

# J-REIT Rating Report

## アナリスト

大室 友良  
東京  
電話 03-3593-8584  
tomoyoshi\_omuro@  
standardandpoors.com

井澤 朗子  
東京  
電話 03-3593-8674  
roko\_izawa@  
standardandpoors.com

アンドレア・ブライアン  
東京  
電話 03-3593-8657  
andrea\_bryan@  
standardandpoors.com

エリザベス・キャンベル  
ニューヨーク  
電話 (1) 212-438-2415  
elizabeth\_campbell@  
standardandpoors.com

2003年10月

## 日本プライムリアルティ投資法人

### 新規格付け

A- 長期会社格付け

A-2 短期会社格付け

アウトルック：安定的

## 格付け根拠

スタンダード&プアーズは10月29日、日本プライムリアルティ投資法人（JPR）を上記の通り格付けした。アウトルックは「安定的」である。

格付けは以下の要因に基づく。

### 強み：

- ❖ 日本の不動産投資信託（J-REIT）の保守的な構造的 특성
- ❖ JPR の比較的強い事業地位と保守的な財務内容
- ❖ 安定的なキャッシュフローを生み出す不動産ポートフォリオの高い質
- ❖ 株式会社東京リアルティ・インベストメント・マネジメント（TRIM）の優れた不動産運用能力

### 懸念事項：

- ❖ JPR のやや積極的な成長戦略
- ❖ ポートフォリオの一部を商業施設が占める
- ❖ 単一テナントへの集中リスクを抱えている
- ❖ スポンサーの一部は信用力がやや弱い

上記会社格付けは、投資法人が債務を履行する総合的な能力（信用度）についての

現時点での評価を示すものであり、債務の期日が到来した際、その債務を履行する債務者の能力と意思に焦点を当てたものである。したがってこの評価は特定の債務に対するものではなく、またスタンダード&プアーズが投資法人の発行する投資口や投資法人債の売買を推奨するものではない。本レポートは2003年10月29日時点でスタンダードプアーズが入手している情報に基づくものである。

## 格付け分析

### 格付け手法

スタンダード&プアーズはJ-REITの格付け手法について「不動産投資信託（J-REIT）に対する格付け方針」（2001年5月）を公表している。本件格付けに際しても、同方針に基づいた分析を行っている。

### J-REITの位置付け

2000年11月の投資信託法の改正によって、新たに設立される投資法人は、設立・運営に当たってさまざまな法的規制を受ける。その業務範囲は主に、安定的なキャッシュフローを生み出している不動産の取得と運用に限定され、その他の業務を営むことは一切禁止されており、また徹底した情報開示が求められる。投資法人はすべての業務を外部に委託することが義務付けられており、自社利用を目的とした資産の保有や従業員の雇用もできない。

スタンダード&プアーズでは、投資法人は「法人」とはいえ、その実態は証券化案件などで用いられる特別目的会社（Special Purpose Company、SPC）に近いと判断している。そのため、一般の事業会社（例えば不動産会社）に比べて、事業の透明性とリスクの予見性が高いと考えられる。また、米国のREITや豪州のLPTと比べた場合、現状、法律上の解釈から、投資法人が開発案件に投資することが難しいとされている点は大きく異なる。開発案件は、新たな収益機会を与える一方で、建設リスクや工事の完工リスクといった開発案件特有のリスクをもたらすので、その分投資法人の事業リスクの予見性が低くなると考えられる。

### J-REIT会社格付け

スタンダード&プアーズは投資法人を格付けする際、大きく分けて「事業内容」と「財務内容」を中心に分析を行う。

- ❖ 「事業内容」では業界内の位置付け、保有不動産の質、ポートフォリオの分散度とキャッシュフローの安定性、不動産の投資戦略など、投資法人の事業戦略と経営方針を評価する。
- ❖ 「財務内容」では財務戦略、収益性、資本構成、キャッシュフロー・プロテクション、財務の柔軟性など、投資法人の財務の健全性を評価する。

