



News Release

06-D-990

2007年2月23日

森ヒルズリート投資法人（証券コード：3234）

長期優先債務新規格付：「AA-」（ダブルAマ付ス）
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：森ヒルズリート投資法人

【新規】

（対象）	（格付）	（見通し）
・長期優先債務	AA-	安定的

【格付事由～サマリー】

本投資法人は06年2月2日に設立され、同年11月30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）であり、不動産投資法人としては40番目に上場している。

資産運用会社である森ビル・インベストメントマネジメント株式会社（以下、MIM）は森ビル株式会社（以下、森ビル）を株主（以下、スポンサー）とし、その出資持分は100%となっている。

森ビルは59年6月に設立された不動産総合デベロッパーの大手であり、創業の地である東京都港区を中心とした不動産の開発及び賃貸管理事業を主力事業とし、新橋、虎ノ門、赤坂、六本木などのエリアにおける事業展開では強い存在感を示している。特にオフィス、商業施設、賃貸住宅、文化施設などが融合した市街地再開発事業においてはパイオニア的存在であるといえよう。

MIMは84年3月に設立され、02年1月に森ビル・アーバンファンド株式会社に商号変更後、05年3月に現商号に変更されている。MIMは森ビルからの出向者、ならびに金融・不動産の経験を有する役職員によって構成されている。スポンサーである森ビルとの強固かつ幅広いネットワークを最大限に活用しつつ、物件取得におけるサポートのみならず、テナントリーシングや物件の管理運営においてもそのノウハウを活かすべく、本投資法人の運用を行っていくことが期待される。

本投資法人は投資方針の基本理念として、「Investment in the city～『都市』への投資」というコンセプトを掲げている。これは、森ビルグループの総合力を活用して、当グループの都市づくりの思想を集約した「アークヒルズ」、「六本木ヒルズ」などの「ヒルズ」に象徴されるような選別されたエリアと物件への投資を行うことを意味し、本投資法人はこのような投資を通じて、ポートフォリオの着実な成長と投資主価値の最大化を図るものとしている。

具体的には、①森ビルグループのブランド力、営業力及び施設運営能力が十分に発揮できる「プレミアムエリア（東京都心5区及びその周辺地区）」に所在し、その中でも、クオリティ、規模、スペック等において将来にわたり競争力を維持できる「プレミアム物件」を重視した投資、②職・住・遊・憩・学などの多彩な都市機能が複合することで、人、モノ、情報が集積し都市における新たな価値が創出される—こうした不動産開発行為（森ビルでは「タウンマネジメント」と呼んでいる）は、テナント満足度の向上や、その結果として資産価値自体を高めるための重要な要素と考えられることから、本投資法人の投資物件となっているアークヒルズにおいて具現化されているような不動産としての「複合性」を重視した投資、を実行していくものとしている。



News Release

本投資法人はオフィスビル、住宅及び商業施設を投資対象とする総合型の投資法人である。なかでもオフィスビルを投資対象の中心に置きつつ、住宅及び商業施設も投資対象とすることにより、投資機会の多様化及び最大化を図っており、本投資法人のポートフォリオ構築方針（以下、構築方針）における用途別投資の物件組入比率（取得価格ベース）は、オフィスビル50%以上、住宅及び商業施設50%以下、と規定されている。

また、構築方針における地域別投資の物件組入比率（取得価格ベース）は、東京圏80%以上（うち、東京都心5区（港区、千代田区、中央区、新宿区及び渋谷区）及びその周辺地区50%以上）、地方主要都市部20%以下と規定されている。なお、投資対象地域のうち特に港区については、森ビルが多くの不動産を開発及び所有している地域であり、資産の取得や運営管理においても高い競争力を発揮できると考えられることから、より積極的に投資を行うものとしている。

加えて、組み入れる物件の耐震性能、物件が立地するエリアの安全性や震災対策等を重視した投資を行うことや、権利関係においてリスクが低いと判断される物件（原則として、共有物件については持分割合が50%超、区分所有物件については専有部分の床面積の割合が50%超、など）を投資対象とする基準が設けられている。

現在のポートフォリオは全9物件（オフィスビル：5物件、住宅：4物件）で構成され、取得価格総額で約1,427億円の資産規模となっている。なお、本投資法人は外部成長について、今後はスポンサーからのパイプラインサポート（売却物件の優先交渉権、外部物件情報の提供）を軸に、MIM独自の情報収集やつなぎSPC（ウェアハウジング）も活用していくことにより、年間約500億円の成長を目処とし、まずは資産規模2,000億円の達成、ひいては早期に3,000億円の達成を目標としている。

以上の特色を踏まえ、本投資法人に係る現在のポートフォリオの特徴をまとめると、以下の通りとなる。

- ▶ 本投資法人の投資方針に係る基本理念：「Investment in the city ～『都市』への投資」に則り、スポンサーの都市づくりの思想を具現化した「アークヒルズ」、「六本木ヒルズ」にそれぞれ所在する「アーク森ビル」及び「六本木ヒルズゲートタワー」が組み入れられている。
- ▶ スポンサーである森ビルグループの総合力（ブランド力、営業力等）を十分に発揮することが可能な「プレミアムエリア」（東京都心5区及びその周辺地区）、中でも特にスポンサーがデベロッパーとして強みと実績を持ち、運営管理に関しても比較優位が期待できる港区に所在する物件が全9物件中8物件、取得価格ベースでの組入比率約81%を占めている。
- ▶ 建物延床面積が30,000㎡超の大規模物件が全9物件中4物件、取得価格ベースでの組入比率約58%を占めている。
- ▶ ポートフォリオPML値が2.29%、個別物件に係るPML値についても最大が「虎ノ門35森ビル（オムロン東京本社ビル）」の9.00%と低水準にある。この背景としては、制震構造・免震構造の採用により耐震性が極めて高い物件を組み入れることで、東京都心部へのポートフォリオの集中による地震災害発生時のポートフォリオが被る損失を限定することに配慮が行われている点が挙げられる。
- ▶ オフィスビルは、セキュリティ・システム、オフィス・サポート等が充実した高スペック、ハイクオリティの物件（プレミアム物件が5物件中4物件）からなり、現在までのところ賃料、稼働率共に高水準を維持している。
- ▶ 住宅は主として、外資系企業の駐在員等の外国人や、企業経営者や専門職等の富裕層をターゲットとした高級賃貸住宅である。セキュリティ・システム、コンシェルジュ・サービスを含む24時間有人管理、ヘルスプロモーション・サービス等が充実したハイクオリティの物件（プレミアム物件が4物件中3物件）であり、一般賃貸住宅とは異なるマーケット・需要層を対象とした、高額の家賃負担が避けられない高級賃貸住宅であるにもかかわらず、森ビルによるきめ細かいテナントリーシングやサービスの提供等によって比較的高い稼働率を維持している。
- ▶ 全9物件とも森ビルグループ（森ビルあるいはフォレスト・アーバンファンド有限会社）から取得した、区分所有物件（全部所有を含む）又は共有物件である。



News Release

本投資法人は、現在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）業務を森ビルに委託している。森ビルはオフィスビル事業や「MORI LIVING」ブランドで展開する賃貸住宅事業等を通じてPM業務に関する様々な実績・ノウハウ・サービスを有しており、各物件とも新規テナント誘致に関する情報網、営業力、管理能力等の観点から、森ビルへの委託が有効かつ適切と判断されたもので、各物件単体のみならず、「エリア全体」の管理という面からも機動的かつ効率的な体制であると思料される。今後についても、特に森ビルが開発した物件であるなど上記のような同社の長所を運営に活かせるものと判断される場合については、同社にPM業務を委託し、その総合的なノウハウを活用するものとしている。

また、本投資法人は、運営管理の効率化及び管理費用の随時見直しによりその適正化に努めるとともに、削減を検討するに際しては、物件のグレードの高さからテナントの要求水準も自ずと高いと推測されることから、テナント満足度の維持向上・物件の競争力を損なうことのないよう配慮を行いつつ実施していくものとしている。

なお、森ビルによるテナントリレーションの強化に関しては、オフィスビルについては幅広いオフィスサポートや多彩な情報サービスを軸にテナントアンケート（「ヒルズオフィスライフ調査」）の実施によって結果のフィードバックを検討し、また住宅については、「MORI LIVING」のコンセプトによるコンシェルジュ・サービス、ヘルスプロモーションを軸とした付帯サービスの充実にも努めるなど、きめ細かかつ充実したサービスと信頼できる物件の維持・管理により、テナント満足度の向上に努めている。

