

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

森トラスト総合リート投資法人（証券コード:8961）

【新規】

長期優先債務格付
格付の見通し

AA
安定的

■格付事由

【格付評価のサマリー】

本投資法人は01年10月2日に設立され、設立から約2年4ヶ月もの運用実績を積んだ後の04年2月13日に東京証券取引所（不動産投資信託証券市場）に上場した不動産投資法人（J-REIT）である。主として東京都心のオフィスビルを主な投資対象とするが、商業施設、ホテル、住宅などにも投資する総合型の投資法人となっている。（上場後の最初の期は第4期である）。

資産運用会社である森トラスト・アセットマネジメント株式会社（以下、「MTAM」）の主要スポンサーは森トラスト株式会社（以下、「森トラスト」）であり、その出資持分は65%である。森トラスト以外のスポンサーの出資比率は、株式会社パルコと株式会社損害保険ジャパンがそれぞれ10%、株式会社三井住友銀行、株式会社三菱東京UFJ銀行、株式会社みずほコーポレート銀行がそれぞれ5%ずつである。

これまでスポンサーである森トラストおよびその関係会社（以下、森トラストグループ）からの取得を中心とした、スポンサーの開発物件を中心とする物件取得により着実にポートフォリオの充実・外部成長を遂げて来ている。特に10年4月13日には、ポートフォリオ中最大の物件である「東京汐留ビルディング」を取得したことによりポートフォリオの規模が大幅に拡大したものの、1物件でポートフォリオの約38.9%を占めることとなった。物件およびテナントの分散化の点からは、現状では物件およびテナントの集中度が比較的高いものと考えられるものの、立地面などで競争力が高く、テナントの代替性についても懸念が少ない物件に対しての選別投資がなされているといえる。加えて、テナントとの間で長期の賃貸借契約の締結、さらには物件の特性に応じて一部の物件につき、スポンサーの森トラストとの長期のマスターリース契約の締結がされていることなども踏まえ、物件およびテナントの集中による収益変動リスクは相応に緩和されているものとJCRでは判断している。

本投資法人のポートフォリオは13物件と同規模の他のJ-REITと比較した場合に物件数はやや少なく、一物件あたりの投資額は大きい。規模の比較的大きな物件の本社利用などのための一棟貸しも多いことから、テナント退去を想定した賃貸事業運営上の対応については重要なポイントであると言えよう。本投資法人の過去のトラックレコードでは、「大崎MTビル」の住友重機械工業株式会社、「銀座MTRビル」の日産自動車株式会社において、全フロアを賃借していたテナントが解約・退去する事態が生じている。ただ、これら2事例においては、退去を契機に物件競争力の維持向上を目的としたリニューアル工事を実施し、「大崎MTビル」については退去後に短期間で満室稼働とし、「銀座MTRビル」についても着実に稼働率を上げている。今後、仮に大口テナントの退去が生じた場合において、一時的に当該物件からの賃料収入が途絶する局面が生じたとしても、物件の競争力とMTAMと森トラストグループの豊富なネットワークの活用によるテナントリーシングなどにより、比較的短期間での床の埋め戻しが十分に期待可能であるものとJCRでは判断している。

本投資法人においては、賃貸借契約についてはテナントと中長期の賃貸借契約を締結することを基本としている。現状、賃貸借契約の残存期間が5年以上のものが約50%占めている。また、ポートフォリオ中最大物件である「東京汐留ビルディング」については森トラストとの間で長期固定賃料によるマスターリース契約を締結している。これら賃貸借契約の工夫などにより相応に安定的な賃料収入が期待できる。

財務面では、これまで安定的な銀行取引および財務運営を実施しているといえる。デット・ファイナンスについては、長期、無担保、無保証での調達を実現している。さらに分散されたバンクフォーメーションを構築し、返済期日も比較的分散化がなされている。LTV については簿価ベースの上限値を 50%と設定している。これまでの実績では、大型物件の取得に伴う借入金により 50%を超過したこともあったが、エクイティファイナンスの実施により短期間のうちに 50%以下に引き下げていることから安定的な LTV マネジメントが実現されて来ているものといえよう。特に、10 年 5 月に実施した公募増資において、発行済投資口数が 242,000 口となり、増資前よりも 60,000 口（約 33%）もの増加となったが、未だ厳しい環境下におかれている J-REIT 市場においても、配当の大幅な減少や既存投資口の持分の希薄化を回避しつつエクイティ調達に成功している点については、市場との対話の観点から AM 会社の財務運営戦略上の実績を示すものとして評価できるであろう。

また、本投資法人においては、物件の取得、マスターリース契約の締結、エクイティファイナンスにおいて森トラストグループからのサポートを享受している。また、AM 会社である MTAM においては、特に不動産賃貸事業運営の側面において、森トラストグループから継続的な人員の提供によりグループの経験知を引き継いでいるものと見られる。このような森トラストグループとの協働体制は、テナントリーシングにおけるノウハウや物件取得などにおけるネットワークの活用などの面において、格付上評価できる点がある一方で、利害関係者である森トラストグループとの関係が相応に密接であるとも言えることから、取引の透明性に配慮した厳格なガバナンス体制の構築が重要であると JCR では考えている。本投資法人では利害関係者との間で利益相反による弊害が生じないように、利益相反回避のプロセスが規定上明確化されており、MTAM および森トラストに対するマネジメントインタビューにおいてもこの点を確認しているが、今後の運営および取引の状況についても注視していく。