## 事業内容の分析

### 事業基盤、市場地位

JPRは2001年9月に設立、2002年6月に東京証券取引所（東証）に上場されたJ-REITの1社である。現在、資産規模と時価総額では上位3番目に位置する。スポンサー企業は、東京建物（格付けなし）、安田生命保険（BBB+ / ネガティブ / A-2）、安田不動産（格付けなし）、大成建設（B+ / 安定的 / --）そして損保ジャパン（AA- / ネガティブ / --）である。これら5社を合わせたJPRへの出資比率は19.5%である。これら5社はJPRのアセットマネジメント会社である株式会社東京リアルティ・インベストメント・マネジメント（TRIM）にも100%出資している。

		東京建物	安田生命	安田不動産	大成建設	損保ジャパン	その他	合計
JPR持ち分	投資口数	39,300	38,000	5,000	1,500	0	346,200	430,000
	出資比率	9.1%	8.8%	1.2%	0.3%	0%	80.5%	100.0%
TRIM持ち分	出資比率	26%	24%	20%	20%	10%	0%	100.0%

設立スポンサーは形式的にはJPRの経営と直接的な関係はないが、人材や不動産ノウハウの提供、資金調達のサポートを通して、実質的にその業務運営に深く係っており、JPRの信用力を評価する際にその存在を無視することはできない。スタンダード&プアーズは、スポンサー会社の不動産運営能力、信用力、投資法人へのコミットメントなどを総合的に評価し、JPRの格付けに反映している。一部のスポンサー会社の信用力がやや低いことは懸念材料ではあるが、スポンサーの不動産運営能力は総じて高く、信用力の高い会社もスポンサーに加わっていることから、かかるリスクはある程度軽減されていると判断した。

### ポートフォリオ不動産の質

JPRの不動産ポートフォリオは現在、オフィス28棟、商業施設4棟の合計32棟の不動産で構成されている。これら不動産物件の取得価額は約1,396億円、鑑定評価額は1,387億円である。賃貸可能面積（Net Rentable Area; NRA）は合計で66,153坪で、テナント数は344と分散している。オフィスビルは総じて、サブ・マーケットの中で優れた立地条件と構造・設備を持ち、耐震性を備えている。また、入居しているテナントの信用力も総じて高い。商業施設4棟はいずれも立地条件に恵まれ、高い売上高を達成している。32棟の平均築年数は12年で、比較的築浅の物件が多い。管理状態も総じて良好であった。これらは、TRIMの優れた不動産運用能力を反映しているとスタンダード&プアーズでは考えている。

### 不動産の権利関係

32棟のオフィスビルのうち、17棟はJPRが完全所有権を持つ物件である。残る15棟は区分所有物

件、共有物件等で構成されている。これらの物件については、第三者の所有権が介在することから、一般に市場での流通性が劣ると考えられ、ポートフォリオに占める割合は低い方が望ましい。JPRのポートフォリオにおいて、この割合は比較的高いが、依然として許容範囲にあると考えられる。JPRでは、完全所有権でない物件の所有割合を買い増し、完全所有権化していく方針であり、評価される。事実、新麹町ビル（東京都千代田区）はJPR取得時には49%の区分所有持分だけであったが、約1年後に21%を買い増し、完全所有権化を進めている。また、クラレニッセイビル（大阪市北区）も取得時は土地65.8%、建物55.3%の共有持分権であったが、約2カ月後には残る持分を全て買い増すことによって、完全所有権化を達成した。

### 築年／不動産の管理状態

ポートフォリオ物件の大部分は1981年の建築基準法施行令の改正（新耐震基準）以降の建築である。例外は安田生命池袋ビル（1980年築）、東京建物本町ビル（1970年築）、朝日生命高松第二ビル（1981年築）の3物件であるが、それぞれ過去に耐震補強工事を実施済みであり、構造評定によって、新耐震基準並みの耐震性が証明されている。また安田生命池袋ビルは、耐震補強工事以外にも共用部改修、エントランス改修、個別空調化を最近実施したばかりである。このように物件にも、機能維持に必要とされる修繕費などの資本支出が適切に投下されており、一部、0Aフロアや個別空調システムが導入されるなど、最近のテナントニーズにも十分応えられる体制をとっている。その他の物件についても、管理状態は一様に良好である。地方の物件については、まだ0Aフロアが導入されていないものもあるが、今後テナントの要望に応じて順次導入していく方針である。

### 稼働率／賃料水準

32物件の平均稼働率は約92%であり、大部分の物件が市場平均以上の稼働率を達成している。この稼働率が市場賃料に見合った水準において達成されていることが肝要であり、スタンダード&アーズはJPRのテナントとの成約賃料を物件ごとにレント・ロールで確認した。その結果、賃料水準は周辺相場に見合ったものであった。日本の賃貸借契約は2年契約が一般的で、テナントは6カ月の事前通告でいつでも退去できる。したがって、長期固定賃料契約が一般的な欧米の不動産市場に比べて、経済情勢によって賃料が下落する危険性は総じて高いといえるが、JPRの場合、市場水準に見合った賃料で平均以上の稼働率を達成できており、かかる危険性は限定的と判断される。これらの高パフォーマンスは主に、物件の質の高さとリーシング能力の高さに起因していると考えられる。

### ポートフォリオの分散度とキャッシュフローの安定性

ポートフォリオからのキャッシュフローは高水準で、安定性を保っている。ポートフォリオの分散度は、物件価額に関しては特段の懸念要因はないが、テナントに関してはやや偏りがみられる。

## 物件タイプ、地理的分散

ポートフォリオは、日本全国に分散する 28 棟のオフィスビル、4 棟の商業施設によって構成されている。現在、取得価額ベースで約 73% がオフィス、27% が商業施設である。このように、オフィスと商業施設に対する分散投資は JPR の特徴のひとつである。商業施設は一般的に、オフィスより高いオペレーションリスクを有すると考えられる。したがってオフィスと商業施設に対する分散投資は、オフィス単独の投資と比べた場合、より高度なポートフォリオ運用能力を求められる可能性がある。一方で異なる物件タイプを組み入れることによる分散効果は期待できる。

ポートフォリオは、取得価額ベースで約 60% が関東（うち、東京中心部が 40%）、40% が地方（うち、大阪 18%、福岡 6%、名古屋が 3%）の物件から構成され、東京を中心とした関東地域へ適度な偏りがみられる。スタンダード&プアーズは、東京が世界の主要金融センターの 1 つであり、日本で最もオフィス需要が高い地域であることから、東京地域への集中そのものをマイナス要因とは考えていない。

## 物件価額、テナントの分散

ポートフォリオの上位 4 物件は、総取得価額の約 38% を占める。内訳は、兼松ビル（東京都中央区）が 11.7%、クラレニッセイビル（大阪市北区）が 9.3%、神南一丁目ビル（東京都渋谷区）が 8.6%、MS 芝浦ビル（東京都港区）が 8.0% となっている。残りの物件は、それぞれ総取得価額の 0.6 ~ 7.3 % のウェイトを占めている。最大の評価額である兼松ビルがポートフォリオ総額の 11.7% に留まっており、物件価額の分散度に特段の懸念はない。

当該ポートフォリオのテナント数は合計で 344 である。このうち、2 つの商業施設の主要テナントである西友（B+ / ネガティブ / --）がポートフォリオ総賃貸面積の約 20% を占めており、テナントの集中リスクがある。ただし、これら商業施設は立地条件に恵まれ、西友が運営する商業施設の中では上位の売上高を達成していることから、かかるリスクはある程度緩和されている。また、JPR が今後不動産を取得していく過程で、集中リスクは緩和されていくと考えられる。

## スタンダード&プアーズの不動産査定価額

スタンダード&プアーズは、必要に応じてポートフォリオの上位物件（コア・アセット）を実査のうち、キャッシュフローおよび物件価額を個別に査定する。JPR の場合、32 物件のうち、22 物件について現地実査を行い、32 物件すべての物件価額を個別に査定した。その結果、スタンダード&プアーズの査定価額は約 1,317 億円となった。

不動産価額を査定する目的は、投資法人が不動産を適正な価格で購入できているかを確認することである。スタンダード&プアーズの査定価額は、JPR の取得価額約 1,396 億円の 94.3%、鑑定評価額約 1,387 億円の約 94.9% であるが、その乖離幅はほぼ 5 ~ 6% に収まっており、JPR は妥当な価格で不動産を購入したと判断できる。

