

## ☆ 相談事例① 遊休地活用における投資利回りのいろいろ

### 《Q1》

保有している遊休地（残債なし）に賃貸マンションを建設することを検討している。大雑把ながら損益計画、資金計画等の収支計画を含む事業計画の骨子の提案を受けているが、当該事業における投資利回りをどのように把握すればよいか？また、借入予定の金融機関からは、近時スタンダードな投資指標となっているIRR（内部収益率）がどの程度になるか知りたいと言われている。エクセルシートに落とし込み、各種のシミュレーションをはじめ、駐車場経営、売却等との比較検討をしたいのでまずは考え方を知りたい。

過去に中古の一棟の収益マンションを購入し運用実績があるが、今回のように、既に保有している土地があり、そこに新たな建設投資を行う場合の投資利回りには、どのようなものがあり、どう算定すればよいか？中でも毎期の借入金元利返済後の手残り金の自己資本に対する内部収益率（IRR）を知りたい。

なお、収支計画は別紙の通り提案を受けている。

### 《A1》

遊休地活用には、現に稼働中の収益用不動産に投資する場合と異なり、現在更地である土地を既に所有していること等から、注意点を含むいくつかの特徴があります。

遊休地に新たな建築投資を行うというのはよく見られる光景ですが、その際提示される利回りの算出方法は、実際には提案者によって一様ではなく、やや錯綜している感もあるため、誤解のないよう注意する必要があります。

以下、遊休地活用（土地活用）の特徴に注意しながら、当該不動産投資において一般的な利回りの概念を、基本的な事柄を中心に順次ご紹介します。

また、提示のあった別紙収支計画については、説明のため添付の【別表】のように組み換えました。以下では【別表】をご参照下さい。

なお、ここでは利回りに焦点を当てて説明することが目的であるため、法人税又は所得税の税引前の収益を対象とし、各収支項目は消費税別（消費税考慮外）の金額を採用しました。実際の投資では税金は重要な要素となりますが、利回りは他の不動産との収益性の比較のための指標としても活用される点に留意の上、その把握は法人税等税引前の収益を対象とする最も一般的な見方に基きました。

#### （1）遊休地活用における投資の全体像

遊休地は通常更地の状態であるため、賃貸用建物を建築して収入を生むまでに相応の時間がかかりますが、キャッシュフローとの関係では、まず当該投資期間の始期をいつとするかが問題となります。

実務的には、賃貸運用開始前の建設期間について考慮されることは少ないですが、ここでは差し当たり、事業開始時点（遊休地活用を決定した時点）を投資期間の始期とお考え下さい。

これは必ずしも実際のキャッシュフローの始期と一致するとも限りませんが、ここでは、更地である遊休地の時価相当額をマンション経営事業に対する現物出資類似のものと見做して、投資期間始期に計上します。また、時間のかかる建設工事を含む不動産投資においては、投資元本に当たる金額が複数回に亘って分割して支出されることが多い点に留意して下さい。

次に、建物引渡し時点（運用開始時点）以降についてですが、今回提示の計画では10年後に当該土地建物を時価で売却するという想定で分析することになります。

建物引渡し以降の考え方としては、他に、デベロッパーのように新築時に売却する想定や、借入金完済年度まで等の長期間に亘り当該土地建物を保有する想定を行って分析を行う場合もあります。

## (2) 投資元本について

同時に、何が投資元本に該当するかの問題がありますが、ここでは、(a)土地建物双方を投資元本とみる場合と、(b)建物取得費（建設事業予算）のみを投資元本とみる場合とがあることに留意して下さい。

ここでは、上記の通り、遊休地の時価相当額を投資期間始期（事業開始時点）における元本支出額とし、事業開始時点から建物引渡時点（運用開始時点）までに（複数回に亘り）支出された建物取得費（建設事業予算）も元本支出額と認識することを基本とします。元本支出額の合計が当該不動産投資における投資元本総額となります。

そこで、ここでは【別表】の通り、(a)土地建物一体のケースを基本としつつ、(b)建物だけのケースとの各々について利回りを把握しました。

なお、実際の建設事業では、(b)の建物（建設事業予算）のみを前提とした利回り把握も、事業のための新たな必要資金との対応で解りやすく、また遊休地につき把握する時価が想定上のものとならざるを得ないため、広く行われていますが、運営中の収益は土地建物一体から生み出されるものですので、近年は、ROA（Return On Asset）の指標を重視する考え方から、土地を含む(a)を前提とした利回り把握の必要性が高まっています。また、(b)のように建物のみを投資元本とする場合においても、建築費のみを対象とする場合や建設事業予算全体を対象とする場合など、その内訳が異なる場合も多いので注意が必要です。（建物消費税の扱いにも注意が必要です。）