このような森ビルグループとの協働体制は、上記のような既存の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者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者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点につき、MIMのマネジメントとのインタビュー等を通じて確認している。なお、MIMでは07年2月1日付で法令順守及び業務管理機能の充実化を図るべく、業務管理ユニットの下に内部監査部を設置する社内組織の変更を行っている。

財務方針においては通常運営時のLTVを50%程度でコントロールすることとし、上限は65%に設定しているものの、比較的保守的な方針となっているといえよう。また、現在のデット・ファイナンスについては全額無担保・無保証であるとともに、返済期日の分散化も図っており、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。

【ポートフォリオの分析】

(1) 物件数

本投資法人は06年11月30日に9物件（オフィス：5物件、住宅：4物件）から構成されるポートフォリオで上場しており、現在までその構成に変化はない。全9物件のうち、森ビルからの取得が5物件、フォレスト・アーバンファンド有限会社（03年3月19日に組成された機関投資家を対象とした「森ビル・アーバンファンド」の特別目的会社）からの取得が6物件（「六本木ファーストビル」及び「六本木ビュータワー」については、森ビルからの取得分とフォレスト・アーバンファンド有限会社からの取得分とがある。）となっており、全物件をスポンサーである森ビルグループから取得している。今後もスポンサーの総合力を活用した、競争力のある物件の適正な価格での取得が期待される。

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うという基本方針から、現在までのところ上場以来行われていない。

(2) 取得価格

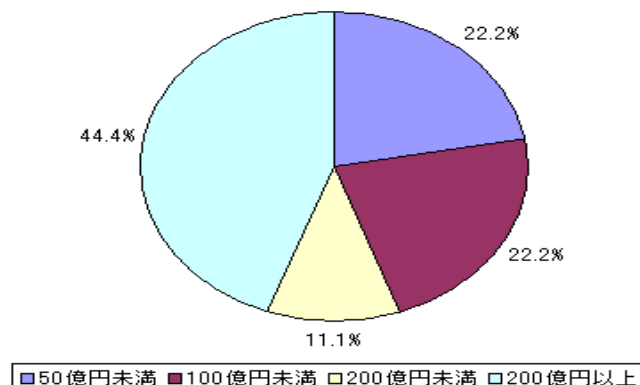
9物件の取得価格総額は約1,427億円、取得時の総鑑定評価額は約1,428億円、直近時点の総鑑定評価額は約1,471億円であり、1物件当りの平均取得価格は約158億円となっている。取得価格と取得時鑑定評価額は概ね均衡しており、また、不動産鑑定評価書は全て財団法人日本不動産研究所より発行されている。なお、個別物件の取得価格は全物件について取得時鑑定評価額以下となっており、利害関係者との取引制限における不動産等の取得に係る条件を満たした価格となっている。

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の賃料相場との比較を含め、不動産鑑定評価書上の想定賃料の妥当性、利回り等の分析・検証を実施し、現在の市況を踏まえて中期的に安定すると考えられる価格の査定を行った。

この結果として、現在のポートフォリオ9物件を対象とするJCR評価額は約1,449億円となった。この評価額は、取得価格総額に対して約101.6%、直近時点の総鑑定評価額に対して約98.6%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される。

一方で、物件の分散度については現在、上位3物件で約63.8%（取得価格ベース）を占め、特定の物件への集中度が比較的高いポートフォリオとなっている。ポートフォリオとしての運用の安定化のためには、今後の物件取得により物件集中度の更なる緩和が望ましいとJCRでは考えている。

図1-取得価格別構成比





News Release

(3) 物件クオリティ別投資

投資方針における基本理念である「Investment in the city ～ 『都市』への投資」を具現化したものとして、構築方針において特徴的であるのは、物件クオリティ別の組入比率（取得価格ベース）を明示していることである。構築方針では、投資物件のキャッシュフローの安定性及び成長性に関して他の地域と比較して相対的に優位であると考えられ、森ビルグループの総合的なマネジメント力を活用するのに優位性をもつ「プレミアムエリア」（東京都心5区（港区、千代田区、中央区、新宿区及び渋谷区）及びその周辺地区）に所在する「プレミアム物件」を、組入比率（取得価格ベース）で50%以上とするものとし、投資対象の中核としている。現在のポートフォリオ9物件のうち7物件がプレミアム物件に該当し、その組入比率（取得価格ベース）は約88.3%となっている。また、今後もプレミアム物件を重視した投資が行われる予定であり、中期的にみても、ポートフォリオの強い競争力が維持されていくものとJCRではみている。なお、MIMによる「プレミアム物件」に関する具体的な定義の内容は以下の通りである。

1. オフィスビル

- ① 立地：プレミアムエリア
- ② 延床面積：一棟当たり延床面積10,000㎡以上
- ③ 基準階面積：基準階賃貸可能面積1,000㎡以上
- ④ スペック：フロア形状、天井高、床仕様、床荷重、空調方式、電気容量、セキュリティシステム等を総合的に勘案して強い競争力を保持していると認められるもの

2. 住宅

- ① 立地：スリーAエリア（赤坂・青山エリア、青山・原宿エリア及び麻布・広尾エリア）を中心としたプレミアムエリア
- ② 延床面積：一棟当たり延床面積2,000㎡以上
- ③ スペック：外観、エンタランス仕様、間取り、セキュリティシステム、フロントサービス、住戸内サービス、インターネット回線、スパ施設又はフィットネス施設等の利用サービス等を総合的に勘案して強い競争力を保持していると認められるもの

3. 商業施設

(i) 百貨店、都心型ショッピング・センター、大型専門店及び複合商業施設

- ① 立地：東京都心5区及びその周辺の繁華性の高い地域
- ② 延床面積：一棟当たり延床面積10,000㎡以上

(ii) 高級ブランド店等の路面店店舗

- ① 立地：銀座周辺エリア、青山・表参道周辺エリア等、稀少性・社会的認知性が極めて高い地域
- ② 延床面積：一棟当たり延床面積1,000㎡以上

一方で、構築方針において、プレミアム物件以外の物件については以下の基準を満たした場合に投資対象に加えることができるものとしており、現在のポートフォリオ9物件のうち2物件（取得価格ベースの組入比率約11.7%）が当該物件に該当している。

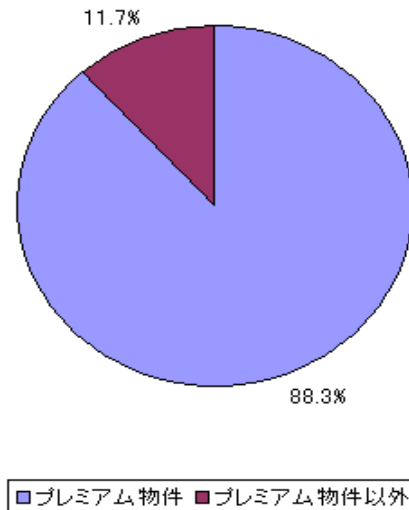
1. オフィスビル

- ① 立地：プレミアムエリアを中心に、東京圏及び地方主要都市部の都市機能の高い地域に所在すること
- ② 物件規模：原則として、建物の延床面積が3,000㎡以上、かつ建物の基準階賃貸可能面積が330㎡以上であること

2. 住宅

- ① 立地：スリーAエリアを中心としたプレミアムエリアに所在すること
- ② 物件規模：原則として、建物の延床面積が1,000㎡以上であること

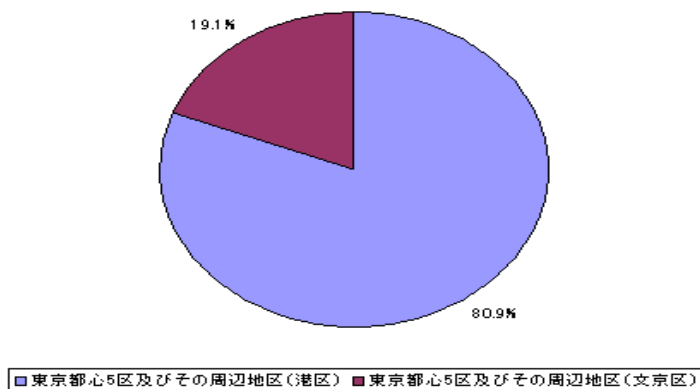
図 2-物件クオリティ別取得価格比



(4) エリア別投資

現在のポートフォリオに係る投資対象エリアは、東京圏（①東京都心 5 区(港区、千代田区、中央区、新宿区及び渋谷区)及びその周辺地区、②東京都、神奈川県、千葉県及び埼玉県）が 100%を占めている。構築方針において、東京都心 5 区及びその周辺地区への重点的投資（その中でも特に港区への積極的投資）が明示されており、組入比率（取得価格ベース）は①のみで 50%以上、①と②を合わせて 80%以上となっていることに照らし、構築方針に合った投資が現在実行されているといえる。なお、構築方針において地方主要都市部（東京圏以外にある政令指定都市及びこれに準じる全国主要都市）へもポートフォリオ合計額の 20%以下を目処に投資を行う旨が明示されているが、現状では「プレミアムエリア」への投資を優先する方針にあり、地方主要都市部への投資は特に予定されていないことが確認されている。

