

アナリスト

大室友良
東京
電話 03-3593-8584
tomoyoshi_omuro@standardandpoors.com

井澤 朗子
東京
電話 03-3593-8674
roko_izawa@standardandpoors.com

エリザベス・キャンベル
ニューヨーク
電話 (1) 212-438-2415
elizabeth_cambell@standardandpoors.com

野村不動産オフィスファンド投資法人

新規格付け

A 長期会社格付け

A-1 短期会社格付け

アウトルック：安定的

格付け根拠

スタンダード&プアーズは7月8日、野村不動産オフィスファンド投資法人（NOF）を上記の通り格付けした。アウトルックは「安定的」である。

強み：

- ❖ 日本の不動産投資信託（J-REIT）の保守的な構造的特性
- ❖ NOFの比較的強い事業地位と保守的な外部成長戦略、比較的保守的な財務内容と財務戦略
- ❖ 安定的なキャッシュフローを生み出す不動産ポートフォリオの高い質
- ❖ 野村不動産投信（NREAM）の優れた不動産運用能力

懸念事項：

- ❖ J-REIT市場が発足してから比較的日子が浅いこと
- ❖ ポートフォリオを構成する物件数が比較的限られている中、一部の物件への集中リスクがあること

上記会社格付けは、投資法人が債務を履行する総合的な能力（信用度）についての現時点での評価を示すものであり、債務の期日が到来した際、その債務を履行する債務者の能力

と意思に焦点を当てたものである。したがってこの評価は特定の債務に対するものではなく、またスタンダード&プアーズが投資法人の発行する投資口や投資法人債の売買を推奨するものではない。本レポートは2004年7月8日時点でスタンダードプアーズが入手している情報に基づくものである。

格付け分析

格付け手法

スタンダード&プアーズはJ-REITの格付け手法について「不動産投資信託（J-REIT）に対する格付け方針」（2001年5月）を公表している。本件格付けに際しても、同方針に基づいた分析を行っている。

J-REITの位置付け

2000年11月の投資信託法の改正によって、新たに設立される投資法人は、設立・運営に当たってさまざまな法的規制を受ける。その業務範囲は主に、安定的なキャッシュフローを生み出している不動産の取得と運用に限定され、その他の業務を営むことは一切禁止されており、また高いレベルの情報開示が求められる。投資法人はすべての業務を外部に委託することが義務付けられており、自社利用を目的とした資産の保有や従業員の雇用もできない。

スタンダード&プアーズでは、投資法人は「法人」とはいえ、その実態は証券化案件などで用いられる特別目的会社（Special Purpose Company、SPC）に近いと判断している。そのため、一般の事業会社（例えば不動産会社）に比べて、事業の透明性とリスクの予見性が高いと考えられる。

また、米国のREITや豪州のLPTと比べた場合、現状、法律上の解釈から、投資法人が開発案件に投資することが難しいとされている点は大きく異なる。開発案件は、新たな収益機会を与える一方で、建設リスクや工事の完工リスクといった開発案件特有のリスクをもたらすので、その分投資法人の事業リスクの予見性が低くなると考えられる。

J-REIT会社格付け

スタンダード&プアーズは投資法人を格付けする際、大きく分けて「事業内容」と「財務内容」を中心に分析を行う。

- ❖ 「事業内容」では業界内の位置付け、保有不動産の質、ポートフォリオの分散度とキャッシュフローの安定性、不動産の投資戦略など、投資法人の事業戦略と経営方針を評価する。
- ❖ 「財務内容」では財務戦略、収益性、資本構成、キャッシュフロー・プロテクション、財務の柔軟性など、投資法人の財務の健全性を評価する

事業内容の分析

事業基盤、市場地位

NOFは2003年8月に設立、2003年12月に東京証券取引所（東証）に上場されたJ-REITの1社である。投資対象は100%がオフィスビルであり（オフィス・ファンド）、現在資産規模と時価総額で上位に位置している。スポンサー企業は、野村不動産（格付けなし）であり、同投資法人への出資比率は5.6%である。同社はNOFのアセットマネジメント会社である野村不動産投信（NREAM）にも100%出資している。

