

## 「投資判断スピードとテナントリレーションに強み 底地への投資比率は10倍、20倍になる可能性も」

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

国内初の底地案件のみを組み入れ対象とした底地特化型の私募リート「地主プライベート投資法人」を運用する地主アセットマネジメント。スポンサーである日本商業開発が展開する「JINUSHIビジネス」が生み出す安定的なキャッシュフローに支えられ、確実に成長を続けている。運用会社の西羅弘文社長に、底地投資市場の足元と今後の事業戦略などを聞いた。

**私募リートの運用状況について。**

西羅氏——地主プライベート投資法人（以下、地主リート）は2017年1月から、9物件、150億円、投資家数31で運用を始めており、その後2回の増資を経て、投資家数は81になり、資産規模は500億円を超えてきた。スタート時に5年で資産規模を1000億円まで成長させることを掲げ、ここまで順調に成長してきている。ほとんどの投資家にとって底地は初物であり、スポンサーの知名度も高くなかったために様子見も多かったが、3年連続の増資で資産規模が500億円を超えてきた実績を受け、今は多くの方から関心を持っていただいている。2020年1月には4回目の増資を行い、資産を300億円程度増やし、800億円超となる予定だ。その後、次は1000億円を超えれば成長スピードが加速し、3000億円を目指すことになるだろう。

**底地に対するマーケットの見方は？**

西羅氏——底地特化型の地主リートができたことで、多くの方に底地の良さを理解していただくことができ、底地マーケットは狙い通り広がっている。スポンサーである日本商業開発以外にも、総合商社や住宅デベロッパーなどが底地案件を開発し我々に持ち込んできたり、共同事業として持ちかけられたりするケー

スも多くなっている。現在、地主リートで運用する39物件のうち、9物件はリートに直接寄せられた案件で、増資と取得のタイミングが合わなかったために、ウェアハウジングで日本商業開発を経由して取得している。また、底地のマーケットができたことにより、既に建物がある土地のオフバラが着目されると思うので、こうしたニーズも取り込んでいけるだろう。

**組み入れる底地はどのような規模感？**

西羅氏——リートは手間との兼ね合いで、一定の投資額以上を嗜好するが、我々は一切ルールを設けず、実際に3億円～5億円台の案件も複数組み入れている。1万坪よりも500坪や1000坪のほうが、状況の変化に対応しやすいとの考えからだ。1万坪を貸しているテナントが抜けると大変だが、小さければ対応がしやすい。大きい案件より小さい案件の方が、結果的にリスクが分散される。取得時に更地から入る場合は、もちろん住宅デベやテナント自身と競合するが、基本的には、相対で継続取引を前提にした取組を行っている。また日本商業開発の取得情報の約4割はテナントからで、「出店したいので土地を購入してほしい」といった話がある。土地の取得時には、当然競争にさらされるのだが、さらされないような手法を常に模索している。

「地主ビジネス」と銘打った事業の強みは何か。

西羅氏——大きく2点あり、1つは底地専業で、2000年の創業からこれだけを手掛けていることから、投資に対する判断スピードが圧倒的に早いこと。もう1つは、テナントとのリレーション。底地専業で唯一の会社であり実績もあるため、お互いの信頼関係が構築できていること。こういう土地ならば、こうしたテナントならば安定性があるという判断は、底地専業の独自のノウハウがあるからこそできる。これまでの開発実績は、140物件、2500億円。これらは、リーマン・ショックや東日本大震災を経ても、賃料減額や退店が1件も出ておらず、投資家の安心材料につながっている。日本商業開発が保有する案件については、地主アセットマネジメントに第1優先交渉権がある。日本商業開発にとって、個別では外部へ売却するほうが目先の利益は大きい。しかし我々グループが目指しているのは、「日本の大地主になる」こと。そうなることで結果的にテナントとの関係や情報の集約度がより変わってくる。目先の利益より、将来、目指しているところを優先している。そのためには、地主リートが順調に成長することが大切だし、逆に底地の取得時は何でも日本商業開発から買うということではなく、外部ルートと両輪のスタンスをとっている。

#### 目標リターンは？

西羅氏——4%前後の物件NOI利回りで、LTVが3割、投資家への分配で年4%程度を想定する。まだマーケットを作っていく過程なので、自然体で今のような数字感で多くの投



