

2009年12月24日開催 臨時アナリスト説明会 議事録（要約）

【社長説明(要約)】

はじめに

本日はクリスマスイブの夕方大変貴重なお時間に、東急リアル・エステート投資法人の臨時アナリスト説明会にお越し頂き、誠に有難うございます。既にお知らせしました通り、本日15時に東京証券取引所で、2物件の譲渡と業績予想の修正の開示を行いました。

海外投資家の皆様には、その多くの方々が休暇を取られているのは、重々承知しており、この日程を避けるべく努力を致しましたが、関係する売主と買主の三者の取締役会、役員会等の日程のため、本日の開示となりましたことは、何卒ご理解の上、ご容赦頂ければと存じます。

本件については、その重要性に鑑み、臨時で説明会を開催致しますが、加えて、海外投資家との情報ギャップを極力埋めるべく、開示資料の英訳を速やかに本投資法人ウェブサイトにて貼付する予定であります。また、本説明会の議事録の要旨も日・英のウェブサイトにて、明日25日の東京証券取引所の寄り付き時間までに公表したいと考えております。

本日の説明では、適時開示とそれに貼付したパワーポイントの補足説明資料に沿って、弊社常務執行役員IR部長の小井から詳細な説明を申し上げますが、それに先立ち、冒頭、私、堀江から本件の趣旨と背景について、ご説明申し上げます。

本件の趣旨と背景

物件価額の水準が魅力的になってきた。弊社が2009年9月の決算説明資料で公表した長期投資運用戦略（サーフプラン）で言う「取得期」に入りつつある。

従って、サーフプランに沿った運用を開始し、物件取得を再開する。そして、いずれかのタイミングで公募増資を行いたい。但し、その前に投資家から頂戴した「二つの宿題」を丁寧に仕上げる必要があると考えてきた。

< 2物件譲渡 >

「二つの宿題」は、①りそな・マルハビルの選択肢の決定とその実行と、②菱進原宿ビルの減損リスク対応。

これまで、投資家の皆様方のご質問に対して、宿題は二番目の菱進原宿ビル減損リスク

対応であると申し上げ、りそな・マルハビルについては、具体的な宿題としての明言は控えてきた。

何故ならば、機密性の高い交渉を進めていたことや、予想される取引価額が開示している期末算定価額（316億円）から大きく上方乖離する可能性も踏まえ、情報漏洩や投資口価格の乱高下を避けたかったからである。

しかしながら、りそな・マルハビルの今後の方策については、投資主の皆様方の最大の関心事であったことは、間違いなく、弊社内では「宿題のひとつ」ととらえてきた。

弊社では、一番目の宿題であるこの「りそな・マルハビルの選択肢の決定とその実行」を「第二の創業プロジェクト」として位置付け、総力戦で取り組んできた。

中でも選択肢決定の転機となったのは、AIGビルの売却事例に他ならない。

現テナントであるマルハニチロ水産の後継テナント誘致を考慮すると、このタイミングでの譲渡の選択の意思決定は、投資主価値最大化にベストと考える。

留意したのは、昨今散見されたクロージング（引渡し）リスクである。しかしながら、今回は買主の信用力から心配はしていない。クロージングリスクの排除も、譲渡価額同様に意思決定の重要な要素である。

どんなに高い譲渡価額であってもクロージングができなければ意味がないどころか、次なる買い手との価格交渉に通常は悪影響を及ぼす。

本件は、価格的にも満足のいく、良いディールであると考える。

因みに、優先交渉権者である三菱地所への価格提示に当たっては、三菱地所以外にも本物件に強い興味を持った会社が複数あり、そのことを踏まえると、ある意味で競争原理が働いた価格提示ができたものと認識している。

二番目の宿題である菱進原宿ビルの減損リスク対応は、その実行を急ぐこととした。

理由は、①そのリスクが顕在化した場合には、一決算期の通常の利益を大きく超える評価性の損失の計上をせざるを得ないことに加え、この減損損失が税務上の損金とならないため「無配なのに法人税を払う」と言ったような影響度が大きいことと、②本物件の減損リスクが今春以降の本投資法人の投資口価格の低迷の大きな要因の一つであり、投資主の皆様方の懸念材料であったからである。

