

Excelでできる

不動産投資 「収益計算」の

すべて The Complete Guide for
"Revenue Calculation"
in Real Estate Investment
with Excel

玉川陽介

Yosuke Tamagawa

- Microsoft Windows、Microsoft Office Excelは、Microsoft Corporationの商標または登録商標です。Mac OSは、米国およびほかの国々で登録されたApple Inc.の商標です。本文中に™、®マークなどはとくに明記しておりません。
- 最終的な投資の意思決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本書の情報にもとづいて被ったいかなる損害についても、筆者および技術評論社は一切の責任を負いません。あらかじめご了承ください。

まえがき

本書は、これから不動産投資を始める方、また、すでに始めている投資家が、不動産投資のお金の流れを完全に把握できるようになること、さらに、自らExcelで投資収益を計算できるようになることを目的として作られました。

不動産投資とお金にまつわることで、初心者の方が理解しにくい要素としては、たとえば次のようなことが挙げられます。

- 税務上の利益と家賃のキャッシュフローは、どちらが投資に対するリターンなのか
- 減価償却は、たくさんとれたほうが収益に貢献するのか
- 空室率や入居期間は実際のところどのくらいなのか
- キャッシュフローを出すために自己資金を多く入れるべきか
- 融資条件の変化によって収益はどれだけ変わるのか
- Excelをどのように使えば収益計算ができるのか

これらを知ることは、不動産投資の収益構造を理解することと同じ意味を持ちます。そしてそれは、必ず理解してから始めるべき投資家のための基本ルールともいえるものです。

とはいうものの、はじめから計算ばかりでは、わかるものもわからなくなってしまいます。

そこで、本書の第1部では、不動産投資の収益構造や融資のポイントを、計算が苦手な人でもわかるよう、その概念だけを平易な言葉で説明しています。

第1部で、基本的な「不動産投資の仕組み」を理解してから、第2部で、実際に収益計算をしていく流れになっています。

本書にはダウンロード特典として、すでに3万人以上の方が利用している「収益試算Excelシート」が付いています。

しかし、本書は、単にこの計算シートに数値や条件を入力して、その結果を投資の現場で利用することにとどまりません。

不動産投資の入口から出口まで、すべてのシーンにおけるお金の動きを余すところなく把握するには、自らExcel上にお金の流れを描いてみるのが最善です。

本書の第2部では、読者の皆さんが自ら、そのロジックを完全に理解して、Excel上で同じ計算式を作成できるよう、各要素を徹底解説しています。

本書特典の「収益試算Excelシート」を使いこなすだけでも投資を始めには十分ですが、もう一步踏み込み、自らの頭の中で、不動産投資の収益構造とお金の流れを完全に把握することは、長期投資における最大の武器になることでしょう。

なお、本書では、投資家が求めているのは客観的な事実と理論のみであると考え、収益構造の本質とその計算方法をバイアスなく伝えることをテーマにしています。

そのため、筆者の投資方法や相場観といった賛否の分かれるストーリーについては一部をのぞいて言及していません。

不動産投資の収益構造のすべてを理解しましょう。すでに投資を始めている熟練者でも、本書を読み進めることで気がつく新たな事実があると思います。

これから始まる序章は、本書でもっともいいたいことを凝縮したダイジェストになっています。

まずは全体像をつかむところから始めてください。

序章

不動産投資「収益計算」の超・基本

不動産投資の利益とは？

キャッシュフローだけで収益を判断しないこと

すでに不動産投資を学んだことのある人は、不動産投資の利益は、「賃料収入から経費と借入を差し引き、さらに税金を支払ったあとに残るキャッシュフロー（CF）だ」と考えると思います。

賃料から生まれるCFを一定額以上作り、会社を退職して専業大家になることを目標としている人もいるでしょう。

その発想は間違いではありませんが、**賃料から得られるキャッシュフローだけが不動産投資の利益ではありません。**

購入から売却までの全体を見渡して、不動産投資の「収益構造」を理解していきましょう。

借入金の返済による「含み益」の増加にも注目

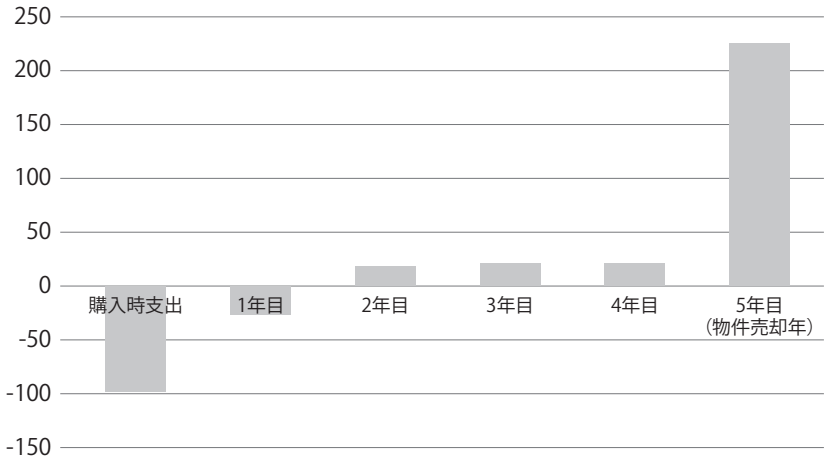
じつは、不動産投資は次ページの図0-1に示すような収益構造になっているため、不動産保有期間中の大幅な現金増加は期待できません。多くの不動産投資家が地味な生活を送っているのは、これが理由のひとつになっています。

一方、物件の売却時には非常に大きな現金が手元に残る仕組みになっています。

そのため、売却時にいくら現金が得られるのかを試算することが重要になります。

「いま売ったらいくらのお金が残る」という、株式投資でいうところの「含み益」を常に計算するべきなのです。

図0-1 不動産投資の典型的なキャッシュフロー（5年間）



自己資金を1割入れて、都心で表面利回り8%の一棟マンションを購入した場合のイメージ。

ローンで購入した収益不動産は、長期で保有していれば借入金が減り、「含み益」は増えていきます。

毎月のCF以外にも、将来的に現金化できる「含み益」の積立をしているようなものだと考えればいいでしょう。

この「含み益」の正体は、端的にいえば土地の持分です。

CFが多く出る投資は、借入金や税金の支払いに追われることなく、さらには、生活費もまかなえて理想的です。

しかし、仮にCFが出ない不動産投資でも土地の持分は蓄積されていくため、将来的には土地を現金化して大きな利益を得ることもできるのです。

不動産投資の収益構造を理解する

不動産投資の利益の源泉は「スプレッド」

土地持分が「含み益」として蓄積され資産増につながることは、不動産投資の最重要トピックであるともいえます。

それにもかかわらず、十分に理解されていないことが多いため、あえて先に説明しましたが、そもそも、「不動産投資の利益」とは、どこから発生するものなのでしょうか。

これを最初に把握することは非常に重要です。不動産投資の収益構造を図に表してみましよう（図0-2）。

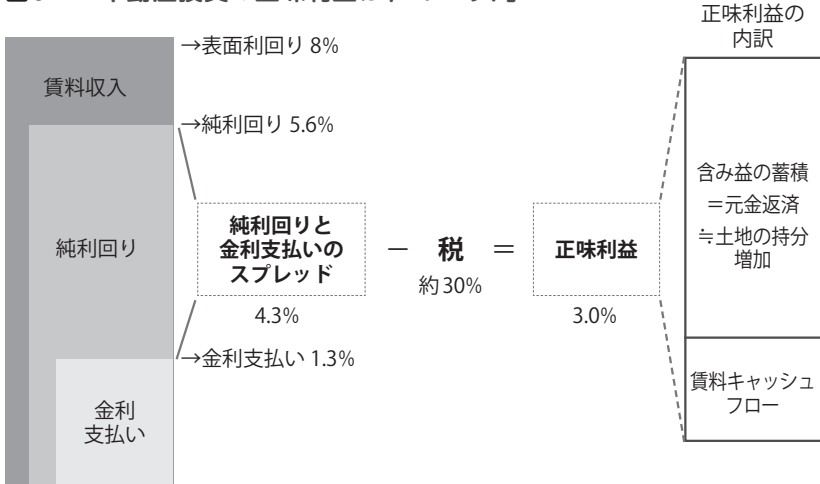
借入を起こして都市部の収益物件を購入する場合、安定した**高い賃料収入（純利回り）**と**低い借入金利の差額（スプレッド）**こそが**不動産を保有した際の利益の源泉**になっていることを確認してください。