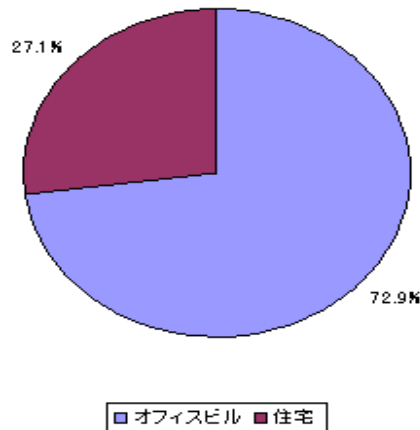
図 3-エリア別取得価格比



(5) 用途別投資

現在のポートフォリオは全9物件のうちオフィスビル5物件、住宅4物件で構成されており、組入比率（取得価格ベース）は、オフィスビル約72.9%、住宅約27.1%となっている。また、ビル内に併設されているものを除き、単独の商業施設は現在のポートフォリオに組み入れられていない。なお、構築方針ではオフィスビルに重点を置いた投資が明示されており、その組入比率（取得価格ベース）はオフィス50%以上、住宅及び商業施設50%以下と規定されているが、今後の用途別投資についても現在の組入比率（取得価格ベース）から大幅に乖離することなく行われる予定であることが確認されている。

図4-用途別取得価格比



(6) 規模

現在の1物件当たり平均投資額は約158億円。延床面積はオフィスビル約308,806.96㎡、住宅約86,038.79㎡、総延床面積約394,845.75㎡（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は約43,871.75㎡となっている。

また、構築方針では投資対象規模について、

<プレミアム物件>

1. オフィスビル

- 延床面積：1棟当たり延床面積10,000㎡以上
- 基準階面積：基準階賃貸可能面積1,000㎡以上

2. 住宅

- 延床面積：1棟当たり延床面積2,000㎡以上

3. 商業施設

- ①百貨店、都心型ショッピング・センター、大型専門店及び複合商業施設
 - 延床面積：1棟当たり延床面積10,000㎡以上
- ②高級ブランド店等の路面店店舗
 - 延床面積：1棟当たり延床面積1,000㎡以上

<プレミアム物件以外>

1. オフィスビル

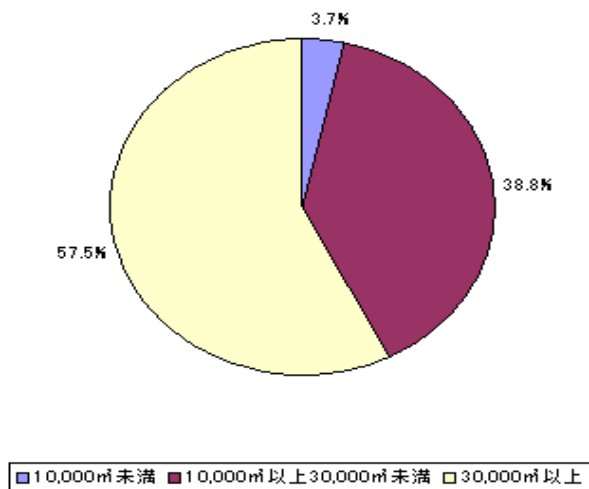
○原則として、建物の延床面積が 3,000 m²以上、かつ建物の基準階賃貸可能面積が 330 m²以上

2. 住宅

○原則として、建物の延床面積が 1,000 m²以上

と明示されている。現在のポートフォリオ全 9 物件のうち 4 物件が延床面積 30,000 m²以上の物件であり、取得価格ベースの組入比率が約 57.5%であることから、比較的規模の大きいオフィスビル及び住宅への投資を実行しているといえる。

図 5-建物規模別取得価格比



(7) 築年数・PML

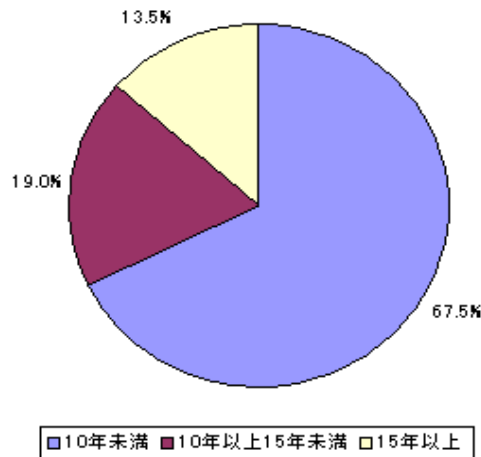
現在のポートフォリオ平均築年数は約 9.3 年となっている。

耐震性については構築方針において、新耐震基準に適合し、PML 値が 15%以下の建物を投資対象とすることを原則としている。現在のポートフォリオにおける個別物件の PML 値はいずれも 10%未満であり、ポートフォリオ PML は約 2.29%と極めて低水準に収まっている。

個別には、ポートフォリオ中で築年数が 15 年超である「アーク森ビル」(昭和 61 年 3 月竣工・築約 21 年)の PML 値は 0.36%であり、「虎ノ門 35 森ビル (オムロン東京本社ビル)」の PML 値は 9.00%であることから、両物件とも耐震性については基準の範囲内であり特段問題はないものと思料される。

また、個別物件のうち、「六本木ヒルズゲートタワー」及び「後楽森ビル」については制震構造を、「元麻布ヒルズ (フォレストタワー及びフォレストテラスイースト)」及び「アークフォレストテラス」については免震構造を、それぞれ導入した建物となっている。本投資法人は、プレミアム物件の各内容に加えて、組み入れる物件自体の耐震性能、物件が立地するエリアの安全性や震災対策等を重視した投資を行っていく方針であることから、今後も高い耐震性能を誇る物件の取得、ひいては万一の大規模な地震災害時にも相対的に被害が少ないポートフォリオの構築が行われていくことが期待される。

図 6-築年数別取得価格比



(8) 権利関係

現在のポートフォリオにおける個別物件の所有形態は、全て区分所有あるいは共有となっている。なお、個別物件のうち「六本木ヒルズゲートタワー」及び「アークフォレストテラス」は登記上区分所有物件であるが、本投資法人の持分は100%である。

一般的に、区分所有物件あるいは共有物件については一棟全体を単独所有している場合と比した場合に、他の権利者との関係から処分・維持管理等について一定の制約が発生する可能性があり、このため当該物件の換金性・流動性には留意する必要があるものと考えられる。この点に関し本投資法人は、その物件取得・ポートフォリオ構築方針において、原則として、単独所有不動産、並びに以下の点を検討した上で、権利関係においてリスクが低いと判断される区分所有物件、共有物件を投資対象とするものとしている。

①区分所有物件

- ・ 原則として、専有部分の床面積の割合が50%超である物件。
- ・ 専有部分の床面積の割合が50%以下の物件であっても、他の区分所有者の信用力及び属性、物件の特性等を総合的に勘案。
- ・ 必要に応じて、本投資法人内での積立金の増額等の諸手当を講じる。

②共有物件

- ・ 原則として、持分割合が50%超である物件。
- ・ 持分割合が50%以下の物件であっても、他の共有者の信用力及び属性、物件の特性等を総合的に勘案。
- ・ 必要に応じて、共有物不分割特約の締結等の諸手当を講じる。

本投資法人の場合、スポンサーが関係権利者との共同事業により開発した物件、換言すれば区分所有あるいは共有の権利形態をとる物件が、今後もポートフォリオに組み込まれる可能性が高い。一方で、スポンサーの不動産開発における強みは、「アークヒルズ」や「六本木ヒルズ」に代表されるような、まさに数多くの権利者との利害を調整しつつ、大規模な都市再開発を実現してきたことにあるといえ、こうして開発された物件について優先的に供給を受けることが可能なスポンサー・サポートは、本投資法人にとって重要な強みであることを鑑みると、権利関係に係るリスクを極力低減させるような選別は今後も引き続き重要ではある

