

プレゼンテーションⅠ

あらゆる環境変化に強いJINUSHIビジネス
「地主」として長期に安定収益を還元

地主アセットマネジメント 代表取締役社長 松波克洋氏

私からは、地主グループが展開する不動産投資手法である「JINUSHIビジネス」の概要と、そのビジネスから生じる利益を投資家に還元する仕組みとして、私たちが運用している国内唯一の底地特化型私募リート「地主プライベートリート投資法人（地主リート）」について紹介する。

JINUSHIビジネスの概要と強み

一般的な不動産投資商品は、土地と建物を一体として投資対象にするのに対し、「JINUSHIビジネス」では土地のみに投資する。建物への投資は行わず、投資した土地においてテナントと20～50年程度の定期借地権設定契約を締結する。テナント側は、その借地上に建物を建てて店舗・施設を運営し、長期にわたり借地料を支払うことになる。一方、地主側が支払う費用は土地の固定資産税・都市計画税（固都税）のみとなる。このシンプルなビジネスモデルを、私たちはJINUSHIビジネスと呼んでいる（図表1）。

JINUSHIビジネスの強みは3つある。1点目は、建物を保有しないことで、経年劣化リスクを負わず、追加投資が不要であること。2点目は、20～



2005年住友信託銀行入社。その後、野村不動産、三菱商事・ユービーエス・リアルティにて不動産投資業務に従事。2019年に日本商業開発（現・地主）入社、地主アセットマネジメントに出向し、2025年2月より現職。

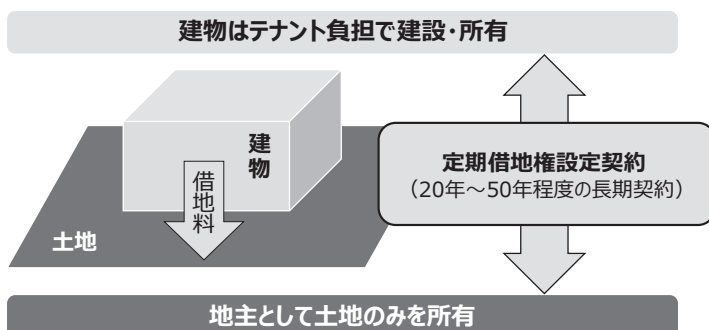
50年程度の長期契約であることに加え、契約終了時にはテナントが建物を解体して更地で返還する義務を負うため、退去のハードルが高く、長期にわたり安定収益が見込めること。そして3点目は、契約終了時に流動性の高い更地として返還されるため、土地の転用性が維持され、資産価値が下がりにくいことだ。

このように、建物を所有せず底地への投資に特化することで、不動産投資におけるリスクの大部分を排除し、非常に安定したビジネスモデルになっている点が大きな強みとなる。

土地取得では転用性を最重視

次に、JINUSHIビジネスに取り組む上で、私たちが重視するポイントを幾つか紹介する。まず、20～50年という長期契約を

図表1



プレゼンテーション I

結ぶことに加え、原則10年以上の中途解約不可期間を設定し、中途解約リスクを低減している。また、契約期間中はテナントからの賃料減額など借地料改定の申し入れを原則不可としている。加えて、土地の一切の管理はテナントの負担とすることにより、安定したキャッシュフローを享受することが可能となると考えている（図表2）。

ただし、不動産投資には、テナントの信用力の悪化リスクが存在する。そこで私たちが最も重視するのは、契約終了後の土地流動性の確保だ。土地を取得する際には、人口動向や足元商圈、道路付けなど周辺環境を検証し、将来にわたり転用可能な土地に厳選して投資するようにしている。万が一、既存テナントとの契約が途中で終了したり、契約満了時に再契約が行われなかったりした場合でも、代替テナント誘致や売却など、出口シナリオとして他の選択肢が取れるようにするためだ。

スポンサー創業以来、25年累計で443案件、約5534億円の「JINUSHIビジネス」取り扱い実績がある。リーマンショックや東日本大震災、コロナ禍などを経ても、JINUSHIビジネスは極めて安定している。地主リート保有物件では、過去にテナン

