

# 底地に特化した国内唯一の私募REIT 「地主」として長期に安定収益を還元 ～地主プライベートリート投資法人～

## 地主アセットマネジメント

“金利のある世界”に突入し、運用対象の選択眼が年金投資家に求められている。それはインフレの影響で関心を集める不動産投資においても同様だ。建物を建てず所有もしない、底地に特化した国内唯一の私募REIT「地主プライベートリート投資法人」は、年金からの採用が相次いでいるという。高評価の背景を追った。  
(R&I情報企画グループ)

地主アセットマネジメント  
代表取締役社長

松波 克洋氏



### 低リスク・低ボラティリティ 運用開始以来稼働率100%

「地主プライベートリート投資法人」(以下、「地主リート」)は、2017年の運用開始から9年連続で増資を続け、2025年に2,576億円の資産規模に達した。格付はAA-(JCR)を取得。金融機関や事業法人に加え、年金からの投資も相次ぐ。2024年1月の新規募集時には5年金、2025年1月には4年金が採用を決め、計25もの年金が投資商品として活用している。

**私募REITとしては最多の188物件**(2025年1月9日現在)にまで運用物件数は拡大した。「**稼働率は運用開始以来8年超にわたり100%を維持しており、賃料の安定性とリスク分散は大きな強みです**」と、運用を担う地主アセットマネジメントの代表取締役社長である松波克洋氏は力を込める。

「地主リート」は100%底地で運用する国内唯一の私募REITだ。20～50年程度の定期借地権設定契約をテナントと締結し、賃料を投資家に還元してきた。平均残存契約期間も約22年と、2年程度が一般的なオフィスや住居の契約期間と比べ圧倒的に長い。

契約終了時には建物を解体し更地にすることがテナントに求められるため、テナントの粘着性は高く、**運用開始以来、テナントが退去したケースは1件もない**。仮に退去した場合でも、転用性を重視して投資対象の土地を選定していることや、経年劣化等により資産価値の低下リスクのある建物が残らない更地で返還されることから、代替テナント誘致や開発素地としての譲渡も容易だ。「**建物を保有していないため、自然災害の影響をほぼ受けません**。運用上のコストの大部分は固定資産税や都市計画税を納めることですが、税額が上昇した際には賃料に転嫁できる契約が賃料ベースで6割超を占めており、しっかりヘッジができています」(松波氏)。

建物に係るリスクを排除し、低リスクで低ボラティリティの運用を心がけるコンセプトは明快だ。**直近決算期である2024年12月期の実績分配金利回りは、投資家の取得時の基準価額によって年率4.1%～4.4%程度**。半面、インフレが恒常化すれば、底地だけでは賃料の上昇機会を得にくいと思われがちだ。「建物の賃料が上がっても、水道光熱費や修繕費、人件費といった建物の運営費も高騰しており、

マイナスの影響も大きい」といった声が聞かれます。**地主リートはそれらの建物関連コストがないため、収支で見れば他のREITとの差異は広がっていないと考えています**。地主リートにおいても賃料水準には契約時からの数十年分のギャップ(上昇余地)があり、再契約又は代替テナント誘致時にインフレを後追いつるかたちで賃料をアップすることは可能だと考えていますし、少なくとも新規物件は足元のインフレを反映した賃料を実現できています」(松波氏)。

### 建物は持たず土地のみに投資 不動産投資リスクの大部分を排除

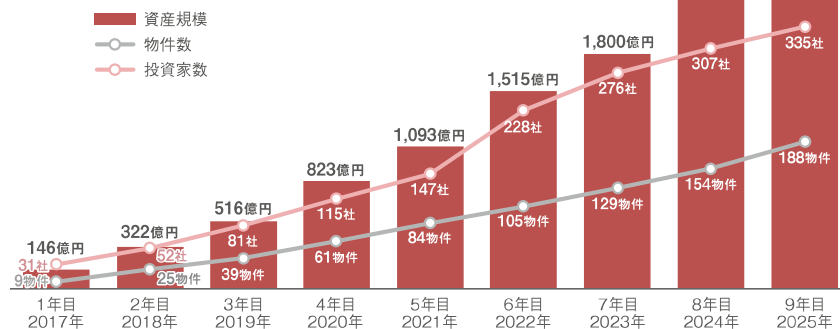
スポンサーである地主株式会社は、その名の通り「地主」を社業と位置付けている。土地を買い、土地を貸す。貸している土地を売る。そして投資家の資金を運用するといった一連を「JINUSHI ビジネス」と定義する。2000年の創業以来、累計428案件、約5,314億円(2024年12月末時点)の物件取扱実績がある。「地主リート」はスポンサーの譲渡物件の全てに対して優先交渉権を持つため、厳選投資が叶い、ポートフォリオの質を維持向上しやすい。

