

## Company Report

2024年4月9日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ  
藤野 敬太



## 投資家・テナントに支持される JINUSHI ビジネスで地主リートの成長とともに日本の大地主へ

地主（以下、同社）は、自ら建物を建てず「土地のみに投資」をする、国内唯一の底地に特化した不動産金融商品メーカー。多種多様なテナントと20~50年程度の定期借地契約を締結し、仕入れた土地を契約に基づく長期安定のキャッシュ・フローを得られる底地として開発。子会社が運営する私募リート「地主プライベートリート投資法人（以下、地主リート）」で長期にわたる「安定地主」として保有するとともに、年金基金や生損保等の機関投資家に投資機会を提供している。底地をつくる機能と、「安定地主」として長期に底地を保有し運用する機能の双方を有するのが、同社の JINUSHI ビジネスである。

創業者で前社長の松岡哲也取締役は、前職での商業施設開発の経験から、不動産業界では非常識とされた「土地のみに投資」をする JINUSHI ビジネスを着想し、同社を設立。西羅弘文代表取締役社長とともに今までになかった底地マーケットの創出・拡大に注力してきた。2017年の地主リートの運用開始により、地主リートの成長とともに「日本の大地主」を目指すビジネスモデルを確立した。

同社の「企業 DNA」は「JINUSHI ビジネスのパイオニアとしての矜持」と言えよう。この矜持のもと、創業来約20年超にわたって積み上げてきた「信頼性を担保するトラックレコード」と、「安定地主としての地主リート」が最大の模倣困難なリソースであり、他社の追随を許さない。

社名変更と同時期に公表された中期経営計画では、最終年の2026年12月期の当期純利益70億円、地主リート資産規模3,000億円を目標としている。業績面では、この目標値に対する進捗を見ていくこととなる。

同社の株価は、新型コロナ禍が始まった2020年の下落で底を打った後は緩やかに切り上がって推移してきたが、バリュエーションは過去5年で低い水準に留まっている。底地マーケット及びそのパイオニアとしての同社の認知度が上がるにつれて、バリュエーションの上昇を伴いながら、同社の優位性が株価に反映されていくと考えられる。

### 株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 主要指標

株価(4/5)	2,551
年初来高値(3/28)	2,563
年初来安値(2/13)	2,102
52週高値(24/3/28)	2,563
52週安値(23/8/20)	1,842
発行済株式数(百万株)	18.2
時価総額(十億円)	35.8
EV(十億円)	75.7
自己資本比率(23/12、%)	30.9
ROE(23/12、%)	15.1
PER(24/12 会予、倍)	8.4
PBR(23/12 実績、倍)	1.1
配当利回り(24/12 会予、%)	3.3

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
20/12	29,886	n.a.	2,420	n.a.	2,157	n.a.	1,644	n.a.	89.9	25.0
21/12	56,177	n.a.	5,475	n.a.	5,002	n.a.	3,124	n.a.	170.9	50.0
22/12	49,887	-11.2	6,411	17.1	5,943	18.8	3,641	16.5	199.2	55.0
23/12	31,597	-36.7	6,154	-4.0	5,718	-3.8	4,709	29.3	267.8	55.0
24/12 会社予想	55,000	74.1	8,200	33.2	7,300	27.7	5,000	6.2	304.1	85.0

注：決算期変更で20/12期は9カ月決算のため20/12期と21/12期の前年比は不可。出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 目次

1. 底地マーケットのパイオニアの地位を確立した不動産金融商品メーカー	4
2. 西羅社長から見た地主の生き立ち	5
3. 経営戦略論の視点からの地主の事業戦略	8
1) マイケル・ポーターのポジショニング理論からのアプローチ	8
2) リソース・ベスト・ビュー (RBV) からのアプローチ	9
3) 地主が持つ模倣困難性の高い2つのリソース	9
4) 模倣困難性の高いリソースを実現する組織	10
5) フィリップ・コトラーの競争地位別戦略からのアプローチ	12
6) 他社が同質化戦略を仕掛けてこない理由	12
4. 底地に特化した JINUSHI ビジネス	13
1) JINUSHI ビジネスの前提：定期借地権とは何か	13
2) JINUSHI ビジネスの強み	14
3) JINUSHI ビジネスのプロセス (4つのステップ)	15
4) JINUSHI ビジネスの収益構造	20
5. 国内唯一の底地特化型私募リート「地主リート」	22
6. 当面の業績動向	26
7. 中長期展望	29
1) 中長期的に好環境が続く見通し	29
2) 規律を維持した積極拡大フェーズの中期経営計画	30
8. 同業他社との比較	32
9. 株価動向とバリュエーション	34
10. リスク要因	37
11. ESG の取り組み	38

## エグゼクティブサマリー

### 国内で唯一の底地に特化した不動産金融商品メーカー

地主（以下、同社）は、自らは建物を建てず「土地のみに投資」をする、国内唯一の底地に特化した不動産金融商品メーカー。多種多様なテナントと20~50年程度の定期借地契約を締結し、仕入れた土地を契約に基づく長期安定のキャッシュ・フローを得られる底地として開発し、投資家に販売している。販売先の中心は子会社が運営す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」（以下、地主リート）であり、長期に底地を保有する「安定地主」の役割を担うとともに、年金基金や生損保等の機関投資家に投資機会を提供している。底地をつくる機能と、「安定地主」として長期に底地を保有し運用する機能の双方を有するのが、同社のJINUSHIビジネスである。

### 西羅社長から見た地主の生い立ち

現代表取締役社長の西羅弘文氏は、創業者で取締役の松岡哲也氏とともに同社を育ててきた創業メンバーである。松岡氏は前職の兼松都市開発にて商業施設の開発案件に携わった後、2000年に同社（当時は日本商業開発）を設立した。前職で関わった案件の失敗経験から、不動産業界では非常識とされた「土地のみに投資」をするビジネスモデルの着想に至った。創業当初は、不動産業界や借入先からの理解が進まずに苦労したが、底地開発のトラックレコードを積み上げ、2017年に地主リートの運用を開始した。地主リートを成長軌道に乗せたことで、JINUSHIビジネスは底地専門としては他の追随を許さないビジネスモデルとなった。

同社の「企業のDNA」は、「JINUSHIビジネスのパイオニアとしての矜持」と言えよう。2022年の社名変更を経て、地主リートの成長とともに「日本の大地主」を目指す方針のもと、このDNAを組織に浸透させ、磨き続ける限り、同社は大きく成長していくと予想される。

### ポーター賞受賞企業。経営戦略論の視点からの地主の事業戦略

同社は2023年に「ポーター賞 (<https://www.porterprize.org/>)」を受賞している。マイケル・ポーターのポジショニング理論に基づく同社は、「不動産業界の人の多くがロマンを感じる不動産開発を一切行わずに、底地の取り扱いに徹する」集中戦略と、「顧客である投資家に対して、底地特化の不動産金融商品という形で、他にはない長期安定的な投資機会を提供する」差別化戦略に注力している。

### 地主の模倣困難性の高いリソースは「信頼性を担保するトラックレコード」と「地主リート」

同社の模倣困難性の高いリソース（経営資源）は「投資家からの信頼性を担保するトラックレコード」と、「長期保有者としてのテナントからの信頼感が絶大な安定地主の役割を担う地主リート」である。「トラックレコード」は他社が一朝一夕に築くことができず、また、同社に追いつくことは不可能である。また、「地主リート」と同様の底地特化のリートを他社が始めても二番煎じになってしまうため、他社のリートが投資家から選好される可能性は低い。これらより、同社の優位性は今後も長期にわたって維持できると考えられる。

### JINUSHI ビジネス

JINUSHI ビジネスのプロセスのうち、「土地を仕入れる」、「テナントに土地を貸す」、「貸している土地を販売する」までは主に同社が行う。販売される底地の約3分の2は、連結子会社の地主アセットマネジメントが運用する地主リートの資産に組み込まれ、安定的な資産に長期投資したいという投資家のニーズを満たす金融商品として提供される。2017年に運用を開始した地主リートは8年連続で増資し、2024年1月時点の資産規模は2,216億円、業界第7位まで拡大している。

### 業績と株価の見通し

同社の売上総利益の7割強が、底地の販売によるフロー収益によってもたらされるため、底地の販売動向が業績を左右する。2026年12月期の当期純利益70億円、地主リート資産規模3,000億円を目標とする中期経営計画が公表されている。業績面では、この中期経営計画の水準をもとに進捗を見ていくこととなる。目先の2024年12月期については、大幅増収が計画されているが、前期末の販売用不動産の水準と、前期からの順調な仕入状況からみれば、十分達成可能な水準にあると言える。

同社の株価は新型コロナ禍が始まった2020年に底を打った後は、短期的な上下はあるものの、徐々に切り上がって推移してきた。一方でバリュエーションは過去5年の中でも低い水準に留まっている。同社のビジネスモデルの優位性に対する自信は2022年の社名変更にも表れているが、底地マーケット及び底地マーケットのパイオニアとしての同社の優位性に対する認知がまだ高くないことが課題と言える。これは、逆の言い方をすると、認知度向上の余地が大きいことを意味していると言える。社名変更後、同社はIRを積極化させており、大手証券会社の新規カバレッジも獲得し、売買代金も上昇してきている。認知が浸透していくにつれ、バリュエーションの上昇を通じて、同社の事業及びビジネスモデルの優位性が株価に反映されていくと考えられる。

## 失敗から着想された JINUSHI ビジネス

### 1. 底地マーケットのパイオニアの地位を確立した不動産金融商品メーカー

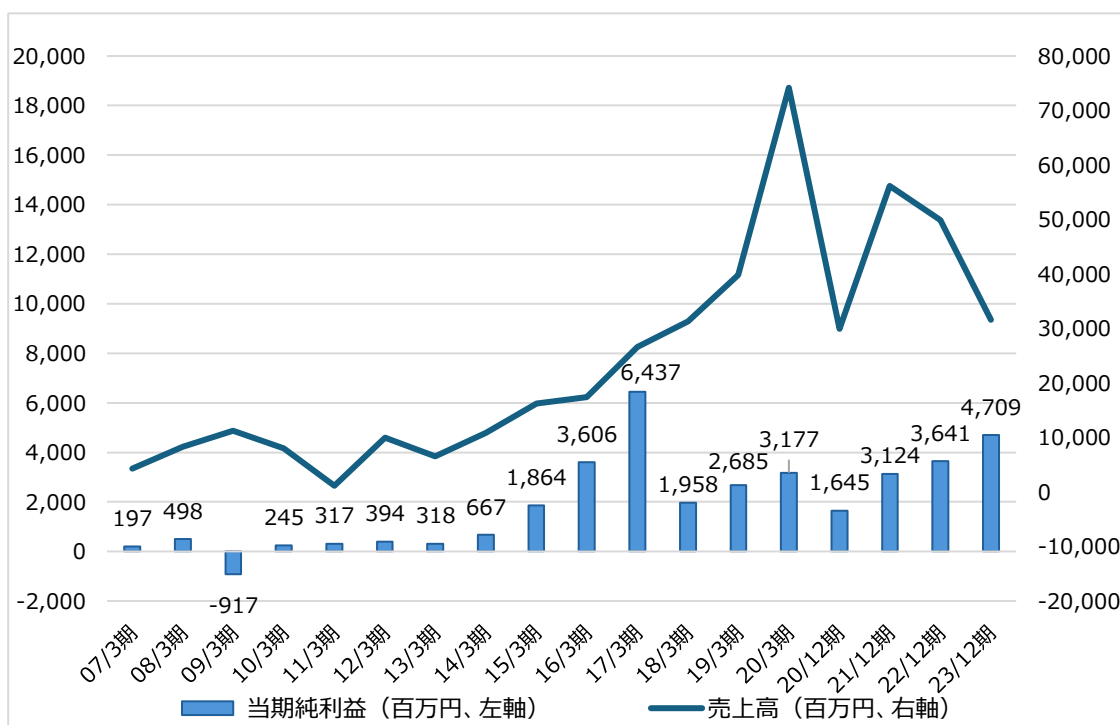
地主（以下、同社）は、国内唯一の不動産の底地に特化した不動産金融商品メーカーである。兼松都市開発で商業施設の開発を行っていた松岡哲也氏が 2000 年に創業し、自身が手掛けた案件の失敗をもとに、底地への投資に特化した JINUSHI ビジネスを着想した。

底地とは、「建物を所有する第三者（テナント）の借地権が設定されている土地」のことである。土地そのものの所有者と使用者が別になるため、底地は一般的な不動産と比べると制約が多く、流動性が著しく低いとされてきたが、1992 年の借地借家法改正により、地主の権利保護を強めた定期借地権の制度が整備された。

法律面の整備が進んでも、不動産業界では底地に特化すること自体が非常識で、なかなか受け入れられることではなかった。当時の金融機関の底地評価は、更地価格の半値程度であったようだ。それでも同社は、「正しいことは必ず世に広まる」という信念のもと、底地マーケットの創出・拡大に注力し続けた。リーマン・ショックや東日本大震災等を経て、底地所有により得られるキャッシュ・フローの長期安定性、つまり自然災害やマーケットボラティリティに強い商品特性に光が当たり、底地の取引が増加していった。これに歩調を合わせて、同社も底地マーケットのパイオニアとしての地位を確立していった。2017 年には地主プライベートリート投資法人（地主リート）の運用を開始し、2024 年 1 月 10 月時点の運用残高は 2,216 億円となっている。

2007 年 11 月の名古屋証券取引所セントレックスに上場した当時の売上高 8,309 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 498 百万円（08/3 期実績）から、2023 年 12 月期までの過去 15 年間に、売上高は 3.8 倍、親会社株主に帰属する当期純利益は 9.5 倍になった。

図表 1. 地主の売上高・当期純利益の推移



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算。当期純利益は親会社株主に帰属する当期純利益  
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

# 地主 | 3252 (東証プライム)

## 社名変更に表れる「日本の大地主」を目指す方針

同社は、「JINUSHI ビジネスを通じて安全な不動産金融商品を創り出し、世界の人々の資産を守る一翼を担う。」を経営理念としている。

同社は 2022 年 1 月に、従来の「日本商業開発」から現在の「地主」に社名を変更した。「地主」というのは元々一般的に使われている用語であるが、新しい意味と価値を持つ時代が来ることに確信を得て、ビジネスモデルを社名とした。これまで誰もビジネスとして取り組んでこなかったこと、そして流動性の低さゆえに、これまでマーケットとして認識されてこなかった底地マーケットを創ってきたパイオニアとして、「社業、地主。」というスローガンのもと、地主リートの成長とともに「日本の大地主」を目指す方針を明確にしている。

## 実質的に JINUSHI ビジネスの単一モデル

同社の事業は、いくつかセグメントが分かれているものの、実質 JINUSHI ビジネスの単一モデルであることを踏まえ論じる。JINUSHI ビジネスの一連のプロセスのうち、「土地を買う（仕入れる）」、「土地を貸す（底地にする）」、「貸している土地（底地）を売る」のプロセスは主に同社が行い、底地特化型私募リート「地主リート」を通じて「投資家の資金を運用する」プロセスは、100%子会社の地主アセットマネジメントが担っている。

## 個人中心の株主構成

2007 年 11 月に名証セントレックスに上場した同社は、2014 年 12 月に東証一部に上場した（同時に名証一部に指定変更）。東証一部上場の直前の 2014 年 9 月末時点では、松岡氏が 54.7%を占める株式を保有していた。その後、徐々に保有比率を低下させており、2023 年 12 月末時点の松岡氏の保有比率は 17.55%（自己株考慮後。合同会社松岡の保有分 5.56%を含めると 23.12%）となっている。また、2023 年 12 月末時点の金融機関の保有比率は 13.54%、外国人の保有比率は 4.10%に留まり、緩やかに低下傾向にあるものの、個人中心の株主構成が続いている。

図表 2. 地主の株主構成

区分	保有比率（自己株式考慮後）	
	22/12 期末	23/12 期末
個人その他	83.05%	74.30%
外国法人等	4.81%	4.10%
金融機関	9.93%	13.53%
その他の法人	1.27%	7.02%
その他（金融商品取引業者）	0.89%	1.00%
うち松岡哲也氏	31.37%	17.55%
うち松岡哲也氏（合同会社松岡の保有分を含む）	—	23.12%
うち西羅弘文氏	2.00%	2.23%

注：保有比率は発行済株式数から自己株式数を除いた株数を用いて算出

単元未満株は「その他（金融商品取引業者）」に含む

出所：会社資料

## 2. 西羅社長から見た地主の生い立ち

西羅弘文氏は奈良県出身で、1974 年生まれの 49 歳である。父親が商社勤務で、出張から帰ってくるたびに海外の話をよく聞いていたことや、大学生時代に海外を訪れた先の商業施設（ショッピングセンター）に興味を持っていたことなどのエピソードがあるが、何よりも、大学生時代に、知り合いのついで、同社の創業者である松岡哲也氏と出会ったことが西羅氏の人生に大きな影響を与えた。西羅氏の松岡氏に対する第一印象は、普通の方とは違う「おもしろいおっさん」であり、松岡氏と働きたいと思うようになったという。こうした経緯から、西羅氏は大学を卒業した 1998 年に、松岡氏が在籍する兼松都市開発に入社した。

兼松都市開発は、名前の通り、商社の兼松（8020 東証プライム）のグループ会社で、元々はマンション販売を中心に展開していた。大阪府出身で 1961 年生まれの松岡氏は、1986 年の入社から数えて 10 年目

## 創業者と現代表取締役社長は同じ商社系不動産会社出身

の1995年に、商業施設を開発し賃貸を行う事業のプロジェクトを手掛けるようになっていた。借地の上に自社所有の商業施設を建て、テナントに賃貸するというビジネスである。

ここで2つのことが起きる。

## 日本商業開発(現・地主)の設立

ひとつは、バブル崩壊後の「商社冬の時代」が続いたことである。1990年代、総合商社はそれまでの過剰な投資がたたり、業績が軒並み悪化していたが、1997年のアジア通貨危機でさらに打撃を受けた。兼松も多分に漏れず業績が悪化し、1999年に構造改革を実施して事業の選択と集中に踏み切った。その一環で、グループの不動産部門である兼松都市開発も事業縮小を余儀なくされることとなった。松岡氏はこの機に独立する道を選び、2000年4月に日本商業開発(現・地主)を設立した。西羅氏は、同年10月に同社に入社している(兼松都市開発が手掛けていた物件管理業務を同社が引き継いだこともあり、西羅氏は兼松都市開発に籍を残し、同社と兼松都市開発間の円滑な業務引継ぎに注力。引継ぎ完了後に同社に入社)。