弊所では、今回の場合、(a)を前提とすることが合理的と考えます。(b)のケースについては、ここでは比較検討用のもので、併せて確認しておいた方がよいという位置づけです。

## (3) 当該事業予算と資金構成の概要

ご提示のあった事業計画をもとに【別表】下段の通りとします。各項目の説明は次の通りです。なお、今回の説明では当該土地建物の物件概要については省略します。

### <事業予算内訳>

| 項目          | 説明  |
|-------------|---|
| 土地価格        | 開発前の遊休地の更地としての時価。   |
| 建物取得費       | 建築費を含む建設事業予算額。ここでは消費税別とした。建築費のみに限定することや消費税込みとすることもよく行われており、それぞれ結果が異なるので注意が必要。また、ここでの同予算額には建物引渡時点（運用開始時点）までの借入金利負担分を含むものとしている。 |
| 開発後土地建物一体価格 | 開発後(完成時)における土地建物一体としての時価。本物件の場合は収益価格が有力となる。   |

### <資金構成内訳>

| 項目  | 説明  |
|-----|---|
| 借入金 | 建設事業のための借入金。本物件では建設事業予算の約96%。金利1.5%、借入期間30年、元利均等返済。ここでは考慮外としたが金利の変動には注意を要する。また、元金均等返済のケースでは別途注意が必要。 |

|                     |   |
|---------------------|---|
| 自己資金<建設費充当>         | 建築費支払のための自己資金。本物件では建設事業予算の約4%。  |
| 自己資本投入額<全体>         | 上記建設費充当分を含む自己資本相当額。建設費充当自己資金＋土地の持ち出し分（遊休地の時価相当額）。(※)                        |
| 総資産有利子負債比率<br>(LTV) | Loan To Value の略。開発後(完成時)における土地建物一体としての時価(上表)に対する借入金の割合。所謂担保掛目。本物件では約67.3%。 |
| 預り一時金総額             | 借主への返還を要する敷金、保証金等の一時金の預かり分総額。投資期間中に増減は発生するが、ここでは一定と見做した。                    |

※遊休地は時価で売却して換金することも可能であるため、当該金額を投下資本（現物出資類似のもの）と見做します。

#### (4) 各収支計算についての概要

【別表】においては、不動産収支、資金収支、及び損益計算の3種の収支を掲げていますが、不動産収支を資金収支に含めて、資金収支（キャッシュフロー計算）と損益計算の2種にて計画することが一般的です。ここで不動産収支を別立てとしたのは、借入の如何に左右されない不動産固有のキャッシュフローを明確にするため、広義での運営収支と言えるものです。（ちなみに、不動産鑑定評価の収益還元法ではこの収支の差額である純収益が収益還元の対象となります。また、不動産の価格そのものは、この不動産収支のみならず、借入の如何にも当然影響を受けます。）

各収支の横軸は、事業開始時点を中心とした経過期間であり、建物引渡時点（運用開始時点）以降は1年毎の区分となっております。

なお、上記で一般的としたような通常の事業収支計画においては、損益計算（税引前利益）を中心に収支計算が組み立てられる場合が多いですが、その場合には資金収支（キャッシュフロー計算）の項目立て（減価償却費の扱い等）が今回の【別表】と異なることとなります。

各項目の説明は次の通りです。

##### <不動産収支>

| 項目         | 説明   |
|------------|--|
| 潜在総収益      | フル稼働での想定収入（満室想定収入）。貸室賃料収入、共益費収入、水道光熱費収入、駐車場収入、礼金等の返還不要の一時金の償却分、自販機設置料等から構成される。         |
| 空室等損失      | 満室想定収入に対する空室等部分に係る損失金額。  |
| 運営費用       | 維持管理費、水道光熱費、修繕費、プロパティマネジメントフィー、テナント募集費用等、公租公課（固都税）、損害保険料等が内訳。                          |
| 運営純収益（NOI） | Net Operating Income の略。単に純収益と言う場合、下記の純収益（NCF）と混同しないよう注意を要する。ここまでが狭義の運営収支に当たる。         |
| 一時金の運用益    | 敷金等の返還を要する一時金の運用益については、契約時及び退去時の一時金受け払い金額をそれぞれの時期に計上する方法もあるが、ここでは運用利回り年1%による毎期の運用益を計上。 |
| 資本的支出      | 大規模修繕に係る費用の積立金として計上。本物件では建物取得費の0.4%を計上。  |
| 純収益（NCF）   | Net Cash Flow の略。不動産収支の残額。運営純収益（NOI）と混同しないよう注意を要する。                                    |

