

都心高度商業地域における市街地再開発事業の投資採算性について

－ 不動産鑑定士の立場から －

有限会社リアルカンテイ

代表取締役 不動産鑑定士 二村昌利

1. はじめに

都市基盤を整備し、土地の高度利用を図る市街地再開発事業は、防災性の高い安全で快適な都市空間を創出させることにより、再開発地区内の資産価値を増価させ、街の魅力も上昇させる。さらに、市街地再開発事業は、公共性の高い都市計画事業であるが故に、再開発ビルの整備にかかる費用及び都市計画道路の整備にかかる費用の一部について、地方公共団体等から交付金を受けることもできる。また、市街地再開発事業において、権利者は所有していた土地・建物の価値に見合う権利を再開発ビル内に確保し、その段階で本来課される税をはじめ、各種の税に関して優遇措置が用意されている。その他、市街地再開発事業の主体となる組合組織には、事業費を無利子で融資する制度や再開発ビル内の床を購入する資金を融資する制度など、各種の融資制度も充実している。

このようなことから、市街地再開発事業における投資採算性は、当該事業におけるメリットを前提として考察することとなる。

2. 街区拡大による土地価格の上昇

市街地再開発事業により街区が拡大され、オフィスビルの床面積が増加した場合、賃料は1フロア毎の面積が大きいビルの方

がより需要が高く、1㎡当たりの賃料も高くなることが知られている。また、大規模なオフィスビルでは、一般的に最新の設備が設けられ、賃貸経営管理面においても優れることから、中・小規模のビルに比べグレードが高いものとなり、この点からも1㎡当たりの賃料単価は高くなる。特に商業的利用も可能な複合高度商業地域では、規模が大きくなれば、地下から中層階まで店舗としての利用が可能となり、小規模敷地が併存している状態に比べ、収益性の高い利用方法が可能となる。また、小規模敷地にそれぞれビルを建設すれば、共用部分等を個別に作る必要があるが、敷地が集約され、共用部分等が適切に設計されれば、たとえ容積率が従前と同じであっても、効率性の高いオフィスビルとなる。

近年の商業用不動産の価値は、当該不動産の収益性により判断され、収益性の向上はその価格に直結する。そして、投資家等が想定する収益から価格を求めるために用いる還元利回りは、同じ立地でもビルの規模やグレード、投資選好度が高いものほど低くなる傾向がある。例えば、還元利回りが5%から4.5%へと低下すれば、不動産の価格は10%以上上昇することとなる。

3. 容積率増加による土地価格の上昇

戸建住宅地域、郊外路線商業地域等の指定容積率の消化が一般的でない地域では、容積率が上昇しても、それに応じて土地の価格は上昇しない。しかし、都心部の高度商業地域であれば、増加容積に応じたオフィスの床需要が見込まれることから、土地価格も上昇することとなる。さらに、超高層オフィスビルとなれば、低層部分よりも高層部分の賃料をより高く設置することが可能となり、土地価格もそれに応じて高く評価できることとなる。また、オフィスビルの有効率と賃料を同じと考えると、容積率が700%から1400%に上昇すれば、収益力は2倍になり、土地の評価も相当程度上昇すると考えられる。しかし、鑑定業界の常識としては、都心にあっても更地価格の評価では、容積率100%あたり10%程度の価格上昇を見込むのが一般的であり、本件では70%程度の上昇を見込むこととなる。

ただし、土地の競争入札となれば、投資家やディベロッパーは、建物計画や賃貸計画を慎重に行い、収益性から求められる土地価格を査定することになるので、1400%すべてをオフィスとして利用可能であれば、従前価格の2倍程度の価格提示も可能であると思われる。

4. 再開発を前提とした土地価格

市街地再開発事業では、敷地を一体化することにより各々の不動産を単独で利用する場合に比較して、増分価値が発生することになる。

そして、市街地再開発事業の蓋然性が高

い段階になれば、隣接不動産の併合を目的とする売買において、取得部分に係る価格を「限定価格」(注1)として求めることが可能となる。限定価格とは、従前の敷地を単独で利用する場合の価値の合計額に比べて併合後の価値の合計額が上回っていれば、その増分価値のうちの被併合地の寄与分を判定して、被併合地の正常価格(注2)に加算することによって求める価格である。したがって、市街地再開発事業を前提とした不動産鑑定では、適切な寄与分の判定が重要な要素となる。そして、実際の土地取引においても、市街地再開発事業の蓋然性に応じて取引価格が上昇することになる。