【オフィスビル投資に係る論点と本投資法人の格付上の評価】

投資法人の格付において、JCR では「資産運用会社およびそのスポンサーとの連携による『ゴーイング・コンサーン』の不動産事業運営会社としての側面」と「所有する不動産の価値に依拠した『アセット・ファイナンスの導管体』としての側面」の二つの特徴を併せ持つ事業体として、その両方の側面から信用力を検討・評価していくべきものとしている。一方、こうした観点からオフィスビルを主要な投資対象とする投資法人について考えた場合には、投資対象として定義している物件の規模やスペックとその運営にかかる資産運用会社の方針・戦略について、トラックレコードに表象される定量的な実績との対比も踏まえて検証していくことが重要であるものと考えている。

一般に居住用不動産と比較した場合、賃貸不動産としてのオフィスビルの特性は、その賃料水準の変動の観点からは、景気や市場環境による影響を相対的に受けやすいものとして考えられている。特定の物件（またはポートフォリオ）の稼得する賃料について考えた場合、既存テナントとの契約が終了し、新しいテナントとの契約が締結・開始されない限り、こうした市場賃料水準の変動が稼得キャッシュフローに与える影響は大きくは顕在化はしないことが通常である。一般に広く利用されている「普通賃貸借契約」の場合には、昨今の厳しい環境下ではテナントからの賃下げ要求が増加しているようにも見受けられ変化の兆しもあるものの、通常二年に一度の契約更新時において賃料の見直しが行なわれたとしても、その変動幅は市況の影響を受ける新規賃料に比べて穏当な水準に収まることが多い。（一般に賃貸借契約の更新により取り決められる賃料は「継続賃料」と呼ばれているが、「成約賃料」と同様に募集賃料に比較して水準は個別の契約時期や期間に左右されることが多く、また一般に公表される性格のものではないため、データとしての入手は通常の場合難しい。なお、賃料増減額訴訟においても、契約更新前賃料の水準と極端に乖離した判断が下される事例は多くない模様である。なお、昨今では各 J-REIT による開示データからの事例が参考データとしては有用である。）

こうした事実を踏まえて、オフィスビルを主たる投資対象とする投資法人については、その規模とスペックによって、大きく分けて「賃料負担能力の高い大企業」を主たるターゲットとして所有物件のクオリティを重視する戦略、あるいは潜在的なテナントマーケットとしての厚みを評価し「法人数で圧倒多数を占める中小企業」をターゲットとして多数の中小型オフィスに分散したポートフォリオを構築する戦略、の二つが考えられる。格付の視点としてはどちらかの戦略に予断を持って優劣を判断するものではないが、いずれの場合もそれぞれの指向

する戦略を実際の不動産運用・賃貸事業運營業務に落とし込んで実現させていくためのスポンサーからのサポートを含めた運用会社のノウハウと、実際に構築された物件ポートフォリオ自体のパフォーマンスを併せて検討し、個別に判断していくこととなる。端的には、J-REIT のこうした賃貸事業運営によって稼働されるキャッシュフローが、どの程度中長期的に安定しているものと判断可能かが大きなポイントとなる。

本投資法人については、総合型の投資法人であるものの、投資額ベースでみた主要な投資対象は東京都心のオフィスビルであり、立地などの観点からオフィス賃貸マーケットにおいて優位性を持つ物件を慎重に選定し投資して来ている。転借人の場合も含め、契約しているテナントの信用力は比較的高い法人が選別され、さらに中長期に渡って安定的なキャッシュフローを生成するための工夫として、スポンサーの森トラストとの契約を含むマスターリース契約の採用や、テナント退去などのイベント発生時には、ポートフォリオとしての質の維持の観点から必要に応じて大規模なリニューアル工事を実施するなどの実績も確認できている。

また、前記の「キャッシュフロー安定性」の評価という観点からは、前者の「物件クオリティ」に重点をおいたスタンスとの理解での評価を行うこととなる。既述のように、賃料負担能力の高いテナントは、往々にして大企業が多く、地方における支店需要などの場合を除き、賃借を希望する面積（1フロアあたり面積および総賃借面積の両方）は、通常の場合中小型の物件には収まらない規模を必要とし、また内装や設備（昨今では環境に対する配慮なども含む）などのスペックに対する要求水準を高いものが想定される。

本投資法人の所有する物件とそのトラックレコードを見る限り、一部の築古な物件で、近時の新築オフィスビルと比較した場合の物理的スペックについてはやや見劣りするものもあるが、テナントの入替などを契機に適宜リニューアルによるテナントの要求スペックに応える設備仕様の更新を実施している。また、これまでに大口テナントが退去時においては、森トラストグループ、PM との協業により順調に空室の埋め戻しをしている。本投資法人が所有する物件はエリア的な優位性が高く、さらに物件競争力を維持向上させる AM 業を継続的に実施することにより、テナントニーズを一定以上継続的に満足させることが可能な物件であると判断される。

【ポートフォリオの分析】

(1) 物件数および取得価格

現在のポートフォリオは物件数：13 物件、取得金額総額：282,976 百万円の資産規模である。用途の内訳として、オフィスビル：7 物件、商業施設：4 物件（うち 1 物件は底地）、住宅：1 物件、ホテル：1 物件である。用途別取得金額および比率は、オフィスビル：214,826 百万円（約 75.9%）、商業施設：45,950 百万円（約 16.2%）、住宅：3,200 百万円（約 1.1%）、ホテル：19,000 百万円（約 6.7%）となっている。いずれの物件についても中長期的に比較的安定的な需要が見込めるエリアに選定した投資を実行しているといえる。

本投資法人のポートフォリオのアロケーション方針は以下の通りである。東京都心部のオフィスビルを中核のアセットとしながらも、一定の用途および地域分散も考慮したポートフォリオの構築を目指している。

(図表 1) ポートフォリオのアロケーション方針

	東京都心部（注 1）	その他（注 2）	合計
オフィスビル	60～70%	10～20%	70～90%
商業施設	0～10%	10～20%	10～30%
その他（注 3）			
合計	60～80%	20～40%	100%

