



# News Release

06-D-793

2006年12月11日

## ケネディクス不動産投資法人（証券コード：8972）

長期優先債務新規格付：「A+」（シングルAプラス）  
格付けの見通し：「安定的」

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり長期優先債務\*の新規格付けをしましたのでお知らせします。

- \* 長期優先債務格付けとは、債務者（発行体）の債務全体を包括的に捉え、その債務履行能力を評価したものです。このうち、期限1年以内の債務に対する債務履行能力を評価したものを短期優先債務格付けと位置づけています。個別債務の評価（債券の格付け、ローンの格付け等）では、債務の契約内容、債務間の優先劣後関係、回収可能性の程度も考慮するため、個別債務の格付けが長期優先債務格付けと異なること（上回ること、または下回ること）もあります。

発行体：ケネディクス不動産投資法人

### 【新規】

（対象）	（格付）	（見通し）
・長期優先債務	A+	安定的

### 【格付事由～サマリー】

本投資法人は05年5月6日に設立され同年7月21日に東京証券取引所（不動産投資信託証券市場）に上場した不動産投資法人（J-REIT）である。不動産投資法人としては21番目に上場している。（現在、J-REITは延べ40投資法人が上場している）

資産運用会社であるケネディクス・リート・マネジメント株式会社（以下、KRM）の株主（以下、スポンサー）は、ケネディクス株式会社（以下、ケネディクス）であり、その出資持分は100%となっている。ケネディクスは、95年に創業し、02年に大証ヘラクレス市場に、03年に東証二部に上場（04年に一部昇格）した、不動産ファンドの運用を主たる業務とする会社（13ページ参照）である。

KRMの主要な役職員はケネディクスからの出向者であり、本邦の不動産に係る資産運用業務における先駆的なプレーヤーとして、豊富な実績を持つケネディクスのノウハウをJ-REITの運用においても活かすべく、03年に設立された企業である。

本投資法人は、投資主利益の極大化を目指して、「トレンド」と「タイミング」を逃がさない柔軟かつ機動的な投資を行い、不動産運用からの安定的な収益獲得と投資資産の持続的な成長を図るものとしている。

具体的な内容としては、「三つの投資軸（用途、地域、規模）」を重視して、資産分散の図られたポートフォリオ（ケネディクス・セクション）を構築することを目指すなか、3つの投資軸である「用途」、「地域」、「規模」についてそれぞれの需給要因のトレンドを分析することにより、タイミングを捉えた投資を実行していくものとしている。

本投資法人はオフィスビル・住宅・商業施設等を投資対象とする総合型の投資法人である。なかでもケネディクス・グループにおいて、ファンド等での運用実績が豊富な中規模オフィスビルを、投資対象の中核としている。

現在のポートフォリオは全65物件（オフィスビル：30物件、住宅：32物件、商業施設：3物件）、取得金額総額1,509億円の資産規模となっている。スポンサーである物件サポートライン提供会社（ケネディクス）を中心に同グループのネットワークを活用して着実に資産規模を拡大させ外部成長を遂げてきた。これにより、08年末までに資産規模を2,000億円へと拡大することを目標として掲げていたが、直近では新しい目標として07年末までに2,000億円へと拡大することに変更している。

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。また、格付けは、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の売買・保有を推奨するものではありません。格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 日本格付研究所

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア（検索コード）>

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）  
QUICK（和文：QR / 英文：QQ） TELERATE JIJI PRESS

<お問い合わせ先>

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部  
http://www.jcr.co.jp



# News Release

本投資法人に係る現状ポートフォリオの特徴として以下の項目が挙げられる。

## ①オフィスビル

- ・ ケネディクス・グループにおいて、これまで豊富な運用実績があり、経験とノウハウを十分に発揮することが可能な東京経済圏における中規模オフィスビルを主たる投資対象にすることによって、着実な内部成長を遂げていくことが可能であるものと期待される。
- ・ なお、上記の中規模オフィスビルは、一般に以下のような特色を持つ、と考えられる。
  - 中規模オフィスビルは、大規模オフィスビルに比較して、不動産売買の市場において流動性が高く、またケネディクス・グループの持つネットワークを利用した非入札による割安な価格での購入機会も相応に存在する。
  - その売買及び運営において、市場参加者は多く特に近年では競争も激化しているものの、総合力において優位にある旧財閥系大手不動産会社とは直接バッティングするケースが相対的に少なく、ケネディクス・グループの比較優位性が活かしやすい市場でもある。
  - 一方、一般的に中規模オフィスビルのテナントとなる法人は、大規模ビルに入居する企業に比べると規模が小さく、オフィス移転につながる要因発生（業績・業容変化による増減床など）が多いものと考えられる。こうしたテナントの入退去による入れ替りがあった際には、いわゆる「新規賃料」として契約時点での市場に則した賃料での契約となる。（もちろん、いわゆる「継続賃料」も市況の影響を受けないわけではないが、その変動性は「新規賃料」と比較して緩慢であることが一般的である。）
  - このため、中規模オフィスビルは不動産賃貸市況の影響を受けやすく、好況時にはテナント賃料の上昇効果を楽しむ半面、逆に不況時にはテナント賃料の値下げ圧力に晒される機会が多いものと考えられる。

こうした特徴から、中規模オフィスビルの賃貸事業の管理運営においては、その戦略・ノウハウなど、運営を担当する事業者の持つ優位性が中長期的な経営の安定には重要であるものと、JCRでは考えている。

## ②住宅

- ・ 一般に、住居系不動産の賃料は、商業施設やオフィスに比べて市況による変動が緩やかである。本投資法人では、そうした特徴を持つ住居系不動産の中でも、特に人口・世帯数が増加しているマーケット（東京及びその近傍経済圏のみならず、主要地方都市でも一定要件を満たす競争力のある地域を含む）を選択して投資することにより、ポートフォリオ全体のキャッシュフローを安定させることを見込んでいる。

## ③商業施設

- ・ 本投資法人が投資対象とする商業施設は、商業系ビルを含む都市型商業施設である。ケネディクスでは、都市型商業施設に関し、主としてテナント・リーシングの観点からは中規模オフィスビルとある程度の類似性を持ち、同じ経験とノウハウが活かせる分野であるとしており、特に開発型等でスポンサーから有利な購入機会が得られる場合などについては、積極的に投資対象として組み入れる方針である。一方、施設全体としての運営ノウハウが必要である郊外型モールや、特定のキーテナントに依存するGMSなど、ケネディクス・グループとして運用実績が乏しく、外部の資源に依存せざるを得ず差別化の余地が少ない商業施設等は投資対象としていない。

本投資法人は、所有する全物件について、プロパティ・マネジメント（以下、PM）業務をグループ会社であるケネディクス・アドバイザーズ株式会社（以下、KDA）に一括委託すると同時に、神南坂フレーム、レジデンスシャルマン月島、ZARA天神西通及び一部転貸未承諾テナントを除き、一括してマスターリース（パススルー方式）を採用している。



# News Release

また、物件運営管理における包括的な方針の下、手続、窓口等を一体化することにより、機動的かつ効率的なテナントサービスの提供と、よりきめ細かな賃貸管理が可能な体制を敷いている。さらに規模のメリットとケネディクス・グループの交渉力を生かした運営コストの削減にも注力している。

その他、館内設備、立地環境、外観等約40項目からなるアンケートを05年12月に保有する全オフィスビルについて実施するなど、テナント満足度を高めることによる物件競争力・収益の維持向上を目指している。

一方、このようなグループ各社との協働体制は、ノウハウやネットワークの活用等の面では、格付け上評価できる点ではある半面、グループの利害関係人との関係が密接であることから、アームスレングスルール等、透明性に配慮した仕組みづくりが重要であるとJCRでは考えている。本投資法人では利害関係人との間で利益相反による弊害が生じないように、十分に配慮された意思決定のプロセスがルールとして策定されていることを確認している。