ものの、単独所有でない物件の積極的な組入れ方針が、中長期的に安定したポートフォリオの運用にとって必ずしも障害となるものではないとJCRでは考えている。

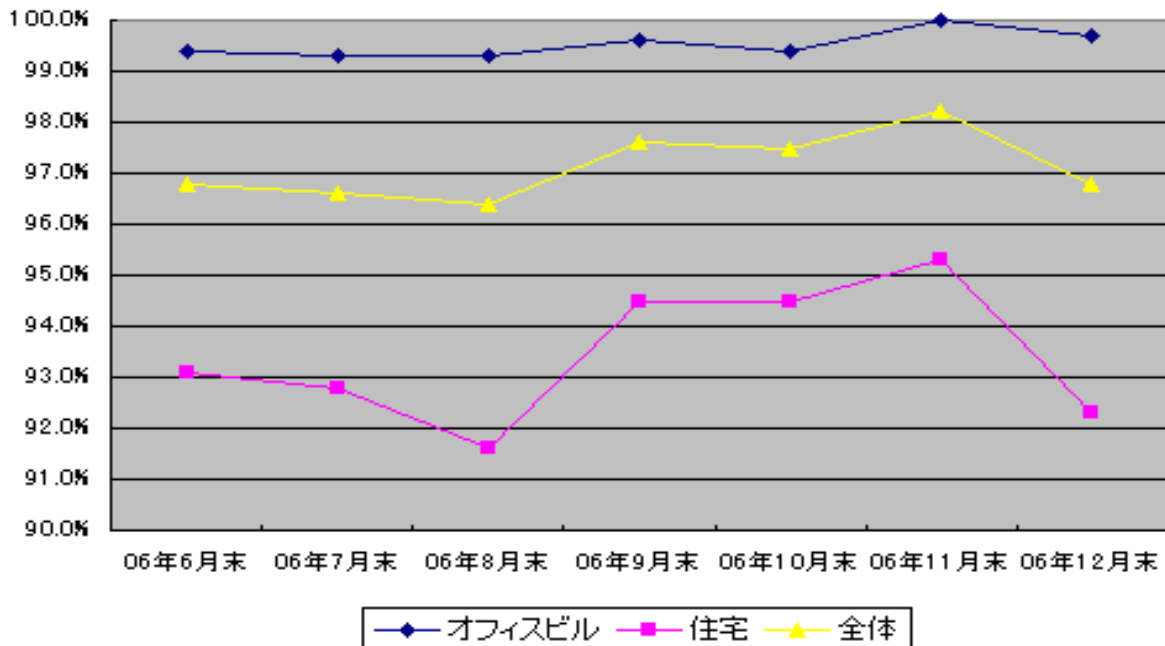
(9) 稼働率

06年11月の上場以来、ポートフォリオ全体で約97%以上の稼働率を維持しており、06年12月末時点において全9物件の稼働率は96.8%（オフィスビル：99.7%、住宅：92.3%）となっている。

特に住宅に関しては、主として外資系企業の駐在員向けの高級賃貸住宅が多いことから、過去においては転勤・異動や組織変更等による退去が集中して発生し、一時的に空室率が上昇した経緯があった。今後も短期的には一時的な稼働率悪化の懸念が完全に払拭されることはないと思料されるものの、PM業務を担当している森ビルによる的確な需要層の把握に基づくテナントリーシング等が、当該懸念要因の長期化を緩和させ、一定の稼働率の確保には現状特段の懸念がないものとJCRでは考えている。

なお、オフィスに関しては本投資法人の取得後の短期間のデータではあるものの、稼働率の変動は少ないことが以下のグラフから読み取れる。本投資法人が所有するオフィスビルのグレードが高く、テナントも本部または東京における拠点として活用しているケースが多いものと考えられることから、こうした拠点を変更するには相応の動機を必要とするものと思料される。しかし、テナント企業を取り巻く環境の変化によって中長期的にはテナント退去は自ずと発生する可能性のある事象であり、PMを担う森ビルのテナントリーシング能力が今後の稼働率維持に重要であるものとJCRでは考えている（次章、【資産運用業務における特徴】「アセット・マネジメントとプロパティ・マネジメント」の項も参照）。

図7-用途別稼働率の推移



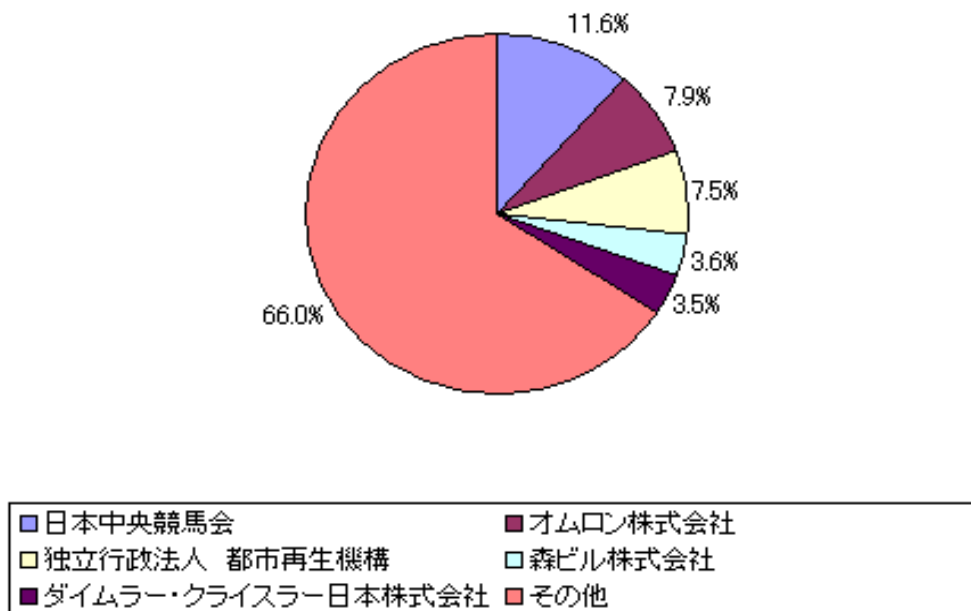
(10) テナント・賃貸借契約

賃貸借契約については、パススルー型マスターリース又は固定型マスターリースなどマスターレシーとして概ね森ビルが介在しており、マスターレシーとエンドテナントとの間で普通賃貸借（長期）契約又は定期建物賃貸借契約が締結されている。06年6月30日現在のエンドテナント総数は245であり、同日時点で賃貸面積が最も大きいテナントである「日本中央競馬会」（六本木ヒルズゲートタワーに入居）は、ポートフォリオ全体のテナント面積比率約11.6%を占めている。また、賃貸面積上位5社（日本中央競馬会、オムロン株式会社、独立行政法人都市再生機構、森ビル株式会社、ダイムラー・クライスラー日本株式会社）が占める面積比率は約34.1%と、比較的テナント集中度の高いポートフォリオとなっている。

本投資法人が構築方針において重点を置いている「プレミアム物件」に入居可能なテナントについては、ある程度の床面積を必要とする大企業などが中心となるものと思料されることから、本投資法人のポートフォリオにおいては、それが安定的な規模に拡大するまで、テナント集中がある程度の期間継続されることは避けられない事象と考えられる。今後の物件取得による外部成長によりテナント集中度は緩和されていくものと期待されるが、JCRではこの点についても注視していきたい。

なお森ビルでは、物件の高い競争力を背景に、本投資法人の所有物件を含めテナントとの間で定期建物賃貸借契約の導入を進めている。普通賃貸借契約においては、オフィスに関しても主として賃借人保護の観点が強い借地借家法によって、市況に応じた賃料の値上げ浸透が容易ではないのに比較して、契約更新がなく、協議が整わない場合には再契約しないことが可能な定期建物賃貸借は、物件所有者にとっては収益力の向上に有効な手段であると思料される。こうした観点から、本投資法人の今後の賃貸借契約の動向についても注目していきたいとJCRでは考えている。

図8-テナント面積比（06年6月30日現在）



【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MIMのアセット・マネジメント（以下、AM）業務は、スポンサーである森ビルからの出向者、多様な経歴と専門性を持ったMIMのプロパーの役職員によって担当されている。MIMは森ビルの100%子会社であり、森ビルがこれまでに培ってきた不動産関連の実績、ノウハウ、ネットワーク等を活用できる体制が構築されているといえよう。MIM独自の情報収集ルートの開拓と合わせて、MIMと森ビルとの間の「アドバイザリー業務委託契約」に基づき、森ビルによるリサーチ関連業務の提供、不動産の取得及び運用に関する助言及び補助業務の提供等のサポートが期待されている。

PM業務は現在、ポートフォリオ全9物件について森ビルが担当している。PM会社の選定に際しては、本投資法人の投資方針、運用対象物件に係る不動産の運営管理の方針を理解し、本投資法人と認識を共有して行動できるPM会社を業歴、財務体質、組織体制等を考慮して選定することとしている。また、物件に関する運営管理上の詳細な情報を森ビルが最も把握している場合（当該不動産を計画若しくは開発した、またこれまで運営管理を行っていたなど）等については、PM会社として利害関係者である森ビルも選定することができるものとしている。

