

## J-REIT

### 1. 概要

J-REIT は、法律上の業務範囲の規制や業務の外部委託等の様々な規制を受けており、また、基本的には保有不動産からなるポートフォリオが将来の債務弁済の拠りどころであることから、形態としては証券化商品の組成で用いられる特別目的会社（SPC）に類似した位置づけが可能である。したがって、格付けの際には、ストラクチャードファイナンスの格付手法を取り入れることが可能であるが、J-REIT は静的な SPC とは異なり保有不動産が入れ替わり、かつ、その運用についての期限が決められているわけではないため、ゴーイングコンサーンを前提に評価していかねばならない。特に、運用の巧拙は委託された投資信託委託業者（アセットマネジャー、以下、「AM」）の経験知識やノウハウに依拠しており、AM のマネジメント能力がデットの信用力に大きく影響することになる。このため、J-REIT の格付けは、器としての J-REIT と AM とを一体のものとして考えることによって、ゴーイングコンサーンの不動産賃貸事業会社としての位置づけで捉えることが必要である。

JCR では、J-REIT の格付けについて、ストラクチャードファイナンスの格付手法と事業会社（コーポレート）の格付手法をともに効果的に用いて判断する方針であり、現時点においては、特に保有不動産からなるポートフォリオの内容、AM のマネジメント能力が格付け決定の重要な要素となると考えている。

### 2. はじめに

2000 年 11 月に施行された「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下、「投信法」）によって、集団投資スキームの一つの選択肢として新たな不動産投資商品の組成が可能になった。JCR では、すでに 2001 年 3 月に「不動産投資ファンド（J-REIT）の格付け手法」として、その格付けに関する意見を公表している。

その後、2001 年 9 月に初めて「ジャパンリアルエステイト投資法人」と「日本ビルファンド投資法人」の 2 つの J-REIT の投資口が東京証券取引所に上場され、その後も新しい J-REIT の上場が相次いでいる。現時点まで東京証券取引所に 14、大阪証券取引所に 1、計 15 の J-REIT が上場し、投資口の時価総額に換算して 1 兆円を超えるまでに至っており、今般 JCR では、これまでの J-REIT の市場動向や各投資法人の推移を踏まえ、改めて J-REIT 格付けの視点について解説する。なお、JCR では J-REIT については長期優先債務<sup>1</sup>及び個別のデット（投資法人債やローン）の格付けを行う方針である。

現在上場している J-REIT が保有する不動産の用途はオフィスが中心となっているが、ポートフォリオとしてはオフィス、商業施設、住宅のそれぞれの特化型やオフィス、住宅、商業施設、ホテルなどの組み合わせからなる複合型などバラエティに富んでいる。今後は、物流施設特化型 J-REIT の上場が予定されているなど、様々な特徴をもった J-REIT の出現が予想されるが、本稿で述べる格付けの視点はそれらにも適用可能なものと考えている。

また、投信法では、J-REIT として定着した投資法人による運用形態以外にも信託を使った委託者指図型投資信託、委託者非指図型投資信託による運用形態も可能とされているが、本稿では、J-REIT のうち投資法人に対する格付けの視点を述べるものである。以後、本稿中において J-REIT とは投資法人のことを指す。

<sup>1</sup> 長期優先債務とは、債務の弁済順位において他の一般債務よりも劣後しない長期の期限付き債務をさす。個々の債券の格付けについては、劣後性、担保、保証の状況や財務特約条項の内容等によっては長期優先債務格付けと差が生じることもある。

### 3. 格付けの観点から見た J-REIT の特徴

#### (1) SPC との比較

J-REITは、証券化商品の組成で用いられるSPCのように完全な倒産隔離性を備えてはいないものの、投信法等により投資対象が限定され、従業員は存在せず、事務や資産の運用・保管など実務的業務はすべて外部に委託する形となっていることから、SPCに類似した位置づけが可能であると考えている。しかし、J-REITは、その不動産ポートフォリオがAMの裁量によって変化するという点でSPCと大きく異なっている。また、SPCにおいては、その資産売却によって得られた資金についての分配ルールが極めて明確に規定されていることが一般的であるのに対し、J-REITの場合、資産売却によって得られた資金<sup>2</sup>を任意の債務の弁済にあてることも、または新たな資産の購入にあてることも、AMの裁量によることとなる。このため、J-REITの債権者にとって、基本的にはJ-REITの保有不動産が将来の債務弁済の拠りどころであるという見解には異論の余地はないものの、その実質については、AMの投資戦略や運用方針によって、必ずしも現時点のポートフォリオが裏づけになっているという性質のものではないことに留意しておく必要がある。