(注 1) 千代田区・中央区・港区・品川区・渋谷区・新宿区の 6 区

(注 2) 首都圏（東京都（東京都心部を除く）・神奈川県・千葉県・埼玉県）およびその他主要都市

(注 3) 当面の間、住宅およびホテルに限る

一方で、現在のポートフォリオのアロケーションは以下の通りである。

(図表 2) ポートフォリオのアロケーション実績

	東京都心部 (注 1)	その他 (注 2)	合計
オフィスビル	69.1%	6.9%	75.9%
商業施設	7.5%	16.6%	24.1%
その他 (注 3)			
合計	76.6%	23.4%	100.0%

(注 1)、(注 2)、(注 3) は (図表 1) と同じ。

上記の表からほぼ方針にかなった投資を実践しているといえる。

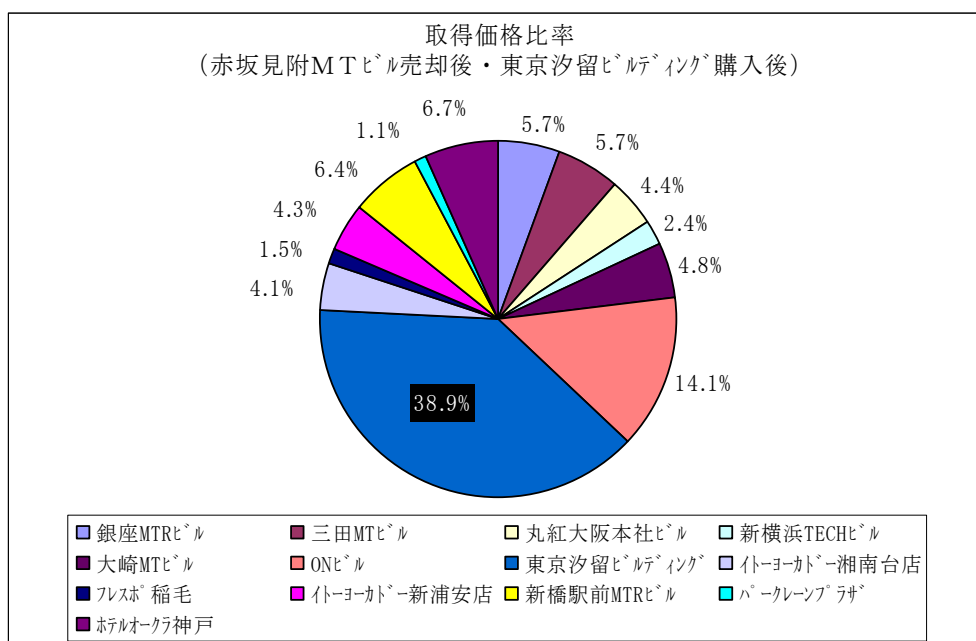
本投資法人設立後約 2 年 4 ヶ月後の 04 年 2 月 13 日に、「日立本社ビル」(売却済)、「銀座 MTR ビル」(09 年 9 月 1 日に、「日産自動車本社ビル新館」から名称変更)、「三田 MT ビル」、「丸紅大阪本社ビル」、「新横浜 TECH ビル」、「イトーヨーカドー湘南台店」、「フレスポ稲毛」(07 年 1 月 20 日に、「クレッセ稲毛」から名称変更)、の計 7 物件、取得金額総額：107,200 百万円の規模で上場した。その後、04 年 7 月 30 日に「イトーヨーカドー新浦安店」、04 年 12 月 24 日に「パークレーンプラザ」、05 年 3 月 31 日および 05 年 10 月 28 日に「大崎 MT ビル」、06 年 5 月 29 日に「赤坂見附 MT ビル」(売却済)、06 年 9 月 20 日に「ホテルオークラ神戸」、07 年 4 月 25 日に「新橋駅前 MTR ビル」、08 年 8 月 29 日に「ON ビル」、10 年 4 月 13 日に「東京汐留ビルディング」、をそれぞれ取得してきた。一方で、06 年 5 月 29 日に「日立本社ビル」、10 年 4 月 13 日に「赤坂見附 MT ビル」をそれぞれ売却している。売却した 2 物件の売却先はいずれも森トラストであった。また、売却理由としては、転借人の退去に伴う物件の入替、相対的に築浅かつ競争力が高い物件との入替が主な理由であった。これまで比較的保守的な投資方針のもとに投資が実践されており、06 年～08 年にかけての所謂リーマンショック前まで続いた不動産ファンドの積極的な活動による不動産価格の高騰期には、物件入替による「赤坂見附 MT ビル」、および権利関係が既存所有物件(「大崎 MT ビル」)との関わりを持つ「ON ビル」の取得を除くと、MTAM の方針により特に上昇の激しかったオフィスビルを取得を見送るなど、慎重な投資姿勢を継続し規模の拡大を急ぐことなく、結果として現在の比較的高い NOI の不動産ポートフォリオを構築してきた実績については評価できよう。なお、MTAM および本投資法人では、トラックレコードのない開発物件のフォワード・コミットメントによる取得はしない方針である。

現在のポートフォリオの直近の鑑定評価額総額は約 282,350 百万円であり、取得金額総額：282,976 百万円を僅かに下回っている。不動産鑑定評価書については、日本土地建物株式会社から 7 物件、財団法人日本不動産研究所から 4 物件、株式会社立地評価研究所から 2 物件についてそれぞれ評価を取得している。JCR では、本件格付にあたって受領した不動産鑑定評価書・エンジニアリングレポートの精査を行っている。精査の作業においては、現行の各テナントとの賃貸借契約賃料と周辺の賃料相場との比較を含め、不動産鑑定評価上の想定賃料の妥当性、利回りなどの分析・検証を実施し、現在の市況を踏まえて中長期的に安定すると想定される価格の査定を行なった。これらの結果として、対象不動産が過去のトラックレコードに表象される立地面で一定の優位性を持ち、競争力が高い物件であることも勘案した上で、NOI などの数値から、ポートフォリオ全体として概ね市場性を反映した適性の価格で物件を取得しているものと判断している。