トの退去は1件も発生していない。2017年の運用開始以来、8年連続で稼働率100%を維持している。

災害・インフレ・金利上昇への対応

不動産投資には自然災害リスクがあるが、JINUSHIビジネスでは建物を一切保有しないため、自然災害リスクにも強いのが特徴だ。

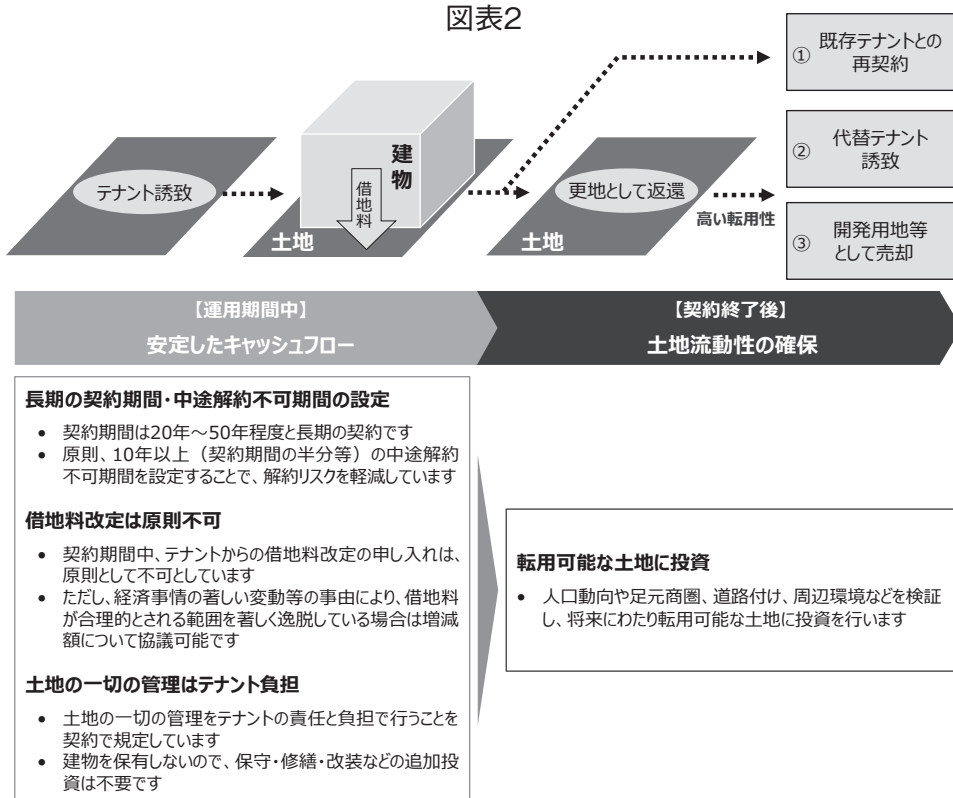
災害時に被害を受けやすいのは、主に建物であり、土地に影響が及ぶケースは極めてまれだと言える。物件取得時には、投資対象の土地のハザードマップも十分に検証した上で取得しており、地主リート保有物件では2017年の運用開始以来、運用に影響を及ぼす被害などは過去1件も発生していない。

昨今のインフレや金利上昇の環境下では、長期固定賃料に基づくJINUSHIビジネスについては「耐性が低く、収益が悪化するリスクがあるのでは」という指摘がある。本来、景気悪化局面において収益の下方硬直性が極めて強いのが、底地投資の長期固定賃料を軸とするJINUSHIビジネスの最大の特徴である。不確実性が増大するマーケ

ット環境下で、足元のインフレの取り込みによるアップサイド狙いに偏らないことは、投資ポートフォリオの分散による長期安定収益の確保に寄与すると考えている。

加えて、JINUSHIビジネスは決してインフレに弱いわけではない。収益面では、新規物件の継続的な組み入れや、既存保有物件の契約満了のタイミングにおいて、インフレにより上昇する相場賃料水準を取り込むことが可能だ。費用面でも、

図表2



プレゼンテーションⅠ

建物を保有しないため、インフレによる建物保有コスト上昇の影響を一切受けない。唯一の費用である土地の固都税の上昇リスクについては、増税分を賃料に反映する条項を導入することで、テナントに転嫁するようにしている。