したがって、物件評価など現状のポートフォリオの分析については、ストラクチャードファイナンスの格付手法が活用できるものの、ストラクチャードファイナンスにおけるローン・トゥ・バリュー (Loan to Value、以下「LTV」) による格付基準をそのままあてはめることはできないと考えている。

なお、J-REIT の場合、投信法によりエクイティ保有者としての投資主によるガバナンスが明確に規定されており、規約の改定やAMの解任など、投資主集会を通じた投資主によるJ-REITのコントロールが可能な形になされている点でSPCと大きく異なっていることも指摘できよう。

#### (2) コーポレートとの比較

J-REITは、現に収益を生み出している不動産が主な投資対象となるため、不動産賃貸を主たる事業とする不動産会社との比較によって、コーポレートとしての分析が可能である。JCRでは、不動産賃貸事業については、他の事業と比較して安定的な収益を生み出す点を評価しており、他の業種と比較して収益力自体は低くても、相対的に高い格付を付与しているケースがある。J-REITについても、その収益特性は不動産賃貸事業会社と同様のものとなるであろう。

不動産賃貸事業会社では、長い業歴の中で財務諸表の数値の推移に物件や財務のマネジメント能力が反映されており、その数値を基に定性的な評価が可能であるが、J-REITはまだ業歴が短いため、不動産賃貸事業会社と同様の定性面での評価は難しい。しかし、J-REITの投資対象は、基本的にトラックレコードを有する賃貸物件であり今後の収益を把握しやすく、さらにコーポレートと比較して情報開示レベルが高く事業の透明性が高いことから、J-REITの業歴の短さなどネガティブな要因を一部補えるものと判断している。

なお、不動産賃貸事業は、不動産市況の変化、金利変動などの影響を受けやすいため、収益の安定性を評価する前提として財務の安定性と健全性が求められるが、現状において各J-REITの財務の健全性は比較的高いレベルにある。

また、J-REITは開発事業の実施に制限があることから、その点についての評価も重要である。不動産開発事業は高い収益を生む可能性がある反面、様々なリスクも高まるため、積極的に開発投資を行っている時期のコーポレートへの格付評価はコンサーバティブな判断となりやすい。J-REITは自ら開発事業を行わないことから不動産事業の大きなリスクの一つが軽減されており、一般のコーポレートと比較して事業リスク拡大に対する抑止力は高いものと判断できる<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> 但し、売却益に関しては、J-REITの性格上当期の収益として投資主へ配分される点についても留意が必要である。

<sup>3</sup> 但し、開発事業については、法律上の解釈により、各J-REITとも運営方針において自ら土地を取得して、建物を建築する開発案件

また、J-REIT の格付け評価を考える際に、コーポレートと比較してネガティブに働く相違点は、コーポレートは利益を内部留保として蓄積することができるが、J-REIT は配当の損金算入要件をクリアするため、利益のほとんどを配当し内部留保ができない点である。したがって、J-REIT は、デットの償還原資となりうるキャッシュフローが減価償却費程度に限られており、その減価償却費も基本的に物件の修繕費用に使用されることから、デットの信用力を高めるバッファーとしての資本の蓄積を行うことはできない。この点が J-REIT とコーポレートとの償還能力を比較する際の大きな違いであり、J-REIT のデットの償還はリファイナンスもしくは物件売却が前提とならざるを得ない。もちろん、こうした点はすでに現在の J-REIT 各社にも十分認識はされている模様であり、継続的なリファイナンスを行うには安定的な財務基盤を有していることが重要となるため、各 J-REIT は規約で定められた LTV の水準以上に、保守的な財務体質を維持しようとしている。また、リファイナンスを上手く行うことが、エクイティによる調達にも影響し、さらにその後のデットによる調達に影響するという財務の循環性にも注意が配られていることも特徴である。

