

J-REIT Rating Report

アナリスト

井澤 朗子
東京
電話 03-3593-8674
roko_izawa@standardandpoors.com

大室 友良
東京
電話 03-3593-8584
tomoyoshi_omuro@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_cambell@standardandpoors.com

日本ビルファンド投資法人

新規格付け

A 長期会社格付け

A-1 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5月1日、日本ビルファンド投資法人(NBF)に上記の通り格付けを付与した。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)の保守的な構造的特性
- ❖ NBFの強い事業地位と比較的保守的な財務内容
- ❖ 安定的なキャッシュフローをもたらす不動産ポートフォリオの高い質
- ❖ 日本ビルファンドマネジメント株式会社(NBFM)の優れた不動産運用能力
- ❖ プロパティーマネジメント会社の優れた物件管理、リーシング能力

懸念事項：

- ❖ J-REIT市場が創設されてまだ日が浅い
- ❖ NBFの積極的な投資方針、成長戦略
- ❖ 上位物件、テナントへの集中リスク
- ❖ スポンサーのやや低い信用力

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。従ってこの評価は、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2002年5月1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。ただし、財務内容などについては、一部便宜上、2001年12月末日時点の情報に基づき記述している。

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基づき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。その業務範囲はもっぱら安定的なキャッシュフローを生み出している不動産の投資と運用に限定され、その他の業務を営むことは禁止されており、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が認められていない。

従ってスタンダード&プアーズでは、投資法人は実質的に証券化案件などで用いられる特別目的会社（Special Purpose Company、SPC）に近く、一般の事業会社（不動産会社など）に比べて事業の透明性とリスクの予見性が高いと判断している。

また、米国のREITや豪州のLPTと比べた場合、法律上の解釈から現状、投資法人が本格的な開発案件に従事することが難しいとされる点が大きく異なる。開発案件は新たな収益機会を与える一方で、土地リスクや開発許認可リスク、建設リスク、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ため、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の格付け分析を行う際、大きく分けて「事業内容」と「財務内容」に焦点を当てた分析を行う。

- ❖ 「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

NBFは2001年9月、東京証券取引所（東証）に初めて上場された投資法人2社のうちの1社であり、強い事業基盤と高い市場認知度を有する。NBFのアセットマネジメント会社である日本ビルファンドマネジ

メント株式会社 (NBFM) は、三井不動産 (格付け「一/一/B」)、住友生命保険 (格付け「BBB/ネガティブ/一」) をはじめとする大手不動産会社、金融機関から成るスポンサー8社によって設立され、信用力はやや弱いが強力なブランド力を有している。NBFはJ-REIT市場において、引き続き主導的な地位を維持すると考えられる。8社を合わせた出資比率はNBFが14.8%であり、NBFMが100%となっている。NBFMへの三井不動産と住友生命保険の出資比率はそれぞれ43%、35%である。

	NBFM		NBF	
	株式数	構成比	投資口数	構成比
三井不動産株式会社	4,257	43%	16,200	5.77%
住友生命保険相互会社	3,465	35%	10,000	3.56%
中央三井信託銀行株式会社	495	5%	※15,400	5.47%
株式会社三井住友銀行	495	5%		
大同生命保険株式会社	297	3%		
三井住友海上火災保険株式会社	297	3%		
三井生命保険相互会社	297	3%		
ブリテル・ファンド・トラスティーズ・リミテッド	297	3%		
その他	-	-	239,100	85.20%
合計	9,900	100%	280,700	100.00%

※6社のスポンサーのうち数社が投資口を所有

設立スポンサーと投資法人の経営とは形式上、無関係であるが、NBFMにはスポンサー企業から不動産投資、財務などの業務で豊富な経験を積み、業務遂行能力の高い人材が役・職員として派遣されており、実質的なNBFの経営陣として機能している。こうした事実を即し、スタンダード&プアーズはNBFを評価する際に設立スポンサーの信用力を考慮に入れる必要があると考えており、設立スポンサーの信用力がやや低い点をNBFの格付けに一部反映している。