現在のポートフォリオ9物件は全て、森ビルにPM業務を委託することが有効かつ適切と判断される場合に該当することから、同社の持つPMノウハウを積極的に活用するため、当該業務を委託する結果となっている。今後の外部成長の局面においても、森ビルが開発した物件や同社の長所を活かせる物件が組込まれることが想定されるなか、森ビルが持つ付加価値の高いノウハウやサービスが提供されることにより、運用資産のプレゼンス向上、効果的・効率的な内部成長の達成が期待される。

また、PM業務に関連して、本投資法人は原則として毎月、運用資産に係る不動産の運営管理状況を把握するためにPM会社から報告を受けると共に、PM業務を委託する契約の期間は原則1年間とし、契約期間満了までにPM会社の運営管理業務に対する評価を行い、かかる評価の結果、当該PM会社が選定基準に満たないと判断された場合にはPM会社の変更、また変更までに至らない場合でもPM会社に対する適宜指導により業務レベルの向上を図るなど、業務委託の利害関係者取引による弊害防止にも注意を払っている。

(2) 物件取得パイプライン

本投資法人及びMIM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、森ビルとの間で以下の内容の「サポート契約」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。

①本投資法人及びMIMへの優先交渉権の付与

- 森ビル自らが保有又は開発する不動産（竣工前又は竣工後を問わない。）のうち、本投資法人の投資基準に適合する不動産又は適合する可能性のある不動産（「適格不動産」）及び適格不動産の候補となり得る不動産（開発中の物件を含む。）（「対象不動産」）に該当する不動産を森ビルが売却する場合（ただし、対象不動産に係る売却行為が一定の要件に該当する場合を除く。）

対象不動産に関する情報を、第三者に先立ち本投資法人及びMIMに提供の上、本投資法人に対して優先的に売買交渉を行う権利を付与する。

②本投資法人及びMIMへの情報提供

- 第三者から森ビルに不動産の売却に関する情報が提供された場合

森ビルがその裁量により当該不動産を取得しない旨決定し、かつ当該不動産が対象不動産に該当するとき、所有者その他関係当事者の事前承諾が得られることを条件に、対象不動産に関する情報を本投資法人及びMIMに可及的速やかに提供する。

③その他のサポート

森ビルは、MIMからの要請があった場合、投信法その他の法令に抵触しない範囲内において、MIMに対して人材の派遣（転籍及び出向を含む。）、その他必要なサポートを行う。

このほか、多彩なネットワークを活用したMIM独自の物件情報収集ルートの開拓、本投資法人による機動的かつ柔軟な物件取得に資することを目的としたつなぎSPCの活用（ウェアハウジング）等、運用資産の安定的かつ継続的な拡大を目指す方策が講じられている。

現在のポートフォリオ9物件に関しては、森ビルからの取得が5物件、フォレスト・アーバンファンド有限公司（03年3月19日に組成された機関投資家を対象とした私募ファンド「森ビル・アーバンファンド」の特別目的会社）からの取得が6物件（なお、「六本木ファーストビル」及び「六本木ビュータワー」については共有持分を森ビル及びフォレスト・アーバンファンド有限公司からそれぞれから取得している。）となっている。昨今不動産市況が加熱気味である中、本投資法人において適正な利回りによる適正な価格での物件取得というスタンスを堅持すべく、今後もスポンサーとの協働体制による適正価格での物件取得が期待されている。

なお、本投資法人は外部成長について、今後はスポンサーからのパイプラインサポート（売却物件の優先交渉権、外部物件情報の提供）を軸に、MIM独自の情報収集やつなぎSPC（ウェアハウジング）も活用していくことにより、年間約500億円の成長を目処とし、まずは資産規模2,000億円の達成、ひいては早期に3,000億円の達成を目標としている。

(3) テナント満足度向上による内部成長

本投資法人は、PM業務を担当する森ビルを通じて個別テナントとの連携を密にし、テナントニーズを反映したきめ細かい入居テナント対応を行うことにより、テナント満足度を向上させ幅広く長期的な信頼関係を構築し、解約によるテナント流出の回避に努めることで、賃料及び稼働率の維持向上を図っている。

その実例として森ビルによるPM業務では、オフィスビルにおいては、テナントやその従業員に対する幅広いオフィスサポート体制（会員制ポータルサイト「eHills Club」などの多彩な情報提供サービス、パークヒルズにおける「ランチタイムコンサート」の実施など）の提供をベースとした、物件スペックといったハード面のみならず、ソフトの部分も加わった森ビルの「ブランド力」により、テナントに対する安心と満足の提供に配慮がなされているといえよう。

また、住宅においては「コンシェルジュ・サービス」や「ヘルスプロモーション」に代表される「MORI LIVING」ブランドのもと、高品質できめ細かいホスピタリティ・サービスが提供されている。

このように、物件のハード面にとどまらずテナント対応等のソフト面にも注力することが、物件価値及び物件競争力の維持向上に繋がっていくものと考えられる。

もっとも、上記のような高いレベルのテナント向けサービスの提供には、相応のコストがかかることは自明であろう。本投資法人においても、その高い賃料レベルからの高水準のキャッシュフローに対して、経費率についても一般の不動産管理の水準と比較（他の投資法人との比較も含む）した場合に、有意に高い水準にあることが読み取れる。

この点について、現状JCRでは、本投資法人の所有物件のグレード及びキャッシュフロー稼働能力の高さを勘案した場合には、十分に正当化できるレベルであるとは判断しているものの、今後の外部成長とともに、本投資法人のテナント満足度の維持と経費コントロールの両立による内部成長にも注目していきたいと考えている。

(4) ガバナンス体制

MIMでは透明性の高い運用を迫るため、スポンサー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、投資委員会、コンプライアンス委員会、取締役会の複階層による意思決定を行うものとしている。運用ガイドラインの制定及び変更、資産運用計画の制定及び変更、資産の取得及び処分等について、まずコンプライアンス・オフィサーによる審査が行われ、次に投資委員会において社外専門家の意見をふまえて審議及び決議が行われる。その後コンプライアンス委員会における審議及び決議を経て、取締役会における審議及び決議の手順を踏むこととなっている。特に利害関係者からの資産の取得、利害関係者に対す



News Release

る資産の売却については、上記取締役会における審議及び決議に続いて、本投資法人の役員会による承認を要することと規定されている。

いずれの委員会も必要性に応じて適切に開催され、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JCRでは判断している。

なお、MIMでは法令順守及び業務管理機能の充実化を図るべく、07年2月1日付けで社内組織の変更を行い、業務管理ユニット下に新たに内部監査部を設置している。

(5) 利益相反

本投資法人においては、森ビルとの間で物件取得のサポート契約やPM委託契約を締結する等により、利害関係者との関係が密接であることから、利害関係者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 利害関係者との取引（資産の売却又は処分）を行う場合、投資委員会、コンプライアンス委員会、取締役会による決議に加えて、本投資法人の役員会による承認が必要となる（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取得する場合、その取得価額は、利害関係者でない不動産鑑定士（法人を含む。）による鑑定評価額を超えないものとする。
- ③ 利害関係者に対して物件を売却する場合、その売却価額は、利害関係者でない不動産鑑定士による鑑定評価額を下回らないものとする。
- ④ 利害関係者に対して物件を賃貸する場合、市場価格、周辺相場等を調査し、利害関係者でない第三者の意見書等を参考の上、適正と判断される条件で賃貸しなければならない。
- ⑤ 利害関係者に対して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。
- ⑥ 利害関係者に対して不動産等（信託受益権を除く。）の売買の媒介を委託する場合、その報酬は、宅建業法に規定する報酬の範囲内とし、売買価格の水準、媒介の難易度等を勘案して決定する。
- ⑦ 利害関係者に対して信託受益権の売買の媒介を委託する場合、その報酬は、宅建業法に準じて算定される報酬の範囲内とし、売買価格の水準、媒介の難易度等を勘案して決定する。
- ⑧ 利害関係者に対して賃貸の媒介を委託する場合、宅建業法に規定する報酬以下とし、賃料水準、媒介の難易度等を勘案して決定する。

J-REIT に関しては、昨年から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 の仕組みは、要求される情報公開のレベルと透明性が比較的高く、投資家に対する大きな経済的ダメージが惹起せしめられる可能性は小さいものと考えられるが、コンプライアンス及びガバナンス機能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。JCR 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

MIMでは期中における通常運営時のLTVを50%程度、最大65%の間でコントロールすることとしており、投資法人としては標準的なレベルではあるが、不動産賃貸業の企業としてみた場合には、比較的保守的な財務方針であるといえる。