ある海外の投資家の方から、菱進原宿ビルの含み損が投資口価格を10%程度押下げているとのコメントも頂戴していた。

譲渡価額は、2009年7月の期末算定価額を下回ったものの新規に取得した鑑定評価額と同水準となり、鑑定評価の遅行性や7月以降の賃貸市況悪化傾向を織込むと、妥当な価格であったと見ている。

最優先課題であった、りそな・マルハビルの選択肢決定による売却益と、菱進原宿ビル

の売却損を通算し、減損リスク懸念を解消した上で、110億円のキャピタルゲインを分配する。

尚、J-REITの準抛法である投信法では、投資法人による自己投資口消却制度がない。従って、キャピタルゲインを原資とする投資口消却（事業会社でいう自己株消却）により、発行済投資口数を減らし、EPS（1口当たり利益）の向上を図るといった選択肢が取れないことを補足する。

以上が2物件の譲渡の趣旨と背景であるが、将来に亘っての三段階のプランを紹介する。

<今後の方針>

まず、第一ステップとして、この2物件の譲渡により、りそな・マルハビルの価値最大化を図り、また投資家の菱進原宿ビルの減損リスク懸念の解消により投資口価格の回復を勝ち取る。また65,000円相当のキャピタルゲインを分配することで、長く辛抱強く我慢して下さった投資主の皆様方への本投資法人への支持に報いたい。

第二ステップでは、サーフプランを取得モードでスタートさせ、2物件譲渡により回収した帳簿価額相当分の400億円を現預金で留保し、再投資に充てる。

今回は2物件の譲渡と同時に代替物件を取得することとはしなかった。このため、第14期のEPSは一旦大幅に低下し10,000円となる見通し。ただし、400億円の現預金で物件を追加取得して、EPS見通し水準の向上により、ROE（出資金利廻）の回復を目指す。

追加取得が難しいのではないかと指摘については、以下のように考えている。

賃貸用不動産の時価開示が来年よりスタートすることもあり、事業会社のバランスシートにある物件や私募ファンドの物件等が3月末をターゲットに「売りニーズ」として顕在化して来よう。

或いは、3月末引渡し必須の売買案件にリスクイベントが発生すれば、キャッシュポジション（手元に留保した現預金）の厚い本投資法人に案件が持込まれて来ることになると考えられる。まさに、キャッシュポジションが取得市場で競争力を発揮することになる。

また、残念ながら菱進原宿ビルの帳簿価額（155億円）に対するNOI利廻は3%を下回る水準に留まっている。仮に、回収した資金で帳簿価額相当分をキャップレート5%の物件に投資すれば、NOI利廻は2%の改善となり、EPSとROEを引上げることになる。

物件の選定は、第三者からもスポンサーからも幅広く求める。

第二ステップにおけるリスクシナリオは、信用危機の再来である。各国政府や中央銀行が対応を誤ると、そのリスクが顕在化するかもしれない。このリスクシナリオにおいて力を発揮するのがこのキャッシュポジションでもある。

また、現預金の手元留保は、銀行などの借入先の本投資法人への信認を図らずも裏付けたことになった。

第三ステップでは、400億円を大きく超える取得機会をしっかりと確保できれば、公募増資に踏み切りたい。

但し、このひとつひとつのステップを着実に踏んでいくことが、何よりも公募増資の条件であるので、事を拙速に進めることはしない。

そして、サーフプランに沿った投資回収のサイクルを続け、EPSと修正ROE（売却損益控除後の出資金利廻）の向上を図り、また信用力の更なる改善を進めていく。

詳細説明（省略）

結び（要約）

一般的には、運用資産規模の縮小や資産運用報酬の減少は資産運用会社経営においてはご法度とも言われているが、弊社では先憂後楽をモットーとしている。顧客たる投資法人と投資主の繁栄を最優先とし、投資法人の投資主や潜在的投資主の皆様方の信認を勝ち取ることが、弊社にとっては何よりも大切であり、ナンバーワンのプライオリティである。

投資主と同じ船に乗っている資産運用報酬体系や、二度に亘る資産運用報酬削減への先見的な行動が物語っている。外部成長は資産運用会社のためにあるという批判は弊社には当てはまらない。

確かに、りそな・マルハビルの含み益を投資主の皆様方に分配して、ポートフォリオの規模は一時的には縮小するが、再投資のための現預金と、新しい投資運用戦略が私どもの手元にある。