物件の分散度については、ポートフォリオの物件数が 13 物件と比較的少ないことと、10 年 4 月に「東京汐留ビルディング」を取得したことにより、上位物件の集中度(上位 1 物件「東京汐留ビルディング」で約 38.9%、上位 3 物件で約 59.7%)は大きく上昇した。一般的に、物件の集中度が高い場合、上位物件における大型テナントの退去がポートフォリオの期間収益に及ぼす影響は非常に大きく、また収益力の低下が長期的なものとして顕現化した場合のバランスシートに及ぼす影響も看過できない。本投資法人では、立地などの観点から長期に渡って競争力を維持できるような競争優位にある物件に投資し、かつ、スポンサーである森トラストとの間で適宜物件の特性に応じたマスターリース契約の締結によって一定のリスクを排除する工夫を施す、または外部の信用力の

高いテナントとの長期の定期借家契約が締結された物件を取得するなどの手当てを行うことにより、物件の集中リスクを相応に緩和させている。

(図表 3) 取得価格比



本投資法人の基本方針は、中長期的な安定運用を基本とし、ポートフォリオの着実な成長と安定したインカムゲインの確保を目指している。ポートフォリオの着実な成長を遂げるために、森トラストグループとの間で「不動産等の情報提供に関する協定書」を締結し、現在のポートフォリオのうち森トラストグループから取得した物件が 179,470 百万円（約 63.4%）、森トラストグループからの情報による外部取得した物件が 77,950 百万円（27.5%）、独自に外部取得した物件が 25,556 百万円であり、森トラストグループからの取得と森トラストグループからの情報による取得が金額ベースで約 91.0%を占める。森トラストグループから取得した物件のうち最も取得金額が高い物件は「東京汐留ビルディング」である。本物件は後述のように近年における森トラストグループによる不動産開発プロジェクトを代表する中核物件の一つであったが、本投資法人の投資対象として、適切な条件・価格にて取得されているものと JCR では見ている。今後も森トラストグループとのパイプラインを活用することにより、物件およびテナントの集中リスクを緩和させるためにも着実な外部成長が期待されることである。

(2) 築年数・PML値

現在のポートフォリオの平均築年数は約 14 年（取得金額による加重平均）となっている。「東京汐留ビルディング」の取得、「赤坂見附 MT ビル」の売却により平均築年数は約 22 年から大幅に改善した。ただし、05 年 1 月に竣工した「東京汐留ビルディング」のポートフォリオに占める割合が高いため、平均築年数は改善したもの、ポートフォリオ中には平均築年数を大幅に超える物件がいくつか存在している。ポートフォリオ中、最も築古な物件は、1974 年 9 月に竣工、築約 36 年経過の「三田 MT ビル」であり、2 番目に築古な物件は、1982 年 3 月に竣工、築約 28 年経過の「銀座 MTR ビル」である。一般的に、賃貸用不動産の場合、時間の経過とともに、建物・設備が物理的にも経済的にも陳腐化していくことは必至であり、運営管理が適切になされている物件においても、程度の多寡はあれ賃料の減少傾向が見受けられることは避けられない。この前提に立てば、いずれの物件においても将来どこかの時点では、リニューアル/リノベーション/大規模修繕に係る相応の投資を行って、賃料水準・稼働率の維持向上を図る必要がある。現状、本投資法人におけるこのポイントのトラックレコードについては、MTAM においても当該前提を認識しており、「銀座 MTR ビル」については 10 年に、「大崎 MT ビル」については

08年に、それぞれ前述のようなテナントの退去に伴う競争力の維持向上のための大規模な投資を実施している。(なお、「三田MTビル」については97年に前所有者の森トラストが実施している。)

耐震性能については、投資方針にて、新耐震基準または同等の耐震性能を有するものとし、PMLについては、単体で15%未満、ポートフォリオPMLは10%以下とすることとなっている。一部の物件でPMLが15%を超過する物件(「イトーヨーカドー新浦安店」で18.9%、「ホテルオークラ神戸」で17.8%)もあるが、ポートフォリオPMLは4.3%と低い水準である。

(3) 稼働率

上場以来、ポートフォリオ全体で約98%以上の高稼働率を維持しており、直近決算：第16期末(10年3月末)におけるポートフォリオ稼働率は約98.3%(東京都心部：94.3%、その他：99.5%)となっている。マスターリース契約および長期契約が多いため、稼働率は高水準でこれまで安定して推移している。「銀座MTRビル」においては、森トラストとのマスターリース契約が結果として転借人である日産自動車株式会社の退去と時期をあわせて終了したため、稼働率は大幅に低下したが、徐々に埋め戻しが進捗しており、第16期末時点では64.0%まで回復し、直近ではさらに回復(8月末で85.6%)している。また、「大崎MTビル」においては、07年9月に一括転借人(森トラストが本投資法人に支払う賃料は転借人から收受する転貸賃料に連動する形態)であった住友重機械工業株式会社が退去し、これに伴いマルチテナントに対応可能なビルへの改修を含むリニューアル工事を実施し、分散されたテナントリーシングに成功した。本投資法人のポートフォリオには、物件およびテナントの集中がみられるため、常に大口テナントの退去時の影響を想定しておく必要がある。JCRでは、仮に大口テナント退去の事象が発生した場合においても、これまでの森トラストおよびMTAMのAM・PM実績と物件のエリア的優位性などから、適正な賃料水準でのリーシングが行なわれることによって、空室が長期化し物件評価額の大幅な下落によってバランスシート上の問題を生ずるような可能性は低いものと見ている。