#### 4. 格付の手法

上述のとおり、投資ヴィークルとしての J-REIT は、SPC に近い性格を持ち、基本的に J-REIT の保有不動産が将来の債務弁済の拠りどころである点からストラクチャードファイナンスの格付手法を活用できるが、その運営上において AM の裁量の大きさを勘案するに、AM のマネジメント能力や財務分析についてはゴーイングコンサーンのコーポレートとしての格付分析の重要度が高いと考えている。以下では、JCR が J-REIT のデットの格付けの際に着目している、ポートフォリオの分析、AM のマネジメント能力の分析、財務分析について、それぞれの格付上のアプローチを述べる。

##### (1) ポートフォリオの分析

JCR では、J-REIT の格付け上、特に不動産ポートフォリオのキャッシュフロー生成力とその安定性を重視しており、ポートフォリオに組み込まれている不動産の質や競争力及び分散度について詳細な分析を行っている。ポートフォリオの分析に際しては、複数不動産を裏づけとするストラクチャードファイナンス案件で通常用いている分析手法により行う。J-REIT の場合、静的なストラクチャードファイナンス案件とは異なり、不動産の新規取得や売却によってポートフォリオの内容は変化することになるが、現状のポートフォリオの分析は、これらが当面のポートフォリオの中心部分となることから重要である。さらに、その分析を通して現状ポートフォリオの構成が J-REIT の掲げる投資方針や運用方針と整合しているかを確認することは、将来におけるポートフォリオのパフォーマンスを予測する上でポイントになる。

##### ①物件評価

物件評価においては、個別不動産の評価額をそれぞれ査定した上で、それらを合計してポートフォリオ全体の物件評価総額を査定する。具体的な物件評価の方法については、提示を受けたレントロールやトラックレコードの分析をベースに、鑑定評価書、エンジニアリングレポート、地震リスクレポート、環境リスクレポート、マーケットレポート等を精査するとともに、原則として、現地調査やプロパティマネジャー（以下、「PM」）へのヒアリングを実施のうえ、JCR としての物件評価額を査定する。評価手法としては、原則として、収益還元法を採用し、ネットキャッシュフロー<sup>4</sup>（以下、「NCF」）をキャップ

については対象外としているものの、第三者が建築中のものにつき、竣工後の引渡しやテナント確保の確度が高いと判断されるものについて投資対象としているケースがあることには留意する必要がある。

4) NCFは、ネットオペレーティングインカム (NOI) に敷金・保証金の運用益を加算し、資本的支出 (Capex) を控除したもの。

レートで還元する直接還元法や、NCFの動きに特徴がある物件<sup>5</sup>についてはDCF法（Discounted Cash Flow Method）も用いて検証を行う。

なお、JCRが求める物件評価額は、中期安定的に見込まれると想定されるNCFやキャップレートに基づいて査定しており、評価時点における価値を指向する鑑定評価額とは評価の前提が異なっている。

物件評価により、財務分析で用いるLTVやデット・サービス・カバレッジ・レシオ（Debt Service Coverage Ratio、以下「DSCR」）の査定に利用するJ-REIT全体の物件評価総額やネットオペレーティングインカム（以下、「NOI」）を査定することのほか、J-REITが物件をリスクとリターンの関係に見合った適正な市場価格で購入しているかを確認することが重要である。割高な価格で物件を購入していると判断される場合には、AMの物件情報ルートやデューデリジェンス体制を含めた物件取得能力が懸念されるとともに、それがAMのスポンサーからの取得物件である場合には利益相反も懸念される。

## ②ポートフォリオの質や競争力

ポートフォリオの質や競争力は、個別不動産の評価作業を通じて、その立地条件、建物の規模、構造、用途、築年数、設備内容、所有形態、テナントの内容、賃料水準や稼働率、賃貸面積当たりの坪単価などにより判断するが、周辺における今後の開発計画といったサブマーケットの変動要因も吟味し、現時点のみならず将来においてもその質や競争力を維持できるかどうかといった観点から分析を行う。なお、築年数に関し、特に築年が古い物件については、設備の更新などの大規模修繕が適切に行われているか、入居者のニーズを満たす建物スペックであるか、耐震性に問題がないかといった事項を確認する。所有形態については、完全所有権でない区分所有物件や共有物件は、他の区分所有者や共有者との関係から単独で管理会社の交代や修繕にかかる意思決定が行えない場合など、J-REITの内部成長を妨げる要因となることもあり、区分所有者や共有者のデフォルトによる債務不履行リスクや物件処分の困難性も懸念される。JCRでは、区分所有者や共有者の数、属性、信用力や持分割合、規約や覚書の内容のほか、買増しの可能性等も含め所有形態によるリスクの程度を判断する。