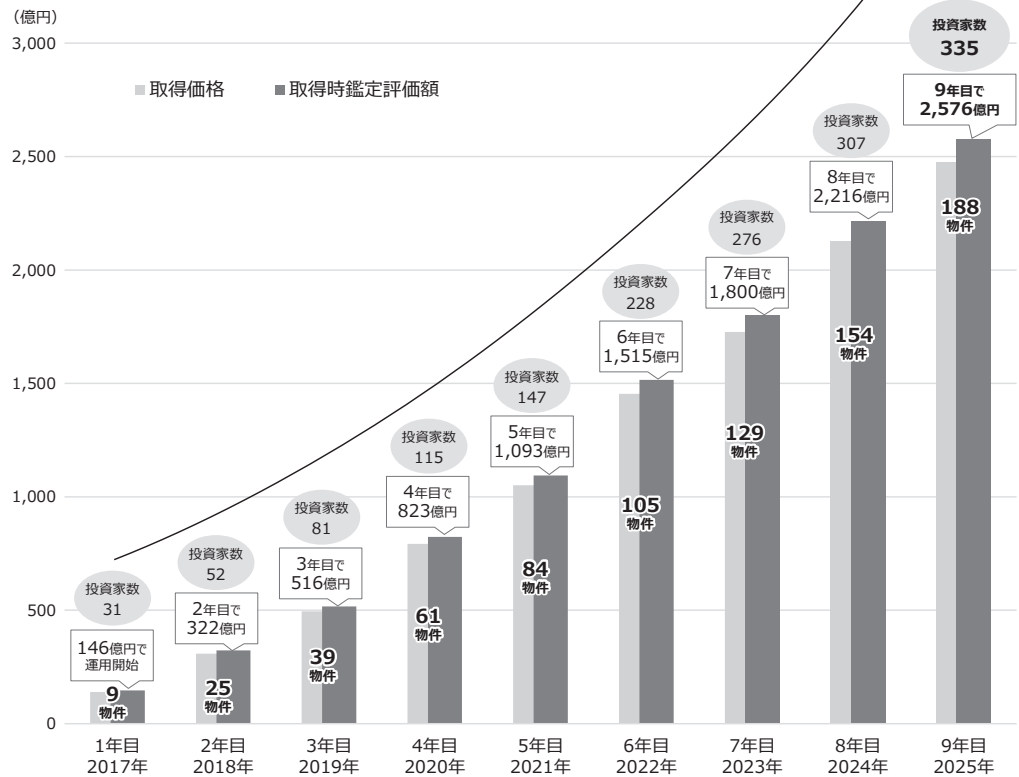
金利上昇については、JINUSHIビジネスに限らず全ての不動産・金融商品に影響するリスクだ。地主リートにおいては既存借入れを全て金利固定化済みで、返済期限を分散させている。そのため、短期的には借入コストの上昇はない。総資産に占める有利子負債の割合を示すLTV（ローン・トゥ・バリュー）も低水準で、金利上昇の影響は相対的に小さいと考えている。

私募リートとの親和性

JINUSHIビジネスから生じる安定した借地料を投資家に還元するための仕組みとして、私たちは2017年に、私募リート（地主リート）の運用を開始した。私募リートは非上場であり、証券市場の影響を排除できるため、基準価額のボラティリティを抑えられ、JINUSHIビジネスから生じる安定したキャッシュフローとの親和性が高いと考えている。

トラックレコードを見ると、運用開始以来、基準価額は一度も下落することなく緩やかな上昇を継続している。2024年12月期の決算期末で1093万円まで上昇した。年平均成長率は1.12%。また、年率4%程度の分配金利回りを継続して還元している。先述のLTVについても30%程度の水準を維

図表3 資産規模の推移



持している。私募リートの平均LTV（42～43%程度）と比較しても、財務レバレッジを抑えた保守的な財務内容でありながら、分配金利回りは他の銘柄と同水準を維持している地主リートの強みが見て取れる。

加えて、LTVが低いことは借入れ余力の大きさをも意味している。将来的にLTVを引き上げて財務レバレッジを利かせることで、分配金水準の維持・向上を図る余力がある点も強みだと考えている。

資産規模の推移を振り返ると、2017年に9物件、146億円で運用を開始し、投資家の支援とスポンサーのサポートを活用し、以来、毎年1月に増資とともに新規物件を継続的に組み入れている。資産規模の拡大に伴い、保有物件のポートフォリオ分散が着実に進み、キャッシュフローの安定性が一段と向上していると考えている。直近では2025年1月の9回目の増資で物件を取得し、足元の資産規模は188物件、2576億円（取得時鑑定評価額ベース）まで成長した（図表3）。