(4) テナントおよび賃貸借契約

テナントとの賃貸借契約は中長期に渡り安定的な収益を確保するために、中長期の賃貸借契約を締結することを基本としている。賃貸借契約については、各物件のエリア的特性、建物規模・用途を含む特性、テナント特性などによって、テナントとの直接契約もしくは森トラストを含むマスターリース契約を使い分けている。特に「東京汐留ビルディング」については、一棟全体の登記簿床面積が191,394.06㎡と大規模であり、オフィス部分をソフトバンクグループが本社として利用し、ホテル部分をコンラッド東京が利用している。このように規模が大きくテナントの退去時の収益に与えるダメージが大きい物件や、賃料の変動リスクが高い物件については、森トラストと長期間の賃料固定型のマスターリース契約を締結したり、テナントと長期間の直接契約を締結したりすることにより、長期に渡って安定した収益の確保に努めている。

一般に、賃料固定型のマスターリース契約についてはマスターレッサーおよびマスターレシーの双方にとってメリット・デメリットがある。マスターレッサーにとってのメリットは、エンドテナントの賃料下落リスクや稼働率の低下のリスクを負担することなく、長期に渡って安定的な賃料収入を見込める点、デメリットは市況要因やリーシング上の工夫によってエンドテナントの賃料が上昇した場合においてもその上昇分を享受できない点である。一方、マスターレシーにとってのメリットは、エンドテナントに対するリーシング如何により賃料上昇分をそのまま享受できる点、デメリットはエンドテナント賃料がマスターリース賃料よりも低くなったまたは稼働率が低下した場合、逆ザヤが生じてしまう可能性がある点であろう。また、一般的には固定資産となる資本的支出としての投資を除き、日常的な修繕などの物件に係る費用はマスターレシーが負担することが一般的であり、この点からもレッサーにとっての負担軽減に繋がる場合もありうる。

本投資法人の場合、森トラストとのマスターリース契約の条件、特に賃料の設定に当っては、マスターレッサーたる本投資法人およびマスターレシーたる森トラストとの協議により、上記のようなそれぞれが許容可能なリスク、排除したいリスクとその見合いとなるリターンとのトレードオフの関係を検討し、双方にとって納得の出来る条件・水準を探りつつ、決定がなされているものとJCRでは判断している。

本投資法人では、賃料収入安定化の施策として森トラストとの賃料固定型のマスターリース契約に依存するのではなく、エンドテナントの長期入居が見込める場合や賃料の増額改定が見込める場合など、現状のマスターリース契約賃料よりも高い賃料で安定することが見込める場合には、収益の極大化のためにマスターリース契約を更新時にはずすことも当然想定される。なお、過去にマスターリース契約を解除した事例として「三田 MT ビル」がある。

なお、本投資法人のポートフォリオにおける主要テナントは以下の通りである。本投資法人のポートフォリオは物件数が 13 物件と比較的少ないことから、相応に規模が拡大するまで当面はテナント集中が継続することが予測される。今後の物件取得による外部成長によりテナント集中度が緩和されていくことが期待されるが、現状、上記のような賃料固定型のマスターリース契約の導入により集中リスクを緩和させる有効な施策といえよう。

(図表 4) 主要テナントの状況

番号	テナント名称	入居物件	契約 開始日	契約 満了日	ポートフォリオ総 賃貸可能面積比
1	株式会社イトーヨーカ堂	イトーヨーカドー湘南台店	02.11.21	22.11.20	約 10.6%
2	株式会社イトーヨーカ堂	イトーヨーカドー新浦安店	04.7.30	20.7.29	約 11.5%
3	丸紅株式会社	丸紅大阪本社ビル	02.9.30	12.9.30	約 8.3%
4	森トラスト株式会社	大崎 MT ビル	10.4.1	13.3.31	約 4.5%
5	森トラスト株式会社	東京汐留ビルディング	10.4.13	①20.4.12 ②35.12.31 (注 1)	約 19.0%
6	株式会社キムラヤセレクト	新橋駅前 MTR ビル	99.5.1	11.5.31	約 1.6%
7	株式会社ホテルオークラ神戸	ホテルオークラ神戸	02.4.25	22.3.31	約 14.4%
8	大和リース株式会社	プレスボ稲毛	03.6.3	23.6.2	約 15.7%
9	株式会社神戸製鋼所	ON ビル	99.4.1	11.3.31	約 4.1%
	合計				約 89.7%

番号 1～3 はテナントとのマスターリース契約、番号 4.5 は森トラストとのマスターリース契約、番号 6～9 はテナントとの直接契約である。

(注 1) ①：オフィス・店舗、②：ホテル

【資産運用業務における特徴】

(1) アセット・マネジメントとプロパティ・マネジメント

本投資法人における MTAM のアセット・マネジメント（以下、「AM」）業務は、スポンサーである森トラストからの不動産賃貸事業運営に精通した出向者を中心に担当されている。不動産開発、AM 業務、プロパティ・マネジメント（以下、「PM」）業務などの不動産関連事業に豊富な実績がある森トラストから継続的な人材が提供されていることにより、森トラストがこれまでに培ってきた不動産関連の実績、ノウハウ、ネットワークなどを活用できる体制が構築されているものと見ている。これらのノウハウは、運用コストの削減、テナント満足度の向上による良好なリレーションシップの構築、リーシング活動などにも活用され、MTAM では特にテナントとの対話を重視した AM 業務の実施に注力するものとしており、中長期的な賃貸借契約の継続を目的とするスタンスでのテナントリレーションの構築状況について、JCR では一部のテナントとの面談を通じて確認している。