NBFの投資口は多数の投資家に分散されており、その内訳は個人14.9%、金融機関35.3%、その他国内法人26.2%、外国人17.9%、証券会社5.7%となっている。

ポートフォリオ不動産の質

NBFのポートフォリオ不動産の質は、同社の信用力上の大きな強みとなっている。NBFは2002年4月末時点で、NBFから提供された鑑定評価額ベースで総額2,509億円、26棟のオフィスビルに投資している(2001年12月末時点、総額2,311億円、24棟)。物件の内訳は表2の通りとなっている。いずれも優れた構造・設備を持ち、管理状態は良好で、サブ・マーケットの中でも総じて競争力が高い。NBFの所有物件の平均稼働率は市場平均を上回っており、これは同社の不動産の高い質を裏付けている。

築年数・不動産の管理状態

ポートフォリオの平均築年数は12年程度であり、1棟を除くすべての物件は1981年の建築基準法施行令

表2：ポートフォリオ不動産の内容

	所在地	賃貸可能 面積 (千㎡)	鑑定評価額 (百万円)	構成比
日本鋼管本社ビル	千代田区	65	73,826	29.4%
芝NBFタワー	港区	25	31,500	12.6%
GSKビル	渋谷区	20	17,100	6.8%
新宿三井ビルディング二号館	新宿区	15	16,700	6.7%
興和西新橋ビルB棟	港区	10	13,880	5.5%
高輪一丁目ビル	港区	10	6,980	2.8%
日本橋室町センタービル	中央区	8	10,300	4.1%
三田シティビル	港区	6	5,280	2.1%
新宿余丁町ビル	新宿区	5	2,480	1.0%
横浜STビル	横浜市	20	14,195	5.7%
つくば三井ビルディング	つくば市	13	6,742	2.7%
大同生命大宮ビル	さいたま市	4	2,630	1.0%
稲毛海岸ビル	千葉市	6	1,810	0.7%
松戸シティビル	松戸市	5	2,700	1.1%
札幌南二条ビル	札幌市	5	2,030	0.8%
仙台大同生命ビル	仙台市	8	3,640	1.5%
ユニックスビル	福島市	13	4,260	1.7%
新潟テレコムビル	新潟市	10	4,310	1.7%
浜松シティビル	浜松市	5	1,299	0.5%
堺東センタービルディング	堺市	5	2,450	1.0%
大手前センタービルディング	大阪市	5	2,090	0.8%
四条烏丸南ビル	京都市	4	1,760	0.7%
京町堀センタービルディング	大阪市	3	710	0.3%
博多祇園21ビル	福岡市	5	2,472	1.0%
小計 (2001年12月末時点)	-	277	231,144	92.1%
(2002年度追加取得物件)				
中野坂上サンブライトツイン	中野区	12	9,240	3.7%
サンマリオン大阪ビル	大阪市	15	10,531	4.2%
合計 (2002年4月末時点)	-	304	250,915	100.0%

の改正・施行（新耐震基準）以降の建築である。日本鋼管本社ビルは1974年築と経年数が長いですが、新耐震基準並みの耐震性を備えており、さらに今後の資本支出についてテナント負担の長期計画がリース契約に織り込まれている。いずれの物件も必要な修繕・設備更新がなされており、管理状況は良好である。福岡、京都、大阪などの地方物件を含むポートフォリオの約半数の物件についてOAフロアが導入されている。また、半数以上の物件において光ケーブルが敷設され、最近のテナントのニーズを十分に満たす仕様となっている。

稼働率・賃料水準

ポートフォリオの平均稼働率（2002年3月末時点）は97.4%と極めて高く、大半の物件が市場平均を上回る稼働状況となっている。特に東京に所在する9棟は平均稼働率が99.99%となっている。一方、地方に所在する11棟の平均稼働率も95.0%と非常に良好である。また、スタンダード&プアーズがテナントとの成約賃料を物件ごとにレント・ロールで確認した結果、その賃料は周辺相場に見合った水準であった。これらの良好なパフォーマンスは、所有物件の質の高さ、ならびにNBFのプロパティーマネジャーの全国各地における高いリーシング力によって達成されている。