プレゼンテーション I

地域・業種・テナント・契約満了時期は幅広く分散

次に、地主リートのポートフォリオの概要を紹介する。地域分散の面では、転用性の観点から商圏人口の多いエリアを志向しつつ、東京一極集中のリスクも考慮し、東京圏、大阪圏、名古屋圏の三大都市圏にバランス良く投資している。その他エリアでは、札幌や福岡、仙台などの政令指定都市や中核市にも投資している。

建物用途分散（テナント業種分散）については、現時点で18業種、特にスーパーやホームセンター、ドラッグストアといった生活密着型の小売業が上位を占める。私たちが、転用性が高いと判断した土地と、これらの業種の出店戦略との親和性が高いため、結果的に割合が高くなっている。近年は、スポンサーが「日本商業開発株式会社」から「地主株式会社」に社名変更したことを契機に、テナント業種のさらなる多様化を推進している。例えば、超高齢化社会で長期安定需要が期待できるヘルスケアやメモリアルホールなどの社会インフラ施設の底地の増加が、最近の特徴として挙げられる。

テナントの借地契約満了時期も分散されている。2032年以降、毎年、既存テナントの契約満了時期が到来し、このタイミングで再契約や代替テナント誘致により、既存契約を結んだ20～50年前と現在の間の賃料水準とのギャップが解消され、インフレによる賃料引き上げを通じた内部成長機会が到来することになる。

年金投資家による投資状況

現在の投資家構成を見ると、直近の2025年1月に実施した9回目の増資により、新たに4つの年金投資家から投資を受け、累計で25の年金投資家から投資を受けている。ただ、年金投資家の割合は8.9%で、他の業種と比べるとまだ低い状況だ。

長期安定運用を志向する投資家にとって、底地から生じる長期安定的な賃料収入を分配する地主リートの商品性は親和性が高く、潜在的な需要は今後も大きいと考えている。

地主リートの格付（日本格付研究所）は、今年5月、A+からAA-に引き上げられた。8年16期の安定した運用実績や、スポンサーからの安定的な物件供給による継続的な資産規模の成長の結果として、ポートフォリオの分散やキャッシュフローの安定性が一段と向上しているところが評価された。

地主リートの特徴を10の強みとしてまとめる（図表4）。アセットの観点では、不動産投資のリスクの大部分を占める建物には投資しない、国内唯一の底地特化型リートとして、定期借地権設定契約に基づき長期にわたり安定的なキャッシュフローを生み出すことが可能だ。私募リート業界最多水準の物件数であり、突出したリスク分散が図られている。デットの観点では、国内の私募・上場を含むリート業界で最も低い水準のLTV水準を維持し、高い財務安定性と借り入れ余力を有している。エクイティの観点では、運用開始以来、9年連続で増資を継続しており、昨今のインフレ、金利上昇、市場ボラティリティーの拡大といった環境下でも投資家からの堅調な投資需要を背景に、安定した資金調達を実現し、成長を継続している。

不確実性が増大する現在のマーケット環境下でも、ボラティリティーが小さく、かつ長期にわたり安定的な収益が期待できる地主リートは、安定した運用を志向する投資家にとって、非常に魅力的な商品だと考えている。

<質疑応答>

——昨今のインフレや金利上昇下において、長期間にわたり賃料を固定してしまうと、機動的な賃料引き上げができないため、収支が悪化するリスクがあると思うが、その点はどう考えるか。

「オフィスや住宅のように契約期間が2～5年程度のアセットタイプと比較して、JINUSHIビジネスの長期固定賃料は、アップサイドがなくインフレに弱いのではないかといった質問を受けることがある。しかし、アップサイドがないのかというと、全くそんなことはない。インフレ下で上昇する相場賃料を反映した賃料水準の新規案件を継続的に取得することでアップサイドを取り込むことは可能だ。また、既存の保有物件については、2032