図をよく見ると、不動産投資を行う際、昨今の低金利が、いかに重要な役目を果たしているかも理解できるでしょう。

「純利回りと金利支払いのスプレッド」から税金を差し引いた残りが正味利益であり、毎年の純資産増加額です。

そして、それこそが不動産投資が生み出す本当の利益であるといえるでしょう。

図0-2 不動産投資の正味利益は「スプレッド」



「%」は、売買価格比の一般的な表面利回りと純利回り(実質利回り)。借入金利は「1.3%」と設定。

のちほど、シミュレーションを用いて確認していきますが、**スプレッド幅が変わらない限り、この正味利益の発生額は、毎年ほぼ一定である**ということが重要です。

また、**正味利益がCFとなって、いますぐ手元に返ってくるのか、将来の売却時に現金化される「含み益」の蓄積となるのか、その比率は、借入条件によって変わります。**

これまでの説明を読んで、「完全には把握できていなかったけれど、いわれてみればそういうことなのは何となくわかる」と思われたならば、本書のレベル感は合っています。

ぜひ、このまま読み進めてください。

「税務上の利益」が持つ意味

さて、毎年、いくらの正味利益が出ているのかは、どこを見ればわか

るのでしょうか。

「税務上の利益がそれなのでは？」と思いつく方は、すでに投資について勉強している人でしょう。しかし、**不動産投資の正味利益は、税務上の利益やCFとは一致しません。**

また、手元に残るCFと税務上の利益はまったく異なる金額であり、不動産投資初心者の方は数値をどのように理解すべきか迷うでしょう。

じつは、税務上の利益から正味利益を計算するには、少し複雑な計算が必要です。

そして、それを解説するために本書は存在しています。

不動産投資から得られる収益を最適化するためには、知識という無形固定資産もあわせ持つべきです。

本書を読んだだけであれば、「純利回り」「税務上利益」「キャッシュフロー」「純資産」など、不動産投資に必要なすべての要素を、ご自身の手で自由自在に計算できるようになります。

利益が増えるとキャッシュフローが減る問題

借入を起こした不動産投資では、毎年少しずつキャッシュフローが悪化するという問題があります。

そのため、事前に長期の収益予想を立て、複数物件を保有して、十分なCFが出る物件を組み入れるなどの工夫をしなければ、将来的にCFが尽きて借入金の返済ができなくなります。

多くの人は、このような状態を「CFが減り、儲からなくなった」状態といい、売り時だと考えます。

それは本当でしょうか。問題の構造をひも解いてみましょう。

この問題の本質は、年を追うごとに金利の支払いが減ること、また、将来的には建物の減価償却が終わるため、経費が減って税金が増えることです。

金利の支払いは税務上の経費になりますが、元本の返済は経費にならないことを覚えておいてください。

金利の支払いが減ると税務上の経費が減るので、税金の支払いが増えます。

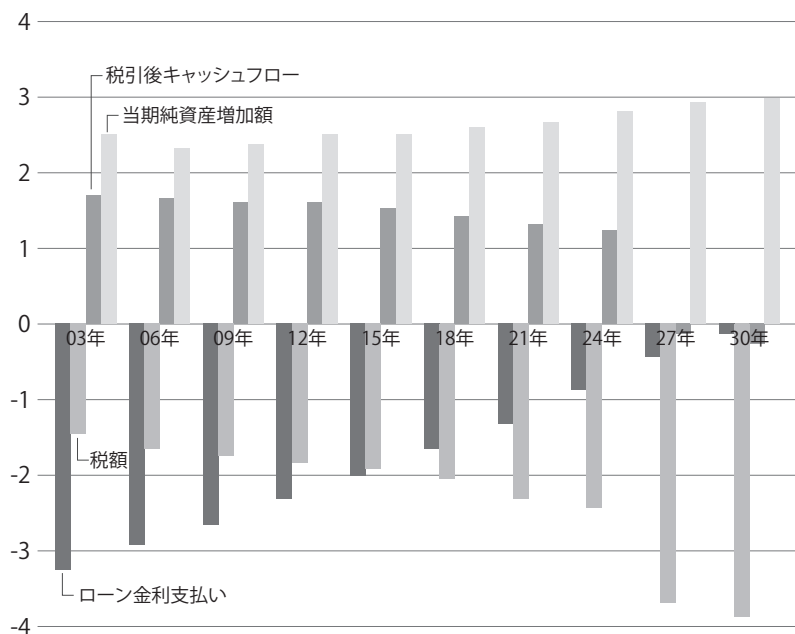
しかし、銀行への支払いは毎月一定額なので、税金が増えた分だけCFを圧迫するという仕組みです（図0-3）。

さらに、建物の減価償却が終われば税引後CFが急減します。こちらも税務上の経費が減ったことが原因です。

このように、長期で見るとCFが悪化することを考えると、やはり不動産の長期保有は非効率なのでしょうか。

じつは、そうではありません。

図0-3 投資用不動産を長期保有した場合のモデル収支



「当期純資産増加額」は、物件を購入価格と同額で売却した場合。実際の計算をもとにした説明のためのイメージであり、正確なものではない。

金利負担は年々減っていきますので、毎月より多くの元本を返済して、残債が減っていくペースは速まります。

金利支払いが減ることにより、スプレッドが広がり、正味利益が増えるペースが少しずつアップするのです。

減価償却についても考えてみましょう。経験者の方でも誤解の多いところですが、じつは、**減価償却の有無は投資リターンにそれほど影響を与えません。**

それは、図0-3の27年目で減価償却が終わった以降は税引後CFが急減する一方、純資産の増加ペースは安定的であることから見てとれます。

このような収益構造であることを理解していれば、CFが減少したとしても、健全で理想的な収益不動産経営の姿に近づいているわけですから、「儲からなくなった」と考えるのは、何かがおかしいと気がつけるはずです。

先ほど説明したように、不動産投資の利益は、いますぐ得られる賃料からのCFと、将来の売却時に現金化される「含み益」の2つに分かれています。

いずれも、純資産は順調に増えているのにCFが出なくなっただけなのです。

そのようなときには、物件を売却すること以外にも、ローンの組み換えによって現金を調達して保有を続けるという方法もあります。

投資の目的は純資産を増やすこと

仮にキャッシュフローが出なくても、借入金の返済を続け、純資産（≡土地の持分）が増えてくれば、自由度が増すのが不動産投資の醍醐味です。

物件からCFが出なくなっても、金融機関からの追加借入により運転

資金を確保することもできます。

賃料収入から得られるCFでも、銀行借入など財務活動によるCFでも、自由に使える現金が増加して、経営や生活が安定することになりはなりません。

そのため、**賃料から得られるCFばかりにとらわれず、いかに純資産を増加させるかに着目することが重要な**のです。純資産の蓄積は、多くの場合、何らかの方法で現金化することができるからです。

融資を正しく理解する

融資は自己資金比率・期間・金利の3要素

不動産投資において、ときに物件よりも大きな意味を持つ銀行融資についても十分に理解していきましょう。

銀行融資でおさえるべきは次の3つの要素だけです。

自己資金比率

自己資金比率が低ければROE（Return On Equity = 自己資本利益率）は高く、収益率の高い投資となります。

* 借入比率はLTV = Loan To Valueともいわれます。

借入期間

借入期間が長ければキャッシュフローは増えます。しかし、その分「含み益」は減りますので、得られる正味利益の総額には大きく影響しません。

つまり、借入期間は、いますぐ得られるキャッシュと売却時に得られるキャッシュの^{あんぶん}按分を決める要素だといえます。

金利

賃料収入（から経費を差し引いた粗利）と借入金利の差額が正味利益ですので、金利が低ければ、仕入原価や製造原価が安価であるのと同じく、収益率は上がります。

純資産をテコにした財務活動によるキャッシュフロー

不動産投資を継続するために必要なキャッシュフローは、賃料収入から得るのが基本ですが、「CFは出ないものの純資産は十分にある」という状態であれば、その純資産を担保に追加の借入を起こすこともできます。

不動産投資家にとっての純資産とは、おおよそ（物件時価 - 残債）だといえます。

しかし、現実には金融機関ごと、あるいは景気の良し悪しにより、純資産の査定基準は異なります。逆にいえば、金融機関により資産評価はまちまちであるため、個別に高く評価してもらえる可能性もあります。

とくに、2017年現在では量的緩和と与信緩和により、純資産担保の借入は土台に乗りやすくなっていますので、その活用を視野に入れておくといいでしょう。

税金がいくらかかるか？

支払う税金の種類を知ろう

不動産投資における最大の経費は税金です。

そのため、収益の試算をするときは、税引前で考えてはいけません。

逆にいえば、**高い税金を支払っても十分な利益が出るのであれば、税の高さに嫌気して不動産投資を敬遠する必要などどこにもありません。**

現物の不動産を保有するよりもREIT（不動産投資信託）のほうが、税金が安く有利だと考える人もいますが、税引後でも現物保有が有利なのであればそちらを選ぶべきでしょう。

税金を支払っても利益が出るのか否か。投資家が税金について熟知すべき理由は、それを検証するためなのです。

とはいえ、税金の支払いを精緻に計算するシミュレーションソフトはほとんどありません。そのため、不動産業者や税理士に試算を依頼しても、多くの場合、税引前や概算の数字しか出てきません。

