総合収益率から見た不動産投資の特性

～土地所有権型と定期借地権型の比較～

株式会社ティーマックス
不動産戦略室 03-5501-2950

1．総合収益率の考え方と定期借地権付き不動産の特性

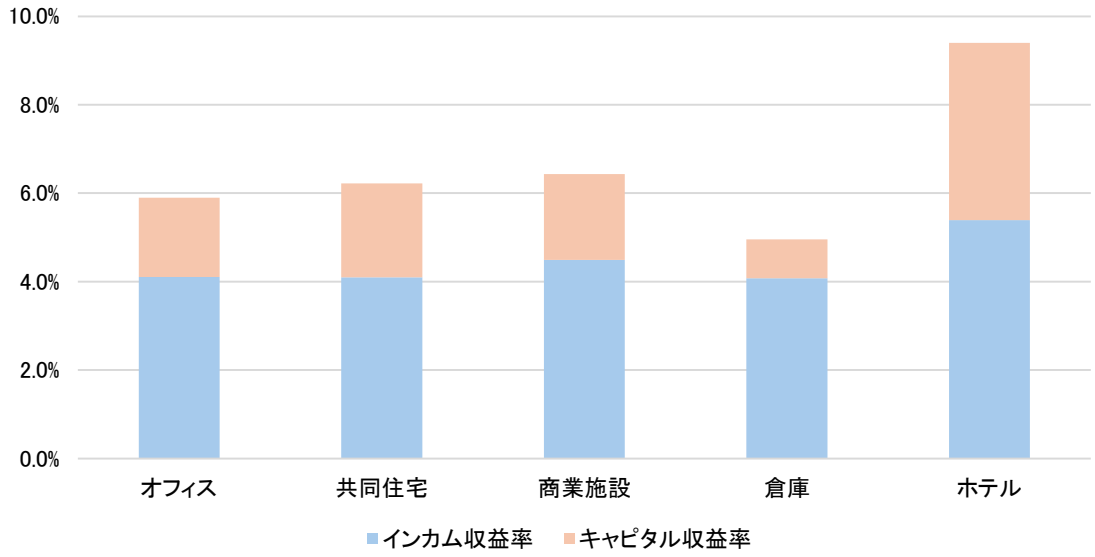
不動産投資の成果は、保有期間中に得られる収益（インカム）と、資産価値の変動（キャピタル）の双方で決まる。金利環境の変化や投資手法の多様化を踏まえると、表面利回りだけでなく、期中収益と価値変動を分けて把握する意義は大きい。

単年度の総合収益率は、期首価格を P_0、期末価格を P_1、期中純収益を I とすると、

総合収益率＝「インカム収益率＝$I \div P_0$」＋「キャピタル収益率＝（$P_1 - P_0$）$\div P_0$」である。

参考までに J-REIT 実物不動産の総合収益率[1]を用途別にみると次のようになっている。

図表 1）J-REIT 実物不動産のインカム収益率とキャピタル収益率



図表 1）より実物不動産はインカム収益率とキャピタル収益率がいずれもプラスとなっている。

一方、土地が定期借地権型の場合には取り壊しを考慮する必要があるため、キャピタル収益率がマイナスとなる可能性がある。さらに土地所有権型と比べ取得価格は低くインカム収益率を高めることが可能となるが、その差が権利期間の経過に伴う価値減少によるものか、流動性・建替え制約等に対する追加的なリスクプレミアムによるものかは、利回りの水準だけでは判別できない。そのため本稿では、両型の総合収益率を分解し、投資特性の違いを検討する。

[1] 分析期間は 2026 年 2 月期から 7 月期（半年間）を決算期末とする。

2. ケーススタディ 土地所有権型と定期借地権型の比較

物流施設を例としたケーススタディとして、建物仕様を同一とし、経済的耐用年数をともに 40 年と仮定し、土地所有権型と定期借地権型の比較を行う。賃貸収益等の条件は両型で同一とし、土地所有権型の土地保有コスト（固定資産税等）と定期借地権型の地代との負担差を年 5 百万円と仮定する。この差を反映し、各費用控除後の年間 NOI を土地所有権型 150 百万円、定期借地権型 145 百万円と設定する。土地所有権型は 40 年後に建物を取り壊して更地売却し、定期借地権型は地代を支払い、借地期間終了後に土地を更地で返還することを想定する。

また不動産評価ではアンレバのキャッシュフローを基本とし、借入金利や元本返済を計算に含めない。DCF 法により取得価格・10 年後の売却価格とも、NOI から CAPEX を控除した各年の NCF と、40 年後の期末価値・撤去費用を現在価値に割り引いて求める。なお、権利形態の違いを示すため、賃料変動、地代改定および大規模修繕費用の変動等は考慮しない単純化したモデルとする。

