

日本プライムリアルティ投資法人 J-REIT 発行体格付

格付け付与：2004年（平成16年）1月23日

JAPAN-CMBS

著者：

東京

桑原 孝

VP-シニア・アナリスト
03-5408-4100

コンタクト先：

東京

北山 慶

マネージング・ディレクター
03-5408-4100

2004年（平成16年）1月23日、東京、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、日本プライムリアルティ投資法人に対し、以下の発行体格付けを付与した。この格付けは、2004年（平成16年）1月22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： A3
アウトlook： 安定的

投資法人概要

投資法人： 日本プライムリアルティ投資法人（JPR）
設立： 2001年9月14日
上場： 2002年6月14日（東京証券取引所）
資産保管会社： みずほ信託銀行株式会社

資産運用会社概要

資産運用会社： 株式会社東京リアルティ・インベストメント・マネジメント（TRIM）
設立： 2000年4月28日
株主構成： 東京建物株式会社（東京建物）（出資26%）
明治安田生命保険相互会社（明治安田生命）（Baa2/出資24%）
大成建設株式会社（Ba1/出資20%）
安田不動産株式会社（出資20%）
株式会社損害保険ジャパン（Aa3/出資10%）

ポートフォリオ概要（2003年10月末現在）

所有対象： 日本全国に所在する総計32物件¹のオフィスビル・商業施設ビル
所有資産： 不動産及び信託受益権
賃貸可能面積： 約66,152坪（区分所有・共有物件は持分により按分）
鑑定評価価額： 約1,387億円（株式会社谷澤総合鑑定所、日本土地建物株式会社、財団法人日本不動産研究所）

ムーディーズの
資産価値評価額：約1,267億円²

財務概要

（2003年10月末現在。2003年6月末（第3期決算）以降、2003年10月末までに取得した物件の購入資金調達後の姿。）

購入価格：	約1,396億円
有利子負債：	計525億円（短期借入129億円、 中長期借入金396億円）
金利償却前利益（ムーディーズ試算NOI）：	8,830百万円
金利償却前利益 / 総収入（ムーディーズ試算）：	71.0%
有利子負債 / 金利償却前利益（X）：	5.95
LTV（有利子負債 / 資産価値評価額（ムーディーズ））：	41.4%
実際のDSCR：	12.6
ストレスDSCR（期待シナリオ）：	5.1 ~ 6.6（ムーディーズ試算、 LTV35 ~ 45%、ローンコスト 金利3.0%による）
ストレスDSCR（ストレスシナリオ）：	1.9 ~ 2.3（ムーディーズ試算、 LTV50 ~ 60%、ローンコスト 金利6.0%による）

1. 売却済みである安田生命天六ビル（大阪）は除く。以下同じ。

2. ムーディーズによる資産価値は標準化されたキャップレート等を基に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。



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など静態分析と、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など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・各種コベナンツの存在など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)

◆ 投資法人の特別目的会社性

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など、特別目的会社たる構成要素を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、オフィスビル開発、マンション分譲事業、商業施設開発・運営など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、業績が予想しやすい構造を有しており、通常の不動産会社など事業法人に比し、安定した経営が期待できる。

◆ 分散した物件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

現ポートフォリオにおける物件毎のネットオペレーティングインカム（NOI）は分散しており（ハーフィンダル指数³は 20.5）、キャッシュフローの安定性が見込まれる。また、JPR は中長期的にポートフォリオ全体を「オフィス：商業施設 = 8：2」「首都圏：首都圏以外の都市 = 6：4」という比率で構成することを指針としており、物件タイプ・地域という質的な面でも分散が図られている。

◆ 中長期的に保守的なレバレッジ水準

JPR は、今後の成長過程における平均的なレバレッジ水準⁴を 35～40%台後半の水準でコントロールする方針であり、成長局面でのレバレッジの上昇リスクや金利上昇リスクが緩和されている。また、2003 年 7 月には約 320 億円規模の公募増資を行い、レバレッジを上記水準の範囲で維持する姿勢を現実を示している。

◆ 高い水準を維持する実際の DSCR 及びストレス DSCR

実際の DSCR⁵は 12.6 である（短期借入以外は全て固定金利による調達）。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、LTV35～45%、調達金利 3.0%）は 5.1～6.6 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 1.9 か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。

◆ TRIM の優れた物件取得能力及び不動産ポートフォリオ運用能力

スポンサーではない外部の第三者からも広く売却物件情報を収集し、優良物件の取得に成功している。また、統一管理基準など管理インフラを整備した上で、外部シンクタンクと提携した PM 評価システムを導入し、各 PM の強み・課題を把握し、テナント満足度と管理コストのバランスがとれた管理体制の構築を図っている。

