

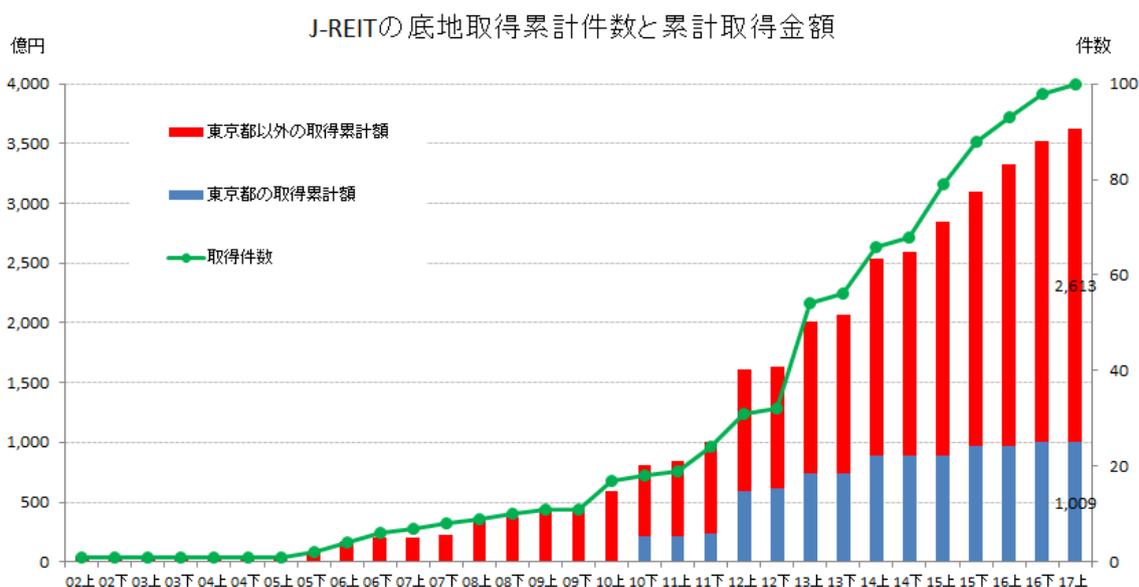
## 底地の流動化 2016-2017

J-REIT の底地取得は 2017 年 2 月末で累計 100 件(取得累計額 3,622 億円)に、2013 年調査からほぼ倍増

株式会社ティーマックス  
不動産戦略室 03-5501-2950

ティーマックスでは 2013 年から底地の流動化に着目し、J-REIT の底地取引動向を分析してきたが、今回は 2016 年以降の底地取引動向についてまとめた。

【図表 1】 J-REIT の底地取得累計件数と累計取得金額



※17 上は 2017 年 2 月末までの途中経過

J-REIT の底地取得は 2017 年 2 月 28 日時点で累計 100 件となり、取得累計額は 3,622 億に達している。

エリア別でみると、東京都は 1,009 億円、東京都以外は 2,613 億円であり、1 物件あたりの平均取得金額は東京都が 22 件で平均 46 億円、東京都以外は 78 件で平均 33 億円となっている。

