

ジャパンリアルエステイト投資法人 J-REIT 発行体格付

格付け付与：2002年（平成14年）3月15日

JAPAN-CMBS

著者

増子 卓爾
AVP アナリスト
(03)5408-4100

コンタクト

山内 直樹
マネージング・ディレクター
(03)5408-4100

北山 慶
シニア・バイスプレジデント

長岡 朋通
シニア・バイスプレジデント

2002年（平成14年）3月15日、東京、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、ジャパンリアルエステイト投資法人に対し、以下の発行体格付けを付与した。この格付けは、2002年（平成14年）3月14日までに得られた情報に基づいている。発行体格付けとは、外貨建ておよび自国通貨建てのシニア無担保債務および契約を履行する発行体の能力に関する意見である。

格付け

発行体格付け： A2
アウトルック： 安定的

投資法人概要

投資法人： ジャパンリアルエステイト投資法人(ジャパンリアルエステイト)
投資法人の成立： 2001年5月11日
上場： 2001年9月10日（東京証券取引所）
資産保管会社： 住友信託銀行株式会社

投資信託委託業者概要

投資信託委託業者： ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社
(JREA)
創業： 2000年10月1日
株主構成： 三菱地所株式会社（格付けA3、出資40.0%）、東京海上火災保険株式会社（格付けAa1格下げ方向見直し中、出資30.0%）、第一生命保険相互会社(格付けBaa2 出資30.0%)

ポートフォリオ概要 (2002年2月末現在)

所有対象： 日本全国にまたがる総計24物件のオフィスビル
所有形態： 不動産及び信託受益権
賃貸可能面積： 約61,082坪(区分所有・共有物件は持分により按分)
鑑定評価金額： 1,441億円（日本不動産研究所による）
ムーディーズ評価額： 1,333億円

財務概要 (2002年2月末現在。2001年11月、12月、2002年2月に物件取得の際、短期借入にて調達した後の姿)

購入価格： 1,447億円
借入： 計 640億円（長期借入 240億円、短期借入 400億円）
金利償却前利益(ムーディーズ 試算NOI)： 9,424百万円
金利償却前利益 / 総収入(ムーディーズ試算)： 64.3%
借入総額 / 金利償却前利益 (X)： 6.79
LTV： 48%（ムーディーズ試算）
実際のDSCR： 14.9
ストレスDSCR（期待シナリオ）： 5.8~7.8（ムーディーズ試算、LTV30~40%、ローンコンスタント金利3.0%による）
ストレスDSCR（ストレスシナリオ）： 1.9~2.4（ムーディーズ試算、LTV50 60%、ローンコンスタント金利6.0%による）



格付けのポイント

格付け手法

ムーディーズでは本件において、ストラクチャードファイナンス（CMBS）とファンダメンタルの格付けを融合した手法により格付けを付与した。これはREITの発行体格付けにおいて、現状のポートフォリオの分析等静態分析と、ポートフォリオの中身の変動に伴うマネジメント分析・財務分析が同時に求められるからである。具体的には、ストラクチャードファイナンスからの評価手法（静態分析）では、LTV及びストレスDSCR水準から高格付けの付与が可能と判断されるが、CMBSの仕立てと比較し、レバレッジが上昇する要因・ポートフォリオの中身及びその分散度が変動する要因等の諸点を勘案しノッチダウンさせた。またファンダメンタルからの評価手法では、通常の不動産会社に対する格付けをベースに、投資法人特有の業務制限・各種コベナントの存在等による安定した経営、及び高水準のDSCR・保守的なLTVを勘案しノッチアップさせた。最終的に両者を融合させ格付けを決定した。

強みと懸念材料及びそれに対する見解

（強み）

REITの特殊性

投資法人は完全な倒産隔離会社とは言い難いが、業務範囲が限定されている等、特別目的会社たる構成要素は実質的に満たしているといえる。日本の大手不動産会社が既存ビルの運営のみならず、事務所ビル開発、マンション分譲事業、商業施設開発・運営等多岐にわたる業務運営をしている一方、投資法人は不動産投資方針により業務範囲が限定され、その内容が開示されれば、業績が予想しやすい構造を有している。また通常の不動産会社等事業法人に比し、安定した経営が期待できる。

日本のREIT市場におけるフロントランナー及びその保守的マネジメント方針

ジャパンリアルエステイトは日本で最初に上場を果たした、日本のREIT市場におけるフロントランナーである。その投資の基本方針は、安定したキャッシュフローを有する平均以上のグレードの事務所ビルに特化し、中長期保有を前提としており、その保守的運営が認められる。

オフィスビル24棟からなる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

首都圏の物件が全体の66.1%を占めるポートフォリオであり、そのサブマーケットの厚さから、キャッシュフローの安定性が見込まれる。特にポートフォリオの上位2物件である渋谷クロスと三菱総研ビルについては競争力が認められ、今後とも当該ポートフォリオのアンカーとしての役割が期待できる。

