

(最終更新日：2012年6月1日)

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、格付の際には、ストラクチャードファイナンスの格付方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資産運用会社（アセットマネジャー、以下、「AM」）の経験知識やノウハウ（スポンサーと呼ばれるAMの株主との協業等も含む）に依拠しており、AMのマネジメント能力がJ-REITの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の格付について、ストラクチャードファイナンスの格付方法と事業会社（コーポレート）の格付方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決定の重要な要素となると考えている。

2. 格付の観点から見た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¹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方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

¹ 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。

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考えられる。

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 はまだ相対的に業歴が短いため、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して評価可能な場合もある。

また、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。

なお、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²。

一方で、J-REIT の格付評価を考える際に、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・更新費用に使用されるべき性質の資金であることから、デットの信用力を高めるバッファとしての資本の蓄積を行うことは困難である。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

² 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については対象外と考えられるものの、第三者が建築中のものにつき、竣工後の引渡し時において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。

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おり、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、債権者とのリレーションの構築を重視しリファイナンス・リスクを軽減させるデット構成が、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市場の評価による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。

3. 格付の方法

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方法を活用できるが、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方法により行う。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想定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精査した上で、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把握する。具体的な物件評価の精査方法については、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、主要物件についての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する。

さらに、上記の精査を踏まえて、エリアにおけるマーケット状況や優位性、建物スペック等をも勘案して、中期安定的に見込まれると想定されるネットキャッシュフロー³（以下、「NCF」）や物件毎のキャップレートの分析から、主要物件の評価額についての検証を行う。

³ 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。

こうした物件評価において、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取引の防止についての検証も必要とされよう。

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、テナント属性及びその契約内容、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、他の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、各物件からのキャッシュフロー（物件単位でのテナント数も勘案）や、物件価格ベースでの分散度が高い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で見た分散度が低い場合、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では物件固有の地震リスクが一定程度軽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、経済の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い現状に鑑み、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、個別物件の当該地域における競争力や優位性、J-REITのポートフォリオ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、物流施設、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判断になるとは限らないと考えている。また、他の用途についても、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。

なお、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可能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・物流拠点、高収益店舗である場合の退去リスクは比較的低下する可能性が考えられるため、個別の物件におけるテナントの状況を把握することが必要となる場合もある。

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、物件の取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⁴。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に係る規制はあるものの、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・エクイティ投資に比較的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取得手段として、投資が実行される場合が散見される。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、財務の毀損リスクに留意が必要となる。

(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に織り込まれていく性格のものであり、AMの運営実績についてはトラックレコードが十分でない場合があるため、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、複合型または総合型とするのか、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との協業状況と具体的な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の資産運用においては、AMの運用方針は格付をする際の基盤となろう。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、及びその実績について詳細な検討を行うことがより重要である。運用ポートフォリオの効率性・収益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JCR

⁴ 具体的な事例としては、ケネディクス不動産投資法人による「KDX名古屋栄ビル」の取得（土地取得：2008年4月25日、竣工：2009年7月1日、建物取得：2009年7月1日）があげられる。

では考えている。

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、コベナントの内容、担保設定状況などの方針の確認は重要である。

新規物件取得時に、調達機動性から購入資金をローンにより調達した場合、J-REITのレバレッジは上昇する。そこで、適切なタイミングにて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か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とそれを可能にする不断のIR等による市場との対話が望まれることとなる。

③ AM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。

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が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、スポンサーからの出向等による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マイナスイメージへの対応が必要であるとも考えられ、基本的には人員のプロパー化を推進していくことが望ましいものと考えられる。

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についても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優先的な物件の購入機会は、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されるものではないが、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どうかの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・デットの元本回収の確実性を測る指標としては、LTV 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を有しているのかを判断していく。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、動的な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、総資産、簿価総額、時価総額等に対するデット総額の割合として把握する。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 水準との整合性を検証し、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、デット・サービス・カバレッジ・レシオ（Debt Service Coverage Ratio、以下「DSCR」）やインタレスト・カバレッジ・レシオ（Interest Coverage Ratio、以下「ICR」）も確認する。DSCR 及び ICR の確認にあたって、期中における実際の元利払いのスケジュールによる DSCR 及び ICR 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 及び ICR も評価に加える。

4. 最後に

2008 年の金融危機を経て、多くの合併等による業界再編が進んだ現在、J-REIT は 10 周年を迎えて更なる成長を模索する段階にあり、今後もポートフォリオの内容は刻々と変化していくものと考えられる。したがって、JCR では J-REIT の格付については、物件取得毎のデューデリジェンスや資金調達による LTV 水準の確認、時価の変動状況など、タイムリーなモニタリングが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、格付の方法についても適宜見直しを行っていく方針である。

以 上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報はJCRの意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル