

## Interview

# 「底地投資の良さが幅広く伝わり出している 進化を止めない限り先行者利益は得られ続ける」

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

**運用状況について。**

**西羅氏**——当社が運用する「地主リート」は、自然災害とマーケットのボラティリティーに強い。運用を始めて7年目に入るが、この間、多くの災害やコロナ禍を経験した中で、資産としての底地の優位性が証明出来た期間でもあった。当初5年間で運用資産 1000 億円を目指す中で、達成は難しいという声が大半を占めていたが、きちんと目標を達成し安定的なトラックレコードを積み重ねたことが評価につながり、底地に対する理解が深まっていると考えている。

**このほど第6次増資を行った。**

**西羅氏**——期初に資産規模 1500 億円を超えること、新規投資家を 50 社以上招聘することを目標として掲げた。結果として、25 物件・424 億円の取得を行い資産規模は 105 物件・1515 億円となり、新規に 80 を超える投資家に投資いただくことが出来た。また、投資家とはウェブによるミーティングが中心でコロナ禍による環境の変化をうまく利用して、物理的にもマーケティングがしやすかった。われわれが運用する底地は、建物を持たない分、変数がほとんどないので投資家へ説明することが少なく、今後もウェブを活用しながら投資家数を増やしていきたい。

**コロナ禍が長引いている。**

**西羅氏**——底地は、建物を持たずに土地を賃

貸しているだけであり、かつ地主の権利が強い事業用定期借地権を活用しているため、コロナ禍でも賃料の減額や退去はなく、安定性が際立っている。リーマン・ショックで底地に光が当たり、コロナ・ショックによりマーケットでその商品性が再認識された。今後、様々なショックが起きても、この繰り返しなのかもしれない。多くの会社が底地の運用を模索し出しており、Jリートもコロナ後を見据えて底地を積極的に組み入れることを明らかにする銘柄がある。底地マーケットは広がってきている。

現在組成を計画しているある私募リートも、底地比率を3割にしようとし、スポンサーに対して物件の取得意欲を示している。現在、スポンサー案件の優先交渉権は地主リートが持っているが、今まで、そのうち3割強を地主リートの取得対象から除外しており、底地マーケットが広がったので、スポンサーはこの3割強を外部に好条件で売却出来るようになった。地主リートの成長でマーケットを創りつつ、スポンサーも狙い通り成長していける。リーマン・ショック後の10年で底地の市場規模は約18倍になった。このままのペースで底地の市場が成長すれば、10年後には15兆円になることが試算出来るが、そこまで行かなくても、現に、底地の取得事例はかなり増えてきているので、この拡大傾向は変わ

らないのではないかと。

### 運用するリートに対する投資家の評価は？

西羅氏——投資家も様々なリートに投資する中で、地主リートの圧倒的な安定性や差別化された商品性を評価しており、5年で1000億円の当初目標をきちんと達成出来ていること、その間、底地の流動性を示すために地主リートが保有する物件を売却したり、スポンサー側での契約期間終了後のテナントとの再契約や、テナントの入替え実績を示すことで、より安心感につながるなどの当社グループの姿勢も評価いただいているのではないかと。第5次増資時はコロナ禍で、中央の投資家や年金基金は投資を見送っていたが、今回は新たな年金に投資いただいたり、中央の方にも積み増していただいている。加えて、地主リートのわかりやすさから、リートにあまり投資経験のない新聞社、出版社、メーカーなどいわば伝統的な会社、ガス会社などのインフラ系の保守的な会社などからビジネスモデルの本質をご理解いただき、投資につながったケースが多い。底地投資の良さが幅広く伝わり出していると感じる。

### 具体的な成長戦略について。

西羅氏——次の5年で3000億円規模に到達させたい。今後は年間400億円程度ずつ成長し、5000億円、1兆円も視野に入れ日本の大地主を目指す。そのためには、投資家に地主リートへの理解をさらに広めていかなければならない。第6次増資は424億円の物件取得だった。そこにエクイティがどれだけついてくるのかを見たかったのだが、必要額320億円に対し2倍弱の620億円を集めることが出来たので、これは当社メンバーの自信にもつながった。来年はもっと集