第1期末（07/1 期末日）予想数値に基づくLTVの水準（テナントからの預り敷金・保証金考慮後）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ため単純な比較はできないが、現状のLTV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、JCRの格付け基準では「A」レンジ上位から「AA」レンジの格付けに相応するレベルであるといえよう。

単位: 億円(但し、LTVについては%)

	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	1,471	1,507	1,485
有形固定資産	1,435	1,471	1,449
その他の資産	36	36	36
ネット負債	714	714	714
有利子負債	730	730	730
敷金・保証金	61	61	61
信託現金・預金(－)	-77	-77	-77
LTV	48.5	47.4	48.1

(注) 期末簿価ベース：07/1 期末日のM I Mによる予想数値を採用

敷金・保証金：06/11 末時点のM I Mによる概算数値を採用

信託現金・預金：現時点の開示データがないためM I Mによる予想数値を採用

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

L T V＝ネット負債÷ネット総資産

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図っている。その結果、現時点での長期固定化比率は約 54.8%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。

こうした調達方針の中、借入金全体の加重平均金利は現在 1%台前半と低水準を維持し、また加重平均年限は約 1.8 年となっているものの、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 J C R では考えている。



News Release

【森ビル株式会社の概要】

(1) 会社概要

59年に設立された不動産総合デベロッパー大手。不動産賃貸・管理事業を主力事業とし、新橋、虎ノ門、赤坂、六本木など東京都港区を中心に事業を展開している。オフィス、商業施設、賃貸住宅、文化施設などが融合した市街地再開発事業ではパイオニア的存在である。中でも86年に竣工したアークヒルズは、事務所、共同住宅、ホテル、コンサートホール、テレビ局スタジオを有し、当社の市街地再開発事業を象徴するような複合施設となった。01年に愛宕グリーンヒルズ、02年には元麻布ヒルズ、03年にもプロジェクトの構想期間に17年、建設投資額も2,700億円を掛けて、国内最大級の規模となった六本木ヒルズが竣工している。また、国内だけではなく、中国上海にも展開しており、08年には超高層ビルの上海ワールドフィナンシャルセンターが完成する計画である。

不動産賃貸・管理事業のほかには、請負工事、監理設計、不動産販売、六本木ヒルズで展開するソフト事業（展望台、ギャラリー、ツアー、アカデミー等）により構成される。06/3期連結売上構成比は、不動産賃貸・管理事業約66%、不動産販売事業約5%、請負工事約6%、ソフト事業約4%、その他事業約19%となっている。

(2) 事業環境

バブル崩壊後、国内景気の長期低迷から企業のリストラクチャリングによるオフィス需要の減少や「2003年問題」と称されたように東京都内のオフィス供給増等によって、オフィス賃貸料市況は悪化する方向にあった。過去10年間（95～04年）、東京主要5区の賃料（三鬼商事調べ）は、ほぼ一貫して低下しており、95年に27,670円/坪だったものが、04年には17,577円/坪まで低下した。だが、その後の景気回復局面を受けて企業のオフィス拡張意欲が強くなってきたことに加え、「2003年問題」の影響が一巡し新規供給量が減少していることもフォローとなり、新築物件では募集賃料が周辺の相場を超えるケースも出ている。足元では当面のボトムから反転し上昇期に入ったといえ、賃料水準も06年には19,406円/坪と堅調に推移している。

また、オフィス空室率の回復も顕著である。東京主要5区空室率（三鬼商事調べ）は、新規の供給量が急増した03年の8.13%をピークにして04年には6.10%まで低下している。05年に入ってさらに低下が進み、06年12月末時点で2.89%となっている。

このように、オフィス賃料の底入れ、空室率の低下など不動産賃貸業の事業環境は好転している。また、不動産証券化市場の拡大を背景に、既存保有物件をJ-REITや私募ファンドに売却するなど、既存物件のみならず開発中の物件を証券化・流動化することによって、新規の不動産開発がしやすい環境となっている。

新規オフィスの供給量については、06年、07年度に都心部で大規模オフィスビルの竣工が複数計画されているが、03年度と比較するとその水準は7割以内と見込まれており、08年以降は供給が一時的に減少することが予想されていることから、当面現在の良好な環境が続く見込みである。

とはいえ、オフィス需要は二極化する傾向が鮮明になっている。「近・新・大」が備わった質の高いオフィスビルは開業前の早い段階で満室となる事例も多く出ている。これに対し、管理状況が芳しくない老朽化した中小ビルなどはテナント確保のために依然として賃料を引き下げている模様である。また、立地条件にもよるが、オフィスビルから商業施設、マンションなどへ用途転換（コンバージョン）が行われるケースも出てきている。このように物件によって需要が二極化しており、オフィスビルの立地、IT化への対応や耐震性能等の物件スペックによっては、今後さらに物件のキャッシュフロー稼働能力（賃料・稼働率からなる）に格差が広がるものとみられる。

このような環境下、当社はキャッシュフロー創出力を着実に高めている。00年度の赤坂溜池タワーやアーク八木ヒルズ、01年度の愛宕グリーンヒルズ、02年度の元麻布ヒルズ、03年度の六本木ヒルズ、04年度のオランダヒルズ森タワーなど新規プロジェクトの竣工、稼働開始が大きく寄与している。この中でも03年4月に竣工した六本木ヒルズの貢献度は高く、現在、当社のキャッシュフロー全体の約50%を占めるまでに至っている。

今後についても、稼働率の高い六本木ヒルズが当社のキャッシュフロー創出能力を下支えすると考えられ



News Release

る。六本木ヒルズは竣工から3年経過した現在でも平日11万人、休日14万人の安定した集客力を誇っている。これは、六本木という人気エリアに存するというのも然ることながら、街全体としてのコーディネートを構想しながら大規模開発を実行する当社独自のノウハウが凝縮されており、オフィス、商業施設、レジデンス、ホテル、文化施設など、人が集まる多機能の集積が大きなシナジー効果を上げているためといえる。

一般に、こうした大規模プロジェクトは開発期間の長さ、資金負担の面から同業他社においては積極的な取組みの事例も少なく、六本木ヒルズのような複合開発物件の希少性や現行の競争力は当面維持されものと考えられる。中期的には、虎ノ門・六本木地区再開発に加え、子会社で展開する上海ワールドフィナンシャルセンターなどの新規プロジェクトが予定されており、それらが計画通りに稼働することによって、更なるキャッシュフロー創出力の向上が期待されている。

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) JIJI PRESS 共同通信JLS

<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

【総括】

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。この処理の際には、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。

一方で、J-REITの格付けにあたって、JCRではこのように単純な「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。

(1) 物件グレードとポートフォリオの安定性

本投資法人の特徴として、スポンサーが強みをもつ「プレミアムエリア」（東京都心5区及びその周辺地区、特に港区）に所在する物件で、その中でもクオリティ、規模、スペック等から見て、将来にわたり競争力を維持できるオフィスビル、住宅及び商業施設（「プレミアム物件」）を主な投資対象としていることがあげられよう。

所有物件のグレードの高さは、現在のような好況時の投資口価格の動向や、将来に発生しうる危殆時の緊急避難的な担保付融資の必要性を想定した場合などには有利に働くものと考えられる半面、物件集中度が比較的高く、一件あたりの金額が大きいことは、中堅・中小規模のオフィスビルや住宅と比較した場合、短期間のうちに物件売却による現金化を行うことに一定の難しさがある点には留意が必要である。

一般に、J-REITの場合に限らず、構成する一つ一つの投資対象が、パフォーマンスに影響を与える様々な要素について分散がなされていることは、ポートフォリオの収益の平準化や大規模災害等の予見しがたいリスク回避の観点からは好ましいものと考えられる。現状、本投資法人のポートフォリオについては、物件集中と地域集中の観点からは改善の余地はなしとはしえないものの、立地を含めた物件スペックが当面のこうしたリスクの顕在化をカバーしているものと考えている。

また、坪当たり賃料に代表される物件からの収益力の高さも、本投資法人のポートフォリオを特徴付けるものとなっている。東京主要5区のオフィス平均坪当たり賃料が19,406円（06年12月時点、三鬼商事調べ）、また、J-REIT全体のオフィス平均坪当たり賃料が約19,900円、同住宅平均坪当たり賃料が約12,600円（06年4月時点、「ARES J-REIT Property database」より引用）とされる中、本投資法人ではオフィスについては約29,000円、また住宅については約20,000円の平均坪当たり賃料（06年10月30日付の本投資法人目論見書による）となっている。

