

## Contact:

## 東京

大久保 敬裕

主任格付アナリスト／VP シニア・アナリスト

ストラクチャード・ファイナンス

ムーディーズ・ジャパン株式会社

お客様専用電話番号：03-5408-4100

報道関係者電話番号：03-5408-4110

## 東京

熊丸 浩二

格付責任者／マネージング・ディレクター

ストラクチャード・ファイナンス

ムーディーズ・ジャパン株式会社

お客様専用電話番号：03-5408-4100

報道関係者電話番号：03-5408-4110

## [MJKK]日本のREIT5社の格付を格下げ方向で見直し

2011年（平成23年）12月20日、東京、ムーディーズ・ジャパン株式会社（以下「ムーディーズ」）は、日本のREIT5社の発行体格付及び無担保長期債務格付を格下げ方向で見直す。

詳細は以下の通り。

日本ビルファンド投資法人（NBF）：発行体格付及び無担保長期債務格付 A1 を格下げ方向で見直し

日本リテールファンド投資法人（JRF）：発行体格付及び無担保長期債務格付 A2 を格下げ方向で見直し

日本アコモデーションファンド投資法人（NAF）：発行体格付及び無担保長期債務格付 A2 を格下げ方向で見直し

東急リアル・エステート投資法人（TRE）：発行体格付及び無担保長期債務格付 A2 を格下げ方向で見直し

森ヒルズリート投資法人（MHR）：発行体格付及び無担保長期債務格付 Baal を格下げ方向で見直し

## 格付理由

今回の格付の見直しは、投資口市場における厳しい資金調達環境と日本の不動産賃貸市場の回復の遅れが上記5社の財務レバレッジの改善を遅らせる可能性が高まったとのムーディーズの見方を反映している。

ムーディーズでは、各社のレバレッジ水準及び収益力改善の可能性と今後の債務返済に対する流動性の手当ての状況を確認し、上記格付を据え置くこととするか、1段階以上の格下げを実施するかを検討することとなる。

上記5社のレバレッジ水準は現在の格付が必要とする水準に対して高位で推移してきた。今後、各社の財務レバレッジが現在の格付に対して十分な水準まで改善するほどの資本調達が可能になるためには、収益性の向上を通じた配当増加や投資口市場の需給改善、取引量の増大・活発化が待たれるが、足元の資本調達環境においては、J-REITの投資口価格は依然低位で推移しており、エクイティファイナンスによる資金調達が活発化するにはなお時間を要するとムーディーズでは見ている。

ただし、上記5社のレバレッジ水準は高位ではあるものの、直近の2年間において、ほぼ同水準若しくは緩やかな減少傾向にある。加えて、債務調達期間や調達方法の分散、投資口発行による資金調達の実施など、保守的な財務運営を実施している投資法人も見られる。ムーディーズでは、これらを加味した上で、各社の投資・財務方針が今後の12-24か月間の財務レバレッジの改善にどの程度寄与していくかを確認していく。

また、ムーディーズは上記5社のポートフォリオにおける今後の賃料及び稼働状況の推移と収益力確保に向けた取り組みについても注目していく。

東京の賃貸オフィスマーケットでは、景気低迷を受けて稼働率が依然として低位で推移している。さらに新規のオフィスビル供給が今後も相次ぐ予定である。東日本大震災の発生以来のビルの耐震性や安全性に対するニーズを受け、クオリティの高いオフィスビルを中心に賃料の低下傾向に歯止めが掛かりつつあるものの、本格的な賃料水準の回復にはなお時間を要するだろう。また、日本国内の商業施設においては、個人消費の低迷に伴って小売業の収益力は未だ回復途上であり、テナントの撤退や賃下げが引き続き行われやすい状況にある。

上記のような厳しい競争環境による影響を緩和するため、オフィスビル及び商業施設を運営する4社ではテナントの分散や賃貸借契約の長期化、固定賃料契約への切り替えなどを進めている。

一方、NAFの保有賃貸住宅の稼働率は高水準で推移し、営業利益率も安定的である。日本国内の賃貸住宅マーケットでは、東京都心部の一部の高額帯の住宅を除いて稼働率・賃料水準ともに底を打ち、今後緩やかな市況の回復が見込まれる。

上記5社の純有利子負債/EBITDA倍率は、直近の約2年間において、現在の各社の格付に見合う水準よりも高位で推移してきた。今後における各社の収益力回復のタイミングは、物件ポートフォリオの内容とマネジメント力によって異なる結果となっていくだろう。ムーディーズでは今後の各社の収益力回復に向けた取り組みが純有利子負債/EBITDA倍率の低下にどの程度貢献していくかに注目している。

また、ムーディーズでは各社における債務の支払流動性にも注目している。上記5社のうち3社は向こう1年間の債務返済額に対して、手元現金及びコミットメントラインで100%以上をカバーできる状況である。他の2社においてはスポンサー会社の存在を背景として、良好な金融機関取引を維持していることから、当面の資金調達に懸念はないものの、資金流動性は低位にある。ムーディーズでは、資本集約性の高いREITの格付において、資金流動性に特に強い関心を持って評価を行っている。

最新の格付アクション及び格付履歴については、[www.moody.com](http://www.moody.com) を参照されたい。

本信用格付に利用された主な格付手法は弊社ウェブサイト ([www.moody.com](http://www.moody.com) の「信用格付事業」を選択した後に表示されるページ) の「格付手法」に掲載されている「REITおよびその他の不動産会社のグローバル格付手法」(2010年10月1日)である。

NBF は、オフィスビルへの投資・運営・管理に特化した不動産投資法人であり、2001年9月に上場した。2011年6月期における営業収益は約281億円、2011年6月末時点における保有資産は64物件、約8,731億円である。

