

# J-REIT Rating Report

## アナリスト

井澤 朗子  
東京  
電話 03-4550-8674  
roko\_izawa@standardandpoors.com

老川 由美  
東京  
電話 03-4550-8775  
yumi\_oikawa@standardandpoors.com

小野 寺亮  
東京  
電話 03-4550-8690  
ryo\_onodera@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

## 日本アコモデーションファンド投資法人

### 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2006年12月25日、日本アコモデーションファンド投資法人（以下「NAF」）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。

当該格付けは、以下の要因に基づく。

#### 強み：

- ❖ 日本の不動産投資信託（J-REIT）の保守的な構造的な特性
- ❖ NAF の高い事業地位と比較的保守的な財務方針
- ❖ 安定的なキャッシュフローを創出する不動産ポートフォリオの質の高さ
- ❖ 設立スポンサーである三井不動産の不動産開発・運用能力
- ❖ 資産運用会社である三井不動産アコモデーションファンドマネジメントの優れた不動産運用能力

#### 懸念事項：

- ❖ 特定物件への集中リスク

## アウトロック

アウトロックは「安定的」である。ポートフォリオの資産集中にもかかわらず、資産の質は高く、安定的な収益を上げていくと考えられる。NAFはポートフォリオを拡大していくなかでスポンサー企業の支援を得て、資産の質の高さと比較的保守的な財務内容を維持していくであろう。資産取得の過程で有利子負債比率が変動する可能性はあるものの、平均水準は相応の範囲にとどまるとみられる。

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）について現時点での評価を示すものであり、債務の期日が到来する際、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もない。本レポートは2006年12月25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、一部、2007年1月に公表された第2期仮決算数値<未監査>を使用）。本文中の会社格付けは「長期／長期格付けに対するアウトロック／短期」で表示。「N. R.」は格付けなし。

## 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月の改正投資信託法に基づき、新たに設立される投資法人は、設立・運営にあ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禁止されており、また高いレベルの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、不動産会社など一般の事業会社に比べて、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、投資法人が本格的な開発案件に従事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、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。

## 事業内容の分析

### 事業基盤・市場地位

NAFは2005年10月に設立され、2006年8月に東京証券取引所に上場した。現在、上場J-REITの数は40社で、うち7社が住宅特化型J-REITである。NAFは資産規模（取得価格ベース）で、住宅特

化型 J-REIT の中で 3 番目に位置する。NAF の資産運用会社である三井不動産アコモデーションファンドマネジメント（以下「MFAFM」）のスポンサーは三井不動産（BBB / ポジティブ / A-2）で、同社は NAF に 5.8% 出資している。スポンサー企業が 1 社であることにより REIT の成長力が限定されることはない、スタンダード&プアーズは考えている。これは、1) スポンサー企業が分譲・賃貸住宅で多数の開発実績を持っていること、2) 現在のポートフォリオにおいても、取得物件の 13% はスポンサー以外の第三者が開発した物件であること ― などに基づく。

| スポンサー企業 | 日本アコモデーションファンド<br>投資法人 |         | 三井不動産アコモデーション<br>ファンドマネジメント |         |
|---------|------------------------|---------|-----------------------------|---------|
|         | 投資口数 (口)               | 出資比率    | 株式数 (株)                     | 出資比率    |
| 三井不動産   | 6,600                  | 5.82%   | 6,000                       | 100.00% |
| その他     | 106,880                | 94.18%  | 0                           | 0.00%   |
| 合計      | 113,480                | 100.00% | 6,000                       | 100.00% |

設立スポンサーは NAF の経営と直接的な関係はないが、MFAFM への人材や不動産ノウハウの提供を通じて、その業務運営に深く関わっていることから、NAF の信用力を評価する際のポイントの 1 つとなる。スタンダード&プアーズは、スポンサー会社の不動産開発・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、NAF の格付けに反映している。なお、表 1 に示すように、NAF の投資口はスポンサー以外の投資家に分散されている。

