

広がる底地市場の今後

— インフレ環境下の底地投資と個人への訴求

底地市場が拡大を続けている。市場参入者の増加によって、取得先や上物に入居するテナントの種類も多様になる。競合環境が過熱するなか、各社で強みを活かした取得も見られる。土地のみを投資対象とする底地は、建物やテナントの状況に左右されないことから、コロナ禍においては長期安定資産として注目されてきた。一方で、インフレ局面へと転換し地価が上昇すれば、取得時点の想定を上回る固定資産税を支払うリスクも介在する。底地プレーヤーの各戦略と底地市場の今を追った。

近年、企業の財務体質を改善する動きが増加しており、土地・建物のオフバランスニーズはおう盛だ。CRE提案による底地の取得も目立つ。2024年に、産業ファンド投資法人がロジスティードのCRE案件として底地を含む一括取得を行ったことは記憶に新しい。また、事業会社は大都市を中心に開発用地不足が深刻となっている。そのため、底地を開発用地として欲するプレーヤーも増加しているのが現状だ。ファンドやリートのみならず、ハウスメーカーや物流デポロッパーなども、底地の入札に参加し、市場は拡大を続けている。

競合増で市場の流動化進む 地方でも転用・安定性のある底地の取引進む

底地の開発を専業とする地主では、市場が拡大していくなか、これまで市場を創出してきた実績から、事業者（テナント）からの持ち込み案件も増え順調な仕入れを続けている。同社が開発する底地の約7割は、国内唯一の底地特化型私募リートである地主プライベートリート投資法人（地主リート）が取得している。地主リーートのAUMは、2025年1月時点で、2600億円に迫る。長期保有が前提の安定的な保有者であり、テナント側の安心感にもつながっている。

2023年までの累計の底地取引金額は約6兆円まで増加し、市場規模は拡大を続けている。日本不動産研究所の予測によると、2026年には10兆円を超える市場へ成長する見込み。地主は創業から25年間積み上げたトラックレコードや、先行者だからこそ確保できる現在の底地市場より比較的高い4%の地主リーートの利回りを活かし、引続き事業拡大を狙う。

地主の西羅囉旦社長によれば、大都市のみならず地方都市にお

いても、底地を購入したい企業は多い。同社では、2024年度に鳥取県鳥取市や大分県別府市といった地方都市でも底地の仕入れを行っている。例えば、事業用定期借地権の期限内であれば安定的な金融商品として、投資家は利回りを享受できる。一方で、期間の満了が見えてくる頃には、一般的に10年以上の投資期間を経て物件周辺エリアの未来や、人口動態が変化しうる可能性もある。そこで上物のテナントの代替性が無ければ大きなリスクとなる。そのため転用性のある土地なのか、底地の取得に際しては重要な要素となる。その見極めができれば、地方都市でも投資対象となる底地は数多く眠っているのだ。

Jリートでも底地をポートフォリオに組み入れる銘柄が増加している。その1つである東海道リート投資法人では、2025年1月に新たに2件の底地アセットを取得した。運用会社である東海道リートマネジメントの加藤貴将社長は、底地の取得について「上物の既存テナントの粘着性に重点を置いている」と話す。その上で、万が一退去した場合の転用性について見極め投資を判断する。東海道リートでは、事業会社のCREニーズを捉えた物件取得に注力しているが、土地と建物を一体で取得するのか、底地のみを取得するのかは、取引を行う事業会社側のニーズに併せて検討している。

また、立地エリア全体を精査し、より適正な価格で取得するため同社では、地場の金融機関や不動産会社とのリレーションが欠かせないと考えている。引続き東海道エリアに根を張って実績を重ねる。今回取得に至った「みよしインダストリアルセンター」は、東海道エリアにおける資産運用会社として認知されてきたことで、現地の仲介会社から真っ先に紹介を受け、愛知県企業庁との相対取

引で取得に至った。「みよし」は、同行が開発した研究開発工業団地に所在する公的不動産（PRE）で、現在は自動車塗料の分野で世界的な企業がテナントとして賃借している。同リートでは初となるPREへの投資事例となった。

一方で全国には、旧借地法が適用される底地を対象としたビジネスも健在。それらの底地と上物の所有権の一本化に取り組むサンセイランディックの今福規之取締役は、「底地の総数は減少しているものの、案件の数は減っていない」と話す。現在、旧借地地の所有者は、いわゆる団塊の世代が多く、その維持管理や相続の面で同社へ問い合わせるケースが増加している。