コベナントによるレバレッジシーリング等に見られる保守的財務方針

コベナントにより借入上限が65%に設定され、かつ平常時は40%未満に抑えるよう詠われており、成長局面でのレバレッジの上昇や金利上昇に対する歯止めが施されている。

高い水準を維持する実際のDSCR及びストレスDSCR

実際のDSCR¹は14.9である。またムーディーズによるシナリオ分析では、ストレスDSCR（期待シナリオ、LTV30～40%、調達金利3.0%）は6弱以上で推移し、現状で想定しうるストレスケース（ストレスシナリオ、LTV50～60%、調達金利6.0%）でも2がそれ以上を維持しうるポートフォリオであることが確認されている。

1. ムーディーズの考える中長期キャッシュフロー分析上のNOIからテナント仲介手数料を差し引いたものを、現状の借入金利総額で除したものを、修繕積立金については減価償却費の範囲内で賄われることが確認されている。

(懸念材料及びそれに対する見解)

ポートフォリオのリスク/リターン構造及び分散度の将来にわたる変動

現状のポートフォリオは今後、物件の入替え等で変動することが想定される。ただしJREAの定める投資基準に沿った、2006年までの成長戦略によった施策により、今後のポートフォリオが現状のリスク/リターン構造から大幅に変動するリスクは緩和されている。

ポートフォリオに占めるアンカー4物件の全体に占める割合が62%と高く、資産価値での分散が十分にとれていない

資産価値の偏りを調整した実質的な物件数を示すハーフィンダル指数²は8.4と物件数24に比し低く、資産価値ベースで現状十分な分散が図られているとは言い難い。これに対しテナント数は325社で、業種を含め分散が図られており、かつビル相互の相関度を図る上での一つの指標である賃料平均単価・ビル坪単価もよく分散が図られており、ポートフォリオ全体としては比較的分散が図られていると考えられる。(ムーディーズの分析で詳述)

物件の収入に対する費用割合が高く、効率性に改善の余地がある

全物件につき購入後間がなく、管理費を始めとした費用項目が収入比、坪単価両面でやや高い。これに対し収益極大化の観点から、今後3年間に維持管理費5%及び水道光熱費のコスト削減が計画されている。

成長過程でのレバレッジコントロール能力が未確認

成長局面における現段階においては、新たに物件の取得をする際一時的に借入に頼り、中・長期的に新規投資口募集によりレバレッジを引き下げるオペレーションを繰り返すと思われるが、未だ当社を含め上場してから半年しか経っていない市場において、募集が質とタイミングの点で確実に行われ得るかはやや疑問が残る。ただしこれに対しては、当投資法人のスポンサーである格付けの高い3社の支援も期待できリスクは軽減されている。

ムーディーズの分析

1. 日本のREIT市場及びジャパンリアルエステイトについて

2000年11月に改正投資信託法が成立し、昨年9月に当社を含む2社が初めて東京証券取引所に上場、日本にREIT市場が誕生した。

投資法人は完全な倒産隔離会社とは言い難いが、従業員が存在せず、実質的業務は委託契約によりアウトソーシングされている、業務内容が不動産の投資・運用に限定され、他のビジネスができない、平常時の借入水準・借入限度額がコベナンツでうたわれていることより、特別目的会社たる構成要素は実質的に満たしているといえる。また倒産リスクについては、会社更生法は適用されず、破産手続きが開始される債務超過・債務不履行の状態になる可能性についても、平常時借入水準・借入限度額の設定等により緩和されている。従って通常の事業法人に比し、安定した経営が期待できる。

現状のREIT市場においては上場投資法人は3社であるが、今後更に上場会社の増加が見込まれる。投資家層については、市場創成期ということもあり機関投資家が中心であり、個人金融資産の本格的流入にはまだ時間がかかると思われる。これは市場の厚みという点でまだ不十分であることを意味し、機動的な新投資口発行にやや不確実性が残るといえる。投資法人・投資家両者の増加により、REIT市場の安定化、REIT市場自体の厚みを増すことが喫緊の課題と思われる。

こうした中、ジャパンリアルエステイトは、質の高い競争力のあるオフィスビルによるポートフォリオを組成することを目的に、2001年5月、三菱地所株式会社(格付けA3)、東京海上火災保険株式会社(格付けAa1格下げ方向見直し中)、第一生命保険相互会社(格付けBaa2)により設立されたものであり、日本のREIT市場のフロントランナーである。

2. ハーフィンダル指数とは、各物件のポートフォリオ全体に占める割合の2乗を合計したものの逆数である。

2. オフィスビル投資について

日本のオフィスビル投資に対する一般的なムーディーズの考え方は、リスク/リターンプロファイルにおいて、賃貸マンション投資に比し、キャッシュフローの変動性（リスク）が高いものの、投資利回り（キャップレート：リターン）も高く、商業施設投資に比し、キャッシュフローの変動性が低いものの、投資利回りは低く、更にホテル投資に比し、キャッシュフローの変動性が低く、投資利回りも低いと考えている。リスク/リターンを低いものからならべると、賃貸マンション、オフィスビル、商業施設³、ホテルとなる。これは各市場の大きさ、投資家の多さ、流動性の高さ、オペレーティングレバレッジ⁴の水準に因っている。