3. ここでのハーフィンダル指数とは、各物件の NOI 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。米国司法省が開発したもので、反トラスト法訴訟において企業の集中度を測るために用いられる。

4. ここでのレバレッジ水準とは有利子負債比率（有利子負債 /（有利子負債 + 出資総額））のこと。

5. ムーディーズが中長期的観点から想定したネットオペレーティングインカム（NOI）からテナント仲介手数料を差し引いた数値を、現状の借入金総額で除したもの。修繕積立金については減価償却費の範囲内で賄われるであろう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、物件の入替えなどで変動することが想定される。但し、JPRの策定する外部成長戦略(中期目標 2004年2,000億円/2006年3,000億円)に対し、1,500億円という中間目標値の達成は既に予見可能な射程に入ったこと、及び中長期的なポートフォリオ構成指針(「オフィス:商業施設=8:2」「首都圏:首都圏以外の都市=6:4」)の明確化により、今後のポートフォリオ構成が現状のリスク/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。

◆ やや高い有担保借入比率

JPRの中長期的な財務方針によると、有利子負債総額に対する有担保借入の比率(有担保借入比率)は、当面は30-40%で推移し、中長期的にはさらに低下するものと想定されている。有担保借入には、安定的な長期資金の調達、低金利の享受等財務の安定性に寄与するメリットがある反面、担保提供及び処分可能な物件が制限されるという観点で、財務柔軟性に対してネガティブな影響を及ぼす可能性がある。但し、JPRの中長期的なレバレッジ水準(有利子負債比率)は35-40%台後半と保守的であり、有担保借入の総資産に対する比率は10-18%程度の水準にとどまるものであり、その影響は限定的であると考えられよう。

◆ 一部テナントへの集中リスク

現ポートフォリオにおけるテナント分散に関しては、トップ3テナントへの集中が認められる(賃料ベースでポートフォリオの約30%)。これは、トップ3テナントである西友(田無アスタ、鶴見フーガ)・タワーレコード(神南一丁目ビル)・ロフト(クラレニッセイビル)に、商業施設ビルを一棟貸していることに起因している。但し、今後の外部成長に伴い、テナントの分散化が図られるであろうと想定されることに加え、当該商業施設ビルは、各テナント社内における店舗単位の売上高上位に位置する店舗であり、各社における販売戦略上の重要拠点であると考えられ、賃料減額リスク・テナント退去リスクはやや緩和されていると考えられよう。

◆ 完全所有権ではない物件が比較的多いこと

完全所有権ではない物件(共有・区分所有建物)は、ポートフォリオの約50%(ムーディーズの資産価値評価ベース)を占める。例えば、共有物件においては他共有者の債務不履行により敷金返還債務を併存的に負うリスクなどが存在する。但し、このような点に関し、JPRは他の権利者の属性を重視し、その調査を慎重に行うとともに、相手方の敷金に質権を設定する等適切な対処を施していること、及び、今後の外部成長過程において、主として完全所有物件を取得することが想定されており、本件リスクは緩和されると考えられよう。

◆ 外部成長過程でのレバレッジコントロールの実績が限定的

今後の成長局面においては、新規物件取得の際に一時的に借入に頼り、中長期的に新規投資口を募集すること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想定される。JPRにおいては、2003年7月に約320億円規模の公募増資を実行し、その実績を示したが、タイムリーな増資の実行可能性は、日本のREITのエクイティ市場の厚みが今後どのように増してゆくか等、市場環境に影響を受ける可能性がある。但し、JPRの中長期的なレバレッジ水準は低く、タイムリーな増資が仮に困難な状況にあった場合でも、レバレッジ水準は一定の水準でとどまると考えられ、本件リスクはやや緩和されている。

ムーディーズの分析

1. REIT市場の現状について

2000年11月に改正投資信託法が成立し、2001年9月に2社が初めて東京証券取引所に上場し、日本にREIT市場が誕生した。

現状の上場投資法人は10社であり、投資口の時価総額も2001年の2千億円程度から9千億円程度となり市場の厚みも増してきたが、投資家層については、機関投資家が中心であり、個人金融資産が本格的に流入する過程の状態にあると考えられよう。これは市場の厚みという点で、REIT市場が成長過程にあることを意味し、機動的な新規投資口発行に関しては未だ不確実性が残る状態にあると考えられる。投資法人・投資家両者が増加し、REIT市場がより成熟化・安定化してゆくことが今後の課題と考えられよう。金利環境という観点からすれば、現状は低金利政策に起因した運用難の環境にあり、REITの投資口への投資は一時的・相対的には優位な状況にあると考