不動産の権利関係

26棟のオフィスビルのうち20棟は、NBFが完全所有権を保有している。残る6棟（鑑定評価額の約34%）は共有・区分所有物件（興和西新橋ビルB棟、日本橋室町センタービル、横浜STビル、つくば三井ビルディング、中野坂上サンブライトツイン）、借地物件（芝NBFタワー）から成る。完全所有でない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る。こうした流動性リスクを部分的に緩和するため、NBFは共有者のデフォルトに備えた保証契約の締結や共有者に帰属する敷金の信託勘定における管理を行っている。NBFは、所有不動産の権利関係について入念に調査し、リスク管理に向けて十分な対応を行っている。スタンダード&プアーズは、完全所有でない物件について、そのポートフォリオの構成比は許容できる水準に収まっていると見ている。

ポートフォリオの分散度とキャッシュフローの安定性

NBFのポートフォリオは、地理的に程よく分散されているが、上位物件、上位テナントにやや集中している。こうした集中リスクはあるものの、キャッシュフローについては、高稼働率で質の高い物件から安定した賃料収入が見込まれる。

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26棟のオフィスビルによって構成されている。地域別構成比は鑑定評価額ベースで東京都が74.6%、東京周辺部（東京都を除く関東地方）が11.2%、大阪・京都が7.0%、その他地域が7.2%となっており、東京およびその周辺地域への偏りが見られる。しかし、東京は日本経済の中心でオフィス需要が最も多い地域であり、景気低迷の影響を比較的受けにくいと考えられるため、スタンダード&プアーズは東京地域への物件の集中をマイナス要因とは考えていない。

不動産価額の分散

ポートフォリオは上位4物件で総鑑定評価額の55.4%を占めており、上位物件への偏りがある。内訳は日本鋼管本社ビルが29.4%、芝NBFタワーが12.6%、GSKビルが6.8%、新宿三井ビルディング二号館が6.7%となっている。残りの物件はそれぞれ総鑑定評価額の5.7～0.3%を占める。日本鋼管本社ビルへのポートフォリオの集中は懸念要因であるが、この集中リスクは当該物件が東京駅付近の一等地に所在する良質のビルであり、テナントである日本鋼管株式会社（NKK）との、市場賃料に近い水準での定期賃貸借契約によりキャッシュフローが比較的安定して推移する見通しであることで、ある程度緩和されている。また、NBF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。

テナント構成

ポートフォリオは約450のテナントに分散されている。ただし、上位3社で総賃貸面積の約37.4%（2001

年12月末時点)を占めており、上位テナントへの集中が見られる。内訳はNKK(格付け「Bpi」)が23.6%、グラクソ・スミスクライン株式会社(GSK、格付け「AA/Stable/A-1」)が7.4%、松下興産株式会社が6.4%となっている。これらのテナントはポートフォリオの上位3物件(鑑定評価額ベース)に入居している。その他のテナントは、ほぼ3%以下の占有率となっている。最大テナントのNKKの信用力がやや低いことは懸念要因であるが、NKKが市場賃料に近い水準で入居していることから、今後の賃料の下落リスクは比較的限定的である。また、テナント集中リスクは、NBFのポートフォリオが拡大する過程で緩和されていくと考えられる。

保険・地震リスク

すべての物件に必要な火災保険と賠償責任保険が付されている。さらに、NBFはオフィスビル運営に伴うリスクについて詳細に調査し、テラーメイドの損害保険を設定している。たとえば、火災保険の特約条項として「地震家賃保険」(地震・津波損害について一定期間の契約賃料支払いを保障)が付されている。こうした保険を設定することによって、NBFはポートフォリオのパフォーマンスの安定性を向上させている。また、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、各物件のPML値は26棟のポートフォリオ全体で平均4.4%と極めて低い。