<資金収支>

| 項目      | 説明   |
|---------|--|
| 借入金調達   | 建設工事費支払の都度、一定の融資を受けることを想定。                                       |
| 不動産売却収入 | 投資期間満了時における売却価格から売却手数料を引いた金額。(=復帰価格)。建物のみを投資元本とみる場合は建物の未償却残高とする。 |
| 土地取得費   | 土地に対する投資額で、遊休地の更地としての時価。現金支出はないが、売却すれば換金可能であるため、現物出資相当と見做して計上する。 |
| 建物取得費   | 建設事業予算額。前表<事業予算内訳>参照。  |
| 借入金利息   | ここでは元利均等返済の場合の利息部分。  |
| 借入金元金返済 | ここでは元利均等返済の場合の返済元本部分。  |
| 剰余金     | 自己資本に帰属する手残り金。(税引前)  |

<損益計算>

| 項目     | 説明  |
|--------|---|
| 減価償却費  | 税法上のルールに基づく減価償却費。ここでは建物と建物附属設備との構成割合により加重平均した総合償却率を当初の建物価格に乗じて算出。本物件では、それぞれの構成割合を 80 : 20、法定耐用年数を 47 年と 15 年として計算。運営開始後の資産計上(大規模修繕費・資本的支出実額等)により費用計算が変化することに注意を要する。 |
| 不動産売却益 | 上記不動産売却収入から土地建物の取得費を控除した金額。建物の取得費は保有期間満了時点における建物の未償却残高を採用。土地の取得費は、当該遊休地の時価と同程度(同額)と聴取した。  |

(5) 単年度利回り

これらは、ある一年間の収益の投資元本総額に対する比率(一年間の収益/投資元本総額、%)をいい、分子の収益と分母の投資元本総額をどう見るかが問題となります。

一年間の収益については、運営開始後の予測可能な範囲で最も標準的または平均的と思われる年度の収益を採用とすることが一般的で、本物件の場合は第 3 年度の収益を採用しました。(平均値等を採用しても構いません。これに先立ち、収支計画は全般的に保守的にみることが原則です。)

投資元本総額については、前述の通り、建物取得費(建設事業予算)のみのケースも実務的には広く行われているため併記しましたが、ここでは土地建物双方への投資額を重視しました。土地建物への投資額は原価ベースの価格(土地価格(時価)+建物価格)となります。

なお、ここでの収益及び投資元本については、それらがどの時期に収入及び支出になるかという時間的価値は考慮されません。(後記<多年度利回り(投資期間収益率)>参照。)

各利回りの説明は次の通りです。【別表】①③④⑥部分参照。

<単年度利回り>

| 項目   | 説明   |
|------|--|
| 粗利回り | 一年間の潜在総収益(A)/投資元本総額。表面利回り、グロス利回りとも呼ばれる。なお、流通市場等では空室損控除後の稼働部分のみの運営収益(C)に係る利回り(現状利回り)も用いられるので注意を要する。 |

