

# コンサルでよく使われる数式 (2)

— 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

## ■着眼点3：レバレッジ効果をどう考えるか？

レバレッジ（英語 leverage）とは、「てこ（レバー、lever）の作用・力」のことであり、経済あるいは投資活動において、他人資本を利用することにより自己資本に対する利益率や投資効率を高めること、または、その高まる倍率を指しています。

不動産に投資する場合に、全額自己資本（自己資金）で購入するのではなく、銀行等から借入をして、少ない自己資本で物件を購入することにより、通常は全額自己資本で購入するよりも投資効率を上げるときに、「レバレッジをかける」という言い方をします。

例えば、不動産投資会社や不動産ファンドなどでは、各企業・各ファンドレベル等で「財務レバレッジ効果」を利用して、投資効率を高めようとします。総資本に対する収益率であるROAと自己資本に対する収益率であるROEの関係は次のようになっています。

$$\text{事業利益} = \text{総資本} \times \text{ROA} = (D+E) \times \text{ROA} \dots \textcircled{1}$$

$$\text{支払利息} = \text{負債} \times \text{負債利率} = D \times i \dots \textcircled{2}$$

ROA：総資本事業利益率（return on assets <sup>(注1)</sup>）

ROE：自己資本利益率（return on equity <sup>(注2)</sup>）

負債：D                      負債利率：i

自己資本：E                法人税率：T

(注1) 総資本事業利益率（return on assets）とは、企業が事業活動に投下した総資産＝総資本（負債＋自己資本）に対して毎年どれだけの事業利益をあげているかをみる指標。ROA＝事業利益（営業利益＋受取利息・配当金）／総資本。

(注2) 企業の総資本のうち、株主の持分である自己資本に対して毎年どれだけの純利益をあげているかをみる指標。ROE＝純利益〔税引後当期純利益 or 経常利益×（1－税率）〕／自己資本

上記式を展開する（式①から②を控除し、両辺をEで除し、（1-T）を乗じる）と⇒

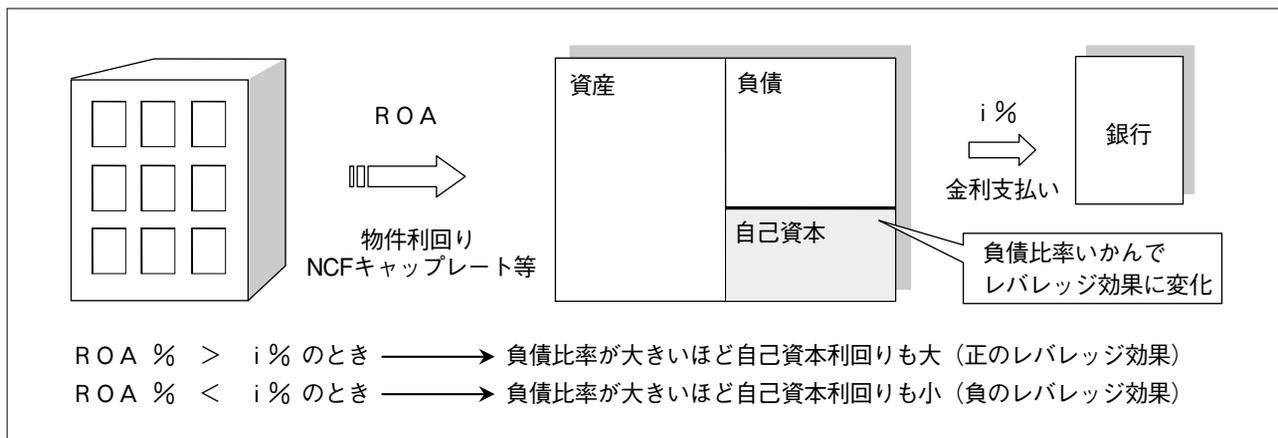
$$\text{ROE(税引後)} = \left\{ \text{ROA} + (\text{ROA} - i) \times \frac{D}{E} \right\} \times (1 - T)$$

となります。

したがって、

- ① ROA > i、つまりROAが負債利率を上回っている限り、D/E比率つまり負債の自己資本に対する比率が高いほど、ROEは高くなります。
- ② ROA < i、つまりROAが負債利率を下回っている限り、D/E比率つまり負債の自己資本に対する比率が高いほど、ROEは低くなります。