不動産投資にかかわる最大の経費たる税金。それが概算でしかわからないのは、ゆゆしき事態です。

図0-4 不動産投資でかかる税金の一覧

個人	法人	共通
所得税	法人税	契約書印紙税
住民税	住民税（法人税割）	抵当権設定登録免許税
復興税	住民税（均等割）	所有権移転登録免許税
個人事業税	事業税（法人事業税）	不動産取得税
健康保険+年金	事業税（地方法人特別税）	固定資産税／都市計画税
売却益課税	地方法人税	消費税

本書では、図0-4に挙げた税金が、どのタイミングで、いくらかかるのか、それぞれの税金について精緻に計算して、シミュレーションに盛

り込んでいます。

そして、それらを、すべて自分で計算できるようになることも本書の目標のひとつです。

今後は、税理士に電話して不動産にかかわる税額を問い合わせる必要はなくなるでしょう。筆者も、自分で税額を試算しています。

個人の税金、法人の税金

税金について考える際、よくテーマに挙がるのは、物件を個人名義で保有するか、法人名義にするかの選択です。

個人で持った場合は次のような点がポイントになります。

-
- 本業のサラリーマン収入と家賃収入は合算され、最大で50%を超える税金がかかる
 - 5年超保有して売却した場合、売却益に対する税金は20.315%で済み、法人所有に比べて安い
-

法人で保有するメリットは、次のようなものです。

-
- 年間800万円までの利益に対して25%という相対的に低い税率
 - 1法人あたり1物件を保有させる方法で複数の法人を作れば、その低税率が何度でも使える
 - 社長に役員報酬を支払うことにより所得を分散して、最適な税率となるように調整できる
 - 総じて個人保有よりも節税対策がしやすい
-

このような個人と法人の比較は、拙著『不動産投資 1年目の教科書』（東洋経済新報社）でも行っていますが、本書では、個人と法人、どちらで保有すれば、どれだけの違いが生じるか、その具体的な比較ができるようにExcel上のシミュレーションで説明していきます。

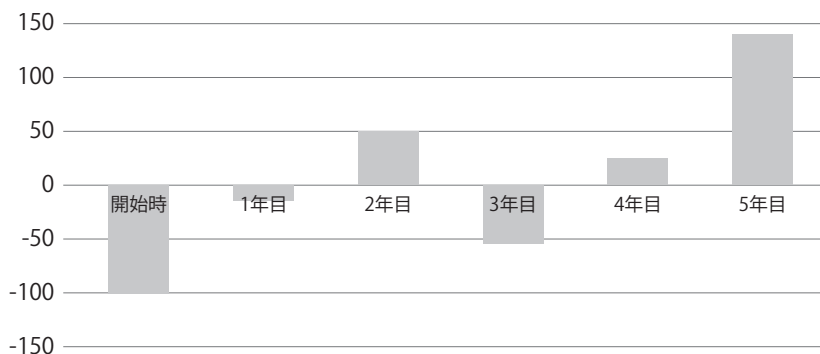
収益指標の決定版「IRR」

どんな投資にも共通する収益計算の基本

不動産投資に限らず、投資の収益率を計算するときには、予想される毎年のキャッシュフローを、図0-5のように並べて考えてみるとよいでしょう。

繰り返しになりますが、いかなる場合も税引後で計算してください。

図0-5 投資案件における各年の税引後キャッシュフロー



このようなCFを得られる投資案件があったとして、投資開始時にいくらまでなら初期投資できるか。

また、そのリスク、すなわち当初のシナリオからはずれる蓋然性。また、はずれた場合にどこまで下振れする可能性があるのか。

それらを検討するのが投資判断の基本です。

物件の収益力はROA、投資案件として魅力的かはROE

ところで、近年では、ROE (Return On Equity = 自己資本利益率) 経営という言葉を目にする機会が多くなりました。

ROEは、初期投資に対して、各年それぞれ何%のリターンが得られたかを計算したものです。

表面利回りや純利回りは、物件の収益力を評価したROA (Return On Assets = 総資産利益率) であるのに対して、ROEは投資家の拠出した初期投資に対する収益力です。

それぞれ異なる切り口で投資を評価する指標であり、甲乙をつけるものではありません。ここで知っておくべきは、**ROAの低い物件でも、銀行借入でレバレッジをかけることにより、いかようにでもROEを高めることができる点**です。

簡単にいえば、賃料利回りの低い物件でも、借入比率を高めれば高収益な投資案件に変えられるわけです。

そして、これこそが不動産投資家がフルローン (物件価格全額の融資を受けること) を求めて、いくつもの金融機関を訪ね歩く理由です。

では、高利回り物件を現金で買うのと、普通の物件をローンで買うのとでは、どちらがどれだけ高収益なのでしょう。

本書では、このようなシナリオを計算を通じて理解するための解説にも多くのページを割いています。

買ってから売るまでの収益率をIRRで計算する

投資の収益は、投資家が最初に抛出した自己資金を基準にして、それに対して、どれだけのリターンが得られるのか、ROEを指標にして計算できると述べました。

しかし、実際には、図0-5に示したように、毎年の損益はまちまちです。

2年目は大きな利益が出たものの、3年目は修繕費用がかさみCFが赤字になった、5年目に売却して売却益が出た……。

このような複雑な投資の収益率を計算するには、ROEを時系列で見ていく必要があるでしょう。

そこで活躍するのがIRR (Internal Rate of Return = 内部収益率) です。

IRRとして計算された数値は、どのように理解すればいいのでしょうか。

複雑な計算については、のちほどあらためて説明しますが、ひと言でまとめれば次のような意味合いになります。

8%のIRRが見込まれる投資案件に5年間の投資をすることは、8%複利の定期預金に5年間お金を預けた場合と、最終的にはぴったり同じ利益になる (図0-6)。

ひとまずは、このようなシンプルな概念の理解から入っていきましょう。

図0-6 IRRは定期預金と比較して直感的に理解できる

	開始時	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	IRR
投資A	-100	-10	50	-55	25	135	8.0%
定期預金	-100	8	8	8	8	108	8.0%

IRRの理屈がわかれば、不動産に限らず、さまざまな投資のIRRを計算できます。

IRRという共通の尺度であらゆる投資を評価することにより、どの投資案件がもっとも有利なのかを比較できるのです。

もちろん、数値だけですべてを判断してはいけません。高いリターンには高いリスクがつきものです。

数値だけにとらわれず、定性要因も総合的に判断して意思決定をくだすことが、投資家の最大にして唯一の仕事なのです。

Excelで投資収益のシミュレーションを作ろう

精緻な計算で投資が有利になる

初心者の方が概算を行うと、空室率、経費率などの試算にバッファ（余裕）をとりすぎる傾向があり、本来は十分な利益が出るはずの物件も見逃してしまうことが少なくありません。

シミュレーションを用いて、リスクやリターンを精緻に計算することは、「いままで買えなかった物件が買えるようになる」ことにつながります。始める前から着地点の想像がつかず、ほかの投資家の目にはとまらなかった普通の物件からも十分な収益を得ることができるからです。

それならば、割安な物件を掘り当てるまで待たず、手の届く範囲内で、計算の合うものをより多く購入して早期に規模を拡大するという考え方も成り立ちます。

また、相対価値だけでなく絶対価値の視点で不動産投資を見ることは、バブル崩壊に飲み込まれないための防衛策にもなるはずです。

不動産投資は、バブル期以降に何十万人もの投資家が試行し、ほぼ全パターンが掘り尽くされている、いわゆる「枯れた」投資です。

そのため、シミュレーションできない要素はほとんどありません。いかなるシナリオも、すべてはExcel上の収益シミュレーションで再現できると考えていいでしょう。

すべての投資は、実態をより詳しく把握している投資家に有利に働くのです。

収益シミュレーションに挑戦しよう

本書の第1部「収益構造 理解編」は、複雑な計算を省いて概念を理解できるように設計されています。

第1章では不動産投資の収益構造、第2章では銀行融資の計算、第3章では税金について、それぞれ何が重要なのかを説明しています。

それらを理解できたら、第2部「収益シミュレーション 実践編」に進みましょう。

第4章では、Excelを使った不動産投資収益シミュレーションの作り方、第5章では、複雑な投資シナリオのシミュレーション結果を解説しています。

不動産投資への理解を深めるには、Excelを駆使して、自身の投資スタイルに合ったシミュレーションソフトを、ご自分で作ってみることをおすすめします。

あえて「車輪の再発明」をすることにより、不動産投資への理解度は、本書を読むだけの場合に比べて何倍も高まるはずです。

第 1 章

収益構造のすべて

まずは、不動産投資における収益計算の基本的な考え方を理解しましょう。

物件保有期間中の利益は、賃料収入と借入金利のスプレッドであること。キャッシュフロー以外にも「含み益」が蓄積され、その合計が正味利益となり、純資産増加となること。IRRやマルチプルを計算すれば、ほかの投資との優位性を比較できることなどがポイントです。