【図表 2】 2016 年以降 J-REIT が取得した底地

投資法人	取得時点	物件名称	所在	建物用途	面積 ㎡	借地契約	推定NOI (百万円)	取引価格 (百万円)	取引利回り	路線価 千円/㎡	想定 更地価格 (百万円)	取引価格 ÷ 更地価格
産業ファンド	2016/4	IIF掛川マ ニファクチュア リングセンター	静岡県 掛川市	産業施設	66,225	事業用 定借 30年	86	1,540	5.6%	(*2) 15	1,230	1.3
ヒューリックリ ート	2016/3	リーフみなど みらい	神奈川県 横浜市 西区	商業施設	5,500	建物譲渡 特約付事 業用定借 30年	502	11,700	4.3%	680	4,675	2.5
産業ファンド	2016/3	IIF浦安マ ニファクチュア リングセンター	千葉県 浦安市	産業施設	7,926	事業用 定借 49年	79	1,301	6.1%	120	1,189	1.1
ケネディクス 商業リート	2016/4	ミリオント ン塚口	兵庫県 尼崎市	商業施設	8,264	事業用 定借 20年以上	172	3,723	4.6%	160	1,653	2.3
野村不動 産マスターフ ォンド	2016/5	了徳寺大 学新浦安 キャンパス	千葉県 浦安市	大学	14,431	事業用 定借 50年	191	4,900	3.9%	170	3,067	1.6
マリエ地方 創生リート	2016/8	セブンイレ ブン甲府 相生1丁 目店	山梨県 甲府市	商業施設	904	事業用 定借 30年	15	220	6.8%	63	71	3.1
ヒューリックリ ート	2016/9	相鉄フレ ッザン銀 座七丁目	東京都 中央区	ホテル	(*1) 352	N/A	169	4,370	3.9%	4,490	1,978	2.2
ケネディクス 商業リート	2016/11	ケーステン ク新守山 店	愛知県 名古屋市 守山区	商業施設	5,513	事業用 定借	60	1,370	4.4%	96	662	2.1
阪急リート	2016/11	(仮称) OASIS Town伊 丹鴻池	兵庫県 伊丹市	商業施設	17,997	事業用 定借	307	7,100	4.3%	110	2,475	2.9
大和ハウス リート	2017/1	平塚商業 施設	神奈川県 平塚市	商業施設	28,003	N/A	N/A	5,620	-	89	3,115	1.8
ケネディクス 商業リート	2017/1	西友楽市 守谷店	茨城県 守谷市	商業施設	39,460	事業用 定借 20年以上	166	4,111	4.0%	85	4,193	1.0

(\*1) 全体705㎡×持分50%を記載

(\*2) 固定資産税路線価/7\*8で算出

## ■ キャップレートについて

取引の実例からわかることとして、底地の取引利回りはエリア・用途ごとに水準が異なっている。つまり土地建物からなる収益物件のキャップレート相場に相関している可能性が高い。これは、底地であっても建物利用の影響を受けるためと考えられる。底地にまつわるリスクには、借地人の事業撤退による契約解除、賃料減額請求、更地復帰後の市場性減退などがあるが、これらは土地建物を保有するリスクと共通のものである。

また、底地の取引利回りの特徴として、土地建物のキャップレートよりも低くなる傾向がある。その理由は、経年とともに価値が低下する償却資産を含まないためである。これは将来において、建物を保有した場合に発生するコストが生じないこととも言い換えることができる。

さらに最近の取引傾向として見られるのは、用途・エリアに応じて差が生じつつも、ある程度

低位な水準に集中するということである。底地のキャッシュフローは、概ね地代と公租公課のみで算出されるシンプルなものであり、将来予測を行いやすいことも要因である。

#### ■更地価格との関係について

鑑定理論では、底地価格の上限は更地価格ということになっているが、底地の取引価格と想定更地価格を比較すると、底地価格が更地価格を大きく上回っている傾向にある。その要因は以下の通りと考えられる。

- ・最有効使用を超える高度利用がなされており、これを反映した地代水準となっている
- ・低金利下で利回りの低下が加速しており、実勢の土地価格が高くなっている。(つまり実勢更地価格で見ると底地価格とのかい離は生じていない。)

2016年9月には銀座でホテル利用を前提とする底地取引があった。これは1つ目の要因の具体例と言える。本件における地代の単価は@140千円/月坪と高額のように見えるが、容積率緩和による高度利用、収益性の高いホテル利用という2つの要因が重なったためと考えられる。

#### ■まとめ

以上のことから、底地の利回りについて判断を行う際には次の点に留意する。

- ・土地建物一体の利回りと比較して底地利回りは相応に低くなっているか（土地建物利回りが高い物件ほど格差は大きいと考えられる）。
- ・利回りが3.5%～5.5%程度の水準からかい離し、過度に高くなっていないか。
- ・更地価格とのかい離を合理的な理由により説明できるか。

#### 免責事項

当ニュースリリースで示されているレポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社ティーマックスに帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。

<本件に関するお問い合わせ>

株式会社ティーマックス

不動産戦略室

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 2-2-1

日本プレスセンタービル

TEL : 03-5501-2950 FAX : 03-5501-2951

E-Mail : [ff\\_t@tmaxv.co.jp](mailto:ff_t@tmaxv.co.jp)