図表1 負債比率とレバレッジ効果



このように、他人資本を導入することで、同額の自己資本でも、より高い利益率が上げられることをレバレッジ効果と呼びます。同様に、他人資本をすでに利用している企業・ファンド等も、その他人資本の利用割合を高め自己資本比率を低下させることで、レバレッジ効果を利用することができるわけです。

レバレッジ効果は、他人資本（負債）を調達することにより変動性を高めているため、自己資本に対する損失の割合も大きくなります。すなわち、総資本を利用した事業利益率（ROA）が他人資本の調達コスト（負債利率i）を下回るときは、むしろ、「負のレバレッジ効果」により、利益率の減少または損失の拡大を招来することになります。

「正のレバレッジ効果」と「負のレバレッジ効果」

不動産投資の世界で雑駁に言えば、ROA：総資本事業利益率（return on assets）は物件の純利回りでNCF利回り（あるいは、NCFキャップレート）等に、また、ROE：自己資本利益率（return on equity）は自己資本利回り（エクイティ利回り）に置き換えて考えられます。

つまり、物件からの収益率であるNCFキャップレ

図表2 自己資本に対する利回り(年間利回り)の比較表

1. NCFキャップレート > 負債利率 (借入利率) のケース		
シナリオ	負債比率	
	0%	65%
値上がり± 0	6.1%	10.5%
値上がり+ 5%	7.4%	13.9%
値上がり+10%	8.7%	17.0%
値下がり△ 5%	4.8%	6.9%
値下がり△10%	3.4%	3.1%

このケースでは、負債比率を高めるほど投資効率が上がる。ただし、一定額以上のキャピタルロスの場合には投資効率は下がる。

2. NCFキャップレート < 負債利率 (借入利率) のケース		
シナリオ	負債比率	
	0%	65%
値上がり± 0	4.3%	2.7%
値上がり+ 5%	5.6%	6.6%
値上がり+10%	6.9%	10.2%
値下がり△ 5%	2.9%	-1.5%
値下がり△10%	1.5%	-6.0%

売却時の譲渡価格いかんではあるが、このケースでは、負債比率を高めるほど投資効率が下がる傾向にある。

ート等と負債利率の大小により、同条件で投資したとしても投資効果は異なることとなり、NCFキャップレート等の方が負債利率よりも大きければ、レバレッジをかけるほど期中（毎年）の自己資本（エクイティ）リターンの利回りは上昇し、逆の場合は下落することになります（図表2）。

図表2のそれぞれのケース、シナリオごとにその内容を詳しく分析したもの（値上がり率・値下がり率5%の場合は省略）を【参考例】として掲げました。

【参考例】

1. レバレッジ効果 売却時の値上がり率±0%のとき

(1) NCF キャップレート > 負債利率のケース

【前提】

- ① 借入比率0%と65%でいずれも物件Aに投資する
- ② 負債利率(借入金利) 4.0%
- ③ 純利回り(NCFキャップレート) 7.0%
- ④ 値上がり±0を想定

単位:百万円、%

	0%	65%
a 不動産購入価格	1,000	1,000
投資期間(年)	3	3
b 投資期間中の不動産純収益合計額	210	210
c 投資期間中の支払利息合計額	0	78
d=b-c 投資期間中の利払い後純収益	210	132
e 投資期間中の利払い後純収益の割引現在価値	194.3	122.1
f 借入元本	0	650
g=a-f 当初エクイティ投資額(自己資本:当初手元資金投入額)	1,000	350
値上がり率	0%	0%
h 売却時不動産価格(3年後)	1,000	1,000
f 借入元本返済額	0	650
i=h-f 売却時エクイティ額	1,000	350
j=i-g 売却時エクイティリターン	0	0
k 売却時エクイティリターンの割引現在価値	0	0
l=e+k 投資期間中のエクイティリターンの割引現在価値総計	194	122
m=l/g 自己資本に対する利回り(3年間)	19.4%	34.9%
m=l/g 自己資本に対する利回り(年換算)	6.1%	10.5%

(全額自己資金)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	70	70	70	210
毎期利払い	0	0	0	0
毎期利払い後純収益	70	70	70	210
同上 割引現在価値	67.3	64.7	62.2	194.3

割引現在価値合計 e 194.3

(借入比率65%)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	70	70	70	210
毎期利払い	26	26	26	78
毎期利払い後純収益	44	44	44	132
同上 割引現在価値	42.3	40.7	39.1	122.1