## 現在のJINUSHIビジネスの原点

なお、独立の際に、兼松グループからの配慮で、兼松都市開発として手掛けられていた物件管理を同社が受託し、引き続き関与し続けることができた。すぐに売上計上できる仕事があるというのは、独立する者としては大いに助かるものである。その中に、現在のJINUSHIビジネスの構想につながる案件があった。

その案件は、滋賀県の大型ショッピングセンター案件であった。借りた5,000坪の土地の上に建物を建てて、大手総合スーパーに貸すという、兼松都市開発在籍時に松岡氏が手掛けたものであった。兼松都市開発が建物を所有するこの案件のテナントは、当時売上規模1兆円を誇る総合スーパーであったが、銀行の不良債権処理とデフレ不況の煽りを受けて経営不振に陥り、その店舗から撤退することとなった。立地が良かったため、後継候補のテナントは何とか見つかったものの、建物がそのままでは入らないと言って譲らない。交渉の結果、オーナー側での建物改装の追加投資の負担やテナント賃料の減額を受け入れざるをえない状況に陥ってしまった。顕在化した建物所有のリスクを一身に浴びてしまったことになる。

建物はそもそも経年劣化する。そして、特定の業種やテナント専用につくられた建物は、使用するテナントや業種が変わると価値が失われ、莫大な追加費用がかかってしまう。他者が使用する建物を所有することはこれほど恐ろしいことなのか……。この経験を通じて、松岡氏は「そもそも建物を持たずに土地だけを貸せば、失敗に至らなかったのではないか」という発想を持つに至った。

現在のJINUSHIビジネスが生まれた瞬間であった。

## 理解されない悔しさ

総合スーパー案件の失敗を通じて、底地に特化することで不動産投資のリスクを極小化するビジネスモデルが正しいと確信を持つことができた。しかし、底地特化のビジネスモデルは、不動産業界ではまったく相手にされなかった。

「不動産とは建物と土地がセットであるのが常識」、「建物を建てるのが不動産開発のロマン」とされていたためである。銀行も、建物と土地がセットでないと融資しない、もしくは価値を半値程度にしか評価しない有様であった。貸した土地が更地で返ってくることを確実なものとする定期借地権制度は整備されていたが、底地に関しては、借り手が圧倒的に有利な普通借地権と同様の評価しかなされていなかったためである。また、底地の所有者は、個人地主や開発を前提とするデベロッパーが殆どであり、底地の流通マーケット自体が存在していなかったことも大きい。

松岡氏は、自身の著書「僕が不動産ビジネスであたり前だと思うことについて」にて、以下のように述べている。

「ロマンを滔々(とうとう)と語りながら土地の売買やビルの建設に手を出していると、リアリティがなくなって、不動産投資のリスクはどんどん上がっていく。リスクが上がると、不動産投資は破綻をきたすことが多くなる。投資案件が破綻した結果、リートなどに投資する一般投資家を巻き込み、不幸にしていくことにつながる。」

投資家を不幸にしないのが正しいビジネスであるはずなのに、自分たちが信じた底地特化のビジネスモデルの良さが分かってもらえない。馬鹿にすらされてきた。そうした悔しい時間がしばらく続いた。

# 地主 | 3252 (東証プライム)

## リーマン・ショックが JINUSHI ビジネスへの理 解浸透の契機

同社は、会社設立から7年経った2007年に名古屋証券取引所セントレックスに上場した。この頃より、世の中に存在していない底地ビジネスの市場創出のためには、「自分達だけが良い商品と言っても伝わらない。他人に所有してもらって、その良さを実感してもらうことが必要ではないか」、「良さを実感してもらえれば、底地保有が投資機会になると知ってもらえるのではないかと考え、意図的に、底地をつくっては外部へ販売し、底地マーケットの創出に注力してきた。それでも、底地特化のビジネスモデルへの理解はなかなか進まなかった。そうこうしているうちに発生したのが、2008年のリーマン・ショックである。

多分に漏れず、同社も苦境に陥り、現預金が枯渇する寸前にまで追い込まれるほどであった。苦境を脱するには、とにかく保有している物件を誰かに買ってもらう必要がある。探しに探し当てた先が、誰もが知っている企業のオーナー家の資産管理会社であった。こうした資産管理会社は資産運用の手段として不動産を保有していることもあり、不動産の投資、運用の大変さやリスクを身をもって知っていた。そして、同社の底地投資の物件においてテナント退去や借地料減額が発生していないこと、金融業界全体の信用収縮局面でもキャッシュ・フローの安定状態を維持できていることに気づいた彼らは、次のように言ったという。「なるほど。底地投資は素晴らしい」。

こうして、リーマン・ショックは、底地投資の高い安全性への理解の醸成と、底地特化のビジネスモデルの認知度向上の契機となった。同様に、2011年に発生した東日本大震災もまた、他の不動産関連投資と比べて、JINUSHI ビジネスが「長期に安定し、マーケットボラティリティや自然災害にも強い」特徴を持っていることを知らしめる機会となった。

## 地主リート設立で、地主リ ートとともに「日本の大地 主を目指す」ビジネスモデル を確立

その後同社は、JINUSHI ビジネスの開発実績を積み上げていき、Jリート等にも底地を売却するようになっていった。2012年には、年金基金向けの不動産私募ファンド「JINUSHI ファンド」を組成したほか、2014年にはケネディクス商業リート投資法人（現・KDX 不動産投資法人）にパイプラインサポート会社として参画するなど、リート運営のノウハウを獲得していった。

ノウハウと実績を蓄積していくのと合わせて、資産運用に関する許認可取得を進めていき、2016年4月に地主アセットマネジメントを設立し、西羅氏が地主アセットマネジメントの代表取締役社長に就任した。そして同年9月に地主プライベートリート投資法人（地主リート）が設立され、2017年1月に運用を開始した。

西羅氏が地主リートの責任者となってまず行ったことは、数カ月で意思決定者に直接アプローチできる信用金庫や信用組合等約300社をまわったことである。出資同意を取り付けたのは1割程度と苦労したという。この後も投資家及びレンダーとのコミュニケーションを深めていき、投資対象としての底地の魅力を伝えていった。それは言わば、投資機会としての底地マーケットをつくり上げていくことであり、地主リートの成長とともに「日本の大地主」へつながる道であった。

## 社名変更と経営の承継

2022年1月に、同社は「日本商業開発」から「地主」に社名を変更した。社名変更には、①磨き上げてきたビジネスモデルが、旧社名にある「商業開発」に当てはまらなくなった、②ビジネスモデル自体を社名にすることで認知度を上げていく、という2つの意味が込められている。

初期の頃、同社が取り扱っていた物件は、住宅地に近接したスーパーやドラッグストアなどの商業施設、生活必需品を扱う事業者へ土地を貸すものがほとんどであった。同種の事業者向けも引き続き伸ばしていくが、今後は、ホスピスや老人ホームなど、社会インフラを担う事業者を含め、様々なテナント業種に積極的にアプローチしていく方針を採るため、「商業開発」の範囲では収まらなくなってきたためである。

これまで同社は、JINUSHI ビジネスについて、あえて積極的な外部発信をしてこなかった。土地の取引自体は大昔から行われてきたことであり、また、JINUSHI ビジネスのモデル自体はシンプルである。そのため、資金がある他社の追随や模倣を警戒していたためである。しかし、後述する通り、同社は、JINUSHI ビジネスが模倣困難性の高いリソースに基づいた競争優位性を確立していることに確証を持つに至った。社名変更には、他社の追随を許さないパイオニアとしてマーケットを拡大させていく、ここからは認知向上とともに JINUSHI ビジネスをますます拡大させていくという強い意志が込められている。

社名変更と時を同じくして、経営の承継も始まっている。2022年3月に、それまで代表取締役社長であった松岡氏が代表取締役会長 CEO となり、同時に西羅氏が代表取締役社長 COO に就任した。2023年3月には、松岡氏は代表権のない取締役役に、西羅氏が代表取締役社長となり、西羅氏が経営全般に責任を持つ体制となった。このように、着実に経営の継承が進んでいる。

トヨタ自動車が開発した生産管理手法「かんばん方式」は、「KANBAN」という英語となった。西羅氏の夢は、地主であることに特化するモデルが「JINUSHI」という英語で通用するようにすることである。

## 企業の DNA

企業には DNA がある。企業の DNA とは、組織や社員全体に根付く独自の価値観、経営哲学であり、それらが企業の競争力の源泉となることが少なくない。創業者が熱い想いをもって起業し、その商品やサービスが世の中に広く受け入れられた時に、企業は本格的な成長を始める。そして企業の成長過程において、創業者の想いが企業の DNA へと進化していくと考えられる。また、途中で中興の祖が現れ、創業時の理念を進化させたり、新たな企業文化を植え付けたりするケースもある。コア・コンピタンス（企業の中核的な能力）は模倣困難性の高いリソースによってもたらされるものであり、それを形成する有力な要因が企業の DNA であると考えられる。人が得意分野で勝負すれば勝てるように、企業も DNA に根差した領域で事業展開することが勝利の方程式となる。

## 地主の DNA は「JINUSHI ビジネスのパイオニアとしての矜持」

同社の生い立ちから、同社の「企業の DNA」は、「JINUSHI ビジネスのパイオニアとしての矜持」と言えよう。同社は、過去の失敗案件の経験から、「底地に特化することで、テナントから入ってくる安定的な賃料をもとにした不動産金融商品を提供する」という JINUSHI ビジネスの正しさの確証を得て、底地専門のパイオニアの地位を確立した。しかし、それは、不動産業界としての非常識に挑み、華やかさが乏しいと業界の多くの人々が考えている地味な取引をひたすらに続け、地道に実績を積み上げていくことで成し得たものである。同社の DNA を紡ぐ上で大切なことは、「大人であること」などを掲げる行動規範(<https://www.jinushi-jp.com/company/vision/>)にも記され社内で徹底されている。

同社は、今後、地主リートの成長とともに「日本の大地主」としての地位を強固にしていく方針である。西羅社長のもと、「パイオニアとしての矜持」が組織に浸透し続ける限り、同社の持続的な成長が期待されよう。

## 3. 経営戦略論の視点からの地主の事業戦略

### 地主は「ポーター賞」受賞企業

競争戦略論の第一人者として知られる経営学の権威であるマイケル・ポーター氏協力のもと 2001 年に創設され、各業界をリードする有力企業が受賞してきた歴史ある賞である「ポーター賞」を、同社は 2023 年に受賞した。ここからは、マイケル・ポーターによる経営戦略論等を参考に同社の事業戦略を論じていく。

### 1) マイケル・ポーターのポジショニング理論からのアプローチ

### 地主は集中戦略と差別化戦略に注力

マイケル・ポーターは、ある業界の中で成功を収めるためには、明確なポジションを取ることが必要と説いている。具体的なポジションの取り方、競争優位の築き方として、①コスト・リーダーシップ戦略、②集中戦略、③差別化戦略、の 3 つの基本戦略があると、いずれかに舵を切ることが不可欠と主張する。ポジショニング理論に則ると、同社は②集中戦略と③差別化戦略に注力していると言える。

②集中戦略は、狭い範囲の特定市場（顧客セグメント、地域、特定商品等）で、経営資源を集中して競争優位に立つ戦略である。競争優位を得るためには、競合他社と異なる選択すること、つまり、トレードオフが不可欠となる。戦略の本質として、「何をやらないか」を選択することも重要である。同社は、不動産業界の大半の企業が取り扱う建物、建築物の保有及び流通、多くの業界人がロマンを感じる不動産開発を一切やらないという選択をし、底地の取り扱いに集中している。

③差別化戦略は、幅広いターゲットを狙いつつも、低コストではなく、顧客が認知するユニークな付加価値を提供することで競合に対して優位に立つ戦略である。他社が提供しておらず、顧客が対価を支払いたくなるような



価値を提供する戦略、とも言える。同社の顧客は、テナントがついて長期安定のキャッシュ・フローを生み出す底地に投資する投資家である。同社が運用する地主リートは、底地特化の不動産金融商品として国内唯一であり、他にはない長期安定的な投資機会という価値提供を実現している。

## 2) リソース・ベスト・ビュー (RBV) からのアプローチ

地主のコア・コンピタンスは「底地ビジネスとファンド業の高度な融合」

ポーターのポジショニング理論に対して、自社の経営資源 (リソース) に着目する「リソース・ベスト・ビュー (RBV)」と呼ばれるアプローチもある。ゲーリー・ハメル、C.K.プラハラードはコア・コンピタンス (他社に真似できない自社ならではの価値を提供する、企業の中核的な能力) を、ジョージ・ストークス、フィリップ・エバンス、ローレンス・シュルマンはケイパビリティ (バリューチェーン全体に及ぶ組織的能力) を、それぞれ重視する。同社の場合、コア・コンピタンスは「底地をつくり長期に保有する底地ビジネスと、投資家に安定的な投資機会を提供するファンドビジネスの高度な融合」、ケイパビリティは「仕入から運用までの JINUSHI ビジネスの一連のプロセス」である。

一方、RBVの大家であるジェイ・バーニーは、コア・コンピタンスもケイパビリティも広義のリソースに含めて論じ、その上で、自社のリソースがどのくらいの強みになるかをチェックするフレームワークとして VRIO を提唱している。バーニーは、自社のリソースの有効活用可能性に関する評価軸として、「経済価値<Value>」、「希少性<Rarity>」、「模倣困難性<Imitability>」、「組織<Organization>」を挙げている。VRIO は、これら 4 つの評価軸の頭文字をとったものだが、バーニーはこの中でも特に、「模倣困難性」があり、「組織」による裏付けがあるリソースが、競争優位に資するとしている。

## 3) 地主が持つ模倣困難性の高い 2 つのリソース

リソースの模倣困難性が高いか低いかは、「模倣がそもそも不可能か」、「模倣しようとする莫大なコストが必要になるかどうか」で評価される。同社にとって模倣困難性の高いリソースは、①不動産金融商品に対する投資家からの信頼性を担保するトラックレコード、②長期安定保有者としてのテナントからの信頼感が絶大な安定地主の役割を担う地主リートの存在である。これらの強力なリソースが、「底地をつくり長期に保有する底地ビジネスと、投資家に安定的な投資機会を提供するファンドビジネスの高度な融合」という同社の競争優位の源泉となっている。

### ① 不動産金融商品に対する投資家からの信頼性を担保するトラックレコード

投資家からの信頼性を担保するトラックレコード

同社は仕入れた土地にテナントをつけた底地を、利回り商品として投資家に提供している。同社が提供する金融商品はローリスク・ミドルリターンであり、社債に代替する性格を持つ金融商品である。

特に同社が開発する「底地」は、変動要素が他の不動産投資商品と比較し圧倒的に少なく、長期安定した商品としての高い優位性を持つ。また、もし他社が真向から競合する「底地」を提供しようとしても、建物のデザイン力やデベロッパーとしての開発能力で差をつけることができないため、有利な利回りを提供する以外に差別化を図る方法がない。そして、投資家に有利な利回りを提供するためには、同社より安く土地を仕入れるか、同社より高い賃料をテナントから獲得するしか方法がなくなる。結局は、仕入またはテナント付けの際に、土地の売り手またはテナントに対して同社より悪い条件で交渉せざるを得ず、同社との競争で有利に立つことは難しい。仮に、同社とまったく同じ商品を提供できるとしても、投資家はトラックレコードのある方を優先する。同社は 20 年超の底地開発実績や約 8 年の地主リートの運用実績といった長期のトラックレコードがあり、同社の商品が選好されるだろう。

このように、底地に特化した金融商品に限れば、同社以上の有利な条件の競合商品は表れにくいことになる。さらに、資本市場の動向の影響を受けない私募リート形態であり続けることが、長期安定保有を目的とする投資家にとっては好ましく、更なる信頼性の向上につながっている。

## ② 長期保有者としてのテナントからの信頼感が絶大な安定地主の役割を担う地主リート

### テナントからの信頼性が絶大な地主リート

テナントの立場で考えれば、借地料が同じであれば、本来、底地の所有者は誰でも構わないはずである。ところが、実際には、「貸主が誰か」が重要なファクターとなる。それは、長期にわたる契約ということから、「契約の途中で借地料を始めた条件が改悪される可能性はないか」、「契約の途中で貸主が変わる可能性はないか」、「貸主が変わることで重要な拠点を失う可能性があるのではないか（立ち退きリスク）」という不安がテナントに残るためである。

テナントが感じるこうした不安は、貸主のネームバリューが高いことだけでは払拭できない。ネームバリューがある企業ほど、価格交渉力の関係から、将来、条件変更を言ってくるのではないかという不安が強まることも考えられる。また、不動産デベロッパーが貸主となった場合、デベロッパーの主たる事業は「不動産開発」であるため、テナントは常に再開発等により「拠点を失う」懸念を持ち続けることになる。

こうしたテナントの不安を払拭する唯一の材料は、「契約満了の際は既存テナントとの再契約を第一に考える」といった明確な方針と、方針に偽りがないことを保証する「条件変更を言われることはなかった」といったような過去の実績である。創業来 20 年超の底地取引に関する同社の実績は、方針に則って運営されてきたことを明確に示しており、「同社および地主リートは、契約通り借地料をしっかりと払っていけば、地主としてうるさいことは一切言わない。信頼のおける安定地主であり続けてくれる。」といったテナントの安心感向上につながっている。底地の買い手である同社、及び長期安定の保有者となる地主リートの存在が、「誰が底地を保有しているのかが分からない」というテナントの不安の払拭し、他社ができない信頼の確立に大きく寄与している。

なお、西羅社長が社長に就任した際、真っ先に行ったのが、テナント回りであったという。そこでは、テナントは同社のパートナーという位置づけであること、同社の JINUSHI ビジネスが、テナントと投資家の双方にとってメリットのある仕組みであることを説明していったとのことで、結果として仕入の増加につながっているようである。

以上の 2 つのリソースは、他社が一朝一夕に築くことができず、また、同社に追いつくことは不可能であり、これらの模倣困難性の高いリソースに裏付けられた優位性は今後も長期にわたって維持されよう。そのため、底地をつくるビジネスと、投資家に安定的な投資機会を提供する地主リートが相互に関わり合いながら、持続的な事業成長を続けていく蓋然性が高いと考えられる。

## 4) 模倣困難性の高いリソースを実現する組織

### 非常識なビジネスモデルに面白さを感じる人が集まる組織づくりも、模倣困難性の高いリソースを磨き上げる要因

経営に必要なリソースである「モノ」が「仕入れる土地」、「カネ」が「不動産金融商品への投資資金」のことだとするならば、「モノ」と「カネ」は、上に挙げた 2 つの模倣困難性の高いリソースによってもたらされる状況にあると言える。ただし、それらは、一連の取引を実行する「ヒト」がいなくては成り立たない。

