

Interview

「底地の特性が理解されマーケットが確立した将来にわたり転用可能な土地に厳選投資する」

地主アセットマネジメント 西羅弘文社長に聞く



西
羅

弘
文

日本初の底地特化型リートとして、2017年1月に運用を開始した地主プライベートリート投資法人。当初150億円でスタートした資産規模は、今年1月の増資により320億円に倍増し、2019年1月には500億円超、2021年1月には1000億円を目指している。運用会社である地主アセットマネジメントの社長を務め、スポンサーの日本商業開発の創業メンバーでもある西羅弘文氏に、私募リートの立ち上げから現在までの状況や底地マーケットについて話を聞いた。

底地特化型リートは上場、私募ともに唯一だ。

西羅氏——当初は底地特化型リートに、投資家もレンダーも懐疑的な見方が少なからずあった。その理由は2つある。投資家の中でスポンサーの日本商業開発に対する知名度がなかったことと、底地に特化したリートの前例がなかったことだ。ただ、日本商業開発が2000年の創業以来作ってきた底地商品は、リーマン・ショックや東日本大震災を経て現在に至るまで、賃料減額や退店が1件も出ていない。安全な投資商品だという自信はあったため、時間を掛けてじっくり皆さんに説明していけば理解してもらえらるうと考え、投資家とのミーティングをまめに行ってきた。一方、底地の特性が理解されマーケットが確立しつつある中、底地特化型リートの組成で他社に先を越され、そちらが本家本元であるかのようなイメージを持たれてしまう事態にならないよう、日本商業開発が先駆けて立ち上げるべくスピード感をもって許認可手続きを進めた。実際に日本初、ひいては世界初の底地特化型リートを設立し、昨年と今年の2回の増資を経て資産規模は320億円まで拡大した。来年1月に予定する3回目の増資で500億円を超え、設立から5年後の2021年には1000億円規模に成長させていきたい。

投資家層は？

西羅氏——現在、投資家数は52社を数える。信金・信組が5割強を占め、金融機関・生損保・リース会社などの中央金融法人が2割、地銀が16%という割合だ。1年目、2年目はトップに近い方々と会って直接プレゼンしやすい信金・信組からの投資が多くなった。これは当初から予想していたことだが、各金融機関が1つのリートに対する投資枠にはたとえば5億円、10億円という上限があるため、今後はまだ参画してもらっていない年金や現在は比率の低い中央金融法人からの幅広い投資を呼び込んでいく必要がある。当初投資家にお伝えした通り、稼働率は常に100%で安定し、運用の時間が掛かっていないここまでのトラックレコードを示しながら、新たな資金を集めたい。すでに多くの中央金融法人や年金から話を聞きたいという声が掛かってきており、当リートに対する興味や理解が広がっている。

配当利回りの水準は？

西羅氏——ここまでは3割程度のLTVで、4%前後を出している。ただ、建物を持つリスクがない底地の特性を考えれば、本来は上場リートの償却後利回り水準になっている3.5%以下で良いのではないかと。今はようやくマーケットができて、これからより拡大していく途上にある。底地商品の良さがもっと理解されるようになれば自然と

下がっていくだろう。すでに上場リートでは、2%台の取引事例も出ている。

底地マーケットをどう見るか。

西羅氏——全体的に底地への理解が深まり、売買の実績も増えてきている。最近では、大手生命保険会社が底地に現物投資するようになった。日本商業開発が2010年に日本リートファンド投資法人に底地3物件を売却して以降、上場リートによる底地取引が右肩上がりが増加し、累計取引件数は2018年6月までで102物件、取引総額は4000億円を超えた。以前は「その他」扱いだった資産区分も、今では「底地」というカテゴリーが確立されている。とはいえ、Jリート全体の総資産のうち、底地の割合はまだ約2%に止まる。マーケットの大きさを踏まえれば20%、3兆円ぐらいまで高まる可能性は十分にあるだろう。

日本商業開発の底地開発実績は？

西羅氏——これまでに約120物件、2000億円の底地商品を開発してきた。さらに、まだ賃料が発生していない商品化前のシード案件も、現時点で35物件、650億円程度ある。開発実績をエリア別に見ると東京圏が4割、大阪圏が4割、名古屋・福岡などが2割。用途別では約半数が食品スーパー。次いでホームセンター、ホテル、ドラッグストアなどが多い。テナントの業種は拡大傾向にあるが、これは結果的にそうなっている面が大きい。その時々、社会的ニーズや出店意欲旺盛なテナントのインフラ的機能を当社グループが果たしているからだ。建物は営業資産なのでテナントが保有した方が改装などの対応力が増すし償却も取れるため自ら持たざるが、土地は持たざるが。とはいえ、変な地主か