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)について現地調査を行った上で、キャッシュフローと物件価額を個別に査定する。NBFの場合、26棟のオフィスビルのうち、12棟について現地実査を行い、19棟の物件価額を個別に査定した。その結果、26棟のポートフォリオについてのスタンダード&プアーズの査定価額は約2,359億円となった(2001年12月末時点の24棟の査定価額は約2,180億円)。

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、NBFの取得価額の約95.4%、鑑定評価額の約94.0%であるが、その乖離幅は5%前後に収まっており、NBFは妥当な価格で不動産を購入したとみなせる。

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、物件価格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。不動産価額の査定に当たって5.0~7.5%のキャップレートを採用している。(5.0%は日本鋼管本社ビル)

なお、上位物件のスタンダード&プアーズ査定結果は、本レポートの最後に参考資料として掲載している。

事業戦略と経営方針

投資戦略

NBFは全国の高品質のオフィスビルに分散投資する戦略を採用しており、物件タイプはオフィスビルに限定

している。運用スタイルは、原則として取得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。従って、オフィスビルを適正価格で購入し、稼働率を維持しつつ効率的に管理し、安定的なキャッシュフローを得ることによってパフォーマンスを維持・向上させることが求められる。

NBFの物件取得ガイドラインは、以下の通り、概ね保守的である。将来的に開発中案件の先行取得の可能性がある点については、収益の安定性にある程度の影響が及ぶと考えられるため、懸念要因である。ただし、開発中案件への投資は、運用資産総額の10%を限度とし、かつ資産規模約3,000億円到達後に実行可能となる。

地域：東京およびその周辺部に70%以上、地方都市部に30%以下とする。地方都市部については、オフィスマーケットの規模が小さく、キャッシュフロー変動リスク、流動性リスクが相対的に高いと判断されるため、1都市当たりの保有程度の目安を設けている。

築年・構造：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を基準とし、比較的新しい物件を対象とする。

物件規模：総専有面積約500坪以上。基準階面積約100坪以上を基準とする。

利回り：現時点の平均NOI利回りは6.0%程度であり、中・長期的にこの利回りの維持・向上を目指す。

開発中案件：資産規模約3,000億円到達後は、運用資産総額の10%を限度として、開発中案件の先行取得（着工済みであるが竣工・リースアップリスクを負う資産への投資）を検討する。

成長戦略

①内部成長戦略

収入の拡大：賃料の伸長、空室率の低減、解約の防止、リース契約期間の長期化・固定化など。

支出の削減：建物管理委託費の削減（2003年度までに10%削減、うち2002年度目標は5%）、水道光熱費等の支出の削減、追加投資による競争力の維持・向上。

②外部成長戦略

新規物件取得による規模のメリット（コスト削減、資金調達力の改善、リスク分散）の確保。

2002年度末で3,000億円、2005年度末で5,000億円の資産規模を目指す。

建物管理委託費の削減目標はやや積極的ではあるが、①管理会社の変更や入札の実施など物件別に現実的な計画が盛り込まれている、②高管理コストでやや非効率に運営されていたビルがポートフォリオに多数含まれる——ことから、ある程度達成可能な目標設定であると考えられる。

一方、外部成長戦略は現在約2,509億円（鑑定評価額ベース）の資産規模を3.5年間で倍増させるという積極的なもので、年間約712億円の新規取得（成長率は30%弱）を伴うものとなっている。NBF（およびそのスポンサー）の豊富な不動産情報源や市場における主導的な地位をもってすれば、物件の取得計画は十分達成可能であると考えられる。一方で、積極的な物件取得の過程で、デットによる資金調達額が増え、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られる。

不動産管理体制

NBFは三井不動産に物件管理とテナント・リーシング業務を委託しており、三井不動産は当該業務を三井不動産の100%子会社であるNBFオフィスマネジメント（NBFOM）に再委託している。NBFOMは三井不動産