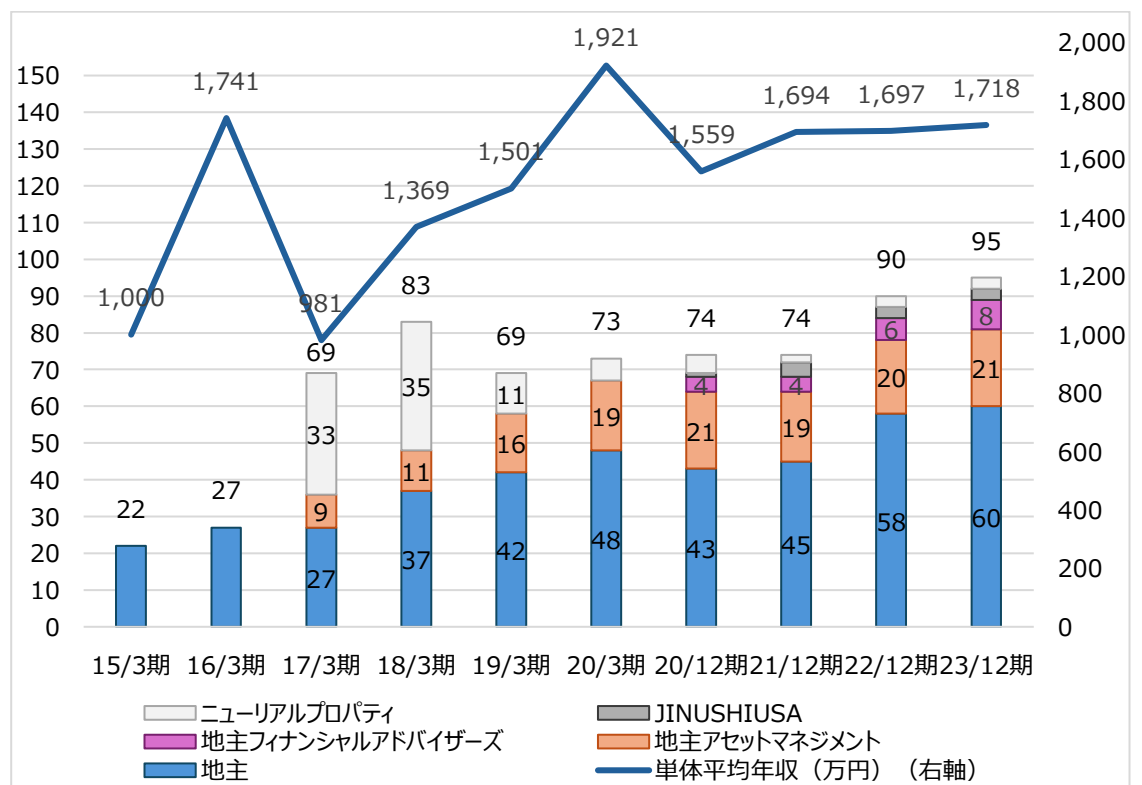
同社における中核的な人材層は、JINUSHI ビジネスの土地の仕入から販売までのプロセスの全取引を実行する営業担当であり、この営業担当の層を厚くすることが成長には欠かせない。ところが、前述の通り、底地特化の同社のビジネスモデルは不動産業としては非常識であるため、関わろうとする人がそもそも集まりにくいという問題を抱えることになる。実際、同社は新卒採用も行っているが、不動産会社と併願で応募してくる人は少なく、投資運用業界や商社志望の人、営業志望の人が多いとのことである。こうした状況を受け、同社は、「土地のみに投資する」というビジネスコンセプトに共感でき、JINUSHI ビジネスのビジネスモデルに面白さを感じる事ができ、「もっと色々なことができる」と考えられる人を厳選して採用している。厳選することも企業の DNA の浸透のしやすさを重視する同社の姿勢を表している。

なお、2023年12月期末時点の95人の従業員の4割程度が、JINUSHIビジネスの土地の仕入から販売までのプロセスの全取引を実行する営業担当とみられる。そして、やればやるだけ評価され報酬に反映されるようになっている。2023年12月期末時点の同社単体の平均年収は1,718万円である。1年前のデータとなるが、2023年3月の東洋経済オンライン「平均年収が高い会社ランキング」

(<https://toyokeizai.net/articles/-/660328?page=2>)では、平均年収は1,694万円で4位に入っている。また、不動産金融の上場企業と比べても、他社が高くても1,000万円を超えるかどうかの水準であるので、同社の平均給与が圧倒的に高いことが分かる。また、新卒の初任給は月50万円(別途住宅補助10万円)となっており、上場企業ではトップという調査もある。高給でないと人が来ないというわけではなく、好待遇と言える水準の年収を出せるだけの利益を出していること、それを可能とするJINUSHIビジネスそのものの収益性の高さに着目したい。

このように、非常識とされるビジネスモデルに面白みを感じる人を、厳選しながらも、この規模で取り揃えるのは容易なことではない。このこともまた、模倣困難性をさらに高める要因となっていると考えられる。

図表 3. 従業員数(左軸)及び平均年収(右軸)の推移(人、万円)



注：20/12期は9カ月決算

平均年収は単体

17/3期に人数が急増しているのはニューリアルプロパティとその子会社の連結子会社化によるところが大きい

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 4. 不動産金融の上場企業との平均年間給与の比較

企業名	コード	決算期	平均年間給与 (万円)
地主	3252	23/12	1,718
サムティ	3244	23/11	761
サンフロンティア不動産	8934	23/03	720
トーセイ	8923	23/11	847
フージャースホールディングス	3284	23/03	611
いちご	2337	23/02	1,006
日本エスコン	8892	22/12	685

注：各社とも単体の金額

日本エスコンは 24/03 期に決算期変更のため、23/12 期の金額はない

出所：各社有価証券報告書よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 5) フィリップ・コトラーの競争地位別戦略からのアプローチ

他社は同質化戦略を採ってくるはずだが...

フィリップ・コトラーは、「同業界内における競争上の地位により、取るべき戦略の定石が異なる」という「競争地位別戦略」を提唱している。コトラーは、業界内の地位の種類としてリーダー、チャレンジャー、フォロワー、ニッチャーの 4 分類があると、それぞれの競争地位に応じた戦略目標があると述べている。

不動産業界において底地に特化する同社は、ニッチャーにあたる。ニッチャーの採るべき戦略は、ポーターのポジショニング理論における「集中戦略」に近く、局所的ナンバーワンの地位を確立し、競合の参入を防ぐことが定石となる。これに対して、他社がどのような戦略を採ってくるかというのも重要な論点となる。コトラーの戦略論の定石に則れば、底地特化のビジネスモデルが魅力的で有望なものであれば、業界のリーダーならずとも、他社は、同社のビジネスモデルを模倣する同質化戦略を採ってくるはずである。

## 6) 他社が同質化戦略を仕掛けてこない理由

他社は底地特化を模倣してこない

同社のビジネスモデルは、資金さえあれば、追随・模倣が可能と言える。既存の不動産企業であれば、土地の情報を得るためのネットワークや取引上の信用力もあって参入しやすく思われるが、JINUSHI ビジネスを前面に打ち出して参入してきている企業は見当たらない。その要因として、以下の 3 点が考えられる。

### ① 不動産業界におけるマインド

不動産業界に身を置く人のほとんどは、「地図に残る仕事」という言葉に代表されるように、建物や街をつくりだすことが不動産業であると考えている。建築やエリア開発こそが不動産業の醍醐味であり、ロマンであるというマインドを持つ人が多い。このようなマインドを持つ人の目には、土地を仕入れてテナントをつけて販売することだけに特化することは、付加価値がないように映る。底地特化は不動産業としては非常識であると捉える人もいるようで、そのような業界人は、そもそも底地の取り扱いに特化しようとしにくい。

### ② キャッシュ循環の問題

不動産業界では、「不動産の保有期間は短いほど良い」と言われている。物件を買い取って保有すると、その物件に資金が「張り付く」ことになり、必要な運転資金が増加する。そのため、手数料が収益源となる仲介や、手離れの良い物件の販売が好まれる傾向が強い。特に中小不動産企業だと、物件を寝かせておくだけの資金力が乏しいことが多い。同社は、「地主リート」が有力な売却先であり、キャッシュ循環の問題点を解決、地主リートの資金調達力をむしろ強みとしている。

### ③ 目利き力で敵わないと捉えられている可能性

仕入の判断の段階において重要なのは、売却先が目線にあった額で販売できるかどうか、建物を建てるテナントが万が一撤退した時にその土地を他に転用できるかどうかといったことの判断である。こうした「目利き」の力は、不動産業界においては案件の経験量に裏打ちされると考えられており、20年超の実績を積んできた同社を前にして、目利きで敵わないと認識している可能性がある。なお、同社の場合、20年超の実績もさることながら、物件の買い手である地主リートをグループで抱えていることも、目利き力の向上につながっている。

以上の要因から、同業の不動産企業は、同社の「JINUSHI」ビジネスに対して同質化政策を仕掛けてこないと考えられる。

## 4. 底地に特化した JINUSHI ビジネス

### 1) JINUSHI ビジネスの前提：定期借地権とは何か

#### 1992年施行の借地借家法が JINUSHI ビジネスの法的根拠

JINUSHI ビジネスは、建物を持たずに土地だけに投資をすることで、建物所有に関連する様々なリスクを排除し、安定的な収益を長期間にわたって享受する底地をつくり上げ、不動産金融商品として販売するモデルである。1992年8月に施行された借地借家法の改正における借地権の取り決めが根拠になっている。

借家借家法において、借地権は、普通借地権と定期借地権に分類される。定期借地権は、当初定められた契約期間で借地関係が終了し、その後は更新できないものであり、①一般定期借地権、②事業用定期借地権、③建物譲渡特約付借地権の3種類がある。

同社が取り扱う案件は、主に事業用の建物を所有するために設定される、②事業用定期借地権に基づいたものが多く、JINUSHI ビジネスの前提となっている。一方、居住用の用途、例えば老人ホーム等のテナントとの案件を行う際は、①一般定期借地権に基づいて対応することとなるが、契約の更新や建物の改築による借地権の存続期間の延長をしないことや、建物買取請求権を行使しないことについての特約をつけることで、事業用定期借地権を利用する場合と同様の設定になるようにしている。

図表 5. 借地権の種類

借地権	存続期間	利用目的	契約方法
定期借地権			
一般定期借地権 (法 22 条)	50 年以上	用途制限なし	・公正証書等の書面で行う [1]契約の更新をしない [2]存続期間の延長をしない [3]建物の買取請求をしない という3つの特約を定める
事業用定期借地権 (法 23 条)	10 年以上 50 年未満	事業用建物所有に限る (居住用は不可)	
建物譲渡特約付借地権 (法 24 条)	30 年以上	用途制限なし	・30 年以上経過した時点で建物を相当の対価で地主に譲渡することを特約する ・口頭でも可

普通借地権	30年以上 用途制限なし	・制約なし ・口頭でも可
借地権	借地関係の終了	契約終了時の建物
定期借地権		
一般定期借地権 (法 22 条)	期間満了による	・原則として借地人は建物を取り壊して土地を返還する
事業用定期借地権 (法 23 条)		
建物譲渡特約付借地権 (法 24 条)	建物譲渡による	・以下のいずれか [1]建物は地主が買取る [2]建物は収去せず土地を返還する [3]借地人または借家人は継続して借家として住まうことができる
普通借地権	[1]法定更新される [2]更新を拒否するには正当事由が必要	・以下のいずれか [1]建物買取請求権がある [2]買取請求権が行使されれば建物はそのまま土地を明け渡す 借家関係は継続される

出所：国土交通省ウェブサイト

## 2) JINUSHI ビジネスの強み

### JINUSHI ビジネスの 3 つの特徴

底地に特化することで得られる JINUSHI ビジネスの不動産金融商品の特徴として、①追加投資が不要である、②長期安定収益が見込める、③資産価値が下がりにくい、の 3 点が挙げられる。

#### ① 追加投資が不要である

投資対象が土地のみであるため、土地の上に建つ建物の建設コスト及び所有コストはテナント負担となる。そのため、建物の保守、修繕、改装等のための追加投資を必要としない。このことは現在のインフレ局面でも有利に働き、建築費や修繕費の上昇の影響を受けない。

#### ② 長期安定収益が見込める

契約期間が 20～50 年と長期で、建物はテナントが投資するため、退去リスクが低く、長期にわたる安定収益を見込むことができる。実際、これまでの開発実績は累計で 362 案件にのぼるがテナント退去事例は 1 件も発生しておらず、借地料減額事例も、新型コロナ禍の時期に期間限定で対応した 1 件が発生したのみである。

#### ③ 資産価値が下がりにくい

契約終了時、テナントは更地で返還することが義務づけられており、流動性の高い更地で返還されてくるため、資産価値が下がりにくい。建物とは異なり土地は経年劣化しないため、インフレ局面となり土地価格が上昇するなら、その分が含み益上昇となる（売却時のキャピタルゲインが拡大する）。

### 建物を含む不動産投資に比べて変動要素が少ない

建物を含む不動産投資との比較で言うと、底地に特化することにより、JINUSHI ビジネスは、建物に由来する様々な変動要素が排除された不動産投資に仕立てられている。JINUSHI ビジネスにおいて、通常の不動産投資と同等に考慮しなくてはならないリスクは、金利変動リスクのみと言える。

図表 6. 変動要素で見た通常の不動産投資との違い

変動要素となりうる項目	通常の不動産投資 (建物+土地)	JINUSHI ビジネス (土地のみ)
賃貸収入	・賃料変動リスクや空室リスクがあり 収入が変動する	・賃料変動リスクや空室リスクがなく 長期にわたり収入は変動しない  ・左の費用の大半が不要である
賃貸原価	・日常的に以下の費用がかかる 販促・広告宣伝費 リーシング 清掃費 水道光熱費 保険料 警備費 修繕費 ・減価償却費がかかる ・固定資産税がかかる	・土地にはそもそも減価償却がない ・賃貸原価は土地の固定資産税のみ 増税分は固定資産税連動条項により 賃料に加算 (固定資産税連動条項)
営業外費用	・金利変動リスクがある	・金利変動リスクがある
その他支出	・リニューアルやリノベーションで追加費用がかかる ・追加の設備投資が必要になることがある ・災害発生時の対応費用が必要	・追加費用や追加の設備投資が不要

出所：会社資料にストラテジー・アドバイザーズ加筆

### 3) JINUSHI ビジネスのプロセス (4つのステップ)

JINUSHI ビジネスは、①土地を買う(仕入れる)、②土地を貸す、③貸している土地を売る、④投資家の資金を運用する、の4つのステップを踏むことで、資金の回転を継続させながら保有不動産を増やしていくモデルである。

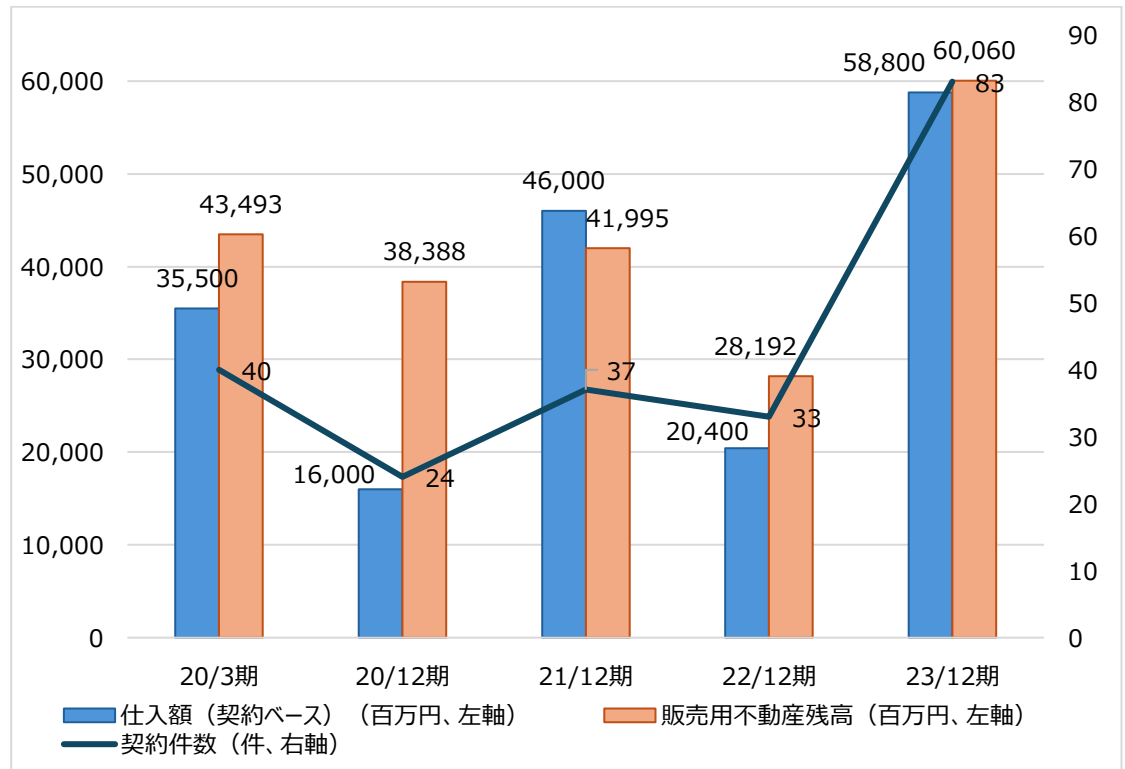
#### ① 土地を買う(仕入れる)

#### 低減された仕入リスク

土地を買う際のポイントは、仕入リスクの低減である。そのため、原則、具体的にテナントが決まってから土地を取得する。その際、万が一テナントが退去した場合でも、他のテナントを見つけやすい、または、第三者への転売が容易であるといった、長期にわたって需要がある、転用性が高い土地であることを条件としている。また、不動産金融商品としての売却を想定しているため、買い手の目線に合った利回りが確保できる可能性が高い案件であることも重視している。

土地を買う場合には、相対取引であることがほとんどだが、土地情報の取得手段は、金融機関や仲介会社等からの入手のほか、テナントからの持ち込み、住宅デベロッパーからの共同開発提案等多岐にわたっている。テナントからの持ち込みは同社独自の手法であり、テナントと長年にわたり良い関係性を築いてきている証左である。また、土地建物双方を保有する取引先から土地のみを取得し、土地のみのオフバランスを図る案件もあり、土地所有者が抱える課題を解決するソリューションとして価値提供しているという側面もある。

