



# NEWS RELEASE

No.2004-C-020  
2004年1月16日

**新規格付け** 日本プライムリアルティ投資法人 証券コード:8955  
**J-REIT** 長期優先債務格付け A + (シングルA プラス)

格付投資情報センター(R&I)は以下の格付けを行いました。これはR&Iが初めて公表する上場不動産投資信託(J-REIT)格付けです。

## 【格付け対象】

発行者：日本プライムリアルティ投資法人（証券コード：8955）

名称 長期優先債務格付け  
格付け A + (新規)

長期優先債務格付けとは、発行体の負うすべての金融債務について回収の程度を考慮する前の、総合的な履行能力についてのR&Iの評価である。

この格付けは、原則として全ての発行体に付与される。個々の債券の格付けは、契約の内容等を反映し、長期優先債務格付けを下回る、または上回ることがある。

## 【投資法人の概要】

- (1)2002年6月に東京証券取引所に上場した不動産投資信託。J-REITでは第3位の資産規模をもつ。
- (2)東京圏および地方のオフィスビルと商業施設を投資対象としている。
- (3)事業規模は成長段階にあり、現状で約1400億円の運用資産を2006年末には3000億円超に拡大することを目標としている。
- (4)有利子負債比率（有利子負債/（有利子負債+出資総額））が概ね35%以上、50%未満となるような財務方針をとっている。
- (5)スポンサーは東京建物、明治安田生命保険、安田不動産、大成建設、損害保険ジャパンで、事業・財務の両面で取引関係は密接である。

## 【格付け理由】

R&IではJ-REITの格付け評価において、Loan to Value（LTV、分子の負債は有利子負債+敷金保証金・現預金・信託現預金、分母の不動産評価はR&Iによる）とストレス金利を前提としたインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR、調達金利6%を前提とした利払いに対するNOI=償却前賃貸利益の倍率）の中期的な見通しを重視している。J-REITは投資活動、財務活動を営んでおり、財務指標は絶えず変化する。このため、まず実績値からLTVやストレス下でのICRを算出したうえで、その変動リスクに応じてノッチダウンする手法をとっている。変動要因は物件の投資や運営管理の方針、財務方針などの項目を吟味することで評価する。また、賃貸事業を主力としている不動産会社の格付け水準との検証作業も行っている。

R&Iの査定によると2003年10月末時点のJPRのLTVは36.7%、ICRは2.8倍であり、R&Iの基準ではAAA（トリプルA）に相当する。これらの指標は変動するが、JPRの保守的な投資方針や財務方針、スポンサーによる事業面、財務面での支援実績などを勘案すれば、中期的に良好なLTV、ICRを維持できる公算が大きいと判断している。

## 【格付け上のポイント】

### (1)J-REITに関する基本認識

J-REITは「投資信託及び投資法人に関する法律」（投信法）や東証上場規定など制度的枠組により、事業活動に厳しい制約がある。実質的に不動産賃貸事業を主力とし、相対的にリスクの高い開発事業への取り組みは限定されている。

お問い合わせ先 株式会社格付投資情報センター 格付本部 〒103-0013 東京都中央区日本橋人形町3-8-1 TT-2ビル

TEL.03-5644-3450 FAX.03-5644-3452 <http://www.r-i.co.jp> E-mail [infodept@r-i.co.jp](mailto:infodept@r-i.co.jp)

格付けは、債務履行の確実性の度合いを簡単な記号で投資家に投資情報として提供するものであり、債券や商業用紙等の売買・保有を推奨するものではありません。格付けは信頼すべき情報に基づいたR&Iの意見であり、その正確性及び完全性は必ずしも保証されてはいません。格付けは原則として発行者から対価を受領して行ったものです。

©Rating and Investment Information, Inc.

また、個々の新規物件の購入や資金調達、毎決算期末の保有物件の時価、テナント情報等が適時開示の対象となっており、投資家からの牽制が効きやすい。一般の不動産会社に比べて事業運営上のリスクが大幅に抑制されており、収益やキャッシュフローの変動リスク、ひいてはポートフォリオ価値の変動リスクが小さい。

一方で、財務特性には硬直的な側面がある。J-REITは配当可能所得の90%超を投資主に分配すれば法人税は非課税となるため、各投資法人とも毎期の利益の90%超を分配金に回している。減価償却費は長期的には将来の修繕や建て替えの原資とする必要があり、実質的には事業活動で得るキャッシュフローを債務の返済にほとんど回せない。高水準の投資が続く成長過程において財務の健全性を維持していくには投資口の追加発行（株式会社の増資に相当）を継続的に行う必要がある。