グループのノウハウ、テナント情報、管理システムを活用し、非常に高い物件管理、リーシング能力を発揮している。このような方策は、複数のプロパティーマネージャーと物件管理委託契約を締結することによってコスト削減を図る方法とは、対照的なものといえる。さらに、テナント満足度調査に基づく設備更新の実施やコスト削減に努めるとともに、NBFのサイン掲示によりブランド認知度向上を図っている。スタンダード&プアーズは、NBFOMによる物件管理はポートフォリオのキャッシュフローの安定性に貢献していると判断している。

利益相反に対する措置

投資法人はすべての業務を外部の第三者に委託するため、利益相反の問題が起りやすい。スタンダード&プアーズはNBF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。たとえば利益相反が最も懸念される設立スポンサーについては、会社の内規やマニュアルなどに基づきNBFの日々の業務運営に対する影響力が排除されていることが確認された。またNBFOMはNBFの所有物件のみを管理し、三井不動産の他の物件管理業務から切り離されている。さらにNBFMやNBFOMに対する報酬体系は、パフォーマンスを基準としたインセンティブ・フィー方式となっており、投資家と外部委託者の経済的利害が一致するような構造となっている。

財務内容の分析

スタンダード&プアーズは、NBFのレバレッジの水準や資本構成の健全性をみる上で、同投資法人から入手した財務データをもとに算出される有利子負債比率のほかに、ローン・トゥ・バリュー・レシオ (Loan to Value Ratio, LTV比率) を用いる。有利子負債比率が投資法人の財務諸表ベースであるのに対し、LTV比率はスタンダード&プアーズ査定価額に基づいている。

【参考】

有利子負債比率

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

上記式を比較してみると明らかなように、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格を用いており、時価ベースとなっている。投資法人の場合、テナントからの預かり敷金の返還は、運転資金の中から支払われることが一般的で、不動産証券化案件に見られるように特別勘定に全額現金でリザーブされることは少ないと考えられるため、原則として分母から敷金額を控除する。ただし、敷金全額を現金でリザーブしている場合には控除の必要がないと言える。NBFの場合、敷金全額を現金でリザーブする方針を採用しており、これに基づいて敷金が別段管理されていることから、LTV比率算出にあたって敷金を控除していない。

財務戦略

NBFの財務戦略は比較的保守的である。NBFの経営陣は投資法人の有利子負債比率（期末バランスシート一部調整後）の平均水準を40～50%の範囲で維持していくことを表明している。一方で、有利子負債に

よる不動産の追加取得といった成長戦略を追求していく過程で、レバレッジが一時的に60%近くまで上昇する可能性も示唆している。物件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。しかし、J-REITは市場が発足してからまだ日が浅く、投資家層の厚みも十分でないため、タイムリーな増資がどの程度可能かなど、増資を前提としたレバレッジの調整には不確実な要素が残ると考えられる。

この懸念事項は、NBFがプライベート・ファンドであった頃を含めて3度のエクイティ調達の実績があること、および複数の設立スポンサーの存在、保守的な投資基準と不動産の査定基準によっていくぶん緩和されている。

配当政策

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所得の90%以上を配当しなければならない。NBFは原則配当可能所得の100%を配当する方針をとっている。また、投資主の税務上の取り扱いを考慮し、原則利益を超える金銭の分配は行わない方針。なお、第1期の投資口当たりの分配金額は1万9,026円であり、決算日の株価に基づく配当利回りは年換算後で約6.1%とNBFの当初予想を上回る高い水準となった。

収益性

2001年12月期(実質的な運用日数223日)の減価償却前の不動産賃貸純収益(Net Operating Income、NOI)は約90億円、当期利益は約53億円であり、NBFの当初予想を当期利益ベースで約8億円(約17%)上回る好決算となった。これは賃貸事業費用が当初見込みを大きく下回ったことに起因する。経理処理や減価償却費の差異といった要因のほか、不動産管理費の削減が奏効した。賃貸事業費用(減価償却費を除く)を賃貸事業収入で除した概算の経費率は約34%であり、引き続きコスト削減の余地はあるものの、比較的効率的な運営がなされている。ポートフォリオの概算のNOI利回りも約6.0%と高い収益性が達成された。