## ポートフォリオ不動産の質

NAF のポートフォリオは 2006 年 12 月末現在で、主に東京 23 区内の 27 件、2,758 戸の賃貸住宅で構成され、総取得価額は 1,014 億円にのぼる。いずれも立地条件に優れ、平均築年数が浅く、賃貸状況が良好であり、その質の高さは、同社の信用力上、大きな強みである。ポートフォリオは、比較的需要の強いコンパクトタイプを中心に、シングル、ファミリー、ラージの各カテゴリーの住戸に分散されている。27 件の中には、大規模複合開発地域「リバーシティ 21」内にある「大川端賃貸棟」（東京都中央区佃）のほか、「パークアクシス御茶ノ水ステージ」（同文京区湯島）、「パークアクシス日本橋ステージ」（同中央区日本橋蛸殻町）、「パークアクシス白金台」（同港区白金台）など、利便性が高く、需要の強い住宅エリアに位置する、競争力のある物件が含まれており、資産の質は総じて高い。

## 築年数・不動産の管理状態

ポートフォリオ物件はすべて、1981 年の建築基準法施行令の改正・施行（新耐震基準）以降の建築で、平均築年数は約 6 年と浅い。さらに、1988 - 1989 年竣工の大川端賃貸棟を除くと平均築年数は約 1.5 年となり、新築物件が多数含まれている。いずれの物件も管理状態が良好で、最近のテナントニーズに見合う仕様となっている。

### 稼働率・賃料水準

2006年12月末時点の平均稼働率はエンドテナント・ベースで96.6%と高く、市場平均を上回る稼働率を達成している。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、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NAFのプロパティーマネジャーの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

27物件のうち25物件は、NAFが完全所有権を有している。残る2物件（総取得価格の約31%）は一団地内における敷地の共有や100%未満で区分所有している物件（大川端賃貸棟、パークキューブ市ヶ谷）であるが、いずれも完全所有物件と比べて遜色のない流通性を有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

NAFのポートフォリオは、特定物件に集中している。こうした集中リスクはあるものの、キャッシュフローは多数のテナントに分散され、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

NAFは戦略上、投資対象を住宅に限定している。一般に住宅はテナントの分散および代替性が高く、景気変動に伴う賃料水準の変動が小幅であることから、他の物件タイプに比べてキャッシュフローの安定性が高いとスタンダード&プアーズはみている。同投資法人では、投資エリアは東京都を中心とする首都圏および地方中核政令都市としており、ポートフォリオの80%以上を東京23区内の物件とすることを目標としている。現在、ポートフォリオ物件の約95.5%が東京23区内にあり、投資方針に沿うものとなっている。東京への資産集中が見られるものの、1) 東京の不動産市場は国内最大規模で流通性も高いこと、2) 世帯数の増加による堅調な賃貸需要が見込まれることから、スタンダード&プアーズでは、格付け上の懸念材料とは考えていない。

### 不動産価額の分散

ポートフォリオ総額に占める各物件の比率を見ると、大川端賃貸棟が29.3%と、特定物件に集中している。しかしながら、この資産集中リスクは、当該物件の優れたテナント分散、入居率の高さ、安定的なキャッシュフロー、サブマーケットでの高い競争力などの点で相殺されている。また、NAFが今後、新たな物件を取得するのに伴い、資産集中リスクは長期的には緩やかに減少するとみられる。

### テナント構成

NAFのポートフォリオは2,758戸の賃貸住宅の住戸に分散されており、テナント分散は極めて高い。大川端賃貸棟については三井不動産が、その他の全物件については三井不動産住宅リース（MFHL：三井不動産の100%子会社）がそれぞれマスター・レシーとなり、テナント管理および対応業務を行っている。

### 保険・地震リスク

同投資法人のすべてのポートフォリオ物件には、必要な火災保険と賠償責任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、各物件の予想最大損失率（PML値）は4.9－12.0%の範囲に収まっており、リスクは総じて限定的と考えられる。