ただし、中小規模の市街地再開発事業の場合、都市としての熟成度の高い都心部の高度商業地域では、地域全体の趨勢を示す公示地、基準地、路線価等の公的評価に与える影響は限定的である。

5. 公租公課及び金利等の回収可能性

市街地再開発事業における用地の取得にあたって、公租公課及び金利等の回収可能性について、東京都中央区日本橋室町1丁目6街区の再開発を前提に考察する。

(1) 公租公課

対象地の前面路線価は8,120千円/㎡であるが、一般に路線価は公示価格ベースの約80%に設定されており、固定資産税評価額は公示価格ベースの約70%に設定されている。さらに、実際の課税ベースとなる課税標準額は、固定資産税評価額の約65%とされることから、税率を17/1000とした場合、1㎡あたりの1年間の公租公課は、以下のとおり査定される。

$$8,120 \text{ 千円/㎡} \div 80\% \times 70\% \times$$

$65\% \times 17/1000 \approx 78.5$ 千円/㎡

(2) 金利分

金利を年 2.5% とすれば、1 ㎡当たりの年間金利負担額は、以下のとおりである。

$8,120$ 千円/㎡ $\times 2.5\% = 203$ 千円

(3) 回収可能性

以上により、1 年間の公租公課と金利の合計額は、以下のとおりとなる。

78.5 千円 $+ 203$ 千円 $= 281.5$ 千円

そして、価格に対する割合は、以下のとおりである。

281.5 千円 $\div 8,120$ 千円 $\approx 3.47\%$

以上のことから、期間 3 年程度であれば、種地の価格が約 10% 程度上昇することで公租公課と金利分程度は回収できる計算となる。

ここで、10% 以上の価格の上昇が見込めるかが問題となる。対象地の小規模オフィスの賃料は、現在 2 万円/坪月程度と考えられるが、これが大規模なオフィスビルになれば、3 万円/坪月程度の賃料が期待できると思われる。土地の価格を求めるには、建物建設費や建物有効率あるいは管理費等の問題もあるが、賃料の単価の上昇率だけで考えれば 50% 上昇するわけであり、土地価格も少なくとも 10% 以上は上昇すると見込まれる。

6. リーマンショック後の土地価格の推移

連続して調査の対象となっている都心主要高度商業地域の代表的公示地、基準地のリーマンショック以降の価格推移は以下のとおりである。

千代田区丸の内 2-4-1 所在公示地（千代田 5-2）は、2003 年から地価の上昇期に入り、

2002 年の 1,870 万円/㎡から 2008 年の 3,470 万円/㎡へと 6 年間で約 86% 価格が上昇している。これは、いわゆる都心におけるミニバブルである。その後リーマンショック等により下落に転じて 2012 年 2,700 万円/㎡とボトムをつけ（この間の下落率 22.2%）、2014 年に 2,870 万円/㎡と初めて上昇に転じ、約 6.3% の上昇となった。

中央区銀座 4-2-15 所在公示地（中央 5-18）も 2002 年から地価の上昇期に入り、2001 年の 980 万円/㎡から 2008 年の 2,120 万円/㎡へと 7 年間で約 116% 価格が上昇している。その後、リーマンショック等により下落に転じて 2012 年に 1480 万円/㎡とボトムをつけ（この間の下落率 30.2%）、やはり 2014 年に 1,610 万円/㎡と上昇に転じ、約 8.8% の上昇となった。

また、対象地の隣接街区の中央区日本橋室町 1-5 所在基準地（中央 5-6）では、2004 年から地価の上昇期に入っており、2003 年 740 万円/㎡から 2008 年 1,400 万円/㎡へと 5 年間で約 89.2% 価格が上昇している。その後リーマンショック等により下落に転じて 2012 年 1,030 万円/㎡とボトムをつけ（この間地価の下落率 26.4%）、2013 年に 1,060 万円/㎡と初めて上昇に転じて約 2.9% 上昇した。

