

コンサルでよく使われる数式 (1)

— 不動産投資コンサルの着眼点 —

伊藤 紀幸

株式会社不動産投資研究所 代表取締役

はじめに

2009年の国内不動産市況は、米国サブプライムローン問題に端を発した世界同時不況の煽りを受け、欧米諸国同様に急速に低迷しています。一方、収益還元法による収益価格アプローチが不動産投資市場に定着して久しく、昨今の不動産市況低迷下でも、不動産賃貸業を営むオーナーへのコンサルティング場面では、様々な数式・キーワードが必要不可欠となっています。

本稿では、コンサルティングでよく使われる数式等について、具体例を基に、数回にわたって簡単に説明していくこととします。

[設 例]

ビルを数棟保有している資産家Aさんから、昨今の不動産価格の下落を好機ととらえて、中長期的な資産保有を目的として東京都内で住居系不動産（一棟）を購入したいとの相談を受けました。Aさんの購入希望条件はおおむね次の通りでした。

【Aさんの購入希望条件】

- | | |
|--------|-----------------------------|
| ①エリア | 都内、できれば駅至近の物件 |
| ②予算 | 10億円位まで（別途建物消費税） |
| ③用途 | 住居系賃貸用不動産（ファミリータイプの一棟マンション） |
| ④投資利回り | 7%以上 |
| ⑤築年数 | 築10年以内が望ましい |

ここで、Aさんの希望に合う物件を紹介あるいは選別し、物件購入時の不動産コンサルティングを行う場

合には、以下の諸点に留意することになるでしょう。

■着眼点 1

Aさんのいう「投資利回り」とは具体的には何を指すのか？

■着眼点 2

純収益（「NOI」と「NCF」）のとらえ方はどうするか？

■着眼点 3

レバレッジ効果をどう考えるか？

■着眼点 4

内部収益率（IRR：Internal Rate of Return）をコンサルティングにいかに関用するか？

■着眼点 5

NPV（NPV：Net Present Value）分析をコンサルティングにいかに関用するか？

■着眼点 6

DCF法を利用して考えるとどうなるか？

以下、これらの着眼点について、説明していきます。

■着眼点 1：Aさんのいう「投資利回り」とは具体的には何を指すのか？

Aさんへの不動産投資のコンサルティングに際しては、まずこの点をお互いに確認して、売却物件情報を検討していく必要があります。

利回りと一口にいっても、粗利回り・純利回り・投下資本収益率など様々な利回りがあるからです。

例えば、物件例1のような場合には、それぞれの利回りの計算は下記のようになります。

【物件例1】

- | | |
|--------------------------------|---------|
| 1. 総投資額 (購入価格、ただし建物消費税別途) | 10億円 |
| 2. 年間賃料総収入 (テナント満室時) | 1億円 |
| 3. 賃貸運営の必要諸経費支出 ^(※) | 2,000万円 |
| 4. 減価償却費 | 1,000万円 |

(※) この諸経費には減価償却費・支払金利は含まれない。

●粗利回り (%)

$$\text{粗利回り (\%)} = \text{年間賃料総収入} \div \text{総投資額} \times 100$$

例) 1億円 ÷ 10億円 × 100 = 10%

これは、「(満室時) 表面利回り」あるいは「(満室時) グロス利回り」といわれるものです。

●純利回り (%)

$$\text{純利回り (\%)} = (\text{年間賃料総収入} - \text{必要諸経費支出}) \div \text{総投資額} \times 100$$

例) (1億円 - 2,000万円) ÷ 10億円 × 100 = 8%

これは、「ネット利回り」といわれるものです。一口に「ネット利回り」といっても、「NOI利回り (あるいは、NOIキャップレート)」と「NCF利回り (あるいは、NCFキャップレート)」というように、大別すれば二種類のネット利回りの概念があります。これは、ネットの収益 (純収益という) の概念がそもそも大別して二段階に分かれていることによります。この点については、着眼点2で言及します。

●投下資本収益率 (%)

$$\text{投下資本収益率 (\%)} = (\text{年間賃料総収入} - \text{減価償却費を含む必要諸経費支出}) \div \text{総投資額} \times 100$$

例) (1億円 - 2,000万円 - 1,000万円) ÷ 10億円 × 100 = 7%

これは、減価償却費を加味した利回りで、「償却後純収益利回り」といわれます。

●まとめ

投資利回りと一口に言っても様々な利回り水準があることがおわかりいただけたかと思います。

物件例1の事例でわかるとおり、同じ物件でも以下のように利回りの切り口があることになります。

利回り名称	別 称	利回り水準
粗利回り	「(満室時) 表面利回り」あるいは「(満室時) グロス利回り」	10%
純利回り	「ネット利回り」さらに大別すると「NOI利回り (あるいはNOIキャップレート)」、「NCF利回り (あるいはNCFキャップレート)」	8%
投下資本収益率	償却後純収益利回り	7%

一般的に、不動産売買仲介の世界では純利回りに主眼を置いて取引されていますが、ビルオーナーなどの投資家に対するコンサルティングでは、償却後純収益利回りの方が有用なケースが多いでしょう。