不動産の査定には、不動産の証券化案件の格付けと同様に「直接還元法」(Direct Capitalization Method)を用いている。これは、向こう数年間に平均的に物件が生み出すと期待される正味キャッシュフロー (Net Cash Flow、NCF) をキャップレートで除して、物件価額を査定する手法である。キャップレートは投資家が当該不動産に要求する期待収益率で、リスク・フリーレートに日本の不動産市場のリスクプレミアムと当該不動産固有のリスクプレミアム (立地、築年、構造、権利形態、流通性などのファクターによって決定) を上乗せして決定される。本ポートフォリオ不動産価額の査定に当たっては、5.25～8.00%のキャップレートを採用している (5.25%は兼松ビル)。

上位不動産のスタンダード&プアーズ査定結果は、本レポートの最後に掲載している。

## 事業戦略と経営方針

### 投資戦略

JPRは以下の投資戦略のもと、全国の質の高いオフィスビルと商業施設に分散投資していく方針である。

#### 物件タイプ：

ポートフォリオの80%はオフィス、20%は商業施設へ投資する方針である。オフィス、商業施設以外の物件タイプへ投資する計画はない。

#### 地域：

ポートフォリオの60%を東京を含む関東、40%を地方へ投資する方針である。

#### 運用スタイル：

基本的には、投資した物件を継続的に保有し続ける「バイ・アンド・ホールド型」である。ただし、以下の条件を満たす範囲内で、「バリューアップ不動産」への投資も行う。バリューアップ不動産とは、取得時の稼働率が約80%以下の物件で、追加資本支出やテナント誘致活動の強化、物件管理の効率化などによって収益性の向上と物件価額の増大が期待される物件を指す。物件価額が上昇した場合などには、バリューアップ不動産の売却を行うことも検討する。

<バリューアップ不動産に対する投資の条件>

- ❖ 対象となるバリューアップ不動産がJPRの投資基準に合致する。
- ❖ バリューアップ不動産のポートフォリオ全体に占める割合が15%以内に収まる。
- ❖ バリューアップ不動産の組み入れ後ポートフォリオ全体の稼働率が90%を下回らない。

開発案件：

建設リスクや工事の完工リスクを伴う、開発型のプロジェクトへの投資は行わない方針である。

築年：

1981年の建築基準法施行令の改正（新耐震基準）以降の物件か、それと同程度の強度・構造を有している物件への投資を基本とする。

利回り：

新規取得物件のNOI利回りは4.5～7%程度を目安とする。

物件規模：

オフィスの場合は延べ床面積3,300㎡（約1,000坪）以上で、かつ基準階の賃貸可能面積約330㎡（約100坪）以上の建物とする。商業施設の場合は、業態ごとの標準的な規模を基準に、地域の特性や商圈規模を勘案のうえ、個別に判断する。

#### 内部成長戦略

JPRは、収益力の強化とコスト削減を通じたキャッシュフローの最大化を目標に掲げている。収益力の強化策として、既存物件の稼働率の向上と前述のバリューアップ戦略が挙げられる。コスト削減策としては、外注委託費、プロパティ・マネジメント費、資本支出、水光熱費の各費用項目についての削減が挙げられた。外注委託費については契約条件の見直しを行った結果、2002年12月期に約4.7%の削減を実現した。また2003年6月期と12月期にかけて掲げた3%の削減計画は、6月期に前倒しで実現している。プロパティ・マネジメント費は、サブ・マーケットごとにプロパティ・マネジャーを集約化する「群管理制」を導入することによって、コスト削減を推進している。すでに、福岡第3・第4ビル、高松第2ビル、SK広島ビルについては、プロパティ・マネジャーを東京建物に集約化することで、契約ベースで22.8%のコスト削減を実現している。資本支出については、工事手法の効率化によるコスト削減を推進している。水光熱費については、田無アスタで電力小売業者を変更することによって、コスト削減を実現した。スタンダード&プアーズはJPRの積極的な内部成長戦略への取り組みを評価している。