1-1 本当の利益はいくらか？

表面利回りと賃貸NOI利回り

この本を手にとられた方は、表面利回り（グロス）と純利回り（ネット）の違いは、すでにご存じかもしれません。

本書では、それらを完全に理解して、ご自分の手で計算できるようになってもらいます。

普通の大家さんよりも一段深いところまで学んでいきましょう。

表面利回りと純利回りは次のように計算できます。

表面利回り = 満室想定賃料 / 物件価格

純利回り = (年間実賃料収入 - 賃貸経費) / 物件価格

純利回り計算の分子となる年間実賃料収入は、空室を損失として差し引いたあとの「空室控除後の賃料収入」です。

そこから賃貸経費を引けば、**賃貸NOI (Net Operating Income)**となり、賃貸NOIを物件価格で割れば純利回り (NOI利回り) となります。

個人投資家においては、購入時の仲介手数料や税金などの取得経費も物件価格に乗せて利回りを計算するのが実態に即していますが、**一般的**

に、「NOI利回り」といった場合、取得経費は考慮しません。

同じ物件でも取引方法により取得経費は異なるため、物件そのものの実力を客観的に計測するために、取得経費は計算に含めないと理解してください。

NOI利回りを計算する際、どこまでを賃貸経費に含めるかも確認しておきましょう。図1-1は、一般的な不動産投資における収支をまとめたものです。

図1-1 不動産投資の収支

不動産価格	収入 (NOI)	支出 (NOI)	NOI計算に含めない支出
土地建物価格のみ *取得経費は含まない	住居賃料	空室率の控除	物件取得諸経費
	事務所賃料	BM建物維持費用	建物減価償却費
	店舗賃料	PM管理会社委託費用	CAPEX
	倉庫その他賃料	保険・その他定期費用	借入元本返済
	自販機・基地局賃料	テナント募集仲介・広告費	借入金利支払い
		原状回復費用	インカムゲイン税
		修繕費(当期一括償却)	キャピタルゲイン税
		固定資産税と都市計画税	税理士費用・交際費など運営経費
	その他		

インカムゲイン税＝賃料収入など保有期間中の運用益に対する税。
キャピタルゲイン税＝物件売却益に対する税。

NOIの計算では、CAPEX（^{キャベックス}Capital Expenditure＝資本的支出。大規模修繕など付加価値向上のための支出）と建物減価償却の支出は考慮しません。

ただし、原状回復など小規模な修繕費用は、運用のための必要経費として差し引きます。

なお、銀行への借入金返済は物件本来の収益率とは無関係であるため考慮しません。

このように計算していくと、2017年現在の相場で中古RC（鉄筋コンクリート造）一棟マンションを都心に購入した場合、修繕費用も差し引いた経費率は、おおむね30%ほどになるでしょう。

つまり、NOIは「満室想定賃料×70%」と試算できます。

しかし、個人に回ってくる物件では、不動産業者が純利回りまで計算していることはまずありません。

計算されていたとしても、計算方法や経費項目が人によって違ってきますから、投資家が自ら再計算する必要があります。

税務上の利益とCFだけでは計れない正味利益

賃貸NOIは物件からあがる純粋な利益の額です。物件の収益力を見るにはNOIを見ればいいでしょう。

では、借入を起こして物件を保有し、税金を支払うという一連の投資案件として不動産を見たときの収益力はどのように計測すべきでしょうか。

$$\text{税務上の利益} = \text{賃貸NOI} - (\text{金利支払い} + \text{減価償却費})$$

$$\text{税引後利益} = \text{税務上利益} - \text{税金}$$

$$\text{税引後キャッシュフロー} =$$

$$\text{税引後利益} - \text{ローン元金支払い} + \text{減価償却費}$$

通常はこのような計算をしますが、キャッシュフローや税務上の利益だけを見ていると、結局のところ、投資案件が年間でどれだけの利益を生んでいるのかわかりません。

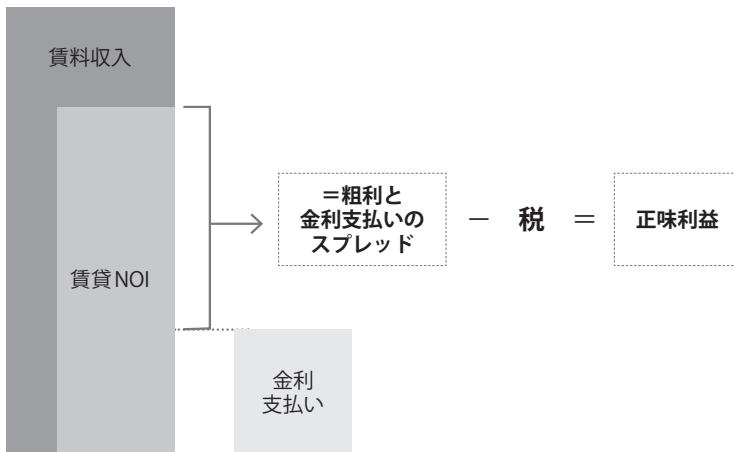
たとえば、「n年後に買値と同額で売ったら、手元にいくら残るのか」という正味利益の計算をするためには、違った切り口で収益を分析する必要があります。

正味利益の計算方法

では、不動産投資により得られる年間の正味利益はどのように考えるべきでしょうか。

個人投資家が行う不動産投資であれば、図1-2のように計算するのが正しいはずですが。

図1-2 正味利益の計算方法



物件価格に変動がない場合の、1年間の正味利益簡便計算法

不動産投資の1年間の正味利益＝

$$\text{賃貸NOI} - \text{金利支払い} - \text{税金支払い}$$

* 減価償却を考慮しないため、税金は今期の税額ではなく、(賃貸NOI - 金利支払い) × 税率で再計算する。具体的な計算は図1-4を参照。

このように考えると、物件を保有することにより得られる正味利益は、**毎年の賃貸NOIの積み上げであり、物件を保有するために必要なコストは借入金利と税金**であることがわかります。

なお、ここで説明しているのは、投資案件全体の収益、すなわちROA (Return On Assets) であり、「**各年の正味利益**」とは**純資産の増加額のこと**です。

いまのところは、自己資金比率などは考えずに、単純に「賃料が全部でいくら入ってきて、維持費がいくら出て行くか」という物件由来の収支のみを考慮してください。

さて、図1-2の中では、CAPEXと建物減価償却、元金返済が無視されていることに気づいたでしょうか。

収益計算において非常に重要な要素が抜けていることに違和感を覚えると思いますが、それには理由があります。

CAPEXが経費として含まれないのは、大規模修繕費用をかけた分だけ、建物価値（売却価格）も上がったと考えているためです。

つまりは、現金が同価値の建材に変わっただけで、利益も損失もなく相殺してゼロということなのです。

もちろん、実際には、そうならないことは誰の目にも明らかですが、その差額は売却時に精算することとして、保有期間中は相殺してゼロと考えるようにしてください。

減価償却が無視されていることも理解しにくいかもしれません。

不動産投資における減価償却とは、今年の税金が安くなり、その分、売却時の税金が高くなるという性質を持つ、会計上の経費です。

したがって、買ってから売るまでの全体で見れば、**減価償却による損益は相殺され、その有無が正味利益に与える影響はほとんどありません**（税率が一定かつ売買価格に変動がない場合）。

つまり、保有期間中に減価償却を利益にぶつけて税金が安くなったとしても、売却するときは、節約したはずの税金をそこでまとめて支払うことになるのです。

買ってから売るまでの全体で見た場合には、減価償却は考慮してもしなくても結果はほぼ同じです。こういった理由から、正味利益の計算では減価償却を考慮していません。

このような説明は、税務に詳しい人をのぞいて理解しづらいと思います。

しかし、これらは、筆者が独自に考え出した理論ではなく、不動産ファンドなどでは常識とされている考え方です。

減価償却については、第3章で詳しく解説していますので、ひとまずのところは、このように理解しておきましょう。

さて、正味利益の計算では、借入金金の支払いだけが経費となり、元金の返済は経費として考えないこともわかりにくい点です。

元金返済により、CFの大半を銀行に納めているというのに、なぜ考慮されないのでしょうか。

これは、正味利益のうち、一部はCFとして現金を得て、元金返済部分は、それと同額の土地持分を購入したと考えているためです。

少し話がややこしくなってきましたが、不動産をローンで買うことには、ローン返済を通じて土地を少しずつ自分のものにしていくという意味合いもあります。

銀行に借金を返せば、返した分だけ土地持分が増えると考えておきましょう。

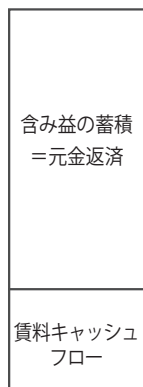
そして、土地は売れば現金化できます。

返済を通じて、土地持分として少しずつ積み上げてきた「含み益」も同じです。

換金性のあるものはすべて現金同等物と考え、土地持分の取得も同じく、純資産が増加したと理解すればいいでしょう。

つまり、**いまずぐ得られるキャッシュフローに、売却時に現金化される土地の持分増加という「含み益」を足し合わせた額が保有期間中の正味利益**と考えるべきなのです（図1-3）。

