

# 「コロナ禍を経て底地の安定性が再認識された投資家のリートに対する投資意欲は依然高い」

地主アセットマネジメント 辻林幸次代表取締役社長に聞く



## 辻林 幸次

国内唯一の底地特化型の私募リート「地主プライベートリート投資法人」を運用する地主アセットマネジメント。定期借地権を活用した独自の投資手法が評価され、中央金法や年金などからの注目も高まっている。運用開始後、7年連続して増資を実施し、確実に資産規模を拡大している。今年6月には日本格付研究所(JCR)から格付向上(「A」(ポジティブ)→「A+」(安定的))との公表がされるなど、新たなステージに入った同社の辻林幸次社長に戦略を聞いた。

運用状況について。

辻林氏——地主プライベートリート投資法人(以下、地主リート)は2017年に9物件・146億円(取得時鑑定ベース、以下同じ)で運用を開始。今年1月に運用開始以後7年連続となる第7次増資を実施。資産規模は1800億円まで成長している。運用開始時は、私募リート全体でマーケット規模が約2兆円だったが、その後6年で約5兆円とマーケット自体が約2.5倍に成長する中で、地主リートは約12倍とマーケットを上回るペースで順調に成長を遂げている。また、私募リート46銘柄(2023年3月末時点)のうち、物件数は129物件と最も多く、分散によるポートフォリオ収益の安定化が進んでいる。昨年3月に前社長がスポンサーである地主(株)の社長に就任し、私が地主AMの社長に就任したが、従前からの運用方針に変更はない。投資主価値の最大化を目的に、収益の確保、中長期にわたる運用資産の着実な成長を目指す。

運用開始後5年で1000億円の目標を有言実行で達成し、その後コロナ禍においても第6次・第7次増資を予定通り実施して、順調に成長したことで、新たなステージに入った。現在の中期目標であり、スポンサーも中期経営計画で2026年12月期の達成を掲げる資産規模3000億円はあくまで通過点。その後も継続した規模拡大によるポートフォリオの分散を進め、地主リートのさらなる長期安定化を進

めたい。

第7次増資について。

辻林氏——今年1月に実施した第7次増資では、約190億円のエクイティ募集を行い、事業法人や地域金融機関等に加えて、中央金法、年金による新規投資が従前以上に増加した結果、1000億円を上回る申し込みがあり、大幅な超過需要となった。これまで、中央金法と年金による投資割合は計30%に満たなかったが、第7次増資だけを見ると、60%超を占める結果となった。理由は3点あり、1つ目は底地のキャッシュフローや時価(鑑定評価額)の長期安定性に対する評価がさらに高まったこと、2つ目は底地が投資商品としてマーケットに浸透し、底地の投資マーケットが拡大したこと、3つ目は地主リートが安定したトラックレコードを生み出し続けていること。今まで底地の特性がわからず様子見していた投資家を含め、計52社が新規に投資した。その結果、250社超の投資家に参加いただいている。

テナントの業種は?

辻林氏——テナントの建物用途に関しては、約9割が生活密着型等の施設であり、当該業種はJINUSHI ビジネスの転用性の高い土地に積極的に出店するため、当面は中心になる。ただし、今年2月に運用ガイドラインを改定し、生活密着型等の事業用建物の底地だけでなく、一部、居住用建物の底地も組み入れられるようにした。居住用建物とは、



現時点では高齢者ヘルスケア施設を主に想定している。居住用建物の底地も投資対象に加えることで、テナントやその業種の分散、エンド顧客の長期安定的な需要が期待できるテナントの組入れによりポートフォリオの拡充を図る。また、従来中心の生活密着型等の業種に止まらない底地の取得機会の増加により、さらなる成長が期待できる。さらに、ヘルスケア施設の底地への投資を通じて、高齢者介護問題や地域医療ネットワークの構築といった社会問題に取り組むことにより、地主グループのESG方針に沿った持続可能な社会の実現に貢献する。

もともとテナント業種は生活密着型にこだわってきたわけではなく、あくまで地域社会と日常生活に欠かせない業種であることが1番の要件と考えてきた。2022年1月のスポンサーの社名変更を機に、社会インフラとしての機能や役割が期待されるテナント業種にも拡大していきたいと考えている。

#### 底地投資の優位性は何か。

辻林氏——そもそも、JINUSHI ビジネスの特長は、建物を保有しないことによる不動産投資リスクの極小化が1番のポイントと考えている。テナントとして契約を締結すれば、自然災害、パンデミック、景気や市況の動向に左右されず、安定したキャッシュフローが期待でき、立地をしっかりと選別していればテナント退去時の転用性も高い。なお、リーマン・ショック、コロナ禍を経ても、地主グループ創業以来の20数年間、未だにテナントの退去は発生していない。リーマン・ショックで底地の安定性に光が当たり、コロナ禍を経たことで改めてその安定性が認識された。