#### 外部成長戦略

2006年12月末までに、ポートフォリオを3,000億円に拡大する計画である。これは、現時点で1,317億円（スタンダード&プアーズの査定価額）のポートフォリオを3年で約2.27倍にするもので、年間561億円の新規物件を取得する、やや積極的な戦略といえる。この場合の外部成長率は年率約30%である。目標の達成に向けて、前述の通りポートフォリオの物件タイプをオフィス80%、商業施

設20%に、地理的構成を関東（東京を含む）60%、地方40%に維持する方針である。

ポートフォリオのキャッシュフローの安定性を向上するために、東京都心部の大型優良物件の購入を進め、安定性の高い商業施設への選別投資を行っていく方針である。また、ポートフォリオの収益性を向上させるために、東京周辺部や地方都市での厳選投資も行っていく方針である。スタンダード&プアーズはJPRの比較的強い事業地位などに鑑みて、かかる物件の取得計画自体は十分達成可能であると判断している。一方で、物件の取得を積極的に行うことにより、有利子負債が増え、負債比率（レバレッジ）が増加して財務リスクが高まる可能性があると考えている。

### 不動産管理体制

JPRは32棟のオフィスビルの物件管理とテナント・リーシングを、東京建物、安田不動産、安田ビルマネジメント、損保ジャパンビルマネジメント、朝日不動産管理へ委託している。スポンサーやその関連会社がプロパティーマネジャーに就任しており、利益相反が懸念される。対策として、外部シンクタンクと提携することにより、プロパティーマネジャーの評価システム（「PM評価システム」）を導入、プロパティーマネジャー選定基準の透明化を図っている。また、かかる評価システムの導入によって、プロパティーマネジメントの質の向上と、プロパティーマネジメント費のさらなる削減を目指している。「PM評価システム」と前述した「群管理制」の導入によって、JPRは効率的な不動産管理体制を構築していくものと考えられる。

### 保険／地震リスク

すべての物件について必要な火災保険と損害賠償保険が付保されている。スタンダード&プアーズに提供された耐震評価レポートによれば、PML値は、ポートフォリオ全体で4.4%、32物件の単純平均で約10.2%と低い。

### 利益相反に対する対応

投資法人はすべての業務を第三者に委託しなくてはならないため、利益相反の問題が起こりやすい。スタンダード&プアーズはJPRの経営陣との面談を通じて、利益相反が顕在化しないためのシステムが適切に導入されていることを確認した。例えば、JPRの役員は全てが弁護士や会計士など、スポンサー会社や運用会社とは利害関係のない第三者によって構成されている。また運用会社（TRIM）レベルでは物件の取得、売却または修繕計画の策定を、事前にコンプライアンス委員会で審査することが義務付けられており、利害関係者との取り引きに係る審査の際には外部弁護士を招聘の上、取り引きごとに利益相反の有無をチェックするシステムになっている。

また、TRIMやプロパティーマネジャーなど外部委託業者に対する報酬体系が、パフォーマンスを基準としたインセンティブ・フィーになっているなど、投資家と外部委託業者の経済的利害を一致する構造になっていることが確認できた。



## 配当政策と成長戦略

投資法人は税法上の優遇措置を享受するために、配当可能利益の90%以上を配当しなければならない。内部留保にかかる制約があることから、投資法人の成長戦略は基本的には外部借入れや増資によって、資産（不動産）を増やす外部成長戦略に大きく依存することになる。

内部成長については前述の通り、物件レベルで月次賃料の引き上げや物件管理を効率化して運営コストを削減するなど、キャッシュフローを最大化する戦略が取られることとなる。ただし、ポートフォリオは、キャッシュフローをすでに安定的に生み出している優良物件を多く含むため、その効果は外部成長戦略に比べ自ずと限定的になると考えられる。

## 財務内容の分析

スタンダード&プアーズは、同投資法人から入手した財務データをベースに有利子負債比率とローン・トゥ・バリュー・レシオ（Loan to Value Ratio、LTV比率）を算出し、レバレッジと資本構成の健全性をチェックしている。有利子負債比率が投資法人の財務諸表をベースとした簿価ベースの比率であるのに対し、LTV比率はスタンダード&プアーズ査定価額ベースとなっている。