割引現在価値合計 e 122.1

\*割引率は負債利率(4%)と同じとしている。

(2) NCF キャップレート < 負債利率のケース

[前提]

- ① 借入比率0%と65%でいずれも物件Aに投資する
- ② 負債利率(借入金利)6.0%
- ③ 純利回り(NCF キャップレート)5.0%
- ④ 値上がりが±0を想定

単位:百万円、%

	借入比率(LTV:Loan To Value)	0%	65%
a	不動産購入価格	1,000	1,000
	投資期間(年)	3	3
b	投資期間中の不動産純収益合計額	150	150
c	投資期間中の支払利息合計額	0	117
d=b-c	投資期間中の利払い後純収益	150	33
e	投資期間中の利払い後純収益の割引現在価値	133.7	29.4
f	借入元本	0	650
g=a-f	当初エクイティ投資額(自己資本:当初手元資金投入額)	1,000	350
	値上がり率	0%	0%
h	売却時不動産価格(3年後)	1,000	1,000
f	借入元本返済額	0	650
i=h-f	売却時エクイティ額	1,000	350
j=i-g	売却時エクイティリターン	0	0
k	売却時エクイティリターンの割引現在価値	0	0
l=e+k	投資期間中のエクイティリターンの割引現在価値総計	134	29
m=l/g	自己資本に対する利回り(3年間)	13.4%	8.4%
m=l/g	自己資本に対する利回り(年換算)	4.3%	2.7%

(全額自己資金)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	50	50	50	150
毎期利払い	0	0	0	0
毎期利払い後純収益	50	50	50	150
同上 割引現在価値	47.2	44.5	42.0	133.7

(借入比率65%)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	50	50	50	150
毎期利払い	39	39	39	117
毎期利払い後純収益	11	11	11	33
同上 割引現在価値	10.4	9.8	9.2	29.4

\*割引率は負債利率(6%)と同じとしている。

2. レバレッジ効果 売却時の値上がり率+10%のとき

(1) NCF キャップレート > 負債利率のケース

[前提]

- ① 借入比率0%と65%でいずれも物件Aに投資する
- ② 負債利率(借入金利)4.0%
- ③ 純利回り(NCF キャップレート)7.0%
- ④ 値上がりが10%を想定

単位:百万円、%

	借入比率(LTV:Loan To Value)	0%	65%
a	不動産購入価格	1,000	1,000
	投資期間(年)	3	3
b	投資期間中の不動産純収益合計額	210	210
c	投資期間中の支払利息合計額	0	78
d=b-c	投資期間中の利払い後純収益	210	132
e	投資期間中の利払い後純収益の割引現在価値	194.3	122.1
f	借入元本	0	650
g=a-f	当初エクイティ投資額(自己資本:当初手元資金投入額)	1,000	350
	値上がり率	10%	10%
h	売却時不動産価格(3年後)	1,100	1,100
f	借入元本返済額	0	650
i=h-f	売却時エクイティ額	1,100	450
j=i-g	売却時エクイティリターン	100	100
k	売却時エクイティリターンの割引現在価値	89	89
l=e+k	投資期間中のエクイティリターンの割引現在価値総計	283	211
m=l/g	自己資本に対する利回り(3年間)	28.3%	60.3%
m=l/g	自己資本に対する利回り(年換算)	8.7%	17.0%

(全額自己資金)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	70	70	70	210
毎期利払い	0	0	0	0
毎期利払い後純収益	70	70	70	210
同上 割引現在価値	67.3	64.7	62.2	194.3

(借入比率65%)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	70	70	70	210
毎期利払い	26	26	26	78
毎期利払い後純収益	44	44	44	132
同上 割引現在価値	42.3	40.7	39.1	122.1

\*割引率は負債利率(4%)と同じとしている。

(2) NCF キャップレート < 負債利率のケース

[前提]

- ① 借入比率0%と65%でいずれも物件Aに投資する
- ② 負債利率(借入金利)6.0%
- ③ 純利回り(NCF キャップレート)5.0%
- ④ 値上がりが10%を想定