昨年物価上昇のニュースが出てくる中で、短期契約を中心とするオフィスビルなど、コストの上昇に応じて機動的に賃料を増額できると言われる、い

わゆるインフレヘッジ性のあるアセットタイプと比べると、底地投資は長期安定している分、インフレヘッジにはならないのではないかと質問を受ける。確かに、運用資産が長期契約の固定賃料の底地のみなので、地主リートはデフレヘッジ性が極めて強いことが特徴である一方、インフレヘッジ性があまり強くないことは否めない。ただ、昨年来、電気、ガス料金などの燃料価格が上昇した結果、オフィスビルを中心とした建物付き不動産等に投資しているJリートでは、光熱費等のコストが増加している。一方、底地は建物を一切保有しないので、光熱費の負担自体がない(つまり物価上昇にかかわるインフレヘッジをする必要もない)。

また、昨年来の物価上昇は購買意欲が向上するダイヤモンドプルなインフレというより、エネルギー価格の上昇によるコストプッシュなインフレで、景況感自体が向上しているわけではないと考えている。賃料動向は需給等に影響されるので一概には言えないものの、インフレヘッジの代表的なアセットタイプである、東京中心部のオフィス賃料に関しては、足元のインフレ下においても賃料が上昇するどころか、やや低下傾向にある。つまり、インフレヘッジが期待されているアセットタイプにおいて、実際にはインフレヘッジ性が機能していないと認識しており、インフレヘッジ性の点で底地投資が劣後しているわけではない。一方、底地の賃料は変わらず長期安定

#### ●プロフィール

1999年3月 大阪大学基礎工学部卒業。1999年4月 株式会社野村総合研究所入社、2000年4月 野村証券株式会社入社、2006年1月 マーチアント・キャピタル株式会社入社、2012年1月 GLプロパティーズ株式会社(現日本GLP株式会社)入社、2019年1月 日本商業開発株式会社(現地主株式会社)入社、当社出向 投資運用部副部長、2021年2月 財務企画部長、2022年2月 取締役兼財務企画部長、2022年3月 代表取締役社長(現任)、地主プライベートリート投資法人 執行役員(現任)、地主株式会社 投資運用本部長(現任)。

## 「コロナ禍を経て底地の安定性が再認識された投資家のリートに対する投資意欲は依然高い」

地主アセットマネジメント 辻林幸次代表取締役社長に聞く



的に推移していること、光熱費をはじめとする物価上昇の影響が一切ないことを踏まえれば、現在のインフレ下においてはむしろ底地の優位性が確認できると考えている。

## 他社との競合状況は？

辻林氏——地主グループとしては、意図的に底地マーケットを築いてきたが、その結果、他のJリートや私募リート、保険会社等の機関投資家、事業会社、富裕層等、底地に積極的に投資する投資家が増えており、底地マーケットの拡大に伴い、賃料が発生している既存底地は取得競争が激しくなっている。その中でも地主リートは、国内唯一の底地専門の会社である地主(株)をスポンサーにしていることによって、相対取引中心に安定的に底地を取得できている。

また、地主リートが運用開始した2017年と比べると、底地マーケットが大きく成長し底地の評価が高まった。地主リートが今後も成長し続けるためには、今までより価格面で強気に評価する必要のある場面も当然ある。

年末年始と比べるとかなり安定したが、今後一定の金利上昇も想定される。しかし、地主リートはすでに1800億円という強固なポートフォリオを構築しており、そうした影響は軽微であり、投資家からの理解も十分に得られると考えている。

来年1月に第8次増資を予定しており、約400億円程度の底地を追加取得できそうだ。資産規模も2000億円を超えてくる。先ほど、建物用途の拡大を紹介したが、第8次増資では、ヘルスケア施設の底地や、飲食店の底地も新たなテナント業種として加わる見込みだ。金利上昇リスクや海外での金融不安等、環境の変化はあるものの、証券会社からは投資家の地主リートに対する投資意欲は依然高

いと聞いている。第8次増資では、年金等からの投資もさらに増えるのではないかと。

## 出口戦略について。

辻林氏——基本的に長期保有の方針に変わりはない。定借の満了時期が一番集中する2041年でも賃料ベースで約12%と分散が効いており、今後毎年取得することでさらに分散されていく。ただ、物件の状況に応じては譲渡や入替も考えており、一昨年には4物件を譲渡した。あえて底地の流動性を示したもので、地方立地の案件でももちろんわれわれが購入した価格以上で譲渡できている。昨年も2物件を譲渡(1物件を入替取得)し、今年も1物件を譲渡(1物件の入替取得)した。底地マーケットが拡大する中で、相場よりも相当に高い価格水準での購入希望があったため、譲渡を実施した。

## 今後のリスク要因は何？

辻林氏——2つあり、1つ目は固都税の上昇。賃料が長期安定している反面、営業費用の変動要素は固都税しかないため、ここが上がるとNOIが悪化する。ただし、テナントとは、固都税が上下したらその分賃料を変動させる内容の契約を締結する取組みを行っている。テナントとは固定賃料というより、固定NOIの契約を実質的に結んでいることになり、一定のリスクヘッジができています。2つ目は金利の上昇。これはわれわれに限らないが、既存借入は全て長期固定金利で、満期も分散させているため、一定のリスクヘッジはできています。金利が多少上がることによってリファイナンスや新規借入時に金利上昇の影響は受けるものの、すでに運用資産規模が1800億円あること、またLTVを30%程度の水準でコントロールすることによって、全体に対する影響は少なく済む。地主リートを成長させてきたことが大きなアドバンテージになっていると考えている。