また、前述のような物件の競争力の維持向上のための比較的多額の改修工事の実施においても、スポンサーにおける経験知が、公式・非公式なスポンサーとの間の情報交換を通じて活用されているものと判断され、AM業務の多面的なポイントにおいて肌理細かい対応が実施されているものと判断される。

PM業務については、ポートフォリオがオフィスビル、商業施設、住宅、ホテルと用途が複数あり、さらに契約内容（マスターリース）などにも応じて委託先が異なっている。マスターリース契約を締結している場合、マスターレシーが日常の物件管理を含むPM業務を担当しているケースが多い。PM会社の選定に当たっては、不動産の特性に応じて個別に検討し、業容（PM事業概要、人員体制、事業エリアなど）、実績、財務健全性、PM内容、報酬額などの項目を総合的に比較検討したうえで選定することとしている。また、PM会社のパフォーマンスについて、定期的にレビューを行なっている。

MTAMでは定期的にPM会社とミーティングを実施し、常時物件の管理・賃貸運営状況について情報収集を行い、PM業務をPM会社に一任することなく、一体的となって取組んでいることが伺える。

(2) コンプライアンス体制、利益相反対策

MTAMでは透明性の高い運用を迫及するため、森トラストグループとの全面的な協働を図る一方で、その弊害を防止するため、厳格なガバナンス体制を敷いている。具体的には、リスク管理委員会、経営投資委員会、投資法人役員会の複階層による意思決定を行なうものとしている。MTAMでは「利害関係人取引規程」を設け、利害関係人取引において一定のルールを規定している。利害関係人等から不動産等資産を取得する場合、1物件当たりの取得価格は鑑定評価額以下とし、利害関係人等に不動産等資産を譲渡する場合、1物件当たりの譲渡価格は鑑定評価額以上とすることとなっている。

もとよりJ-REITという仕組みは、要求される情報公開のレベルと透明性が比較的高く、利益相反に関して債権者・投資主に対する著しい不利益がもたらされることについては、可能性としては低いものと考えられている。しかし、コンプライアンスの徹底によるそうした懸念の排除は今後の更なる市場の健全な発展に不可欠であり、不断の実効性のある整備が個々のJ-REITおよびその資産運用会社には要求されよう。

本投資法人およびMTAMにおいては、現状その運用業務（物件売買、マスターリース契約を含むリーシング関連業務、PM業務）において、利害関係者である森トラストグループとの取引関係が密接であることから、本投資法人の運営体制やその実効性について、今後も継続的に注視していく。

(3) 財務構成

本投資法人においては、LTVの上限の目安を50%としている。上場以降のLTVの推移を見ると、第13期における「ONビル」の取得、今17期における「東京汐留ビルディング」の取得に伴い、それぞれ借入金による取得代金を調達したことにより一時的に50%を超過した経緯もあった。ただし、いずれの場合も第三者割当増資と公募増資によるエクイティ調達を、配当金の大幅な減額や持分の希薄化といった既存の投資家にとって負担を強いることなく実施することによって、短期間でLTVを50%以下に引下げており、安定的なLTVコントロールを実践して来ている。

デット・ファイナンスについては、金融機関との現在の取引関係は良好であることが条件面からも伺える。借入金は全て無担保・無保証での調達となっており、また長期借入金比率は約80%で、長期借入金については固定金利である。また、借入金の返済期日も相応に分散化され、メガバンクなど大手金融機関を中心とした安定的なバンクフォーメーションによる財務の安定性に配慮した資金調達が実践されているものと判断され、現在の財務構成に特段の懸念事項はないものと考えられる。

【森トラスト株式会社の概要】

1951年8月に現在のグループ持株会社である株式会社森トラスト・ホールディングスの前身である旧：泰成株式会社が設立された後、70年に森トラスト（旧：森ビル開発株式会社）が設立された。当初は、森ビルグループに属し、長期開発を森ビル株式会社が、中短期開発を森トラストが担当していた。99年に森トラスト、森観光トラスト株式会社（旧：森ビル観光株式会社）や森産業トラスト株式会社（旧：森ビル産業株式会社）に商号を変更し、森観光トラストや森産業トラストの経営を引き継ぐことによって、現在では森ビルグループから完全に独立した企業グループを築いている。

不動産事業、ホテル&リゾート事業、投資事業の3つの領域をコア事業としている。主力事業はオフィス賃貸運営事業である。都心3区（千代田区・中央区・港区）を中心に展開し、保有延床面積は業界でもトップクラスであることに加え、立地条件、スペック、自社一貫体制（開発～管理）による競争力の高さなどを勘案すると、その事業基盤は強固である。また、不動産事業では、保有ビルの売却による販売事業や子会社ではマンション分譲事業も手掛けている。ホテル&リゾート事業では、73年に法人会員制倶楽部「ラフォーレ倶楽部」を開設以来、30年超に渡ってホテル事業を展開している。10年3月末時点で資本・経営参加しているホテルを含めると、29ホテル/約7,100室の事業規模になっている。また、現在では不動産・ホテルへの投資を主軸としながらも、投資事業としての対象を企業への直接投資にまで広げた展開となっている。