まると見ている。

### 底地の取得環境は？

西羅氏——底地投資に対する認知度が高まり、既存底地の入札取引では、投資利回りが2%台、3%台前半に下がっているため、落札することが出来ない。そうした中で、われわれは自らがマーケットを創っており、スポンサーは相対で商品を作るメーカーであるほか、テナントと長年培ったリレーションを活かしたり、住宅デベロッパーと共同で開発したりなど、他社との仕入れの差別化を図っている。また、新しく底地商品を作るだけでなく、コロナで傷んだ業種、業態のテナントが財務体質改善のための底地取引も増えてきているので、唯一の底地特化型リートの特徴を活かして、案件をうまく取り込むことが出来ると考えている。

そのほか、規制強化の流れで多くのパチンコ店が閉店する中で、それらの立地の転用性は高く、スーパーやドラッグストアに姿を変えている。またコロナの影響で、住宅地に近接する飲食店が閉店しているところも多い。こうした時代の流れで使われなくなった施設を底地商品化していく。

また、スポンサーでは土地建物を取得し、底地化するケースもある。意図的に契約残存期間が短くなった定期借地や定期借家の物件を割安で購入し、既存テナントへの建物譲渡による底

### ●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(株)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(株) (現社名、地主(株))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(株)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)。

## 「底地投資の良さが幅広く伝わり出している 進化を止めない限り先行者利益は得られ続ける」

地主アセットマネジメント 西羅弘文社長に聞く



地化や、代替テナントを誘致する取組みを引続き手掛けたい。

### 競争をどう回避している？

西羅氏——約20年間、底地ビジネスを続ける中で、テナントとの関係が築けている。テナントにとっても、実績があるわれわれと組んだ方がいいので、出店を希望するテナントから案件が持ち込まれることが多い。地主リートは、土地を賃貸して運用するだけであり、テナントにとってはアップサイドを狙われず、再開発などで追い出されることもないので、望めば居続けられる安心感があるのだろう。もう1つは住宅デベロッパーとの共同開発。住宅だけでは敷地全部を使いきれないケースで、相乗効果が見込めるスーパーなどをスポンサーと共同開発し底地はわれわれが運用する。以前は、底地は他人の建物が建っているので、権利が棄損され、土地としての価値は正常の半分以下と言われてきた。それでも、われわれが専業でここまで底地ビジネスを進める中でマーケットを創り出し、優先的に案件が持ち込まれる関係が構築出来た。

### 1物件当たりの投資の規模感は？

西羅氏——土地の面積で言うと、小さい方を好む。1万坪より1000坪の方が何かあった時に、他のテナントを探すにせよ売却するにせよ対応しやすい。金額については、上限も下限も設けていない。オフィスビルなどの底地を取り組むようになってくると、グロスの金額はおのずと大きくなっていく。スポンサーは2022年1月10日に日本商業開発から地主へ商号変更したが、商業施設の底地だけではなく、まさに事業用定期借地権が設定される上物用途であれば、業種業態に全くこだわらない。土地の転用性に重きを置いている

だけなので、底地のマーケットが創れたこのタイミングで次の20年の成長に向けてスポンサーも社名を変更し、さらにアクセルを踏んでいく。

### リスク要因は何か。

西羅氏——金利の上昇、固都税の上昇、契約満了時の対応の3つだ。変動要因が少ない底地で変動するのは、金利と固都税だけなので、ヘッジしていく。金利については、固定を前提に借り入れることと、契約の長期化を図り、地主リートでも10年ローンが引けており、足元では平均7.7年。固都税については、テナントの賃料を固都税と連動させ、NOIに影響が出ないように対応している。定期借地権で20年、30年の契約をすると、契約満了時に契約が途切れるというイメージを持たれやすい。そのため人口動向や足元商圈、道路付け、周辺環境を検証し、将来にわたり転用可能な、既存テナントとの再契約やテナントが入替え出来る土地に投資することを、投資基準の真ん中に置いている。これまで約20年間において、借地料の減額やテナント退去の事例は1件もなく、再契約やテナント入れ替えの取組み事例も今までに11件と、積み上げられつつある。

### 今後をどう見通す？

西羅氏——底地はようやくマーケットに認知されたカテゴリーなので、まだまだ成長、拡大する余地はある。コロナ禍で物流施設以外の投資対象が厳しい環境にさらされている中で、全く影響を受けていないのが底地であり、皆が注目している。われわれがマーケットを創ってきたからこそ、自らが進化を止めない限り、先行者利益は得られ続けるだろう。今後は、個人投資家が投資出来るようにするなど、様々なスキームの検討を進めたい。