えられよう。REIT 市場が誕生して以来、現在のところまでは、金利上昇局面に遭遇していない。今後の金利上昇局面では、REIT 間でも差別化が生じてくると想定されるが、その場合の機動的な投資口の発行可能性については、注視してゆくことになる。

2. ポートフォリオの分析

(1) 静態分析

外部成長により、今後ポートフォリオの内容は変動すると想定されるが、現ポートフォリオの分析は、それが当面ポートフォリオのコア部分を構成すると想定される点において重要である。

①ポートフォリオの概要

2003年10月末現在、現ポートフォリオは日本全国に所在するオフィスビル・商業施設ビル計32物件から構成されている。ムーディーズによる資産価値評価は約1,267億円である。

表1：JPR ポートフォリオ一覧

No.	物件名	所在地	建築年	(坪) 持分対応 貸床面積	(億円) 鑑定評価額	(億円) ムーディーズ 評価額	ムーディーズ評価額 における割合
事務所ビル							
1	NORTH33ビル	北海道	1992	2,009	34	30	2.4%
2	パークイースト札幌	北海道	1985	2,313	22	21	1.7%
3	損保ジャパン仙台ビル	宮城	1997	2,132	32	32	2.5%
4	兼松ビル	東京	1993	2,407	156	120	9.4%
5	兼松ビル別館	東京	1993	693	26	22	1.8%
6	JPR 人形町ビル	東京	1989	842	19	19	1.5%
7	新麹町ビル	東京	1984	910	23	18	1.4%
8	クレスト安田ビル	東京	1999	988	36	30	2.4%
9	MS 芝浦ビル	東京	1988	4,365	120	118	9.3%
* 10	五反田ファーストビル	東京	1989	1,283	29	26	2.0%
* 11	福岡ビル	東京	1990	378	18	13	1.0%
12	アルカイースト	東京	1997	2,133	61	60	4.7%
13	JPR 池袋ビル	東京	1980	1,372	20	21	1.7%
14	JPR 千葉ビル	千葉	1991	1,681	22	22	1.8%
15	朝日生命横浜 日本大通りビル	神奈川		1,835	28	24	1.9%
16	新横浜第二センタービル	神奈川	1991	799	11	9	0.7%
17	新潟駅南センタービル	新潟	1996	1,575	22	20	1.6%
* 18	名古屋恒和ビル	愛知	2003	1,652	46	43	3.4%
19	明治安田生命大阪梅田ビル	大阪	1991	2,900	86	85	6.7%
20	東京建物本町ビル	大阪	1970	2,181	42	43	3.4%
21	損保ジャパン和歌山ビル	和歌山	1996	1,480	17	17	1.3%
22	SK 広島ビル	広島	1989	827	10	8	0.6%
23	朝日生命高松第二ビル	香川	1981	762	8	8	0.6%
24	JPR 高松ビル	香川	1982	1,524	15	15	1.2%
25	JPR 博多ビル	福岡	1985	1,987	27	26	2.1%
26	朝日生命第三・第四ビル	福岡	1984/1986	2,553	28	28	2.2%
27	天神121ビル	福岡	2000	996	27	22	1.7%
28	JPR 那覇ビル	沖縄	1991	1,194	16	17	1.3%
事務所ビル合計：				45,770	1,001	918	72.47%
商業施設							
29	田無アスタ	東京	1995	9,414	109	106	8.3%
30	神南一丁目ビル	東京	1992	2,443	120	101	8.0%
31	ツルミフーガ1	神奈川	1985	2,898	32	28	2.2%
* 32	クラレニッセイビル	大阪	1990	5,414	126	114	9.0%
商業施設合計：				20,169	386	349	27.53%
総計					1,387	1,267	100.00%

*は、第4期(2003年7月以降)取得物件

クラレニッセイビルは第3期・第4期に分割取得

(a) キャッシュフロー及び資産価値の分散

現ポートフォリオにおけるネットオペレーティングインカム (NOI) に関するハーフィンダル指数は 20.5 であり、物件数が 32 であることを考慮すれば、NOI の分散度合は比較的高いと考えられ、安定したキャッシュフローが見込まれる。JPR は中長期的にポートフォリオ全体を「オフィス：商業施設 = 8 : 2」 「首都圏：首都圏以外の都市 = 6 : 4」という比率で構成することを投資方針として掲げている。現ポートフォリオは、物件タイプ別には、オフィスビル 72%・商業施設 28%、地域別には、東京 52%・その他首都圏 7%・首都圏以外の都市 41% という構成になっており、概ね方針通りのポートフォリオとなっている。本ポートフォリオ構成は、都心のオフィスビルをポートフォリオのコアとし、それに商業施設、首都圏以外のオフィスビルを組み合わせることで、物件タイプ・地域という質的な面で分散を図ることを企図したものであると考えられよう。