【各物件についての概要】

(1) 銀座MTRビル

本物件は、東京メトロ日比谷線・都営浅草線「東銀座」駅および都営大江戸線「築地市場」駅より徒歩約3分に位置するオフィスビルである。

本物件が所在する「銀座エリア」は、日本を代表する商業エリアとして広く認知されており、ハイエンドなラグジュアリーブランドから、昨今ではファストファッションブランドなども交えて、グローバル展開を行う多くのマーチャンダイザーがアジアにおける旗艦店を出店するなど、国内のみに留まらず海外にも注目度の高いエリアである。一方でオフィスエリアとしての認知度はやや低く、隣接する「大手町・丸の内」と必ずしも直接競合することなく、比較的割安な賃料水準と利便性を指向するテナントに選好されるエリアである。

当エリアの中にあって、本物件は1フロア約400坪の延床面積を有し、都内主要エリアへの良好なアクセスなどのエリアの特性も併せて考慮するとテナント訴求力が相応に高い物件であると見られる。82年3月に竣工した地下5階付17階建のビルであり、主にオフィスおよび新橋演舞場（共有者である新橋演舞場株式会社が所有）として利用されている。本投資法人の所有形態は土地について所有権および共有持分、建物については区分所有建物である。

本物件の本投資法人所有部分であるオフィス部分については、日産自動車株式会社が竣工後長年に渡り本社として利用していたが、09年11月頃に横浜に新築した本社ビルへの移転のため全フロアから退去した。退去後に、マルチテナント化、および競争力維持向上のための大規模な改修工事の実施を決定し、本物件の賃貸可能床面積の約6割を占める大型テナント（阪和興業株式会社）の早期の契約締結に成功した。その後、市況環境の急激な悪化により当初想定よりやや埋め戻しに時間は要したものの、稼働率は徐々に上昇し、10年8月末現在、85.6%となっている。

取得日：03年3月31日

取得価格：16,000百万円

第16期末（10年3月末）鑑定評価額：16,000百万円

(2) ONビル、大崎MTビル

両物件は、「大崎」駅徒歩約8分に位置する大規模再開発事業地である「大崎ビジネスガーデン」内に所在する。「大崎」駅はJR山手線・埼京線・湘南新宿ライン、りんかい線が乗り入れていることから、埼玉・横浜方面への

アクセスは良好である。また、東海道新幹線を含む JR 各線および京浜急行「品川」駅や羽田空港方面へのアクセスも良好であるため、中部圏および関西圏に所在する企業の支社および東京本社としてのオフィスニーズも期待できるエリアである。

大崎エリアは、東京都の「東京 7 大副都心構想」の一つに指定され、80 年後半以降、JR「大崎」駅を中心に工場跡地などの大規模再開発事業（大崎ニューシティ、大崎ゲートシティなど）が行われてきた。02 年に都市再生特別措置法に基づく「都市再生緊急整備地域」に指定されたことから様々な開発が継続（アートヴィレッジ大崎、オーバルコート大崎、ThinkPark Tower など）しており、現在では大規模オフィスビルが集積したオフィスエリアとしての認知度も向上してきている。

(ONビル)

本物件は、90 年 11 月に竣工した地下 2 階付 21 階建てのオフィスビルである。

本投資法人の所有形態は、建物について完全所有権であるが、土地については約 84%の共有持分である。なお、土地については両物件併せて計約 93.0%を本投資法人が所有している。

建物の外観はスタイリッシュな全面ミラーガラスによる仕上がりで視認性も高いオフィスビルである。現在、株式会社神戸製鋼所の東京本社として一棟利用されている。

取得日：08 年 8 月 29 日

取得価格：39,900 百万円

第 16 期末（10 年 3 月末）鑑定評価額：32,400 百万円

(大崎MTビル)

本物件は、94 年 7 月に竣工した地下 3 階付 14 階建てのオフィスビルである。登記上は隣接する「ONビル」の増築扱いとして建設されている。本投資法人の所有形態は、建物について約 84%の共有持分であるが、土地については完全所有権の筆と共有持分の筆に分かれる。本物件については本投資法人と森トラストとの間でマスターリース契約が締結され、森トラストから各エンドテナントに転貸されている。

本物件は、前所有者の森トラストの時代より住友重機械工業株式会社の本社ビルとして一棟利用がなされていたが、07 年 11 月に移転のため全フロアにつき解約・退去した。同テナントの退去を契機に MTAM ではリニューアル工事を実施し、共用部分およびマルチテナント対応を含む大規模な改修を実施した。第 12 期末（08 年 3 月末）時点では稼働率は 100%となっている。また、従前とは異なり複数のエンドテナント賃貸されていることからテナントの退去リスクは相応に緩和されているものと見ている。当時の良好なオフィス賃貸市場環境も追い風となつてか、比較的短期間のうちに満室稼働を実現し、さらに、同テナント退去後の新規テナント賃料は約 40%上昇していることから、MTAM を含めた森トラストグループのリーシング企画力が発揮された事例といえよう。

取得日：05 年 3 月 31 日、05 年 10 月 28 日

取得価格：13,526 百万円

第 16 期末（10 年 3 月末）鑑定評価額：16,300 百万円

(3) 東京汐留ビルディング

本物件はポートフォリオ中、最大物件であり、取得価格比約 38.9%を占める。これまでの単体の物件の購入事例としては J-REIT の中でも最も高額な物件となっている。

本物件は、JR 山手線・京浜東北線・東海道線をはじめ、東京メトロ銀座線、都営浅草線が乗り入れる「新橋」駅より徒歩約 6 分、都営地下鉄大江戸線・ゆりかもめ「汐留」駅より徒歩約 1 分に位置する。大型再開発エリアのメリットとして、新橋駅・地下鉄汐留駅からのアクセスは地下で直結しており、公共交通による利便性は高い。本物件の所在する汐留エリアは旧汐留貨物駅跡地であり、東京都施行の土地区画整理事業により開発されて来た