米国においては、リスク/リターンの低いもの順に賃貸マンション、商業施設、オフィスビル、ホテルといわれている。日本のオフィスが米国に比しキャッシュフローが安定していると思われる背景は、日本の場合原状回復費用は基本的にテナント負担で賄われ、その結果オペレーションレバレッジの水準が米国比高く、キャッシュフローがより安定しているからである。契約上日本の賃貸借期間は通常2年で米国は5年以上であり、日本の方が収入面で変動性が大きいのではないかという議論に対しては、日本でも実態的には、テナントが引越し費用等を勘案し、短期での入退去を好まないため、実態的には収入面でも米国と同様な安定性があるとみている。

3. ポートフォリオの分析

(1) 静態分析

既存ポートフォリオの分析は今後ポートフォリオの内容が変動することが予想されるものの、当面のポートフォリオのコア部分を構成することが想定され、極めて重要といえる。

ポートフォリオの概要

2002年2月末現在、当該ポートフォリオは日本全国に所在するオフィスビル24物件から構成されており、スポンサー3社が所有していた物件が中心である。ムーディーズによる評価⁵は1,333億円である。

ポートフォリオ・サマリー

No.	物件名	所在地	建築年数 (年)	物件タイプ	延床面積 (坪)	貸床面積 (坪)	鑑定評価額 (百万円)	ムーディーズ		
								評価額 (百万円)	同左割合	Herf.
1	仙台	宮城	10.4	事務所	2,494.87	1,763.27	2,860	2,816	2.1%	0.000
2	浦和	埼玉	12.0	事務所	1,893.22	1,364.28	2,700	2,449	1.8%	0.000
3	三菱総研ビル	東京	31.8	事務所	7,977.81	5,446.82	27,100	25,289	19.0%	0.036
4	小伝馬町	東京	10.3	事務所	1,761.42	1,178.84	3,140	2,372	1.8%	0.000
5	芝	東京	18.0	事務所	4,911.12	2,910.66	4,740	4,476	3.4%	0.001
6	金杉橋	東京	10.0	事務所	1,639.83	1,228.76	2,730	2,930	2.2%	0.000
7	高輪台	東京	11.2	事務所	1,743.22	1,237.53	2,750	2,652	2.0%	0.000
8	大塚	東京	14.4	事務所	2,883.21	2,151.99	3,440	3,173	2.4%	0.001
9	池袋	東京	12.0	事務所	955.15	748.69	1,680	1,729	1.3%	0.000
10	目黒	東京	10.5	事務所	1,594.05	1,023.36	1,330	1,276	1.0%	0.000
11	大森	東京	12.5	事務所	4,263.84	2,331.67	4,950	4,925	3.7%	0.001
12	川崎	神奈川	11.3	事務所	2,911.21	2,066.38	3,350	3,640	2.7%	0.001
13	新潟	新潟	17.3	事務所	1,939.12	1,325.86	1,020	422	0.3%	0.000
14	金沢A	石川	15.0	事務所	1,561.86	1,141.33	1,330	1,329	1.0%	0.000
15	名古屋広小路ビル	愛知	14.8	事務所	10,096.76	6,535.51	14,600	12,907	9.7%	0.009
16	御堂筋ダイワビル	大阪	10.5	事務所	9,442.01	6,185.82	14,270	13,488	10.1%	0.010
17	南本町	大阪	9.5	事務所	5,186.54	1,614.44	2,210	2,582	1.9%	0.000
18	神戸	兵庫	12.5	事務所	1,480.46	1,052.10	1,440	1,193	0.9%	0.000
19	天神A	福岡	14.5	事務所	3,789.44	1,798.06	3,600	3,356	2.5%	0.001
20	天神B	福岡	10.0	事務所	1,690.54	1,234.20	1,520	1,573	1.2%	0.000
21	渋谷クロス	東京	26.0	事務所	18,713.35	8,636.98	34,500	31,196	23.4%	0.055
22	京都	京都	19.3	事務所	2,934.56	2,057.00	2,760	2,782	2.1%	0.000
23	新横浜	神奈川	10.0	事務所	3,147.03	2,106.61	3,010	2,071	1.6%	0.000
24	金沢B	石川	10.5	事務所	13,153.06	3,941.58	3,090	2,709	2.0%	0.000
					108,163.71	61,081.71	144,120	133,339	100.0%	0.119
									Herf. Score	8.42

3. 商業施設について、一概にリスクが高いと見ているわけではなく、テナントのクレジットや契約期間、および場所などでキャッシュフローの変動制が比較的低いポートフォリオも見受けられる

4. 実質収入に対するNOIの比率

5. ムーディーズによる資産評価は安定的なネットキャッシュフロー（sustainable cash flow）から算出した中長期的な資産価値であり、物件譲受価格の前提となる鑑定評価とは、見方が必ずしも一致しない。