DCF の割引率は、理論比較のため両型とも年 3.8%と設定し、定期借地権に固有の流動性・融資可能性等に対する追加的なリスクプレミアムは加算しない。この前提のもとでは、40 年間の NCF と期末回収額から算定する IRR も 3.8%となる。

条件	土地所有権型	定期借地権型
分析期間／建物耐用年数	40 年／40 年	40 年／40 年
年間 NOI（土地関連費用控除後）	150 百万円	145 百万円
年間 CAPEX	20 百万円	20 百万円
ネットキャッシュフロー	130 百万円	125 百万円
DCF 割引率／建替え	3.8%／なし	3.8%／なし
40 年末の土地価格（仮定値）	1,000 百万円	帰属せず
40 年末の撤去費	▲300 百万円	▲300 百万円
取得価格	2,809 百万円	2,482 百万円

3. 試算結果

3-1 10 年保有におけるインカムとキャピタル

上記のケーススタディでは、取得価格は、土地所有権型が 2,809 百万円、定期借地権型が 2,482 百万円である。両型の価格差は、土地保有コストと地代負担の相違による期中 NCF の差、および 40 年後の土地価値の帰属の違いを反映している。

取得時の DCF 価値を期首価格とし、10 年後の売却価格は残存 30 年間の DCF で算定する。期間中の NCF は所有権型 130 百万円、定期借地権型 125 百万円で一定とする。

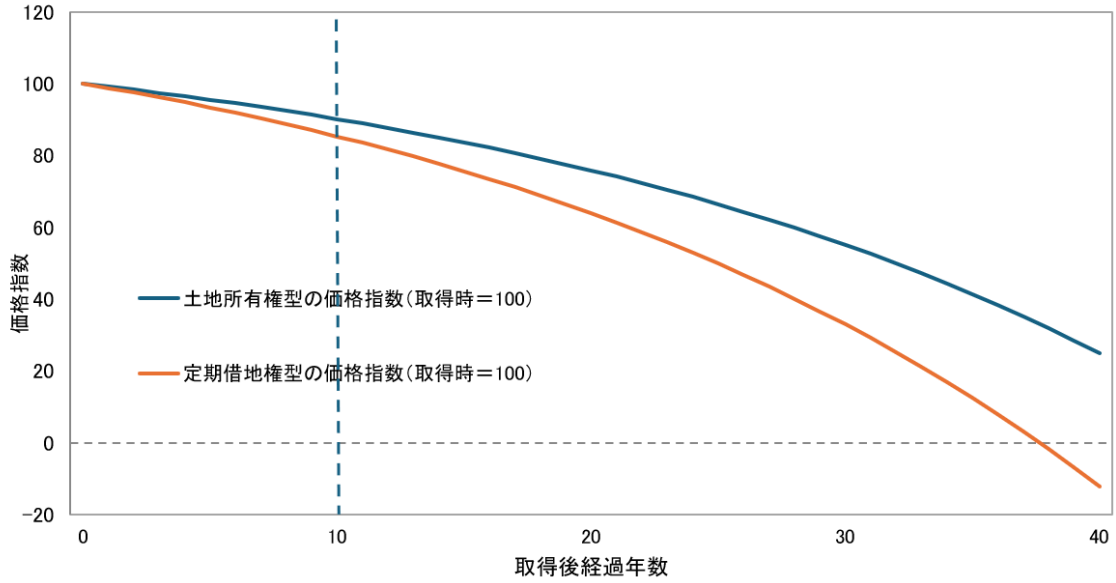
土地の権原	取得時（百万円）	10 年後（百万円）	インカム/年	キャピタル/年	単純年率合計	IRR
土地所有権型	2,809	2,532	4.63%	△0.99%	3.64%	3.80%
定期借地権型	2,482	2,117	5.04%	△1.47%	3.57%	3.80%

定義：インカム/年＝年間 NCF÷取得時価格。キャピタル/年＝（10 年後価格－取得時価格）÷取得時価格÷10 年。単純年率合計は 10 年間累積収益率の単純年率換算であり、IRR とは異なる。IRR は各年の CF と 10 年後売却額から算定する。

定期借地権型は取得時価格が低いため、インカム収益率は高い。他方、期限付き権利の残存期間短縮によるキャピタル損失率も大きい。なお、DCF 価格で取得・売却し、割引率と収益条件が不変であれば、両型の IRR は計算上ともに 3.8%となる。

3-2　価格指数の推移比較

図表 2）取得時価格＝100 とする価格推移



図表 2）は各経過時点から残存期間の収益と期末回収額・撤去費用を割り引いた理論上の価格を示す。今回のケースでは、定期借地権型では借地期間満了時に土地価格（借地権価格）がゼロとなり撤去費用が発生するため、キャッシュフローがマイナスとなる。一方で土地所有権型では期末更地売却価格が価値を下支えする。