また、一般事業会社と異なり、人件費など自社の取り組みで大幅に削減できる支出項目はほとんどない。そのため、テナントの移動などで収入が大幅に減少すると、収益力を自助努力で保つのは難しくなる点も留意点となる。

スポンサーとの関係については運用委託会社と人事面、資本面での結び付きが強いケースが多いため、質の低い資産を割高に購入するなど利益相反の可能性が皆無とは言えない。ただ、投信法における善管注意義務や損害賠償規定、厳格な情報開示などの存在を勘案すれば、こうした懸念は相当程度まで低減されている。

## (2)ポートフォリオ価値、利払い余力の査定

R&Iによる評価の観点は「各物件が収益性とリスクを適切に反映した価格で取得されているか」を確認することにある。主要な物件に対する実査（17件、第3期末資産価格ベースで全体比約77%相当）を行うとともに、提供資料及び独自に収集した資料に対する分析を行った。

JPRのポートフォリオの特徴として、商業施設の保有割合が多い（投資金額ベースによる保有比率約30%）、地方圏の保有割合が多い（投資金額ベースによる保有比率約40%）、バリュ・アップ不動産の存在等が挙げられる。評価に当たっては、各物件の持つ特性（施設用途、所在地域、権利関係、グレード、築年数、テナントの状況等）を十分に分析した上で、原則として直接還元法（長期修繕費用も控除した純収益（NCF）÷キャップレート）を適用して評価額を査定した。この結果、R&Iによるポートフォリオの評価額は約1300億円となり、LTVは36.7%、ICRは2.8倍となった。

## (3)運用委託会社による運営の能力と方針

### (i)物件の投資に関する評価

#### 投資対象の建物用途に関する方針

投資対象とする物件はオフィスと商業施設で、オフィスと商業施設の割合が8:2（投資金額ベース）となることを目標に投資する。商業施設は長期賃貸借契約が主体であるため、現時点の稼働率の下支え要因として寄与している。

一方で、商業施設はテナントの確保に特殊なノウハウが必要で、一般にテナント退去時のリスクはオフィスビルに比べると大きい。JPRは地方の総合スーパー（GMS）を手掛けず、テナント代替性の高い物件に絞って投資する方針であり、こうしたリスクはある程度まで抑制されている。

#### 投資エリアに関する方針

投資エリアについては東京圏と地方の目標割合を6:4（投資金額ベース）として運用している。2003年以降、都心部では景気低迷下で大型オフィスビルが相次ぎ完成し、賃貸オフィスの需給構造が悪化しているが、こうした影響は比較的軽微である。2003年6月末のポートフォリオ全体の稼働率は93.5%と前年比で0.6%の低下にとどまっている。

一方で、地方都市の経済力低下は都心より著しく、JPRの保有物件にもその影響を大きく受けている物件が一部に見られる。また、地方では一般に物件売却時の流動性が都心部に比べて低いなどのリスク特性がある。地方物件ではJPRの想定する水準での売却物件が少なくなっており、当面は都心部への投資割合を高め、地方物件の比重が低下する見込みである。

#### 物件の稼働状況に関する投資方針

物件を( )バリューアップ不動産( 独自の管理基準により収益性の向上と資産価値増大が見込める、取得時の収益性が確保されている、 取得時の稼働率が概ね 80%以下、または修繕等の投資効果が十分見込める、の条件を満たす物件 )と、( )コア不動産(バリューアップ不動産以外の物件。対象はオフィスビルのみ)の2種類に分類している。バリューアップ型が全資産に占める割合を原則 15%(投資額ベース)以下とし、当該物件購入後の全ポートフォリオ稼働率が 90%以上を保つように投資する。

JPR は 2003 年 9 月に J-REIT として初めて保有物件を売却した。当該物件の安田生命天六ビルはバリューアップ不動産として投資されていたが、4.2 億円の簿価に対して売却価格は 6 億円で、売却益 1.8 億円を計上した。ただし、ほかのバリューアップ不動産は価値が下落しているものも少なくない。

開発型については、規約で「安定的賃貸事業収入またはこれに類する収入が現に生じているまたは生じる見込みがある不動産を取得することを原則とする」と定めており、完工リスクやマーケットリスクはとらない方針である。

#### 投資価格の制限に関するルール

物件の購入価格については、原則として鑑定評価額の 105%(スポンサーなど利害関係者からの購入では 100%)以内とするルールを明示している。ポートフォリオ全体の価値を高めると認め得る看板物件などは、その対象外となるケースもあり得るが、割高な投資を抑制する仕組みが整備されている。