このサーフプランは、上場来のマーケットのワンサイクルで得た、菱進原宿ビルの反省を含む投資運用の経験を、長い将来に亘って活かすべく策定した。

今回の2物件譲渡に先立って公表し、この数ヶ月間、丁寧に内外の投資家に説明して歩いた。

りそな・マルハビルと引換えに我々の手元にあるのは、再投資資金とサーフプラン、それから投資家の皆様方の信認である。どうか引き続きご支援を賜りたい。

【質疑応答（要約）】

<質問者 A>

（質問者 A-1）りそな・マルハビルは、2008 年 4 月にりそな銀行から三菱地所への 73% 保有持分を譲渡したときの価格が 1,620 億円だったことから考えれば、本件 27%部分は 599 億円という数字になる。もう少し高く売ることはできなかったのか。

（回答）確かに 420 億円という価額は、りそな銀行から三菱地所が買収した価額からすると 3 割減である。ただ、当時は東京の賃貸市場がまだ堅調であり、その後リーマンショックを迎えた現在とでは、状況が異なる。

AIG ビルの取引事例をベースに本件の価値に単純換算すると譲渡価額は 500 億円程度となる。しかしながら、1 棟全てを譲渡するのと少数持分を譲渡するのでは条件が異なる。逆に、本投資法人がりそな・マルハビルを取得したときも少数持分であったため、同様にディスカウントされて 100%持分よりはある程度は安く買えた。共有者間覚書に沿って、優先交渉権を持つ三菱地所から買受意向が示されたので三菱地所との交渉に入った。

入札形式は取っていないが、価額提示については複数買手候補に当たり、相対的に高い価格であることのコメントを得ている。

以上より、最善の価格であったと考える。

（質問者 A-2）交換という選択肢もあったのでは。

（回答）交換の場合は、双方が出す物件の価格の議論になるため、結果的に鑑定評価額が基準となってしまう。

本物件には、技術的に鑑定評価に取り込めない価値があるので難しい。また、実際に交換の話が全くなかったわけではなく、現時点で納得できる物件が見当たらなかった。

ちなみに、汐留ビルディングを取得すれば良かったのではという質問に対して申し上げれば、東急 REIT は共有物件の少数持分は取得できない投資基準になっている。

以上より、譲渡が最も投資主価値の最大化に寄与すると考えた。

<質問者 B>

（質問者 B-1）400 億円で取得する物件のターゲットは。

（回答）投資基準に合致する物件を買っていく。都心 5 区及び東急沿線に立地するオフィス及び商業施設。規模は 40 億円以上、オフィスは延床 5,000 m²以上。キャップレート（物件の投資利廻）のイメージは 4.7%～6.5%くらいの幅で考えている。用

途比率 60:40 ベースで加重平均すると 5.3%くらいになる。今回の譲渡によって、オフィス比率が低くなるので、優先順位が高いのはオフィスの取得である。商業施設の投資には金融機関が資金を出したがる分、手元に留保した現預金によって、割安に取得する機会もあると考えている。

ただ、400 億円分を一棟に投資するのではなく、ポートフォリオの分散も考えて、投資をしていきたい。

(質問者 B-2) もし、減損処理が適用されたら、減損の部分だけに法人税がかかるのか。

(回答) 税制改正があったが、本件においては予想される減損損失が大きく、その前提は当てはまらない。当期利益が赤字になるので分配できない。

減損損失は税務会計では損金としてカウントできないので、法人税の支払い義務が生じる。減損損失が小さく会計上利益が生じる場合は税制改正の効果が当てはまるだろう。

(質問者 C-1) キャップレート 4.7%から 6.5%の物件を取得すると言ったが、菱進原宿ビルの鑑定評価ベースのキャップレートは 4.5%であるから、このクラスを買うのは難しいのでは。

(回答) キャップレートは賃料の設定により変わってくる。東京都心の A クラスでも 4.7%からのレンジに収まると考える。

(質問者 C-2) りそな・マルハビルは鑑定評価額が 346 億円、譲渡価額が 420 億円だが、再開発を前提とした収益還元法のため、鑑定評価額の妥当性が分らない。

(回答) 譲渡価額 420 億円の前提を説明すると再開発後の物件の賃料が月額 4 万 8 千円/坪、キャップレートは 4%と見立てている。容積率は 1,300%に加え、さらに 100%の割り増しを見ている。そういったものから得られる想定譲渡価額から建築費や金利、開発者利益を差し引いた土地残余価額が 420 億円となっている。ちなみに、本物件の第 14 期 NOI 予想値を 420 億円で割ると 2.75%である。