今後の物件価値の維持というポイントを賃料の観点から考えた場合、「賃料の安い多数の物件からなるポートフォリオ」と「賃料の高い比較的少数の物件からなるポートフォリオ」のどちらが収益の変動性が低いとすべきかについては議論の余地があろう。賃料統計等で入手されるデータは新規の募集賃料が中心であり、継続賃料についてはオーナーとテナントの相対で決定されるものである（J-REITの出現によって、こうしたデータが公開される機会は増えてきてはいる）ため、一般には公表されることは少ない。また、現在の借地借家法において、市況変化による賃料の更改はテナントの承諾があって初めて実現し、そうでなければオーナーにとって不本意な賃料水準であっても裁判所の調停によって認められた場合以外には、効果的な対処方法がないのが現実である。このため極端な場合、市況上昇時には賃料更改が行われず、市況悪化時には賃料下げに同意しないとテナントの退出を防げない、というケースすら想定されうる。

本投資法人が所有するグレードの高い物件の場合には、もとより賃料負担能力の高いテナントが多いものと推測され、賃料を契機としたオフィス移転のインセンティブや、より好立地の物件を希求した動きも相対的には少ないものと考えられる。一方で、拠点統廃合（企業合併等も含む）や、業務拡大/人員増による単純

な増床ニーズなど、テナントを取巻く個別要因による移転は当然ありうるものと思料される。

このように、テナントの移転が相対的に少ないものと推測可能で、継続賃料がベースとなって収益が推移するとした場合には、そのような物件からなる不動産ポートフォリオの収益の変動は、統計上の新規募集賃料の変動に比べてある程度少ないものと考えられる。

もちろん、こうした「テナントの移転が少なく、収益が安定する」状況が継続するためには、テナントの高度な要求に応えられるオフィス環境の提供がハード面・ソフト面双方で求められることはいうまでもない。この点に関して、森ビルの現在までの実績においては、03年にアーク森ビルの主要テナントの数が六本木ヒルズ森タワーの竣工に伴い移転した時点の対応（大規模リニューアルの実施及びその後のリーシング対応と実績）に見られるように、物件収益の維持という観点から、相応に高い経験と能力を持つものであるとJCRでは判断し、本投資法人の格付けに織り込んでいる。

(2) 財務戦略

足下の東京都心部の地価上昇を受け、J-REITの投資口全体が人気化するなか、本投資法人の投資口の上場後現在までのパフォーマンスは非常に高く、投資主の期待の高さが窺える。JCRでは、財務戦略の多様化という観点から、投資法人にとって将来の外部成長に必要な増資の実績、およびそれを可能とする市場での投資家の支持は重要であると考えている。

もっとも、こうした投資主の期待と格付けの水準は、明確に一致するものではない。端的に言えば、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投資主にとっては望まれよう。さらに、投資主と債権者との関係においては、周知の通り投資法人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とを、強く認識しておく必要がある。

この点に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り、債権者は含み益を自らの債権の引当と考えることが出来ないと同時に、資産運用会社としては含み損の吐き出しについて投資主との関係においては慎重にならざるを得ない、ということが言えるであろう。

このように、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、スポンサー・サポートを含めた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、売却損の実現や物件稼働率の著しい低下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。

投資法人の場合には、こうしたケースにおいて物件売却・債務弁済という縮小均衡をとる手段も考えられるが、債務の長期化、分散化、固定化によるリファイナンス対応といった資金繰り上の手当ての観点のみならず、市場における評価を踏まえ、MIMが資産運用会社として「債権者」「投資主」「スポンサー」という関係者間の利害調整を行いつつ、長期的な財務戦略の立案とその実行をどのように行っていくか、JCRでは注視していきたいと考えている。

【ポートフォリオ物件概要】

●アーク森ビル

東京都港区所在の、民間による日本初の職住近接型大規模複合施設である「アークヒルズ」内に立地する、86年3月竣工、築約21年のオフィスビル（用途は事務所・店舗）である。「アークヒルズ」は森ビルによる都市づくり（タウンマネジメント）の原点となった施設で、ランドマークである本物件のほか、住宅、商業施設、サントリーホール、東京全日空ホテル等で構成されている。周辺は外資系企業が多く所在し、オフィス集積度が高い地域である。東京メトロ銀座線・南北線「溜池山王」駅から徒歩約4分、東京メトロ南北線「六本木一丁目」駅から徒歩約5分と交通利便性にも優れている。「アークヒルズ」の完成後、周辺地域において大規模複合施設が複数開発され、赤坂・六本木・虎ノ門エリア全体の付加価値、競争力を向上させる先駆的施設となった。

建物は延床面積177,486.95㎡、地下4階付37階建と大規模で、基準階賃貸可能面積は約3,072㎡と十分な規模を有している。2,590mmの基準階天井高、各階個別空調方式、24時間有人管理等のセキュリティ・システムなどスペックについても高水準であることから、本投資法人が規定する「プレミアム物件」に該当する。また、PML値は0.36%と極めて高い耐震性能を有している。なお、本投資法人が現在保有しているのは、アーク森ビルの13階部分（賃貸可能面積2,728.96㎡）のみである。

アーク森ビルでは03年11月から05年2月にかけて、ビルの共用部全般及び専有部分を主な対象とした大規模リニューアルが実施された。また、「アークヒルズ」全体について都市緑化への積極的な取組みに基づく環境整備が行われる（「SEGES 社会・環境貢献緑地評価システム 2005」において最高ランクを取得）とともに、イベント実施等のタウンマネジメントによる顧客満足度アップにも余念がない。その結果、築約21年が経過しているにもかかわらず高賃料水準・高稼働率と高い競争力を維持している。本投資法人が保有する専有部分については森ビルとの間で固定型マスターリース契約（期間5年の普通借家契約）が締結され、現在坪あたり平均約30,000円の賃料水準となっており、NOIの安定化に寄与しているといえよう。

●六本木ヒルズゲートタワー

東京都港区に所在する01年10月竣工、築約6年の複合用途建物（用途は事務所・居宅・店舗）である。03年に竣工した国内最大規模の複合型再開発施設である「六本木ヒルズ」において、麻布十番方面からのゲート的な場所に立地し、商業施設（1階～3階）、オフィス（4階～9階）、住宅（10階～15階）で構成されている。周辺は各国大使館や国際交流施設が点在するなど国際色が豊かであるとともに、各種物販・飲食店舗などが充実した繁華性の高い地域である。東京メトロ日比谷線・都営地下鉄大江戸線「六本木」駅から徒歩約6分、東京メトロ南北線・都営地下鉄大江戸線「麻布十番」駅から徒歩約4分と交通利便性にも優れている。「六本木ヒルズ」には街全体をコーディネートする森ビル独自のノウハウが凝縮されており、オフィス、商業施設、住宅、ホテル、文化施設などが大きなシナジー効果を上げていることから、開業以降なお、安定した高い集客力を誇っている。

建物は延床面積29,111.78㎡、地下2階付15階建で、オフィスの基準階賃貸可能面積は約1,496㎡と十分な規模を有している。オフィスについては2,800mmの基準階天井高、各階個別空調方式、24時間有人管理等のセキュリティ・システムなど、住宅については多彩かつ高品質な「MORI LIVING」のサービス（コンシェルジュ・サービス、24時間有人管理等のセキュリティ・システム、ヒルズスパの利用など）を享受できるなど、スペックについても高水準であることから、本投資法人が規定する「プレミアム物件」に該当する。また、制震構造を採用した建物で、PML値は1.90%であり極めて高い耐震性能を有している。なお、本投資法人は現在、本建物に係る区分所有権を100%保有している。

六本木ヒルズゲートタワーのテナントとして商業施設部分には西友、TSUTAYAなどが、オフィス部分には日本中央競馬会（一括使用）が入居している。また住宅部分は総戸数44戸の高級賃貸住宅となっている。高賃料水準・高稼働率に基づく高い競争力を維持しており、本投資法人が保有する部分については森ビルとの間でパススルー型マスターリース契約（23年3月までの定期建物賃貸借契約）が締結され、現在坪あたり平均約32,000円の賃料水準となっており、NOIの安定化に寄与しているといえよう。

●後楽森ビル

東京都文京区に所在する 00 年 3 月竣工、築約 7 年のオフィスビル（用途は事務所・店舗）である。外堀通りに面しており視認性が高く、1 階には店舗（「スターボックス」、2 階には診療施設やレストランを付設している。周辺は「小石川後楽園」や「東京ドーム」が所在し自然と娯楽が共存する地域であるとともに、各種再開発事業が進められていることから更に成熟したオフィス地域となることが期待される地域である。都営地下鉄大江戸線「飯田橋」駅から徒歩約 3 分、JR 中央・総武線「水道橋」駅から徒歩約 4 分と交通利便性にも優れている。後楽森ビルの開発の経緯から東京都の下水道施設・地域冷暖房施設が併設されている一方で、3 階部分には屋上庭園があり、自然環境に配慮した設計がなされている。