が、現在では一連の開発事業は概ね完了している。この開発の結果、足元では都内有数の業務集積エリアとして認知されており、共同通信社、全日本空輸株式会社、ソフトバンク株式会社、株式会社電通、日本通運株式会社、日本テレビ放送網株式会社、パナソニック電工株式会社（東京本社）などといった日本を代表する大企業の本社が所在するエリアとなっている。

本物件は、森トラストと住友不動産の共同開発事業として開発が進められ、本投資法人は本物件の森トラストの共有持分である物件の50%を取得している。05年1月に竣工し、地下4階付37階建、延床面積191,394.06㎡と都内でも有数の大規模ビルである。物件のスペックとしては近時の最新の大規模オフィスビルの水準を満たしており、良好な立地環境とも相俟って幅広いテナントニーズに対応可能であるものと期待される。現状、オフィス、ホテル、店舗、駐車場として利用されており、オフィス部分についてはソフトバンクグループが本社として一括して利用しており、ホテル部分には「コンラッド東京」が入居している。

本物件については本投資法人と森トラストとの間でマスターリース契約を締結し、森トラストから各エンドテナントに転貸されている。森トラストとのマスターリースは、オフィス・店舗部分については期間10年の定借を、ホテル部分については期間約25年8ヶ月の定借を締結している。賃料はそれぞれ月額435百万円、30～35百万円の固定賃料であり、期間中における賃料の改定をしないこととしている。エンドテナントの賃料下落リスク・テナント退去リスクを本投資法人が負担することなく、安定的な賃料収入が長期的に期待できる契約形態でありながら、本投資法人の想定NOIに基づくNOI利回りは4.45%とリスクを鑑みた場合に適切な価格での取得がなされているものと見られる。

取得日：10年4月13日

取得価格：110,000百万円

取得時鑑定評価額：111,500百万円

(4) 新橋駅前MTRビル

本物件は、JR山手線、東海道線、東京メトロ、都営浅草線、ゆりかもめといった各路線が乗り入れる「新橋」駅至近の商業ビルである。新橋駅前広場（通称SL広場）の正面に位置し、繁華性が高く視認性にも優れた建物である。建物は99年4月に竣工し、地下2階付8階建であり、現在ヤマダ電機の「LABI新橋デジタル館」として一棟利用（一部フロアのテナントによる事務所利用部分有り）されている。

エリア的な利便性から商業ビルとしての競争力は高く、テナントの代替性は高いと判断される。また、売場面積も約4,500㎡と比較的小規模な物件の多い新橋駅前近辺では有数の規模を有することから、中長期的にも商業用途のビルとしての競争力を維持できる物件であるものと見られる。

取得日：07年4月25日

取得価格：18,000百万円

第16期末（10年3月末）鑑定評価額：18,000百万円

（担当）杉山 成夫・秋山 高範

■格付対象

発行体：森トラスト総合リート投資法人

【新規】

対象	格付	見通し
長期優先債務	AA	安定的

■格付提供方針に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2010年9月17日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：藤本 幸一
主任格付アナリスト：杉山 成夫
3. 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準については、JCR のホームページ (<http://www.jcr.co.jp>) の「格付方針等」に「信用格付の種類と定義」として掲載している。
4. 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法（格付方法）の概要は、JCR のホームページ (<http://www.jcr.co.jp>) のストラクチャード・ファイナンスのページに、「日本版不動産投資信託（J-REIT）格付けの視点」（公表日：04年4月1日）および資産証券化商品「不動産」（最終更新日：07年5月11日）の信用格付の方法として掲載している。格付方法は追加・変更されることもあるが、その場合は時系列的に掲載する。本リリースの公表日と格付方法の公表日（各方法が有効となった日）とを照らし合わせた上で、上記格付方法を参照されたい。
5. 格付関係者：
（発行者・債務者）森トラスト総合リート投資法人
6. 本件信用格付の前提・意義・限界：
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を、等級をもって示すものである。
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関しての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。
本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
 - ・発行体が提供した発行体の監査済財務諸表
 - ・発行体が提供した発行体の業績、経営方針などに関する資料および説明
 - ・発行体が提供した格付対象の商品内容に関する書類
 - ・経済・業界動向などに関し中立的な機関が公表した統計・報告
8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：
JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、いずれかの関係者による表明保証もしくは対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、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、JCR の格付は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。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、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。

■用語解説

長期優先債務格付と短期優先債務格付

債務者（発行体）の債務全体を包括的に捉え、その債務履行能力を評価したものです。このうち、期限 1 年以内の債務に対する債務履行能力を評価したものを短期優先債務格付と位置づけています。個別債務の評価（債券の格付、ローンの格付等）では、債務の契約内容、債務間の優先劣後関係、回収可能性の程度も考慮するため、個別債務の格付が長期優先債務格付と異なること（上回ること、または下回ること）もあります。

格付の見通し

長期優先債務格付または保険金支払能力格付が中期的にどの方向に動き得るかを示すもので、「ポジティブ」「安定的」「ネガティブ」「不確定」「方向性複数」の 5 つからなります。今後格上げの方向で見直される可能性が高ければ「ポジティブ」、今後格下げの方向で見直される可能性が高ければ「ネガティブ」、当面変更の可能性が低ければ「安定的」となります。ごくまれに、格付の見通しが「不確定」または「方向性複数」となることがあります。格上げと格下げいずれの方向にも向かう可能性がある場合に「不確定」となり、個別の債券や銀行ローンの格付、長期優先債務格付などが異なる方向で見直される可能性が高い場合には「方向性複数」となります。

■情報提供電子メディア(検索コード)

BLOOMBERG (和文:JCRA / 英文:JCR) REUTERS (EJCRA) QUICK (和文:QR / 英文:QQ) JIJI PRESS 共同通信 JLS

■本件に関するお問い合わせ先

情報・研修部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル