

The Official Publication of the Japan Association for Financial Planners

米国・FPA 提携誌／日本版 FP ジャーナル

Journal of FINANCIAL PLANNING®

OCTOBER 2008

10

Vol.10 No.105

<http://www.jafp.or.jp/>

特集 逆風下における 不動産投資を考える

●シリーズ

支部活動レポート 第5回

「宮城・愛媛」支部

●米国版記事

Summary

高齢者健康コミュニティと
ファイナンシャル・プランニング

Column

専門用語は必要?



ひとりひとりの夢をかたちに

日本FP協会

表面上の利回りや評価ではなく、 ポートフォリオの1つとして冷静な判断を

激安物件に手を加え、高利回りで貸す

「不動産投資」をキーワードにAmazon.comで検索をすると669冊の関連本がヒットします(08.7.31現在)。年金不安や雇用不安、あるいは健康不安など長寿のリスクを感じて手を打ち始めている個人投資家は多いと思いますが、そのなかで「不動産投資」を選択肢に入れている人が決して少数派ではなく、なっているという表れではないでしょうか。

これらの書籍を見てみると、いわゆる「サラリーマン大家さん」の成功体験記的な内容のものが圧倒的に多く、また人気があるのもその類のものとなっています。そして、それは大まかに分類するとおよそ2つの流派に分かれているように見受けられます。

1つは激安で投資物件を購入して自分自身で手を加えて高利回りで貸すという手法。この場合の最初のポイントは、競売や強烈的な値引きで「なるべく安く買う」という点。「利は元にあります」ですからある意味正しい考えです。また、激安な仕入れができればローンを組まなくても投資できるかもしれません。

図表1 ■ 不動産投資のメリット

- 売ったり買ったりという作業を経ずに毎月の収入が得られる
- 値上がり益が出る場合もある
- 値下がりしても追加担保・追加証拠金などを求められない
- 値下がりしても残債の減少によって手取りキャッシュがかなり多い場合がある
- 不動産を担保に融資が受けられるのでレバレッジが利く
- 同じ物件でも工夫次第で収益性を高めることができる
- 相続税などの節税をしやすい

図表2 ■ 不動産投資のデメリット

- 流動性が低い
- 金利上昇・滞納・空室・賃料低下・災害などのリスク
- 短期の売買を繰り返すにはコストが高い
- ローン残債を下回る価格になってしまった場合、その差額を現金で用意できないと売却できない
- 細かい分割がしづらい

ん。というか銀行がそもそも担保として見てくれない＝ローンが借りられない物件という場合が多いのですが。

「借金はしたくない」という恐れは日本人の場合、多かれ少なかれ持っています。もしかしたら国民性かもしれません。ただ、この投資の問題は①「物件自体の利回りに依存する」、②「空室率が高い地域での投資になる」、③「家賃収入に対しての運営費、修繕費のコスト比率が高い」という点が挙げられます。

「物件の利回りに依存する」ということは「ここホントに貸せるの?」という場所であったりしますから、最終的に売却して投資の出口をとりたい場合に塩漬けになってしまう可能性も秘めているわけです。激安で買える物件は、売りたいときにも激安でなければ売れない物件である可能性が高いということでもあります。

収益還元法には2つの方法がある

収益物件の場合は収益還元法、つまりその物件がいくらの収益を生むのか、そしてその物件であれば何パーセントくらいの利回りがあってしかるべきなのかという2つの要因によって価格が決められるという手法がここ数年主流になってきました。

収益還元法はネット収入(＝空室損や滞納、運営費などを差し引いた正味の収入)をキャップレート(＝資本化率。無リスク金利＋リスクプレミアム)で除す「直接還元法」($V = I/R$)と、それに貨幣の時間的価値や売却時の損益も含めて検討するDCF法の2つの方法があります。一般的に「利回り」といわれているのは単純に物件価格と満室時の想定賃料の関係にしかすぎません。いずれの考え方でいくにしても、空室や運営上の、あるいは値下がりによる売却損(キャピタルロス)の発生リスクが高いと思われる物件であれば

株式会社 CF ネット
ゼネラルマネジャー
AFP 認定者

猪俣 淳

(いのまた・きよし)
1961年生まれ。CPM(米国不動産経営管理士)・1級建築士・不動産コンサルタントなど17の不動産・建築関連資格を持ち、みずから42室のアパートを運用するオーナーでもある。『日経マネー』、『週刊SPA!』などへの寄稿やTV『不動産王』コメンテーターとしての出演、不動産投資の専門家として年間100回を超える講演・コンサル活動を全国で行っている。著書に『アパート大家さんになった12人のフツーの人々』(にじゅういち出版)、『不動産投資にまつわる100の話』(住宅新報社)。



それだけ求める利回りは大きくなりますから当然価値は下がります。

人口が増加していく地域であったり、将来人気が出そうな地域であったりすれば逆に売却益が出る可能性もありますし、それを織り込んで買う人も多くなるとは思いますが、激安を狙うこの手法であれば多分そういった地域で買えることは少ないでしょう。

また、空室率のことも考えないといけません。大抵は激安物件がある地域の場合、賃貸需要が弱含みになりますから思ったように稼働しないという悩みを持つことになります。

ローン返済ができなければ枕を高くして眠れないという事態にはならないと思いますが、それでも固定資産税や光熱費などの運営費を下回ってしまうば持ち出しになります。

せっかくの超高利回り(と思っていた)物件も平凡な利回りの、場合によってはもっと優れた立地の物件と変わらない利回りの物件になってしまうことも十分にありえます。それから家賃収入に対して購入価格は安いですが運営費と修繕費の割合が高いという特徴があります。例えば5万円の家賃が取れる都心の15m²のマンションと地方都市の40m²のアパート、田舎の80m²の戸建て。1件あたりの固定資産税は恐らく3万・6万・8万円といったところでしょう。入居者が入れ替わるときの原状回復工事費用は恐らく7万・15万・