(b) 不動産タイプミックスについて

JPR は商業施設を 20% 組み入れる方針を明確に打ち出しており、これは本投資法人の大きな特徴である。物件タイプ別のリスク/リターンプロファイルに関するムーディーズの一般的な考え方は、オフィスビル投資を基準に述べれば、1) 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、2) 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、3) 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、ホテルとなる⁶。これは各市場の大きさ、投資家の多さ、流動性の高さ、実質総収入に対する経費の水準(経費率)等に起因しているが、

商業施設に関しては、一概にリスクが高いと考えているわけではなく、立地・テナントの信用力・賃貸借契約期間等を考慮した場合には、キャッシュフローの変動性が比較的低いと考えられる物件も存在すると想定している。例えば、銀座・表参道・新宿・池袋・渋谷・梅田等に関しては、商業集積が進み、その一等地となれば、逆にプレミアムが乗るような場合もあると考えられよう。

JPR は、中長期的にポートフォリオを「オフィスビル：商業施設 = 8 : 2」の割合で構成し、商業施設の割合を一定水準の範囲内でコントロールする方針を明確化するとともに、基本的に首都圏・関西圏の駅至近の希少性のある優れた立地の商業施設に投資することを志向しており、本件アセットミックスは、ポートフォリオ全体のキャッシュフローの安定性にプラスに働くと考えられよう。

(c) テナント分散

2003 年 10 月末時点でのテナント数は 347 である。現ポートフォリオにおけるテナント分散に関しては、トップ 3 テナントへの集中が認められる(収入ベースでポートフォリオの約 30%)。これは、トップ 3 テナントである西友(田無アスタ、鶴見フーガ)・タワーレコード(神南一丁目ビル)・ロフト(クラレニッセイビル)に、商業施設ビルを一棟貸していることに起因している。但し、今後の外部成長に伴い、テナントの分散化が図られるであろうと想定されることに加え、当該商業施設ビルは、各テナント社内における店舗単位の売上高上位に位置する店舗

表2: 地理的分散
(%はムーディーズ評価額による。
括弧内の数字は件数。以下同じ)

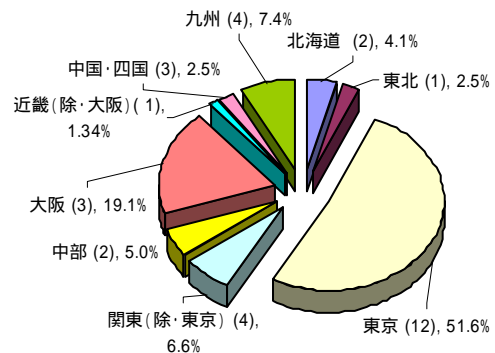
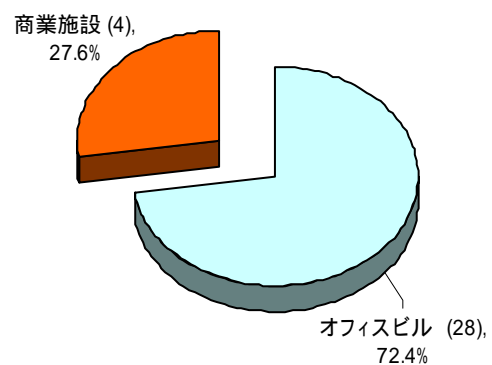


表3: 物件タイプ別分散



6. 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。日本のオフィスビルの場合、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、その結果オペレーティングレバレッジ水準が米国比低く、キャッシュフローがより安定しているからである。日本の賃貸借契約期間は通常 2 年であるが、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くなる可能性はあるが、日本でも実態的にはテナントが移転(引越)費用などを勘案し、短期間での移転を好まないため、収入面でも米国と同様な安定性があるとみている。