単位:百万円、%

	借入比率(LTV:Loan To Value)	0%	65%
a	不動産購入価格	1,000	1,000
	投資期間(年)	3	3
b	投資期間中の不動産純収益合計額	150	150
c	投資期間中の支払利息合計額	0	117
d=b-c	投資期間中の利払い後純収益	150	33
e	投資期間中の利払い後純収益の割引現在価値	133.7	29.4
f	借入元本	0	650
g=a-f	当初エクイティ投資額(自己資本:当初手元資金投入額)	1,000	350
	値上がり率	10%	10%
h	売却時不動産価格(3年後)	1,100	1,100
f	借入元本返済額	0	650
i=h-f	売却時エクイティ額	1,100	450
j=i-g	売却時エクイティリターン	100	100
k	売却時エクイティリターンの割引現在価値	89	89
l=e+k	投資期間中のエクイティリターンの割引現在価値総計	223	118
m=l/g	自己資本に対する利回り(3年間)	22.3%	33.8%
m=l/g	自己資本に対する利回り(年換算)	6.9%	10.2%

(全額自己資金)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	50	50	50	150
毎期利払い	0	0	0	0
毎期利払い後純収益	50	50	50	150
同上 割引現在価値	47.2	44.5	42.0	133.7

(借入比率65%)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	50	50	50	150
毎期利払い	39	39	39	117
毎期利払い後純収益	11	11	11	33
同上 割引現在価値	10.4	9.8	9.2	29.4

\*割引率は負債利率(6%)と同じとしている。

3. レバレッジ効果 売却時の値下がり率△10%のとき

(1) NCF キャップレート > 負債利率のケース

【前提】

- ① 借入比率0%と65%でいずれも物件Aに投資する
- ② 負債利率(借入金利) 4.0%
- ③ 純利回り(NCF キャップレート) 7.0%
- ④ 値上がり△10%を想定

単位:百万円、%

	借入比率(LTV:Loan To Value)	0%	65%
a	不動産購入価格	1,000	1,000
	投資期間(年)	3	3
b	投資期間中の不動産純収益合計額	210	210
c	投資期間中の支払利息合計額	0	78
d=b-c	投資期間中の利払い後純収益	210	132
e	投資期間中の利払い後純収益の割引現在価値	194.3	122.1
f	借入元本	0	650
g=a-f	当初エクイティ投資額(自己資本:当初手元資金投入額)	1,000	350
	値上がり率	-10%	-10%
h	売却時不動産価格(3年後)	900	900
f	借入元本返済額	0	650
i=h-f	売却時エクイティ額	900	250
j=i-g	売却時エクイティリターン	-100	-100
k	売却時エクイティリターンの割引現在価値	-89	-89
l=e+k	投資期間中のエクイティリターンの割引現在価値総計	105	33
m=l/g	自己資本に対する利回り(3年間)	10.5%	9.5%
m=l/g	自己資本に対する利回り(年換算)	3.4%	3.1%

(全額自己資金)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	70	70	70	210
毎期利払い	0	0	0	0
毎期利払い後純収益	70	70	70	210
同上 割引現在価値	67.3	64.7	62.2	194.3

(借入比率65%)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	70	70	70	210
毎期利払い	26	26	26	78
毎期利払い後純収益	44	44	44	132
同上 割引現在価値	42.3	40.7	39.1	122.1

\*割引率は負債利率(4%)と同じとしている。

(2) NCF キャップレート < 負債利率のケース

【前提】

- ① 借入比率0%と65%でいずれも物件Aに投資する
- ② 負債利率(借入金利) 6.0%
- ③ 純利回り(NCF キャップレート) 5.0%
- ④ 値上がり△10%を想定

単位:百万円、%

	借入比率(LTV:Loan To Value)	0%	65%
a	不動産購入価格	1,000	1,000
	投資期間(年)	3	3
b	投資期間中の不動産純収益合計額	150	150
c	投資期間中の支払利息合計額	0	117
d=b-c	投資期間中の利払い後純収益	150	33
e	投資期間中の利払い後純収益の割引現在価値	133.7	29.4
f	借入元本	0	650
g=a-f	当初エクイティ投資額(自己資本:当初手元資金投入額)	1,000	350
	値上がり率	-10%	-10%
h	売却時不動産価格(3年後)	900	900
f	借入元本返済額	0	650
i=h-f	売却時エクイティ額	900	250
j=i-g	売却時エクイティリターン	-100	-100
k	売却時エクイティリターンの割引現在価値	-89	-89
l=e+k	投資期間中のエクイティリターンの割引現在価値総計	45	-59
m=l/g	自己資本に対する利回り(3年間)	4.5%	-17.0%
m=l/g	自己資本に対する利回り(年換算)	1.5%	-6.0%

