



ムーディーズ、日本リテールファンド投資法人に A2 の発行体格付けを付与

2004 年（平成 16 年）9 月 28 日、東京、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、日本リテールファンド投資法人（JRF）に発行体格付け A2 を付与した。格付けの見通しは安定的である。

この A2 の格付けは、事業範囲が限定された J-REIT としての同社の特性、保守的財務方針、商業施設に特化したポートフォリオから生まれるキャッシュフローの安定性、優れた物件取得能力および管理能力を反映している。

JRF の現ポートフォリオは、GMS（総合スーパー）店舗及び、衣服・雑貨等の物販を主とする都心立地の店舗、百貨店の商業施設でバランスよく構成され、20 物件、ムーディーズの査定ベースで、資産価値は 1,785 億円である。ポートフォリオの分散という観点では、上位 8 物件で資産価値の 65% が構成されている。物件タイプ別の構成比率（ムーディーズの資産価値ベース）は、GMS 店舗（一部、百貨店に賃貸されている物件を含む）74%、物販を主とする都心立地の店舗 26%となっている。ムーディーズでは、商業施設から構成される本件ポートフォリオのキャッシュフローの安定性は、オフィスを中心とするポートフォリオよりも一般的には高いと考えている。

当該ポートフォリオの GMS 店舗に関しては、1) コアとなるテナントは高格付けであること、2) テナントとの間の賃貸借契約は約 20 年と長期に渡る契約に基づいているケースが多いこと、3) 優れた商圈に立地しており、かつ、サブマーケット内で十分な競争力を有する物件が多いこと、4) 現在の賃料水準はオキパシー・コスト・レシオから見て賃料減額リスクが比較的低いことが言えよう。加えて、都心立地の物販を主とする店舗の特徴として、1) 商業集積エリアにグレードも高い希少性の高い物件が多いこと、2) アンカーとなる欧米のブランド店とは長期固定の賃貸借契約を締結しているケースが多いことがあげられる。ムーディーズは、今後も上述の投資方針が堅持されることを想定している。現時点での懸念としては、ポートフォリオの厚みを積み増している途上において、1つの物件のテナント動向が、プールのキャッシュフローに与える影響度が大きいということである。但し、賃貸借契約の満了までの期間がまだ長いことや物件の魅力が大きいことから、短期的には、この懸念が現実化する可能性は小さいと考えられる。また、中長期的には、個別物件でコアテナントの退去等が発生することもあり得ると考えるが、今後の外部成長（2007 年 3 月末目標値/4,000 億円）が進むに伴い、ポートフォリオの厚みが高まれば、プール全体のキャッシュフローに与える影響度を抑えることが可能であろう。

財務面では、オフィス系のポートフォリオとの違いとして、建設協力金によるファイナンスが挙げられる。建設協力金によるファイナンスは有担保調達であるものの、10年元本据置、残り10年で元本均等償還といった長期ファイナンスを固定・低利で可能としている。JRFでは、敷金・建設協力金を含めた借入比率の目安を最大50%としており、成長過程における平均的借入比率を、40%-50%程度の水準でコントロールする方針である。加えて、増資に当たっては購入見込み物件の開示まで行っており、仮に増資が困難になった場合は、物件購入を中止してレバレッジの水準を上昇させないという方針である為、50%を超えてレバレッジ水準が上昇することは限定的であろう。JRFはこれまでの資産取得のペースが速かったことに伴い、2003年3月に約522億円規模、2004年3月に約461億円規模の増資を行ってきたが、今後の成長過程で複数回同様のオペレーションを行う必要がある。その他の財務面の動きとして、銀行団からの借入については全額無担保化の目処が立っている。

商業施設特化型のJ-REITとして商業施設に投資してきた実績および危機管理マニュアルの作成や物件管理に積極的にMIS(マネジメント・インフォメーション・システム)を導入するなど洗練されたマネジメント手法は、ファンドの中長期的な成長戦略をサポートしていくと理解している。ムーディーズでは、ポートフォリオの拡大を今後の課題の一つとして考えており、今後、ポートフォリオの投資戦略、リスク・リターンを組み合わせとともに、分散度の変化などについて注視していく。

日本リテールファンド投資法人は2002年3月に上場した、日本の不動産投資信託で、商業施設への投資・管理に特化した会社である。三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社は、三菱商事株式会社(A3/P-2)が51%、ユービーエス・エイ・ジー(Aa2/P-1)が49%出資するJRFのアセットマネジメント会社である。

以上