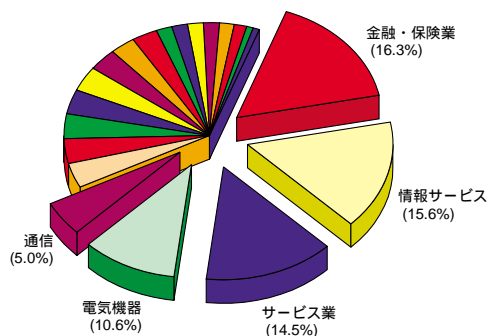
(ア)資産価値の分散

総計24物件の内、上位4物件（渋谷クロス、三菱総研ビル、名古屋広小路ビル、御堂筋ダイワビル、ムーディーズ評価計829億円）で総評価額の62%を占める。ポートフォリオの分散度合いを計る上での一つの指標である、資産価値の偏りを調整した実質的な物件数を示すハーフィンダル指数は8.4と、必ずしも資産価値ベースの物件数でうまく分散が図られているとは言えない。

(イ)テナント分散

テナント分散に関しては、トップ2テナント、すなわち三菱総合研究所及び第一生命への集中（貸床割合で2社合計が全体の約13.9%、ただし第一生命については9物件の合計）が認められる。ただし三菱総研への賃貸は10年の定期借家契約（中途解約不可）を結んでおり、テナント集中のリスクが幾分緩和されていると考えられる。その他のテナントに関してはテナント数（325社）、業種ともよく分散が図られている。

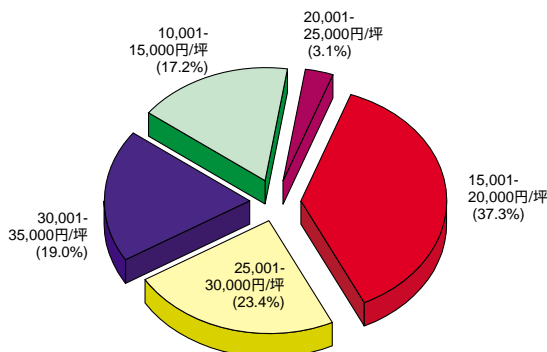
テナント分散



(ウ)賃料単価

ビルの実質賃料・共益費を専有面積で除した賃料平均坪単価については、よく分散が図られていることがわかる。具体的には賃料平均単価で15,000円から20,000円（共益費込み）の物件が最も多く資産価値ベースで37%、次に25,000円から30,000円の物件が同23%となっている。賃料単価の分散が図られているということは、ビルのターゲットとなるテナント層がポートフォリオ上よく分散していることを意味している。

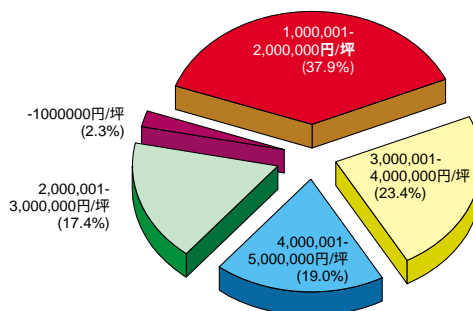
賃料単価（ムーディーズの査定に基づく）



(エ)ビル坪単価

資産価値を延床で除したビル坪単価のパイチャートを見るとビル坪単価では1,000千円から2,000千円の物件が最も多く資産価値ベースで38%、3,000千円から4,000千円の物件が同23%、4,000千円から5,000千円の物件が19%となっている。これはいわゆるビルの価値・タイプがポートフォリオ上、よく分散されていることを意味している。

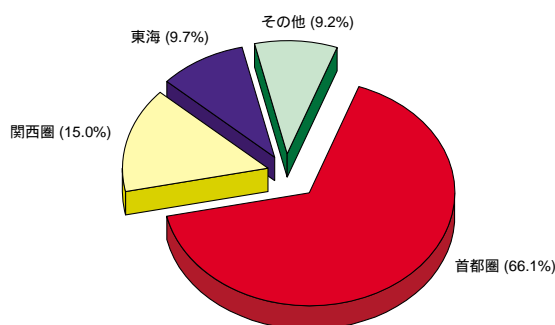
ビル坪単価



(オ)地域分散

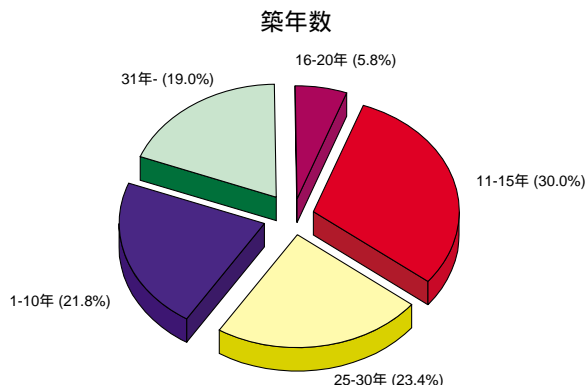
地域分散に関しは、首都圏66%、近畿地方15%、中部地方10%、その他9%となっている。ムーディーズでは首都圏の割合が高いこと自体はポートフォリオにとり、それほどのマイナス要因とは考えていない。すなわちそのマーケットの厚みからくる流動性の高さ、キャッシュフローの安定性が図られる為である。また東京の中でも2大アンカーである渋谷クロスと三菱総研ビルについては賃料・ビル坪単価や、サブマーケットが異なっており、相互に異なるマーケットにあると考えている。