図1-3 正味利益の内訳



物件保有期間中の正味利益＝
税引後賃料キャッシュフロー ＋
（今期に増加した含み益 －売却時に支払うべき税金）

ご高齢の地主の中には、「毎月の家賃のほとんどは銀行にとられてしまう。銀行のために家主をやっているようなものだ」とこぼす人もいますが、これは正しくありません。

現金は得られずとも、土地は少しずつ得られています。

不動産営業の現場でよくいわれる「入居者が家賃支払いを通じて、オーナーの代わりにローンを払ってくれて、土地が手に入る」という表現のほうが実態に近いといえるでしょう。

このように、「含み益」は土地の持分という形で蓄積されていきますので、将来にわたって土地価格が下落しない場所を選ぶことが重要です。

土地価格の維持が期待できない地方都市などでは、地価下落により「含み益」が目減りすることもあります。

そうした場合、仮に保有期間中のCFが多く出たとしても、売却までの全期間を考えると、CFが出ない物件よりも不利になってしまうこともあります。

1-2 毎年の資産増加を 数字にして確認する

必ずおさえないNAV

まだ本書は始まったばかりですが、ここで不動産投資の収益計算における唯一最大ともいえる重要事項、NAVについて理解していきましょう。

NAVとは、Net Asset Value（純資産価値＝解散価値）のことです。

これまでに正味利益として説明してきた、「投資利益の蓄積（+自己資金額）」がNAVです。

つまりは、「いま不動産を売却して、売却益に対する税金を支払って投資を終了させた場合、結局、通帳残高はいくら残るのか」という解散価値がNAVです。

土地持分という「含み益」も現金化して、解散価値を計算したものであるといえます。

そのため、NAVの推移を毎年度末に確認すれば、現時点での現実的な解散価値、すなわち、投資により得られた利益総額を知ることができます。

さらに、収益シミュレーション上で将来時点のNAVを予測すれば、「n年後にいくらで売れば、購入から売却まで通算でいくら利益になる」という、もっとも知りたいこともわかるのです。

いずれも売却時にかかる税金を差し引くところまで考慮することが必要です。

では、実例を見てみましょう。

借入を起こして都市部の一棟マンションを買う、王道タイプの不動産投資を行う場合、NAVの推移はどのようになるでしょうか。

図1-4は、それぞれの年の期末で物件を売却して投資を終了させた場合のシミュレーションです。

図1-4 スプレッドから税金を引けばNAVになる

簡便法による年間収益試算	金額	計算方法	収支項目／年数	Year01	Year02	Year03	Year04	Year05
a. 物件価格	30,000		2017	2018	2019	2020	2021	
b. 表面利回り8%	2,400	a×8%	満室想定賃料収入	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400
c. 経費率30%	720	b×30%	経費	-720	-719	-718	-717	-716
d. 賃貸NOI	1,680	b-c	賃貸NOI	1,680	1,681	1,682	1,683	1,684
e. 金利支払い(1.3%)	351	ローン計算より	金利支払い	-347	-337	-327	-317	-307
f. 税引前スプレッド	1,329	d-e	税引前スプレッド	1,333	1,344	1,355	1,366	1,377
g. 税金(一律30%)	399	f×30%	税金(一律30%)	-400	-403	-406	-410	-413
税引後スプレッド(1年あたり)	930		当期税引後NAV増加	933	941	948	956	964
			NAV増加累積	933	1,874	2,823	3,779	4,742

(単位：万円)

自己資金を10%投入して購入。インカムゲイン税とキャピタルゲイン税は一律30%。購入と売却は同価格。売買時の諸経費は無視して計算。5ページで紹介した付録資料(資料番号1A)で詳細を確認可能。

1年目は購入諸経費に対する支出という特殊要因があるため実際には計算どおりにはなりません。2年目以降のNAVはほぼ一定の増加額で、簡便法による計算結果とおおむね一致しています。

そして、毎年少しずつ金利支払いが減ることに合わせて、純資産の増加ペースが増えていきます。

このようにNAVの増え方を観察していくと、保有期間中の利益は、高い賃料収入と低い借入金利のスプレッドであることが、あらためて理解できると思います。

実際、購入価格と同じ値段で物件を売却した場合、簡便法で計算した

「税引後スプレッド×保有年数」が純資産（NAV）増加額とおおむね一致することはおさえておいてほしい点です。

さて、なぜこのような計算結果になるのか疑問を持った方も多いでしょう。

ここでは、複雑な計算過程は省略して結果だけを説明するにとどめます。これらの計算をご自分の手でできるように、第4章では順を追って説明しています。

期末ごとにNAVを計算する意味合い

不動産だけを投資対象にしている人は、期末ごとに解散価値（NAV）を計算することにどのような意味があるのかわかりにくいかもしれません。

金融市場では、換金価値のある資産はすべて現金換算してリアルタイムで評価することが慣例です。そして、純資産を増加させることが資産運用会社の仕事です。

所有権が法律により保証されていて、すぐに買い手が見つかるのなら、**どのような資産も、解散価値（純資産）をいつでも現金化できる、現金と等価の資産（Cash Equivalents）であることに変わりはありません。**

投資の目線で見れば、土地、米ドル、株、ゴールド現物、さらには毎月の家賃から得られるキャッシュフロー、土地の持分という含み益の増加。いずれも同価格であれば、その価値（Net Liquidation Value）はまったく同じなのです。

不動産投資において、キャッシュフローばかりに気をとられず、純資産の増加に注力すべきと繰り返し述べているのはそのためです。

NAVの担保価値と換金性

NAVの増加＝利益であることが理解できたとしても、賃料収入からのキャッシュフローに焦点をあてて考えると、借入金を完済しない限り、毎年のCF収支は苦しいままです。「NAVを見れば大きな利益が出ている」といわれたとしても、その実感は乏しいでしょう。

それゆえ、「**不動産投資のゴールは、借入金を完済して毎年大きなCFが生まれる30年後であり、それまでは苦しい状態**」と考える人が多いのですが、それは正しくありません。

CFだけを見ると、物件を売却したとき、もしくは、借入金の返済が終わった翌月から急激に利益が増えるように見えますが、実際にはそうではありません。

説明してきたとおり、NAVの増加額は、毎年ほとんど一定です。

それをどのような形で受け取るか。賃料CFとして、いま現金を受け取るか。土地持分を将来、現金化するか。その違いだけです。

現金も土地もNAVの増加に貢献することには変わりはありません。**毎年NAVは増えていきますので、売却を決めれば、借入金が残っていても、「含み益」を現金化していつでも実現益に変えることができるのです。**

「土地が増えてもCFがなければ黒字倒産してしまう」ことを心配する方がいるかもしれませんが、実際には、それは解決できる問題です。

不動産投資は「枯れた」投資です。同じところで困った人は過去に何万人もいて、それに対して解決策を提示した銀行も無数にあるのです。

しかし、銀行は雨の日には傘を貸しません。そこで救済してもらうには、十分な純資産を持っていることが必須条件になります。

十分な純資産さえあれば、現金を作ることは難しいことではないと知っておきましょう。

純資産には担保価値があり、換金性もあるのです。

1-3

バブルか否かを判断するための
方程式**広いスプレッドをとりに行くのが日本の不動産投資**

これまで説明してきたように、現在、日本の都市部で行われている不動産投資の収益の源泉は、高い賃料収入（NOI）と低金利の借入との広いスプレッド（差額）にほかなりません。

これに加えて、売却時に高く売れば、キャピタルゲインを追加的に得られますが、日本では値上がりありきの不動産投資を考えている人は少数派でしょう。

一方、2017年時点では、香港、台湾、英国、シンガポールなどの海外では賃料収入と借入金利のスプレッドは非常に狭いか、場合によっては逆ザヤです（図1-5）。

そのため、借入を起こして投資した場合、保有期間中は金利の支払いが重く、正味利益は残りません。

スプレッドが逆ザヤ（ネガティブ・スプレッド）であれば、持てば持つほど赤字が積み上がり、最後にそれを相殺できるほどの大きな売却益が得られなければ利益は出ません。

したがって、海外で不動産投資といえは、経済成長→需給好転とインフレ→賃料上昇→収益還元による物件価格上昇、というシナリオを想定したキャピタルゲインに期待する投資であり、日本とはまったく状況が異なります。