		野村不動産	その他	合計
NOF 持ち分	投資口数	10,414	174,236	184,650
	出資比率	5.6%	94.4%	100.0%
NREAM 持ち分	出資比率	100.0%	0.0%	100.0%

設立スポンサーは形式的にはNOFの経営と直接的な関係はないが、人材や不動産ノウハウの提供、資金調達のサポートを通して、実質的にその業務運営に深く係っており、NOFの信用力を評価する際にその存在を無視することはできない。スタンダード&プアーズは、スポンサー会社の不動産運営能力、信用力、投資法人へのコミットメントなどを総合的に評価し、NOFの格付けに反映している。

ポートフォリオ不動産の質

2004年5月末現在、NOFの不動産ポートフォリオは全国に立地する16棟のオフィスビルで構成される。これら16棟の総賃貸可能面積（Net Rentable Area; NRA）は57,159坪、テナント数は271と分散している。これら不動産物件の鑑定評価額は1,374億円、取得価額は約1,373億円である。最大物件である新宿野村ビルを筆頭に、これらオフィスビルは総じて、サブ・マーケットの中で優れた立地条件と構造・設備を持ち、耐震性を備えている。また、入居しているテナントの信用力も総じて高く、稼働率の高い物件が多かった。これらは、NREAMの優れた不動産運用能力を反映しているとスタンダード&プアーズでは考えている。

不動産の権利関係

16棟のオフィスビルのうち、12棟はNOFが完全所有権を持つ物件である。残る4棟は区分所有物件、共有物件などで構成されている。これらの物件については、第三者の所有権が介在することから、一般に市場での流通性が劣ると考えられ、ポートフォリオに占める割合は低い方が望ましい。NOFのポートフォリオにおいて、この割合は比較的低位許容範囲にあると考えられる。NOFは、ポートフォリオのバランスを見ながら、完全所有権でない物件の所有割合を買い増し、完全所有権化していくことも検討する方針である。

築年／不動産の管理状態

16棟の平均築年数は21年とやや長いですが、各物件のメンテナンス状況は良好である。また、ポートフォリオ物件の大部分は1981年の建築基準法施行令の改正（新耐震基準）以降の建築である。例外は新宿野村ビル（1978年築）、イトーピア日本橋本町ビル（1961年築）、野村不動産広島ビル（1976年築）の3物件であるが、それぞれ第三者レポートによって、新耐震基準並みの耐震性が証明されている。新宿野村ビルは1993～2002年に、総額138億円をかけてエントランス、内装、電気容量、中央監視システム、防災設備などのアップグレードと個別空調化が実施されている。またイトーピア日本橋本町ビルは、1996年～2003年に、総額31億円をかけて外壁、エントランス、トイレ、証明器具、変電設備などのアップグレードとOA床の設置、個別空調化が実施されている。このように物件の機能維持に必要とされる修繕費などの資本支出は過去適切に投下されており、OA床や個別空調といった、最近のテナントニーズにも十分応えられる設備も導入されている。その他の物件についても、管理状態は一様に良好である。地方の物件については、まだOAフロアが導入されていないものもあるが、今後テナントの要望に応じて順次導入していく方針である。

稼働率／賃料水準

2004年3月末現在の平均稼働率は約93.5%であり、大部分の物件が市場平均以上の稼働率を達成している。この稼働率が市場賃料に見合った水準において達成されていることが肝要であり、スタンダード&プアーズはNOFのテナントとの成約賃料を物件ごとにレント・ロールで確認した。その結果、賃料水準は周辺相場に見合ったものであった。日本の賃貸借契約は2年契約が一般的で、テナントは6カ月の事前通告でいつでも退去できる。したがって、長期固定賃料契約が一般的な欧米の不動産市場に比べて、経済情勢によって賃料が下落する危険性は総じて高いといえるが、NOFの場合、市場水準に見合った賃料で平均以上の稼働率を達成できており、かかる危険性は限定的と判断される。これらの高パフォーマンスは主に、物件の質の高さとNREAMおよびプロパティ・マネジャーのリーシング能力の高さに起因していると考えられる。

ポートフォリオの分散度とキャッシュフローの安定性

ポートフォリオからのキャッシュフローは高水準で、安定性を保っている。ポートフォリオの分散度は、物件価額に関してはやや偏りが見られるが、テナントに関しては特段の懸念はない。