|                       |  |
|-----------------------|--|
| NOI 利回り               | 一年間の運営純収益(E)／投資元本総額。これを実質利回り、ネット利回りと呼ぶことが一般的。下記 NCF 利回りと混同されがちなため注意を要する。   |
| 償却後 NOI 利回り           | (一年間の運営純収益(E)－建物減価償却費(R))／投資元本総額。減価償却費は支出を伴わないため、必ずしも一般的な利回りではないが、建物投下資金回収後の残額の割合が示される。  |
| NCF 利回り               | 一年間の純収益(H)／投資元本総額。上記 NOI 利回りと混同されがちなため注意を要する。  |
| 自己資本利回り<br>(エクイティ利回り) | 一年間の剰余金(Q)／自己資本投入額。純収益(H)から借入金元利返済額(N+0)を控除した手残り金に係る利回り。投資元本総額のうち自己資本投入部分が分母となる点に注意。借入金割合が高過ぎる(自己資金割合が低過ぎる)場合はレバレッジ(※)が過大となるため、この指標は使えなくなる。  |
| 借入金返済余裕率<br>(DSCR)    | Debt Service Coverage Ratio の略。一年間の純収益(H)／借入金元利返済額(N+0)。借入金の返済余力を示す指標で、投資期間においてこの数値が最小となる年度を把握することも有用となる。なお、この指標は不動産の収益性の一面を示すものだが利回りとは異なる。  |
| 還元利回り (参考)            | 一年間の純収益(H)から不動産(土地建物一体)の価格を求めるための利回り。一年間の純収益(H)÷還元利回り＝不動産価格(収益価格)となる。キャップレートとも呼ばれる。各段階の収益に対応するレートがあり、特に運営純収益に対応する NOI キャップレートは重要だが、ここでは鑑定評価において最もスタンダードな NCF キャップレートを採用。<br>借入条件の如何にも影響を受ける。 |
| 最終還元利回り (参考)          | 投資期間満了時点における還元利回りで、(翌年度)年間純収益(H)から当該時点の不動産(土地建物一体)の価格を求めるための利回り。将来の不確実性を含むため上記還元利回りよりもやや高い水準となる。   |

※ レバレッジとは、投資効果上のテコの原理とも言われ、借入金併用により自己資本の投資効率(利回り)が投資額全体の投資効率(利回り)よりも上昇することを指す。

#### (6) 多年度利回り(投資期間収益率)

不動産が生み出す収益には毎年の純収益であるインカムゲインと物件の売却益であるキャピタルゲインとがありますが、不動産投資における収益の総額は、そのインカムゲインとキャピタルゲインの総額として、投資期間の満了時に確定することになります。したがって、投資期間満了時(売却時)までのキャッシュフロー予測があれば、当該不動産投資における収益率を求めることができます。

この率は、一般化した形としては、将来の収益の現在価値の総額と元本支出額の現在価値の総額とを等しくする一年当たりの収益率と定義され、内部収益率(IRR、Internal Rate of Return の略)と呼ばれますが、収支に何を含めるかによって種々の収益率が考えられ、それぞれ異なる数値となるため注意が必要です。

ここでは遊休地の活用に当たりますので、投資期間始期には土地の持ち出し分として土地の時価を計上し、比較検討用に、土地を計上しない建物みのケースの数値も記載しました。また、借入金併用を前提とした自己資本収益率も資金収支計算により求めました。

各収益率の説明は次の通りです。【別表】②③⑤部分参照。

< 多年度利回り（投資期間収益率） >

| 項目                  | 説明  |
|---------------------|---|
| PIRR<br>(事業内部収益率)   | Project IRR の略。不動産投資において IRR（内部収益率）という場合は、通常この数値を指す。当該投資期間における元本支出額、純収益（NCF）及び売却収入を所与とした場合の内部収益率。元本支出額として土地建物投下資本、売却収入として土地建物の復帰価格(※)又は建物未償却残高を計上。                        |
| EIRR<br>(自己資本内部収益率) | Equity IRR の略。当該投資期間の元本支出額、並びに借入金調達額及び借入金元利返済額を考慮した剰余金を所与とした場合の内部収益率。元本支出額として土地建物価格、売却収入として土地建物の復帰価格又は建物未償却残高を計上。<br>借入金割合が高過ぎる（自己資金割合が低過ぎる）場合はレバレッジが過大となるため、この指標は使えなくなる。 |
| 割引率（参考）             | 運営収支（純収益）、売却収益及び投資期間を所与として、当該不動産の価格を求めるための収益率。期待収益率と言われることがある。純収益及び売却収益（復帰価格）をその発生時期に応じて現在価値に割り引くための率で、それらの現在価値の合計額として当該不動産の価格（収益価格）が求められる。                               |
| 期待利回り（参考）           | 必要利回りとも呼ばれる。投資家が投資元本に対して期待する収益性を表す利回りで、投資判断に際しては購入額決定のための利回りとなる。単年度利回り（還元利回り）を意味する場合と多年度利回り（割引率）を意味する場合とがある。<br>また、賃料査定に際して、投資元本（基礎価格）から賃料（純賃料）を求めるための利回りを指している場合もある。     |

※ 復帰価格とは投資期間満了時点における当該不動産の価格をいい、当該時点の翌年度の純収益を最終還元利回り（上記）で還元して得た価格（当該時点の時価相当）に、売却コストを考慮して得た金額。

(7) まとめ

以上の通り、遊休地活用における投資利回りに対する誤解や混乱を防ぐためには、元本支出額を含むキャッシュフローをどう計上し、投資元本総額がどう認識されているか、また、どの収益（収支差額）を対象としているか、を的確に把握することが基本となります。聞き慣れない横文字や専門用語も出てきましたが、丁寧に追っていくとそれ程難しいものではありません。この点をまとめると次表の通りです。【別表】もご参照下さい。

<本物件の投資利回りの算定要素一覧>

| 利回り                   | 投資元本総額（元本支出額）（※）    | 対象収支                             |
|-----------------------|---------------------|----------------------------------|
| 粗利回り                  | 土地価格＋建物取得費          | 一年間の潜在総収益(A)                     |
| NOI 利回り               | 土地価格＋建物取得費          | 一年間の運営純収益(E)                     |
| 償却後 NOI 利回り           | 土地価格＋建物取得費          | 一年間の運営純収益(E)<br>－ 減価償却費(R)       |
| NCF 利回り               | 土地価格＋建物取得費          | 一年間の純収益(H)                       |
| 自己資本利回り<br>(エクイティ利回り) | 土地価格＋自己資金<建築費充充分>   | 一年間の剰余金(Q)                       |
| PIRR<br>(事業内部収益率)     | (土地価格、建物取得費)        | 投資期間中の元本支出額並びに<br>純収益(H)及び売却収入   |
| EIRR<br>(自己資本内部収益率)   | (土地価格、自己資金<建築費充充分>) | 投資期間中の元本支出額及び<br>借入金調達額並びに剰余金(Q) |

※投資元本には、(a)土地を現物出資相当と見做し土地建物全体価格を投資元本とみる場合と、(b)建物取得費（建設事業予算）のみを投資元本とみる場合とがありますが、上表は(a)に基づきました。上表の投資元本総額を(b)の建物取得費（建設事業予算）の金額に置き換えること等により、(b)のケースの利回りを算出することができます。また、(b)のケースにおける投資期間始期は同じで、始期の元本支出額は0円という扱いとしました。（【別表】参照）

なお、別途参考に掲げた還元利回りは、投資利回りと投資元本総額（不動産価格）との関係が、インプットまたはアウトプットとして、上記NCF利回りと逆の関係にあります。割引率は、完成後（運用開始後）の投資用不動産の内部収益率（PIRR）と逆の関係にあります。還元利回りや割引率には適正な水準があり、賃貸運用開始後の投資用不動産価格を求めようとする者が査定するものです。

また、以上の利回りとは別に、遊休地への賃貸マンション建設事業一般における簡易判断指標（採算尺度）も知られており、参考に紹介すると次の通りとなります。この計算式をよく見るとわかるように、土地を含めず建物投資額のみに着目する代わりに、通常の一棟収益物件（土地建物）の利回り水準に比べ、相応の高い水準が要求されるものとなっております。

今回の【別表】の例では、消費税込みでの建物投資額は850,000千円となりますので、当該判断指標の数値は約3.99%となりました。

<賃貸マンション建設の事業性簡易判断指標（採算尺度）>

|  |
|--|
| <p>採算尺度＝運営収益(C)／建物投資額(※1)－(実質借入金金利＋3%(※2))</p> <p>※1 建物投資額＝建築工事費（消費税込）×1.15</p> <p>※2 原則定数であるが借入期間の長短に応じて調整可</p>                               |
| <p>採算尺度&gt;5%のとき：投資メリットのある事業</p> <p>5%≥採算尺度&gt;3%のとき：投資可能な事業</p> <p>3%≥採算尺度&gt;0%のとき：節税目的等により投資可能な事業</p> <p>採算尺度≤0%のとき：キャッシュフローのショートが起きる事業</p> |

## (8) ご案内

以上、遊休地である更地に賃貸マンションの建設を計画する場合の種々の投資利回りを紹介しました。各数値等については【別表】に記載の通りです。

各利回りの数値や相互の大小関係の意味については、今一度考えてみる必要がありますが、基本的な意義や求め方は以上の通りです。土地活用において一般的な投資利回りはほぼ網羅できたのではないかと思います。いずれの利回りの考え方も投資判断に当たって有用ですので是非ご活用下さい。