## ③ポートフォリオの分散度

一般的に資産規模が拡大するほど、分散効果によりキャッシュフローの安定性が増すと考えられる。JCRではポートフォリオの分散効果について、主に以下の各要因について分析のうえ総合的に判断している。

### ➤キャッシュフローや物件価格の分散

物件数が単純に多だけでなく、各物件のキャッシュフローや物件価格が分散しているポートフォリオほど、一般にキャッシュフローの安定性は高いと考えられる。キャッシュフローや物件価格の集中度が高い場合、特定の物件のキャッシュフローが落ち込むことによってポートフォリオ全体のキャッシュフローが大きく変動し、また物件売却面でもフレキシブルな対応が阻害されるといった点が懸念される。

### ➤地域分散

物件の所在地域を分散させることにより、特定地域におけるマーケットの悪化リスクや地震リスクが緩和され、キャッシュフローが安定すると考えられる。なお、現在上場しているJ-REITには、東京都心部や首都圏に物件が集中しているポートフォリオが多く見られるが、JCRでは地震リスクが軽

<sup>5</sup> ) 例えば、①NCFのボラティリティが大きく安定的なNCFの査定が難しい場合、②シングルテナント物件などで長期の定期借家契約を締結している場合、③商業施設などで賃料形態が売上高に連動している場合やホテルなど事業収支の分析が必要な場合、④取壊しや建替えが予定されておりその蓋然性が高い場合などがあげられる。

減されていることを前提に、我が国における東京への経済・産業の一極集中や不動産マーケット規模の大きさを鑑み、特に東京都心部や首都圏へのポートフォリオ集中は必ずしもマイナス要因となるとは見ていない。また、逆に地方物件への投資割合が高い場合には、東京への一極集中の結果、地方マーケットが落ち込んでいることが多く、地域分散がかえってネガティブに働くことも考えられるが、JCR では単に地方物件の割合だけでなく、個別物件の地域における競争力や優位性、J-REIT における役割やリスクとリターンの関係を検討のうえ総合的に判断することとしている。

#### ➤用途分散

用途が分散していれば、ある特定用途の物件に係るキャッシュフローが落ち込んだとしても、他の用途でカバーすることが可能になり、ポートフォリオとしてのキャッシュフローは安定すると考えられる。

但し、立地条件や個別の建物条件等により一概に言えないものの、JCR では住宅、オフィス、商業施設、ホテルの順にリスクが高まると認識しており、用途が集中したポートフォリオでも優良で競争力の相対的に高いとみなされる住宅やオフィスから構成される場合、用途分散していないことが必ずしもネガティブな格付け判断になるとは限らないと考えている。商業施設については、立地条件、施設内容、テナントとの契約条件及びテナントの信用力によっては住宅、オフィスよりむしろリスクが低いと判断する物件もある。

また、用途が分散すると、用途タイプ毎に AM において運営の専門性が求められるとともに、分散の度合いが強いほど物件管理の効率性が落ちる危険性があることに留意する必要がある。

#### ➤テナント分散

テナント数が多く、業種が分散しているポートフォリオほど、特定テナントの退去や特定業種の景気動向によるキャッシュフローへの影響を受けにくくなり、その変動リスクは低くなると考えられる。テナントの集中度が高い場合には、その割合のみならず、各テナントの入居棟数、契約条件、信用力、賃貸借契約の終了時期などによりキャッシュフローへの影響度を検討することが必要である。なお、本社ビルや重要な営業拠点、高収益店舗の場合の退去リスクは比較的低くなる可能性が考えられる。

#### ④開発案件への関与や不動産証券化商品のメザニン・エクイティ投資

昨今における優良不動産の取得競争激化の状況下、優良不動産の獲得手段として開発案件への関与の方針を示しているJ-REITが散見される。J-REITが竣工前の不動産を取得し、完工リスクまで負うケースはあまり想定できないが、竣工後間もなく引渡しを受けて、ある程度のマーケットリスクを取る可能性は考えられる<sup>6)</sup>。この場合、JCRでは、こうした投資への取組みがポートフォリオのどの程度の割合を占めるのかについて着目するほか、売買契約内容や停止条件内容を精査のうえ、リスクと譲渡価格とのバランス、リースアップの可能性を慎重に判断のうえ投資リスクの程度を判断する。