## 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、NAF のポートフォリオの上位物件について実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した。NAF 保有の 27 棟の物件のうち、15 棟（取得価額ベースで全体の約 81%）について実地実査を行い、13 棟の物件価額を個別に査定した。

不動産価額の査定目的は、投資法人が不動産を適正な価格で購入できているかどうかを確認することである。スタンダード&プアーズの査定の結果、NAF の不動産購入価格は妥当であると判断した。スタンダード&プアーズは、不動産の査定には、「直接還元法」(Direct Capitalization Method) を用いる。これは、向こう数年間に平均して物件が生み出すと期待される正味キャッシュフロー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。なお、上位物件の概要を、参考資料として本レポートの末尾に掲載している。

## 事業戦略と経営方針

### 投資戦略

NAF は戦略上、投資対象を住宅に限定している。賃貸住宅、学生寮・学生マンション、サービスアパートメント、シニア住宅、社宅を「アコモデーション資産」と定義し、中長期の保有を原則として、賃貸住宅を中心にこれらの資産に投資する方針である。投資エリアは東京都を中心とする首都圏および地方中核政令都市で、ポートフォリオの 80%以上を東京 23 区内の物件とすることを目標としている。原則として、新耐震基準を満たす物件（1981 年に改正された建築基準法に適合するもの）、または同水準の構造の物件に投資する。1 棟当たりの投資額は原則 10 億円以上とし、PML 値が 20%を上回る場合は、地震保険の付保を検討する。取得時点で安定的な賃料収入が確保されている物件を取得することとし、開発型物件への投資は原則、行わない。ただし、未竣工物件については、建物の竣工、引き渡し、テナント確保のリスクが極小化されていると判断できる場合に、取得を検討することも可能である。

### 内部成長戦略

三井不動産グループとの協働で、「パークアクシス」および「パークキューブ」シリーズのブランド化を推進し、テナント・サービスを充実させる。また、三井不動産グループのノウハウを活かして物件の管理・運営を行い、業務の効率化、コスト削減、賃料・稼働率の維持・向上を図る。さらに、最適な修繕計画を策定し、資産価値の維持と向上を図り、確実な内部成長をめざす。

### 外部成長戦略

三井不動産との「不動産情報・アドバイザリーサービス提供に関する契約」に基づいて、三井不動産が保有・開発するアコモデーション資産を安定的かつ継続的に取得することに注力する。また、三井不動産に集まる物件情報や三井不動産販売（N. R.）をはじめとするグループ各社の広範な情報ネットワーク、MFAFM 独自の情報収集ルートの活用により、競争力の高い優良物件を取得し、着実な外部成長をめざす。

NAF は、2010 - 2011 年をメドに、資産規模 3,000 億円、住戸数 1 万戸までポートフォリオを拡大することを目標としており、その成長ペースは年率 25%程度と、他の J-REIT と同様の水準である。

ただし、不動産売買市場の過熱感に鑑み、資産規模の拡大のみを目標としているわけではない。また、三井不動産グループのネットワークを生かし、今後は地方中核政令都市などをさらに取り込んでいく方針である。物件取得の過程で、負債比率（レバレッジ）が上昇する可能性があるが、タイムリーな増資によって適切なレバレッジ・コントロールを実施するとみられる。

### 不動産管理体制

NAFはMFHLに、物件管理およびテナント・リーシング業務を委託している。MFHLは、他のJ-REITの住宅のプロパティーマネジメント業務を含め、3万戸を超える物件の管理業務を受託しており、1986年の設立以来、豊富な実績を有している。さらに、MFHLは、100%子会社であるレジデントファーストの幅広い賃貸仲介ネットワーク、またグループ会社の三井不動産住宅サービス（N.R.）の優れた建物管理能力を活用する。スタンダード&プアーズは、MFHLおよびグループ各社による物件管理はNAFのポートフォリオのキャッシュフローの安定性に寄与していると判断している。

