

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 REIT 5 社の格付を格下げ

2012 年（平成 24 年）3 月 16 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 REIT 5 社の発行体格付及び無担保長期債務格付を格下げしたことを発表した。本邦法令上の格付付与日は 3 月 15 日である。

本格付アクションは、2011 年 12 月 20 日に開始した格下げ方向での見直しの結論である。

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 A2 に格下げ、格付見直しは安定的

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 A3 に格下げ、格付見直しは安定的

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 A3 に格下げ、格付見直しは安定的

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 A3 に格下げ、格付見直しはネガティブ

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 Baa1 を Baa2 に格下げ、格付見直しはネガティブ

格付理由

今回の格下げは、賃貸オフィスビル市場の回復の遅れと J-REIT セクターにおける投資口市場の厳しい環境が上記 5 社の収益力と財務体質の改善を遅らせるという、ムーディーズの見方を反映している。

格下げ対象となった 5 社の純有利子負債/EBITDA 倍率は各社における従前の格付が示唆する水準よりも高位で推移していた。各社のポートフォリオにおける物件群の賃料水準は依然低下しており、ムーディーズでは、当該倍率が今後 12-24 カ月の間に従前の格付が要求する水準まで低下する可能性が低いと想定している。

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。加えて新規のオフィスビル供給が今後も相次ぐ予定で、需給バランスの改善見込みは遠のいており、クオリティの高いビルにおいても賃料水準の底打ちはさらに先になるであろう。

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。

したがってオフィスビルや商業施設に投資している NBF 及び JRF、TRE、MHR のポートフォリオにおける物件群も、上記のような厳しい環境にさらされることとなろう。

このような不動産賃貸市場の低迷を受け、NBF では新規物件の取得を通じたポートフォリオの拡大によって収益の成長を図ってきた。しかしながら、有利子負債も同時に拡大し、純有利子負債と EBITDA のバランスを大きく改善するには至っていない。

JRF の賃料収入は既存物件における長期賃貸借契約による安定的な収益と新規物件の取得による収益の上積みで上昇が見込まれるものの、有利子負債の増加に伴い、今後 1 年程度の間には純有利子負債/EBITDA 倍率が大きく改善する可能性は低いと考えられる。

TRE のポートフォリオは、2010 年から 2011 年にかけて行われた資産入れ替え以降は、負債の増加を伴う資産取得を抑制した結果、資産規模は安定的に推移し、有利子負債も緩やかに減少している。ただし、賃料減額の影響によって賃料収入は依然低位にあり、今後 1 年程度の間は緩やかな減少傾向が続くであろうとムーディーズでは見ている。

MHR では、スポンサーによるサポートのもと、ポートフォリオの再構築とマスターリース契約の固定賃料契約への変更が進められており、収益力の向上が見込まれるが、当該倍率が従前の格付に見合う水準までに改善するには、相応の期間を要するであろう。

一方、日本国内の賃貸住宅マーケットでは、総じて稼働率・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。NAF の直近 3 年間における保有賃貸住宅の稼働率は高位で推移し、営業利益率も安定しており、今後は緩やかに上昇していくだろう。

しかしながら、NAF の純有利子負債/EBITDA 倍率は 11 倍以上と高水準で推移しており、キャッシュフローの回復は比較的緩やかで、レバレッジも高位にあることから、今後 1 年程度の間には、当該倍率が従前の格付に見合う水準にまで大きく回復する可能性は低いと考えている。

財務レバレッジについては、JRF、TRE 及び MHR の総資産有利子負債比率が従前の格付水準の範囲内で横這い、若しくは改善しているのに対し、NBF と NAF の財務レバレッジは、少なくとも過去 3 年以上、従前の格付に相応する水準よりも高位で推移しており、ムーディーズではこれらの改善についても、長い期間を要すると見ている。

今後、財務レバレッジが十分に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、総じて 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。