物件タイプ、地理的分散

ポートフォリオは、日本全国に分散する16棟のオフィスビルによって構成されている。投資対象は100%がオフィスビルである。2004年5月末現在ポートフォリオは、取得価額ベースで約71.3%が東京都心部（都心6区）、15.2%が東京周辺部、13.5%が地方都市（大阪、神戸、広島、宇都宮）の物件である。東京都心部へ地理的集中が見られるが、日本では政治・経済が東京へ極集中していることから、東京の不動産市場は国内で最も規模が大きく流動性も高いので、このこと自体直ちにリスク要因にはならないと考えられる。

物件価額、テナントの分散

ポートフォリオの上位4物件は、総取得価額の約61.3%を占める。内訳は、新宿野村ビル（東京都新宿区）が28.2%、イトーピア日本橋本町（東京都中央区）が15.0%、天王洲パークサイドビル（東京都品川区）が10.8%、いすゞ芝ビル（東京都港区）が7.3%となっている。残りの物件は、それぞれ総取得価額の1.4～5.5%のウェートを占めている。最大の評価額である野村新宿ビルがポートフォリオ総額の28.2%を占めており、物件の集中リスクがある。しかし、当該ビルは西新宿の高層ビル群の中でも競争力の高い物件であり、2004年3月末のテナント数は89テナントとテナントの分散度は高く、入居率も95.6%と高いことから、主要な懸念要因にはなっていない。またかかる集中リスクは、NOFが今後不動産を取得していく過程で、次第に低下していくと考えられる。（ちなみに、NOFは2004年6月下旬に星和新宿ビルを約23億円で取得、ポートフォリオの物件数を17棟に増やした。）

当該ポートフォリオのテナント数は合計で271である。このうち、最大テナントのポートフォリオ総賃貸面積に占める割合は約4.2%、上位10テナントの占める割合は約24.6%と低く、テナントの分散度は高い。

スタンダード&プアーズの不動産査定価額

スタンダード&プアーズは、必要に応じてポートフォリオの上位物件（コア・アセット）を実査のうえ、キャッシュフローおよび物件価額を個別に査定する。NOFの場合、16物件のうち、14物件について現地実査を行い、16物件すべての物件価額を個別に査定した。その結果、スタンダード&プアーズの査定価額は約1,339億円となった。不動産価額を査定する目的は、投資法人が不動産を適正な価格で購入できているかを確認することである。ス

タンダード&プアーズの査定価額は、NOFの取得価額約1,373億円の97.6%、鑑定評価額約1,374億円の約97.5%であるが、その乖離幅はほぼ3%以内に収まっており、NOFは妥当な価格で不動産を購入したと判断できる。不動産の査定には、「直接還元法」(Direct Capitalization Method)を用いている。これは、向こう数年間に平均的に物件が生み出すと期待される正味キャッシュフロー (Net Cash Flow、NCF) をキャップレートで除して、物件価額を査定する手法である。キャップレートは投資家が当該不動産に要求する期待収益率で、リスク・フリーレートに日本の不動産市場のリスクプレミアムと当該不動産固有のリスクプレミアム (立地、築年、構造、権利形態、流通性などのファクターによって決定) を上乗せして決定される。本ポートフォリオ不動産価額の査定に当たっては、5.25～7.00%のキャップレートを採用している (5.25%は新宿野村ビル)。ポートフォリオの加重平均キャップレートは、5.98%である。