図表 7. 仕入の推移



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ② 土地を貸す

### 解約リスクも低減

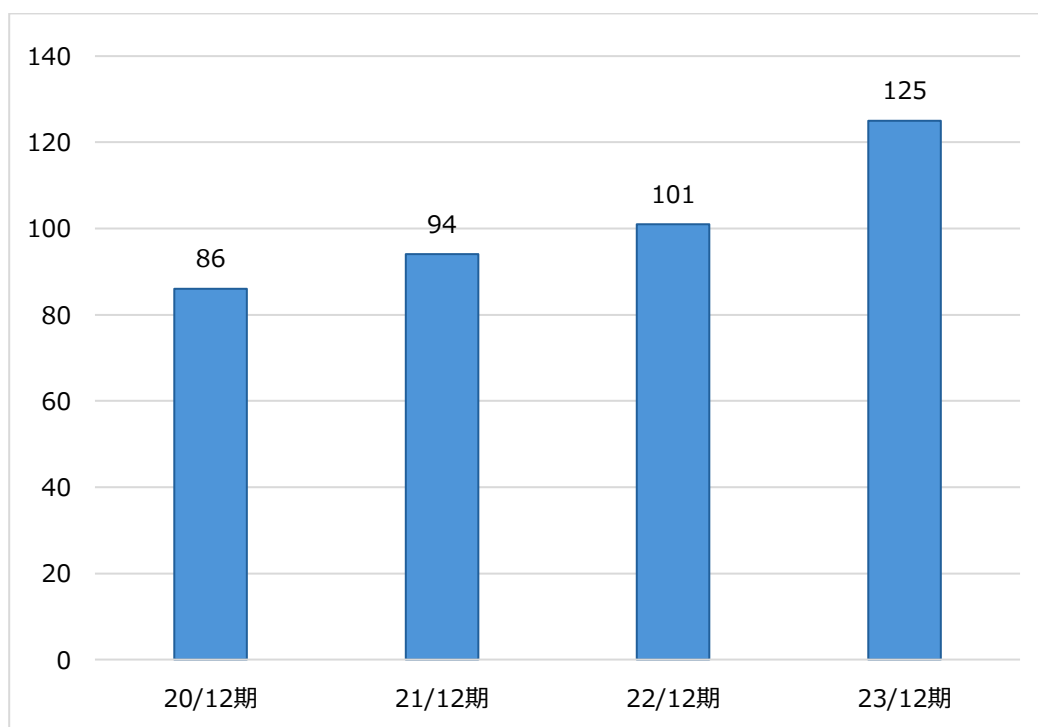
テナントとは、20~50 年程度の長期の定期借地権設定契約を締結する。これにより、同社は土地のみを所有し、建物はテナント負担で建設、所有されることになる。そのため、同社としては、建物の保守や修繕等の追加投資を必要としない。

テナントとの契約において、原則 10 年以上の中途解約を不可としているため、解約リスクは低減されている。また、契約期間中はテナントからの借地料改定の申し入れも原則不可としており、安定収益の確保の可能性を高めている。さらに、事業用定期借地権の契約をベースとしているため、契約終了時に建物買取請求権が発生しない、すなわち、更地返還義務がある契約となっており、資産価値が下がりにくくなっている。

一方、テナントとしても、出店の際の初期コストを抑えることができるなど、同社から土地を借りることのメリットは大きい。また、上述の通り、テナントが保有する土地をオフバランスした上で、その立地で引き続き事業を継続することも可能であるため、財務体質改善、財務の効率性向上を図ることもできる。こうして同社の JINUSHI ビジネスの仕組みを利用するテナントは、2023 年 12 月期時点で 125 社まで増加している。



図表 8. テナントの社数の推移 (社)



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

社数ベースでいうと、2023年12月期の125社のテナントのうちの24社を占めるスーパーを筆頭に、ドラッグストア、カーディーラー、飲食店、ホームセンター、飲食店、家族葬といった業種のテナントが上位にくる。なお、同社は現在、ホスピス、老人ホーム、家族葬、学校・保育園、病院・健診センター、物流・データセンターといった社会インフラを担う事業者のテナントの拡大を目指している。

図表 9. テナントの業種別内訳 (2 社以上の業種)

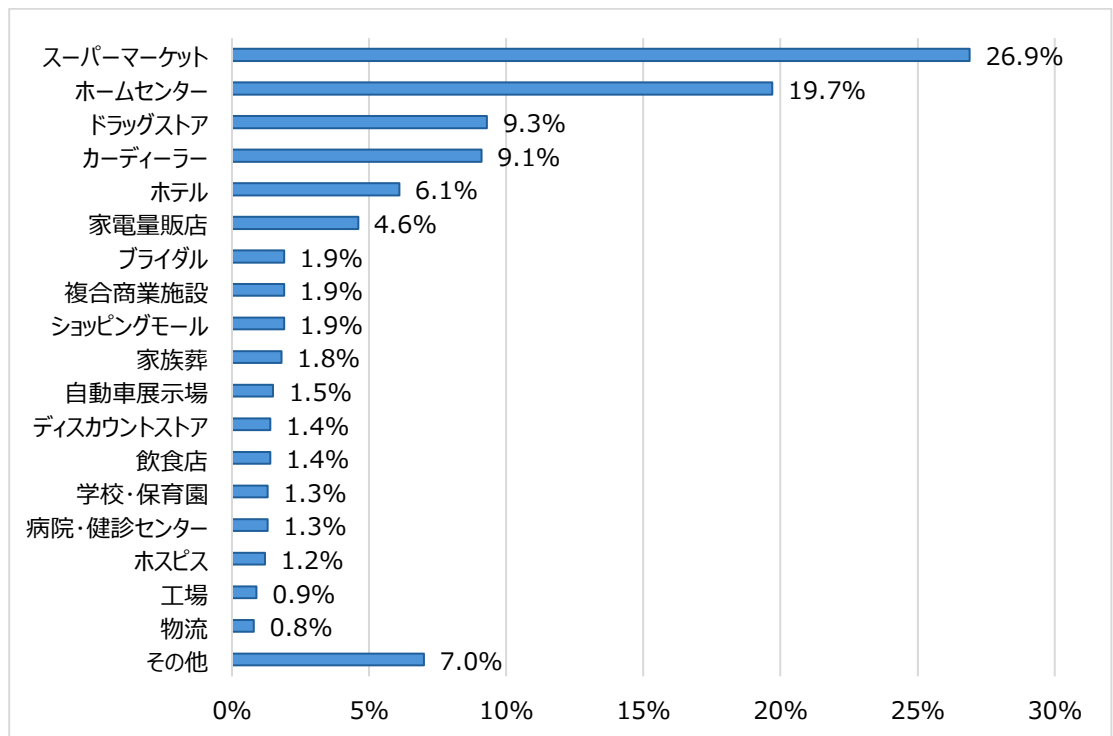
業種	社数	割合	主なテナント ( ()内は開示のある店舗数)
スーパーマーケット	24	19.2%	コーナン商事 (34) ライフコーポレーション(21)
ドラッグストア	11	8.8%	スギホールディングス(18) ウエルシア薬局(13) 中部薬品(11)
カーディーラー	11	〃	トヨタユーズック ビッグモーター
飲食店	10	8.0%	くら寿司
ホームセンター	8	6.4%	コーナン PRO スーパービバホーム
家族葬	7	5.6%	
家電量販店	6	4.8%	ケーズデンキ ジョーシン ヤマダ電機
ホテル	5	4.0%	
工場・倉庫	4	3.2%	
病院・健診センター	4	〃	
学校・保育園	4	〃	
スポーツクラブ	3	2.4%	
ブライダル	3	〃	
ディスカウントストア	3	〃	
物流・データセンター	2	1.6%	
ガソリンスタンド	2	〃	
住宅展示場	2	〃	
ホスピス	2	〃	

注：「主なテナント」にて店舗数の開示があるのは 10 案件以上のテナントを掲載

出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

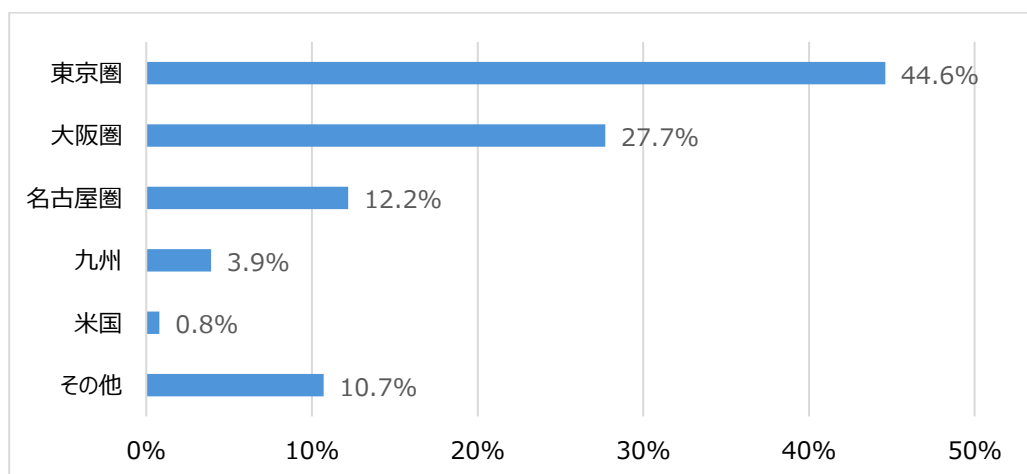
このように、同社はひたすら土地を買って、テナントに貸すことを繰り返してきた。その結果、2023 年 12 月末時点で、累計 362 案件、約 4,664 億円の開発実績を積み上げてきた。開発実績のテナント業種の上位は小売業に属する業種が多いが、最も多いスーパーマーケットでも 30%を下回っている。また、地域的には東名阪で約 85%を占めるが、一極集中しているわけではない。

図表 10. 開発実績の業種別構成比



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. 開発実績の地域別構成比



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 開発した物件の約 3 分の 2 が地主リートへ売却

### ③ 貸している土地を売る

上述の①、②のステップにて長期安定のキャッシュ・フローを生み出す不動産金融商品として仕立てた後は、地主リート等のファンドや投資家に売却する。

同社から地主リートへの売却比率（スポンサーパイプラインサポート比率）は、65.6%である。内訳は、地主リートに直接組み込まれるものが 30.8%、ブリッジスキームによるものが 34.8%である。ブリッジスキームとは「最終的な売却先が決まっており、別法人が一時的に保有する仕組み」のことであり、地主アセットマネジメントが指定する第三者（実質、地主リートと推測）に対し取得に係る優先交渉権を付与するものである。三井住友ファイナンス&リースの 100%子会社の SMFL みらいパートナーズや、みずほリースの 100%子会社の EM エル・エステートといったリース会社が間に立っている。

なお、同社では、資金の回転を重視して、土地の仕入れから販売までの期間の目安を 1 年～1 年半程度に設定している。

### ④ 投資家の資金を運用する

## 地主リートでの運用

100%子会社の地主アセットマネジメントが運用する地主リートは、国内唯一の底地特化型の私募リートである。こちらは、章を変えて「地主リート」のところで詳述する。

## 4) JINUSHI ビジネスの収益構造

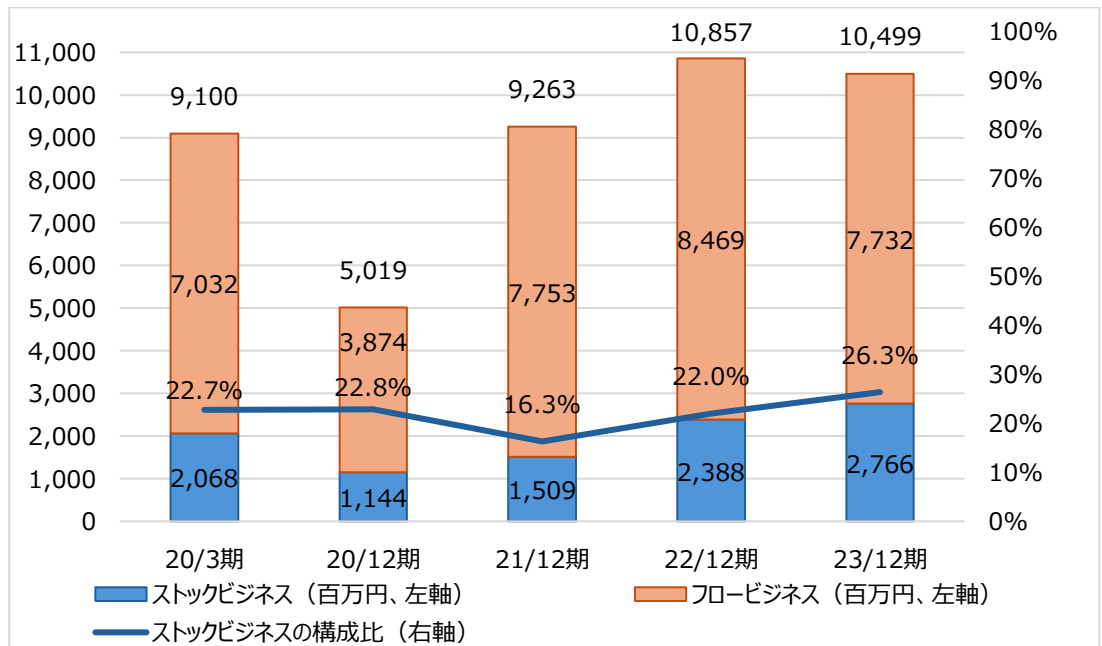
## 収益はフロービジネスとストックビジネスに区分

同社の収益はフロービジネスの収益とストックビジネスの収益に分類できる。両者の売上総利益率に大きな差があることを考慮すると、両者の収益インパクトについては、売上総利益の額で比較するのが好ましい。2023 年 12 月期における売上総利益に占める割合は、フロービジネスの収益が 73.7%、ストックビジネスの収益が 26.3%である。底地の販売によるフロービジネスの収益の割合が多く、底地の販売の動向次第で業績は大きく変動する。

フロービジネスの収益は、不動産売却収益と不動産売買の仲介手数料で構成される。不動産売却収益が大半であり、土地の売却状況や、売却した個々の案件の収益性の差により、変動が大きい。ただし、同社が開発する金融商品の競争力は高く、買い手の需要も旺盛であり、売却ができない心配はほぼないようだ。

ストックビジネスの収益は、販売用不動産賃貸収益、アセットマネジメント収益、長期賃貸収益、その他収益（プロパティマネジメント、サブリース、運営管理）で構成される。安定的な収益源として積み上げていく方針を採っており、売上総利益の約 26%がストックビジネスによってもたらされている。同社は長期的には、安定したストック収益により固定費を賄うことで業績の安定性向上、株価のバリエーション向上を目指している。