NBF、NAF 及び JRF の格付の見通しは安定的である。当該見通しはこれら 3 社の保守的な財務運営の取り組み、資本市場へのアクセス性の高さ、NAF においては安定的に推移している住居系物件の賃貸マーケット環境を反映している。

例えば、昨今の資本市場における厳しい調達環境にもかかわらず、NBF では昨年来、合計約 498 億円の新株発行による資本調達を実施している。また NAF においても 2011 年 3 月に約 221 億円の新株発行を行った。両社の財務レバレッジは依然高位にあるものの、資本市場へのアクセス性は高い。

JRF においても、2011 年 9 月に行われた約 200 億円の新株発行や、2010 年 3 月のラサールジャパン投資法人の合併後に実施されたノンコア資産の売却等によって、財務レバレッジの上昇は抑えられてきた。

また、NBF の債務デュレーションはムーディーズが格付する J-REIT 発行体の中で最も長く、JRF は NBF に次いで 2 番目に債務デュレーションが長い。さらに、JRF はムーディーズが格付する J-REIT 発行体の中で最も長い債務の平均残存期間を確保しており、上記 2 社はいずれも保守的な財務運営を実践している。

債務の支払流動性においては、NBF 及び JRF の向こう 1 年間の債務返済額が、手元現預金及びコミットメントライン等で 100%以上確保されている。さらに 2011 年 9 月には NBF のコミットメントラインは 500 億円から 600 億円にまで増強されている。

TRE の格付の見通しはネガティブである。TRE はムーディーズが格付する J-REIT 発行体の中で 3 番目に長い債務デュレーションや 100%を超える債務の支払流動性を維持し、保守的な財務運営に取り組んでいる。しかしながら、現在の不動産賃貸市場における回復の遅れが、比較的分散度の低い TRE のポートフォリオに対してより大きく影響するであろうとのムーディーズの懸念を当該見通しは反映している。

MHR の格付の見通しはネガティブである。当該見通しは MHR の債務の支払流動性、長期債務比率、長期債務における金利の固定化比率が低位にあることを反映している。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。

今後、財務レバレッジの改善及び投資ポートフォリオの収益性、資産価値が改善する可能性が高まれば、格付に上方向の圧力がかかり、下記のような場合に格付は引き上げられる可能性がある。

例えば、NBF において、純有利子負債/EBITDA が 7.0 倍未満、また総資産有利子負債比率が 40%前後で維持され、向こう 1 年間の債務返済額に対する手元現預金及びコミットメントラインのカバー率が 150%以上で維持された場合。

JRF、TREにおいては、純有利子負債/EBITDAが8.0倍未満、また総資産有利子負債比率が45%前後で維持され、向こう1年間の債務返済額に対する手元現預金及びコミットメントラインのカバー率が150%以上で維持された場合。

NAFについては、純有利子負債/EBITDAが10.0倍未満、また総資産有利子負債比率が50%前後で維持され、向こう1年間の債務返済額に対する手元現預金及びコミットメントラインのカバー率が100%程度で維持された場合。

MHRについては、純有利子負債/EBITDAが11.0倍未満、また総資産有利子負債比率が45%前後で維持され、向こう1年間の債務返済額に対する手元現預金及びコミットメントラインのカバー率が100%程度に改善され、債務のデュレーションが現状より長期化、さらに返済期限が平準化される場合。

一方で、キャッシュフローの低下や資産価格の下落、レバレッジの上昇が進むような場合、格付に下方向の圧力がかかり、下記のような場合に格付が引き下げられる可能性がある。

例えば、NBFにおいて、純有利子負債/EBITDAが9.0倍、総資産有利子負債比率が45%を下回る水準に維持することができなくなった場合。

JRFとTREにおいては、純有利子負債/EBITDAが10.0倍、総資産有利子負債比率が50%を下回る水準に維持することができなくなった場合。

NAFについては、純有利子負債/EBITDAが11.0倍、総資産有利子負債比率が55%を下回る水準に維持することができなくなった場合。

MHRについては、純有利子負債/EBITDAが13.0倍、総資産有利子負債比率が50%を下回る水準に維持することができなくなった場合。

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.moodys.co.jp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。