不動産証券化商品のメザニン・エクイティ投資については、法律上や税法上における他法人への出資規制はあるものの、その規制の範囲内であれば投資可能である。現状、各 J-REIT はメザニン・エクイティ投資に慎重な姿勢を取っているが、開発案件と同様に優良不動産の獲得手段として、投資が実行される可能性は考えられる。このような投資は、不動産に係る市場リスクが凝縮したものとなっており、基本的にはポートフォリオのキャッシュフローが変動するリスク要因になると考えている。

<sup>6)</sup> 具体的な事例としては、日本ビルファンド投資法人による「白金一丁目東地区第一種市街地再開発事業」の業務棟（2005年11月竣工予定、引渡しは2006年3月予定）の取得決定があげられる。

## (2) AMのマネジメント能力の分析

AMのマネジメント能力の分析は、ポートフォリオの分析と並びJCRがJ-REITの格付けにおいて重要視している部分である。主にAMの資産の運用方針や財務方針とそれらの遂行能力などが審査対象となる。なお、マネジメント能力については、その多くの部分が定性的な要因として時間の経過とともに実績を反映して格付けに織り込まれていく性格のものであるが、現時点ではAMの運営実績については不透明な部分があるため、保守的に評価せざるを得ない点もある。なお、J-REITの構造上、スポンサーのAMに係る関与を無視することはできず、スポンサー自体の実績やAMへのサポート体制の確認によって、マネジメント能力について考慮可能な部分は少なからずあると考えている。

### ①資産の運用方針とその遂行能力

最初に、AMがどのような方針に基づきJ-REITのポートフォリオを運用していくのかを確認することが必要となる。ひとつの用途の不動産に特化するのか、複合型にするのか、地域分散をどのように図るのかなどの投資方針について、その実態も含めた確認がなされることとなる。また、各物件の不動産価値を維持向上させ、内部成長を実現させるためにはそのPMが重要な役割を担うことから、PMへの取組方針も確認する。PMには、適切なテナントリーシングによる高稼働率の達成、管理コストの削減、効果的なリニューアル実施計画の策定などが要求される。昨今、PM間の競争激化もあり常にフィーの削減が求められる傾向となっているが、いわゆる「安かろう、悪かろう」といった物件管理ではなく、報酬にインセンティブ部分を設定するなど、収益を最大化させるべく適切な業務を実行するPMを選定・配置することが必要である。

J-REITの資産運用形態は様々なものが想定され、AMの運用方針は格付をする際の基盤となる。さらに、AMがその運用方針を実際に遂行していく能力があるかについて詳細な検討を行うことがより重要となっている。現在、多くのJ-REITが成長戦略を描いており、デューデリジェンス体制を含めた物件取得能力にスポットが当たっているが、今後、運用ポートフォリオの効率性を高めていくためには、物件の維持管理や適切な資産の入れ替えも含めた総合的な物件マネジメント能力が求められていくと考えている。

### ②財務方針とその遂行能力

今後の借り入れや投資法人債の発行予定、償還期限の分散状況やコミットメントラインの設定などのリファイナンスリスクへの対応、増資の計画など、AMの財務戦略がどのようなものであるかを確認する。なお、ターゲットとするLTVの水準、コベナンツの内容、担保設定状況などの確認は重要である。

新規物件取得時には、購入資金を通常ローンにより調達するため、J-REITのレバレッジは上昇する。そこで、増資によりレバレッジの水準を低下させることが必要であり、成長のためにはこのデットとエクイティの調達バランスによるレバレッジコントロールを適切に行い、安定的なレバレッジ水準を維持できる体制にあるのが重要なポイントとなり、この際には過去における増資の実績が判断材料となる可能性はあるが、増資がスムーズに実施可能かどうかについては、市場環境によるところも大きいと考えられる。総じていえば、市場環境も見据えた、適切なタイミングでの財務運営に係る意思決定が望まれることとなる。

### ③AMのスポンサーの関与と利益相反

AMのスポンサーのJ-REITとの関わりとしては、資金的協力、物件の売却、AMへの人材提供、PMの引き受けなどがある。それぞれAMへのサポートという点においてプラス材料となりうるが、スポンサーの実質的な関与度や利益相反についてチェックする必要があるだろう。