地域分散



(カ) 築年数

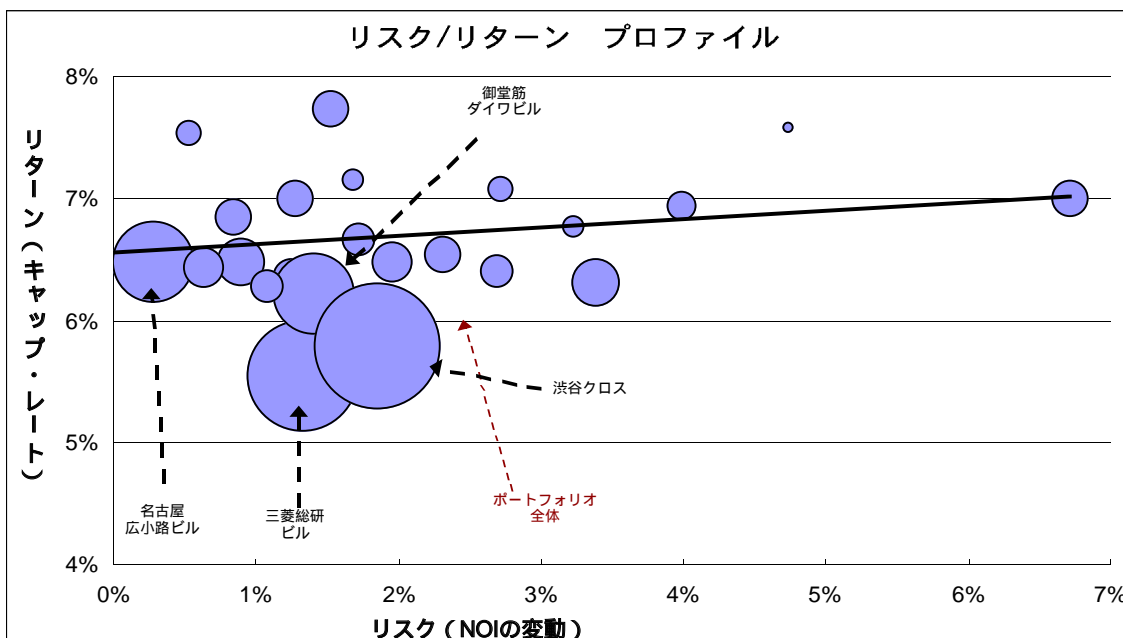
築年数に関しては25年超30年が全体の23%、31年超が19%となっている。これはポートフォリオ上2大物件である渋谷クロス及び三菱総研ビルが該当するからである。三菱総研ビルは過去7年間に50億円かけ設備の更新が行われており、築年数の古さからくるリスクはある程度緩和されていると考えられる。



ムーディーズでは分散度を図るとき、資産価値の偏りを調整した実質的な物件数（ハーフィンダル指数）及びテナント数と各物件の相関度のマトリクスで考えている。当該ポートフォリオの総括としては物件数(24)の割に実質的な物件数（ハーフィンダル指数8.4）は少ないものの、テナント数は325件と分散している。賃料平均単価やビル坪単価で分散が図られていることは、いわゆるテナントのターゲットやビルのタイプが異なっていることを意味しており、その意味で各物件の相関度は比較的低いと考えている。

リスク/リターンプロファイル

更に当該ポートフォリオのリスク（キャッシュフローのボラティリティー）とリターン（キャップレート）のバランスを測る為、24物件及びポートフォリオ平均につきX軸（リスク）・Y軸（リターン）のグラフに個別に落とし込んでみた。但しキャッシュフローのボラティリティーについては、すべて新規に取得した物件である為ヒストリカルデータが乏しく、今後の賃料予想で代用した。その結果リターンは低いものの安定したキャッシュフローが見込まれる（リスクの低い）渋谷クロス・三菱総研ビル及び名古屋広小路を中心としたアンカー群と、それ以外の、キャッシュフローはやや変動が見込まれるが、リターンの高い地方物件を中心とした物件群が確認された。しかしポートフォリオ全体のリスク/リターンプロファイルは、リスクに比しややリターンが低い結果となっている。今後、物件を増やす過程で首都圏の大型物件でも相対で好条件で購入できる様、マーケット力・交渉力が求められているといえる。また既存物件については経費削減・賃料単価の引上げ等を通じてリターンのアップが期待される。



(2) 動態分析

ジャパンリアルエステイトアセットマネジメントによると、今後の成長戦略として、2006年3月期までに3000億円の残高を目標に、市場から物件を購入するとしている。物件取得に際しては評価基準を作成し個別ビルを点数化し、取得過程の標準化、透明性を維持するとしている。