財務方針はLTVを30%後半～50%程度でコントロールするとしており、比較的保守的な方針となっている。過去の実績においても、新規投資口の募集を上場後一年足らずのうちにスムーズに実施し、債務水準はほぼ財務方針に一致した運営が行われている。これらの実績についても格付け上評価できよう（有利子負債比率：第1期末37.5%、第2期末45.6%）。

なお、現在のデット・ファイナンスについては、すでに上場時より全額無担保・無保証での調達を可能にしており、長期固定資金を中心に調達している他、返済期日の分散化も進めているため、リファイナンスリスクに対する一定の柔軟性が備えられているものとJCRでは見ている。

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。  
また、格付けは、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の売買・保有を推奨するものではありません。  
格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

**株式会社 日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

＜情報提供電子メディア（検索コード）＞

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）

QUICK（和文：QR / 英文：QQ） TELERATE JIJI PRESS

＜お問い合わせ先＞

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部

<http://www.jcr.co.jp>

## 【ポートフォリオの分析】

### 1. ポートフォリオの内容

#### (1) 物件数

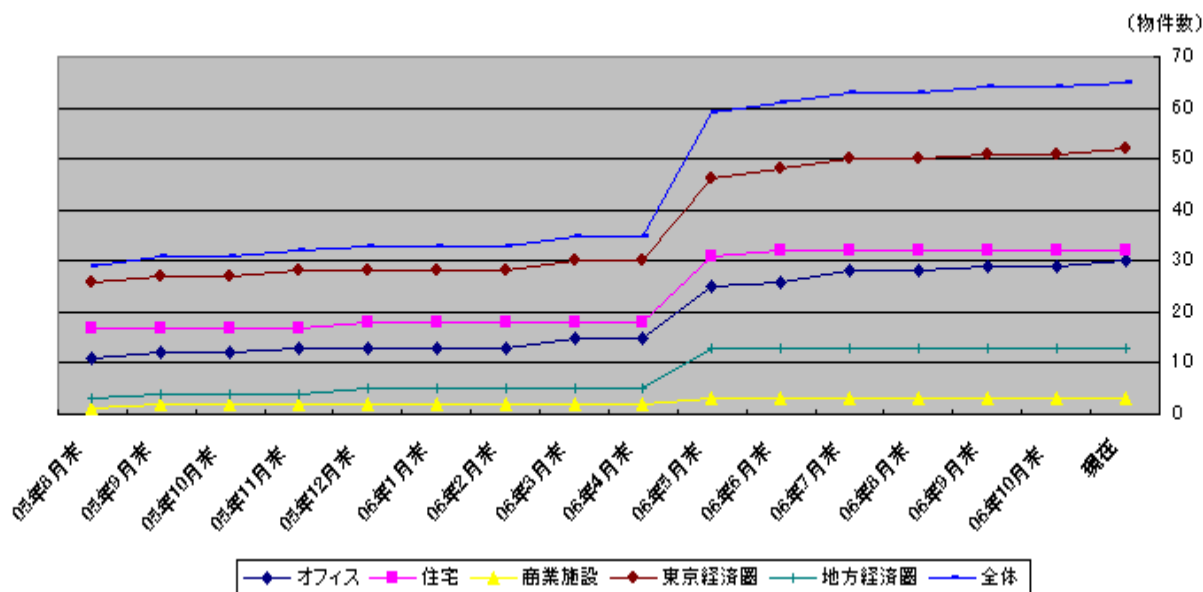
上場直後(05/8/1)で29物件(オフィス:11物件、住宅:17物件、商業施設:1物件)、第2期末(06/4/30)で35物件(オフィス:15物件、住宅:18物件、商業施設:2物件)、現在では65物件(オフィス:30物件、住宅:32物件、商業施設:3物件)と推移している。第2期末から現在までの短期間(約半年間)で30物件の取得を実行した。不動産市況が好調なため物件取得利回りが低下しているなか、これだけ短期間のうちに、当該30物件の鑑定結果でNOI利回り平均約5%以上による取得が可能となった理由として、KRM独自のネットワークの充実度、サポートライン先からの豊富な物件情報および物件供給によるものが大きいと思われる。

65物件のうちKRM独自のネットワークによる取得が20物件、サポートライン先からの取得が45物件(うち、年金ファンドからの拠出:27物件、私募ファンドからの拠出:6物件、ケネディクス自己投資による取得:12物件(うち、開発案件:9件))となっており、サポートライン先から多数の物件を取得している。またKRM独自のネットワークによる物件取得も多いことは、ケネディクス・グループとしての不動産業界におけるネットワークの活用の証左としても評価できよう。

一方、物件売却については、中長期的な観点で物件投資を行っているため、上場以来小規模な住居系2物件(06年5月10日に「ストーリー等々力」と「クレールコート芦花公園」を売却)のみに留まっている。

また、本投資法人の「ポートフォリオ構築方針」(以下、構築方針)において、本投資法人の投資対象となる不動産の用途については、オフィスビル、住宅、商業施設、その他としている。景気・雇用環境等の影響を相対的に受けやすいオフィスビル、人口・世帯動態等の影響は受けるものの比較的安定した住宅、交通インフラの整備状況を含めた周辺の繁华性や貯蓄・消費動向等の影響を受ける商業施設等、用途ごとに異なる特性を備える用途を投資対象とすることで、リスク/リターンのバランスがとれたポートフォリオの構築を意図するものである。

図表 1-エリア別取得物件数



格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。また、格付けは、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の売買・保有を推奨するものではありません。格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 **日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア(検索コード)>

BLOOMBERG (和文:JCRA/英文:JCR) REUTERS (EJCRA)  
QUICK (和文:QR/英文:QQ) TELERATE JIJI PRESS

<お問い合わせ先>

TEL: 03-3544-7013 FAX: 03-3544-7026 担当: 情報・研修部  
<http://www.jcr.co.jp>

## (2) 取得価格

65 物件の総取得価格は約 1,509 億円、取得時の総鑑定評価額は約 1,519 億円、直近時点の総評価額（鑑定評価額、調査報告書等の合計評価額）は約 1,541 億円。1 物件当りの平均取得価格は約 23 億円となっている。取得価格と取得時鑑定評価額はほぼ均衡している。また、不動産鑑定評価書は主に(財)日本不動産研究所、日本土地建物(株)、大和不動産鑑定(株)、(株)谷澤総合鑑定所、(株)中央不動産鑑定所により発行されている。JCR では鑑定評価書の各種設定数値、鑑定評価額等についての妥当性の検証を実施した。なお、取得価格については、全物件において取得時鑑定評価額以下となっている。