また、遊休地の有効活用としての賃貸マンションの事業計画に当たっては、以上のようなキャッシュフローや利回りの把握のみでは十分ではなく、当該事業収支計画に基づく採算性に関わる別の判断指標（資金回収計算等）も複数存在しますが、ここでは、概念的にやや錯綜しているため今回相談のあった投資利回りに焦点を当て、その内容を整理するにとどめました。

弊所では、投資利回りをはじめ、そのような採算性に関わる各種の判断指標の情報提供を行っておりますので、土地活用を検討中の方からのお問い合わせを歓迎しております。今回の相談事例のように地主様自らの検討用のみならず、地主様へ建築事業の提案をされている企業の方のプレゼン対策としてご相談いただくことも想定しております。事業計画を補強するものとしてご活用いただければと願ってやみません。また、必要であれば、税理士や一級建築士等の土地活用に精通した他の専門家のご紹介もさせていただきます。

一方、以上の説明からも判るように、遊休地における投資判断に当たっては、事業計画の内容とともに、遊休地そのものの資産価値や、建物完成後の賃貸マンションとしての資産価値を把握しておくことも重要です。そのための最も近道となるのが不動産鑑定評価書の取得と言えます。

ちなみに、不動産鑑定評価においては、開発型収益還元法という更地評価の手法があり、弊所へ今回のような事業計画を控えた遊休地の鑑定評価をご依頼いただくと、遊休地そのものの時価把握のみならず、建物完成後の賃貸マンションとしての価値把握も同時に可能となります。料金はかかりますが、土地活用における資産価値の把握にうってつけの資料と言えます。また、不動産鑑定評価書は依頼時等に予めお伝えいただくと、金融機関への提出書類としていただくことも可能です。

是非土地活用に精通した弊所の不動産鑑定評価をご利用下さい。

## (追記) 後日談

実を言うと、以上の事例の説明は、今回の原稿作成に当たり改変した点も多いが、中でも時間軸の起点の取り方が（依頼者提示の収支計画と異なり）直観的に解りにくいとの要望だったため、依頼者には建物引渡時点を起点とした説明へと組み替えたものを提示した。

仮に今回の事例を建物引渡起点に正確に（同值的に）組み替えるとすれば、事業開始時点から建物引渡時点までの元本支出額の現在価値の総額を、建物引渡時点までの複利終価率で金額補正することにより可能であるが、これを行うにはいずれにしても事業開始起点で一旦計算しておく必要がある。また、この場合には上記の建物引渡起点に補正された金額を投資元本総額として採用することも考えられる。（その方が整合的となる。）

しかし、上記の補正は説明をさらに解りにくくするため、僅かながら数値上の差異を犠牲にせざるを得ない点、キャッシュフローに比べた指標としての重要性等をお断りした上で、実務で一般的な、建物引渡起点、支出額ベース（原価ベース）の投資元本にて説明を提示した。

以上



☆年次収支計画概要

(単位:千円、消費税別)

|       |                    | 事業開始時点<br>(更地状態) |      | 建物引渡時点<br>(運用開始時点) |       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|-------|--------------------|------------------|------|--------------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|       |                    | 0ヶ月後             | 3ヶ月後 | 11ヶ月後              | 15ヶ月後 | 1年度     | 2年度     | 3年度     | 4年度     | 5年度     | 6年度     | 7年度     | 8年度     | 9年度     | 10年度    | 11年度    |
|       |                    |                  |      |                    |       | 27ヶ月後   | 39ヶ月後   | 51ヶ月後   | 63ヶ月後   | 75ヶ月後   | 87ヶ月後   | 99ヶ月後   | 111ヶ月後  | 123ヶ月後  | 135ヶ月後  | 147ヶ月後  |
| 不動産収支 | (+) 潜在総収益          | A                |      |                    |       | 75,000  | 75,000  | 74,500  | 74,500  | 74,500  | 74,500  | 74,500  | 74,500  | 74,500  | 74,500  | 74,500  |
|       | (-) 空室等損失          | B                |      |                    |       | -20,000 | -2,300  | -2,300  | -2,300  | -2,300  | -2,300  | -2,300  | -2,300  | -2,300  | -2,300  | -2,300  |
|       | ◇ 運営収益             | C = A+B          |      |                    |       | 55,000  | 72,700  | 72,200  | 72,200  | 72,200  | 72,200  | 72,200  | 72,200  | 72,200  | 72,200  | 72,200  |
|       | (-) 運営費用           | D                |      |                    |       | -11,000 | -11,500 | -13,000 | -13,000 | -13,000 | -14,000 | -14,000 | -14,000 | -15,000 | -15,000 | -15,000 |
|       | ◇ 運営純収益(NOI)       | E = C+D          |      |                    |       | 44,000  | 61,200  | 59,200  | 59,200  | 59,200  | 58,200  | 58,200  | 58,200  | 57,200  | 57,200  | 57,200  |
|       | (+) 一時金の運用益        | F                |      |                    |       | 20      | 20      | 20      | 20      | 20      | 20      | 20      | 20      | 20      | 20      | 20      |
|       | (-) 資本的支出(長期修繕積立金) | G                |      |                    |       | -3,080  | -3,080  | -3,080  | -3,080  | -3,080  | -3,080  | -3,080  | -3,080  | -3,080  | -3,080  | -3,080  |
|       | ◆ 純収益(NCF)         | H = E+F+G        |      |                    |       | 40,940  | 58,140  | 56,140  | 56,140  | 56,140  | 55,140  | 55,140  | 55,140  | 54,140  | 54,140  | 54,140  |