（この指数グラフは、土地権原の違いによる価値低減率の違いをみるためのもので、価格水準そのものを直接比較するものではない。）

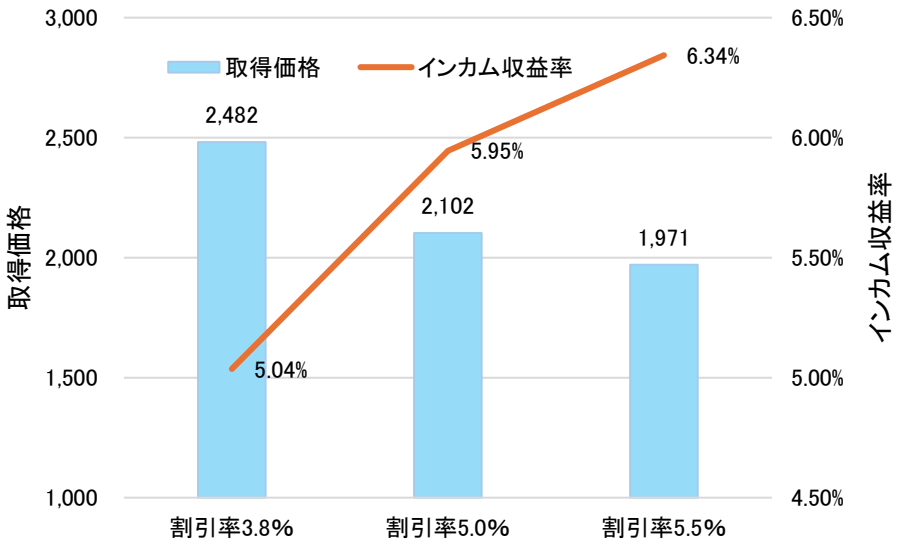
4. 考察：権利形態による投資特性とリスク

本試算では定期借地権型のインカム収益率の高さが、キャピタル収益率のマイナスによって一部相殺されることを表現した。利益超過分配等の財務上の分配構造を説明する際にも、アンレバの不動産収益と将来の元本価値の変化を切り分けることが重要となる。

一方、土地所有権型には、建物の経済的耐用年数満了後に建替え・用途転換・更地売却等を選ぶ余地がある。ただし、本試算で織り込んだのは 40 年後の更地価値であり、建替え・再開発に伴う追加的な価値を直接算定したものではない。再開発を別途想定する場合は、建築費、工期、空室期間、再開発後 NOI 及び市場性を検証する必要がある。

また、共通割引率による理論比較だけでは、投資家が実際に要求する利回り差は検証できない。市場実務への適用には、①40 年後土地価格、②地代・CAPEX・撤去費等の契約条件、③割引率に反映するリスクプレミアムと出口流動性の検証、④賃料下落や設備更新に関する感応度の検討が必要となる。図表 3）より定期借地権型の割引率を 3.8%、5.0%、5.5%とした場合、取得価格の低下によりインカム収益率は 5.04%、5.95%、6.34%に上昇することがわかる。

図表 3）定期借地権型における割引率の感応度分析



まとめ

本稿では、土地所有権型と定期借地権型の不動産投資について、総合収益率をインカム収益率とキャピタル収益率に分解し、両者の投資特性の違いを検討した。

定期借地権型は、土地取得費を要しないことなどから、土地所有権型と比較して高いインカム収益率を示す場合がある。しかし、借地期間の経過に伴う権利価値の減少がキャピタル収益率に影響するため、インカム収益率の高さが必ずしも投資期間全体の収益性の優位性を意味するものではない。

一方、土地所有権型では、建物の経年減価に加え、土地価格や将来の建替え・用途転換等の選択可能性が投資成果に影響する。

不動産投資においては、インカム収益率だけでなく、権利の内容、残存期間、建物の経済的耐用年数、将来の資産価値等を総合的に検討することが重要である。

本稿の試算は一定の条件を置いた理論モデルであるが、総合収益率を構成する要因を不動産の権利特性に即して分析することは、投資判断や不動産評価の実務において有用と考えられる。特に定期借地権型不動産では、取得時点のインカム利回りの高さだけでなく、保有期間の経過に伴う権利価値の減少や将来の市場流動性を考慮する必要がある。取得時点から出口価格と売却可能性を検討することが、投資判断上の重要な視点となるだろう。

免責事項

当レポートは、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。

株式会社ティーマックスは、累計2万件の不動産デューデリジェンス実績をもつ不動産評価会社です（不動産鑑定業東京都知事(5)第1823 号）。過去のレポートはホームページで公表しています。

https://www.tmaxv.co.jp/ （弊社ホームページトップ）→リサーチレポート

＜本件に関するお問い合わせ＞
株式会社ティーマックス
〒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