40万円くらいでしょうか。「自分で作業するからタダみたいな金額でできるよ」という論法が主流ですが、実際はそこに自分の労働の対価を金額として反映させないと正しい投資判断とはいえません。それからそこには自分の手を煩わせなければいけないということから投資エリアに対する物理的な制限が発生してしまいます。

フルローンで一棟もののマンションを購入する

もう一方の流派、フルローンで主に一棟もののマンションを購入するという手法も人気があります。

「お金には色がないからどこで稼がせても一緒」ということで、前出の高い表面利回りを求めたり自分でリフォームをやったりというのは別の理由で、地方の物件で投資を進める場合が多く見受けられます。この投資の肝(キモ)はフルローンとハイレバレッジです。一般的には、物件を購入するときには10～30%の自己資金を銀行に求められます。これは、もしもローン返済の不払いがあった場合に、その物件を差し押さえて競売に付して貸付金を回収するという金融機関にとってはリスク管理上当然の話です。ただ、銀行が出す評価と市場価格との間にギャップが生じることが時々あります。

銀行の評価が3億円で、物件の価格が2億円なら自己資金を入れなくても全額ローンを借りることができますね。銀行の評価はどのように決まるかというと、基本的には「積算」によります。その物件の土地の価値と建物の価値の合計です。

「収益還元法による価格で融資を出しますから担保評価は勘案しません」という銀行も中にはありますが、内

図表3 ■ 地方のRC一棟マンション投資のポイント

- バリュー>プライスの物件でフルローンが引けます!
- 年収700万円のサラリーマンが家賃収入5000万円!
- ※レバレッジを利かせすぎると金利変動・稼働率の影響が相対的に大きくなる
- ※表面利回りが高い地域は空室率も高い場合が多い
- ※家賃が安いと運営費比率が高くなる

部規定で積算評価との乖離が大きい場合には減額するようになっていたり、いざデフォルト(破綻)が発生して抵当権を実行したときに不良債権化してしま

う懸念があることからやはり担保主義的な考え方からは脱皮できません。

この金額の出し方は各銀行それぞれですが、共通するのは土地は路線価を基にして個別の土地条件ごとに10項目前後にわたって補正をかけていくというスタイルです。

さらに建物の場合、それを新たに建て直した場合の再調達価格をまず計算します。そしてそれぞれの、耐用年数÷減価償却期間に応じて建築後経過年数で減価していくという評価の仕方になります。ちなみに、ある銀行の再調達価格と償却期間は以下のとおりとなっています。木造150,285円/㎡(22年)・軽量鉄骨と重量鉄骨はどちらも171,606円/㎡(19年と27年)・鉄筋コンクリート造173,924円/㎡(47年)。

鉄筋コンクリートの建物が木造の16%増しの単価で建てられると思いませんし、軽量鉄骨のアパートと重量鉄骨のマンションが同じ単価であるはずありません。こういったギャップを考えた場合に銀行評価が売買価格を上回る可能性が高いのは2つのケースです。

ひとつは古い木造アパートなどで駅の近くにあり、敷地面積がかなり広いにもかかわらず、土地形状が不整形であったり前面道路が狭かったり階段状であったりして取引事例を元にした市場価格が低い場合。建物が古く小さいと家賃収入も低く、収益還元価格で計算してもやはり安くなりますが、積算評価は市場が評価するほどそのマイナス面を反映しません。

もう1つは不便な立地にあり、空室率が高く、あるいは地域性から将来の価格下落の可能性が目に見えて高い地

図表4 ■ フルローン物件の落とし穴

最初のうちは…… → いつの間にか!

満室想定家賃	5,000万円	GPI	4,500万円(10%減)
▲現況空室	150万円	▲空室率30%	1,350万円
現況賃料収入	4,850万円	実行総収入	3,150万円
▲運営費25%	1,250万円	▲運営費約28%	1,250万円
ネット収入	3,600万円	ネット収入	1,900万円
▲ローン返済	2,500万円	▲ローン返済	2,860万円
(2.9%・30年5億円)		(4%・30年5億円)	
CF ……………	1,100万円!?	CF ……	▲960万円 破綻(デフォルト)

域にあるため、ネット収入が低くキャップレートが高い、つまり市場価格がとて安いの(極端な場合、売買価格が建物評価にさえ達しない場合もあります)、土地が広く建物が鉄筋コンクリート造で築年数がそんなに古くないといった物件です。これもフルローンが出やすい物件といえましょう。

後者はローンも長めに借りることができますので、レバレッジ(てこ)を利かせやすくなります。レバレッジとはローン借入れを利用して物件の利回り以上の自己資金利回りを生み出す仕組みです。ただ、レバレッジは魔法の杖ではありませんから利かせ方にも限度があります。予想していた以上に空室が出たり、運営費が高かったり、修繕に費用がかかったりするとその大きなインパクトはネガティブに働きますので注意が必要です。特にフルローンが出るような条件の立地の場合、そうなる可能性が限りなく高いといえます。

激安派・ハイレバ派、どちらも考え方としては完全に間違っているとはいえませんが、表面上の利回りがいくら良くても、評価がいくら出ても、それだけで判断するのは一面的な見方だということです。リスクとリターンは両方で1セットですから、その投資にはどんなリスクとリターンがあるのか両方知ったうえでみなさんそれぞれのリスク志向・投資性向に基づいて判断すべきだということを言いたいのです。そして不動産投資も数ある投資の1つにしかすぎませんから、モノサシをそろえたうえで比較しつつポートフォリオに加えるというのが正しい考えだといえるでしょう。