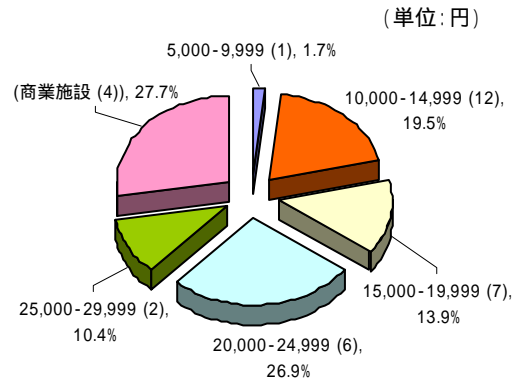
であり、各社における販売戦略上の重要拠点であると考えられ、賃料減額リスク・テナント退去リスクはやや緩和されていると考えられよう。

希少性のある優れた立地の商業施設を一定限度内でポートフォリオに組み入れることにより期待されるキャッシュフローの安定性は、本件テナント集中リスクにより一部相殺される。

(d) 賃料単価

オフィスビルの共益費込み賃料を賃貸可能面積で除した平均賃料坪単価については、分散が図られていることがわかる。賃料坪単価 20,000-30,000 円のオフィスビル（東京と大阪に所在する計 8 棟）が全体の約 37%を占めており、ポートフォリオの中核を構成している。

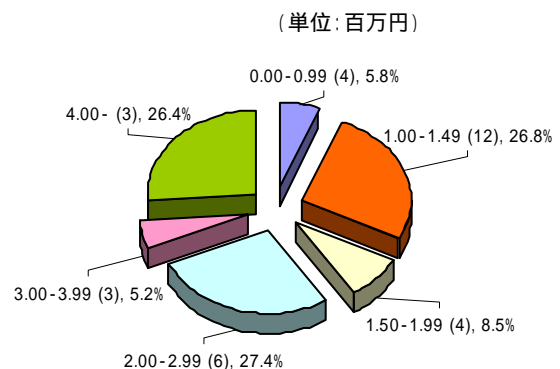
表4: オフィスビル賃料坪単価別分散



(e) ビル坪単価

資産価値を賃貸可能面積で除したビル坪単価に関しては、200 万円未満（物件数 20）、200 万円以上 300 万円未満（物件数 6）、300 万円以上（物件数 6）の 3 層に均等に分散している。

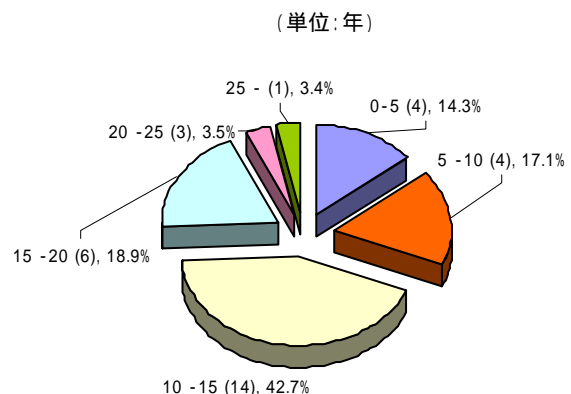
表5: ビル坪単価別分散



(f) 地域分散

地域分散に関しては、東京 52%、大阪 19%、政令指定都市 23%、その他地方都市 6% となっており分散が図られているが、東京の割合が大きい。ムーディーズは、東京への資産価値の集中は大きなマイナス要因であるとは考えていない。すなわち、サブマーケットの大きさ、サブマーケットの複合的構成に起因する市場の厚み、流動性の高さ、キャッシュフローの安定性が期待されるためである。また、第 3 期末時点では中部地方には新潟ビルのみであったが、第 4 期において名古屋恒和ビルを取得した。名古屋中心部の優良物件の組み入れは、JPR がポートフォリオの分散・バランスの向上を指向していることを示唆しているものと考えられよう。

表6: 築年数別分散



(g) 築年数

築年数の加重平均⁷は 12.4 年である。25 年超の物件は東京建物本町ビルのみであるが、現地実査により現況を確認したが、エレベーターの全部更新を行うなど適切な修繕が行われており、競争力を有するビルであることを確認している。

(h) 権利関係

権利関係に関しては、完全所有権ではない物件（共有・区分所有建物）が、ポートフォリオの約 50%（ムーディーズの資産価値評価ベース）を占める。例えば、共有物件においては他共有者の債務不履行により敷金返還債務を併存的に負うリスクなどが存在する。但し、このような点に関し、JPR は他の権利者の属性を重視し、その調査を慎重に行うとともに、相手方の敷金に質権を設定する等適切な対処を施しており、リスクを緩和させている。また、ビルマネジメントに関しては、基本的に JPR が主導的立場にあるか、または共有の相手方がスポンサーであり、相互に協力的な話し合いの中でビルマネジメントが行われている。加えて、今後の外部成長過程においては、主として完全所有物件を取得してゆくことが想定されており、本件リスクは緩和されていくと考えられよう。