事業戦略と経営方針

投資戦略

NOFは以下の投資戦略のもと、全国の質の高いオフィスビルに分散投資していく方針である。

物件タイプ：オフィスビルへの100%投資を維持する方針である。

地域：ポートフォリオの60～80%を東京都心部 (都心6区)、20～40%を東京周辺部および地方都市の物件へ投資する方針である。

運用スタイル：投資した物件を継続的に保有し続ける「バイ・アンド・ホールド型」である。

開発案件：建設リスクや工事の完工リスクを負担する、開発案件への投資は行わない方針である。

築年：1981年の建築基準法施行令の改正 (新耐震基準) 以降の物件か、それと同程度の強度・構造を有しているPMLが20%未満の物件への投資を基本とする。

利回り：ポートフォリオ全体のNOI利回りは6.0～6.5%程度を目安とする。

物件規模：延床面積が1,000坪以上である。

内部成長戦略

NOFは全物件について、管理項目の費用の構成を検証し、運営管理コストに削減の余地があると判断される場合は、清掃会社や警備会社などの使用者の変更、実施頻度の見直し、複数物件の一括委託などによるコスト削減を検討する方針である。また、サブマーケットの平均稼働率を下回る物件については、リースアップによる賃貸収入増を目指す。さらに、水道光熱費については、運用不動産ごとの特性を踏まえた上で、各物件に適正な契約従量、需給契約 (契約期間、契約単価) などを検討することにより、契約改定時における基本料金の削減を図っていく。

NOFは第3期末（2005年4月末）を目途にポートフォリオ全体の建物管理費で3～5%程度のコスト削減を目標にしており、既に複数の物件で、電気料金の削減、区分所有権に係る管理組合費の削減などの成果を出している。

外部成長戦略

NOFは2006年4月末までに、総資産額を2,000億円に拡大する計画である。これは、2004年4月末現時点で1,479億円の総資産額を2年で約1.35倍にするもので、年間260億円の資産増に相当する。この場合の外部成長率は年率約16%と保守的な水準である。外部成長が積極的過ぎると、「物件取得→借入れ→増資」といった一連の作業（レバレッジ・コントロール）がより困難になり、負債比率（レバレッジ）のボラティリティが高まって、財務リスクが顕在化する恐れがあるが、この点NOFの水準は保守的であり評価できる。

スタンダード&プアーズはNOFの物件取得に係る日常の情報量、情報ルート、さらに将来取得が計画されている物件パイプラインを検証した結果、かかる外部成長戦略の実現可能性は高いと判断している。

不動産管理体制

16棟のオフィスビルの物件管理とテナント・リーシングは、野村不動産、野村ビルマネジメント、伊藤忠アーバンコミュニティ、第一ビルディング、生駒ティピーエムへ委託されている。スポンサーやその関連会社が物件のプロパティ・マネジャーに就任しており、利益相反が懸念される。対策として、プロパティ・マネジャーの評価システム（「PM評価システム」）を導入、プロパティ・マネジャーの選定、評価基準の透明化を図っている。またPM報酬額については物件別に継続開示をして行く方針である。

かかる評価システムの導入によって、プロパティ・マネジメントの質の向上と、プロパティ・マネジメント費のさらなる削減を目指している。

保険／地震リスク

すべての物件について必要な火災保険と損害賠償保険が付保されている。スタンダード&プアーズに提供された耐震評価レポートによれば、PML値は、ポートフォリオ全体で7.5%、16物件の単純平均で約11.9%と比較的に低い。ちなみに最も高いPML値は野村不動産大阪ビルの19%であった。その他の物件は5～17%の範囲であった。

利益相反に対する対応

投資法人はすべての業務を第三者に委託しなくてはならないため、利益相反の問題が起りやすい。スタンダード&プアーズはNOFの経営陣との面談を通じて、利益相反が顕在化しないためのシステムが適切に導入されていることを確認した。例えば、コンプライアンス委員会には社外の専門家2名（内1名は弁護士）の参加を仰ぐことにより、第三者による「チェック・アンド・バランス」を確保する仕組みにしてある。また利害関係人からの物件の取得については、不動産鑑定評価額以下での取得価格とする。さらに、利害関係人に物件を賃貸する場合には、マーケット水準での賃料設定と定期借家契約の締結、並びに契約内容の継続開示を行って行く方針である。この他、NREAMやプロパティ・マネジャーなど外部委託業者に対する報酬体系が、パフォーマンスを基準としたインセンティブ・フィーになっているなど、投資家と外部委託業者の経済的利害を一致する構造になっていることが確認できた。

配当政策と成長戦略

投資法人は税法上の優遇措置を享受するために、配当可能利益の90%以上を配当しなければならない。内部留

保にかかる制約があることから、投資法人の成長戦略は基本的に外部借入れや増資によって資産（不動産）を増やす外部成長戦略に大きく依存する。

内部成長については前述の通り、物件レベルで月次賃料の引き上げや物件管理を効率化して運営コストを削減するなど、キャッシュフローを最大化する戦略が取られることとなる。ただし、ポートフォリオは、キャッシュフローをすでに安定的に生み出している優良物件を多く含むため、その効果は外部成長戦略に比べ自ずと限定的になると考えられる。

財務内容の分析

スタンダード&プアーズは、同投資法人から入手した財務データをベースに有利子負債比率とローン・トゥ・バリュウ・レシオ（Loan to Value Ratio、LTV比率）を算出し、レバレッジと資本構成の健全性をチェックしている。有利子負債比率が投資法人の財務諸表をベースとした簿価ベースの比率であるのに対し、LTV比率はスタンダード&プアーズ査定価額ベースとなっている。

（参考）

有利子負債比率

＝有利子負債（長期借入れ＋短期借入れ＋投資法人債）／資本総額（有利子負債＋株主資本）

LTV比率

＝有利子負債（長期借入れ＋短期借入れ＋投資法人債）／（S&Pのポートフォリオ査定価額－敷金残高）

LTV比率は分母にスタンダード&プアーズが直接還元法によって査定した不動産価額を用いるため、時価ベースの比率となる。敷金を控除しているのは、投資法人の場合、不動産証券化案件と異なりテナントから預かっている敷金が全額現金で留保されているとは限らないからである。反対に、敷金を全額現金で留保している場合は控除する必要がない。NOFの場合、敷金債務は物件ごとに全額現金で留保されているのでかかる控除は行っていない。

財務戦略

財務戦略は比較的保守的である。NOFの経営陣は、投資法人の有利子負債比率の平均水準を35～45%の保守的な水準で維持するとしている。同社は物件の取得状況に合わせて、機動的に増資を行い、レバレッジの水準を安定させていく方針であり、同社の保守的な成長ペースも考慮すると、レバレッジが前述の範囲で維持される可能性は高いと考えられる。NOFが2004年5月に実施した公募増資（払い込み総額約205億円）は同社のレバレッジ・コントロールがタイムリーに実施された実績として評価できる。この増資によって、2004年4月末に45.4%あった有利子負債比率は、39.4%まで低下した。

収益性

第1期（2004年4月期）決算は、上場直後に購入した12物件と期中に追加取得した3物件の合計15物件をもとに、不動産賃貸収益（Effective Gross Income；EGI）が4,531百万円、不動産賃貸純収益（Net Operating Income；NOI）が約3,350百万円、当期純利益が約1,526百万円であった。また投資一口あたりの当期純利益は10,274円であった。

第2期（2004年10月期）決算の見通しは、17件の保有不動産をもとに、EGIが約6,600百万円、NOIが約4,434百万円、当期純利益が約2,381百万円を見込んでいる。また投資一口あたりの当期純利益は12,900円程度を見込む。

期末データをもとに算定したROA（年率）は、第1期が2.8%、第2期が3.0%（見込み）である。またROE（年率）は第1期が5.2%、第2期は5.0%（見込み）である。J-REITは一般的に90%以上の高い配当性向を前提としているので、レバレッジの水準にも寄るが、ROEは基本的には物件レベルのキャップレートに近い水準になると思われる。NOFは投資方針によりNOIキャップレート6.0～6.5%の利回りを想定している。これはNCFキャップレートでは5%台後半から6%台前半の水準である。また、スタンダード&プアーズの査定結果による全ポートフォリオ物件の加重平均キャップレートは、5.98%である。上記ROEはこれらキャップレートと比較し、ほぼ整合性のとれた水準であるといえる。

資本構成

資本構成は現段階では保守的である。しかし、デット・ファイナンスを主体とした積極的な物件取得計画を達成して行く過程で、レバレッジ水準がやや上昇することが予想される。2004年5月の公募増資直後の資本構成は、資本金が92,168百万円、長期ローンが50,500百万円、短期ローンが10,500百万円となっている。レバレッジは、有利子負債比率で39.4%と保守的な水準である。外部借入れはいずれも低利にて調達されているため、NOFの強い金利カバレッジ水準を支えている。

NOFがターゲットにしている、有利子負債比率35～45%の水準は、LTV比率では概ね37～47%に相当する。このLTV比率は、倒産隔離が十分確保されたSPCを用いた不動産証券化案件では、「ダブルA」から「トリプルA」格付けのレバレッジ水準であり、極めて保守的な水準である。ただし、投資法人はSPCと似ているものの、証券化案件で用いられるSPCのように倒産隔離を完全に達成することが制度上難しく、また不動産の追加取得や売却を前提とするなどポートフォリオも静的ではない。従って、投資法人の場合、あるLTV比率で付与できる格付けの水準は、証券化案件と比べより保守的になる。

キャッシュフロー・プロテクション

キャッシュフロー創出力は、分散されたポートフォリオと平均を上回る物件稼働率により安定した賃料収入がもたらされていることから、安定している。ストレス金利6%を適用して計算したところ、デット・サービス・カバレッジ・レシオ（Debt Service Coverage Ratio、DSCR）は平均して2倍以上を維持できることが判明した。また、実際の資金調達コストをベースにしたEBITDAインタレスト・カバレッジは10倍が見込まれる。また、実際の資金調達コストに配当金支払額を加算して計算したDSCRでも1.35倍以上を維持できる事が判明した。これらの結果、NOFは将来の金利上昇局面においても、極めて強い債務返済能力を有していることを表しており、評価できる。

手元流動性

NOFの手元流動性、長期・短期の資金調達力はともに高く、目先の資金返済に懸念はない。また、配当後の内部留保金は物件の維持・修繕に必要な支出を十分賄える水準にある（2004年4月末から向こう12カ月で約20億円の内部留保を見込む）。2004年4月末現在、NOFは約182億円の現預金残高を有し、敷金債務の返済を含む当座の営業資金の支払いに懸念はない。

財務の柔軟性

現在、NOFは国内19金融機関から資金借入れを行っているが、全ての借入れは無担保借入れであり、高い財務の柔軟性を有する。スタンダード&プアーズは、投資法人の借入契約書の内容を精査し、そこに規定されている誓約事項や財務制限条項などが、投資法人の財務の柔軟性を著しく損ねる規定になっていないかを検証する。NOFの場合も各種財務制限条項やトリガー条項が契約書に盛り込まれていたが、いずれの条項も同投資法人の財務の柔軟性を大きく損ねるほどの水準ではないとみている。

アウトルック

アウトルックは「安定的」である。NOFは、分散化が進んだ質の高いポートフォリオ資産をベースに、安定した収益を上げていくとみられる。また、同投資法人が資産の取得とポートフォリオの拡大を追求していく過程においても、保守的な外部成長戦略と設立スポンサーの存在により、保守的な財務内容を維持していくと考えられる。格付けには、ポートフォリオの拡大に伴いレバレッジが上昇する可能性をすでに織り込んでいる。レバレッジの平均水準は先述したような範囲にとどまることが予測される。

スタンダード&プアーズ（ザ・マグロウヒル・カンパニーズの一部門）より発行 ©2004 ザ・マグロウヒル・カンパニーズ
本誌の無断転写・複製を禁じます。ザ・マグロウヒル・カンパニーズ 会長兼社長－ハロルド・W・マグロウIII
本社－1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, U.S.A.
スタンダード&プアーズ：55 Water Street, New York, NY, 10041, U.S.A.
スタンダード&プアーズ東京：東京都千代田区内幸町 1-1-7 大和生命ビル19階

スタンダード&プアーズ・レーティング・サービシーズが提供する分析サービスは、格付け意見の独立性と客観性を保つために、他の機関から分離・独立して行われています。格付けは意見であり、事実を表明するものではなく、また、証券の取得・保持・売却を推奨するものではありません。スタンダード&プアーズは、格付け作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

サンティアゴ
サンパウロ
サンフランシスコ
シカゴ
シンガポール
ストックホルム
ダラス
東京
トロント
ニューヨーク
パリ
ブエノス・アイレス
フランクフルト
ボストン
香港
マドリッド
メキシコ・シティ
メルボルン
モスクワ
ロンドン
ワシントン D. C.

www.standardandpoors.co.jp

www.standardandpoors.com