JRF は、主として都心型商業ビルや郊外型ショッピングセンター等の商業施設への投資・運営・管理に特化した不動産投資法人であり、2002年3月に上場した。2011年8月期における営業収益は約218億円、2011年8月末時点における保有資産は59物件、約6,242億円である。

TRE は、オフィスビル及び商業施設への投資・運営・管理に特化した不動産投資法人であり、2003年9月に上場した。2011年7月期における営業収益は約69億円、2011年7月末時点における保有資産は26物件、約1,996億円である。

NAF は、住居物件への投資・運営・管理に特化した不動産投資法人であり、2006年8月に上場した。2011年8月期における営業収益は約76億円、2011年8月末時点における保有資産は83物件、8,722戸、約2,239億円である。

MHR は、オフィスビルを中心に、住宅及び商業施設への投資・運営・管理に特化した不動産投資法人であり、2006年11月に上場した。2011年7月期における営業収益は約53億円、2011年7月末時点における保有資産は11物件、約2,121億円である。

#### ムーディーズ・ジャパン株式会社

105-6220 東京都港区愛宕2-5-1

愛宕グリーンヒルズ MORI タワー 20 階

お客様専用電話番号：03-5408-4100

報道関係者電話番号：03-5408-4110

Copyright 2011 Moody's Investors Service, Inc. 及び/又は同社のライセンサー及び関連会社（以下「MOODY'S」と総称します。） All rights reserved. 信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、ムーディーズ・ジャパン株式会社（以下「MJKK」といいます。）の現時点の意見です。MJKKは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場価値リスク、価格変動性リスク及びその他のリスクについて言及するものではありません。信用格付は、現在又は過去の事実を示すものではありません。信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。信用格付は、特定の投資家にとっての投資の適切性について論評するものではありません。MJKKは、投資家が、購入、保有、又は売却を検討する各証券について投資家自身で研究・評価するという期待及び理解の下で、信用格付を発行します。ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式、方法、手段によっても、これらの情報（全部か一部かを問いません。）を、MOODY'Sの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により複製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布、転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。ここに記載する情報は、すべて MOODY'S が正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性、並びにその他の事情により、MOODY'S はこれらの情報をいかなる種類の保証もつけることなく「現状有姿」で提供しています。MOODY'S は、信用格付を付与する際に用いる情報が十分な品質を有し、またその情報源が MOODY'S にとって信頼できると考えられるものであること（独立した第三者がこの情報源に該当する場合もある。）を確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、MOODY'S は監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。MOODY'S はいかなる状況においても、またいかなる者又は法人に対しても、以下の(a)及び(b)について一切責任を負いません。(a)これらの情報の入手、収集、編纂、分析、解釈、伝達、公表又は配布に関する誤り（過失によるか、その他の原因によるかを問いません。）又はその他の状況若しくは偶発事象（MOODY'S、あるいはその取締役、役職員、従業員あるいは代理人の支配力が及ぶか及ばないかを問いません。）に（全部、一部を問わず）起因し、由来し、若しくは関係する損失又は損害。(b) MOODY'S が事前に当該損害の可能性について助言を受けていた場合においても、これらの情報の使用により又は使用が不可能であることにより発生する、あらゆる種類の直接的、間接的、特別、二次的、補償的、又は付随的損害（逸失利益を含みますがこれに限定されるものではありません。）ここに記載される情報の一部を構成する格付、財務報告分析、予測、及びその他の見解（もしあれば）は、MOODY'S の意見の表明であり、またそのようなものとしてのみ解釈されるべきであり、これによって事実を表明し、又は証

券の購入、売却若しくは保有を推奨するものではありません。ここに記載する情報の各利用者は、購入、保有又は売却を検討する各証券について、自ら研究・評価しなければなりません。MOODY'Sは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、(明示的、黙示的を問わず)いかなる保証も行っておりません。MJJKは、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社の完全子会社であり、同社は、Moody's Corporation (以下「MCO」といいます。)の完全子会社であるMoody's Overseas Holdings Inc.の完全子会社です。MJJKは日本の金融商品取引法の下で金融庁に登録された信用格付業者であり、登録番号は金融庁長官(格付)第2号です。MJJKは、MJJKが格付を行っている債券(社債、地方債、債券、手形、CPを含みます。)及び優先株式の発行者の大部分が、MJJKが行う評価・格付サービスに対して、MJJKによる格付の付与に先立ち、20万円から約3億5,000万円の手数料をMJJKに支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、MCO及びMJJKは、MJJKの格付及び格付過程の独立性を確保するための方針と手続きを整備しています。MCOの取締役と格付対象会社との間の何らかの利害関係の存在、及びMJJKから格付を付与され、かつMCOの株式の5%以上を保有していることをSECに公式に報告している会社間の何らかの利害関係の存在に関する情報は、MOODY'Sのウェブサイトwww.moody's.com上に"Shareholder Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy"という表題で毎年、掲載されます。本書のオーストラリアでの公開は、オーストラリア金融サービス認可番号336969を有するMOODY'Sの関連会社であるMoody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657によって行われます。本文書は(2001年会社法761G条の定める意味における)「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内から本文書に継続的にアクセスした場合、MOODY'Sに対して、「ホールセール顧客」であるか又は「ホールセール顧客」の代表者として本文書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接に、本書又はその内容を(2001年会社法761G条の定める意味における)「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。本信用格付は、発行者の信用力又は債務についての意見であり、発行者のエクイティ証券又はリテール投資家が取得可能なその他の形式の証券について意見を述べるものではありません。リテール投資家が、本信用格付に基づいて投資判断をするのは危険です。もし、疑問がある場合には、フィナンシャル・アドバイザーその他の専門家に相談することを推奨します。