■着眼点2：純収益 (「NOI」と「NCF」) のとらえ方はどうするか？

着眼点1において、純利回りは大別してNOI利回り (NOIキャップレート) とNCF利回り (NCFキャップレート) に分けられると説明しました。ここでは、NOIとNCFの概念について説明します。

●NOI・NCFの概念

$$\begin{aligned} \text{NOI : Net Operating Income (純営業収益)} \\ &= \text{金利支払い前・減価償却前営業利益} \\ &= \text{営業収入} - \text{営業費用} \end{aligned}$$

NOI (純営業収益) とは、賃貸不動産の年間収入 (空室損失控除後の有効賃貸総収入 [Effective Gross

Income]) から不動産事業を運営することに伴う諸費用(管理費、修繕費、固定資産税・都市計画税、火災保険料等)を差し引いた利益のことです。金利支払い前、償却前利益を指します。企業会計で言えば、営業利益のイメージに相当します。

$$\text{NCF : Net Cash Flow (純キャッシュフロー)} \\ = \text{NOI} - (\text{資本的支出、仲介手数料、原状回復費用などの貸主負担の費用})$$

NCF(純キャッシュフロー)は、実際に手元に残るキャッシュを算出したもの。敷金運用益収入や資本的支出などの臨時的支出も考慮するので、企業会計で言えば、経常利益のイメージに相当するものです。

NOIに敷金等の預かり金運用益を加算し、資本的支出等を控除した利益を指します。場合によっては、NOIから、資本的支出(CAPEX)と仲介手数料、原状回復費用を差し引いた純キャッシュフローを指すこともあります。NCFは、NOIと同様オフィスビルの収益性を示す指標として、頻繁に利用されます。

通常、投資家としてはNCFに着眼して投資判断を行います。あえて臨時的収入・支出を含まない通常の賃貸運営状況に焦点を当てて投資分析するために、NOIの段階を重視する向きもあります。

物件例2の場合には、NOI Cap rate (NOIキャップレート)、NCF Cap rate (NCFキャップレート)は7.7%、7.5%となります。

$$\left[\begin{array}{l} \text{NOI : 5,000万円} \\ \text{NCF : 5,000万円 (NOI) + 132万円 (敷金運用益)} \\ \quad - 252万円 (資本的支出) = 4,880万円 \end{array} \right]$$

ちなみに、仲介手数料・原状回復費用等は、恒常的な運営費用ととらえるか否かにより、支出(費用)として控除する段階がNOIレベルあるいはNCFレベルと異なる場合があります。

今回は着眼点3(レバレッジ効果をどう考えるか?)を取り上げます。

【物件例2】

直接還元法による収益価格査定表

[NOI]

運営収益		(単位:円)
	1F(店舗)	20,818,000
	2F(店舗)	10,908,000
	3F~6F(店舗)	21,206,000
賃料収入計		52,932,000
	1F(店舗)	1,561,000
	2F(店舗)	1,636,000
	3F~6F(店舗)	5,089,000
共益費収入計		8,286,000
水道光熱費収入		5,400,000
駐車場収入		0
その他収入		924,000
潜在総収入 (Potential Gross Income)		67,542,000
	1F(店舗)	1,119,000
	2F(店舗)	653,000
	3F~6F(店舗)	1,370,000
空室等損失相当額 (Vacant loss)		3,142,000
貸倒準備費		0
有効総収入 (Effective Gross Income)		64,400,000
運営費用		
事務管理費 (PMフィー)		1,742,000
維持管理費		2,210,000
水道光熱費		5,955,000
修繕費 (小規模修繕費・repair)		230,000
土地公租公課		1,100,000
建物公租公課		1,218,000
損害保険料		147,000
仲介手数料 (入居者募集費用)		614,000
その他費用		1,184,000
運営費用合計		14,400,000
純収益 (Net Operating Income)		
純収益 (NOIベース)		50,000,000

[NCF]

純収益 (Net Operating Income)		
純収益 (NOIベース)		50,000,000
純収益 (Net Cash Flow)		
	1F(店舗)	32,961,000
	2F(店舗)	12,925,000
	3F~6F(店舗)	20,101,000
有効敷金等残高		65,987,000
敷金運用益		1,320,000
資本的支出 (CAPEX)		2,520,000
純収益 (NCFベース)		48,800,000

[NOIキャップレート、NCFキャップレート]

純収益 (Net Operating Income)		
純収益 (NOIベース)		50,000,000
純収益 (Net Cash Flow)		
	1F(店舗)	32,961,000
	2F(店舗)	12,925,000
	3F~6F(店舗)	20,101,000
有効敷金等残高		65,987,000
敷金運用益		1,320,000
資本的支出 (CAPEX)		2,520,000
純収益 (NCFベース)		48,800,000
還元利回り		
キャップレート (NCF)		7.5%
(参考)	キャップレート (NOI)	7.7%
	表面利回り (PGI/収益価格)	10.38%
直接還元法による収益価格		
直接還元法による収益価格		651,000,000
賃貸坪当たり単価		2,827,976円/坪

【いとう・のりゆき】1988年三井信託銀行入行。主に不動産業務・ファイナンス業務に携わる。日本格付研究所、ムーディーズジャパンを経て、2002年(株)不動産投資研究所設立、代表取締役就任、現在に至る。論文執筆・講演等多数。不動産鑑定士、不動産コンサルティング技能登録者。