（参考）

### 有利子負債比率

＝有利子負債（長期借入れ＋短期借入れ＋投資法人債）／ 資本総額（有利子負債＋株主資本）

### LTV比率

＝有利子負債（長期借入れ＋短期借入れ＋投資法人債）／ （S&Pのポートフォリオ査定価額－敷金残高）

LTV比率は分母にスタンダード&プアーズが直接還元法によって査定した不動産価額を用いるため、時価ベースの比率となる。敷金を控除しているのは、投資法人の場合、テナントから預かっている敷金は運転資金の中から返還されることが一般的で、不動産証券化案件にみられるように特別勘定に全額現金を留保することは少ないと考えられるからである。反対に、敷金を全額現金で留保している場合は控除する必要がない。

## 財務戦略

財務戦略は比較的保守的である。TRIMの経営陣は、投資法人の有利子負債比率の平均水準を35～40%台後半と保守的な水準で維持するとしている。しかし、成長戦略の一環として有利子負債による不動産の追加取得を掲げていることから、レバレッジが一時的に50%程度まで上昇する可能性がある。不動産取得後は同投資法人が増資を実施してレバレッジを妥当な水準に戻すといった対応が考えられる。この懸念事項は、①JPRが実施した過去の増資の実績（2002年6月の上場後、2003年7月に公募増資、同8月に第三者割当増資を実施）、②同投資法人の保守的な投資基準らびに不動産の査定基準——によって緩和されている。

## 収益性

第3期（2003年6月期）決算では、30件の保有不動産をもとに、不動産賃貸収益（Effective Gross Income; EGI）が5,264百万円、不動産賃貸純収益（Net Operating Income; NOI）が約3,605百万円、当期純利益が約1,990百万円であった。また投資一口あたりの当期純利益は6,873円であった。

第4期（2003年12月期）決算の見通しは、32件の保有不動産をもとに、EGIが約6,128百万円、NOIが約4,229百万円、当期純利益が約2,408百万円を見込んでいる。また投資一口あたりの当期純利益は5,600円を見込む。

期末データをもとに算定したROA（年率）は、第3期が2.8%、第4期が3%（見込み）である。またROE（年率）は第3期が6.8%、第4期が5.4%（見込み）である。J-REITは一般的に90%以上の高い配当性向を前提としているので、ROEは基本的には物件レベルのキャップレートに近い水準になると思われる。JPRは投資方針によりキャップレート4.5～7%の利回りを想定している。また、スタンダード&プアーズの査定結果による全ポートフォリオ物件の加重平均キャップレートは、6.44%である。上記ROEはこれらキャップレートと比較し、整合性のとれた水準であるといえる。

## 資本構成

資本構成は現段階では保守的である。しかし、デット・ファイナンスを主体とした積極的な物件取得計画を達成して行く過程で、レバレッジ水準がやや上昇することが予想される。現在の資本構成は、資本金が89,114百万円、長期の有担保ローンが39,566百万円、短期の有担保ローンが12,900百万円となっている。外部借入れはいずれも低利にて調達されているため、JPRの強い金利カバレッジ水準を支えている。

前述した、有利子負債比率は35～40%台後半の水準は、LTV比率では37.5～50%台前半に相当する。このLTV比率は、倒産隔離が十分確保されたSPCを用いた不動産証券化案件では、「ダブルA」から「トリプルA」格付けのレバレッジ水準であり、極めて保守的な水準である。ただし、投資法人はSPCと似ているものの、証券化案件で用いられるSPCのように倒産隔離を完全に達成することが制度上難しく、また不動産の追加取得や売却を前提とするなどポートフォリオも静的ではない。従って、投資法人の場合、あるLTV比率で付与できる格付けの水準は、証券化案件と比べより保守的になる。

## キャッシュフロー・プロテクション

キャッシュフロー創出力は、分散されたポートフォリオと平均を上回る物件稼働率により安定した賃料収入がもたらされていることから、安定している。ストレス金利6%を適用して計算したところ、デット・サービス・カバレッジ・レシオ（Debt Service Coverage Ratio、DSCR）は平均して2倍以上を維持できることが判明した。また、実際の資金調達コストをベースにしたEBITDAインタ

