

新型コロナウイルスの影響下における不動産市場 コロナ禍においても安定的なアセット～底地～

◆はじめに

J-REITの底地取得累計件数と取得累計金額は年々増加している。ティーマックスでは2013年から底地の流動化に着目し、各年上期、下期のJ-REITの底地取引動向を継続して分析してきた。J-REITにおいて取得された底地の件数は2020年に8件、2021年上期（2021年5月1日時点）に10件となっており、コロナ禍においてもその取得動向は堅調である。今回はこの底地についてキャッシュフローや近年の取得動向に着目し考察する。

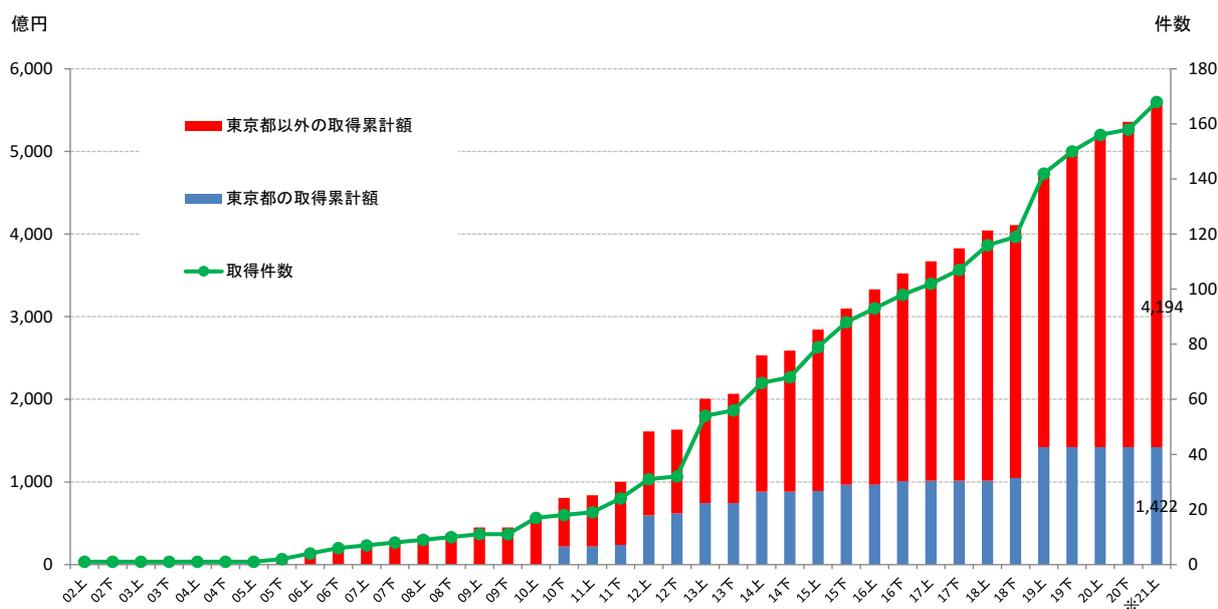
◆投資対象としての底地の特徴

底地とは、宅地について借地権の付着している場合における当該宅地の所有権をいう。不動産市

場において特に投資対象となる底地は、事業用定期借地権が設定されたものであり、以下のような特徴が挙げられる。

- ① 建物保有に係る管理・運営コストの負担やテナントの空室リスク等を考慮する必要がない。
- ② キャッシュフローが長期安定的である。事業用定期借地権の契約期間を10年以上30年未満と定めて契約した場合、借地借家法により、契約の更新や建物買い取り請求権がなく、契約の終了時には土地を更地にして返還しなければならない。したがって、設定されている契約期間は20年～30年未満の場合が多く、さらに、その間は原則中途解約、地代改定不可としている契約が多い。そのため、長期間安定的なキャッシュフローが見込まれる。

【図表1】 J-REITの底地取得累計件数と取得累計金額



※2021年5月1日時点公表されている2021年上期に取得及び取得予定の数値

③ 費用が土地の公租公課のみの場合が多く、建物を保有する場合と比べ、経費率は一般的に低くなる。

④ 契約期間満了後に確定的に更地として返還される。

⑤ 建物の減価償却費がないため、投資家に対する配当性向が高くなる。

◆地代の検証

土地所有者に支払われる地代は、借地人の収入（売上高）を基に決定されるものと考えられる。その収益・費用構造を図にしたものが【図表2】である。

借地人の収入は地代の源泉となる売上高が主たるものとなる。そこから、売上原価、販売費及び一般管理費、建物関連経費（建物公租公課、保険料、修繕費・資本的支出、減価償却費等）、借地人の利益を引いたものが土地所有者に支払われる地代の限度額となる。さらに、そこから借地上