ムーディーズとしては、静態分析で明らかのように、当該ポートフォリオは資産価値でみた分散がやや足りず、今後資産残高を増やすに当たり、大きな物件を中心に投資していくのではなく、たとえば100億円程度の物件を中心に投資し、資産価値の偏りを直していくことが、ポートフォリオの分散を更に進める上で肝要であると考えている。また一棟貸し等テナント集中が見られる物件はできる限り避けること、テナント対応からいえば、契約の長期化・定借化を図り、キャッシュフローを更に安定化させることが求められている。現在のよく分散された賃料坪単価・ビル坪単価は、物件毎の相関度を低く保つ上で重要であり、現在の姿を維持させるべく、今後の投資対象を選ぶべきである。対象となる物件の地域については、これまで通りのポートフォリオのバランスを維持させるべく、キャッシュフローの安定の観点から、首都圏中心にポートフォリオを組成し、収益力の改善の観点から、適度に利回りの高い物件を織り込むことが求められている。築年数については、築20年以下のビルを中心に取得し、償却額を多く確保させることがポートフォリオ管理上重要である。

4．マネジメントの分析

物件マネジメントの基本スタンスとしては、景気循環のサイクルに照らし、景気低迷期には物件取得・収益維持・費用削減に軸足を置き、好況期には物件売却・収益向上・費用維持に軸足を置いた運営を行うとのことであった。また少なくとも今後2～3年は景気低迷期と位置づけた運営を行うとのことでもあった。

ムーディーズは、2006年までに3000億円まで残高を伸ばすことについて、ポートフォリオ全体の収益力の維持・向上を図りながら更に倍以上の資産を購入することが、当社の知名度・スポンサーを含めたマーケット力を鑑みても決して実行しやすい目標ではないと考えている。ただし当社が日本のREIT市場において、今後ともフロントランナーであり続けることは、既に確立している安定したキャッシュフローが見込まれるポートフォリオ、三菱地所株式会社を始めとしたスポンサー3社の当該ビジネスに対する人的サポート・ノウハウ等のコミットメント、当該ビジネスに対する経験豊かな現スタッフの能力から、十分に予想できると考えている。今後は、既に制定されているアセットマネジメントポリシー・手順書等を充実させることを始め、会社としての一層のノウハウの蓄積・業務のマニュアル化が期待される。

またリスク/リターンプロファイルでみた、ポートフォリオ全体として、リスクに比しややリターンが低い要因として、共通して管理費が高いことが上げられる。収益極大化の観点から、今後のコストの見直しは当社にとり重要な課題であろう。但し現状プロパティーマネジメント会社へのインセンティブを高めるため、フィーをNOI連動にする等収益力向上を図る施策は施されている。

資本的支出については、キャッシュフローの安定化の観点から今後15年間毎期の工事金額を平準化させること、予定支出総額が減価償却費の範囲内に収まり、内部留保の範囲内で賄える見込みであることが確認されている。24物件の中でも渋谷クロスの全体の資本支出に占める割合が20%超と圧倒的に多い。一方過去7年間で50億円の資本支出を行った三菱総研ビルは7%と少ない。

5．財務の分析

現在の借入金は昨年9月に借入れた長期240億円（期間5年）及び今年6月期限の短期400億円、総計640億円である。資産価値に対する借入の割合（ムーディーズ試算LTV）は48%である。

当社の方針として2006年までの成長局面（新規物件取得期間）において一時的に負債比率が50%を越えることはあるが、このような成長局面でも平均では30%台を維持することを公約としている。更に負債比率65%が上限とコベナンツで詠われ、50%を越えればどこかの段階で新規投資口の募集により、40%未満に抑えるとのことである。現在は物件購入後の短期借入調達後の姿である。

ムーディーズは、新規投資口の募集に関して、市場自体の歴史の浅さからその実現の確実性について変動要因があるとみている。仮に新規投資口の募集が不調に終わった場合でも、いくつかの諸策により、レバレッジを下げる用意があると思われる。ムーディーズとしては今後の借入に関して、期限の分散・固定金利・長期化でリファイナンスリスクと金利変動リスクの緩和を図ることをモニタリングで確認したいと考えている。

ムーディーズでは、ポートフォリオのリスク・リターン構造が安定しているとすれば、財務指数はレバレッジと調達金利に大きく依存するという前提のもとにシナリオ分析を行った。ベースケースとして、新規投資口の募集がうまく機能し、LTVが40%未満でかつ調達コストが3%以下であれば、DSCR（ストレスDSCR、期待シナリオ）は6弱以上で推移する。仮に現状で考えられるストレスフルなケース、つまりレバレッジ低減がうまく機能せず（LTV 50～60%）調達コストが6%となっても、DSCR（ストレスDSCR、ストレスシナリオ）は2かそれ以上を維持しうる。したがってムーディーズは、当社が今後リファイナンスや、新規物件取得の局面になっても、適度な財務柔軟性を維持しうるとみている。

一方、担保については、現状長期240億円の借入に対し15物件にまたがり第一順位で受益権に質権が設定されており、短期借入に対しても、上記以外の3物件へ第一順位の根抵当権・根質権が設定され、さらに上記15物件へ第二順位で根質権が設定されている。また敷金等の預金債権にも質権が供されている。現状、オーバーコラテラルの状況であり、今後新規投資口の募集によるレバレッジの低減、担保権の解除が想定される。

