ（正）およびネガティブ（負）のインパクトの両面を検討した上で、前述した正のインパクトの創出、および負のインパクトについては管理、低減が可能であると判断している。

また「市場水準かつサステナブルなリターン」で確認したとおり、本PJではインパクトの追求と市場水準の経済的リターンが両立できる見込みである。よって本PJは、経済・環境・社会についてポジティブなインパクトを与える金融行動であると考えられる。以上より、当社は、本PJが本原則1の内容と整合するものであると考える。

### 「原則 2. フレームワーク」

本PJは、KJRMが設定したサステナビリティ基本方針のもと、JMFは不動産投資のため予め定義した手法に基づき検討され、意思決定されている。また、「インパクトの計測」で確認したとおり、JMFとKJRMは、インパクトを計測するための指標を定め、モニタリングしていくこととしている。以上を以て、当社は、本PJが本原則2の内容と整合するものであると考える。

### 「原則 3. 透明性」

JMFとKJRMは、投資意思決定に関してガバナンス上の透明性を確保しており、またそのサステナビリティに関する方針や実践についてWEBサイトやレポートなどの開示媒体を通じて一般に公表している。また、本PJによるインパクトの結果、成果についてもそうした媒体を通じて公表していくことをコミットしており、透明性を確保している。なお、JMFとKJRM全社としての開示のみならず、今後は、本PJ単体個別の案件におけるインパクトのモニタリング結果についても開示を行っていくことが期待される。以上より、当社は、本PJが本原則3の内容と基本的に整合するものであると考える。

### 「原則 4. 評価」

「インパクトの明確化」「インパクトの計測」で確認した通り、本PJでは予め特定したインパクトについてモニタリングを行い、実際に生じたインパクトを計測し、社内評価を行う方針を表明している。（但し、現状では生じたインパクトについて第三者評価を行うことまでは検討していない。）以上より、当社は、本PJが本原則4の内容と概ね整合するものであると考える。

## 結論

当社は、JMF と KJRM は、サステナビリティに関する明確なガバナンス体制と優れた実績の双方を備えており、本PJに関連して同社が実施した投資検討プロセスおよび表明するコミットメントは、PIF 原則およびPI RE フレームワークと整合するものであると考える。

## 免責事項

本意見書の全ての部分について、当社の許可を得ない複製、転載、公開を禁じる。

本意見書は、情報提供のみを目的としたものであり、本意見書に記載される情報および意見は、証券その他の金融商品の売買その他の取引の推奨あるいは勧誘を目的としたものではない。

当社は、本意見書の内容を利用して第三者により為された決断や行為に起因する如何なる結果、損害についても一切責務を負わない。

本意見書は、JMF と KJRM により本意見書の発行日までに提供された情報に基づき作成されており、当社はこれらの情報の正確性、完全性、信頼性について保証するものではない。

## CSR デザイン環境投資顧問の概要

CSR デザイン環境投資顧問株式会社は、不動産投資・運用における ESG に関する助言業務や、環境不動産・サステナブル金融に係る国内外の政策・投資家動向についての調査研究業務を行う、独立系コンサルティング会社/シンクタンク。不動産の ESG 指標としてグローバルに普及するGRESBの日本市場における推奨アドバイザーを務めるなど、国内外の不動産業界における ESG 動向に精通している。代表取締役社長の堀江隆一は UNEP FI 不動産ワーキンググループ顧問として、「ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク」の開発にも貢献した（現在は同グループの活動を引き継ぐ PRI 不動産アドバイザーコミッティのメンバー）。

- WEB サイト：<http://www.csr-design-gia.com/>

- 本件に関するお問い合わせ先：[gia@csr-design.com](mailto:gia@csr-design.com)

別添「包括的分析」

領域	トピック	結果
<b>社会</b>		
人格と人の安全保障	紛争	関連または問題なし
	現代奴隷	関連または問題なし
	児童労働	関連または問題なし
	データプライバシー	関連または問題なし
	自然災害	関連または問題なし
健康及び安全性	-	関連または問題なし
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	関連または問題なし
	食料	関連または問題なし
	エネルギー	関連または問題なし
	住居	関連または問題なし
	健康と衛生	関連または問題なし
	教育	関連または問題なし
	移動手段	関連または問題なし
	情報	関連または問題なし
	コネクティビティ	関連または問題なし
	文化と伝統	関連または問題なし
ファイナンス	関連または問題なし	
生計	雇用	関連または問題なし
	賃金	関連または問題なし
	社会的保護	関連または問題なし
平等と正義	ジェンダー平等	関連または問題なし
	民族・人種平等	関連または問題なし
	年齢差別	関連または問題なし
	その他の社会的弱者	関連または問題なし

領域	トピック	結果
<b>社会経済</b>		
強固な制度・平和・安全	法の支配	関連または問題なし
	市民的自由	関連または問題なし
健全な経済	セクターの多様性	正-副次
	零細・中小企業の繁栄	正-副次
インフラ	-	関連または問題なし
経済収束	-	関連または問題なし
<b>環境</b>		
気候の安定性	-	負-コア
生物多様性と生態系	水域	関連または問題なし
	大気	関連または問題なし
	土壌	関連または問題なし
	生物種	関連または問題なし
	生息地	関連または問題なし
サーキュラリティ	資源強度	正-コア
	廃棄物	関連または問題なし