●プロフィール

1998年3月 甲南大学法学部卒業。1998年4月 兼松都市開発㈱に入社し、商業施設開発・運営に従事。2000年10月 日本商業開発㈱へ創業メンバーとして入社。2005年6月 同社取締役開発営業本部長、2007年7月 同社常務取締役東京営業本部長、2012年2月 同社常務取締役投資運用本部長。2016年4月 地主アセットマネジメント㈱代表取締役社長に就任（現任）。2016年9月 地主プライベートリート投資法人執行役員就任（現任）。

ら借りたくもない。こうしたことから、底地の開発・投資に実績がある日本商業開発にテナント自ら案件を持ち込むケースが多い。最近では、ホテルや食品の品ぞろえを充実させたドラッグストアが増え、保育園やメモリアルホールなどの実績も出てきている。これはまさに世の中のニーズを反映している。日本商業開発の投資基準はテナントの出店動向云々というよりも、将来の人口動向を見極めながら仮に今のテナントがいなくなっても他のテナントに貸せる、もしくは第三者に売却できるような将来も需要がある土地であるか否かにある。そうした厳選した土地に、地主を保護する事業用定期借地権を設定して賃貸すれば、二重にも三重にも安全な底地商品に仕上がる。底地は自ら開発するか、相対取引で買う。基本的に入札等でマーケットからは買わない。

ネット通販が台頭している。貸し先としてスーパーは大丈夫か？

西羅氏——生鮮品はネットより、実際に店に行っても買うという文化がまだまだ続くだろう。そのため保有物件では、自転車や徒歩で行くことができ、日々冷蔵庫代わりに使えるような小商圏型のスーパーが借りている場合が多い。最近では、新しい形態のスーパーも登場している。当リートが底地を保有している練馬区の「西友豊玉南」は1階が食品スーパー、2階がネットスーパーの

「底地の特性が理解されマーケットが確立した将来にわたり転用可能な土地に厳選投資する」

地主アセットマネジメント 西羅弘文社長に聞く



配送センター及び倉庫という日本初の形態で営業している。今後スーパーは、配送センターを兼ねるようになっていくのではないかと。高齢者がますます増えていく中で、スーパーで購入した商品を店舗から自宅へ配送するサービスへのニーズも高まっていくはずだ。結局、テナントは時代に合わせて店舗形態を変えていく。一方で当リートとして投資目線に適う土地と、テナントが出店したいと考える土地の条件はそれほど大きくは変わらないと言える。

テナントクレジットには依存しない？

西羅氏——そうだ。人口動向等を検証し、20～30年後の将来も転用可能な需要のある土地であるか否かを見極めることが重要だ。こうした考えに至った背景には、前職での苦い経験がある。前職では総合商社グループの不動産会社に在籍し、売上げが1兆円を超える大手GMS向けに建設協力金方式で建物を貸す賃貸事業をしていた。しかし、その最中にこのGMSが破綻。建物はこのGMSだけに価値がある一方、他のテナントには価値が低かった。幸い場所が良かっただけにテナントが見ついたが、追加投資して賃料を下げて後継テナントを決めることを余儀なくされた。そもそも土地だけの保有であれば、こうした事態には陥らなかった。この反省が日本商業開発の「JINUSHI ビジネス」や当リートに活かされている。

資産規模 1000 億円に向けて。

西羅氏——日本商業開発が売却する底地に対する優先交渉権順位は、当リートが1位であるため、より良い底地を選びながら投資できる環境にある。加えて、地主リートを立ち上げて以降、外部から直接当リートに持ち込まれる数が

増えた。外部からの取得も現在、順調に増えている。日本初の底地特化型リートという優位性が、情報集積に好影響を与えている。スポンサールートと外部ルートの両輪で資産規模を拡大させていきたい。1000億円を超えていけば、規模拡大のスピードは加速していくだろう。当リートとして常に大切にしていきたいことは、本当に良い底地に投資する姿勢だ。一口に底地と言っても、すべてが良いわけではない。テナントクレジットだけを見て投資している底地も実は多い。人口動向等をしっかり検証し、将来にわたって転用可能な土地を見極めて投資する原点を常に忘れずに、日本の大地主になっていくつもりだ。

底地ビジネスの今後の可能性を。

西羅氏——2000年以降、この20年弱はリーマン・ショックや東日本大震災など景気に深刻な影響を与える出来事がいくつも起こったが、激動の中でも収益のボラティリティが一切なかった。底地の安定性は十分示すことができている。さらに今後、現在契約期間中の事業用定期借地権が満了を迎えた時、既存のテナントと再契約する、もしくは新しいテナントを誘致することが証明できれば、底地は完璧な商品になる。契約満了時の懸念が払拭できれば、商品価値はもう一段上がるはずだ。今までの中で2005年ぐらいからの20年契約が一番古い商品なので、その証明はもう少し先になる。また、底地ビジネスは国内に止まらない。2017年6月にはニューヨーク証券取引所に、当社に続く世界で2番目、米国初の底地特化型リートが上場した。底地が海外でも注目を集めつつある中、日本商業開発グループとして当リートとは別の形で海外進出も検討しており、実行段階に移っている。