

Interview

「コロナの影響受けにくい存在感を発揮する 常に進化成長し圧倒的なポジションを得たい」

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

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。事業用定期借地権が結ばれた底地に投資し、テナントの約8割が生活密着型の店舗で占められ安定的なキャッシュフローが長期にわたって見込めることが最大の特徴だ。新型コロナウイルスの影響を受けず着実に成長を続ける運用環境について、西羅弘文社長に足元と今後の見通しなどを聞いた。

足元の運用状況は？

西羅氏——2017年1月に運用を開始し、年1回増資を行っている。4年目の現在、61物件・820億円に成長した。今は5年目の増資を準備しているところで、新型コロナウイルスの環境下におかれただ。ただ、弊社が運用する地主リートにおいては、現時点では全く影響がない。テナントは84.2%が生活密着型であり、生活必需品を取り扱うスーパー、ドラッグストア等の業種が大半で、いわゆる“巣ごもり消費”により業績は好調だ。こうした業種は、厚生労働省の提案する「新しい生活様式」にも合致しており、今後も安定した需要が見込まれる。

賃料の減額要請はないのか。

西羅氏——ごくわずかではあるが賃料減額要請が来た物件もあるが、これは地主リート個別にということではなくテナントの会社方針で全店舗の賃貸人に一律にお願いをしているというケースである。地主リートは建物を貸しているのではなく、土地のみを貸していることと、底地商品を作る際に、テナントの強い出店意向に基づいて土地を取得し賃貸している経緯がある。また、売上歩合賃料ではなく固定の賃料を収受する長期の事業用定期借地権設定契約であることをテナントも十分に理解しており、結果としてテナントは賃料減額要請を撤回している。テナントから見ると、賃料比率の高い建物賃料を減額する方が効果が大

きく、借地料の減額要請はしない傾向にある。また、弊社グループと良い関係を維持している方が、今後の出店計画がスムーズに進むといった判断もある。現時点で賃料減額等が見込まれる物件は1物件もなく、リーマン・ショック時と同様に賃料減額を受けずに、2020年6月(1月～6月)期を終え、当初想定通りに分配金を支払える予定だ。リーマン・ショックを乗り越えた時に底地が注目されたのと同じように、マーケットにショックが起こる場合は、われわれにとってはある意味でチャンスと捉えている。また、自然災害による影響が少ない強みも活かしたい。地主リートは建物を保有しないため、自然災害発生時も修繕等の追加コストが一切かからない。またテナントの大部分が自然災害発生時にインフラ拠点となる生活密着型であることも強みだ。

当面の成長目標は？

西羅氏——当初計画した、地主リートのスタート後「5年で資産規模1000億円」の達成が見え、投資家数も増えており、コロナ・ショックの中でも影響を受けにくいことが再認識され存在感を発揮し得ると考えている。スポンサーの日本商業開発とは優先交渉できるものの、適切な物件を選択してリートで購入している。スポンサーだけでなく、弊社へ直接持ち込まれることも多くなっており、底地プレーヤーも望んだとおり増えているので、パイプラ



インは常に豊富にある。足元で運用している物件のうち、弊社に直接持ち込まれた情報は4分の1程度だ。購入する物件の規模感は問わない。今回の第5次増資後は、84物件・約1090億円となるので、1物件平均は約12億円。1000億円を達成後は、中期的に3000億円規模への成長を目指したい。そうすることで、テナントとの力関係や情報そのものが集まりやすくなり、より安定したポジションの確立につながる。

投資家の反応は？

西羅氏——投資家にヒアリングしていると、底地に投資することによる運用の安定性、安心感、物件ポートフォリオの構成などを理解いただいていると感じている。この逆境をむしろチャンスであると捉え、現在パイプラインで400億円程度ある中で、今回は生活密着型に限定し、23物件を約260億円で取得をしようと考えている。物件利回りは約4%、LTVが約30%、分配金は約4%を見込んでいる。今回の増資を経て、ポートフォリオは約4割が東京圏、約3割が大阪圏、約2割が名古屋圏で、三大都市圏を中心に分散を効かせている。用途はコロナ禍でも安定している生活密着型が88%でそのうちスーパーが45%、ホームセンターが18%、ドラッグストアが15%だ。各テナントと長期の事業用定期借地権設定契約を結んでおり、地主リートがスタートしてから5年が経過しても、平均契約期間の残存期間が約20年間あり、平均中途解約の不可期間が約11年間あることから、長期で安定した運用を見込んでいる。