同社でも市場参入者の増加傾向を感じており、「飲食業など全くの異業種から底地ビジネスへ参入してくるケースもみられる」（今福氏）という。それら新規参入者は、入札に対して強気の価格を提示することから、仕入れ価格も上昇傾向にある。

底地の利回りは低下傾向 個人へ広がる底地投資とリスク

不動産鑑定評価を行うティーマックスが集計したJリート保有の底地アセットの利回りの推移によると、底地アセットの利回りは低下傾向だ。2011年上期の18件・6.23%から、2024年上期には165件・4.40%まで低下している。同社の原田毅代表取締役は、「流動性が高まっている証拠」と話し、Jリートのみならず私募ファンドなども積極的に底地を取得していると指摘する。同社の分析によれば、底地市場の初期は主に商業施設が中心であったが、CREニーズの増加によって扱われる底地の種類も多様化している。

また、建築費の高騰や上物の用途に対する需要の変化、転用性にも変化がある。例えば、郊外エリアの人口減少やeコマースなどの広がりで、エリアによっては郊外のロードサイド型商業施設の需要は低下傾向にある。さらに建築費高騰の影響で、新規の開発は少ない。そのため、底地アセットとしての新規開発も一服感が出ている。「テナントの退去リスクを鑑みると、商業施設より工場など産業インフラの底地の方が、より安定的な運用を見通せる」と、前出の加藤氏は指摘する。長期安定資産としての底地のメリットを、さらに活かせる方法を、各社で模索しているようだ。現在では、Jリーートの保有する底地上物も、商業施設が約7割、物流施設が約2割、オフィス、ヘルスケア、ホテル等が残り1割といった状況だ。

地主も、2022年に社名を日本商業開発から変更した経緯がある。これにより取引テナント数が増加すると共に、取り組む新規開発案

件も増加した。「建築費や光熱費の高騰など、建物を保有する不動産投資が持つさまざまな変動リスクや手間を排除できる。この商品設計こそ底地投資のメリット」（西羅囉氏）と、長期安定性を前面に押し出す。同社の商品は社債代替商品の位置づけで、不動産投資を行っていない事業会社等の投資家にも好まれてきた。新聞社や出版社、年金や生損保など投資家層は拡大している。

さらに、プロの機関投資家から個人投資家へも底地投資はすそ野を広げている。2023年、地主は個人投資家向け商品として「地主倶楽部」を組成した。1口10万円から投資が可能で、現在までに第4号案件が組成されている。サンセイランディックでは「底地くんファンド」と銘打ったクラウドファンディングで資金調達を行っている。同商品は、底地および借地権付住宅等を仕入れる際や、他の権利調整が必要な不動産を購入する際の資金を個人投資家から集める。その資金の回転により、新たな資産を開拓。今後も継続的にファンドを組成していく。同社では、投資家から詳細な問合せも多く、「底地への投資を考える個人投資家は、一定程度不動産投資を行い経験、知識がある」（今福氏）と分析している。現在、第13号案件まで組成されており、おおむね2.0%台の利回りで提供する。

Jリートは、金融市場の影響を受けることから、市況の変化に耐性があり安定したリターンが得られる底地への投資に魅力を感じる個人投資家もいるだろう。しかし底地への理解が浅いま投資をすることはリスクもある。現在は、インフレ局面でのリスクをいかに軽減する商品設計が問われる。安定的な地代を長期間享受できるという謳い文句に偽りがあれば、投資商品としての価値を毀損しかねない。固定資産税など費用の負担が大きくなることで、想定されたリターンが得られない可能性がある投資商品では、魅力がなくなってしまう。地主や東海道リートでは、固都税に連動した地代の設定を導入しており、CPI（消費者物価指数）との連動についても検討している。またJリートの中には、上物の賃料収入に連動する形式を導入している銘柄もあるなど、リスクを吸収する方法に工夫を凝らした取組みが進む。

長らくデフレ状態が続いてきたことで、既存の契約形態は、固定の地代を設定している例が多い。今後、こうした既存の契約でも固都税やCPIなどに連動した地代を設定できるのか。また、新規に参入するプレーヤーが同様の契約形態を導入するのかが不透明な部分も多い。引続き、底地市場が拡大を続けていくためにも、長期安定資産としての底地のメリットが活かされる運用が続くのか、注目したい。