#### 投資情報の収集力

設立当初はスポンサーとの相対取引による不動産取得が主体であった。この点では大手不動産会社や生命保険会社を設立母体にもつ強みが発揮されていたと言える。現状では投資物件に関する情報の大半を信託銀行から得ているが、こうした案件では入札形式が実施される場合が多い。資金の潤沢な J-REIT をはじめ優良物件に対する需要はやや過熱しており、投資価格は高くなりやすい環境にある。

#### (ii) 運営管理に関する評価

ポートフォリオの価値を維持・向上していくには、建物の立地やグレードなど物件そのものの質だけでなく、テナントを誘致する営業力や修繕・リニューアルのノウハウなど運営管理の能力も大きな要素となる。J-REIT は自ら営業部門や運営管理部門をもたないが、業務の外注においてどの程度の効率性を追求できるかがポイントとなる。

現状、保有物件の運営管理はいずれもスポンサー系列の管理会社に委託されている。2003 年 6 月期の管理費は営業収入の 5.8%、総資産の 0.6%と他の J-REIT と比較してさほど非効率な水準ではないが、今後はさらなる合理化を進める方針である。委託契約が終了したのから、近隣エリア内の物件を同一の管理会社に一括委託し、無人化などによって効率性を高めていく。今後の進捗度合いに注視していく。

#### (iii) 財務運営の方針

JPR は有利子負債比率が 40~45%を中心に、概ね 35~50%の範囲内で推移するよう財務構成を制御する方針である。この方針については経営トップも強く意識しており、先行きの LTV の変動リスクは相当程度まで軽減されると考えられる。

実際、2003 年 6 月末に同比率は 54.9%まで上昇したが、7 月には増資によって 30%台前半まで低下させた。今後も一時的には有利子負債比率が 50%を超えることがあり得るものの、財務方針や REIT の投資口相場の安定性を勘案すれば、その状態が長期間にわたって継続する懸念は小さいと判断している。また、資産規模が拡大していくにつれ、物件取得が財務に与える影響は低減していくため、先行きは財務運営の安定性は増す方向にあると考えられる。

現状では短期債務の水準に対して実質的な手元流動性が少ないが、今後は短期債務の長期資金へのシフトを進めるとともに、コミットメントラインを設定する方針である。また、現存する長期負債の満期が 2006 年 12 月に集中しているが、これらを平準化していくことで年間のリファイナンス額を抑制する計画であり、ALM(資産負債の総合管理)上のリスクは低減する方向にある。

#### (4) スポンサーとの関係

##### (i) 物件の投資における評価

不動産を豊富に抱える大手不動産会社や生命保険会社と密接な関係をもつ強みがこれまでの運用実績に表れている。スポンサーから取得した物件はほとんどが好条件で購入しており、高い収益性をあげている。

今後は自らの物件取得ルートによる投資が中心となっていくとみられるものの、東京建物や大成建設の開発物件については引き続き、入札を避けながら物件を購入する機会があると考えられる。こうした優位性を先行きどの程度維持していけるかが注目される。

なお、利害関係人との取引については、鑑定価格の100%以下で購入することとなっており、取引価格の透明性を確保しやすい体制を整備していると考えられる。

##### (ii) 運営管理における評価

大手不動産会社をスポンサーにもつ投資法人は、その営業力やノウハウを活用することで保有物件の価値の低下リスクを抑制しやすい。JPRはテナント導入の実績などで東京建物の営業力を生かしており、同社のサポートを享受している。

##### (iii) 財務運営における評価

明治安田生命保険や損害保険ジャパンなど信用力の比較的高い金融機関と密接である。負債の調達時に担保提供が必須であった設立当初、損害保険ジャパン(旧・安田火災海上保険)が無担保融資を提供した実績があるほか、明治安田生命保険からは現在も長期資金を借り入れるなど、財務面での支援実績は豊富である。

#### (5) モニタリングの方針

資産規模の拡大はコスト削減の推進や事業運営、財務運営の安定に寄与するため、当面は高水準の不動産取得が続く見込みである。先行き良好なLTV水準を維持していくには、物件の購入競争が激化する中でも適正価格による投資を続けていく必要がある。LTVなどが想定範囲を超えて悪化した場合には、その状態が長期化する懸念がないかを早急に調査し、格付け変更の必要性の有無などについて適切なタイミングでコメントしていく方針である。