主要物件の特徴及び分析

（１）渋谷クロスタワー

当該ビルは渋谷駅から徒歩5分、幹線道路となる青山通り・六本木通りが交差する場所に位置し、地上32階、地下3階、延床18,700坪を有する大型物件である。竣工は1976年で基準階の貸室の広さは300坪強である。

サブマーケットである渋谷地区の空室率は安定して低く推移している。一時、渋谷マークシティ（2000年）、ゼルリアンタワー（2001年）といった大型オフィスビルが竣工し市場が軟化したかに見えたが、当該ビルは竣工前から満室の状態、市場自体も新興企業、外資企業の強いニーズに支えられ、需給関係は崩れていない。渋谷には比較的大型ビルが少なく、坂が多いことからオフィス地区としては限られており、特に条件のいいビル、大型ビルの競争力は高いといえる。

当該ビルは旧東邦生命の本社ビルであり、99年6月に同社の破綻後、一年にわたり退去、その都度リースアップを行ってきた。物件の競争力を反映しリースアップは早く、2001年3月ベースでほぼ満室状態にもどり、現在に至っている。この一年間の新規リースアップの賃料単価を調べたが、いずれも既存の平均賃料水準より高い水準で成約している。

現状のテナントについては54社と分散が図られており、最大のテナントでも全体の貸床の11%に過ぎない。

当該物件の最大の課題は資本的支出の多さである。すなわち築25年を過ぎ設備等の更新がかなり必要で、更に競争力維持・向上の為の設備増強も必要になる。エンジニアリングレポートでも多額の資本的支出の計画が確認された。

ムーディーズでは当該物件の評価にあたり、維持可能な賃料水準を、新規募集成約賃料は参考にしつつ、新規入居テナントの新興企業や外資企業のボラティリティも勘案し、既存平均賃料をもとに決定した。管理費は現状の支払いベースを採用したが、市場水準比やや割高であるため、将来のアップサイド要因となりうる。キャップレートは渋谷というサブマーケットにおける当該ビルの競争力及び築年数・設備等の状況を勘案し、5.8%を採用した。その結果資産評価は、鑑定評価が345億円のところ、312億円となった。

（２）三菱総研ビル

地下鉄大手町駅から徒歩1分、東京駅から10分の位置にあるオフィスビルである。北側隣地は首都高速道路が走り、大手町の北側（神田より）に位置する。地上15階、地下2階であり、1970年完成、延床7,978坪、基準階の貸床面積は442坪である。

大手町というサブマーケットは、金融を中心に日本でも最も人気のある場所であるが、その賃料水準は5万円超の物件から3万円未満の物件まで多岐にわたっている。当該ビルは大手町の物件の中ではその位置・築年数からややグレード感が劣る。

当該ビルの最大の特徴は、過去7年間で50億円かけ、エレベーター・配管・電気空調関係の設備更新が行われたことである。実際、外観等はやや古型化されているが、貸室等は空調設備がフロア毎にゾーニングされ、OAフロアにも対応し、一定の競争力は維持できうと考えている。またエンジニアリングレポートにある今後15年の年平均資本的支出予定額も貸床単価で12,000円弱と、築10年前後のビルの支出額と同水準となっており、築年の古さという弱点はかなりの部分で克服されている。

現状三菱総研が全体の82%を、近隣に本社を持つ新聞社が15%を賃借している。テナント集中が当該ビルのリスクであるが、三菱総研の契約は解約不可の2001年から10年間の定期借家であり、このリスクは緩和されている。

ムーディーズでは、その評価に当たり、マーケット賃料及び費用から維持可能なネットキャッシュフローを算出した。費用においてはジャパンリアルエステイトが実際に払っている水準を検証しマーケット水準と照らしあわせて決定した。管理費を始め高い部分があるが、今回の査定では将来のアップサイドを勘案し、現状の水準を中心に採用している。キャップレートに関しては、大手町では比較的高い5.5%を採用した。その結果鑑定評価が271億円のところ、ムーディーズの評価は253億円となった。

(3) 名古屋広小路ビル

地下鉄東山線の伏見駅から徒歩3分で、広小路通りに面したいわゆる名古屋のオフィス街の中心地に位置する。約1,200坪超の敷地面積に、1987年築の地上18階、地下2階、延床約10,000坪、基準階333坪の建物を有する。

名古屋のオフィスビル市場は、99年までは空室率水準が低く賃料の弾力性も低かったが、99年末に竣工した、JRセントラルタワーズ（延床27,000坪）により優勝劣敗の構造が鮮明になった。当該ビルもその影響を受け、ほぼ満室であった状況が2000年3月時にはセントラルタワーズにテナントが抜かれた関係で空室率が23.3%まで上昇した。ただし当該ビルの場合、その優れたロケーションからその後のリースアップが早く、2000年夏頃にはまたほぼ満室の状態にもどっている。