(質問者 C-3) 菱進原宿ビルについて、譲渡先の鑑定機関との鑑定評価額の差があるが、NCF はどれくらいの見立てであったのか。

(回答) 譲渡先の鑑定機関と相談はできない。当社の見立ては大和不動産鑑定の見立てに近い数字であった。売主はこの場面ではどうしてもキャッシュフローは保守的に見ざるを得ない。一方、短期間のうちに少数持分買取による 100%化、管理組合の解散や経費削減といったバリューアップのための施策も時間をかけて丁寧にやってきた。本物件は明治通り沿いに立地する良い物件であったが買うタイミングを誤ってしまった。

なお、投資に当たって、キャップレートはスタビライズド（長期的なキャッシュフロー見通し）の前提で判断している。賃料が下がる局面はパッシング（現時点の賃貸条件）で見ると利廻は高くなる。スタビライズドのキャップレートが5%でもパッシングのキャップレートは6%ということもままある。

（質問者 C-4）再確認だが、オフィスの NOI キャップレートの目線は 4.7%ということではないのか。

（回答） そうだ。レンジでいうと、東京都心でももう少し上の利廻の物件もあるが平均は 5.2%というところだろう。

（質問者 D-1） 菱進原宿ビルの先行きはどのようなシナリオを想定していたのか。

（回答） アップサイド、ダウンサイドの両面から考えていた。ダウンサイドのリスクシナリオは景気の二番底懸念があった。結果的に鑑定評価額を決めるのは不動産鑑定士であり、彼らは直近の取引事例も考慮し価格を検討するので、直近で賃料が下落した区画があると評価額が下がってしまう。万一、減損処理適用となった場合の投資法人へのリスクインパクトは大きく、ダウンサイドリスクは小さいとはいっても見過ごせなかった。丁度りそな・マルハビル譲渡の件もあり、譲渡に踏み切った。

（質問者 D-2） 日本プライムリアルティ投資法人を譲渡先にした理由は何か。

（回答） 菱進原宿ビルの入札においては、想定以上の件数の価格提示があった。譲渡先の選定先としては、クロージングリスクのないことを重要視した。引渡しできなくなり、優先交渉権者が変わると価格も下落する上に、交渉する側の立場も悪くなってくる。独自のルートや媒介から、クレジットが高くクロージングが確実な候補先に絞った結果、事業会社や REIT に打診することとなった。

（質問者 D-3） 現在のポートフォリオで今後減損リスクを考えなければならない物件はあるのか。

（回答） 菱進原宿ビルは、価格の下落幅の他、建物比率が 22 物件（湘南モールフィルを除く）のうち一番低かった。建物比率が低いと減価償却による簿価の切り下げが進まず、今後 20 年から 30 年運用する中でリスクにさらされやすい。ただ、現時点において（菱進原宿ビルのように）価格の下落幅が 4 割を超える物件は他にない。もちろん不動産金融緩和期以降に取得したものは、期末算定評価額が簿価を下回るものもあるが、とりわけ菱進原宿ビルは下落率が一番高かった。

(質問者 E-1) りそな・マルハビルの譲渡価額 420 億円では、容積率の拡大や賃料アップが期待できるため、(譲渡先は) 4.6% ~4.7%の利廻を確保できるのではないかと。であれば継続保有という選択も良かったのではないかと考えるが、菱進原宿ビル(の減損リスク対応による売却損の計上)があったからりそな・マルハビルを譲渡したのか。

(回答) 4.6%~4.7%というのは、建築費や建設中の利息、デベロッパーの利益などを考慮するとそこまではいかないと考える。従って、この譲渡価額は妥当だと思う。

菱進原宿ビルの減損リスク対応があったから、りそな・マルハビルを譲渡したのではない。りそな・マルハビルの対応は長く課題として認識していた。AIG ビルの取引事例が当社の意思決定に与えるインパクトは大きかった。これを契機として譲渡シナリオに舵をきった。菱進原宿ビルの売却損と売却益を通算するのであれば、他にも含み益のある物件はあるので、選択肢はいくつかあった。まずは、りそな・マルハビルを良い形にもっていくことが優先課題であった。

以 上