7. ムーディーズによる資産評価額をベースに試算

(2) 動態分析、外部成長戦略

JPR は、2006 年 12 月期までに、3,000 億円程度の規模まで外部成長を図ることを目標としている。2003 年 10 月末現在の取得残高 1,387 億円であり、中間目標の 1,500 億円が間近に迫った状況となっているが、今後、物件のソーシングが順調に行えるか、大規模な物件を購入することによりポートフォリオの分散効果に影響が出ないか等の不確定要因は存在する。

3. マネジメントの分析、内部成長戦略

JPR は、ポートフォリオの組み入れ物件を下記のように大きく 3 つに分類し、マネジメント方針の設定を行っている。

- 1) コア不動産：東京都心部を中心とした優良物件で、ポートフォリオキャッシュフローの核となる物件群。
- 2) バリューアップ不動産：取得時の稼働率が低い（概ね 80% 以下）経費削減のポテンシャルがある、改装によりテナントニーズの掘り起こしが可能である等取得後のマネジメントによりバリューアップが期待できる物件群。現ポートフォリオにおいては、JPR 池袋ビル、JPR 千葉ビル他計 7 物件である。ポートフォリオ全体に占める割合は 15% を上限としている。
- 3) 商業施設：商業集積が成熟した都心部、駅近物件等キャッシュフローの安定性の高い商業施設。

この分類に即して JPR のマネジメント戦略を言えば、コア不動産・商業施設の稼働率の維持・向上、コスト管理の徹底、バリューアップ戦略の実現による収益の向上である。

バリューアップ戦略に関しては、例えば JPR 池袋ビルに関しては、リニューアル前 2003 年 4 月の稼働率 60% を、リニューアル一部完了後の 7 月には 70% に引き上げた（現在もテナントの引き合いがあり今後も稼働率の上昇が見込まれる）。また、JPR は上場投資法人として、2003 年 7 月に初めて物件を売却した。売却対象物件は、バリューアップ不動産の安田生命天六ビルであり、物件取得時の稼働率 54.5% を売却時点では 100% まで高め、帳簿価額の 30% 増で売却することに成功している。一方で、JPR 高松ビルのようにリニューアルを実行したものの、サブマーケットの需給関係が緩和しており、想定通りの効果が現在のところ出ていない物件もあり、ダウンサイドリスクも懸念されるが、ポートフォリオ全体に占める割合を 15% までと上限を設定しており、当該リスクは緩和されていると考える。バリューアップ不動産の取得に関しては、JPR は今後より一層厳選していく方針である。

2003 年 1 月末から 6 月末までの全物件の稼働率は、既存ビルの稼働率低下を新規取得ビルが埋め合わせた結果、93.5% 程度で安定的に推移してきた。今後、JPR は、一部テナントの退去及び一部バリューアップ不動産のリースアップの苦戦等の要因で 1% 程度の緩やかなダウンを見込んでいるが、これに対しては、収入面ではテナント誘致をより一層強化し、経費面ではコスト管理を徹底することで NOI の維持を図る方針である。コスト面に関しては、外注委託契約内容の見直しを通じた外注委託費の削減、プロパティマネジャー（PM）の集約を通じた PM フィーの削減、工事コスト・エネルギーコストの削減等が柱となる。外注委託費に関しては、2003 年度年間削減目標 3%（約 20 百万円）を 2003 年 6 月までに前倒して達成した。

物件管理については、TRIM が東京建物等に運営管理業務を委託している。TRIM は、リーシング・テナント対応・コスト削減・修繕関係等個別項目に関して、一定基準で PM を評価するシステムを構築しており、中長期的な PM クオリティの底上げを図っている。

4. 財務の分析

2003 年 10 月末時点の借入金は、短期借入金（期間 1 年以内）が 129 億円、中期借入金（期間 3 年以内）が 250 億円、長期借入金（期間 5 年超）が 146 億円、合計で 525 億円であり、資産価値に対する借入の割合（ムーディーズ試算 LTV）は 41.7% である。

2003 年 12 月期末の有利子負債比率は 37.1% であるが、JPR は、以降、2006 年に外部成長目標 3,000 億円を達成するに至るまで、平均的有利子負債比率を 35 ~ 40% 後半でコントロールする方針である。