| ① | 粗利回り(満室想定)<br>NOI利回り<br>償却後NOI利回り<br>NCF利回り | 投資元本総額(元本支出額の合計):       |                 |           |          |          |          |           |         |           |        |         |        |        |        |        |           |
|---|---|-------------------------|-----------------|-----------|----------|----------|----------|-----------|---------|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|-----------|
|   |   | <土地建物><br>7.23%         | <建物のみ><br>7.69% | 1,030,000 | 770,000  |          |          |           |         |           |        |         |        |        |        |        |           |
| ② | PIRR(事業内部収益率)                               | 4.30%                   | 4.32%           | -260,000  | -240,000 | -250,000 | -280,000 | 40,940    | 58,140  | 56,140    | 56,140 | 56,140  | 55,140 | 55,140 | 55,140 | 54,140 | 1,008,973 |
| ③ | (参考) 還元利回り(NCFキャップレート)<br>最終還元利回り<br>割引率    | 5.00%<br>5.50%<br>4.80% |                 |           |          |          |          | 1,122,800 | 984,364 | 1,017,799 |        | 954,833 |        |        |        |        |           |

| 資金収支        |             |  | 借入金調達              |           |          |          |          |          |          |         |         |         |         |         |         |          |         |        |           |
|-------------|-------------|--|--------------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|--------|-----------|
|             |             |  | 230,000            | 240,000   | 270,000  |          |          |          |          |         |         |         |         |         |         |          |         |        |           |
|             |             |  | (+) 借入金調達          | I         |          | 230,000  | 240,000  | 270,000  |          |         |         |         |         |         |         |          |         |        |           |
|             |             |  | (+) 純収益(NCF)       | H         |          |          |          | 40,940   | 58,140   | 56,140  | 56,140  | 56,140  | 55,140  | 55,140  | 55,140  | 54,140   | 54,140  |        |           |
|             |             |  | (+) 不動産売却収入        | J         |          |          |          |          |          |         |         |         |         |         |         |          | 954,833 |        |           |
|             |             |  | >> 収入              | K = I+H+J |          | 0        | 230,000  | 240,000  | 270,000  | 40,940  | 58,140  | 56,140  | 56,140  | 56,140  | 55,140  | 55,140   | 55,140  | 54,140 | 1,008,973 |
|             |             |  | (-) 土地取得費(土地価格・時価) | L         |          | -260,000 |          |          |          |         |         |         |         |         |         |          |         |        |           |
|             |             |  | (-) 建物取得費(建設事業予算)  | M         |          |          | -240,000 | -250,000 | -280,000 |         |         |         |         |         |         |          |         |        |           |
| (-) 借入金利息   | N           |  |                    |           |          |          | -11,100  | -10,804  | -10,504  | -10,200 | -9,890  | -9,577  | -9,258  | -8,935  | -8,606  | -8,273   |         |        |           |
| (-) 借入金元金返済 | O           |  |                    |           |          |          | -19,713  | -20,009  | -20,309  | -20,613 | -20,923 | -21,236 | -21,555 | -21,878 | -22,207 | -551,557 |         |        |           |
| >> 支出       | P = L+M+N+O |  | -260,000           | -240,000  | -250,000 | -280,000 | -30,813  | -30,813  | -30,813  | -30,813 | -30,813 | -30,813 | -30,813 | -30,813 | -30,813 | -559,830 |         |        |           |
| ◆ 剰余金       | Q = K+P     |  | -260,000           | -10,000   | -10,000  | -10,000  | 10,127   | 27,327   | 25,327   | 25,327  | 25,327  | 24,327  | 24,327  | 24,327  | 23,327  | 449,142  |         |        |           |