### 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NAF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、利益相反が最も懸念される設立スポンサーとの取引については、物件の取得・売却、賃貸、プロパティーマネジメントに関する自主ルールなどが策定されている。またMFAFMでは、スポンサー関係者との取引の際、外部の専門家2名の出席を要するコンプライアンス委員会での審議・承認が必要とされる。加えて、スポンサー関係者からの物件取得においては、独立した不動産鑑定士による鑑定評価額を超える額で取得することはできない。

## 財務内容の分析

スタンダード&プアーズは、NAFから入手した財務データをもとに、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。

### 【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＋保証金）／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＋保証金）／（S&Pのポートフォリオ査定価額－現金留保のない敷金残高）

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格を用いるため、時価ベースの比率となる。テナントからの預かり敷金を現金で別段留保していない場合には、分母からその敷金額を控除する。また、商業施設の場合、物件のオーナーがテナントから賃貸借契約期間と関係なく、一定期間保証金を預かるケースがある。保証金は通常、長期の返済スケジュールと金利を約定しており、借入れに近い性格を有している。したがって、有利子負債比率やLTV比率を計算する際、保証金債務は分子に負債計上している。NAFの場合、留保されていない敷金債務（暫定値）についてはLTV比率の計算上、分母から控除している。



## 財務戦略

NAFの財務戦略は比較的保守的である。MFAFMの経営陣は、同投資法人の有利子負債比率の平均水準を40－50%、最大でも60%の比較的保守的な水準で維持していくとしている。同投資法人は物件の取得状況にあわせて機動的に増資を行い、財務レバレッジを安定させていく方針である。配当政策としては、NAFは原則、配当可能所得の100%を配当に充てる方針である。第2期（2007年2月期）の投資口1口当たりの分配金額の予想額は1万7,551円で、予想配当に対する運用期間利回りは年換算で約2.2%（2006年12月末時点の投資口価格にて算出）となる。

## 収益性

第2期仮決算（2006年4－11月）は、減価償却前の不動産賃貸純収益（Net Operating Income、NOI）が約28億円、当期純利益が約13億円であった。第2期はそれぞれ約41億円、約20億円を見込む。第2期仮決算の年換算後のROA（資産収益率）は4.5%（上場費用を除くと4.9%）、ROE（株主資本利益率）は4.8%（同5.6%）と、他の物件タイプ主体のJ-REITに比べて若干低い水準であった。これは、NAFのポートフォリオの質の高さと比較的保守的なレバレッジ水準を反映している。

## 資本構成

NAFの資本構成は比較的保守的で、第2期仮決算の資本構成は、出資総額（資本金）が約610億円、長期固定借入金が300億円で総有利子負債の70.6%、短期変動借入金が125億円で総有利子負債の29.4%である。借入金はすべて無担保で、長期借入金を主体に2013年まで満期が分散されていることから、リファイナンス・リスクは軽減されている。第2期仮決算の有利子負債比率は、スタンダード&プアーズの定義で40.5%であった。MFAFMの経営陣は、有利子負債比率の平均水準を40－50%、最大でも60%の比較的保守的な水準を維持していくとしている（「財務戦略」の項を参照）。

## キャッシュフロー・プロテクション

NAFのポートフォリオ物件は築浅で質が高く、安定した賃貸収入をもたらしている。財務体質は堅固で、現在の資金調達コストをベースにしたEBITDA（税引き前・利払い前・償却前利益）インタレスト・カバレッジは6－7倍と、適度な水準が見込まれる。また、有利子負債に対する営業キャッシュフロー（FFO／有利子負債）の比率は6－10%程度となる見込みである。今後金利が緩やかに上昇することにより、カバレッジ指標への影響が考えられるものの、長期固定金利の借入比率が高いことから、特段の懸念材料とはみていない。

## 財務の柔軟性

NAFの現在の手元流動性は潤沢で、長期・短期の資金調達力は目先の借入金返済およびポートフォリオ拡大を考える上で懸念材料ではない。2006年11月末時点で、NAFは約29億円の現預金残高を有し、敷金債務を含む当面の営業資金の支払いに懸念はない。大手金融機関9行と良好な取引関係を確立して無担保借り入れを行っているため、財務の柔軟性は高い。

