

## 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REIT4社を格下げ

2012年（平成24年）5月9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 4社の発行体格付及び無担保長期債務格付、短期格付を格下げしたことを公表した。本邦法令上の格付付与日は5月9日である。

本格付アクションは、2012年2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。

野村不動産オフィスファンド投資法人（NOF）：発行体格付及び無担保長期債務格付 A2 を A3 に、コマーシャルペーパー格付 Prime-1 を Prime-2 に格下げ、格付見通しは安定的

日本プライムリアルティ投資法人（JPR）：発行体格付及び無担保長期債務格付 A2 を A3 に格下げ、格付見通しはネガティブ

グローバル・ワン不動産投資法人（GOR）：無担保長期債務格付 A3 を Baa1 に格下げ、格付見通しは安定的

トップリート投資法人（TOP）：発行体格付及び無担保長期債務格付 A3 を Baa1 に格下げ、格付見通しはネガティブ

## 格付理由

今回の格下げは、軟調な賃貸市場と株式市場の状況が上記4社のレバレッジと中期的なキャッシュフロー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4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迷しており、ムーデ

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商業施設の賃貸収益は未だ回復途上にあり、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または商業施設に投資している上記 4 社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。

JPR のポートフォリオは分散されたテナント構成と商業施設における長期の賃貸借契約によって安定した稼働率を維持している。しかしながら、2012 年 3 月に行われた新規物件取得に伴う有利子負債の増加によって、純有利子負債/EBITDA 倍率は、大きく上昇している。

財務レバレッジにおいては、NOF 及び GOR、TOP の総資産有利子負債比率は従前の格付水準の範囲内で推移している。一方で、JPR の総資産有利子負債比率は、2012 年 3 月に行われた新規物件取得に伴い、従前の格付に相応する水準を大きく上回っている。

NOF のポートフォリオは、新規資産取得における選択的なスタンスと、資産の入れ替えを実践してきた結果、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。賃料収入はここ 3 年ほど下落傾向にあったものの、大規模ビルにおけるリーシングの進捗に伴い回復が予想される。ただし、他のビルにおける賃料減額の影響等によって、今後 1 年程度の間における純有利子負債/EBITDA 倍率の改善は限定的なものとなろう。

GOR ではトップアセットにおけるメインテナントの退去の後、2 年程度のリーシング活動によって段階的に稼働率が向上している。またポートフォリオ全体における賃料調整も比較的早期に進み、賃料収入は回復基調にあるものの、純有利子負債/EBITDA 倍率が従前の格付に見合う水準まで回復するには、なお時間を要すると考えている。

TOP は物件の新規取得やオフィスビルにおける空室のリーシングを進めているが、既存物件の賃料減額等により、賃貸収入の上昇余地は限定的となろう。加えて 2012 年 3 月に行われた新規物件の取得に伴い有利子負債も拡大し、今後 12 カ月程度の間には純有利子負債と EBITDA のバランスを大きく改善する可能性は低いと見ている。

NOF 及び GOR の格付の見通しは安定的である。当該見通しはこれら 2 社の保守的な財務運営の取り組みを反映している。

例えば、NOF と GOR は 5 年以上の債務デュレーションを維持し、ムーディーズが格付する J-REIT 発行体の中でも債務返済期間の分散度は比較的高位にある。

また、NOF 及び GOR の長期債務の比率は高水準に維持されており、長期債務における金利の固定化比率も 90%以上と保守的な数値を確保している。

債務の支払流動性においては、NOF の向こう 1 年間の債務返済額は、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。GOR の当該比率は 80%程度であるが、スポンサーである大手銀行のサポートのもと、取引金融機関との間に強固な取引関係が継続的に維持されており、当面の資金調達に大きな懸念が生じる可能性は低いと考える。

JPR の格付の見通しはネガティブである。当該見通しは、同社の財務レバレッジが今回の格付に相応する水準よりも依然として高位にある点を反映している。しかしながら、ムーディーズでは JPR のこれまでの良好なトラックレコードから、将来的に同社のレバレッジが低下する可能性を勧告する必要があると判断した。

JPR は当該新規物件の取得の前までは、保守的なレバレッジ政策によって良好な実績を維持してきた。加えて、JPR は 2002 年の上場以来 4 回の増資を経験し、資本市場へのアクセス性も高い。また、JPR の債務の支払流動性カバー率は 100%以上確保されている。

今後数カ月の間に JPR が現在の格付に相応する水準までレバレッジの低下を図った場合、ムーディーズでは当該格付見通しに対する効果を検討することとなるだろう。一方で、JPR の財務レバレッジが現在の格付に見合う水準よりも高位に留まる可能性が高いと考えられる場合には、同社の格付は格下げ方向の見直しの対象となるだろう。

TOP の格付の見通しはネガティブである。当該見通しは、同社の債務の支払い期限が短期間に集中しているために、債務支払いに対する流動性が不足し、債務の支払流動性が 20%程度と大きく低下している点を反映している。

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、格付に上方の圧力がかかる。

例えば、NOF 及び JPR において、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%以下で維持され、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%以上で維持された場合。

GOR と TOP においては、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 45%以下で維持され、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%以上に改善され、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、格付に下方の圧力がかかり、下記のような場合に格下げが検討される可能性がある。

例えば、NOF 及び JPR において、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。

GOR と TOP においては、純有利子負債/EBITDA が 12.0 倍以下、総資産有利子負債比率が 50%以下、また向こう 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 80%以上を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](http://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。

野村不動産オフィスファンド投資法人(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、2003 年 12 月に上場した。2011 年 10 月期における営業収益は約 136 億円、2011 年 10 月末時点における保有資産は 48 物件、約 3,677 億円である。

日本プライムリアルティ投資法人(本社：東京)は、主としてオフィスビルや商業施設への投資・運営・管理に特化した不動産投資法人であり、2002 年 6 月に上場した。2011 年 12 月期における営業収益は約 118 億円、2011 年 12 月末時点における保有資産は 57 物件、約 3,450 億円である。

グローバル・ワン不動産投資法人(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、2003 年 9 月に上場した。2011 年 9 月期における営業収益は約 41 億円、2011 年 9 月末時点における保有資産は 8 物件、約 1,485 億円である。

トップリート投資法人(本社：東京)は、オフィスビル、商業施設、住宅等への投資・運営・管理に特化した不動産投資法人であり、2006 年 3 月に上場した。2011 年 10 月期における営業収益は約 58 億円、2011 年 10 月末時点における保有資産は 17 物件、約 1,774 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](http://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](http://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「MJJK」といいます。）の現時点の意見です。MJJK 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。MJJK 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.moodys.com](http://www.moodys.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。