建物は延床面積 46,154.65 m²、地下 6 階付 19 階建て、基準階賃貸可能面積は約 1,157 m² と十分な規模を有している。高層部分 2,690mm、中層部分 2,680mm の基準階天井高、各階個別空調方式、24 時間有人管理のセキュリティ・システムなどスペックについても高水準であることから、本投資法人が規定する「プレミアム物件」に該当する。また、制震構造を採用した建物で PML 値は 0.33% であり、極めて高い耐震性能を有している。なお、本投資法人は現在、本建物の約 72% に係る区分所有権及び本土地借地権を信託財産とする信託受益権の 80% を保有（信託受益権の残る 20% については森ビルが保有）している。

後楽森ビルのテナントとして日本エリクソン株式会社、東日本電信電話株式会社、森ビル等が入居している。また、稼働率については若干の変動があるものの、比較的高い賃料水準及び稼働率を維持している。本投資法人が保有する部分については森ビルとの間でパススルー型マスターリース契約（23 年 3 月までの定期建物賃貸借契約）が締結され、現在坪あたり平均約 23,000 円の賃料水準となっている。

●虎ノ門 35 森ビル(オムロン東京本社ビル)

東京都港区に所在する 81 年 8 月竣工、築約 25 年のオフィスビルである。桜田通りに面しており視認性は良好で、オムロン株式会社が東京本社ビルとして使用している。周辺は官公庁や関連団体が集積する「霞ヶ関」「虎ノ門」エリアに隣接し、都心部における主要なオフィスエリアの一つとして位置付けられる地域である。東京メトロ日比谷線「神谷町」駅から徒歩約 4 分、東京メトロ銀座線「虎ノ門」駅から徒歩約 7 分と交通利便性にも優れている。

建物は延床面積 10,299.72 m²、地下 1 階付 9 階建て、基準階賃貸可能面積は約 861 m² である。基準階天井高は 2,450mm、空調方式は個別式ガスヒートポンプエアコン、24 時間有人管理のセキュリティ・システムなどのスペックを有している。また、PML 値は 9.00% であり比較的高い耐震性能を有しているといえる。なお、本投資法人は現在、本建物の約 91% を区分所有している。

虎ノ門 35 森ビルでは 2001 年に床や天井の資材張り替え、エレベーター工事等、建築・設備に係る大規模リニューアル工事が実施された。エンドテナントはオムロン株式会社のみであり稼働率は 100% で推移している。本投資法人が保有する部分（建物全体の約 91%、その他の権利者は個人を含む 3 者）については森ビルとの間でパススルー型マスターリース契約（2016 年 3 月までの定期建物賃貸借契約）が締結され、現在坪あたり平均約 33,000 円の賃料水準となっており、NOI の安定化に寄与しているといえよう。

●元麻布ヒルズ

東京都港区に所在する 02 年 5 月及び 9 月竣工、築約 4 年の高級賃貸住宅（一部店舗を併設）である。青山・麻布・赤坂という港区の「3A エリア」の、外国人や日本人の富裕層に人気の高い閑静で落ち着いた高級住宅地に立地している。周辺は各国大使館やインターナショナルスクールなどが所在し、国際性が豊かで高いステータスが感じられる地域である一方、下町情緒を今なお残している麻布十番商店街にもほど近く、各種商業施設が集積した「六本木ヒルズ」も徒歩圏内となる地域であり、立地面での優位性は非常に優れたものがあるといえよう。なお、東京メトロ南北線・都営地下鉄大江戸線「麻布十番」駅から徒歩約 7 分と交通利便性にも優れている。

元麻布ヒルズは 1 つの高層棟（フォレストタワー）と 2 つの低層棟（フォレストテラスイースト、フォレ



News Release

ストテラスウェスト)で構成された、全体の延床面積 54,006.76 m²、地下 4 階付 29 階建、総戸数 222 戸の大規模物件である。意匠性の高いデザイン、高層階からの眺望、知名度、ステータス性等のいずれの面からも、都心に立地する高級賃貸住宅の中でも、高い競争力を有する物件であるといえる。

24 時間有人管理のセキュリティ・システム、コンシェルジュ・サービス、ヒルズスパ、スカイラウンジ、ワインセラーの利用等、「MORI LIVING」のコンセプトに基づくサービスを楽しむほか、物件のハードとしてのスペックについても高水準であることから、本投資法人が規定する「プレミアム物件」に該当する。

また、フォレストタワー及びフォレストテラスイーストについては免震構造が採用されているとともに、PML 値はフォレストタワー 3.33%、フォレストテラスイースト 3.60%、フォレストテラスウェスト 7.78% であり、高い耐震性能を有している。なお、本投資法人は現在、全 222 戸のうち 110 戸(専有面積比率約 65%)を区分所有している。

元麻布ヒルズについては、法人契約の締結によりエンドテナントとなっている外資系企業の駐在員等に関して、組織変更による転勤といった要因に伴う退去が集中し、一時的な空室率上昇がみられたことが過去において存在し、また今後も可能性としては当然あり得ると見ている。

賃料がきわめて高額であることも加わって、稼働率を短日のうちに回復させることが可能かどうかには懸念すべき点は残るものの、PM 業務を担当する森ビルにより、きめ細かく需要者ニーズを的確に把握したテナントリーシングが実施されることで、空室状態が長期的に継続する可能性は低いものと思料され、また一定の稼働率悪化時においても、物件価値自体の大きな毀損を想定するにまで至る可能性は低いものと判断している。

なお、本投資法人が保有する部分については森ビルとの間でパススルー型マスターリース契約(2026 年 3 月までの定期建物賃貸借契約)が締結され、現在坪あたり平均約 24,000 円の賃料水準となっており、NOI の向上に寄与しているといえよう。

●六本木ファーストビル(①)、六本木ファーストプラザ(②)、六本木ビュータワー(③)、アークフォレストテラス(④)

4 物件とも東京都港区に所在し、①乃至③は職住近接型の大規模複合施設として開発され 93 年 10 月竣工、④は①の緑地に面して立地しており 01 年 1 月に竣工した。①は商業施設及び多目的ホール(「ラフォーレミュージアム六本木」)を併設する築約 13 年のオフィスビル、②は眺望良好な総戸数 90 戸の高級賃貸住宅、③は独立行政法人都市再生機構へ一括賃貸されている総戸数 202 戸の賃貸住宅、④は大型住戸を中心とした総戸数 39 戸の高級賃貸住宅である。なお、②及び③に係る敷地は共通であり、登記簿上②及び③は一棟の建物とされている。本物件は大規模複合施設として開発された経緯から、閑静で緑に囲まれた周辺地域を実現しつつ、各国大使館やホテルオークラに近い国際色豊かな立地である一方、アークヒルズや泉ガーデン等のオフィスエリアへも近接する利便性の高いエリアである。また、東京メトロ南北線「六本木一丁目」駅から徒歩約 4 分、東京メトロ日比谷線「神谷町」駅から徒歩約 7 分と交通利便性も良好である。

建物は①が延床面積 45,753.86 m²、地下 4 階付 20 階建、②及び③が延床面積 22,906.74 m²、地下 1 階付 20 階建、④が延床面積 9,125.29 m²、地下 2 階付 11 階建と十分な規模を有している。スペック等の観点から本投資法人が規定する「プレミアム物件」に該当しているのは①、②及び④であるが、③についても都市再生機構の賃貸住宅の中においては高グレードの物件といえる。また、PML 値は①が 3.40%、②及び③が 7.65%、④が 3.15% であり、④については免震構造が採用されているなどいずれも高い耐震性能を有している。なお、本投資法人が現在保有しているのは、①については共有持分 46%、②については専有面積比率約 46%の区分所有権、③については区分所有権の共有持分 46%、④については区分所有権 100%となっている。

①のテナントとしては、ダイムラー・クライスラー日本株式会社、マッキンゼー・アンド・カンパニー・インコーポレイテッド・ジャパン等が入居している。また、稼働率については若干の変動がみられるが、①乃至④とも比較的高い賃料水準及び稼働率を維持している。本投資法人が保有する部分について、②及び④に関しては森ビルとの間でパススルー型マスターリース契約(23 年 3 月までの定期建物賃貸借契約)が締結され、②は現在坪約 16,300 円、④は現在坪約 20,000 円の賃料水準となっている。なお、③に関しては都市再生機構との間で固定型マスターリース契約(13 年 10 月までの長期普通借家契約)が締結され、現在坪約



News Release

9,500円の賃料水準となっている。

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 松田 信康

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) JIJI PRESS 共同通信JLS

<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>