## (参考) 上位不動産の概要

### 大川端賃貸棟 (①リバーポイントタワー、②パークサイドウイングス、③ピアウエストハウス)

東京都中央区佃1丁目11番6号、3号、2号

①1989年3月竣工、地下2階・地上40階建ての賃貸マンション

②1988年7月竣工、地下2階・地上14階建ての賃貸マンション

③1988年4月竣工、地下1階・地上2階建ての管理事務所

東京メトロ有楽町線、都営地下鉄大江戸線「月島」駅から徒歩約6分

所有形態：土地の共有、建物の所有権

取得価額：29,696百万円

鑑定評価額：29,700百万円（価格時点：2005年11月末）

賃貸可能面積：13,253坪（2006年12月末）

入居率：94.1%（2006年12月末）

賃貸可能戸数：544

スタンダード&プアーズ所見：

大規模複合開発地域のリバーシティ21の一角を構成する視認性の高い物件。リバーシティ21は、三井不動産、東京都、住宅都市整備公団などが隅田川河畔の工場跡地に開発した地域で、利便性、良好な住環境を兼ね備える、希少性の高い都心の住宅エリアである。本物件は、住宅としては築年がやや古いものの、適切な修繕・改修工事が実施されており、最近のテナントニーズを満たす高級感のある仕様・設備を備えている。最寄駅へのアクセスが良好で、近隣にはスーパー、医療機関などの生活利便施設が揃っている。フロントサービスや地下駐車場、居住者用スポーツクラブ・レストランなど、魅力ある付帯サービスや設備が用意されており、エリア内においても競争力が高い。超高層のリバーポイントタワー、佃公園に隣接するパークサイドウイングスからの眺望は、本物件の強みの1つと言えよう。管理状態は良好で、竣工以来高稼働を維持している。

### パークアクシス御茶ノ水ステージ

東京都文京区湯島3丁目2番14号

2006年2月竣工、地上15階建ての賃貸マンション

東京メトロ千代田線「湯島」駅から徒歩約6分

所有形態：完全所有権

取得価額：9,710百万円

鑑定評価額：9,820百万円（価格時点：2006年4月末）

賃貸可能面積：3,638坪（2006年12月末）

入居率：99.1%（2006年12月末）

賃貸可能戸数：324

スタンダード&プアーズ所見：

築浅で視認性の高い大規模物件である。千代田線の湯島駅、銀座線の末広町駅から徒歩約6分、JR



線および丸の内線御茶ノ水駅から徒歩約8分と、複数の路線・駅の使用が可能となる交通利便性の高い地域に立地している。該当地域は一戸建てと共同住宅が混在する地域であり、文教・医療施設も充実している。また周辺には湯島天神、神田明神などの名所旧跡があり下町の風情を残している。専用テレフォンコンシェルジェによる宅配をはじめとする生活サポート、一部住戸における24時間体制の緊急応答サービスなど、シングルや高齢者も安心して生活できるようなサービスが提供されている。エントランスは明るく清潔感があり、全住戸に設置された床暖房、先進のセキュリティー設備など、居住者のニーズに合致する設備を有し、高い競争力を維持するとみられる。



スタンダード&プアーズ（ザ・マグロウヒル・カンパニーズの一部門）より発行 ©2007 ザ・マグロウヒル・カンパニーズ  
本誌の無断転写・複製を禁じます。ザ・マグロウヒル・カンパニーズ 会長兼社長－ハロルド・W・マグロウⅢ  
本社－1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, U.S.A.  
スタンダード&プアーズ：55 Water Street, New York, NY, 10041, U.S.A.  
スタンダード&プアーズ東京：東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル28階

スタンダード&プアーズ・レーティング・サービスズが提供する分析サービスは、格付け意見の独立性と客観性を保つために、他の機関から分離・独立して行われています。格付けは意見であり、事実を表明するものではなく、また、証券の取得・保持・売却を推奨するものではありません。スタンダード&プアーズは、格付け作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

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.