

<質問者 A>

（質問 A-1-①）売り手からの物件情報数が増えているとのことだが、取得に至っていない理由を教えてください。（決算説明資料 p.19 関連）

（回答）本投資法人は3月に2物件を取得したが、4月以降は一般の事業会社の上期にあたるため、そうした事業会社からの動きがあまりよくなかった。実際にいくつかの案件を追いかけてはいたが残念ながら成約に結びつかなかった。下期の動きには期待している。また、SPCやプライベートファンドなどが保有する物件に関しては、銀行の貸出態度が厳しい時期には、リファイナンス（借り換え）が出来ずに売却されることで本投資法人の取得機会につながる場合が多い。しかし、貸出態度の改善により弊社がターゲットとする中規模以上の優良物件についてはリファイナンスが順調に進んでいるようで、そうした物件があまりマーケットに出てこなかった。

（質問 A-1-②）売り手と買い手の価格目線が異なるため取得に至っていないとの説明だったが、具体的にどういうトレンドになっているのか？

（回答）Aクラスのオフィスビルについては、高い価格を提示する買い手も現れており、また、買い手の数も増えてきているように感じている。それらにより、売り手と買い手のバランスがやや売り手の方に優勢になってきたという感触がある。

（質問 A-1-③）今後取得のチャンスは高まっていくのか？

（回答）取得のチャンスといった点では、本投資法人は現金が潤沢にあるため、物件情報を取得する機会が多く恵まれた状況だ。市場の動向を注視しつつ、今後も積極的に取得活動を続けていく。

（質問 A-2）御社は第15期から第16期にかけて分配金が減少すると予想している。当面賃料は下がっていくとしても、どこかで稼働率が回復して、賃料減収のマイナスを稼働率上昇のプラスが上回る局面が出てくると思うが、それはいつ頃と考えるか？（決算説明資料 p.12 関連）

（回答）市場全体として、稼働率に底打ち感が見え始めているが、賃料に関しては稼働率が底打ちしてから少なくとも半年は厳しい状況が続いていくと考えている。従って分配金水準は、第16期、第17期あたりまでは厳しい状況が続くという考えを持っている。一方、分配金には負債の調達費用（支払利息等）も影響を及ぼす。本投資法人の場合は、リーマンショック後のスプレッド（銀行の利鞘）の上昇以上に金利低下の恩恵を受けており、リファイナンス（借り換え）の際の適用金利は本投資法人の平均調達金利より低下している。長期固定金利調達が100%に近いため、その金利低下の効果はリファイナンス（借り換え）により金利が変更する度に現れ、ゆるやかではあるが、これにより賃料収入の減少分のうち若干についてはカバーできるものと考えている。

<質問者 B>

(質問 B-1) 質問 A-1-②で、高い価格提示を行う買い手が現れたとのお話だったが、具体的に教えていただきたい。

また、オフィス物件の取得目線を NOI 利回り 5.2%と説明していたが、実際、市場で取引されている物件の利回りは、その 5.2%と比べてどの程度乖離しているのか？(決算説明資料 p.18 関連)

(回答) 申し上げにくいですが、青山近辺での案件とだけご案内しておく。弊社の価格目線と大きく価格が乖離していた。特殊事情があったと思われるが、この価格水準が市場のコンセンサスとならないことを願っている。

なお、5.2%という数字は、単にシミュレーションの数字であり、この数字が具体的な取得のハードルレートということではない。取得物件の平均値と考えて良く都心五区のオフィスであれば 4%台であり、郊外型商業施設なら 6%台というレンジになる。今後大切なことは、むしろ現行賃料とキャップレートよりも中長期的なキャッシュフローをどう見立てて価格を査定するかということだと思っている。

(質問 B-2) 他社 REIT のテナント退去率は足元かなり落ち着いてきているのだが、東急 REIT の第 15 期のオフィステナントの退去率は膨らんでいる。これは、何か特殊要因によるものなのか、それとも東急 REIT のポートフォリオは遅行性があり、今後も解約が発生していくものなのか、教えてほしい。(決算説明資料 p.23 関連)

(回答) 世田谷ビジネススクエアにおいてメインテナントの部分退去(館内減床)が発生したことが原因であり、弊社としては特殊要因と受け止めている。それ以外については入居の動きも出てきており従前よりは明るくなったという印象である。