図1-5 世界の不動産投資のスプレッド一覧

Rank	City	Prime Office Yield (NO利回り)					10年債との利回り差 (bp)
		2012Q2	2013Q3	2014Q3	2015Q3	2016Q3	
1	Sao Paulo	10.0%	8.5%	8.5%	9.8%	9.8%	510
2	Frankfurt	4.8%	4.8%	4.7%	4.4%	4.2%	424
3	Toronto	-	-	-	-	4.6%	343
4	Sydney	6.9%	6.8%	6.4%	6.0%	5.5%	342
5	Shanghai	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.7%	341
6	Stockholm	-	-	-	-	3.8%	341
7	Beijing	-	-	-	-	6.3%	340
8	Tokyo	3.6%	3.8%	3.5%	3.1%	3.0%	315
9	Seoul	-	-	-	-	4.5%	303
10	Paris	4.8%	4.5%	4.0%	3.5%	3.3%	299
11	Milan	-	-	-	-	4.4%	291
12	Madrid	-	-	-	-	4.0%	270
13	London	4.0%	3.8%	3.8%	3.5%	3.5%	239
14	Boston	-	-	-	-	3.8%	229
15	New York	4.5%	4.5%	4.0%	3.3%	3.3%	229
16	San Francisco	-	-	-	-	3.5%	229
17	Chicago	-	-	-	-	4.6%	228
18	Los Angeles	-	-	-	-	4.1%	228
19	Washington DC	-	-	-	-	4.2%	228
20	Hong Kong	3.2%	2.9%	2.9%	2.0%	3.2%	221
21	Mumbai	10.2%	10.1%	10.1%	10.0%	9.7%	202
22	Moscow	9.0%	8.8%	9.0%	10.5%	10.5%	197
23	Singapore	3.6%	3.3%	3.9%	4.0%	3.7%	173
24	Mexico City	-	-	-	-	7.4%	145

Jones Lang LaSalle IP, INC.の公開レポートをもとに作成。100bp=1%。
 「Prime Office」とは丸の内のオフィスビルのような一等地の物件。

いま世界の投資家から日本の不動産が注目されているのは、相対的に高い利回りと低い借入金利を背景にした広いスプレッドが得られ、かつ、価格の上昇も期待できる経済環境が続く見通しであるからなのです。

相場観にもとづく相対バブル

2017年現在、日本の不動産市況はバブルだと指摘する声も聞こえるようになりました。

ここまでの収益構造に対する理解を活かして、バブルとはどのような状況なのかを考えてみましょう。

さまざまな考え方がありますが、本書では、「相対バブル」と「絶対バブル」という2つの状況を考えます。

相対バブルとは、相場観から見た過熱感です。

たとえば、不動産以外のアセットクラス、債券や株、外国への投資などと比べ、不動産投資は高リスクなわりに低利回りというような状況です。

これでは割に合いませんので、いつかは価格水準が訂正される可能性があります。

しかし、世界の資産価値は、いまではミリ秒ごとに書き換えられ、人々の思惑も千差万別です。

そのため、常に正しい売却タイミングを判定して「勝ち続ける個人投資家」になることは容易ではなく、本書でも不動産市況や相場観は主なテーマにしていません。

投機的な価格水準は絶対バブル

もうひとつの絶対バブルとは何でしょうか。

これは、計算で求められるバブルです。

不動産投資の現場に立ったことのある人ならば、ほとんどの投資家が多額の借入を起こして投資していることをご存じでしょう。

そのため、借入金の金利を支払うことができない水準までNOI利回りが低下を続ければ、保有してもインカムゲインを期待することはできず、のちに購入価格（もしくはインフレ率）を上回る値上がり益を得て売却しない限り利益は出ません。

つまり、**不動産投資向けの融資金利とNOI利回りのスプレッドが十分にとれず、資産価格が収益性の裏付けなく上昇（利回り低下）しているというバブル**です。

このように、キャピタルゲイン依存の不動産市況は絶対的なバブルであり投機です。昭和のバブル期と同じように最後はババ抜きとなるでしょう。

ちなみに、どれだけのスプレッドがあれば「十分な利益」だといえるのでしょうか。

一般的には、10年国債利回りとNOI利回りを比較することが多いようですが、筆者は、それが正しいとは思いません。

もちろん、NOI利回りから定期預金金利などを差し引いた無リスク金利（リスクフリーレート）比という考え方を否定するものではありませんが、昨今では、国債利回りのボラティリティが大きく、その利回りも各国中央銀行の金融政策によって作られたものです。

その状況下において、10年国債とのスプレッドが多少でもとれれば、不動産やREIT分配金に投資妙味があるとするのは短絡的なように思います。

それならば、株式市場との比較をするべきでしょうか。

借入なしで購入した際の毎年の正味利益（NAV増加額）を物件価格で割ればPER（Price Earnings Ratio）という株式評価と同じ指標を計算することができます。

37ページの図1-4で示した、表面利回り8%の物件を現金で買えばPERはおおよそ25倍と計算されますが、それを2016年末時点の日経

平均株価のPERである15倍と比べて割高だと論じるのは、比較のモノサシが合っていないようにも思います。

上場企業と不動産では、収益構造や銀行借入の意味合いが大きく異なるからです。

そのため、現実的には、REITや個人投資家が実際に借りることができる金利とNOI利回りのスプレッドを注視していくべきでしょう。

毎年のキャッシュフロー、NAVの推移を確認して損益分岐点（ブレイクイーブン売却価格）を計算し、リスクとリターンの妥当性を検証することが重要です。

バブルを正当化する2つのシナリオ

じつは、絶対バブルの状況でも、金利水準とインフレ率が変化することにより、途中で崩壊しない値上がり相場を継続させることが可能です。

その仕組みも知っておきましょう。

1. 低金利が保有コストを下げる

マイナス金利や量的緩和政策による貸出金利の低下誘導は、NOI利回りのスプレッド拡大につながり不動産投資の収益率を上昇させます。

そのため、**物件自体の実力値であるNOIは以前と変わらずとも、借入金利低下という外部環境に支持され、不動産価格が上昇することはあり得ます。**

物件価格が上がっても、利幅は以前と同じであるため計算上は収支が合うからです。

そのため、いまのような低金利が続くことを見込むならば、低いNOI利回りで物件を取得しても収益を期待することができるでしょう。

低金利が不動産市況にプラスの影響を与えるのは、このような理由が

あるからです。

しかし、将来的に金融政策が変更されて金利が上昇すれば、再びスプレッドは縮小します。

極端な低金利下でしか成立し得ない投資は、金利上昇リスクをとまいますので注意が必要です。

2. 賃料上昇が収入を増やす

バブルを正当化するためのもうひとつの要素は、諸外国のようにインフレや需要好転に起因して、賃料の上昇が起きることです。

賃料上昇はスプレッドを広げますので、それが期待できるならば、現在はスプレッドがとれなくても、将来的にはつじつまが合うはずで

それを見越して、先回りで物件を購入しておくというシナリオを立てることは可能です。

ミニバブルといわれた2006年ごろの不動産市場では、将来の賃料上昇期待を織り込んだ不動産の値付けがされていました。

賃料上昇に理論的な上限はありませんので、人々の期待が大きければ不動産価格も際限なく上昇します。

とくにオフィスは住居に比べて賃料の騰落が激しく、景気に左右されやすいため、賃料の先高感価格は価格上昇の下支えになります。

このような経済環境は「よいインフレ」などと呼ばれ、破綻せずに値上がりが継続できる可能性があります。

筆者は、日本銀行が約束するとおり、近い将来、毎年2%の物価や賃料の上昇が当たり前になり、「よいインフレ」が日本にも訪れると信じています。

もしそうであるのなら、いままで説明してきた賃料上昇シナリオは、海外市場だけのことではなくなるはずで

しかし、政府のインフレ政策がうまくいかず賃料が上昇しなければ、将来的な金利上昇によるスプレッド縮小を埋めるために物件価格が下落

(スプレッド拡大) に転じる可能性もあります。

CFが赤字の相場環境がバブルとは限らない

個人投資家は、NAV（純資産）よりも、やはりキャッシュフローに注目して投資判断をすることが多いようです。

そのため、一般的な投資家に適用される融資条件（たとえば執筆時点では、自己資金1割×期間30年×金利1%前半など）において、CFが出なくなるラインが不動産価格水準の節目となることは理解できます。個人投資家のほとんどは、CF赤字の物件を買い進もうとは考えないためです。

もちろん、自己資金を2割、3割と投入すればCFは発生しますが、そこまで多額の自己資金を拠出できる投資家は少数派でしょう。

しかし、これまで説明してきたように、保有時にCFが出ないものの純資産が増加するタイプの投資もあります。

そのため、個人投資家にとってはCFが赤字で買えない利回りだとしても、資金に余裕のある大口投資家や、元金返済なしの融資条件で借りているREITなどから見れば十分に利益が出る投資案件になる可能性もあるのです。

そして、**不動産市場を動かす主要プレイヤーは、個人投資家ではなく、大地主やファンドなどCFを過度に意識しなくてよい投資主体であることも知っておくべきでしょう。**