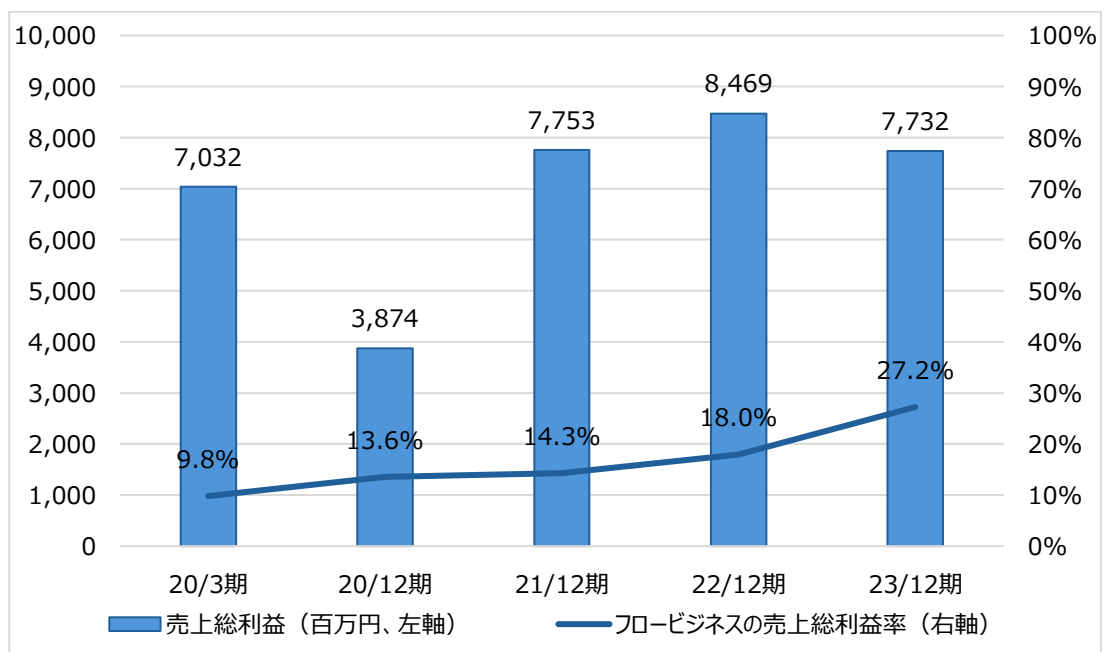
図表 12. ビジネス形態別売上総利益の推移



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

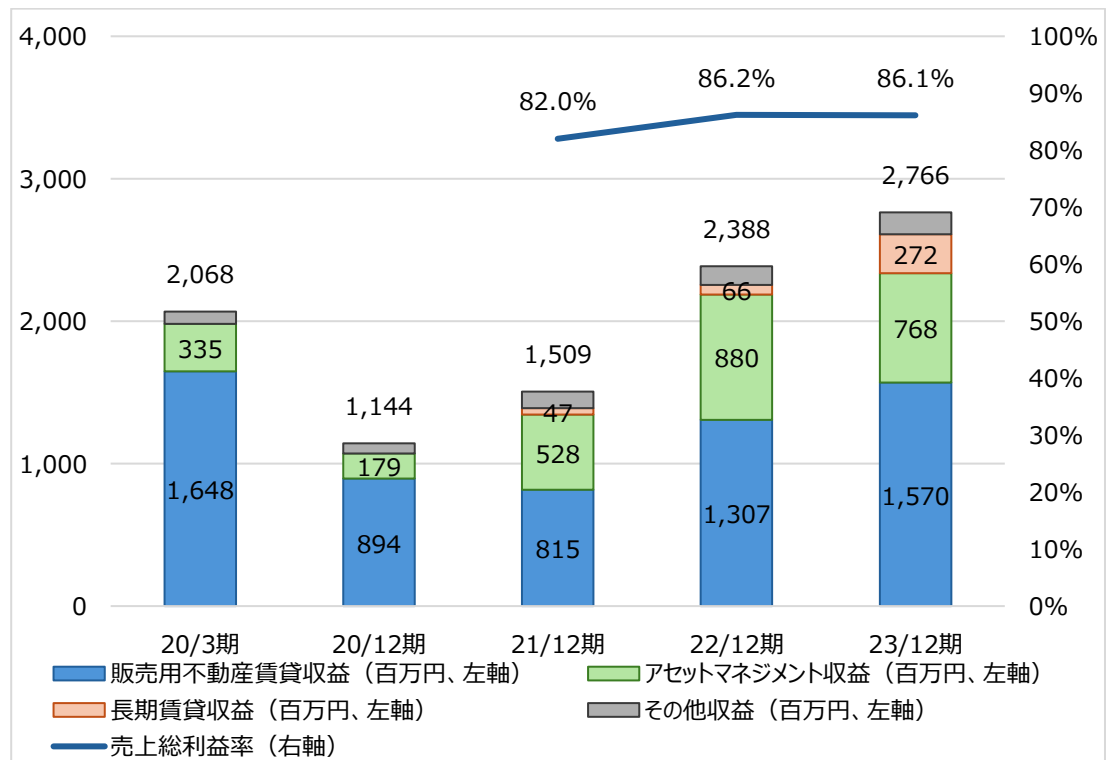
図表 13. フロービジネスの売上総利益の推移



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 14. ストックビジネスの売上総利益の推移



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 5. 国内唯一の底地特化型私募リート「地主リート」

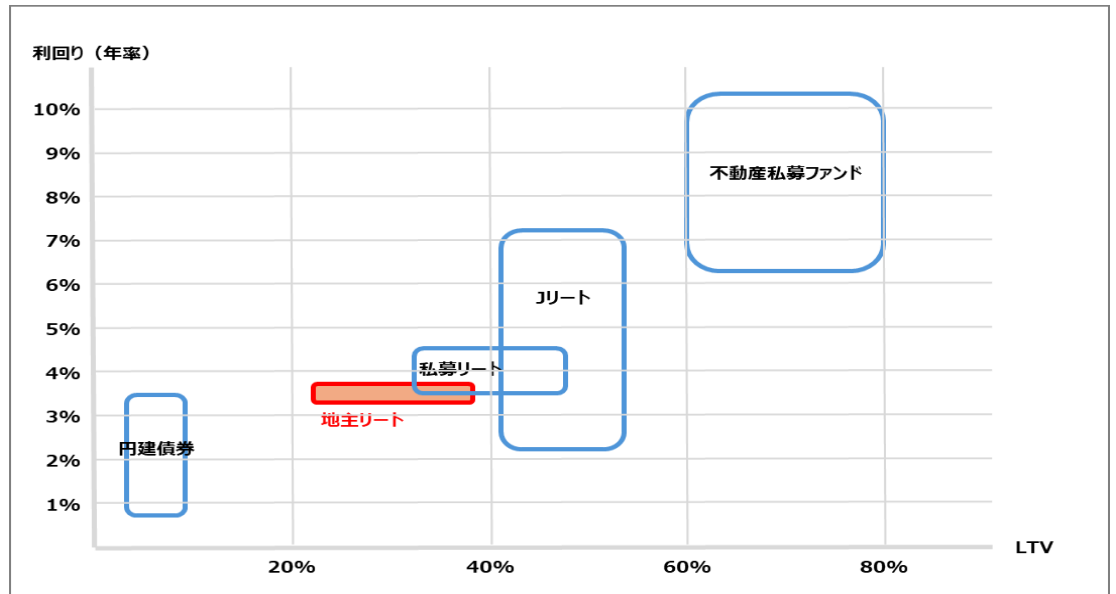
### 低リスク・低ボラティリティの地主リート

100%子会社の地主アセットマネジメントが運用する地主リートは、国内唯一の底地特化型リートである。商品コンセプトとしては、財務安定性を重視して 20~40%程度の LTV 水準で、分配金利回りを年率 3.5%程度に想定している。実績としては、運用開始以降、LTV30%程度、分配金利回り年率 4.0%程度で運用されてきており、8次募集後の 2024 年 1 月 10 日時点でも LTV、分配金利回りとも、これらの水準を維持している。また、同時点での固定借入比率は 100%、平均残存借入期間は 5.3 年となっている。

このように、エクイティ投資でありながら、低リスク・低いボラティリティの特徴を持ち、社債等の円建債券と従来の私募リートの間位置する、従来の金融商品にはない商品性となっている。

なお、資本市場の変動リスクを回避するため、同社では地主リートの上場を企図しておらず、あくまで私募リートとして運用を継続していく方針である。そうすることで、長期安定的な JINUSHI ビジネスとの高い親和性を維持していく。なお、上場しないため、投資口価格は決算期末の鑑定評価額等によって決定される。

図表 15. 商品性で見た地主リートのポジション

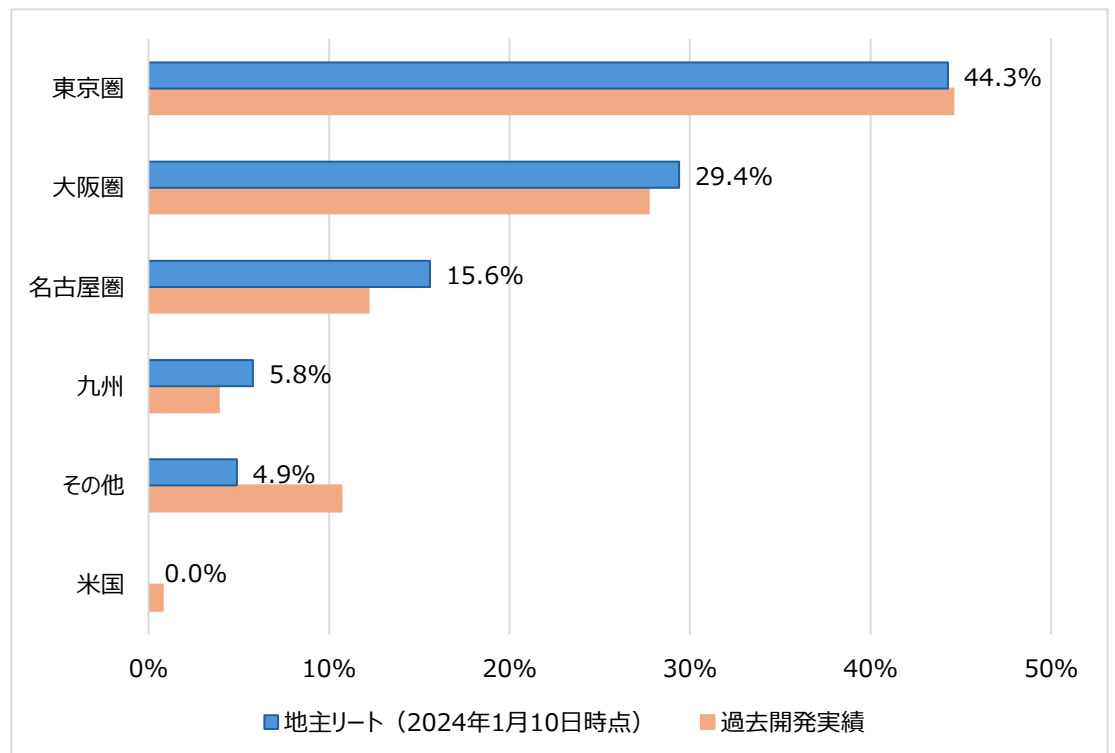
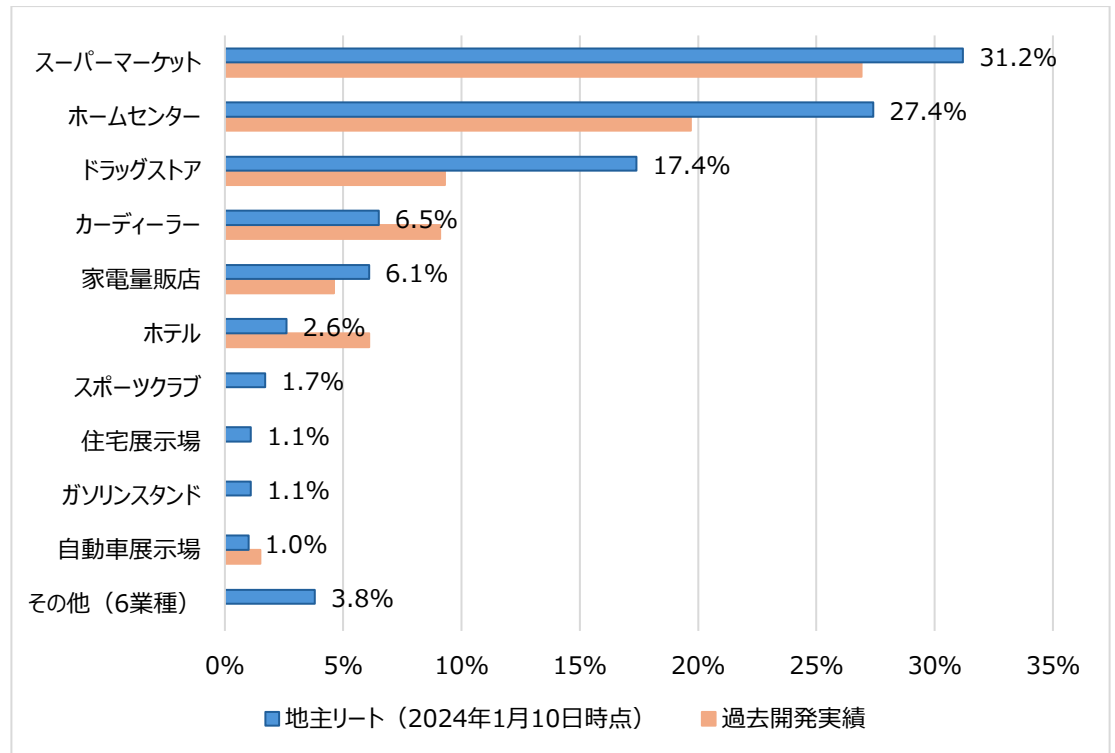


出所： 会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

## 小売 3 業種への集中度が高い地主リートのポートフォリオ

8次増資終了後の2024年1月10日時点で運用物件数は154物件で、運用資産のテナント業種別ポートフォリオは、スーパーマーケット（構成比31.2%）、ホームセンター（同27.4%）、ドラッグストア（17.4%）の上位3業種で76.0%を占めている。過去実績の上位3業種合計が55.9%であることと比較すると、上位3業種への集中度が高いポートフォリオとなっている。

図表 16. 地主リートのポートフォリオ：テナント業種別及び地域別構成比



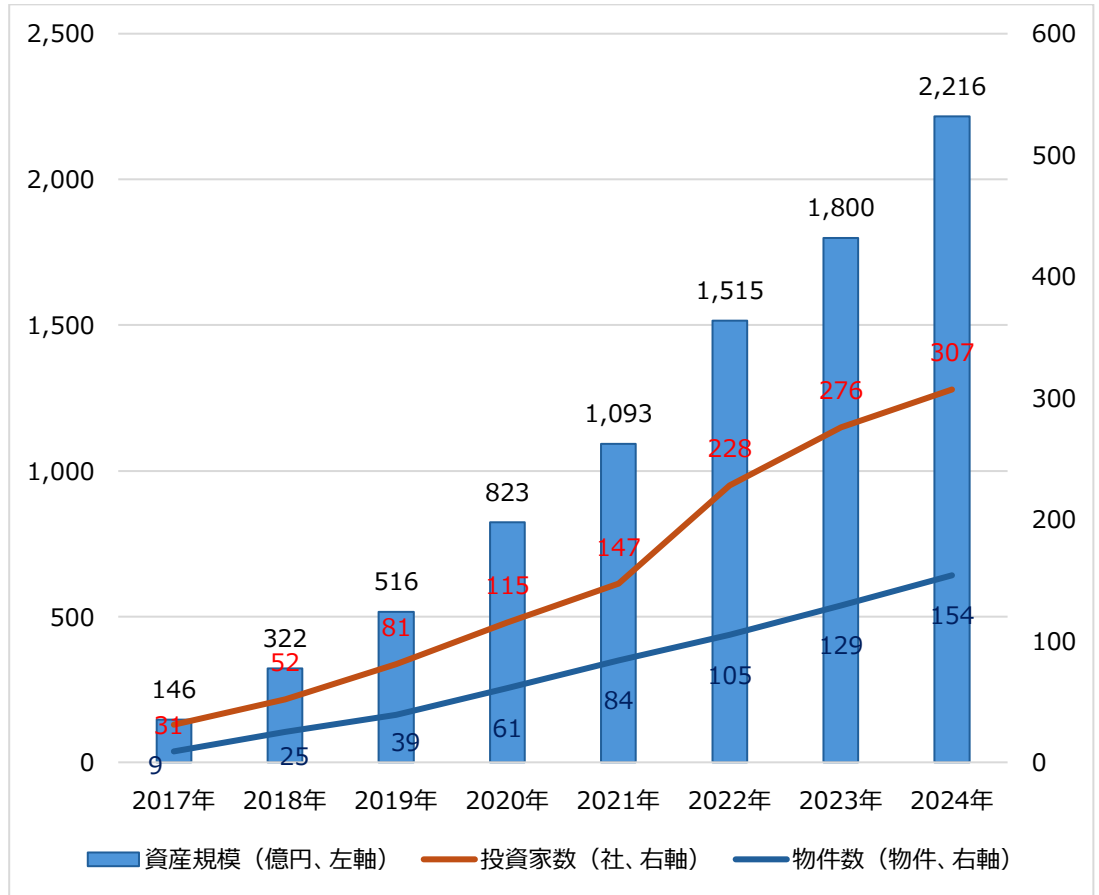
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

**2017年の運用開始後毎年増資して資産規模拡大**

底地に特化した私募リートは他に存在していないため、他にはない投資機会を提供する金融商品として投資家に受け入れられており、2017年の運用開始以降、運用資産規模を拡大させてきた。



図表 17. 地主リートの資産規模の推移



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 地主リートの投資家分布

地主リートへの投資家は、2024年1月10日時点で、事業法人等（構成比 36.2%）、信用金庫・信用組合（同 26.9%）、中央金融法人（22.3%）が上位を占めている。2023年12月末時点の私募リート54投資法人の投資家構成と比較すると、事業法人等の保有が多い一方で、年金基金の保有が少ない構成となっている。足元では、同リートを運用する地主アセットマネジメントが、年金基金と中央金融法人の割合増加に注力しており、長期安定のキャッシュ・フローを生み出す底地の商品特性を踏まえれば、今後、これらの投資家の割合の上昇が見込まれる。

図表 18. 地主リートの投資家構成

地主リート (2024年1月10日時点)		私募リート (54投資法人) (2023年12月末)	
投資家	割合	投資家	割合
中央金融法人	22.3%	中央金融法人	29.0%
地方銀行	7.0%	地域金融機関	33.5%
信用金庫・信用組合	26.9%	事業会社等	16.8%
事業法人等	36.2%	年金	20.7%
年金基金	7.3%		
地主	0.3%		

出所： 会社資料、不動産証券化協会「私募リート・クォーター」よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 6. 当面の業績動向

**2023年12月期は大幅減収だが当期純利益は期初計画超過で増益**

2023年12月期の業績は大幅減収になった点が目立つ。売上高は前期比36.7%減の31,597百万円と大幅減収であったが、営業利益は6,154百万円と同4.0%減に留まり、親会社株主に帰属する当期純利益は4,709百万円と同29.3%増となった。

**2023年12月期は期初計画から減収予想だった**

期初会社計画は、売上高42,000百万円(前期比15.8%減)、営業利益6,300百万円(同1.7%減)、親会社株主に帰属する当期純利益は4,200百万円(同15.3%増)であった。期初の段階で、減収・営業利益減益を計画していたのは、前期の仕入が少なく、2023年12月期初の販売用不動産残高が前期初比32.9%減で始まったためである。それでも、親会社株主に帰属する当期純利益を増益と計画していたのは、固定資産の売却に伴う特別利益の発生を織り込んでいたためである。また、同社によれば、特別利益により当期純利益の成長が見込めていたため、底地の販売量を抑制したようだ。

**2023年12月期の期中に会社計画修正**

2023年12月期第2四半期決算公表時、会社計画は、売上高が42,000百万円から32,000百万円(前期比35.9%減)へ、営業利益が6,300百万円から6,000百万円(同6.4%減)へ、親会社株主に帰属する当期純利益が4,200百万円から4,400百万円(同20.8%増)へそれぞれ修正された。大型案件等の売却、売却案件の想定以上の高い利益率、順調な仕入拡大による販売用不動産賃貸収益の増加見込みにより、期初会社計画水準の利益の確保の目途が立ったとして、2023年12月期に売却を予定していた一部案件の売却時期を2024年12月期以降に変更することとなった。これが、売上高の計画が大幅に減額された要因である。

**仕入は好調で特別利益計上もあり、当期純利益は上方修正後計画を超過**

仕入は下期も順調に進み、2023年12月期は前期比2.86倍の58,800百万円となり、2023年12月期末の販売用不動産残高は前期末比2.13倍の60,060百万円となった。また、売上高こそ減ったが販売案件の利益率が高く全体の利益率が改善したことや、期初より織り込まれていた固定資産の売却による特別利益1,489百万円が計上されたことにより、親会社株主に帰属する当期純利益は上方修正後の会社計画をも上回った。

図表 19. 売上高・利益動向

(百万円)	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12 CoE
売上高	29,886	56,177	49,887	31,597	55,000
前期比	n.a.	n.a.	-11.2%	-36.7%	74.1%
営業利益	2,420	5,475	6,411	6,154	8,200
前期比	n.a.	n.a.	16.5%	-4.0%	33.2%
売上高営業利益率	8.1%	9.7%	12.9%	19.5%	14.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,644	3,124	3,641	4,709	5,000
前期比	n.a.	n.a.	16.5%	29.3%	6.2%
売上高当期純利益率	5.5%	5.6%	7.3%	14.9%	9.1%

注：決算期変更のため20/12期が9カ月決算のため、20/12期と21/12期の前期比はなし

出所：会社資料

**2024年12月期は増収増益を計画**

2024年12月期について、同社は、売上高55,000百万円(前期比74.1%増)、営業利益8,200百万円(同33.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益5,000百万円(同6.2%増)を計画している。