レスト・カバレッジは10倍である。これらの結果、JPRは将来の金利上昇局面においても、極めて強い債務返済能力を有していることを表しており、評価できる。

### 手元流動性

手元流動性、長期・短期の資金調達力はともに高い。また、配当後の内部留保金は物件の維持・修繕に必要な支出を十分賄える水準にある。2003年6月末現在、JPRは約191億円の現預金残高を有し、敷金債務の返済を含む当座の営業資金の支払いに懸念はない。

### 財務の柔軟性

ポートフォリオの主要資産は抵当に供せられているが、JPRは銀行と良好な関係を有しており、一部スポンサーは金融セクターにおいて比較的高い信用力を有しており、財務の柔軟性は適正なレベルを維持するとみられる。スタンダード&プアーズは、投資法人の借入契約書の内容を精査し、そこに規定されている誓約事項や財務制限条項などが、投資法人の財務の柔軟性を著しく損ねる規定になっていないかを検証する。JPRの場合も各種財務制限条項やトリガー条項が契約書に盛り込まれていたが、いずれの条項も同投資法人の財務の柔軟性を大きく損ねるほどの水準ではないとみている。ただし、ネットベースの営業収入の50%以上が銀行借入れの担保として抵当に供せられていることから、JPRが今後発行する無担保債は会社格付けより1ノッチ低い格付けが付与されることになる。

### アウトルック

アウトルックは「安定的」である。JPRは、一般的に変動性の高い商業施設に投資を行い、テナントの集中リスクもあるが、分散が進んだ、質の高いポートフォリオ資産をベースに、安定した収益を上げていくとみられる。また、資産の取得とポートフォリオの拡大を追求していく過程においても、設立スポンサーの存在により、保守的な財務内容を維持していくと考えられる。格付けには、ポートフォリオの拡大に伴いレバレッジが上昇する可能性をすでに織り込んでいる。レバレッジの平均水準は先述したような範囲にとどまることが予測される。

(参考) 上位不動産の概要とスタンダード&プアーズの査定価額

兼松ビル

東京都中央区京橋二丁目 14 - 1

1993年2月築、地下2階 地上13階建てのオフィスビル

JR線東京駅より徒歩9分

所有形態 土地：共有持分権（持分79.4%）

建物：共有持分権（持分79.4%）

鑑定評価額：15,600百万円

スタンダード&プアーズ査定価額：13,941百万円

賃貸可能面積：2,407坪

入居率：92.4%

テナント数：10社

上位テナント業種：財団法人、メーカー、金融機関

スタンダード&プアーズ所見：対象物件は東京駅の南方、日本橋・八重洲・京橋地区に立地する。地下鉄浅草線宝町駅、地下鉄銀座線京橋駅にも近く、交通の利便性が高い商業地域である。周辺は大企業の本社、もしくはそれに準じる機能をもつオフィスが多い。老朽化したビルが多い同地区において、対象物件は比較的築浅である。基準階面積も300坪以上と比較的大きく、0A床、個別空調など最近のテナントニーズも満たしている。管理状態も良好である。同地区は昨年「都市再生緊急整備地区」に指定され、今後周辺建物の更新が進んでいくものと思われるが、対象物件は引き続き同地域で優れた競争力を維持していくことが可能であると思われる。

クラレニッセイビル

大阪府大阪市北区茶屋町 16 - 7

1990年4月築、地下1階 地上8階建ての店舗ビル

阪急電鉄梅田駅より徒歩4分

所有形態：完全所有権

鑑定評価額：12,600百万円

スタンダード&プアーズ査定価額：10,547百万円

賃貸可能面積：5,622坪

入居率：100%

テナント数：1社

上位テナント業種：小売業

スタンダード&プアーズ所見：対象物件は阪急電鉄梅田駅の北東約300 m、茶屋町地区の中心に位置する。昨今の大阪における不動産市況の低迷は懸念材料ではあるが、同地区の南側では現在再開発事業が進行中であり、事業完了に伴って、同地区には梅田駅からの直結した商業施設ができ、今後、商業集積が一段と加速することが予想される。対象物件は現在、ロフトがシングル・テナントとして入居しているが、当該店舗はロフトの運営する店舗の中でも渋谷店と並びトップクラスの売り上げを達成しており、優れた商業需要を有している。構造的にも、他の小売業態への転用も十分可能な物件と考えられる。