さらに、第2章で説明するように、融資期間が延長された場合、NOI利回りと借入金利のスプレッドが狭くてもCFを発生させることができます。

そのため、**個人投資家から見て、CFが赤字になる物件しか市場に出ていないというだけではバブルと言い切ることができません。**

1-4

賃料改定は 売却価格に影響を与える

賃料値上げのために投資できる金額

物件を購入したら、売却までを見据えて保有期間中にすべきことは、賃料の値上げです。

これはなぜでしょう。

賃料を値上げすれば、収入が増えるという当たり前の効果がありますが、それ以上に重要なのは、売却価格の上昇に対する寄与が高いためです。

ご存じのとおり、個人投資家向けの物件は、賃料をもとにした表面利回りで取引されることがほとんどです。

(物件価格＝満室想定賃料 / 表面利回り) ですので、賃料がたくさんとれる物件は、高い値付けをしやすくなります。

次ページの図1-6によると、たとえば月1万円の賃料収入増は、表面利回り7%で売却した場合、売却価格171万円の上昇に寄与する計算です。

もっとも、土地値からあまりにもかけ離れている場合は、類似条件の更地を買ってきて同じ建物を新築したほうが割安だと判断され、賃料収入からの逆算だけでは価格が決まらないこともあります。

図1-6 賃料上昇が売却価格に与える影響

賃料上昇幅 (月額) 売却 表面利回り	0.3	0.5	1	1.5	2	3	5	10
4.0%	90万円	150万円	300万円	450万円	600万円	900万円	1,500万円	3,000万円
4.5%	80万円	133万円	267万円	400万円	533万円	800万円	1,333万円	2,667万円
5.0%	72万円	120万円	240万円	360万円	480万円	720万円	1,200万円	2,400万円
5.5%	65万円	109万円	218万円	327万円	436万円	655万円	1,091万円	2,182万円
6.0%	60万円	100万円	200万円	300万円	400万円	600万円	1,000万円	2,000万円
6.5%	55万円	92万円	185万円	277万円	369万円	554万円	923万円	1,846万円
7.0%	51万円	86万円	171万円	257万円	343万円	514万円	857万円	1,714万円
7.5%	48万円	80万円	160万円	240万円	320万円	480万円	800万円	1,600万円
8.0%	45万円	75万円	150万円	225万円	300万円	450万円	750万円	1,500万円
8.5%	42万円	71万円	141万円	212万円	282万円	424万円	706万円	1,412万円
9.0%	40万円	67万円	133万円	200万円	267万円	400万円	667万円	1,333万円
10.0%	36万円	60万円	120万円	180万円	240万円	360万円	600万円	1,200万円
11.0%	33万円	55万円	109万円	164万円	218万円	327万円	545万円	1,091万円
12.0%	30万円	50万円	100万円	150万円	200万円	300万円	500万円	1,000万円

しかし、実務的には、賃料収入を表面利回りで割り戻して売買価格を決めること（収益還元法）が多いため、高い賃料をとれていることは売却時に有利です。

賃料収入1万円の変動が売買価格にどれだけの影響を与えるのかを常に意識すべきでしょう。

リフォームなどの追加投資も、図1-6を見ながら費用対効果を考えることができます。

たとえば、500万円のリフォームをすると費用の回収に多大な期間がかかると考えるのなら、それをせずに賃料を下げた入居者を探す方法もあります。

しかし、そのとき、市場では表面利回り7%で物件が取引されていたとします。

その場合は、「その費用を投下することにより、3万円の賃料上昇が見込めるから、売却価格は500万円以上（図1-6より171万円×3万円）上がるはずだ」という計算が成立するのなら、リフォームはするべきでしょう。

このような計算が働くと、景気がよくなり、低い利回りでの取引が成約する時期には、建築・設備投資やリフォーム費用のもとをとりやすくなるため、投資が容認されて建築現場が忙しくなると考えることもできます。

さて、問題になるのは、「高額なリフォームをすれば、その分だけ早く入居者が見つかりそうだが、賃料の上昇は見込むことができない」という場合です。

このような場合は、空室期間を短縮するためのCAPEXとなりますので、リフォーム費用がかさむようであれば、フリーレントや広告料を多めに支払うなどして入居者を見つけたほうが費用対効果に優れることもあります。

いずれにしても、賃料を下げることは売却価格の下落につながりますので、最終手段とするべきでしょう。

想定賃料の再計算が必要な場合

物件購入の検討に際しては、収益還元法の根拠となる賃料収入が安定していて継続性があることを確認する必要があります。

再募集可能な賃料を超えて入居している部屋が多い場合、次回募集時の賃料は下がり、売却価格の下落要因となります。

物件の用途によっても賃料の変動幅（ボラティリティ）は変わります。

事務所・店舗系テナントは景気の良し悪しにより大きく賃料が変わり

ますので、上にも下にも変動幅が大きいという意味でのリスクが高いといえます。

住居系は、シェアハウスや民泊など、運用を工夫することにより、普通借家として貸し出した場合の実力を超えた賃料収入を得られることもあり、それをもとに表面利回りで割り戻して物件価格が提示されていることもあります。

それを平常値の賃料だと判断して購入すると、退去後の再募集で賃料収入が大幅に減少し、売却時の価格下落要因ともなります。

このように、一時的な運用の工夫や経営的な要素を付加することにより、**平常時の土地建物から得られる収益を超えた収益が生まれている場合、賃料の引き直しが必要になる**でしょう。

不動産は、その名のとおり土地と建物に価値があります。運用面での付加価値は、よほど恒久的なものでない限りは評価されないと考えるべきでしょう。

そのため、収益の内訳を把握して、それが質的にも量的にも適正であることを確認する必要があるといえます。

逆にいえば、**事業を営んでいる人は、収益物件としての利回りは低くても、本業で活用できれば投資以外で利益を生むため、割高に購入しても計算が合うことがあります。**

この点は証券投資との違いのひとつであり、不動産投資の面白いところであるといえるでしょう。

1-5 不動産投資の収益指標は「IRR」

すべての投資は「将来キャッシュフローの割引現在価値」

投資の上級者は、「すべての投資は、将来キャッシュフローの割引現在価値である」という表現をします。

当初、筆者は、このような投資理論は現場では役に立たないだろうと考え、気にもとめていませんでした。

しかし、その後の学びにより、これこそが投資の本質であることに気がつきました。

ぜひ、論より実践派の投資家も、この考え方を取り入れ、収益シミュレーションに実装してください。

不動産以外の投資を検討するときにも使えます。

さて、「すべての投資は、将来キャッシュフローの割引現在価値」にはどのような意味があるのでしょうか。

36ページでは、未実現の「含み益」を含めた純資産（NAV）の計算を紹介しましたが、今回は、CFとして払い出された金額、すなわち通帳の入出金を集計した表を示します。

都市部の一般的な不動産投資では次のようになるはず（図1-7）。

図1-7 投資物件を保有して5年目に売却した場合のCFモデル

	初期投資	Year01	Year02	Year03	Year04	Year05	売却時 現金残高	CF増加計
当期CF	-100	15	16	-20	9	120	140	40

不動産投資の開始時には、図1-7に示したように、自己資金と諸経費を含めて大きな初期投資がかかります。

その後、保有期間中は、借入金の返済や賃貸経費、税金支払いなどで、あまりCFは残りません。修繕がかさんだ年（Year03）のCFはマイナスになることすらあります。

そして、図1-7では、5年後、不動産価格が上昇したので売却したところ、手元に大きな現金が戻ってきています。

投資とは、CFを得て資金を増やすための活動です。

そのため、会計上の「含み益」（未実現益）を知る必要はありますが、結局のところ、「いつの時点で、いくら現金を受け取ることができる」という「実現益」こそが投資のすべてなのです。

このように、**すべての投資は、金融商品や事業において将来発生するであろうキャッシュフローを得るために、いまいくらまで払えるかを判断することにほかなりません。**

少し話が難しくなりました。財務計算の初学者の方は次のように簡略化して考えてみましょう。

図1-7の例では、5年間の合計でCFが140発生しています。

そのため、単純に考えれば、これ以下の初期投資額で物件を購入できれば、それなりの利益を見込むことができるわけです。

初期投資額は100だとしましょう。

CF総額は5年間で140（増加は40）ですので、5年間で割れば毎年8%の利益が出たと考えることもできます。

それは、「5年間で総額140のCFを見込んで、いま物件を100で購入した。その利回りは年率8%であった」とも言い換えられます。

「すべての投資は、将来キャッシュフローの割引現在価値」という言葉にあてはめれば、140のCFが「将来キャッシュフロー」です。

140以上の初期費用をかければ赤字になり、140で買えばブレイクイーブンであることは容易に理解できるでしょう。

そこから考えると、図1-7のCFを将来的に得るために払える「現在価値」は、140以下であると判断することができます。

ここに、「割引現在価値」という概念を加えてみましょう。

CFは、先に受け取れば、それを元手に同種の物件をもうひとつ買ったり、投資信託で運用するなど、再投資して増やすことができます。

そのため、早期に得られるCFには、再投資する利回り分だけ、余計に価値があります。

再投資により、最低でも年率3%の利回りが確約されている市場環境、たとえば1年国債の利回りが3%を提示するような場合であれば、いま100もらうのと、1年後に103もらうのは同じ価値であるといえます。