2001年12月期の年換算後の総資産営業利益率(ROA)は4.2%、自己資本当期利益率(ROE)は6.9%であった。現在の26棟をベースとした2002年12月期の当期利益は、NBFの予想によれば約86億円であり、この予想に基づくROEは5.6%程度となる見通し。スタンダード&プアーズは、NBFの保有物件の生み出す安定的なキャッシュフロー(NOI利回り6%前後)や比較的保守的なレバレッジ水準(有利子負債比率の目標値40~50%)に鑑み、ROEは概ね5~6%の範囲で推移するとみている。

資本構成

NBFの資本構成は比較的保守的である。2001年12月末時点の資本構成は、出資総額(資本金)が1,489億円、短期変動借入金が209億円、長期固定借入金が500億円、投資法人債が80億円となっている。負債はすべて無担保となっており、長期固定借入金を主体に満期がほどよく分散しているため、リファイナンスリスクは軽減されている。NBFは物件取得時に短期変動借入れを活用しつつ機動的に調達し、徐々に低利の長期固定借入金にシフトするという負債調達方針をとっている。バイ・アンド・ホールド型の投資資産と負債のマッチングがなされ、金利リスクもヘッジされている。

2001年12月末時点のNBFの有利子負債比率は33.8%、LTV比率は36.2%であり、現在の26棟をベースとした2002年12月末の有利子負債比率は39.5%、LTV比率は42.5%となる見通し。NBFは2002年末までに500億円相当の新規物件取得を計画しているが、デット・ファイナンスによる調達が中心になること

から、レバレッジ水準が一時的に上昇することも予想される。仮に500億円の取得資金がすべて負債により調達され、エクイティー調達を実施しなかったと仮定すると、2002年末の有利子負債比率は49.4%、LTV比率は52.9%となる。36～53%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AAA～Aのレバレッジ水準に相当するなど、比較的保守的な水準といえる。

ただし、投資法人は冒頭説明した通り、SPCと類似性はあるが証券化案件で用いられるSPCのように倒産隔離が十分に手当てされておらず、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が静的ではないので、証券化案件に比べると格付けの水準は自ずと制限を受けることになる。

キャッシュフロー・プロテクション

NBFは、稼働率が極めて高く、優れた質のポートフォリオから安定した賃料収入がもたらされており、キャッシュフローの安定性が高い。ストレス金利6%を適用すると、デット・サービス・カバレッジ・レシオ (Debt Service Coverage Ratio、DSCR) は2.5～3.0倍程度となる。また、実際の低利の資金調達コスト(加重平均金利で約1.2%)をベースにしたEBITDAインタレスト・カバレッジは12～17倍程度となる。NBFが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と評価できる。

財務の柔軟性

NBFの負債はすべて無担保で調達されており、担保余力が極めて高い。銀行と良好な取引関係を有しており、高い財務の柔軟性を持っている。スタンダード&プアーズは原則、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。NBFの場合、同投資法人の財務の柔軟性を大きく損ねるおそれのある条項はないとみている。ネットベースの営業収入の50%以上が負債の担保として抵当に供せられている場合、当該投資法人が発行する無担保債は会社格付けより1ノッチ低くなるが、NBFの場合は、現状すべて無担保で負債を調達しているため、今後発行する無担保債の格付けは会社格付けと同水準となる見通しである。

アウトルック

アウトルックは「安定的」である。NBFは質の高い資産に基づき今後も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、相応の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期を通じてNBFのレバレッジが変動する可能性があることをすでに織り込んでいるが、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と予測している。

(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

日本鋼管本社ビル

東京都千代田区丸の内1丁目1番2号
1974年6月築、地下4階・地上18階建てのオフィスビル
営団地下鉄千代田線・都営地下鉄三田線「大手町」駅至近

所有形態：完全所有権
鑑定評価額：73,826百万円
スタンダード&プアーズ査定価額：69,285百万円
賃貸可能面積：19,747坪（一棟貸しのため延床面積）
入居率：100%
テナント数：1社
テナント業種：製造業