借入契約上のコベナンツとしては、負債比率⁸ が 60% を超えると財務制限状態になりレバレッジの上昇の歯止めがかかっている。

8. 借入契約上の負債比率の定義は、（有利子債務残高 + 敷金返還債務）/（不動産及び不動産信託受益権の資産評価額 + 現預金）

JPR は成長過程における数回の公募増資により、中長期的なレバレッジをコントロールする方針であるが、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、そのタイムリーな実現性可能性には不確実な面も存在すると考えている。但し、JPR に関しては、計画していた通り、2003 年 7 月に約 320 億円規模の公募増資を行った実績もあり、その不確実性はやや緩和されていると考えている。

また、現在の借入金の満期日に関しては、2006 年 12 月末に 250 億円の返済期日が集中しており、リファイナンスリスクに関して、やや懸念されるが、JPR は今後の投資法人債発行等により満期分散を図る方針である。ムーディーズとしては今後の借入に関して、期限の分散・長期化・金利の固定化（現状短期借入以外は固定金利）等の観点で、JPR のリファイナンスリスク及び金利変動リスクに関して、継続的にモニタリングを行う方針である。

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、財務指標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タイムリーに実行され、LTV が 35% から 45% で推移し調達コストが 3% 以下であれば、DSCR(ストレス DSCR、期待シナリオ) は 5.1-6.6 程度で推移する。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 1.9 かそれ以上を維持しうる。したがって、ムーディーズは、当社が今後のリファイナンスや、新規物件取得の局面においても、適度な財務柔軟性を維持するものと考えている。

主要物件の特徴及び分析

(1) 兼松ビル

都営地下鉄浅草線「宝町」駅近接、営団地下鉄銀座線「京橋」駅徒歩 4 分に立地するオフィスビル。ビル一棟としての延床面積約 4,536 坪、地上 13 階地下 2 階建、1993 年竣工。所有形態は共有、持分は 79.4%、持分対応面積は約 3,602 坪。

当該ビルの位置する京橋エリアは、古くから企業の東京本社機能を持つテナントが多く中小規模のビルが集積している地区である。このエリア内において、昭和通りに面し 13 階の高さを持つ当該ビルは視認性に優れている。外観、エントランス共にグレード感が高く、2 階の喫茶室の存在と合わせて来客のあるテナントのニーズを満たしている。管理費について大幅な削減が行われているが、その水準は適正なものであり、物件価値を高めていると考えられる。新規のビル供給が続いているエリアであるが、立地、規模、管理状態、スペック等を勘案するとエリア内での当該ビルの持つ優位性は引き続き高いレベルで維持されるものと思われる。

鑑定評価額は 156 億円、ムーディーズによる評価額は 120 億円。

(2) 田無アスタ

西武新宿線「田無」駅の北方に近接する商業・住宅の複合ビル。ビル一棟としての延床面積約 24,404 坪、地上 17 階地下 2 階建、1995 年竣工。所有形態は地上 6 階までを区分所有、当該区分所有部分を共有している。持分対応面積は約 6,270.21 坪。共有持分は過半数を超えている。

JPR 持分にあたる地上 6 階までの区分所有部分は「西友」に一括貸借されており、同店は都内の西友店舗の中でも売上高・安定性ともに高いレベルにある。

田無駅は急行停車駅であり、駅直結の立地と当該店舗部分の規模を合わせ考えると、西武新宿線沿線において稀少性の高い商業施設であると考えられる。田無駅を中心として広域に住宅街が形成されており、その中心として当該ビル専門店部分の商店群と共に強い集客力を持っている。テナント動向には留意する必要があると考え、ビルの持つ商業面における優位性は今後も維持されていくものと考えられる。

鑑定評価額は 109 億円、ムーディーズによる評価額は 106 億円。

(3) 明治安田生命大阪梅田ビル

大阪駅前、梅田サブマーケット内、JR「大阪」駅徒歩 4 分に立地する大型オフィスビル。ビル一棟としての延床面積合計約 16,027 坪、地上 31 階地下 2 階建、2000 年竣工。所有形態は共有、持分は 33.3%、持分対応面積は約 5,342 坪。

当該ビルの位置する西梅田ガーデンシティは築浅の高層オフィスビル・ホテルビルが立ち並び、街区一体として梅田エリアの中でもトップレベルのグレード感、視認性を有する地区である。梅田駅から続く地下道、地下鉄四ツ橋線西梅田駅等の導線があり、大阪・梅田両駅からの多少の距離感をカバーしている。当該ビルは、エントランスの吹き抜け、基準階天井高 2800mm、個別空調等、高いスペックを誇っている。現存テナントからの増床要請が相次いでいることからテナント満足度の高さが伺われる。管理状態は良好であり、今後とも強い競争力を維持してゆくものと考えられる。大型新築ビルが集積する西梅田地区の大阪サブマーケットにおける優位性は、相対的に高まるであろうと考えられるが、今後開始される北梅田の開発等による影響は中長期的に注視する必要がある。