次に、都内 2 3 区商業地域所在公示地の平均値の推移を観ると、2005 年までは下落傾向にあり、2006 年に初めて上昇に転じた。その後 2008 年まで上昇しているが、その間の上昇率は 62.5% となっており、都心高度商業地域に比べて上昇開始時期は遅く、上昇率も低い。その後 2013 年にボトムを付けており、これは都心高度商業地域に比べて 1 年遅れている。

以上のことから、都心高度商業地域の地価は、他の商業地域に比べて動きが速く、上昇率も下落率も大きいことがわかる。

そして、この1～2年で都心高度商業地域の地価は急速に回復してはいるが、回復傾向に入ったばかりであり、リーマンショック等による地価の下落分を未だ回復していないのが現状である。

万円/㎡

| 年 | 丸の内 | 銀座 | 室町 | 23区 |
|------|-------|-------|-------|-----|
| 2002 | 1,870 | 988 | 750 | 165 |
| 2003 | 2,000 | 1,000 | 740 | 162 |
| 2004 | 2,100 | 1,040 | 760 | 161 |
| 2005 | 2,200 | 1,090 | 783 | 160 |
| 2006 | 2,440 | 1,300 | 925 | 173 |
| 2007 | 2,950 | 1,680 | 1,200 | 211 |
| 2008 | 3,470 | 2,120 | 1,400 | 260 |
| 2009 | 3,400 | 2,060 | 1,200 | 241 |
| 2010 | 2,800 | 1,560 | 1,070 | 208 |
| 2011 | 2,750 | 1,520 | 1,050 | 202 |
| 2012 | 2,700 | 1,480 | 1,030 | 197 |
| 2013 | 2,700 | 1,480 | 1,060 | 195 |
| 2014 | 2,870 | 1,610 | — | 210 |

(注)丸の内、銀座及び23区は地価公示標準地価格(各年1月1日現在の価格)、室町は地価調査基準地価格(各年7月1日現在の価格)である。

7. 経済的ショックの再来があった場合の 公租公課及び金利等の回収可能性

1983年頃に始まった不動産バブルは、1991年のピークまでに主な高度商業地域の土地価格を5倍以上に押し上げた。しかし、その後2005年頃まで下落を続け、2014年時点でもピーク時の価格の30%～40%程度までしか回復していない。そして、我が国が直面している少子化、高齢化等の問

題を考えれば、これを完全に回復できるような対策は容易ではなく、時間の経過のみでは解決できない。

それでは、リーマンショックと同程度の経済的ショックの再来により、都心高度商業地域で地価が大幅に下落した場合、通常の公租公課及び金利等は回収できるだろうか。これについては、前記5で検討したとおり、公租公課及び金利等の3年分を回収するためには、地価が現在よりも10%程度上昇することが必要である。そこで、経済的ショックにより仮に地価が30%下落したとすると、そのボトム時をベースにどれだけの地価の上昇が必要かを本件に当てはめて検討する。

現在の前面路線価は8,120千円/㎡であるが、30%地価が下落した場合5,684千円/㎡となる。そして、8,120千円/㎡の10%増の価格は8,932千円/㎡であり、5,684千円/㎡が8,932千円/㎡となるためには58.1%の地価上昇が必要となる。

しかし、これについても市街地再開発事業を前提とするのであれば、容積率の割り増しがなかったとしても、前述のとおり事務所の賃料単価は約50%程度上昇すると考えられる。そして、賃料単価が50%上昇すれば、基本的経費分が同程度であれば、土地価格も相当程度上昇し、さらに容積率が700%から1400%へと2倍になれば、それだけでも地価は2倍程度になる可能性もある。

よって、経済的ショックの再来があった場合でも、市街地再開発事業の蓋然性が高く、再開発がいつでも可能な状況になれば、公租公課及び金利等の回収は十分に可能であると考えられる。

(補注)

- 1) 限定価格とは、市場性を有する不動産について、不動産と取得する他の不動産との併合又は不動産を取得する際の分割等に基づき正常価格と同一の市場概念の下において形成されるであろう市場価値と乖離することにより、市場が相対的に限定される場合における取得部分の当該市場限定に基づく市場価値を適正に表示する価格である。
- 2) 正常価格とは、市場性を有する不動産について現実の社会経済情勢の下で合理的と考えられる条件を満たす市場で成立するであろう市場価値を表示する適正な価格である。