(全額自己資金)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	50	50	50	150
毎期利払い	0	0	0	0
毎期利払い後純収益	50	50	50	150
同上 割引現在価値	47.2	44.5	42.0	133.7

(借入比率65%)

	1年目	2年目	3年目	合計
毎期不動産純収益	50	50	50	150
毎期利払い	39	39	39	117
毎期利払い後純収益	11	11	11	33
同上 割引現在価値	10.4	9.8	9.2	29.4

\*割引率は負債利率(6%)と同じとしている。

投資不動産利回り(NCFキャップレート等)が他人資本の調達コストを上回り、キャピタルゲインが生じているようなケースでは、「正のレバレッジ効果」が働き、負債比率を高めるほど投資効率(自己資本利回り)は上昇します(【参考例】2(1)、図表3上段参照)。キャピタルロスが生じているケースでは、ロス金額の多寡によりレバレッジ効果は異なり、投資効率は上下に変動します。つまり、期中の投資利益を上回るキャピタルロスが生じるケースではレバレッジ効果の結果が異なることにご留意ください。(【参考例】3

(1)、(2)、図表3下段、図表4下段参照)。

今回のいわゆるファンドバブルも、負債比率を95%~90%とハイレバレッジにすることでエクイティ利回りを極限まで高めようとし過ぎたあまり、物件をいざ売却するタイミングで、世界的な金融逼迫状況の中、意図した価格で売却できず、流動性リスクが顕在化した中で、多くの投資家がエクイティを毀損せざるを得ない状況に追い込まれています。不動産投資市場では、レバレッジを利かせた方式での物件購入も今一度見直されている状況下にあります。

図表3 投資不動産利回りが負債利率を上回っているケース

<p>[購入物件概要]</p> <p>物件用途                    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)</p> <p>NCF キャップレート        7.0%</p> <p>購入金額                    1,000百万円</p> <p>負債利息                    3.0%</p>																																					
<p>【正のレバレッジ効果】                    (1年後の売却時2%値上がり)</p>																																					
<p>Case1    一部借入の場合</p>	<p>Case2    全額自己資本 (フルエクイティ) の場合</p>																																				
<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">購入不動産価格 1,000百万円</td> <td>負債 (他人資本) 650百万円</td> </tr> <tr> <td>自己資本 350百万円</td> </tr> </table>	購入不動産価格 1,000百万円	負債 (他人資本) 650百万円	自己資本 350百万円	<table border="1"> <tr> <td>購入不動産価格 1,000百万円</td> <td>自己資本 1,000百万円</td> </tr> </table>	購入不動産価格 1,000百万円	自己資本 1,000百万円																															
購入不動産価格 1,000百万円		負債 (他人資本) 650百万円																																			
	自己資本 350百万円																																				
購入不動産価格 1,000百万円	自己資本 1,000百万円																																				
<p>LTV (Loan To Value:担保掛目) 65%</p>																																					
<table> <tr><td>初年度インカムゲイン</td><td>70百万円</td></tr> <tr><td>1年後の売却価格</td><td>1,020百万円</td></tr> <tr><td>負債利子</td><td>-20百万円</td></tr> <tr><td>負債元本金額</td><td>-650百万円</td></tr> <tr><td>売却手取り額</td><td>351百万円</td></tr> <tr><td>初期投資金額</td><td>350百万円</td></tr> <tr><td>キャピタルゲイン</td><td>1百万円</td></tr> <tr><td>投資利益</td><td>71百万円</td></tr> <tr><td>自己資本利回り</td><td><u>20.1%</u></td></tr> </table>	初年度インカムゲイン	70百万円	1年後の売却価格	1,020百万円	負債利子	-20百万円	負債元本金額	-650百万円	売却手取り額	351百万円	初期投資金額	350百万円	キャピタルゲイン	1百万円	投資利益	71百万円	自己資本利回り	<u>20.1%</u>	<table> <tr><td>初年度インカムゲイン</td><td>70百万円</td></tr> <tr><td>1年後の売却価格</td><td>1,020百万円</td></tr> <tr><td>負債利子</td><td>0百万円</td></tr> <tr><td>負債元本金額</td><td>0百万円</td></tr> <tr><td>売却手取り額</td><td>1,020百万円</td></tr> <tr><td>初期投資金額</td><td>1,000百万円</td></tr> <tr><td>キャピタルゲイン</td><td>20百万円</td></tr> <tr><td>投資利益</td><td>90百万円</td></tr> <tr><td>自己資本利回り</td><td><u>9.0%</u></td></tr> </table>	初年度インカムゲイン	70百万円	1年後の売却価格	1,020百万円	負債利子	0百万円	負債元本金額	0百万円	売却手取り額	1,020百万円	初期投資金額	1,000百万円	キャピタルゲイン	20百万円	投資利益	90百万円	自己資本利回り	<u>9.0%</u>
初年度インカムゲイン	70百万円																																				
1年後の売却価格	1,020百万円																																				
負債利子	-20百万円																																				
負債元本金額	-650百万円																																				
売却手取り額	351百万円																																				
初期投資金額	350百万円																																				
キャピタルゲイン	1百万円																																				
投資利益	71百万円																																				
自己資本利回り	<u>20.1%</u>																																				
初年度インカムゲイン	70百万円																																				
1年後の売却価格	1,020百万円																																				
負債利子	0百万円																																				
負債元本金額	0百万円																																				
売却手取り額	1,020百万円																																				
初期投資金額	1,000百万円																																				
キャピタルゲイン	20百万円																																				
投資利益	90百万円																																				
自己資本利回り	<u>9.0%</u>																																				
<p>【負のレバレッジ効果①】                    (1年後の売却時10%値下がり)</p>																																					
<p>Case1    一部借入の場合</p>	<p>Case2    全額自己資本 (フルエクイティ) の場合</p>																																				
<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">購入不動産価格 1,000百万円</td> <td>負債 (他人資本) 650百万円</td> </tr> <tr> <td>自己資本 350百万円</td> </tr> </table>	購入不動産価格 1,000百万円	負債 (他人資本) 650百万円	自己資本 350百万円	<table border="1"> <tr> <td>購入不動産価格 1,000百万円</td> <td>自己資本 1,000百万円</td> </tr> </table>	購入不動産価格 1,000百万円	自己資本 1,000百万円																															
購入不動産価格 1,000百万円		負債 (他人資本) 650百万円																																			
	自己資本 350百万円																																				
購入不動産価格 1,000百万円	自己資本 1,000百万円																																				
<p>LTV (Loan To Value:担保掛目) 65%</p>																																					
<table> <tr><td>初年度インカムゲイン</td><td>70百万円</td></tr> <tr><td>1年後の売却価格</td><td>900百万円</td></tr> <tr><td>負債利子</td><td>-20百万円</td></tr> <tr><td>負債元本金額</td><td>-650百万円</td></tr> <tr><td>売却手取り額</td><td>231百万円</td></tr> <tr><td>初期投資金額</td><td>350百万円</td></tr> <tr><td>キャピタルゲイン</td><td>-120百万円</td></tr> <tr><td>投資利益</td><td>-50百万円</td></tr> <tr><td>自己資本利回り</td><td><u>-14.1%</u></td></tr> </table>	初年度インカムゲイン	70百万円	1年後の売却価格	900百万円	負債利子	-20百万円	負債元本金額	-650百万円	売却手取り額	231百万円	初期投資金額	350百万円	キャピタルゲイン	-120百万円	投資利益	-50百万円	自己資本利回り	<u>-14.1%</u>	<table> <tr><td>初年度インカムゲイン</td><td>70百万円</td></tr> <tr><td>1年後の売却価格</td><td>900百万円</td></tr> <tr><td>負債利子</td><td>0百万円</td></tr> <tr><td>負債元本金額</td><td>0百万円</td></tr> <tr><td>売却手取り額</td><td>900百万円</td></tr> <tr><td>初期投資金額</td><td>1,000百万円</td></tr> <tr><td>キャピタルゲイン</td><td>-100百万円</td></tr> <tr><td>投資利益</td><td>-30百万円</td></tr> <tr><td>自己資本利回り</td><td><u>-3.0%</u></td></tr> </table>	初年度インカムゲイン	70百万円	1年後の売却価格	900百万円	負債利子	0百万円	負債元本金額	0百万円	売却手取り額	900百万円	初期投資金額	1,000百万円	キャピタルゲイン	-100百万円	投資利益	-30百万円	自己資本利回り	<u>-3.0%</u>
初年度インカムゲイン	70百万円																																				
1年後の売却価格	900百万円																																				
負債利子	-20百万円																																				
負債元本金額	-650百万円																																				
売却手取り額	231百万円																																				
初期投資金額	350百万円																																				
キャピタルゲイン	-120百万円																																				
投資利益	-50百万円																																				
自己資本利回り	<u>-14.1%</u>																																				
初年度インカムゲイン	70百万円																																				
1年後の売却価格	900百万円																																				
負債利子	0百万円																																				
負債元本金額	0百万円																																				
売却手取り額	900百万円																																				
初期投資金額	1,000百万円																																				
キャピタルゲイン	-100百万円																																				
投資利益	-30百万円																																				
自己資本利回り	<u>-3.0%</u>																																				

図表4 負債利率が投資不動産利回りを上回っているケース

<p>[購入物件概要]</p> <p>物件用途 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)</p> <p>NCF キャップレート 4.0%</p> <p>購入金額 1,000百万円</p> <p>負債利息 6.5%</p>																																										
<p>【負のレバレッジ効果②】 (1年後の売却時2%値上がり)</p>																																										
<p>Case1 一部借入の場合</p> <table border="1"> <tr> <td rowspan="2">購入不動産価格 1,000百万円</td> <td>負債(他人資本) 650百万円</td> </tr> <tr> <td>自己資本 350百万円</td> </tr> </table> <p>LTV (Loan To Value:担保掛目) 65%</p> <table> <tr> <td>初年度インカムゲイン</td> <td>40百万円</td> </tr> <tr> <td>1年後の売却価格</td> <td>1,020百万円</td> </tr> <tr> <td>負債利子</td> <td>-42百万円</td> </tr> <tr> <td>負債元本金額</td> <td>-650百万円</td> </tr> <tr> <td>売却手取り額</td> <td>328百万円</td> </tr> <tr> <td>初期投資金額</td> <td>350百万円</td> </tr> <tr> <td>キャピタルゲイン</td> <td>-22百万円</td> </tr> <tr> <td>投資利益</td> <td>18百万円</td> </tr> <tr> <td>自己資本利回り</td> <td><u>5.1%</u></td> </tr> </table>	購入不動産価格 1,000百万円	負債(他人資本) 650百万円	自己資本 350百万円	初年度インカムゲイン	40百万円	1年後の売却価格	1,020百万円	負債利子	-42百万円	負債元本金額	-650百万円	売却手取り額	328百万円	初期投資金額	350百万円	キャピタルゲイン	-22百万円	投資利益	18百万円	自己資本利回り	<u>5.1%</u>	<p>Case2 全額自己資本(フルエクイティ)の場合</p> <table border="1"> <tr> <td>購入不動産価格 1,000百万円</td> <td>自己資本 1,000百万円</td> </tr> </table> <table> <tr> <td>初年度インカムゲイン</td> <td>40百万円</td> </tr> <tr> <td>1年後の売却価格</td> <td>1,020百万円</td> </tr> <tr> <td>負債利子</td> <td>0百万円</td> </tr> <tr> <td>負債元本金額</td> <td>0百万円</td> </tr> <tr> <td>売却手取り額</td> <td>1,020百万円</td> </tr> <tr> <td>初期投資金額</td> <td>1,000百万円</td> </tr> <tr> <td>キャピタルゲイン</td> <td>20百万円</td> </tr> <tr> <td>投資利益</td> <td>60百万円</td> </tr> <tr> <td>自己資本利回り</td> <td><u>6.0%</u></td> </tr> </table>	購入不動産価格 1,000百万円	自己資本 1,000百万円	初年度インカムゲイン	40百万円	1年後の売却価格	1,020百万円	負債利子	0百万円	負債元本金額	0百万円	売却手取り額	1,020百万円	初期投資金額	1,000百万円	キャピタルゲイン	20百万円	投資利益	60百万円	自己資本利回り	<u>6.0%</u>
購入不動産価格 1,000百万円		負債(他人資本) 650百万円																																								
	自己資本 350百万円																																									
初年度インカムゲイン	40百万円																																									
1年後の売却価格	1,020百万円																																									
負債利子	-42百万円																																									
負債元本金額	-650百万円																																									
売却手取り額	328百万円																																									
初期投資金額	350百万円																																									
キャピタルゲイン	-22百万円																																									
投資利益	18百万円																																									
自己資本利回り	<u>5.1%</u>																																									
購入不動産価格 1,000百万円	自己資本 1,000百万円																																									
初年度インカムゲイン	40百万円																																									
1年後の売却価格	1,020百万円																																									
負債利子	0百万円																																									
負債元本金額	0百万円																																									
売却手取り額	1,020百万円																																									
初期投資金額	1,000百万円																																									
キャピタルゲイン	20百万円																																									
投資利益	60百万円																																									