プレゼンテーションⅠ

図表4 地主リート「10の強み」

他の私募REITと明確に差別化された特徴と強みを持つ、唯一無二のREIT

地主リート	
Asset	Debt
① 運用開始来16期連続稼働率100% 圧倒的な賃料安定性 ● 運用開始来16期連続で稼働率100%、テナント退去ゼロ ● 平均残存契約期間約22年、平均残存中途解約不可期間約11年 ● 賃料安定性が魅力の長期運用に適したポートフォリオ	⑥ REIT業界最低水準のLTV ● LTV30.2%（第9次募集後時点） ● 国内REIT業界（私募・上場問わず）において最低水準のLTV、強固な財務安定性 ● 借入余力を活用した分配金水準の維持・向上の余力あり
② 全物件において定期借地権設定契約を締結 ● 賃貸借契約終了後、テナントは土地の更地返還義務あり ● ポートフォリオ全体では、簿価<鑑定評価額<更地価格となっており、長期運用によるバリューアップ余地あり	⑦ 既存借入は100%金利固定化済 ● 借入金は全て金利固定化済、短期的には金利上昇リスクなし ● 変動金利借入の導入による金利コスト低減の余力もあり
③ インフレ・自然災害に耐性あり 建物非保有の優位性 ● 国内で唯一、土地のみに投資し建物を保有しないREITであるため、インフレ下で上昇している建物関連費用（修繕費、光熱費、管理費等）自体なし ● 地震・台風に加え、昨今の異常気象により頻発する豪雨等の自然災害による建物毀損リスクもなし	⑧ 3メガ・DBJ中心の盤石なバンクフォーメーション ● メインバンクの三井住友銀行をはじめ、みずほ銀行、日本政策投資銀行、三菱UFJ銀行等を中心とした全19金融機関による盤石なバンクフォーメーション
④ 突出したリスク分散 ● 保有物件数188物件、私募リート業界最多水準 ● テナント数73社、運用開始時の7社から大幅増加	Equity
⑤ スポンサーの仕入拡大による資産規模の安定成長 ● 国内唯一の底地専業としての25年超の実績に基づく、地主グループの圧倒的な底地物件のソーシング力とテナントリレーション ● スポンサーサポート契約に基づき、スポンサーの譲渡物件は全て地主リートに優先検討権あり ● 9年連続の増資・新規物件取得により、資産規模257,680百万円¹に到達	⑨ 運用開始来9年連続の増資実施による継続的な成長 ● 金利上昇、マーケットボラティリティ拡大、競合激化の環境下で、前回第9次募集（2025年1月クローズ）においては約247億円の増資を実施
	⑩ 基準価額の安定的な成長 ● 運用開始時10,000,000円/口から第16期末10,932,190円/口へ上昇（16期連続上昇、年平均成長率1.12%）

（注）1. 2025年1月9日時点で保有する188物件の取得時鑑定評価額の合計値を記載しています

年以降に順次契約満了を迎えるので、既存テナントとの再契約または代替テナントの誘致により、相場賃料水準への引き上げによる賃料ギャップを解消することで内部成長の機会が到来すると見ている」

——地主リートは運用開始以来、毎年1回の増資と物件取得を継続しているが、不動産マーケットの過熱感が続く中で、今後もこのペースで成長できるのか。また、取得物件はスポンサーである地主株式会社から今後も提供される見通しか。

「地主リートは運用開始以降、毎年増資を行い、着実に成長している。スポンサーの地主株式会社が譲渡する物件は、原則全案件について地主リートが優先交渉権を保有している。スポンサーは、2022年1月の社名変更を契機に、昨年は過去最高の600億円の物件取得ができた。今年は700億円以上の取得を目標としている（注：2025年1～7月の仕入れ実績（契約ベース）で既に前倒しで達成済み）」

——安定したトラックレコードの一方で、ビジネスモデルがシンプルであり、他社の競合が出てきてもおかしくないと感じる。JINUSHIビジネスのような底地特化型の不動産投資商品を、今後、他社もまねをして参入し、競合するようなことはないか。

「地主グループは2000年の創業以来、25年間、国内唯一の底地専業会社として投資実績を積み上げてきた。そのため底地案件のソーシングルートは既に確立されており、取得物件の約8割は相対取引で、中でも、テナントからの持ち込みが一番多い。地道にポートフォリオを作り上げてきた先行者利益をしっかりと享受してきたため、昨今の過熱したマーケット環境下で、地主リートと同じクオリティー、規模、利回りを持つポートフォリオを作り上げようと思っても、同じようなものではない。参入障壁は、極めて高いのではないかと考えている」