<質問者 C>

(質問 C-1) 第 15 期初時点のオフィス賃料の市場賃料との乖離率が、▲28.4% (市場の新規契約賃料が東急 REIT のオフィス賃料平均よりも 28.4%低い) と、第 14 期初時点の乖離率▲27.8%から拡大している。こうしたデータからも第 15 期以降は賃料下落を通じ、分配金が減少していくという理解でよいか？(決算説明資料 p.25 関連)

(回答) その通りだが、契約の中には賃料に下方硬直性のある契約もある程度存在しているが、この部分については、乖離率が大きく見えてしまう。また更改期限が分散しているため▲28.4%がそのまま直ちに減少する訳ではないと考えている。

(質問 C-2) 物件の鑑定評価額はこれでほぼ下げ止まりなのか？これ以上、鑑定評価額が減少して 30 億円の含み益がなくなることはないか？

(回答) ご指摘の通り第 14 期末の鑑定評価額は下落している。一方で、マーケットの実取引価格については、既に下げ止まっており、鑑定評価は実取引価格に対して遅行性が見られる。とはいえ現時点では、鑑定士がキャップレートを低下させる(鑑定評価額の上昇につながる)ところまでの自信はまだないであろうから、キャッシュフローが減少すれば鑑定評価額が下落する物件も出てくる可能性がある。第 14 期末の 30 億円に加え、第 15 期に計上される減価償却費約 10 億円のバッファ(余裕)があるが、第 15 期末に含み益がなくなるリスクについても、ゼロではないと弊社としては認識

している。

(質問 C-3) 2010 年 3 月に取得した麹町スクエアの鑑定評価額だが、取得時は 91 億円だったのが、7 月末時点で 88 億円と 3 億円下落した。取得時の価格査定が甘かったということはないか？

(回答) 鑑定機関のキャッシュフローの見立てが当時より減少したことで、鑑定評価額も低下した。鑑定評価額は全体として下落している状況ではあるが、結果論としてみれば、鑑定評価について弊社の見積もりが甘かったとご指摘頂いてもこの点は仕方がない。

以下については、アナリスト説明会での質疑応答を補足する弊社の考え方になります。
ご参照頂ければ幸いです。

【補足 (C-3回答)】

- ・今回の鑑定評価額の下落は、不動産鑑定士が市場賃料の将来における弱含み傾向やテナントの動向を捉え、中長期の査定賃料を引き下げた一方で、キャップレートを据え置いたことによるものである。しかし弊社においては、昨今の賃貸市場や売買市場のトレンドを踏まえ、本物件の市場価格は鑑定評価額とは異なり「概ね横這い」と考えている。
- ・本物件は、現行の（取得当時の）契約賃料が比較的高いため、取得時の価格査定では取得年度の想定NOI利廻を5.66%、中長期の想定NOI利廻を4.84%と見込んでいる。また当面は賃料調整の局面にあることから、NOI利廻は低下傾向にあると想定している。

【補足 (長期投資運用戦略 (サーフプラン) について)】

- ・賃料下落や空室率悪化は既存ポートフォリオにとってはマイナスであるが、新規の物件取得にとっては好機となる。既存ポートフォリオのキャッシュフローの落ち込みを食い止めながら、手元現金（約150億円）を活用した新規取得による増益により、EPS（1口当たり当期純利益）を向上させたいと考えている。
- ・昨年9月に公表した長期投資運用戦略（サーフプラン）は、投資対象不動産を安値圏で取得し、経年劣化等により競争力が低下した物件を高値圏で売却して、ポートフォリオの競争力を維持強化するのを目的の一つとしている。
このサーフプランでは、安値圏での追加取得を目論んでいるが、証券投資と違い不動産投資の場合、取引の個別性が高く、また流動性も低いことから、「最安値」で一括して大量に物件取得を行うことは難しいと考える。従って、本戦略では「安値圏」で物件を取得した後に価格が下落することもありえる。しかしながら安値圏での取得は、高値圏での取得と比較して、取得後の価格下落リスクは限定的と考えられる。それが弊社がこの戦略を採用する所以となる。

以 上