現状テナントは31社で最大のテナントでも全貸床の11%とテナント分散がはかれている。

実査時に設備関係もチェックしたが、電気容量は45VAと十分ではあるものの、個別空調化が十分でない、OAフロア化が終わっていないなど設備更新に余地があると思われた。

物件評価にあたり、維持可能な賃料水準を、ほぼ現状の成約平均賃料と同水準とした。名古屋のオフィスマーケット自体の地合は弱まっているものの、当該ビルのマーケットでのステータスを勘案し、かつ現状満室で今後テナント選定に対し当社がバーゲニングパワーをもちうると判断したからである。資本的支出はテナント誘致における競争力維持・向上を勘案し当該ビルの築年数にしては高い貸床単価18,000円を採用している。キャップレートについては、サブマーケットにおける強い当該ポジションを反映しつつ、設備等の状況も反映し、6.5%を採用した。その結果、鑑定評価が146億円のところ、ムーディーズの評価は129億円となった。

(4) 御堂筋ダイワビル

当該ビルは大阪オフィス街の古くからの中心地である本町地区に位置し、西に御堂筋、東にアーケードのある人通りの多いせんば心斎橋に挟まれ、地下鉄本町駅から徒歩1分の好立地に位置する。1991年竣工で外観グレードも高いビルである。

オフィス市況としては、御堂筋に面した本町地区は大阪オフィス地区では人気の高い地域であるが、総じてビルが古く、高度化するテナントニーズに、十分に対応できていないケースが多く、更に需要自体も大型新築ビルに需要がとられ、総じて地盤沈下が進んでいるといえる。賃料としては昨今新しくても14,000円から20,000円位が相場といえる。

当該ビルは、当該状況下、そのロケーション、外観、および設備で優れており、競争力がある物件といえる。実査において、設備面の確認を行ったが、個別空調が施され、セキュリティ上も機械対応がなされていることを確認した。また一階せんば心斎橋通り沿いは人通りも多く、店舗のニーズも大変強いことが確認された。

ムーデーズではその評価にあたりマクロの弱さを勘案しつつも、当該ビルのサブマーケットにおける強い競争力を勘案し、維持可能な賃料を定めた。その際現状の成約賃料を参考にしたが、現テナントであり売主である第一生命の借りている床部分は除外して考えた。キャップレートは大阪 本町におけるこの物件の競争力及び設備・築年等の状況を勘案し6.2%とした。その結果、鑑定評価が143億円のところ、ムーデーズは135億円と評価した。

著作権表示©2002年ムーデーズ・インベスターズ・サービス(Moody's Investors Service, 99 Church Street, New York, NY 10007)

編集者注記 - 本書に記載する情報はすべて、ムーデーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーデーズ」といいます）が著作権を保有するものであり、いかなる人物も、いかなる形式、方法、手段によっても、これらの情報（全部、一部を問わず）を、ムーデーズの事前の書面による同意なく、複写、もしくはその他の方法により再生、複製、送付、譲渡、頒布、配布、転売、またはこれらの目的で使用するために保管することはできません。

本書に記載する情報はすべて、ムーデーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人間および機械による誤り、ならびにその他の要因があり得るため、ムーデーズは、これらの情報を、いかなる種類の保証もつけることなく「現状有姿」で提供しており、とりわけ、これらの情報の正確性、速報性、完全性については、いかなる表示または保証（明示的、黙示的を問わず）も行いません。ムーデーズはいかなる状況においても、またいかなる人物または法人に対しても、以下の(a)(b)について一切責任を負いません。(a)これらの情報の入手、収集、編集、解釈、分析、編集、翻訳、送付、伝達、配布に関わる誤り（不注意によるか、その他によるかを問わず）またはその他の状況により（全部、一部を問わず）引き起こされ、発生し、もしくはこれらに關係する損失または損害。(b)これらの情報の使用または使用不可能により発生する、あらゆる種類の直接的、間接的、特別、二次的、または付随的な損害（このような損害の可能性についてムーデーズが事前に通告を受けたかどうかを問わず）。

本書に記載する信用格付けおよびその他の情報は、意見の表明であり、またそのようにのみ解釈されるべきであり、これを事実の表明、もしくは証券の購入、売却または保有の推奨とみなしてはなりません。ムーデーズは、いかなる形式または方法によっても、これらの格付けもしくはその他の意見または情報の正確性、速報性、完全性、商品性、または合目的性について、いかなる保証（明示的、黙示的を問わず）も行っておりません。本書に記載する情報の利用者またはその代理人は、投資決定において、それぞれの格付けまたはその他の意見を、一つの要因としてののみ取り扱うべきです。従って、各利用者は、購入、保有または売却を検討する各証券、ならびに各証券の発行者、保証人、および信用補強提供者について、自ら研究・評価しなければなりません。

ムーデーズは、1933年証券法第17条(b)に従い、ムーデーズが格付けを行っている債券（社債、地方債、債券、手形、CPを含む）および優先株式の発行者の大部分は、ムーデーズが行う評価・格付けサービスに対して、1000ドル～150万ドルの手数料をムーデーズに支払うことに同意していることを、ここに開示します。