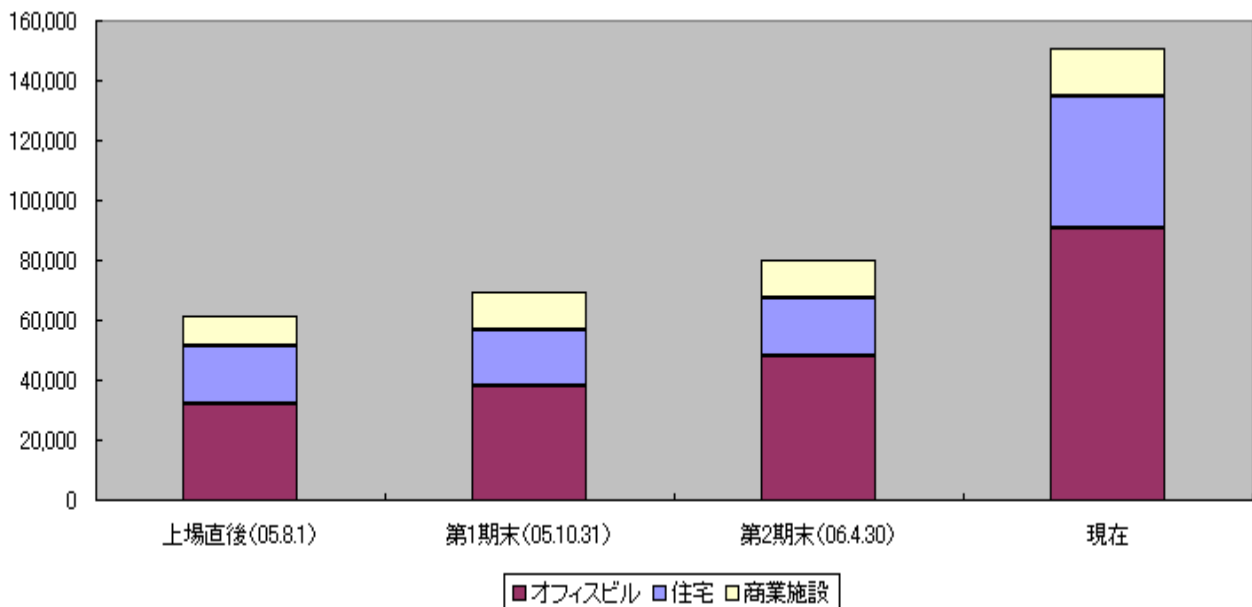
JCR では、不動産鑑定評価書・エンジニアリングレポートの精査をし、実際の契約賃料と周辺相場との比較を含め、鑑定評価書上の想定賃料の妥当性（商業施設の場合賃料負担能力の検証等）、利回り等の分析を実施し、中期的に安定する価格を査定した。

この結果として、現状の 65 物件を対象とする現在の JCR 評価額は約 1,531 億円となった。この価額は、総取得価格に対して約 101.4%、直近時点の総鑑定評価額に対して約 99.3%となることから、ポートフォリオ全体として、概ね市場性を反映した適正な価格で物件購入がなされているものと判断している。

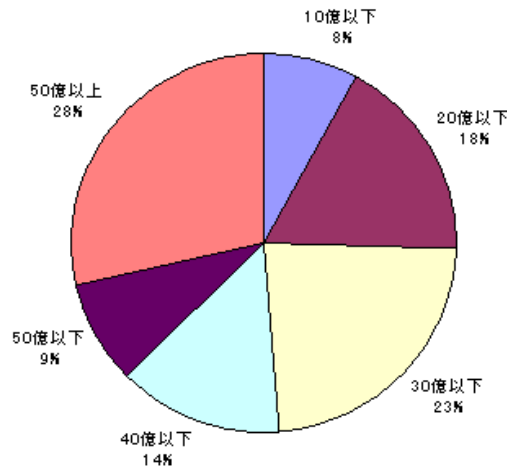
一方、個々の物件の取得金額については、50 億円以下の投資が約 71%を占めていることからケネディクス・グループが強みを持つ中規模以下の物件に焦点をあてた投資をしていることが伺える。また、市場参加者が多く、流動性も高い物件を投資対象とすることで、市況の変化等による換価必要性が生じた場合でも機敏な対応が可能となることが期待されている。

なお、本投資法人の構築方針においては、1 投資案件当たりの最低投資額は、オフィスビル、商業施設、その他の用途で 10 億円以上、住宅で 5 億円以上としており、構築方針の範囲内での物件取得が行われているものと判断される。

図表 2-ポートフォリオ取得価格推移



図表 3-取得価格別構成比

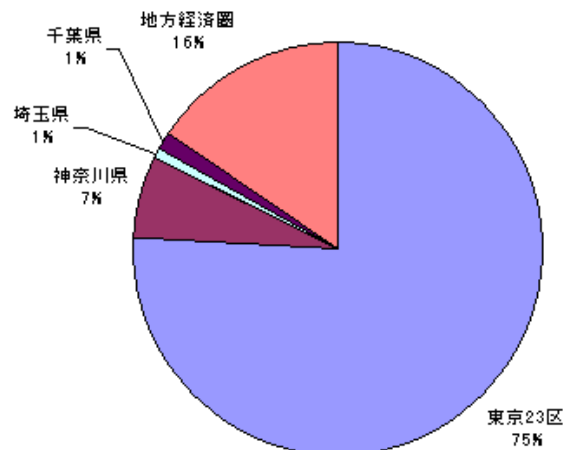


### (3) 対象エリア

現在の投資対象物件エリアは、東京経済圏（東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県的主要都市）、地方経済圏（政令指定都市をはじめとする地方中核都市）からなり、東京経済圏が約 1,275 億円（84.5%）、地方経済圏が約 234 億円（15.5%）となっている。

また、本投資法人の構築方針において、投資対象エリアは東京経済圏を中心とし、マーケットリスク、地震・災害リスク等をある程度軽減させるために地方経済圏も投資対象としている。東京経済圏は、東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県の主要都市を対象とし、地方経済圏は、政令指定都市をはじめとする地方中核都市を対象としている。投資比率の目標は、東京経済圏で70%以上、地方経済圏で30%以下の方針となっていることから、構築方針の投資比率の範囲内に収まった投資を実行している。

図表 4-エリア別取得価格構成比



格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。また、格付けは、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の売買・保有を推奨するものではありません。格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

**株式会社 日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア（検索コード）>

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）

QUICK（和文：QR / 英文：QQ） TELERATE JIJI PRESS

<お問い合わせ先>

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部

<http://www.jcr.co.jp>

#### (4) 規模

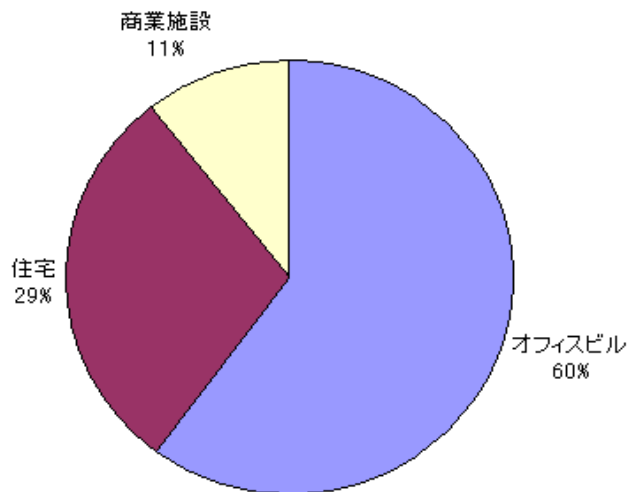
現在の1物件当たり平均投資額は約23億円。延床面積については、オフィスで約215,802.07㎡、住宅で約103,909.01㎡、商業施設で約9,016.66㎡、総延床面積約328,727.74㎡（他の区分所有部分、共有部分を含む）であり、1物件当たりの平均延床面積約5,057.35㎡となっている。

また、本投資法人の個別投資基準において、投資対象規模は、オフィス、商業施設、その他については原則として延床面積1,000㎡以上、かつ基準階専有面積150㎡以上としている。住宅については、シングルタイプ、コンパクトタイプ、ファミリータイプ、プレステージタイプの各分類において戸当り専有面積と棟当たり住戸数について制限を設けている。

#### (5) 用途

本投資法人のポートフォリオは、現在65物件、うちオフィスが30物件、住宅が32物件、商業施設が3物件である。取得価格比では、オフィスが約60%、住宅が約29%、商業施設が約11%となっている。構築方針（オフィス：50%以上、住宅：20%以上、商業施設・その他：30%以下）と比較しても、現状の投資配分は当該方針とほぼ均衡している。

**図表 5-用途別取得価格構成比**



## (6) 築年数・PML

現在のポートフォリオ平均築年数は約 12.0 年となっている。

耐震性については、投資方針で新耐震基準に基づく建築物に相当する耐震性を有し、個別の PML 値が 20% 未満であり、かつ、ポートフォリオ全体の PML 値が 10% 未満を維持できる建物であることを原則としている。ポートフォリオはいずれも PML 値が 20% 以下であり、現在のポートフォリオ平均 PML は約 7.19% となっている。

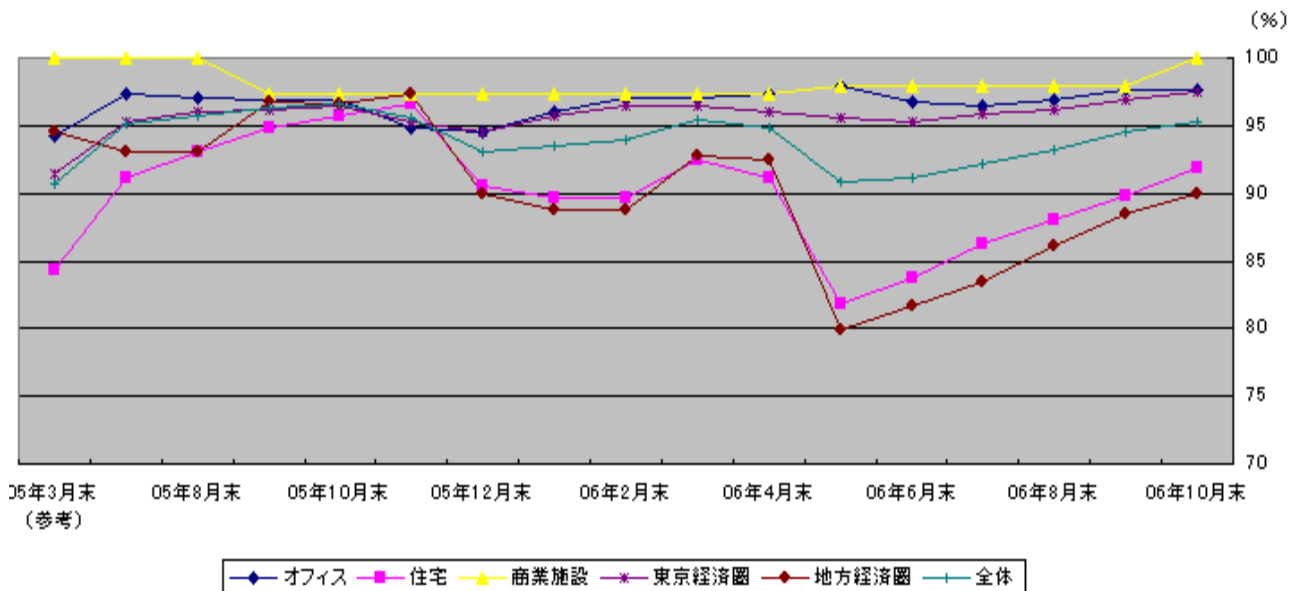
個別には、ポートフォリオ中で築年数がもっとも長い「日本橋 313 ビル」(74 年 4 月竣工・築約 33 年)について PML 値は約 17.36% であり、耐震性については基準の範囲内である。また、ポートフォリオ中最も高い PML 値(約 19.45%)を持つと診断された物件である「エスコート横浜関内Ⅱ」についても、新耐震基準以降(平成 15 年)の竣工であり耐震性について特段問題はないものと思料される。

なお、KRM では、昨年明らかになった構造計算書偽造問題に関連し、保有する住宅・商業施設に関して第三者による追加検証を行い、建築基準法に適合する耐震強度と耐震性能を有していることを確認している。

## (7) 稼働率

上場以来、ポートフォリオ全体で約 90% 以上の稼働率を維持している。06 年 10 月末時点で全 64 物件の稼働率が約 95.3% (オフィスビル: 約 97.7%、住宅: 約 91.8%、商業施設: 約 100.0%) となっている。特に住宅に関しては、立地や企画の面から空室リスクが少ないと判断される物件については、開発型を含め竣工後リースアップ未了の段階でも積極的に取得する方針であるため、物件取得時にポートフォリオ全体の稼働率の低下が観測されている場合がある。ただ、こうした物件に関しても、取得当初に比較して稼働率は着実に上昇していることが実績として伺える。(レガロ御茶ノ水Ⅰ・Ⅱ 2006 年 4 月末: 41.4%、2006 年 7 月末: 70.1%、現在では 90% 以上) 不動産市況が全般として好調であることも要因にはあげられようが、物件リーシングにおける業務上の提携先等との良好な協業体制など、PM 業務を担当する KDA の機動的なサービスの提供が効を奏しているものと考えられよう。

図表 6-用途・エリア別稼働率



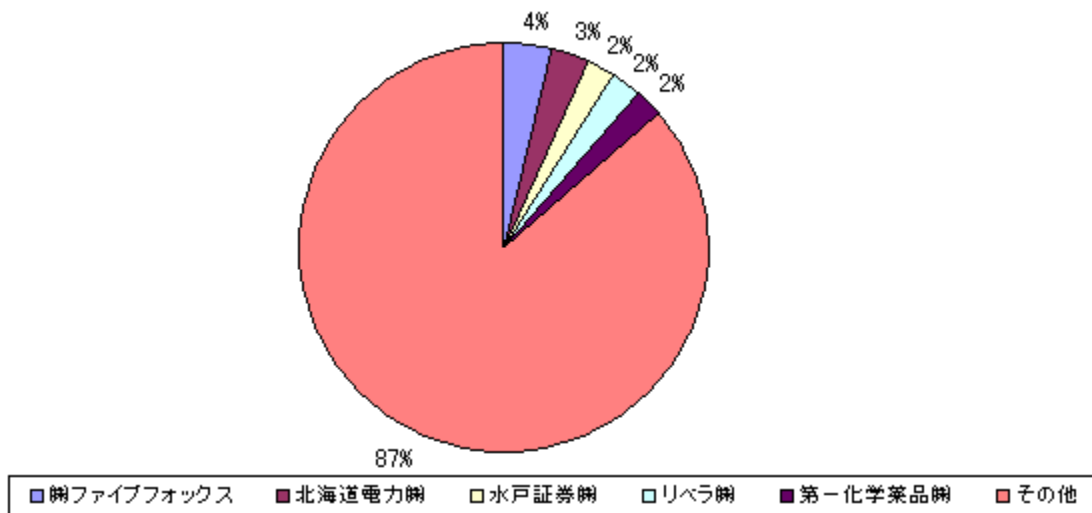
(注) 05 年 3 月末 (参考) の数値は、05 年 8 月 1 日に本投資法人が取得した 29 物件についての取得以前の数値である。



## (8) テナント・賃貸借契約

賃貸借契約は、一部商業施設の定期借家契約を除き、原則マスターレシーとしてのKDAを介して普通賃貸借契約を締結している。第2期末現在の総エンドテナント数は約760テナント（オフィスビル：約189テナント、住宅：551テナント、商業施設：約20テナント）。第2期末時点で賃貸面積が最も大きいテナントである「㈱ファイブフォックス」（原宿FFビル、神南坂フレームに入居。ただし、神南坂フレームについては退去済。）において、ポートフォリオ全体のテナント面積比約3.8%で、上位5社（㈱ファイブフォックス、北海道電力㈱、水戸証券㈱、リベラ㈱、第一化学薬品㈱。水戸証券㈱については来年3月末で退去予定。）でも約13.8%と極めて低い集中度となっている。このようにテナント分散が十分に効いたポートフォリオであることから、個別テナント一つ一つの退去がポートフォリオ全体の収益に与えるインパクトは極めて限定的である、といえよう。なお、個別投資基準において、特定の同一テナントからの賃料収入がポートフォリオ全体の賃料収入に占める比率は原則15%を上限としている。

図表7-テナント面積比（第2期末）



## (9) 上場時と比較した外部成長およびポートフォリオの分散化

上場直後の物件数29物件、総取得価格611億円、総賃貸可能面積約68,588.90㎡である。これに対して、現在の総物件数65物件、総取得価格約1,509億円、総賃貸可能面積約195,961.26㎡であり、いずれも規模拡大を果たしている。上場以来着実に物件を購入し、外部成長を遂げているといえる。

また、物件所在地については東京経済圏を中心に投資しているが、地方経済圏についても地理的分散が行われている。大地震等のリスクへの懸念は地理的分散によりある程度払拭されているものと判断される。

ポートフォリオ分散については、上場時最大ポートフォリオであった神南坂フレームの取得価格のポートフォリオ全体の取得価格に占める割合は約16.2%であったが、現在では約6.6%まで減少している。また、上位10物件でも約37.4%の集中度であることから、各投資物件への集中リスクは大幅に緩和されているものとJCRでは考えている。



# News Release

## 【資産運用業務における特徴】

### (1) アセット・マネジメントとプロパティ・マネジメント

本投資法人におけるKRMのアセット・マネジメント（以下、AM）業務は、スポンサーであるケネディクスからの出向者が中心に担当している。KRMはケネディクスの100%子会社であり、AM業務で実績のあるケネディクスにおける経験・ノウハウを受け継ぐ人材を核としている。

1人当たりAM担当平均物件数は約13件と比較的多くなっているが、PM業務を担当するKDA、日常テナント対応を行うビルメンテナンス会社、事務受託者であるみずほ信託銀行との連携も必要に応じて可能にする独自の仕様にカスタマイズされたASPサービスの利用により、運用業務における事務処理負担の軽減を図っている。なお、各営業期間毎に年度運用計画が策定され、これに基づいた計画的な資産運用・PM会社のモニタリング等を実施している。

PM業務は、グループでの物件運営管理の一元化により、機動的かつ継続的なサービスの提供及び効率化・費用の低減化を図ることを目的として、原則としてKDAに一括委託している。KDAはケネディクス・グループが運用する年金ファンドの管理運営業務を担当する関連会社である。ケネディクス・グループでは、03年に初めて年金ファンドを受託して以来、1号～8号までの受託実績があり（既に1号～3号までは運用終了）、受託資産の規模は延べ総額で約1,690億円、主たる投資対象の物件用途としてはケネディクス・グループが得意とするオフィスビル・住宅となっている。

KDAにおいて、本投資法人のPM業務を受託するにあたっては、年金ファンドの管理運営業務部署での兼業による利益相反行為等の弊害を予防するとの見地から、専任の担当部署を設けて受託している。担当部署の専任役職員は現在8名で、ビルメンテナンス会社・商業施設の企画会社など、ケネディクス・グループのネットワークにより適切と看做される専門業者との連携により外部の資源を活用することや、前述のような少人数での受託が可能な効率的な事務運営体制の構築によって、現状特段の問題のない運営が行われていることが確認されたものの、一人当たりの担当件数・業務内容がやや過重になっていることは否めず、JCRでは今後の規模拡大や更なる物件の付加価値増大に向け、適切な人員の補充が行われることが望ましいと考えている。

また、PM業務受託に関連し、半期毎にリーシングガイドラインを作成し計画的なリーシング活動に努めていることをKRM側で定期的に確認し、業務委託の関係者取引による弊害防止にも注意が払われている。

### (2) 物件取得パイプライン

本投資法人において、中長期安定的かつ継続的な物件の取得機会を確保するため、ケネディクス、KDA（以下、サポート会社）との間で「不動産情報提供等に関する覚書」（以下、サポートライン覚書）を締結し、物件情報提供等を受ける体制が構築されている。

主な内容は以下のとおりである。

#### ① ケネディクスの不動産供給面でのサポート

- ・ケネディクスが入手した不動産情報にかかる情報提供  
第三者保有不動産等の売却情報を年金ファンドに次いで提供する。
- ・ケネディクスの自己投資不動産の売却  
年金ファンドに次いで提供する。
- ・ケネディクスの私募ファンドからの物件売却  
第三者に遅れることなく情報を提供する。

#### ② ケネディクスによるウェアハウジング機能の提供

#### ③ ケネディクス・アドバイザーズの不動産供給面のサポート

- ・ケネディクス・アドバイザーズが入手した不動産情報にかかる情報提供  
本投資法人に優先的に情報を提供
- ・ケネディクス・アドバイザーズの年金ファンドからの物件売却  
本投資法人に優先的に情報を提供

これらのサポートにより、サポート会社が自己投資または運用している不動産を売却する場合には本投資法人が優先的もしくは年金ファンドに次いで第2優先順位で物件購入検討の機会を得ることが可能である。ケネディクス及びKDAのAM受託資産残高は平成18年9月末現在で約5,228億円、現在運用中の年金ファンド(4号～8号)の資産規模は約1,230億円、現在組成中の9号も資産規模約300億円を予定していることから、今後の外部成長についても競争力のある物件の、非入札による取得に関して大きなサポートとなることが期待される。

現状のポートフォリオ65物件に関しては、KRM独自のネットワークによる取得が20物件(うち、直接売買による取得:11物件、ウェアハウジングの活用による取得:9物件)、サポートライン先からの取得が45物件(うち、年金ファンドからの抛出:27物件、私募ファンドからの抛出:6物件、ケネディクス自己投資による取得:12物件(うち、開発案件:9件))となっている。マルチパイプラインを活用した相対での不動産購入を中心とし、昨今不動産市況が加熱する中での入札による高価格を許容して資産購入による外部成長を優先させる目的にて不動産を取得する、という姿勢には現状ないと判断している。なお、ケネディクスが開発した物件の取得実績も多く、現在もケネディクスによる継続的な開発が予定されていることから、サポートラインからの相対取引による適正な価格での取得が今後も見込まれている。

### (3)CS(顧客満足度調査)、“KDX”の名称変更による内部成長

本投資法人では、資産運用にCS(顧客満足度調査)を取り入れ、テナントからの意見・要望を吸い上げることによりテナントニーズを把握し、顧客満足度と物件競争力を高めることで、物件の収益維持向上を目指している。テナントからの意見・要望につき対応策(案)をPM会社より受領し、顧客からのフィードバックを基に必要に応じて共用部分等の改修を適宜実施している。また、管理面での満足度の低い物件については、物件管理会社・ビルメンテナンス会社等の変更を検討するなどの措置を講じている。また、管理状態やグレードの水準が多様な中規模オフィスビル市場での差別化を計るため、第3期よりオフィスの名称に「KDX」を、また、住宅の名称に「レガーロ」を付けるなど、認知度向上によるブランド戦略についても注力している。

### (4)ガバナンス体制

KRMでは、透明性の高い運用を迫及するため、ケネディクス・グループの企業との全面的な協働を図る一方で、その弊害を防止するため、厳格なガバナンス体制を敷いている。

具体的には、コンプライアンス委員会、運用委員会、取締役会の複階層による意思決定を踏んでいる。運用ガイドラインの作成、資産管理計画書等の作成、利害関係者との取引等についてまずコンプライアンス・オフィサーで審査し、その後コンプライアンス委員会での審査及び決議、運用委員会での審査及び決議を経て取締役会での決議又は報告の手順を踏むこととなっている。(但し、利害関係者以外の取引についてはコンプライアンス委員会を経る必要はない。下記(5)参照)

いずれの委員会も、必要性に応じて適切に開催され、持ち回りによる開催は行われていないことが確認されており、資産運用会社としての受託者責任上の課題は特段無いものと考えられる。

### (5)利益相反

本投資法人は、ケネディクス及びKDAとの間でサポートライン覚書を締結し、またグループ各社にPM業務を委託していること等により、利害関係人との関係が密接であることから、利害関係人との間で利益相反が生じないような厳格かつ透明度が高いルール策定がなされている。

