



ムーディーズ、野村不動産オフィスファンド投資法人にA3の発行体格付けを付与

2004年（平成16年）7月8日、東京、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、野村不動産オフィスファンド投資法人（NOF）に発行体格付けA3を付与した。格付けの見通しは安定的である。

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、同社の保守的財務方針、高いデットサービスカバレッジレシオ（DSCR）、今後の外部成長目標に対する成長スピードが控え目であること、資産規模2,000億円達成の確実性、等を反映している。ムーディーズでは、本件において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、今後の投資方針、財務戦略等の要因の分析を加味している。

上述の強みは、1)上位3物件への集中、2)完全所有権ではない物件の比率がやや高いこと、3)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こと、4)運用委託会社としての野村不動産投信株式会社の経営履歴が短いこと、等の要因で一部相殺されている。但し、これらの懸念は、1),2)に関しては、今後の外部成長（中期目標2006年/2,000億円）を通じて分散が高まると予想されること、3),4)に関しては、NOFの厳格な投資基準や高度な社内方針・手続規定の設置、スポンサーからの専門家の活用、等により緩和されている。

現ポートフォリオの概要は、17物件、ムーディーズの査定ベースで、資産価値は1,328億円である。東京都心部の事務所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。分散という観点では、上位3物件（いずれも東京都心部）で資産価値の55%が構成されているが、今後の成長戦略の中で物件集中が薄まっていくと予想される。NOFは、中長期的にポートフォリオを「東京都心部60-80%、東京周辺部10-20%、その他地方都市10-20%」という地理的構成にする投資戦略を掲げ、現ポートフォリオの地理的分布も概ねその目安に即している。

資本的支出に関しては、計画的な資本支出管理により、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。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・リターンとの組み合わせ、分散度の変化などについて注視していく。

財務面では、現在の借入はすべて無担保・無保証による金融機関からのローンで調達しており、調達先はよく分散されている。今後は借入期間の一部長期へのシフト、金利の固定化の促進が重要であろう。

また、NOF は成長過程における平均的借入比率を 35%-45%程度の水準でコントロールする方針であり、金利上昇局面でもデットサービスカバレッジレシオ（DSCR）は強固なレベルの維持が期待できる。物件購入後のレバレッジ上昇に対しては、基本的に増資によりレバレッジを低減する戦略が期待されているところ、2004 年 5 月に約 205 億円規模の増資を行いレバレッジ低減の実績を示した。今後の成長過程でも同様のオペレーションを行っていく必要がある。REIT 時価総額が拡大する中で国債とのイールドギャップが縮小傾向を示している環境下においても、REIT 市場の認知・定着により、REIT における増資の土壌は一般的には固まりつつあるものとムーディーズは考える。

ムーディーズでは、NOF 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 35%-45%で、調達コストが 3%以下であれば、DSCR は 4.5 以上で推移する。ストレステース、即ちレバレッジ低減がうまく機能せず、レバレッジが高止まり（LTV60%）、且つ調達コストが 6%となっても、DSCR は 1.7 程度を維持できる。また、NOF の中長期的な財務方針によると、中長期的なレバレッジ水準は保守的である。NOF は今後のリファイナンス、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ムーディーズは考える。

野村不動産オフィスファンド法人（NOF）は、2003 年 12 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。野村不動産投信株式会社は、野村不動産株式会社が 100%出資する NOF のアセットマネジメント会社である。

以上