図表7にある通り、2024年12月期初の販売用不動産残高は前期初比113.0%増であることに加え、前期好調だった仕入状況が2024年12月期も継続するとして、大幅増収が想定されている。一方、前期にあった2018年頃に仕入れた高利益率かつ大型の売却案件に相当する物件を想定していないために前期

より売上総利益率は低下することを見込み、2024年12月期の売上高営業利益率は前期比4.6%ポイント低下の14.9%を計画している。さらに、前期にあった固定資産売却による特別利益も剥落するとしているが、それでも、販売増による大幅増収が牽引して、親会社株主に帰属する当期純利益でも増益を確保できると同社は予想している。また、上記要因を考慮しても、2023年12月期より前の各利益率を見れば、引き続き高い利益率を維持しているといえよう。

ここから、2024年12月期の業績の焦点となる大幅増収の確からしさを検証してみるが、ストラテジー・アドバイザーズでは、2024年12月期の売上高55,000百万円は十分に達成可能とみている。

同社の収益の中心は、底地の販売によるフロー収益によるものである。そのため、前期末の販売用不動産の額と当期の仕入額(計上ベース)の合計をインプット、当期の売上原価をアウトプットとして、インプットがアウトプットになった割合(ここでは「ターンオーバー率」と呼ぶ)を計算してみた。ターンオーバー率は、土地の仕入から販売までの期間の影響を受ける。販売を遅らせた物件があった2023年12月期こそ低下しているが、通常期は2021年12月期、2022年12月期の55%前後と推察される(2020年12月期は9カ月決算のため参考値)。

2024年12月期の会社計画の売上高55,000百万円に対し、売上原価率が2021年12月期並みに悪い83.5%、仕入額が2022年12月期並みに少ない25,000百万円と保守的に仮定すると、2024年12月期のターンオーバー率は54.0%と算出され、通常期の水準となる(24/12 Sim)。売上原価率と仕入額の直近数年の悪い数値を使ってもターンオーバー率が通常期の水準ということは、売上高も十分に保守的で達成可能な金額である可能性が高いことを示唆している。

なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、2024年12月期の販売費及び一般管理費を前期比8.2%増の4,700百万円程度で見込んでいるが、会社計画の営業利益8,200百万円の達成のためには、保守的な条件としたSimの水準より売上高が上振れるか、売上原価率が低減する必要がある。直近の仕入状況が好調なことから、会社計画の営業利益8,200百万円は十分に達成可能と考えている。

図表 20. ターンオーバー率の推移と2024年12月期の検証

(百万円)	20/3	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12 CoE	24/12 Sim
売上高	74,187	29,886	56,177	49,887	31,597	55,000	55,000
売上原価	65,087	24,868	46,914	39,030	21,098	n.a.	45,925
売上原価率	87.7%	83.2%	83.5%	78.2%	66.8%	n.a.	83.5%
仕入額(計上ベース)	38,835	24,461	51,146	24,845	52,739	n.a.	25,000
販売用不動産残高	43,493	38,387	41,995	28,192	60,060	n.a.	39,135
ターンオーバー率	n.a.	36.6%	52.4%	58.4%	26.1%	n.a.	54.0%

注：決算期変更のため20/12期が9カ月決算のため、20/12期と21/12期の前期比はなし

出所：会社資料

図表 21. 半期/四半期業績動向

(百万円)	22/12		23/12	
	H1	H2	H1	H2
<b>損益計算書</b>				
売上高	27,069	22,818	10,373	21,224
売上原価	21,104	17,925	7,579	13,518
売上総利益	5,964	4,893	2,793	7,706
売上総利益率	22.0%	21.4%	26.9%	36.3%
販売管理費	2,215	2,231	2,100	2,244
売上高販売管理費率	8.2%	9.8%	20.2%	10.6%
営業利益	3,749	2,662	693	5,461
売上高営業利益率	13.8%	11.7%	6.7%	25.7%
営業外収支	157	-625	17	-453
金融収支	-276	-305	-177	-217
持分法投資損益	173	-181	40	0
その他	260	-139	154	-236
経常利益	3,906	2,037	711	5,007
売上高経常利益率	14.4%	8.9%	6.9%	23.6%
特別損益	-197	-1,134	1,207	242
税前利益	3,709	903	1,918	5,250
法人税等合計	1,138	-172	700	1,730
(法人税率)	30.7%	-19.0%	36.5%	33.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,569	1,072	1,193	3,516
売上高当期純利益率	9.5%	4.7%	11.5%	16.6%

(百万円)	22/12				23/12			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>損益計算書</b>								
売上高	19,661	7,408	2,701	20,117	8,130	2,243	14,837	6,387
売上原価	15,121	5,984	1,829	16,096	6,117	1,462	8,416	5,102
売上総利益	4,540	1,424	872	4,021	2,012	781	6,421	1,285
売上総利益率	23.1%	19.2%	32.3%	20.0%	24.7%	34.8%	43.3%	20.1%
販売管理費	1,249	966	935	1,296	1,098	1,002	1,072	1,172
売上高販売管理費率	6.4%	13.0%	34.6%	6.4%	13.5%	44.7%	7.2%	18.3%
営業利益	3,290	459	-64	2,726	914	-221	5,349	112
売上高営業利益率	16.7%	6.2%	-2.4%	13.6%	11.2%	-9.9%	36.1%	1.8%
営業外収支	-54	211	-136	-489	-36	53	-70	-383
金融収支	-126	-150	-149	-156	-72	-105	-126	-91
持分法投資損益	170	3	-137	-44	40	0	0	0
その他	-98	358	150	-289	-4	158	56	-292
経常利益	3,236	670	-199	2,236	879	-168	5,277	-270
売上高経常利益率	16.5%	9.0%	-7.4%	11.1%	10.8%	-7.5%	35.6%	-4.2%
特別損益	-140	-57	-1,053	-81	1,207	0	-40	282
税前利益	3,095	614	-1,253	2,156	2,086	-168	5,238	12
法人税等合計	1,008	130	-34	-138	712	-11	1,751	-21
(法人税率)	32.6%	21.2%	n.a.	n.a.	34.1%	n.a.	33.4%	n.a.
親会社株主に帰属する当期純利益	2,086	483	-1,220	2,292	1,350	-157	3,485	31
売上高当期純利益率	10.6%	6.5%	-45.2%	11.4%	16.6%	-7.0%	23.5%	0.5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 7. 中長期展望

### 1) 中長期的に好環境が続く見通し

同社の JINUSHI ビジネスを取り巻く環境は、今後も良好に推移すると予想される。

**底地の流通量は 2030 年に 16 兆円まで拡大する見通し**

底地の供給サイドの視点では、底地の流通量の拡大が見込まれている。日本不動産研究所の調査によると、底地取引の累積値ベースで見た底地市場規模は 2021 年時点で累計 5.47 兆円とされている。今後、2026 年には 9.95 兆円、2030 年には 16.06 兆円まで拡大すると予測されている。

**店舗出店の約 10%が「借地・建物自社所有が原則」によるもの**

また、ザイマックス不動産総合研究所の「商業店舗の出退店に関する実態調査 2022」によると、店舗出店における不動産の所有、賃借の方針は「建物賃借（借家）が原則」が 43%で最も多く、次いで「特に決まっていない」の 30%が続く。「借地・建物自社所有が原則」は 10%に留まっている。「建物賃借（借家）が原則」の事業者、「借地・建物自社所有」のメリットが伝わりきれていない可能性もあるが、今後の取り組み次第によって、「借地・建物自社所有」の割合が増える余地があるとも言える。

**図表 22. 商業店舗の出店時の契約形態**

契約形態	全体	店舗数別				
		10 店舗未満	50 店舗まで	100 店舗まで	200 店舗まで	200 店舗以上
土地・建物とも 自社所有が原則	12%	26%	12%	0%	3%	0%
借地・建物自社所有が原則	10%	13%	11%	13%	0%	7%
建物賃借（借家）が原則	43%	23%	41%	58%	71%	63%
特に決まっていない	30%	36%	34%	22%	23%	20%
その他	4%	2%	3%	7%	3%	10%

契約形態	全体	店舗面積別				
		50 坪未満	150 坪まで	500 坪まで	1,000 坪まで	1,000 坪以上
土地・建物とも 自社所有が原則	12%	1%	6%	14%	30%	31%
借地・建物自社所有が原則	10%	4%	4%	17%	19%	14%
建物賃借（借家）が原則	43%	72%	62%	23%	5%	28%
特に決まっていない	30%	14%	27%	43%	44%	28%
その他	4%	9%	1%	3%	2%	0%

出所：ザイマックス不動産総合研究所「商業店舗の出退店に関する実態調査 2022」

**Jリート及び私募リート市場は拡大**

底地を不動産金融商品として求める需要サイドの視点では、まずは、Jリート及び私募リートの市場拡大が見込まれている。不動産証券化協会の資料によると、2023 年 12 月末のリートの資産総額（取得価格ベース）は 28.7 兆円（Jリート 22.7 兆円、私募リート 5.9 兆円）、物件数は 6,287 物件（Jリート 4,697 物件、私募リート 1,590 物件）となった。地主リートの運用が始まった 2017 年 12 月末をベースに、2023 年 12 月末までの 6 年で資産総額は年率 7.2%、物件数は同 6.9%のペースで拡大してきたが、同期間、私募リートの資産総額は同 16.1%、物件数は同 17.8%のペースで拡大しており、私募リートの拡大ペースの方が上回っている。投資対象としての私募リートの存在感が増している。

なお、不動産証券化協会が2003年から実施している「不動産私募ファンドに関する実態調査」では、私募リートの保有不動産の内訳等のデータが公表されている。これまでは底地は、その土地の上に建てられる建物の主要目的に沿って分類されてきたが、2023年7月調査より、「底地」というカテゴリを新設した。リートの投資先の底地の存在感が高まっている証左と言えよう。なお2023年7月の同調査によると、運用中ファンドの投資対象物件のうち、物件数ベースで10%、運用資産金額ベースで4%が、底地に振り向けられている。

図表 23. リート (Jリート+私募リート) の規模の推移

	2017年 12月	2018年 12月	2019年 12月	2020年 12月	2021年 12月	2022年 12月	2023年 12月
資産総額 (億円) *取得価格ベース	189,692	208,603	224,843	241,936	256,048	268,637	287,593
私募リート	24,398	28,826	33,578	39,056	43,658	49,906	59,660
Jリート	165,294	179,777	191,265	202,880	212,390	218,731	227,933
法人数	82	89	95	98	100	105	112
私募リート投資法人数 (投資法人)	23	28	31	36	39	44	54
Jリート銘柄数 (銘柄)	59	61	64	62	61	61	58
物件数 (物件)	4,206	4,613	4,958	5,278	5,579	5,873	6,287
私募リート	595	713	833	987	1,150	1,323	1,590
Jリート	3,611	3,900	4,125	4,291	4,429	4,550	4,697
資産総額における私募リートが占める割合	12.9%	13.8%	14.9%	16.1%	17.1%	18.6%	20.7%
物件数における私募リートが占める割合	14.1%	15.5%	16.8%	18.7%	20.6%	22.5%	25.3%

出所：不動産証券化協会「私募リート・クォーター」よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2) 規律を維持した積極拡大フェーズの中期経営計画

### 社名変更は積極拡大の狼煙

同社は、2022年2月に、2026年12月期を最終年度とする中期経営計画を公表した。同タイミングで実施した社名変更にも意図が表れている通り、JINUSHI ビジネスの認知度を上げて、積極的に拡大していくフェーズと位置付けている。地主リートの資産規模は3,000億円を視野に入れている。

図表 24. 中期経営計画

財務項目	21/12期	23/12期	24/12期 会社計画	26/12期 中期計画	年平均 成長率
売上高	561億円	315億円	550億円	1,000億円	12.2%
当期純利益	31億円	47億円	50億円	70億円	17.5%
地主リート 資産規模	1,515億円	2,216億円	n.a.	3,000億円 程度	14.6%
ROE	11.9%	15.3%	n.a.	13%程度	
自己資本比率	32.2%	31.0%	n.a.	30%以上	

注：年平均成長率は2021年12月期からの平均成長率。地主リート資産規模は、期末翌月の増資後の金額

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

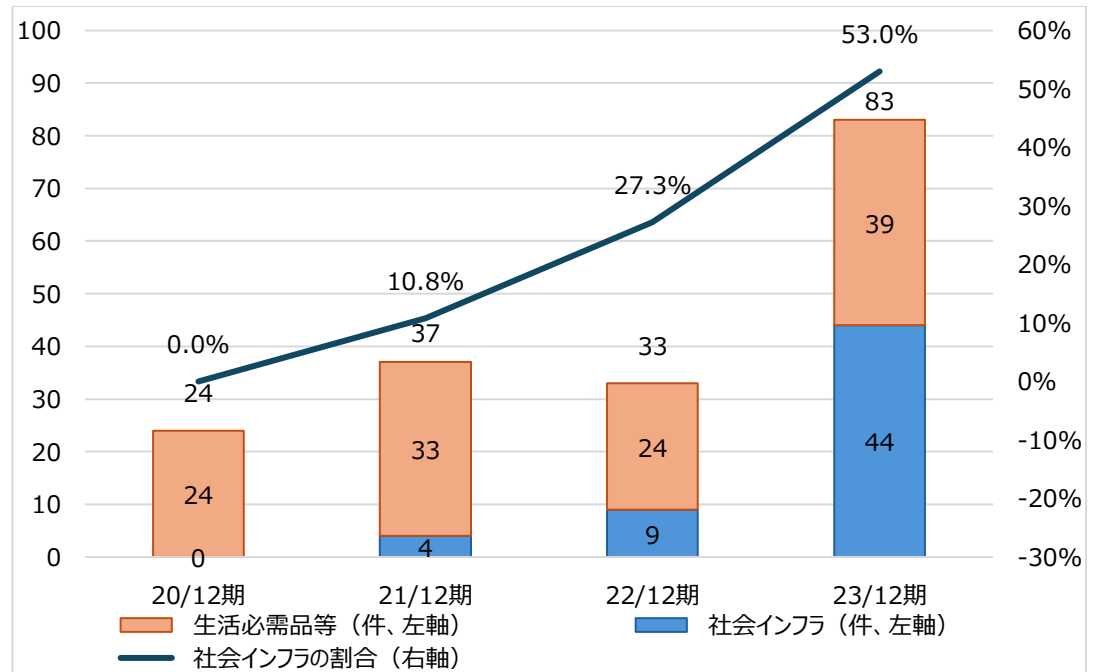
### JINUSHI ビジネスの拡大と地主リートの成長を両輪とした成長戦略

同社は、JINUSHI ビジネスの拡大と地主リートの成長を両輪とした成長戦略を描いている。このうち、JINUSHI ビジネスの拡大に関しては、①テナント業種の多様化、②事業エリアの拡大、③土地のオフバランス提案の3つの施策を進めている。

①テナント業種の多様化は、社名変更により社名から「商業開発」を外したことにも表れているように、JINUSHI ビジネスの対象はあらゆるテナント業種を対象とするものとしている。中でも、社会インフラを担う施設

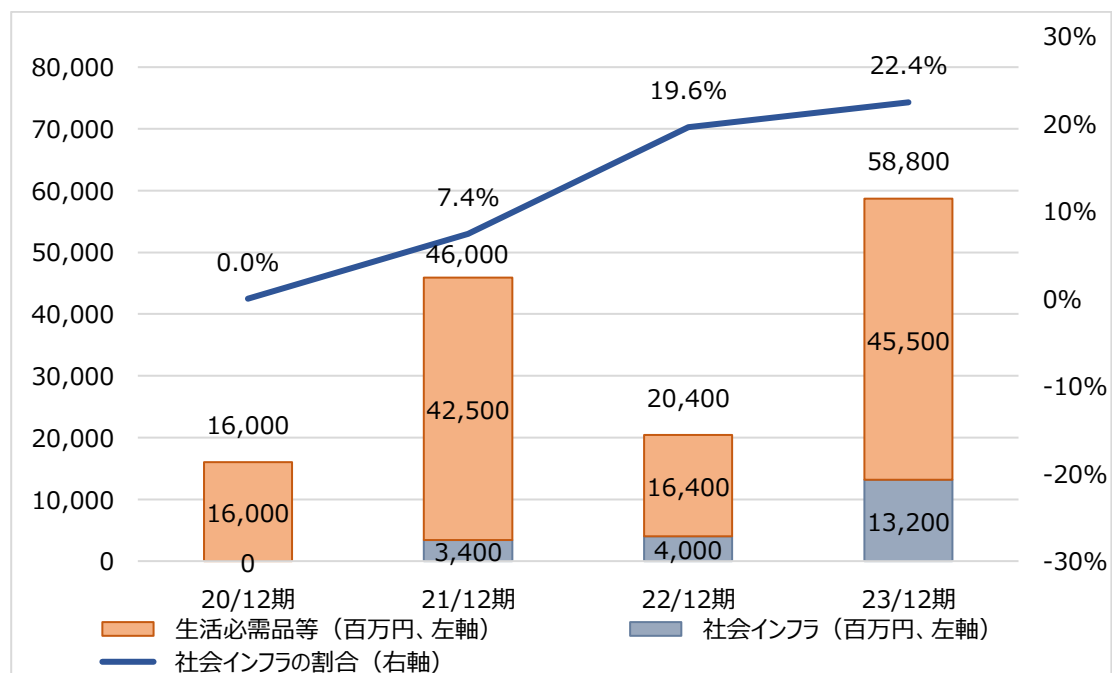
のテナントを重点領域と位置づけており、既に、ホスピス、老人ホーム、家族葬といった分野のテナントの獲得を進め始めている。2023年12月期における仕入件数83件、仕入額58,800百万円のうち、社会インフラを担うテナントの案件は44件13,200百万円を占めた。件数ベースで53%、仕入額ベースで22%に相当する。

図表 25. 仕入における社会インフラを担うテナントの案件の割合：契約件数ベース



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 26. 仕入における社会インフラを担うテナントの案件の割合：仕入金額ベース



出所：戦略・アドバイザーズ作成

②事業エリアに関して、2022年12月の九州支店の設立により、国内4拠点、米国1拠点の5拠点体制で展開されている。また、2023年7月には本社をこれまでの大阪から東京に移転している。なお、同社が手掛けた案件の立地は197市区町村に及ぶが、まだ案件の実績がないところも1,062市区町村ある。人口20万人以上及び政令指定都市に絞ってみても、実績ありが134市区町村、実績なしが156市区町村であり、地域的な拡大余地は大きく残されていると言える。