主な内容は以下のとおりである。

- ① 利害関係人との取引を行う場合、コンプライアンス委員会、運用委員会による承認の決議に加えて取締役会決議が必要となる(複階層による厳格なチェック体制の確立)。
- ② 利害関係者から物件を購入する場合、鑑定評価額以下とする。
- ③ 利害関係者へ物件を売却する場合、鑑定評価額以上とする。

- ④ 利害関係者へ物件を賃貸する場合、第三者の意見書等を参考のうえ適正と判断される条件で賃貸する。
- ⑤ 利害関係者へ特定資産の取得、売買または賃貸の媒介を委託する場合、宅建業法に規定する報酬の範囲内とし、売買価格・賃料の水準、媒介の難易度等を勘案して決定する。
- ⑥ 利害関係者へ不動産管理業務を委託する場合、実績、会社信用度等を調査するとともに、委託料については、市場水準、提供役務の内容、業務総量等を勘案して決定する。
- ⑦ 利害関係者へ工事等を発注した場合、第三者の見積価格及び内容等を比較検討したうえで、適正と判断される条件にて工事の発注を行う。
- ⑧ PM会社については、定期的に運営実績について評価・査定を実施する。その結果を踏まえて、業務内容の変更や改善の指示を行うほか、状況によりPM会社の変更を行う。

J-REIT に関しては、本年に入っていくつかコンプライアンスの問題が指摘された件が明らかになった。もとより J-REIT という仕組みは、要求される情報公開のレベルと透明性が比較的高いものと考えられるが、コンプライアンスの徹底は今後の更なる市場の健全な発展に不可欠で、不断の実効性ある整備が個々の J-REIT に要求されよう。J C R では、本投資法人の運営体制や実効性について、今後も継続的に注視していく。

## (6)財務構成

設立当初以降の L T V の推移を見ると、これまでに 1 回の追加投資口の発行（増資）を順調にこなし、上場以降これまでの間、期中平均 L T V は 30% 台後半～50% 程度の間でコントロールされ、健全な財務構成を維持していると J C R では評価している。また、分散の効いたポートフォリオを構築し、現在の管理運営状況等を考慮すれば、当面はポートフォリオ全体としての評価額の下落による、L T V の急激な悪化は考えにくいものと見ている。

第 2 期末の L T V の数値は、以下の通りである。投資法人の場合には、資産売却とその結果としての負債の返済方法が予め規定されているわけではない（15 ページ【まとめ】の項を参照）ため、単純な比較はできないが、現状の L T V を前提としたストラクチャード・ファイナンス案件の場合であれば、J C R の格付け基準では A レンジ～A A レンジの格付けに相当するレベルであるといえよう。

単位:億円

	期末簿価ベース	評価額ベース	
		投資法人公表	JCR
ネット総資産	891	1,598	1,588
有形固定資産	834	1,541	1,531
その他の資産	57	57	57
ネット負債	426	691	692
有利子負債	420	660	660
敷金・保証金	35	61	61
信託現金・預金(-)	-29	-29	-29
LTV	47.8	43.3	43.6

注:期末簿価ベースは 06/4 期末日の数値を使用

ネット総資産＝資産合計－信託現金・信託預金

ネット負債＝有利子負債＋敷金保証金－信託現金・信託預金

LTV＝ネット負債÷ネット総資産



# News Release

敷金・保証金:2006年10月末時点の概算額

信託現金・預金:現時点の開示データがないため第2期末時点の金額を採用

今後の金利環境の変化への対応については、取引金融機関との良好な関係の維持とも相俟って、借入金は全額無担保・無保証で、長期固定化・返済期限の分散化を推進して来た。その結果、現時点での長期固定化比率は約77.2%となっており、リファイナンスリスクに対する柔軟性や金利上昇局面への耐性は、一定の水準をクリアしているものと評価できよう。

こうした中、借入金全体の平均金利は現状1%台前半と低水準を維持しているものの、本投資法人の保守的な財務戦略等の方針を堅持していくためには、今後さらに借入期間の長期化を推進することが望ましいとJCRでは考えている。

## 【ケネディクス株式会社の概要】

当社は95年4月に米国不動産会社ケネディ・ウイルソン・インクの日本における不動産投資アドバイザー事業の拠点として発足。99年から本格的にアセット・マネジメント事業に参入し、米国系の投資家と組み不動産・債権への投資を開始した。01年には初めて国内投資家からアセット・マネジメント業務を受託、以後受託残高は着実に増加し、06年12月末には5,200億円を見込んでいる。05年7月には、当社が100%出資するケネディクス・リート・マネジメント(株)が運用するケネディクス不動産投資法人が上場、また、三井物産が主たるスポンサーである物流施設特化型J-REITの日本ロジスティクスファンド投資法人を運営する三井物産ロジスティクス・パートナーズ(株)のスポンサーともなっている。尚、03年8月に親会社であったケネディ・ウイルソン・インクとの資本関係を解消しているが、海外投資などではパートナーを組むなど良好な関係を継続している。05/12期の営業収益の構成比は、不動産アドバイザー事業(不動産投資支援サービス、自己勘定による不動産投資業務等)58.7%、アセット・マネジメント事業(不動産の運営管理等)32.3%、債券投資マネジメント事業(不動産担保付債権の運用、管理)9.0%となっている。

不動産投資市場は、イールドギャップの高さなどからJ-REITや不動産私募ファンドに資金が流入、活況を呈しているが、一方で投資対象となる収益不動産の取得競争が激化しており、不動産価格が上昇、キャップレートが低下している。各ファンド運用会社とも、運用利回りを維持、向上させるため物件タイプやエリア、さらには投資ターゲットを拡大している。

当社は同業他社よりも早く99年ごろから受託資産の積み上げを行い、比較的安値で物件を購入できているほか、比較的従業員の定着率も高く、運用ノウハウや情報ネットワークが社内に蓄積されている。物件購入の際にはこれら人的ネットワークが活かされ、ほとんどの物件が非入札で取得され、価格競争に陥ることなく、比較的高い投資基準レートを堅持している。受託残高の規模拡大のみを追及せず、案件の収益性を重視した投資を行い、当社ファンドの中で、キャップレートが最も低い年金基金のファンドにおいても6%のNOI利回りを維持している。

投資対象は、内部成長余力のある東京のオフィスビルを得意分野としていたが、その後、賃貸マンション、商業施設、物流施設などにも投資を拡大し、06/6中間期末の受託残高のうちオフィスビルの割合は47%となっている。投資エリアも拡大しており、物件取得競争が激化する中、他のファンド運用会社と同様に投資対象の多様化の傾向が見られる。現在、近隣商圏型の小型商業施設、ヘルスケア施設、社宅への投資などを強化している。これら新しい物件タイプの取り組みにより他のファンドとの差別化が図れるのか注目している。また、02年から不動産の開発案件にも取り組んでおり、ファンドの拡大や当社収益の底上げにつながっている。開発リスクが伴うが、自らのバランスシートからリスク負担を考慮した投資方針に徹しているほか、基本的にはリースアップ以外のリスクを排除した案件に仕立てた後に投資しており、開発リスクは比較的強く抑えられている。

当社組成ファンドは、設立当初は外資系投資家が多かったが、運用実績の積み重ねにより国内投資家からの評価も徐々に高まり、スポンサーとして組成した2つのJ-REITの上場もあり、投資家層は分散しつつある。



# News Release

06/6 中間期末の受託資産の投資家構成比は、J-REIT 43%、国内機関投資家 21%、年金基金 18%、外資系投資家 13%と、年金基金や J-REIT など長期安定指向の受託資産が多くなっており、当社の収益基盤の安定化につながるものと見ている。

06/12 期の業績は、営業収益 220 億円（前期比 58%増）、経常利益 133 億円（同 64%増）を見込んでいる。物件の取得や受託残高の増加による手数料が増加したほか、開発物件の売却による影響が大きい。自己開発物件売却益は 05/12 期の 21 億円から、06/12 期は 97 億円と増加しており、営業収益増加部分の大半を占めている。08 年度までは、ある程度の開発物件を確保しているが、比較的安定的な受託残高からの手数料収入に比べボラティリティの高い収益であり、今後の開発物件の動向には注意を要する。