スタンダード&プアーズ所見：

日本随一のビジネス街である東京丸の内エリアで、「日比谷通り」と「永代通り」の交差点に位置する極めて立地条件の優れた大型物件。地下鉄「大手町」駅へのアクセスが良好で利便性が高く、付近には一流企業の本社が立ち並ぶ。西方には皇居が位置しており、豊かな景観に恵まれる。NBF保有物件の中では最も築年数が経過しており、相応の修繕・更新費用が見込まれるが、管理状態は良好で耐震性も比較的高い。NKKが2011年までの定期賃貸借契約で一括賃貸しており、比較的長期にわたって安定したキャッシュフローが見込める。

芝NBFタワー

東京都港区芝大門1丁目1番30号
1986年10月築、地下3階・地上18階建てのオフィスビル

都営地下鉄三田線「御成門」駅より徒歩4分、都営地下鉄浅草線「大門」駅より徒歩7分

所有形態：借地権（94%）および建物の完全所有権
鑑定評価額：31,500百万円
スタンダード&プアーズ査定価額：28,648百万円
賃貸可能面積：7,430坪
入居率：100%
テナント数：2社
上位テナント業種：不動産業、生命保険

スタンダード&プアーズ所見：

「第一京浜」と「日比谷通り」の間に位置する芝大門の商業エリアに立地。松下グループ関連会社が集積し、新・旧のオフィスビルが混在している。同エリアは都心へのアクセスが良好である。当該物件は生命保険会社（旧東京生命保険）が保有していたビルであり、管理状態は良好で競争力が高く、比較的良質なテナントが入居している。敷地の大半は日本赤十字社を賃貸人とする借地で、残契約期間約34年の長期借地契約が結ばれている。

GSKビル

東京都渋谷区千駄ヶ谷4丁目6番15号
1990年11月築、地下4階 地上18階建てのオフィスビル
JR総武線「代々木」駅より徒歩7分、JR総武線「千駄ヶ谷」駅より徒歩10分

所有形態：完全所有権
鑑定評価額：17,100 百万円
スタンダード&プアーズ査定評価額：16,436 百万円
賃貸可能面積：6,173 坪
入居率：100%
テナント数：1社
上位テナント業種：製薬業

スタンダード&プアーズ所見：

新宿に近い「明治通り」沿いに立地し、付近にはオフィスビルのほか、マンションなどの住宅がある。最寄り駅から徒歩圏内ながらやや遠いため、オフィスとしての交通利便性は必ずしもいいとは言えない。しかしながら、大規模な画地の大型ビルであることから、まとまったスペースの必要な企業の需要はあると考えられる。当該物件は前所有者であるゼネコンが自社ビルとして建設、使用していたことから、建物のグレードは高く、耐震性も高い（PML値2.2%）。現在、グラクソ・スミスクライン株式会社が同ビルを本社ビルとして一括賃貸しており、2010年までの長期賃貸借契約が結ばれている。

新宿三井ビルディング二号館

東京都新宿区西新宿3丁目2番11号
1983年10月築、地下4階・地上18階建てのオフィス・店舗ビル
京王新線「新宿」駅より徒歩7分、JR線「新宿」駅より徒歩9分

所有形態：完全所有権
鑑定評価額：16,700 百万円
スタンダード&プアーズ査定評価額：16,144 百万円
賃貸可能面積：4,521 坪
入居率：100%
テナント数：27社
上位テナント業種：製造業、情報関連、損害保険

スタンダード&プアーズ所見：

「甲州街道」沿いの商業地域に所在し、北側には東京都庁をはじめとする新宿副都心の高層ビル群が林立する。当該物件は最寄り駅からはやや遠いが、高層ビル群に隣接することからオフィスビルとして相応の需要が見込まれる。管理が行き届いており、比較的競争力が高い。当該エリアに集積しつつあるIT関連企業、外資系企業のスペース需要が、景気低迷の長期化とともに後退する可能性が出てきており、エリア内での競争力の維持が今後の課題といえる。

Standard & Poor's

A Division of The McGraw-Hill Companies



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