「なぜ、土地のみに投資する『地主』にこだわるのか。地主株式会社のルーツは創業メンバーが在籍していた大手商社グループの不動産会社にあり、そこでの苦い経験に端を発しています。当時、大型ショッピングセンターのテナントが経営不振に陥り、後継テナントの誘致のため建物改装への投資や賃料減額を余儀なくされました。その経験を踏まえ、建物付きの大規模物件に集中投資するよりも土地のみの多数の中規模物件に分散させる方がビジネスは安定するという考えに至ったものです。元々強みとするスーパーやホームセンターといった生活必需品を扱う小売業との関係が深いのに加え、資本効率を意識した経営が求められる昨今、出店に係る初期投資を抑えたいテナントから持ち込まれる投資案件も非常に多く、スピーディーな意思決定ができる状態を整えています」(松波氏)。

2022年にスポンサーの社名が変更され、それを契機にテナントの業種の多様化や事業エリアの拡大が進む。ホスピスや老人ホーム、メモリアルホールなど高齢化社会において社会インフラを担うテナントも加わり、「地主リート」のポートフォリオは分散がますます効いている。

全国的に土地価格が上昇し、取得を巡る競争は激しさを増している。「スポンサーは国内唯一の底地専門会社としての25年間の実績を背景に、テナントや住宅デベロッパーとの強固なレレーションを構築しているため、物件仕入は堅調に推移してきました。また物

## ■資産規模の推移



件の8割は、市況にさらされる入札ではなく、相対取引で取得したものであり、今後もスポンサーと連携しながら資産成長を図っています。不動産鑑定評価に基づく保有物件の含み益は増えてきており、外部より売却を打診されることもあります。運用から10年を経過する2028年以降は物件の売却益に対する税制の特例が適用されるため、リスク分散を考慮しながら機動的な運用ができる余地は高まっています」(松波氏)。

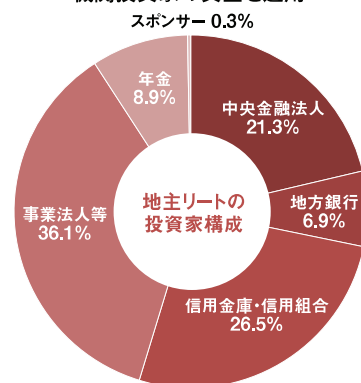
## ■私募REITでは最低水準の有利子負債割合

借入を基本とした不動産運用は、金利上昇に伴うリスクが付きまとう。「借入金金は全て金利の固定化が済んでいます。返済期限も分散しており影響は限定的に抑えられる見込みです。オルタナティブ商品全般に投資家の期待利回りが上昇していることは認識しています。地主リートの有利子負債割合(LTV)は30.1%と私募REIT

## ■「地主リート」の投資家構成

(2025年1月9日時点)

長期安定の商品特性を評価する機関投資家の資金を運用



全58銘柄中最低水準(2025年1月9日現在)で、借入余力の活用余地は相応にあります」と松波氏は説明する。

他の不動産投資商品とは性格が異なる「地主リート」は、分散効果が期待できることから投資家にとって採用を検討しやすい特色を持つ。実際、採用した年金でも、総合型の私募REITと合わせて運用したり、単独で運用したりと活用はさまざま。私募REIT投資のスタンダードの1つとして、今後の成長が注目される。

**地主** 地主プライベートリート投資法人  
JINUSHI Private REIT, Inc.

**地主** 地主アセットマネジメント株式会社  
JINUSHI Asset Management Co., Ltd.

### ■お問い合わせ

地主アセットマネジメント株式会社 TEL 03-6895-7730

金融商品取引業(投資運用業)登録 関東財務局長(金商)第2951号  
加入協会 一般社団法人投資信託協会 正会員 一般社団法人不動産証券化協会 準会員

●本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の商品の取得勧誘を目的としたものではありません。●本資料で提供している情報は、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律その他関連法令、関係諸規則に基づく開示書類又は報告書ではありません。●本資料の内容については、将来の予測に関する記述が含まれていますが、こうした記述は、本資料の作成日において入手可能な情報に基づいてなされた本投資法人および本資産運用会社の判断に基づいて行ったものです。将来の本投資法人の業績、経営結果、財務内容等を保証するものではありません。また、本資料の内容に関しては、その正確性及び確実性を保証するものではありません。なお、予告なしにその内容が変更又は廃止される場合がありますので、予めご了承下さい。●本投資法人は、価格変動を伴う不動産およびその関連資産に投資を行うため、経済情勢、金利情勢、投資口に対する需給状況、不動産市況、運用する不動産の価格や賃料収入の変動、災害等により、投資口の市場価格が下落又は分配金の額が減少することで、本投資証券を取得した価格以上の価格で売却できない可能性があり、その結果、投資主が損失を被る場合があります。●なお、事前の承諾なしに、本資料に掲載されている内容の複製・転用等を行うことを禁止いたします。●本資料作成時点で、私募投資法人の投資証券について取得の申込みの勧誘(私募)は行われておらず、また、取得の申込みの勧誘が今後行われることを確約するものではありません。今後、取得の申込みの勧誘(私募)が行われる場合には、当該勧誘は、金融商品取引法の適格機関投資家である者のみを相手方として行われることを予定しています。なお、本投資法人の投資証券の譲渡においては一定の制限が設けられる予定であり、当該投資証券について、取引のための公開市場は予定されていません。