



ムーディーズ、日本ビルファンド投資法人に発行体格付けを付与

2002年(平成14年)5月30日、東京、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、本日、日本ビルファンド投資法人(NBF)に発行体格付けA3を付与した。アウトルックは安定的である。

このA3の格付けは、事業範囲が限定されたJ-REITとしての同社の特性、同市場での主導的地位、優れた物件取得および管理能力、高いデットサービスカバレッジレシオ(DSCR)を反映している。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とコーポレート格付けを融合した手法をとっており、現時点での不動産ポートフォリオと資本構成の静態分析に加えて、現状からの乖離要因、キャッシュフローの安定性、経営手法等の要因を加味している。

上記の強み要因は、上位2物件への集中、成長スピードに応じて上昇した借入比率をマネジメントする実績が限定的である点や、運用委託会社としての日本ビルファンドマネジメント株式会社(NBFM)の経営履歴が短い等の要因で一部相殺されている。但し、これらの懸念は、今後の資産拡張(中期目標2003年/3,000億円、2005年/5,000億円)を通じて分散が図られると予想されること、更に、NBFMの厳格な投資適格基準や高度な社内方針・手続規程の設置、スポンサーからの専門家の活用等により補完されている。

現保有資産の概要としては、26物件、ムーディーズの査定ベースで、資産価値は2270億円に達しており、上場J-REITで最大の資産規模である。東京の質の高いビル群をコアにしていることがポートフォリオの特色であり、全体の稼働率も高い。一方、分散という観点では、上位2物件で資産価値の約40%を占め、地理的には東京に約75%集中している他、大企業の本社・本部ビルとして利用されている物件が多く、上位3テナントで貸し床全体の約26%を専有、これらテナントの動向は稼働率の変動要因となろう。但し、東京は最も流動性が高く安定した市場であり、高い物件収集能力に裏付けられた成長戦略の中で物件集中が薄まっていくと予想されることに加えて、テナント集中に関しては、高格付けテナント(日本鋼管株式会社(Baa3)、グラクソ・スミスクライン株式会社(Aa2))との長期賃貸借契約が集中リスクを緩和する効果を果たしている。資本的支出に関しては、プール全体に比較的築年数が若いことから、計画的な資本的支出マネージにより、今後10年程度の期間において減価償却の範囲内で十分対応が可能であると考えられる。また、ポートフォリオの70%以上をスポンサー以外から物件取得してきた実績および物件管理に積極的にIT技術を導入するなど洗練されたマネジメント手法は、ファンドの中長期的な

成長戦略をサポートしていくと理解している。一方、ポートフォリオが 3,000 億円到達後は、10%を限度に開発中（未稼働）案件に投資できる規定があるが、今のところ詳細なガイドラインは策定されていない。ムーディーズでは、今後、ポートフォリオの投資戦略、リスク・リターン組み合わせ、分散度の変化などについて注視していく。

財務面では、長期固定借入を中心としつつ、1%台前半の低い調達コストを実現していることから、2001年12月期において、DSCRは約13倍と高い水準である。現在の借入は、そのほとんどを金融機関からのローンで調達しているが、調達先およびローンの期限はよく分散されている。また、成長過程における平均的な借入比率を40-50%にすることが謳われており、金利上昇局面でもDSCRは強固なレベルの維持が期待できる。一方、物件購入後のレバレッジ上昇に対して、基本的には新規投資口の募集によるやや頻繁なレバレッジ低減が見込まれるが、未だその戦略の実現性は確認されていない。なお、レバレッジの変動および新規投資口の募集頻度は実際のポートフォリオの規模および成長スピードに強く左右される。ムーディーズでは、NBFの投資戦略に基づくポートフォリオの期待リターンを想定し、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下に、シナリオ分析を行った。ベースケース、即ち、成長局面でのレバレッジ低減がうまく機能し、Loan to Moody's Value(LTV)が40-50で、調達コストが3%以下であれば、DSCRは4.4以上で推移する。又、ストレステース、即ち、レバレッジ低減がうまく機能せず、レバレッジが高留まり(LTV 60)、且つ調達コストが6%となっても、DSCRは1.8程度を維持できる。従って、ムーディーズでは、NBFは今後、担保付、無担保のリファイナンス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。

NBFは昨年9月に上場した、日本の不動産投資信託で、オフィスビルへの投資・管理に特化した会社である。NBFMは、三井不動産株式会社（Ba3）、住友生命保険相互会社（Ba1）他、計8社をスポンサーとするNBFのアセットマネジメント会社で、両社の出資比率はそれぞれ43%、35%であり、この8社合計のNBF投資口の出資比率は14.8%となっている。

以上