自己資本利回り	<u>6.0%</u>																																									
<p>【負のレバレッジ効果③】 (1年後の売却時10%値下がり)</p>																																										
<p>Case1 一部借入の場合</p> <table border="1"> <tr> <td rowspan="2">購入不動産価格 1,000百万円</td> <td>負債(他人資本) 650百万円</td> </tr> <tr> <td>自己資本 350百万円</td> </tr> </table> <p>LTV (Loan To Value:担保掛目) 65%</p> <table> <tr> <td>初年度インカムゲイン</td> <td>40百万円</td> </tr> <tr> <td>1年後の売却価格</td> <td>900百万円</td> </tr> <tr> <td>負債利子</td> <td>-42百万円</td> </tr> <tr> <td>負債元本金額</td> <td>-650百万円</td> </tr> <tr> <td>売却手取り額</td> <td>208百万円</td> </tr> <tr> <td>初期投資金額</td> <td>350百万円</td> </tr> <tr> <td>キャピタルゲイン</td> <td>-142百万円</td> </tr> <tr> <td>投資利益</td> <td>-102百万円</td> </tr> <tr> <td>自己資本利回り</td> <td><u>-29.2%</u></td> </tr> </table>	購入不動産価格 1,000百万円	負債(他人資本) 650百万円	自己資本 350百万円	初年度インカムゲイン	40百万円	1年後の売却価格	900百万円	負債利子	-42百万円	負債元本金額	-650百万円	売却手取り額	208百万円	初期投資金額	350百万円	キャピタルゲイン	-142百万円	投資利益	-102百万円	自己資本利回り	<u>-29.2%</u>	<p>Case2 全額自己資本(フルエクイティ)の場合</p> <table border="1"> <tr> <td>購入不動産価格 1,000百万円</td> <td>自己資本 1,000百万円</td> </tr> </table> <table> <tr> <td>初年度インカムゲイン</td> <td>40百万円</td> </tr> <tr> <td>1年後の売却価格</td> <td>900百万円</td> </tr> <tr> <td>負債利子</td> <td>0百万円</td> </tr> <tr> <td>負債元本金額</td> <td>0百万円</td> </tr> <tr> <td>売却手取り額</td> <td>900百万円</td> </tr> <tr> <td>初期投資金額</td> <td>1,000百万円</td> </tr> <tr> <td>キャピタルゲイン</td> <td>-100百万円</td> </tr> <tr> <td>投資利益</td> <td>-60百万円</td> </tr> <tr> <td>自己資本利回り</td> <td><u>-6.0%</u></td> </tr> </table>	購入不動産価格 1,000百万円	自己資本 1,000百万円	初年度インカムゲイン	40百万円	1年後の売却価格	900百万円	負債利子	0百万円	負債元本金額	0百万円	売却手取り額	900百万円	初期投資金額	1,000百万円	キャピタルゲイン	-100百万円	投資利益	-60百万円	自己資本利回り	<u>-6.0%</u>
購入不動産価格 1,000百万円		負債(他人資本) 650百万円																																								
	自己資本 350百万円																																									
初年度インカムゲイン	40百万円																																									
1年後の売却価格	900百万円																																									
負債利子	-42百万円																																									
負債元本金額	-650百万円																																									
売却手取り額	208百万円																																									
初期投資金額	350百万円																																									
キャピタルゲイン	-142百万円																																									
投資利益	-102百万円																																									
自己資本利回り	<u>-29.2%</u>																																									
購入不動産価格 1,000百万円	自己資本 1,000百万円																																									
初年度インカムゲイン	40百万円																																									
1年後の売却価格	900百万円																																									
負債利子	0百万円																																									
負債元本金額	0百万円																																									
売却手取り額	900百万円																																									
初期投資金額	1,000百万円																																									
キャピタルゲイン	-100百万円																																									
投資利益	-60百万円																																									
自己資本利回り	<u>-6.0%</u>																																									

【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、代表取締役役に就任、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。