財務構成は 06/6 中間期末の自己資本比率は 35.0%と相応な水準にある。一方で、当社の棚卸資産については、主として年金ファンドや本投資法人に関連したブリッジ型投資のほか、物件の開発案件に対する投資で占められている。これらの投資に関しては、前述のように原則として出口までの期間が比較的短く、またリスクも概ね限定されたものみに投資する姿勢であるとしているが、こうしたオンブックの投資残高の増加につれ、従前にも増してリスク管理の徹底が必要とされるであろう。

一方、金融機関との取引は、当社の比較的保守的な投資方針やこれまでの取引の仕振りなどが評価されており、良好である。また、06 年 9 月には三井住友銀行をアレンジャーとするコミットメントラインを 440 億円に増額、機動的な物件取得に備えている。

格付けは、信用すべき情報に基づいた JCR の意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。  
また、格付けは、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の売買・保有を推奨するものではありません。  
格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

**株式会社 日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア（検索コード）>

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）

QUICK（和文：QR / 英文：QQ） TELERATE JIJI PRESS

<お問い合わせ先>

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部

<http://www.jcr.co.jp>



# News Release

## 【まとめ～スポンサーとJ-REITの評価】

一般に、不動産を裏付け資産とするストラクチャード・ファイナンス商品の格付けにおいては、物件売却によって投資ヴィークルが資産を現金化した際には、ウォーターフォールと呼ばれる事前の約定によってその現金の処理がなされる。資産の売却者（オリジネーター）の資金調達を主たる目的とする多くの場合で、優先する上位トランシェが償還されない限り、下位のトランシェにはキャッシュが振り分けられない「シーケンシャルペイメント」という形が採用されている。

JCRでは、J-REITの格付けにあたって、このように単純な「資産証券化商品」と同様にヴィークル＝投資法人の保有するスタティックな「資産」のみに焦点をあてるのではなく、不動産投資という物件の取得・管理・維持・売却といった一連の業務を行う過程の中で、投資法人ならびに資産運用会社が「債権者」「投資主」「スポンサー」といった関係者とどのように利害関係を調整しつつ、J-REITの運営を行っていくのか、その意思と能力についても注目していきたい、との趣旨から、ゴーイング・コンサーンのコーポレートとしての観点を取り入れる、と考えているものである。

本投資法人の場合で一例をあげてみよう。前記のように、本投資法人の特徴は、スポンサーが強みをもつ東京経済圏を中心とした中規模オフィスビルを主な投資対象としている。このため、ポートフォリオ内での物件分散度は比較的高く、物件売却をも前提に見た場合、基本的にはリファイナンスリスクの低減には有利である。

一方で、投資主にとっては借入金の調達コストが一定の範囲に納まっている限りにおいては、高いレバレッジ水準の維持による高配当の実現が望まれよう。

周知の通りJ-REITが物件を売却した場合には、その損益は投資主に帰属すべき損益として認識され、実現した利益については費用控除後の90%以上が当該売却の行われた期の配当として投資主に還元されることが導管性維持の要件となっている。この点にのみ焦点をあてた場合には、物件の売買は、投資主への配当の多寡にダイレクトにつながるため、含み益を債権者は自らの債権の引当と考えることが出来ないと同時に、含み損の吐き出しについては資産運用会社としては慎重にならざるを得ないであろう。

投資法人の物件売却益を含めた高い配当実績などのトラックレコードは、資産運用会社における業務上のアドバンテージに変更がない限り、市場における投資主＝エクイティ投資家の継続的な支持につながり、将来的な増資の際に有利に働くことが期待される。反対に、売却損の実現による配当金縮減は、エクイティ投資家の支持の離散を招き、将来の増資の道が閉ざされることにもなりかねない。<sup>1</sup>

このように、資産運用会社を通じた不動産投資業務全般、あるいはヴィークルとしての投資法人の存在自体がスポンサーのビジネスモデルにビルトインされ、債権者や投資主という、利害が必ずしも一致しない関係者間との良好な関係を継続しつつ、資産運用会社の業務をコントロールしていくインセンティブがスポンサーサイドに存在する場合には、スポンサー自身による投資法人の債務に関する保証等の財務面での直接的な支援を期待するものではないにせよ、投資法人が債務弁済に支障をきたす前の段階等で運営上のサポートが期待され、その信用力に影響を与えるものであると考える。

本投資法人の場合には、物件取得におけるスポンサーのサポート、スポンサーの保有する経験・ノウハウ・ネットワークを活かした個別物件のマネジメント、及び金融機関との良好な取引関係を含めた財務面での能力につき、スポンサーの経営戦略に置ける本投資法人の位置づけと関与度を踏まえつつ確認し、格付けに織り込んでいるが、今後の各物件の管理運営状況、財務面ではリファイナンス対応やコベナンツ遵守の状況について、今後もその推移を注視していく。

なお、このようにスポンサーによるサポートを評価する一方で、利益相反についても十分な検証が行われ

<sup>1</sup> もちろん、こうした将来の増資の局面においては、増資後の表面の配当利回りが投資家の目線に合った適正な水準であることが必要であり、その実現のためには①不採算物件売却による債務水準の適正化、②高採算の物件取得による収益水準の底上げ、などの施策を実行しつつ、含み損益のある物件をあえて売却せずに、リファイナンスに利用することも含め、投資主・債権者双方に配慮したバランスシートの調整を行うなどのノウハウ（計画立案・交渉に関する人的資源を含めた能力）が前提になる。このように、将来のストレスケースを想定した場合においても、多様な資金調達の選択肢の中から適切な手当てを可能にすることが期待される財務に関するノウハウや経験値の存在は、格付けの視点としては評価の対象となる。



# News Release

ることは既に述べてきたとおりである。ただ、既述のように現状 J-REIT に関する東京証券取引所及び社団法人投資信託協会による情報公開の要件の水準が高いこともあり、通常の場合においても、信用力に影響を与えるようなレベルでの相反する取引が行われる可能性は少ないと考えているが、本投資法人の場合においては、そうした懸念を十分に排除可能なレベルの体制が整えられていると評価している。

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。  
また、格付けは、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の売買・保有を推奨するものではありません。  
格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

**株式会社 日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア（検索コード）>

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）

QUICK（和文：QR / 英文：QQ） TELERATE JIJI PRESS

<お問い合わせ先>

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部

<http://www.jcr.co.jp>





# News Release

## 【ポートフォリオ主要物件概要】

### ●日本橋 313ビル

都営地下鉄浅草線「日本橋駅」徒歩約4分に位置する1974年4月竣工、築約33年の「昭和通り」に面した店舗付オフィスビルである。周辺は東京を代表するオフィス・商業施設集積地であり、オフィス需要は高い。対象建物は西棟と東棟から構成されているが機能的には一棟の建物として利用されている。当物件はこれまでに改修・補修工事が適宜実施されている。1996年から1998年にかけて、各階のトイレ・給湯室・共用廊下・屋上防水の更新・空調機更新・立体式機会駐車設備整備等が実施され、2002年にはカーテンウォールの交換・給排水設備の改修等が実施されている。こうした投資の成果として、築年数の古さによるリーシングへの影響は、相当程度軽減されている状態に仕上がっているものと考えられる。

建物は不整形であるが、西棟と東棟の結合部分をエレベーターホール等の共有スペースにあてることによって、比較的効率的な床利用を可能にしている。日本橋以外にも、東京駅八重洲口からも徒歩圏にあるなど、中長期的にオフィス立地としては競争力を持続できるエリアに所在し、実際に過去のデータにおいても高い稼働率を維持しており（現在も満室稼働）、安定したキャッシュフローが見込める物件の一つであると考えられる。現在のテナント数は7社であり、このうち水戸証券(株)が建物賃貸面積比約40%、第一化学薬品(株)が約37%利用している。水戸証券(株)については、2007年3月末に当ビルを退去する予定であることから、後継テナントについての動向（賃料水準等）については、AM・PMの対応を含め注視していきたい。