### 神南一丁目ビル

東京都渋谷区神南一丁目22-14

1992年2月築、地下3階 地上8階建ての店舗ビル

JR 渋谷駅より徒歩4分

所有形態：完全所有権

鑑定評価額：12,000 百万円

スタンダード&プアーズ査定評価額：11,035 百万円

賃貸可能面積：2,443 坪

入居率：100%

テナント数：1 社

上位テナント業種：小売業

スタンダード&プアーズ所見：対象物件は渋谷駅北方約300 mに位置する。渋谷駅は1日当たり鉄道の平均乗客数が200万人と首都圏では新宿、池袋駅に次ぐ巨大ターミナルである。対象物件の周辺は百貨店、ファッションビル、ブティックが立ち並び商業繁華街である。対象物件はタワーレコードがシングルテナントとして入居しており、渋谷のランドマークとして広く認知されている。また当該店舗は、日本のタワーレコード店舗の中でも売上高トップを達成しており、優れた商業需要を有している。構造的にも他の小売業態への転用も十分可能な物件と考えられる。

### MS 芝浦ビル

東京都港区芝浦4-13-23

1988年2月築、地下2階・地上13階建てのオフィスビル

JR 田町駅より徒歩9分

所有形態 土地：所有権・賃借権（準共有：持分36%）

建物：区分所有権および区分所有権の共有持分権（持分57.9%）

鑑定評価額：12,000 百万円

スタンダード&プアーズ査定評価額：11,341 百万円

賃貸可能面積：4,364 坪

入居率：93.2%

テナント数：6 社

上位テナント業種：監査法人、メーカー

スタンダード&プアーズ所見：芝浦地区の旧海岸通りに面し、基準階は約 590 坪の面積を有するなど、規模の大きい物件。最寄り駅から徒歩圏内にあるものの徒歩 9 分とやや遠いため、交通利便性は若干劣る。しかし、周辺地域は比較的新しいオフィスエリアとして、メーカーや運送業などのオフィスが集積しており、地域において優位性の高い大型物件という点からも、安定した需要が見込まれる。

## 田無アスタ

東京都西東京市田無町 2 - 1 - 1

1995 年 2 月築、地下 2 階 地上 17 階建ての店舗ビル

西武新宿線田無駅より徒歩 1 分

所有形態 土地：共有持分権（持分 42.1%）

建物：区分所有権の共有（持分 52.9%）

鑑定評価額：10,860 百万円

スタンダード&プアーズ査定評価額：10,807 百万円

賃貸可能面積：9,414 坪

入居率：100%

テナント数：1 社

上位テナント業種：小売業

スタンダード&プアーズ所見：対象不動産は、西武新宿線田無駅の北方に近接する複合施設（店舗・住宅）である。当該複合施設は、西棟が住宅と専門店街、東側が大型店で構成されている。このうち、JPR の持分は西友がアンカー・テナントとなっている大型店の部分である。田無駅周辺は西東京市では西武池袋線ひばりが丘駅に次いで商業集積の進んだ地域で、当駅を中心に路線バス網も発達している。田無駅から西武新宿駅までは急行で約 20 分と都心へのアクセスも優れている。当該店舗部分は都内西友店舗の中でも上位の売上高であり、安定した商業需要を有していると考えられる。

サンティアゴ  
サンパウロ  
サンフランシスコ  
シカゴ  
シンガポール  
ストックホルム  
ダラス  
東京  
トロント  
ニューヨーク  
パリ  
ブエノス・アイレス  
フランクフルト  
ボストン  
香港  
マドリッド  
メキシコ・シティ  
メルボルン  
モスクワ  
ロンドン  
ワシントン D. C.

[www.standardandpoors.co.jp](http://www.standardandpoors.co.jp)

[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)