| ④ | 自己資本利回り(エクイティ利回り) | 投資元本総額(元本支出額の合計): |                  |           |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
|---|-------------------|-------------------|------------------|-----------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|   |                   | <土地建物><br>8.73%   | <建物のみ><br>84.42% | 1,030,000 | 770,000 |         |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| ⑤ | EIRR(自己資本内部収益率)   | 9.23%             | 54.24%           | -260,000  | -10,000 | -10,000 | -10,000 | 10,127 | 27,327 | 25,327 | 25,327 | 25,327 | 24,327 | 24,327 | 24,327 | 23,327 | 449,142 |
| ⑥ | 借入金返済余裕率(DSCR)    | 182.20%           |                  | 0         | -10,000 | -10,000 | -10,000 | 10,127 | 27,327 | 25,327 | 25,327 | 25,327 | 24,327 | 24,327 | 24,327 | 23,327 | 33,310  |

| 損益計算       |             |  | 運営純収益(NOI)     |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|------------|-------------|--|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|            |             |  | 44,000         | 61,200 | 59,200 | 59,200  | 59,200  | 58,200  | 58,200  | 58,200  | 57,200  | 57,200  |         |         |         |         |         |
|            |             |  | (+) 運営純収益(NOI) | E      |        | 44,000  | 61,200  | 59,200  | 59,200  | 59,200  | 58,200  | 58,200  | 58,200  | 57,200  | 57,200  |         |         |
|            |             |  | (-) 減価償却費      | R      |        | -23,100 | -23,100 | -23,100 | -23,100 | -23,100 | -23,100 | -23,100 | -23,100 | -23,100 | -23,100 |         |         |
| (-) 借入金利息  | N           |  |                |        |        |         | -11,100 | -10,804 | -10,504 | -10,200 | -9,890  | -9,577  | -9,258  | -8,935  | -8,606  | -8,273  |         |
| (+) 不動産売却益 | S = J-取得費   |  |                |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 155,833 |         |
| ■ 税引前利益    | T = E+R+N+S |  |                |        |        |         |         | 9,800   | 27,296  | 25,596  | 25,900  | 26,210  | 25,523  | 25,842  | 26,165  | 25,494  | 181,659 |

【各種繰越計算】

|               | (Qの累計額) | 10,127  | 37,454  | 62,781  | 88,108  | 113,435 | 137,762 | 162,089 | 186,416 | 209,743 | 658,885 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 剰余金累計額(繰越剰余金) |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 借入金残高         |         | 740,000 | 720,287 | 700,278 | 679,969 | 659,356 | 638,433 | 617,197 | 595,642 | 573,763 | 529,017 |
| 減価償却累計額       |         |         | 23,100  | 46,200  | 69,300  | 92,400  | 115,500 | 138,600 | 161,700 | 184,800 | 231,000 |
| 建物簿価          |         | 770,000 | 746,900 | 723,800 | 700,700 | 677,600 | 654,500 | 631,400 | 608,300 | 585,200 | 539,000 |

<事業予算内訳>

| 土地価格(開発前土地価格・時価)     | 260,000 (別途鑑定評価による)                |
|----------------------|------------------------------------|
| 建物取得費(建設事業予算・消費税別)   | 770,000 総合償却率: 0.030 ※             |
| 開発後土地建物一体価格(時価・消費税別) | 1,100,000 (別途鑑定評価による)              |
| 減価償却費:               | 23,100 ※建物47年、設備15年、構成割合80:20として計算 |

<資金構成内訳>

| 借入金             | 740,000 | 金利:    | 1.500% | 借入期間: | 30年 | 元利均等返済 | 変動金利 |
|-----------------|---------|--------|--------|-------|-----|--------|------|
| 自己資金<建築費充当分>    | 30,000  |        |        |       |     |        |      |
| 自己資本投入額<全体>     | 290,000 |        |        |       |     |        |      |
| 総資産有利子負債比率(LTV) | 67.3%   |        |        |       |     |        |      |
| [預り一時金総額]       | 2,000   | 運用利回り: | 1.000% |       |     |        |      |