このような考え方を割引現在価値といいます。

これは、大学の授業でも習うような一種の常識だとされてきましたが、近年では状況が変化しています。

日銀による金融政策の副作用により、プラスの確定利回りで再投資できる投資対象がないのです。

低金利政策が長引く日本経済においては、割引現在価値は必ずしも現場の実態にそぐわなくなってしまうましたが、ひとつの考え方として頭に入れておきましょう。

割引現在価値について、いまひとつピンと来ない人も、各年の税引後キャッシュフローを図1-7のように表にして並べるところだけは覚えておいてください。

これこそが投資から得られる実際のリターンなのです。

IRRを理解しよう

不動産に限らず、投資の収益を推しはかる際には、すべての投資で共通に使える指標があると便利です。

IRR (Internal Rate of Return = 内部収益率) という指標を使ってみましょう。

IRRとは、初期投資として拠出した自己資金を基準にした投資期間全体の利回りであり、購入から売却までを見た全体のROEだと考えればいいでしょう。

IRRとして計算された利回りは、「その投資の開始から終了までの総利益は、何%の定期預金に同期間を預けたのと同じ収益であったか」。

このような意味合いだと理解してください。

たとえば、**IRR 8%と計算された不動産投資案件に5年間投資を行った場合、8%複利の定期預金に5年間預けたのと最終的には同じ口座残高になります。**

* 各年で発生したCFを、IRRとして計算された利回りと同じ利率で再投資した場合に同じ残高になります。複利の定期預金は、その名のとおり各年のCFを再投資します。

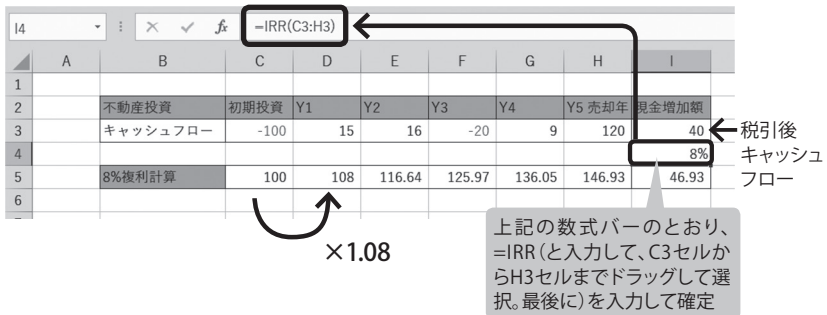
IRRによって、「いまご時世で8%の定期預金など存在しないから、割のいい投資だな」とか、「債券の投資信託ではIRR 3%しか見込むことができないから、債券よりも不動産に投資妙味がありそうだ」という

ような比較をすることができるのです。

それでは、実際にIRRを計算してみましょう。

ExcelのIRR関数を使います。図1-8のように、Excel上に各年の税引後キャッシュフローを並べて、数式バーにIRR関数を入力してください。

図1-8 IRRの利回りと複利定期預金の利率は同じ意味合い



IRRは「8%」と表示されたでしょうか。

このようなCFを生む投資案件に投資した場合、IRRは8%、すなわち、8%複利の定期預金に5年間預金していたのとまったく同じ利益になります。

しかし、ほとんどの人は、CF増加額が同じにならないのに、なぜ同じ利益といえるのか不思議に感じたと思います。

次ページの図1-9のように、不動産投資の各年のCFは、別途、再投資用の別口座で運用されていて、最後には、その運用益が戻ってきて合算されると考えてみましょう。

そして、少し複雑ですが、その再投資先を細かく見ていけば、結果的には同じ残高に落ち着きます。

早期に発生したCFは、再投資ステージで多くの利子を得られるため有利であることも、ここからわかるはずです。

図1-9 不動産投資のCFをIRRの利率で再投資すると

IRR=8.0%

不動産投資	初期投資	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	通算	売却時現金残高	再投資で得られるはずのCF	売却残高+再投資CF
キャッシュフロー	-100	15	16	-20	9	120	40	140	6.93	146.93

各年で発生したCFをIRRの利率(8%)で再投資していると考えたと……

再投資ステージ						
Y1 CF再投資	-	15	16.2	17.50	18.90	20.41
Y2 "	×1.08		16	17.28	18.66	20.16
Y3 "	-	-	-	-20	-21.60	-23.33
Y4 "	-	-	-	-	9	9.72
Y5 "	-	-	-	-	-	120

5年目の入金と同時に投資は終了するので利子は付かない

うち140は元本。増えたのは6.93だけ

146.93

細かい計算を追うのが大変であれば、結果的には定期預金と同じであるという点のみ覚えておいてください。

ひとまずは、概念をつかむところから始めましょう。

ところで、いくら以上のIRRを期待できるのならばいい投資なのでしょうか。

これは筆者が非常に多く受ける質問です。

税引前IRR 8%前後でミドルリターン、同15%を超えるとハイリターンなどといわれることもあります。市場環境により目標利回りは変わるため、あくまで目安にすぎません。

なお、フルローンで不動産を購入するなど、初期投資がゼロに近い場合は、IRRが正しく計算されないか、計算されたとしても意味のない数値になります。

初期投資が極端に少ない場合は、CFや純資産の推移をひとつずつ見ていくのがいいでしょう。

再投資しない場合のMIRR

IRRは、各年に発生したCFを再投資する前提で考えた指標でした。

複利の定期預金も、「複利」ですので各年の利子を再投資して、雪だるま式に増えていく投資です。

しかし、いまの相場環境では、各年のCFを再投資できるような、いい投資先がありませんので、各年のCFは再投資せず、利子は付かないと計算してもいいかもしれません。

そのような想定をする場合、ExcelではMIRRという関数を使います。

MIRR (Modified Internal Rate of Return = 修正内部収益率) は、各年に発生したCFを再投資しない (もしくは任意の利率で運用する) 場合に、何%複利の定期預金と同じ利益になるのかを計算します。

***MIRR 関数の計算仕様上、期中にマイナス CF がある場合、定期預金換算での利回りにはなりません。本来はIRRとMIRRは、定期預金との比較をするために作られた指標ではないためです。定期預金の利回り換算で考えたい場合、Excelに「=POWER (売却時現金残高 / 初期投資, 1 / 投資年数) - 1」と入力して、セルの書式を「パーセンテージ」にしてください。**

図1-10のように再投資しない場合の収益は、各年のCFが同じでも、先ほどの図1-9の投資よりも、投資終了時の残高が少なくなっています。

再投資ありでは、8%の定期預金と同利回りのはずでしたが、再投資なしでは6.96%相当にしかありません。

このように、再投資ありとなしでは、投資リターンの計算が大きく変わってきます。

図1-10 期中に発生したCFを再投資しない場合の利回り計算

再投資なし利回り=6.96%

不動産投資	初期投資	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	売却時現金残高	再投資で得られるはずのCF	売却残高+再投資CF
キャッシュフロー	-100	15	16	-20	9	120	140	0	140
6.96%の複利定期預金	100	107.0	114.4	122.4	130.9	140	140	0	140

*再投資なし利回りの計算にはPOWER関数を使用している

さて、実際の投資シーンではIRRとMIRRのどちらを使うべきでしょうか。

各年に発生したCFを、同利回りの物件に追加投資するような場合は再投資ありのIRR関数、CFを普通預金、もしくは生活費に充当する場合にはMIRR関数（またはPOWER関数）を使うのが実態に合っているでしょう。

利益率だけでなく量を確認するためのマルチプル

毎年いくら純資産が増えるのか。それは確かに重要ですが、たくさんの元手を投入するのであれば、たくさん増えるのは当たり前です。

そのため、収益は初期投資額に対するリターン、すなわちIRRを基準

に評価すべきであることを説明してきました。

しかし、自己資金が極端に少ない場合などは、無意味に高いIRRが算出されることもあります。

そこで、率だけではなく絶対量も確認する必要があります。

資金の増加量を見るために「マルチプル」という指標を使ってみましょう。

マルチプルは次のように求める単純な収益指標です。

$$\text{マルチプル} = \text{投資終了時の現金残高} / \text{初期投資金額}$$

毎年度末にマルチプルを計算すれば、1年目、2年目、3年目……と各年度で投資を終了させたときに、初期投資が何倍になって戻ってくるかがわかります。

簡単な例で考えてみましょう。

たとえば、最初に銀行通帳に1,000万円が入っていて、それを初期投資として拋出、不足分は借入を起こして不動産を購入したとします。

5年後の純資産（NAV）が3,000万円だとすると、初期投資は5年で3倍になっています。

このような状況を「マルチプル3倍」といいます。

5年後に物件を売却して投資を終了させれば、純資産は現金残高となり、実際にその金額を手に入れることができるわけです。