資家に参加いただきたい。これからは、より多くの中央の機関投資家、年金基金などに入っただけだと期待している。現在81の投資家数も、次の4次募集では100を超えてくるだろうし、大学の資金も入ってくるなど広がりを見せている。まずは底地投資の良さを実感してもらうことを優先しようと考えている。投資家構成は、中央金法の比率が徐々に増え、ここに年金基金の需要が増えてくると、全体のバランスも変わってくる。昨年から大手生保に大口の出資をいただいております、底地特化型の地主リートは生損保の投資姿勢になじむので、さらに増えていくだろう。

#### ポートフォリオ戦略は？

西羅氏——ポイントは20～30年後も他に貸せる、売れる土地であること。人口動向や足元の商圈を見ながら、3大都市圏と福岡が投資エリアの中心となる。今のポートフォリオも東京圏が4割、大阪圏が4割、名古屋等が2割で、テナントはスーパーやドラッグストア、ホームセンターなど生活密着型が中心であり、災害が起これば、行政から緊急支援物資の供給先として指定されるなど、役に立つ拠点にもなっている。具体的には、郊外型の大型商業施設には投資せず、自転車や徒歩で行く近所のスーパーやドラッグストアを想定し、そのほ

#### ●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）。

「投資判断スピードとテナントリレーションに強み  
底地への投資比率は10倍、20倍になる可能性も」

地主アセットマネジメント 西羅弘文社長に聞く



かにスポーツクラブやメモリアルホール、保育園など、街中で社会的に必要な施設であるが、土地は固定資産として持ちたくないニーズがある案件を対象としている。住宅デベ系が底地を保有していると、テナントは再開発で追い出される可能性があるが、底地特化型リートを持っている我々グループは、借地料が金融商品になり、アップサイド狙いではない安定収益を求めているため、テナントにとっても安心感がある。結果的に実績が実績を呼び、テナントからも優先的に情報が入るようになる。

底地を扱う他のプレイヤーとの差別化は？

西羅氏——日本商業開発の目利き力、情報力、テナントとの関係だ。今のテナントがいなくなっても、他に貸せるような土地の目利きが重要。あとは前述のテナントとのリレーションの点でも差がある。リートとして見た時、「底地特化(100%底地)」と「底地比率が高い」では似ても非なるもの。ポートフォリオに建物を保有してしまっているため、災害を想定した時など、投資家は全く別のものとみているだろう。

今後のビジネスの可能性をどこに見る？

西羅氏——上物のバラエティーに広がりが増えてくるだろう。現にホテルの案件が非常に増えており、地主リートも1年後からホテルが増えてくる。また、土地建物のオフバラで土地だけという相談も今後は増えてくるのではないかと。なお、我々は「世界初の底地特化型リート」とうたっているが、2番目はNYSEに上場している。その米国リートSafehold Inc.の経営陣と打ち合わせたが、彼らは金融の切り口から入り、我々は不動産の切り口から入ったが、行き着いた物の考え方が一緒に面白かった。彼らはレジヤ

オフィス、医療機関、倉庫を対象としている。日本にも当然そうしたアセットはあるので、潜在的な底地マーケットはまだあると実感している。米国には約276兆円の潜在的な底地マーケットがあり、日本商業開発もそこに着目し、既に2物件を購入しスタートしている。なお、海外資産は今の地主リートではなく、別の器に組み入れることになるだろう。

当面の成長戦略は？

西羅氏——マーケットを創出し実績を積み上げてきた結果、ようやく投資家、レンダーからきちんとした視点で見てもらえるようになった。一方で、事業用定期借地権における底地のイメージを正しく持ってもらえない投資家もまだいるが、会って説明すれば一気に認識が変わるケースが多い。リート市場における底地への投資比率が3%に満たない中、ここから市場規模が10倍、20倍になっていく可能性がある。足元では投資商品としての認識はまだだだと思っており、だからこそチャンスがある。不動産というと、建物を建てることが常識だろうが、我々は権利が不動産であるだけで、契約に基づいたキャッシュフローを生み出す金融商品を作っている。上場リートの資産規模約18兆円のうち、底地の比率は約2.6%だが、ここから30%まで成長する余地は十分にある。底地は災害に強く、マーケットのボラティリティーに強い。実際、昨年災害が多く発生し、改めて底地の良さ、建物を保有しないこと、色々な意味で管理の手間がない商品であることの良さを投資家もレンダーも再認識しだしており、この流れは変わらないであろう。