投資主の構成は？

西羅氏——前回の第4次増資を経て、初めて年金に参加いただいたほか、大学が増え、生損保の参加が多い。3年・500億円など、ある程度トラッ

クレコードを見てから中央金法や年金投資家は具体的に検討を始めるが、その第1段階のハードルは越えて、多くの投資家に検討をいただいている。今回の第5次増資でも、コロナの影響は全くなく、逆に安心感があることを踏まえると、新たに多くの投資家に参加いただけるのではと考えている。

底地市場の可能性をどう見ているのか。

西羅氏——ようやく底地市場が認知され始めた。初めに注目されたのはリーマン・ショックを乗り越えた時で、今回のコロナ・ショックで改めて安定性などが再認識されて、より注目されることを期待している。実際に、株式市場にこれだけボラティリティがあると、資金運用を考えたときに底地への投資は手堅い。しかも、テナントがスーパーやドラッグストアであれば、現物不動産としても金融商品としても理解が進んで取り組みやすいのではないか。スポンサーには事業会社や富裕層の資産管理会社からも購入意向が数多く寄せられており、今まで以上に底地を購入・投資するプレーヤーは増えていると見ている。公表されているのは上場リートのデータだが、底地への投資比率が安定して増えており、今後底地マーケットが10倍、20倍に必ず拡大すると感じている。

底地の売買情報は増えている？

西羅氏——底地の保有者が決算対策であったり、土地建物より土地のみのほうが売りやすいと

●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）。

「コロナの影響受けにくい存在感を發揮する
常に進化成長し圧倒的なポジションを得たい」

地主アセットマネジメント 西羅弘文社長に聞く



いった理由で、底地として売却に出される。たとえばテナント自身が土地を購入して出店し、オフバラするケースがあり、入札時には上場リート、私募ファンドはもちろん、生保を含めて多くのプレーヤーが参加する。今後、土地建物のうち土地だけを売却するケースは増えて来るだろう。また、土地を仕入れてテナントを付けた後、金融商品化するといった、底地を一から作るプレーヤーは多くはないが、総合商社や住宅デベロッパーが、底地を開発しマーケットに売り出すケースも増えている。建物を作るより、底地の方がスムーズに商品化でき、利益も確保できるため、知らないところで様々な底地商品が出来つつある。

1 物件当たりの底地の規模感は?

西羅氏——郊外型の大型商業施設ではなく、生活に密着した近所のスーパーやドラッグストア、ホームセンターが多いので、結果的に規模が小さくなっている、リスクの分散にもつながっている。また、開発会社やリートは投資規模を10億円以上、20億円以上とする中で、小規模だと、他と競合せずに相対で購入できるので、高値掴みすることもない。底地マーケットを自分達で創ってきたので、競合にさらされないようにすることは常に意識している。

今後の見通しについて。

西羅氏——正しいことは必ず市場が広がると信じてビジネスを進めている。ポートフォリオ構成を含めて、ほとんどのテナントの業績が伸びており、予定通り安定した運用をしているので、他で様々な対応に追われているレンダーや投資家から、思った以上という評価の声を聞くことも多くなった。一方で、広がりが見え始めているとはいっても、初めての投資家にプレゼンテーションをすると、こ

んな商品があったのかと驚かれる。中期的に資産規模が3000億円まで成長したときには、金融商品の1つとして底地が市民権を得ているのかもしれない。底地は地味なので、アピールが難しいのだが、そろそろ底地がクローズアップされるようにグループ全体として動いていくと考えている。弊社の成長とともに知名度が上がり、底地ビジネスに拍車がかかっていけば先行者利益を取ることができる。こんなたとえは僭越だが、ユニクロは一見誰でも真似できそうだが技術の進歩が速く誰も真似ができない。しかし実際に売っているものは日常的な商品で、しかもブランドイメージは当初と比べて相当上がっている。われわれも常に進化して成長するなかで、結果的に圧倒的なポジションを得られるように事業を進めたい。エントに向けた打ち出しが必要と考えており、たとえば個人の運用を見据え、スポンサーにおいて、クラウドファンディングを検討している。個人に対しても知名度が高まれば底地市場の裾野が広がるかもしれない。

運用上のリスク要因を何においているのか。

西羅氏——日本商業開発がビジネスを始めて20年間、今まで賃料の減額や退店した事例はない。契約満了に伴う入替えをした経験もない。契約満了時は、入居するテナントから再契約を求められ、契約が延長されることを想定しており、おそらくそうなるだろう。テナントの入替えができることを証明できれば商品としては完璧に近づくので、近い将来、事例として見せていただきたい。世の中には事業用定借の契約が満了に近づき、残期間が1~2年の売り物件が出ており、後継テナントを見つけたうえでスポンサーが物件を取得するケースも増えてきた。こうした取り組みができるので、既存保有物件でもできることを早く証明したい。