③土地のオフバランス提案は、東証が打ち出す「資本コストや株価を意識した経営」等の時流にも沿ったアプローチである。同社の底地開発はこれまでテナントの新規出店をターゲットとしてきたが、土地のオフバランス提案は、既に土地建物を保有しているオーナーに対するアプローチであり、同社の新たな成長領域と言え、資本効率の向上や財務体質改善ニーズなどを抱えているテナントに対し有効な提案である。不動産業の同様の手法としては土地建物セットのセール・アンド・リースバックが挙げられるが、同社は土地のみのオフバランスを提案する。その利点は、「土地のみなのでデューデリジェンス等の手間がかからない」、「建物を引き続き自社保有できるため自由度の高い運営が可能」等が挙げられる。セール・アンド・リースバックと同様の効果（資本効率向上、財務体質改善）を見込めつつ、上述したメリットを享受できることを考えれば、今後ますます広がりを見せるだろう。なお、本スキームを利用する場合のデメリットとしては、テナントにとって土地部分を他社が保有することになると、再開発時の立ち退きリスクや、契約満了時の借地料増額リスクがつかまとうことだが、同社はそのデメリットも安定地主の「地主リート」が補うだけでなく、むしろ他社が模倣できない強みとしている。

ストラテジー・アドバイザーズでは、底地マーケットの拡大の状況から、2026年12月期の地主リート資産規模3,000億円は十分に達成可能であり、それに向けた仕入の増加が進めば、売上高及び当期純利益も射程圏に入ってくると見ている。ただし、2023年12月期にみられたように、高利率率の物件の販売があった場合、他の物件の販売タイミングを変える可能性があるため、売上高についていえば、多少のぶれが生じる可能性がある点には留意しておきたい。

## 8. 同業他社との比較

### 底地取引専門という形態では競合は不在

底地の個々の案件の取引においては競合する企業は存在するものの、底地取引専門という形態を採る企業は他にいないため、ビジネスモデル上、直接競合する企業は存在しない。そのため、不動産金融の企業を比較対象とした。

### 不動産金融企業との比較

収益不動産の物件を組成して投資家に販売する企業を不動産金融の企業とし、その中でも系列のリートを保有している企業を比較対象とした。上場企業では、サムティ(3244 東証プライム)、サンフロンティア不動産(8934 東証プライム)、トーセイ(8923 東証プライム)、フージャースホールディングス(3284 東証プライム)、いちご(2337 東証プライム)、日本エスコン(8892 東証プライム)が挙げられる。

収益性に関しては、同社の売上高当期純利益率は2023年12月期実績で14.9%と他社より高いが、ROEは15.3%といちごを除く他社より低い水準に留まっている。有利子負債の持ち方の影響を除いたROICで見ても真ん中程度であり、同社の収益性は平均的と言えよう。同社のベータは、週次5年間で0.928(週次2年間で0.353)である。リスクフリーレートを0.6%、株式市場の超過リターンを6%と置くと、株式資本コストは6.2%となり、ROEの超過リターンは8.9%と計算される。

### 安全性指標は前期より悪化しているが総じて他社と同等水準

2023年12月期末の同社の安全性指標は、自己資本比率30.9%、ネットD/Eレシオ1.26倍、DCR164.9%である。2022年12月期末は自己資本比率42.8%、ネットD/Eレシオ0.45倍、DCR92.3%であったので、いずれも数字の上では悪化している。2023年12月期の仕入が大幅に増加したこと、予定していた土地の販売を遅らせたことにより販売用不動産と有利子負債が増加したことが原因だが、悪化した数字をもってしても、総じて他社と同等の水準にある。同社の安全性に関しては特段の問題はなく、コントロールされていると判断できる。



図表 27. 他の不動産金融企業との比較

企業名	コード	主な対象 不動産	系列リート (私) は私募リート
<b>地主</b>	<b>3252</b>	<b>底地</b>	<b>地主リート (私)</b>
サムティ	3244	マンション ホテル	サムティ・レジデンシャル投資法人
サンフロンティア不動産	8934	オフィス	フロンティア不動産投資法人
トーセイ	8923	オフィス 商業施設	トーセイ・リート投資法人
フージャースホールディングス	3284	レジデンス	フージャースプライベートリート投資法人 (私)
いちご	2337	オフィス ホテル	いちごオフィスリート投資法人
日本エスコン	8892	商業施設 レジデンス 生活密着型	エスコンジャパンリート投資法人

企業名	コード	ネット D/E レシオ (倍)	DCR (%)	自己資本 比率 (%)
<b>地主</b>	<b>3252</b>	<b>1.26</b>	<b>163.9</b>	<b>30.9</b>
サムティ	3244	2.09	205.7	25.5
サンフロンティア不動産	8934	0.16	89.2	52.9
トーセイ	8923	1.30	120.5	33.4
フージャースホールディングス	3284	1.32	153.5	23.6
いちご	2337	1.48	85.9	30.7
日本エスコン	8892	2.08	179.6	25.0

注：当期純利益は親会社株主に帰属する当期純利益

注：売上高成長率および当期純利益成長率は過去 5 年の CAGR。地主は 2020 年 12 月期が 9 カ月決算のため過去 4.75 年の CAGR

注：日本エスコンは決算期変更のため 2022 年 12 月期の数字を使用

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

## 9. 株価動向とバリュエーション

同社のこれまでの株価推移をみるために、図表 28 で、2019 年末の株価を 100 とした時の主な不動産金融企業と TOPIX（東証株価指数）の株価推移を指数で表した

**新型コロナ禍の市場混乱期は  
同業他社より下落耐性が強い**

新型コロナ禍が始まった 2020 年は株式市場全体が大幅に下落し、不動産金融企業の株価は軒並み TOPIX に劣後して推移したが、同社は TOPIX 並みで推移した。市場が混乱する局面では、少なくとも他の不動産金融企業よりは耐性が強いことの証左と言えよう。

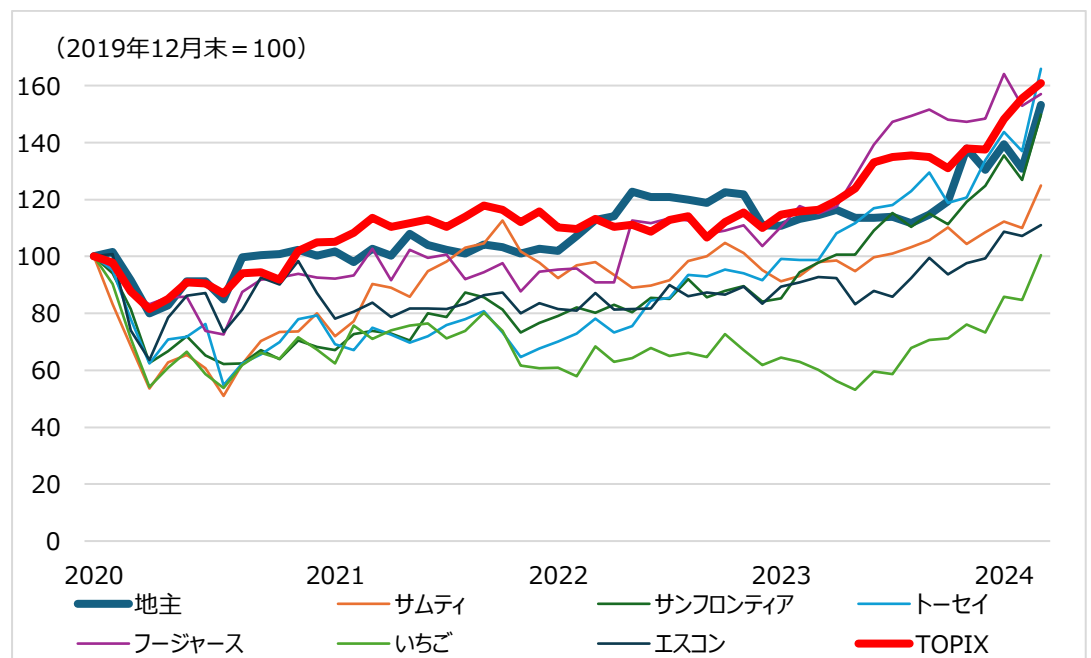
**直近パフォーマンスは TOPIX  
に劣後**

2021 年以降の株価回復局面で、2022 年に社名を変更してしばらく後に同社の株価は TOPIX を上回った局面があった。しかし、2023 年以降は総じて TOPIX 優位で推移してきた。また、他の不動産金融企業と比較しても、特にオーバーシュートしているわけではない。

**PER、PBR とも低水準**

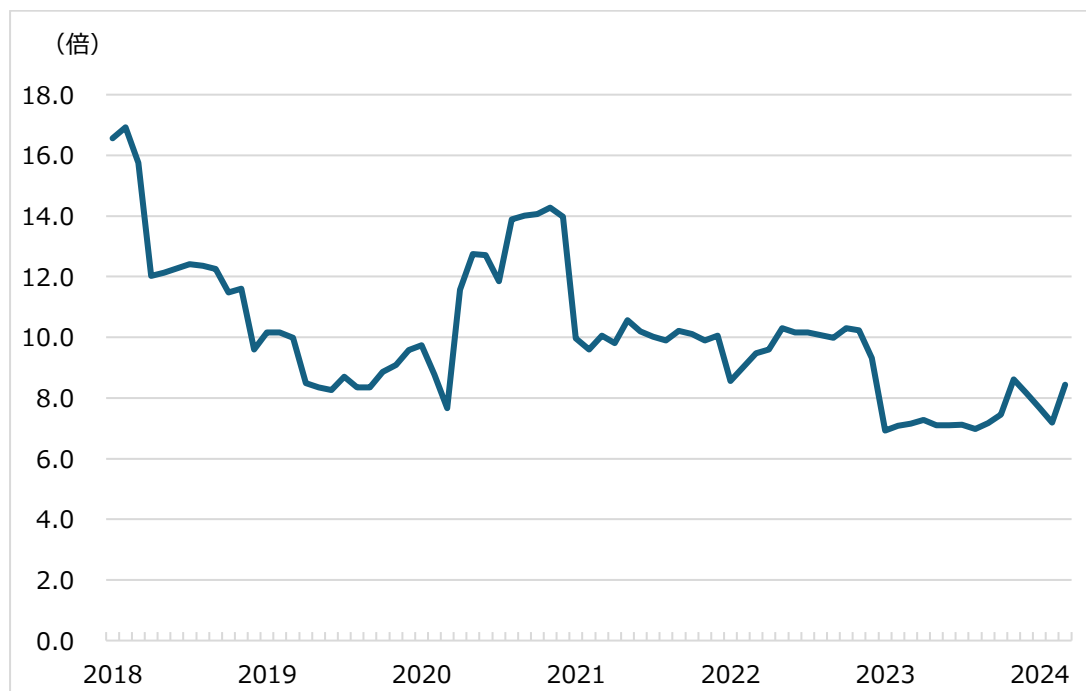
このことはバリュエーションにも表れている。PER、PBR とも、同社より低いのはサンフロンティア不動産くらいであり、他社より割高感はない。また、2018 年以降の約 5 年でも、現在の PER、PBR ともに低い水準に留まっている。

図表 28. 不動産金融企業の株価推移



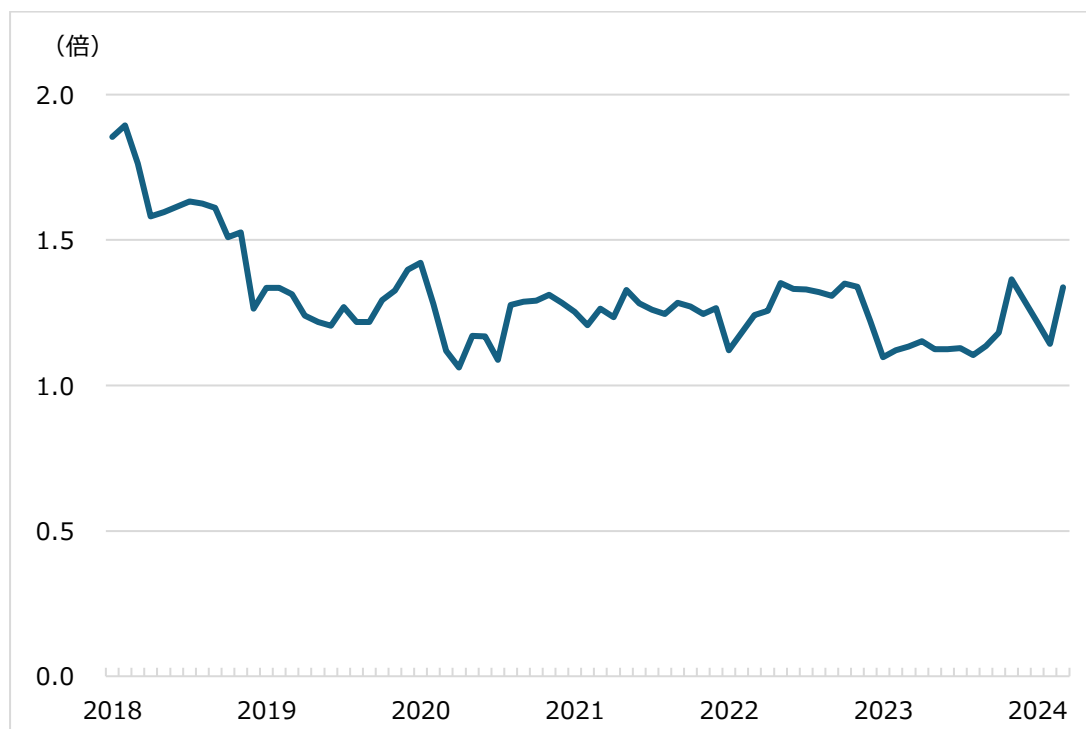
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 29. PER の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 30. PBR の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 31. 同業他社とのバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	株価 (4/5)	時価総額 (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 直近実績 (%)
<b>地主</b>	<b>3252</b>	<b>23/12</b>	<b>2,551</b>	<b>41,945</b>	<b>8.4</b>	<b>1.3</b>	<b>3.3</b>	<b>15.1</b>
サムティ	3244	23/11	2,783	129,641	11.4	1.2	3.2	17.1
サンフロンティア不動産	8934	23/03	1,910	92,736	8.0	1.1	2.9	19.1
トーセイ	8923	23/11	2,411	116,637	10.4	1.4	3.0	16.5
フージャースホールディングス	3284	23/03	1,081	38,431	8.0	1.1	5.1	22.7
いちご	2337	23/02	429	191,793	19.4	1.9	1.9	11.7
日本エスコン	8892	22/12*	996	94,944	—	1.4	—	11.3

注：日本エスコンは決算期変更により2024年3月期が15カ月決算。会社予想を用いるPERと配当利回りは適用なしとした

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

**業績が株価に反映されやすい相場環境へ。バリュエーションは過去5年で最低水準**

日本の株式市場は、2024年2月22日に1989年12月につけた日経平均株価の過去の史上最高値を超えたことに代表されるように、2023年からの外国人買いが主導する大型株中心の流動性株相場が継続している。この後は、企業業績を反映しやすい業績相場へと移行していくとの見方が多い。

不動産金融の分野にこそ資金が流入してくる局面とはならずとも、業績が好調であれば株価は素直に反応しやすくなっていくとみられる。また、同社の現在のバリュエーションはPERで7.2倍、PBRで1.1倍と、新型コロナ禍が始まる直前の2019年末以降で低い水準に留まっており、この水準からのバリュエーションの更なる低下は限定的であると考えられる。

**認知度が向上すれば株価は上昇へ**

業績面では、中期経営計画にある、2026年12月期の当期純利益70億円、地主リート3,000億円程度を目安に進捗を見ていくことになる。

同社の株価は、新型コロナ禍が始まった2020年に底を打った後は、短期的な上下はあるものの、徐々に切り上がって推移してきた。一方でバリュエーションは過去5年の中でも低い水準に留まっており、割安な水準にある。ここまで見てきた通り、同社は、JINUSHIビジネスのビジネスモデルに自信を深め、2022年の社名変更に至っている。同社が現在目指しているのは、投資対象としての底地マーケットの魅力と、底地マーケットにおけるパイオニアとしての同社の優位性を広く知らしめることにある。これは、認知度向上の余地がまだまだ大きいことを意味しており、徐々にではあるが、認知が浸透していくにつれ、バリュエーションの上昇を通じて、同社の事業及びビジネスモデルの優位性が株価に反映されていくと考えられる。

**増配により配当性向は28.0%まで上昇する見通し**

同社は、2024年12月期の1株当たり予想配当金85.0円(中間42.5円、期末42.5円)を計画している。前期実績では1株当たり配当金が55.0円(期末のみ)だったので、前期比30.0円の大幅増配となる見込みである。23/12期まで行っていた株主優待を廃止し、現金配当で還元する方針へ変更したことによる大幅増配である。配当性向は2023年12月期では20.5%であったが、2024年12月期は28.0%の想定となっている。なお、今期より中間配当を実施することにしたのは、株式の流動性を高めるためである。

## 10. リスク要因

現時点では事業遂行や業績の面で注視すべき大きなリスクはないとみられるが、想定していたような業績にならないリスクを挙げるとすれば以下の3点が指摘できよう。

短期的には、テナントの出店意欲が急減退する可能性が考えられる。実際、2022年12月期に仕入が件数、金額ともに伸びなかったのは、ウクライナ戦争勃発に伴うサプライチェーンの混乱や物価上昇の懸念が高まり、同社の主要テナント業種である小売業全体として出店抑制モードとなったことが大きな要因であった。出店意欲の変化は、比較的短時間のうちに、同社の仕入状況に影響する。小売業の出店意欲と、出店意欲に関係するマクロ動向(物価上昇や為替変動等)には注意を払っておきたい。

同社の業績は、土地の販売によって得られるフローサービスによる収益が多いため、土地の売却計画の変更により、実際の業績が会社計画から大きく乖離する可能性がある。これは上述したようなテナント側の環境変化によって生じることもあれば、2023年12月期に見られたように、物件の販売予定をずらしたことで売上高が計画を大きく下回るようなこともある。同社では、損益計算書においては当期純利益の動向を最優先に考えているが、決算業績の出方によって、短期的に株価が反応することもありうる。

中長期的には、仕入競争が激しくなる可能性が考えられる。この点については、個別の物件ベースでは現時点でも競争は発生していると認識される。同社では、相対取引による仕入が大半を占め、価格競争になりやすい入札の物件が少ないことから、これらを原因に仕入ができない可能性は低いとしている。むしろ、プレイヤーの参入増によって底地マーケットの市場が拡大する方が、中長期的な成長に資する可能性がある。