鑑定評価額は 86 億円、ムーディーズによる評価額は 85 億円。

(4)MS 芝浦ビル

JR 山手線「田町」駅徒歩 9 分に立地するオフィスビル。ビル一棟としての延床面積は約 9,384 坪、地上 13 階地下 2 階建、1988 年竣工。建物所有形態は区分所有、地下駐車場部分のみ共有、持分対応面積は約 4,671 坪。

当該ビルは旧海岸通りに面する、視認性の高いビルである。芝浦エリアは情報系及び企業のバックオフィス機能を担うテナントが多く集積している。現在は品川駅周辺再開発の影響によりエリア全体としてテナントの流出、賃料下落が見られる。その中において当該ビルの基準階は約 590 坪の貸床面積、2700mm の天井高を持つ整形であり、広い基準階へのニーズが強い上記テナント群の要望に即するものとなっていることから、駅からの距離はあるもののエリア内において高い競争力を有していると考えられる。築 15 年の物件ではあるが、管理状況は良好である。今後は維持管理費の削減・適正化等、内部成長が期待される。

鑑定評価額は 120 億円、ムーディーズによる評価額は 118 億円。

(5) 神南一丁目ビル

JR・京王線・東急線・営団地下鉄「渋谷」駅徒歩 4 分に立地する商業施設。現在は「タワーレコード」へ一括賃貸されている。延床面積約 2,556 坪、地上 8 階地下 3 階建、1992 年竣工。完全所有権。

当該ビルはタワーレコードの旗艦店としてサブマーケット内での知名度は高い。渋谷 - 原宿間を回遊する動線上に位置するため、いわゆるヤング層対象の店舗・施設を中心として今後も商業施設としての需要は強いと考えられる。

鑑定評価額は 120 億円、ムーディーズによる評価額は 101 億円。

(6) クラレニッセイビル

阪急線「梅田」駅徒歩 4 分に立地する商業施設。現在は「ロフト」へ一括賃貸されている。延床面積約 5,414 坪、地上 8 階地下 2 階建（塔屋 2 階付）、1990 年竣工。完全所有権（取得当初は区分所有。後、相手方持分買い取り）。

梅田駅の北東、茶屋町地区の商業施設のシンボリック的存在と位置づけられる。駅からはやや距離があり、当該ビルのテナントの存在が同地区への集客を呼んでいる感がある。同店はロフトの中でも渋谷店と並ぶトップレベルの売上があり、関西地区の旗艦店と位置付けられている。一方、周辺には劇場等の文化施設の集積が進みつつあり、さらに茶屋町地区一体の開発も控えていることからより一層の集客が期待される。今後進行する茶屋町地区の再開発を注視してゆく必要がある。

鑑定評価額は 126 億円、ムーディーズによる評価額は 114 億円。

著作権表示 ©2004 年 Moody's Investors Services, Inc. および (あるいは) Moody's Assurance Company, Inc. を含むムーディーズに対するライセンサー (以下総称して「ムーディーズ」という)

本書に記載する情報はすべて、著作権法により保護されており、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、ムーディーズの書面による同意なく、複製、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、ムーディ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、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証もつけない「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、商品性、および特定の目的への適合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。ムーディ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、編纂、分析、解釈、伝達、公表、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引き起こされ、発生し、もしくはそれらに関する損失または損害 (全部、一部を問わず)。またこのような損失や損害がムーディーズ、あるいはその取締役、役員、従業員あるいは代理人の支配力が及ばない事態に起因するかどうかを問わない。(b) これらの情報の使用または使用の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、要補償、または付随的損害 (このような損害には逸失利益を含む。またこのような損害の可能性についてムーディーズが事前に通告を受けたかどうかを問わない)。本書に記載する信用格付けは、ムーディーズの意見の表明であり、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。ムーディーズは、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、完全性、商品性および特定の目的への適合性について、いかなる保証 (明示的、黙示的を問わず) も行っていません。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、および信用補完提供者について、自ら研究・評価しなければなりません。ムーディーズは、1933 年証券法第 17 条 (b) に従い、ムーディ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、ムーディーズが行う評価・格付けサービスに対して、ムーディーズが格付けを付与するのに先立ち、1500 ドル～150 万ドルの手数料をムーディ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。