日本ビルファンド投資法人（本社：東京）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12月期における営業収益は約298億円、2011年12月末時点における保有資産は64物件、約8,702億円である。

日本アコモデーションファンド投資法人（本社：東京）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。

日本リテールファンド投資法人（本社：東京）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。

東急リアル・エステート投資法人（本社：東京）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。

森ヒルズリート投資法人（本社：東京）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。

本信用格付は、ムーディーズ・グループのEU外のグループ会社が公表したグローバル統一基準による信用格付であり、EUの信用格付機関に関する規制(EC) No 1060/2009、第3パラグラフ、第4条に従って、Moody's Investors Service Ltd. (One Canada Square, Canary Warf, London E 14 5FA, UK)によって承認(エンドース)されている。EUの承認(エンドースメント)の状況、および特定の信用格付を発表したムーディーズのグループ会社についての詳細な情報は、ムーディーズ・グループのウェブサイト www.moodys.com に掲載されている。

規制開示

債券発行プログラム、シリーズ、債務カテゴリー/クラスに付与される格付については、同一のシリーズまたは債務カテゴリー/クラスから今後発行される債券やムーディーズの格付慣行として既存格付に基づき格付が決まるプログラムから発行される債券の格付についても、適用される規制に基づく開示を行う。信用補完などのサポート提供者に付与される格付については、サポート提供者に対する格付アクションについて適用される規制に基づく開示を行う。サポート提供者の信用格付によってその信用格付が決まる債券に対しての格付アクションについても同様に開示を行う。予備格付については、付与された予備格付および債務の発行後に付与される本格付について適用される規制に基づく開示を行う。その場合、本格付の付与前に、案件の仕組みと条件において格付に影響を与えるような変更は加えられていないことが前提となる。www.moodys.com の当該発行体のページにある「Ratings」のタブも参考とされたい。

本件信用格付に利用した主要な情報の概要、情報の提供者は、本件格付に関与した関係者(発行体)、公表情報、ムーディーズが有する機密情報である。

情報の品質を確保するためムーディーズは、公表された情報や第三者による見解を利用し、主任格付アナリストによる確認を行う措置をとった。

ムーディーズは、発行体、債務または信用に関して入手した情報の品質は、格付を付与するために十分であると考えている。

ムーディーズは、本件信用格付に利用した情報の品質は十分なものであると考えており、その情報は、ムーディーズが信頼に足ると見なした情報ソース(適当と思われる第三者からのものも含む)か

ら入手したものである。しかし、ムーディーズは監査人でなく、あらゆる場合において、格付の過程で受領した情報を独自に検証、監査、立証することはできない。

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の現時点の意見である。ムーディーズは、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上の損失と定義している。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ない。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ない。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付も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いない。発行体またはその債務に関する信用リスクは、発行体あるいは公表情報から得られた情報に基づいて評価される。ムーディーズは、必要と判断した場合に信用格付の変更を行うことがある。また、ムーディーズは、資料、情報の不足や、その他の状況により、信用格付を取下げることがある。

ムーディーズ・ジャパン株式会社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号である。直近1年以内に講じられた監督上の措置はない。

最新の格付アクション及び格付履歴については、www.moodys.com を参照されたい。

一部の格付が最初に発表された日付は、ムーディーズの信用格付が完全に電子化された前に遡るため、正確なデータは入手不可能である。したがって、ムーディーズは入手できる情報に基づき、もっとも信頼性が高く、正確と見られる日付を用いる。詳細は www.moodys.co.jp の弊社の格付開示のページを参照されたい。

格付決定に際して利用された格付手法、信用状態に関する評価の前提となる事項及び信用状態に関する評価の結果を示す等級を定めるために用いる基準が記載された「格付付与方針等に関する金融商品取引業等に関する内閣府令第299条第36号イに定める事項」については、弊社ウェブサイトの「格付手法」、「規制関連等」を参照されたい。

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 2012 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。