### ●KDX 浜町ビル

都営地下鉄新宿線「浜町駅」徒歩約2分に位置する1993年9月竣工、築約13年の店舗付オフィスビルである。その他、東京メトロ日比谷線「人形町駅」徒歩約5分、東京メトロ半蔵門線「水天宮駅」徒歩約6分に位置することから交通接近条件は良好である。対象地周辺は中高層のオフィスや住居・店舗が混在するエリアであるが、東京を代表するオフィス街である日本橋地区へ近接する地域として、相応のオフィス需要が見込めるエリアである。

建物の9階は住宅として、10階は店舗としてこれまで前オーナーによる利用がなされていたが、当投資法人が取得した時点で空室となったことから、建物のスペック、需要動向等を慎重に検討した結果、KRMでは両階ともにオフィスへのリノベーションによる用途変更を決定した。

第2期決算時点（2006年4月末）の稼働率が約87.3%、その後テナント退去によって稼働率が大きく落ち込んだ時期もあったが、前述のリノベーションやKDAによる地道なリーシング活動が功を奏し、現在では1フロアを除き契約見込みテナントが決まっており、安定稼働の状況に移行していくものとJCRでは考えている。

### ●KDX 東新宿ビル

都営地下鉄大江戸線「東新宿駅」徒歩約1分に位置する1990年1月竣工、築約17年の「職安通り」に面したオフィスビルである。周辺は、オフィス、ホテル、住宅等が混在する地域であり、歌舞伎町の歓楽街エリアに近接し、環境面ではオフィス立地として優れているとは言い難い。しかし、「新宿駅」にも比較的近く交通接近条件は良好であることから、賃料水準次第では十分にオフィス需要が見込めるエリアではある。また、対象地から約200mの距離に東京メトロ13号線「新宿七丁目駅」が平成19年度の開業を目指し現在建設中であり、さらに近隣での大規模再開発事業（都市再生機構による新宿六丁目開発、日本テレビゴルフガーデン跡地）も予定されていることから、将来的に環境の変化によるエリアの付加価値が上昇する可能性を秘めている。

建物は2階以上がオフィスとして利用されておりオフィス部分は現在満室である。建物の1階は以前給油所として利用されていたが、現況は未利用のまま（後継に支障がないような現状復帰は実施済）テナントが決まっていない。当物件は2006年9月に本投資法人によって取得されており、取得後間もないことから、現

在はKRM及びKDAとしても、この1階部分の利用方法を複数のテナント申込をも踏まえて慎重に検討しているところである。

JCRでは、本物件の取得価格は当該部分のリーシングの問題点をも踏まえて、現時点では妥当であると考えているが、今後のリーシング活動によるテナント動向については十分に注視していきたいと考えている。

## ●レジデンスシャルマン月島

都営地下鉄大江戸線「勝どき駅」徒歩約4分に位置する2004年1月竣工、築約3年の賃貸マンションである。建物はA棟とB棟から構成され、対象区分所有部分はA棟の2階から10階の住宅部分140戸である。建物のグレードは高く、また設備内容も現在のテナントニーズを充分満たした内容である。管理人は24時間常駐体制となっており、セキュリティ面でも充実している。建物内にはゲストルームの設置、テナントが憩めるウッドデッキ仕様の共有スペースの設置、ホテル感覚のフロントサービスの提供等、他の賃貸マンションと比較して競争力の高い内容となっている。

間取りタイプは1K～1LDKタイプが52戸、1LDK・2DK・2LDKタイプが88戸となっている。間取りタイプの中にはメゾネットタイプ（1・2階タイプ、1階・地下タイプ）もあり、様々なテナント嗜好に適合すべく個性的な多種の間取りが提供されていることは、都心型賃貸マンションとしては評価されよう。

一棟の建物のうち住宅部分は積和不動産㈱との間で期間約25年の定期建物賃貸借契約が締結されている。賃料は平成21年1月末まで固定されており、安定的な収益が見込めると考えられる。エンドテナントも現在約95%程度の稼働率を示している。

## ●レガーク御茶ノ水Ⅰ・Ⅱ

JR総武線・都営地下鉄三田線「水道橋駅」徒歩約5分に位置する2006年竣工の新築賃貸マンションである。その他、JR中央線「御茶ノ水駅」徒歩約6分、東京メトロ丸ノ内線「本郷三丁目駅」徒歩約8分に位置することから交通接近条件は良好である。周辺は賃貸マンションの競合が多いエリアではあるが、複数の医療施設、教育施設に隣接した立地であることから、今後も競争力を維持していく適切なマネジメントが実施されれば、長期安定的な収益が見込めるものと予測される。

建物はⅠ棟とⅡ棟から構成され、Ⅰ棟が63戸、Ⅱ棟が84戸、計147戸となっている。間取りタイプはいずれも1Kである。建物竣工直後は、時季の関係で低稼働率でのスタートとなったが、現在ではほぼ100%に近い稼働率を示している。

## ●神南坂フレーム

「渋谷駅」徒歩約8分に位置する2005年3月竣工、築約2年の商業施設である。周辺は10代から20代をターゲットとしたセレクトショップやコンセプトショップ等が集積しており、渋谷センター街とターゲットとする層が異なり、一定の繁華性がある中でも比較的落ち着いた雰囲気を出している商業地域である。

建物は四方を道路に囲まれた区画のうち、一つの隅を除いた形状であり、接道部分の多さから当初の設計段階より路面店の集合的な要素を意識していたこと、一方でビルの顔となるべきメインエントランスが分かりにくいことも相俟って、施設内の顧客回遊性に欠け、建物一階以外の顧客誘引力がやや弱いとの指摘も可能であった。

このため、現在のところ満室稼働ではあるが、一部テナントに解約予告があったことを契機（現在では退去済み）として、KRMでは、今後の商業施設としての知名度・魅力向上のためのリニューアルを一部実施及び計画である。JCRでは、現在予定されている物件リニューアルによって、投資金額に見合った、現状以上に競争力が備わった物件となるかどうかについては、KRM及びKDAの商業施設運営能力に係る試金石として、今後の状況を注視していきたいと考えている。



# News Release

## ●代々木 Mビル

J R 山手線・都営地下鉄大江戸線「代々木駅」徒歩約 1 分に位置する 1991 年 8 月竣工、築約 15 年の商業ビルである。建物は壁面を利用した映像広告が特徴的なビルであり、J R 代々木駅とは駅前交差点を隔てた真向かいの好立地に位置している。また、周辺には専門学校、予備校等が多く所在することから、特に日中の人通りが多く、商業立地としては有望なロケーションにあるといえ、稼働率（現在は満室）並びに収益の安定性に懸念すべき点は少ないものと考えられる。

一方で、J C R が考える本物件の今後の課題としては、特に中上層階のテナント選定である。駅前立地ということと、各階の床面積規模や賃料水準が比較的手ごろであることなどから、空室が出た場合にも入居に係る申し込みは多く寄せられるようである。現状、PMを担当するK D A、及びK R Mにおいては慎重なテナント審査が行われていることを確認しているものの、都心立地の商業ビル運営特有の課題として、今後のテナント入退きの動向には注目していきたい。

なお、当該建物の壁面広告は 2006 年に K D A の提案によって設置されたものであり、当該物件の立地・通行量・視認性といった物件のポテンシャルを収益に結びつける施策の実行という視点では評価に値しよう。

以上

ストラクチャードファイナンス部

チーフアナリスト 杉山 成夫・アナリスト 秋山 高範

格付三部

チーフアナリスト 井上 肇