資金的協力についての評価は、デットやエクイティの調達マーケット環境により不調となった場合に、融資（コミットメントラインの設定を含む）や増資への対応が可能かという点にある。一方、AMへの人材提供という点においては、様々な知識が必要となるJ-REIT発足の初期段階においては、スポンサーの支援は重要なポイントと言える。しかし、人事ローテーションによっていずれスポンサーに戻るなどからマイナス面も考えられ、基本的には人員のプロパー化が望ましい。PMの引き受けについては報酬面などでスポンサー側にとってのメリットが大きく、スポンサーがPMとなるケースも多い。スポンサーが保有していた物件などについては、当該物件に精通しており、スポンサーがPMとなること自体を問題視するわけではないが、テナントリーシングなどにおいて利益相反が生じる可能性もあるため、その防止策を確認するとともに報酬水準の妥当性を確認することが必要であると考えている。

利益相反について最も注意が必要なのは、スポンサーの保有物件の購入についてである。スポンサーからの物件情報の提供や物件の購入は、J-REITの外部成長戦略をサポートするものと思われるが、一方で物件を適切な価格で購入しているかという点について十分チェックする必要がある。

なお、スポンサーの信用力がそのままJ-REITのデットの信用力に反映するものではないが、スポンサーの信用力が非常に低い場合は、AMの継続的事業活動への影響度がどの程度あるのかについての判断が必要となる場合も考えられる。

### (3) 財務分析

財務分析では、主に格付け上のポイントとなるのは下記の点である。

まず、ゴーイングコンサーン性を評価するために、収益性を示す指標としてROA（総資産事業利益率）が重要な指標となるであろう。ただ、当然、ハイリスクの物件を集めたポートフォリオほどROAが高くなることも考えられることから、保有資産のリスクに見合った収益をあげているかが評価のポイントであり、何よりもそのキャッシュフローの安定性が重要である。その他に収益性の指標としてNOI利回りなども確認していく。

財務の安定性を見る指標としては、自己資本比率などが重要となろう。今後起こりうる様々な不動産市況の変動に対して、どの程度のバッファーを有しているのかを判断していく。

また、元本回収の確実性を測る指標としてLTVを確認する。しかし、前述のとおり、基本的に物件入替えがなく静的で期限が定められているストラクチャードファイナンス案件と比較して、J-REITはAMの裁量で物件入替えが可能であり、動的でゴーイングコンサーンのコーポレートとして捉える必要があることから、ストラクチャードファイナンスにおけるLTVによる格付基準をそのままあてはめることはできないと考えている。LTVは、物件評価総額に対するデット総額の割合として把握され、LTV算出にあたっての評価額は、JCRによる物件評価総額を用いる。また、LTV算出に用いるデット総額にはキャッシュリザーブされていない預かり敷金・保証金を加算する。JCRでは、過去におけるLTVの推移を確認した上で、J-REITのターゲットとしている通常時のLTV水準の妥当性を検証し、中期的なLTVの水準がどの程度になるかについて注目している。

さらに、期中の元利払いやリファイナンスの確実性を測る指標としてDSCRも確認する。DSCRは、NOIをデットの元利金の年間支払額で除したものである。DSCR算出にあたってのNOIには、JCRによるNOIを用い、期中における実際の元利払いのスケジュールによるDSCRに加え、金利上昇局面を想定し、一定のストレスシナリオのもとでのDSCRも評価に加える。

## 5. 最後に

各J-REITの財務内容については、今後時間の経過と共に徐々に格差が生じてくる可能性があるが、現在までのところ物件の追加取得や売却による短期的な財務指標の変動を除いて、運用に関する巧拙は

必ずしも表面化していない、とも考えられよう。こうした現状を踏まえつつ、JCR では現時点での J-REIT の格付けを行うに際し、財務分析を基礎とするものの、物件ポートフォリオの分析と AM のマネジメント能力の分析にも重点を置いていくこととしている。

現在、J-REIT は成長期にあり、今後もポートフォリオの内容は刻々と変化していく段階にある。したがって、JCR では J-REIT の格付けについては、物件取得毎のデューデリジェンスや LTV 水準の確認などタイムリーなモニタリングも欠かせないと考えている。

また、今後の経済動向や不動産市況、法制、税制といった J-REIT 市場を取り巻く環境の変化に応じて、本稿で述べた格付けの視点についても適宜見直しを行っていく方針である。

以上

---