の建物の売り上げの下振れリスク等を含むリスクバッファー等を控除することにより、支払地代となる。

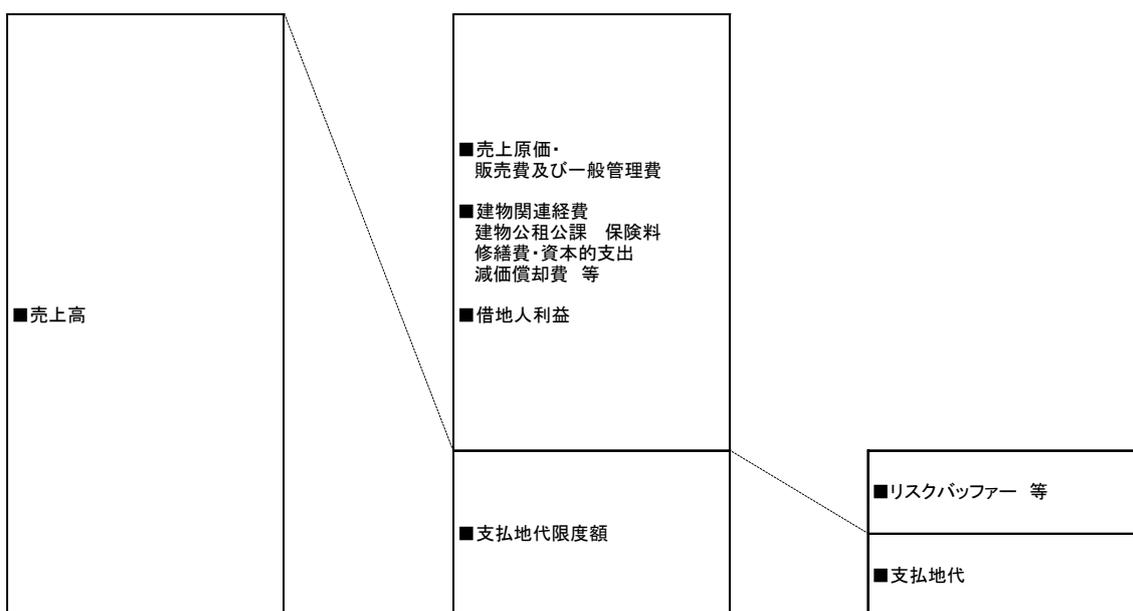
◆J-REITの底地上の建物用途及びその地代水準

【図表3】は2020年12月時点においてJ-REITが保有する底地の現行地代を建物用途別にまとめたものであり、その大部分を商業施設が占めている。

このうち、「nanohana 戎橋店」は2020年3月に阪神阪急リート投資法人が取得した、都心型商業施設の底地である。地代単価は約139,400円/坪となっており、【図表3】の中においては、高位な水準となっている。

また、「MMR いちはら」は2020年1月にマリモ地方創生リート投資法人が取得した、郊外型の商業施設の底地である。当該商業施設は複数の生活密着型の店舗で構成されており、各テナントとそれぞれ、20年間の事業用定期借地権設定契

【図表2】収益・費用構造（商業施設におけるイメージ図）



【図表 3】 J-REIT の底地上の建物用途及びその地代水準（2020年12月時点）

	商業施設	工場	倉庫・物流施設	オフィス	その他	計
サンプル数	101	8	10	5	8	132
最大値(円/坪)	285,000	1,900	4,000	78,939	34,000	-
最小値(円/坪)	580	320	700	4,702	530	-
中央値(円/坪)	3,122	1,175	1,250	27,649	3,800	-

約を締結している。地代単価は約 630 円/坪となっており、【図表 3】の中においては、低位な水準となっている。

地代水準については、特に商業施設において最大値と最小値の乖離が大きくなっており、これは立地条件（都市型、郊外型の別）や敷地面積、借地上の建物の業種・業態による売上高の多寡が大きく影響しているものと考えられる。

また、底地上の建物用途も多様化しており、【図表 4】によると、近年取得された建物用途は、商業施設の割合が相対的に低く、工場や倉庫・物流施設等の割合が高くなっている。これらは、コロナ禍においてもその影響が比較的少ない用途と考えられ、底地についても安定的なキャッシュフローが見込まれることから、今後もこの傾向が継続していくものと思料される。

【図表 4】 2019 年までの底地上の建物用途及び 2020 年、2021 年取得の底地上の建物用途