JINUSHI ビジネスにおいて、他の不動産投資と同様に避けられないのは金利リスクである。金利上昇は、資金調達サイドではネガティブに働くが、不動産価格の上昇により資産サイドとしてはポジティブに働くので、メリットもデメリットもある。なお、同社は、JINUSHI ビジネスの高い回転率を踏まえ、変動で借りつつ、不動産マーケットそのもののシクリカルな点を意識して原則 8 年以上の長期で借入し、案件売却時に繰上返済している。また、地主リートは長期固定の借入を原則としながら、LTV (loan to value) は 30%程度と他リートと比較し低く、金利に対する感応度は低いと推測はする。財務戦略としてもしっかり手当がされているため、金利がゆっくりと動く分にはさほど問題ないが、短期間に急激に変動する場合には注意しておきたい。

## 11. ESG の取り組み

同社の事業全般は、概ね、順調であり、成長戦略という視点では、大きな課題は見当たらない。ただし、昨今、投資家が大いに注目する環境・社会・ガバナンス (ESG) という観点からは、改善の余地が残っていると考えられる。以下が主な論点である。

### コーポレート・ガバナンス体制

同社は、グループとして、地主、連結子会社 17 社を有する。2023 年 12 月末時点で、創業者で取締役の松岡哲也氏が、筆頭株主として、17.55%を保有する (合同会社松岡の保有分 5.56%を加えると 23.12%)。監査等委員会設置会社であり、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする独立した「指名・報酬委員会」を設置している。

取締役は、6 名中、独立社外取締役は 4 名で、社外取締役はいずれも監査等委員である。コーポレートガバナンス・コード原則 4-8 により、プライム市場上場の会社には、過半数の独立社外取締役を選任することを求めており、当該原則を満たしている。指名・報酬委員会も独立社外取締役が 80% (5 名中 4 名) を占める。

図表 32. 地主の取締役のスキルマトリクス

氏名 (敬称略)	西羅 弘文	松岡 哲也	西村 浩之	志和 謙祐	小笹 文	石渡 朋徳
	代表取締役		社外取締役	社外取締役	社外取締役	社外取締役
役職	社長	取締役	(常勤)	(非常勤)	(非常勤)	(非常勤)
性別	男性	男性	男性	男性	女性	男性
構成員						
監査等委員会			◎	○	○	○
指名・報酬委員会	○		◎	○	○	○
スキル・マトリクス						
企業経営	●	●			●	
営業・マーケティング	●	●			●	
財務・会計			●			●
法務・コンプライス・監査		●	●	●		●
サステナビリティ	●	●			●	●
海外	●	●	●		●	

出所： 会社資料

ただし、女性役員比率は6名中1名(全体の16.7%)に留まっている。前期まで女性取締役は不在であったが、2024年3月より企業経営の豊富な経験や実績を有する小笹文氏が社外取締役に就任し、女性取締役が1名となった。

政府の女性版骨太の方針を受けて、東証は、上場規程を改正し、プライム市場上場企業に対して①2025年をめぐり、女性役員を1名以上選任するよう努める、②2030年までに、女性役員比率を30%以上とすることを旨とする、③これらの目標を達成するための行動計画策定を推奨する、と定めた。<sup>1</sup>これは、推奨ではあるものの、機関投資家の議決権行使を通じて、強い強制力を持つようになる可能性がある。

②を実現するためには、女性取締役をあと1名追加で選任する必要があると思われる。投資家からの評価を高めるためにも、早期に女性役員比率30%を達成することが期待される。

## サステナビリティの取り組み

同社はサステナビリティに関するマテリアリティ(重点課題)を特定し、サステナビリティについての考え方及び取り組みを開示している。

建物に投資せず、土地のみに投資を行う同社独自の不動産投資手法「JINUSHIビジネス」は、自然災害やマーケットボラティリティに強く、温室効果ガスや産業廃棄物等の排出が極めて少ない不動産投資モデルである。そのため、ESG方針において、JINUSHIビジネスを通じて、持続可能な社会の実現に貢献することを目指している。

そして、①土砂災害、浸水等の自然災害リスクの低い土地の仕入、②長期契約の締結による、テナントの建築・解体に伴うGHG排出の低減、③テナント業種の多様化及び事業エリアの拡大による環境変化への対応力の強化、④既存の土地・建物案件における土地のオフバランスの促進(テナントにおける建物長期利用の促進)により、JINUSHIビジネスの拡大を図る。

同社は、2021年10月にESG推進委員会を設置した。ESG推進委員会は、代表取締役社長が委員長となり、取締役会に上程・報告する体制である。2022年2月に策定された中期経営計画とともに、ESG方針を策定し、中期経営計画では、ESGロードマップを策定している。

図表 33. 地主の ESG ロードマップ

	主要テーマ	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2030年
全般			<ul style="list-style-type: none"> <li>「ESG推進委員会」の設置</li> <li>「ESG方針」の策定</li> </ul>				
						<ul style="list-style-type: none"> <li>SDGsに基づくマテリアリティの特定・目標設定</li> </ul>	
環境 (E)	環境に最大限配慮した企業活動の推進	<ul style="list-style-type: none"> <li>環境負荷の低いJINUSHIビジネスの着実な推進</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>環境に配慮したテナントとの協働(グリーンリース等)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>TCFD提言ふまえた気候変動関連の情報開示拡充</li> </ul>			
				<ul style="list-style-type: none"> <li>自社排出分について前倒して達成</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>カーボンニュートラル達成</li> </ul>		
社会 (S)	当社の全てのステークホルダーとのWin-Win関係の達成	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家: 地主プライベートリート投資法人を通じた不動産金融商品の提供</li> <li>従業員: 多様な人材の確保と育成</li> <li>地域社会: テナントの出店戦略を通じた地域社会への貢献</li> </ul>					
企業統治 (G)	公明正大、リスク管理、株主価値追求、全てにおいてバランスの取れた企業経営の実現	<ul style="list-style-type: none"> <li>コーポレートガバナンスの継続的な強化</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>非財務情報の開示拡充</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家を中心としたステークホルダーとのコミュニケーション強化</li> </ul>	

出所: 会社資料

<sup>1</sup> 東京証券取引所「女性活躍・男女共同参画の重点方針 2023(女性版骨太の方針 2023)に係る上場制度の整備等に係る有価証券上場規程等の一部改正について」(2023年10月4日)

ESGのうち、環境については、2022年8月に、「TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）」の提言に賛同を表明するとともに、同提言に基づく情報開示をウェブサイトで行っている。TCFDが提言する枠組みに基づき、シナリオ分析を行い、2030年及び2050年時点での移行リスクと物理リスク・機会等を検討している。

シナリオ分析では、パリ協定の達成及び脱炭素の実現を念頭に置いた「1.5℃シナリオ」、また気候変動対策が十分に進展せず自然災害が激甚化するケースである「4℃シナリオ」の双方を採用して、分析している。シナリオ分析による対応策として、自社排出分のカーボンニュートラル化や、テナントへの環境配慮型設備導入等の働きかけにより、2050年カーボンニュートラル社会実現への貢献を目指す。

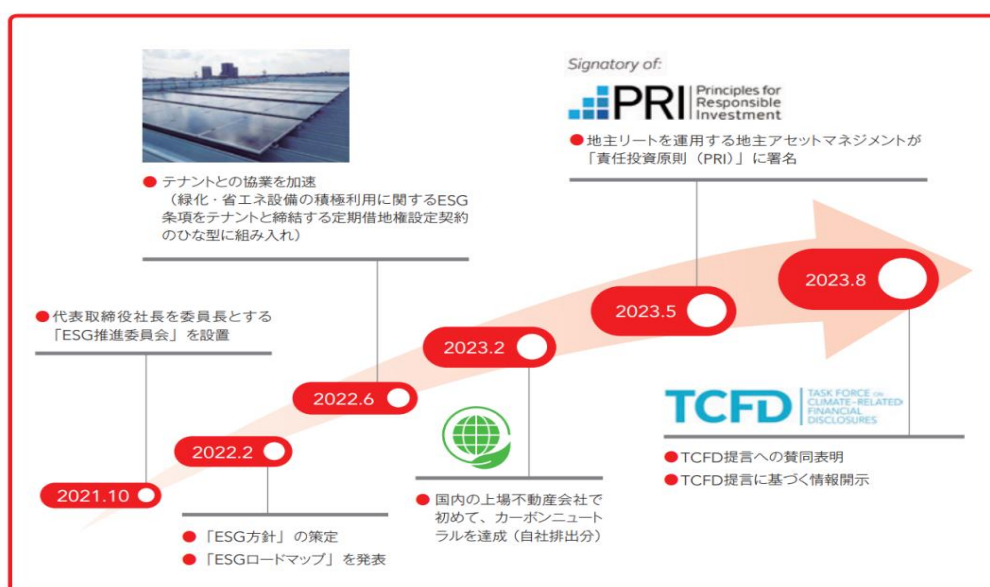
気候変動に関する目標は、①カーボンニュートラル（自社排出分：Scope1、2）の継続（2030年目標、2050年目標）と、②テナントとの定期借地権設定契約のESG条項の組入率100%、を設定している。

2023年2月に国内の不動産上場企業としては初となるカーボンニュートラル（自社排出分）を達成した。CO2排出量が極めて低いビジネスモデルがカーボンニュートラル達成に寄与した。

また、自社の達成だけでなく、テナントとの協業を加速しており、契約書面へのESG条項の組み入れにより、環境配慮型設備の導入を後押ししている。2022年6月以降、緑化・省エネ設備の積極利用に関するESG条項をテナントと締結する定期借地権設定契約のひな型に組み入れている（2022年12月期、2023年12月期100%達成）。2023年末時点で、ESG条項に基づく、環境配慮型設備の設置は、100件である（太陽光発電47件、EV充電設備29件、壁面・屋上緑化24件）。

ESGのうち、社会については、ステークホルダーとのWin-Win関係の達成を目指す。具体的には、①地主プライベートリート投資法人を通じた不動産金融商品の提供（投資家）、②多様な人材の確保と育成（従業員）、③テナントの出店戦略を通じた地域社会への貢献（地域社会）、である。他にも、テニスプレイヤーと契約したスポーツ支援や、交響楽団等への協賛を通じた文化支援も行っている。

図表 34. 地主のサステナビリティの取り組み



出所： 会社資料



図表 35. 連結損益計算書

(百万円)	18/3	19/3	20/3	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12C oE
売上高	31,260	39,834	74,187	29,886	56,177	49,887	31,597	55,000
売上原価	24,402	31,662	65,087	24,868	46,914	39,030	21,098	
売上総利益	6,858	8,172	9,100	5,019	9,263	10,857	10,499	
売上総利益率	21.9%	20.5%	12.3%	16.8%	16.5%	21.8%	33.2%	
販売管理費	3,174	3,725	3,856	2,599	3,788	4,446	4,344	
営業利益	3,684	4,447	5,244	2,420	5,475	6,411	6,154	8,200
売上高営業利益率	11.8%	11.2%	7.1%	8.1%	9.7%	12.9%	19.5%	14.9%
営業外収益	229	703	403	637	285	435	227	
受取利息・配当金	27	27	12	7	5	17	15	
持分法投資利益	30	303	166	130	n.a.	n.a.	40	
為替差益	n.a.	88	79	n.a.	138	296	84	
その他	172	285	146	500	142	122	88	
営業外費用	869	822	1,049	900	758	903	663	
支払利息・割引料	542	613	729	392	457	598	445	
持分法投資損失	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	83	8	n.a.	
為替差損	127	n.a.	n.a.	377	n.a.	n.a.	n.a.	
資金調達費用	178	167	272	120	212	267	186	
その他	22	42	48	11	6	30	32	
経常利益	3,044	4,327	4,599	2,157	5,002	5,943	5,718	7,300
売上高経常利益率	9.7%	10.9%	6.2%	7.2%	8.9%	11.9%	18.1%	13.3%
特別利益	n.a.	333	130	n.a.	n.a.	n.a.	1,489	
特別損失	70	829	102	n.a.	73	1,331	40	
税前利益	2,974	3,831	4,628	2,157	4,927	4,612	7,168	
法人税・住民税・事業税	992	1,312	1,538	612	4,006	1,423	2,268	
法人税等調整額	-30	-165	-87	-100	-2,203	-456	162	
法人税等合計	962	1,146	1,451	512	1,803	967	2,430	
(法人税率)	32.3%	29.9%	31.4%	23.7%	36.6%	21.0%	33.9%	
親会社株主に帰属する当期純利益	1,958	2,684	3,177	1,644	3,124	3,641	4,709	5,000
売上高当期純利益率	6.3%	6.7%	4.3%	5.5%	5.6%	7.3%	14.9%	9.1%
EPS (円)	109.61	149.30	174.59	89.94	170.90	199.16	267.76	304.09
有形・無形固定資産投資	72	338	197	2,954	14,142	500	723	
減価償却費・のれん償却額	159	166	116	72	148	148	206	
キャッシュ・フロー	2,118	2,850	3,293	1,716	3,272	3,789	4,915	
CFPS (円)	118.6	159.5	182.5	93.8	178.9	207.2	268.8	
ROE	10.4%	12.8%	14.0%	6.8%	11.9%	12.4%	15.1%	
ROIC (投下資本)	4.8%	4.2%	4.6%	2.8%	5.0%	7.5%	4.6%	
ROIC (事業資産)	7.5%	5.9%	6.5%	4.4%	7.2%	10.3%	6.2%	
配当金 (円)	55.00	55.00	55.00	25.00	50.00	55.00	55.00	85.00
期中平均株式数 (百万株)	17.0	17.0	18.0	18.0	18.0	18.0	17.0	
期末株式数 (百万株)	17.8	18.0	18.2	18.2	18.2	18.2	16.4	

注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 36. 連結貸借対照表

(百万円)	18/3	19/3	20/3	20/12	21/12	22/12	23/12
<b>流動資産</b>	56,577	90,020	66,886	60,074	60,002	52,850	84,019
現金及び預金	14,522	18,857	21,851	20,897	17,264	23,140	23,092
売上債権	194	99	147	198	205	273	330
棚卸資産	41,049	69,516	43,493	38,387	41,995	28,192	60,060
その他	812	1,548	1,395	592	538	1,245	537
<b>固定資産</b>	10,677	9,577	8,169	11,146	26,335	19,302	17,462
有形固定資産	187	455	522	3,436	17,488	16,803	14,859
うち土地	4	4	4	2,884	16,994	16,066	13,971
無形固定資産	12	9	14	55	225	116	49
投資その他の資産	10,477	9,112	7,633	7,654	8,621	2,382	2,553
投資有価証券	2,424	1,520	300	293	581	319	343
貸倒引当金	-361	-213	-89	-89	-88	-88	-84
その他	8,414	7,805	7,422	7,450	8,128	2,151	2,294
<b>総資産</b>	67,251	99,597	75,054	71,220	86,337	72,153	101,482
<b>流動負債</b>	9,131	11,876	7,854	5,400	13,999	4,583	7,483
買入債務	140	102	225	187	112	103	110
未払金・未払費用	848	501	443	459	581	754	451
有利子負債	4,107	8,505	3,890	2,863	7,061	1,875	2,359
短期借入金	3,329	4,968	1,099	797	1,126	n.a.	1,473
1年内返済予定の長期借入金	778	3,537	2,791	2,066	5,935	1,875	886
未払法人税等	1,061	919	1,523	5	3,753	232	2,202
繰延税金負債	96	136	98	112	126	182	210
その他	2,879	1,713	1,675	1,774	2,366	1,437	2,151
<b>固定負債</b>	37,819	66,109	43,330	40,979	44,555	36,610	62,496
有利子負債	36,956	65,258	42,674	40,437	42,749	35,288	60,414
退職給付/給与引当金	69	43	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
繰延税金負債	516	539	448	234	1,000	398	587
その他	278	269	208	308	806	924	1,495
<b>純資産</b>	20,304	21,611	23,870	24,841	27,781	30,960	31,501
株主資本	20,304	21,611	23,870	24,841	27,781	30,906	31,365
資本金・剰余金	7,201	7,410	7,707	7,707	7,705	7,705	7,705
利益剰余金	13,108	14,811	16,996	17,635	20,302	23,030	26,733
自己株式	0	0	0	0	0	0	-3,499
その他包括利益累計額	-30	-629	-832	-500	-227	169	424
新株予約権	25	20	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非支配株主持分	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	54	136
<b>総資産</b>	67,251	99,597	75,054	71,220	86,337	72,153	101,482
有利子負債	41,063	73,763	46,564	43,300	49,810	37,163	62,773
自己資本比率	30.2%	21.7%	31.8%	34.9%	32.2%	42.8%	30.9%
D/E レシオ	2.02	3.41	1.95	1.74	1.79	1.20	2.00

注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 37. 連結キャッシュ・フロー計算書

(百万円)	18/3	19/3	20/3	20/12	21/12	22/12	23/12
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>							
税引前利益	2,974	3,831	4,628	2,157	4,927	4,612	7,168
減価償却費	160	166	116	72	148	148	206
持分法による投資損益	292	5	93	-3	378	6,669	-59
運転資本	-9,644	-28,770	26,022	2,504	5,277	13,387	-32,210
法人税等支払額	-1,041	-1,410	-949	-2,090	-377	-5,426	373
その他	1,619	-1,843	-229	930	1,020	603	-690
合計	-5,640	-28,021	29,681	3,570	11,373	19,993	-25,212
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>							
有形固定資産の取得による支出	-38	-324	-144	-56	-13,373	-379	3,487
無形固定資産の取得による支出	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
その他	192	317	1,305	-43	-4,140	223	205
合計	154	-7	1,161	-99	-17,513	-156	3,691
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>							
短期借入金の純増減額	2,789	1,639	-3,869	-302	329	-930	1,440
長期借入金の純増減額	4,779	31,665	-23,232	-3,116	2,521	-12,128	24,160
株式の発行	3	204	290	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
自己株式の取得による支出	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-3,499
配当金の支払額	-1,018	-982	-992	-1,004	-458	-913	-1,005
その他	-140	-14	-17	-20	-29	-4	16
合計	6,413	32,512	-27,820	-4,442	2,363	-13,975	21,112
キャッシュに係る換算差額	7	-136	-28	18	57	99	16
キャッシュ増減額	934	4,348	2,994	-953	-3,718	5,960	-392
キャッシュ期首残高	13,575	14,509	18,857	21,851	20,897	17,178	23,140
キャッシュ期末残高	14,509	18,857	21,851	20,897	17,178	23,140	22,747

注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号