

ホテル投資マーケット

有限会社エーエム・ワークス 代表取締役 植村 加津也

-
1. 現状
 2. 国内ホテル市場の変遷
 3. ファンド投資がもたらしたもの
 4. 今後の行方
-

1. 現状

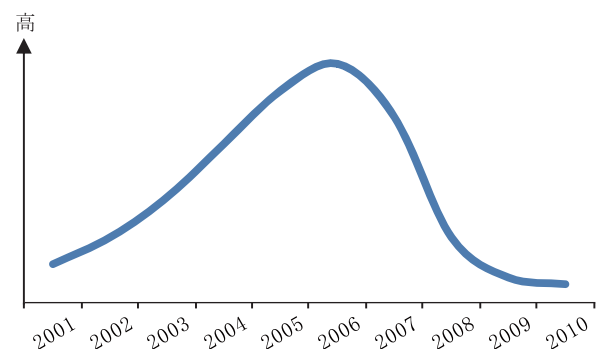
2008年のリーマンショック以降における世界的な景気減速、そして2009年には追い打ちをかけるようにインフルエンザの影響を受け、日本におけるホテル市場は全般的に厳しい状況であったが、2010年に入ったあたりから稼働は底を打ち始め、夏前後からは中国を中心とした旺盛なインバウンド観光客の入込により稼働率が改善する都市・地域が増えてきている。しかしながら、まだ単価の回復までには至っておらず、直近では急激な円高や尖閣諸島問題による中国人旅行者への影響などが外国人入込客数の行方に影を落とす中、ビジネス需要についてはまだ力強い回復がみられず、今後の動向には予断をを許さない状況である。

そういった状況の中で、日本におけるホテル等宿泊施設に対する投資熱はリーマンショック後一気に冷え、不動産投資の中では最もリスクの高い

ものとしてファイナンスもつかず、ホテルに対する投資はストップしたに近い状態が続いている。ホテルを中心としたホスピタリティ産業に関するコンサルティングを業としている弊社においても、ホテルに対する投資が活発であったころには売買に係るデューデリジェンスに数多く関わってきたが、最近ではそういった売買に係る依頼は少なく、経営改善・オペレーター変更・リファイナンス、或いはそのような中においても新たにホテルを新規開発しようとするクライアントに対するコンサルティング業務が中心となっている。そのような中で、かなり感覚的なものではあるが、弊社に何らかの相談や打診があったホテル売買に係る案件数から、ここ10年間のホテル投資熱の推移を類推して表したものが図表-1である。ピークであったと思われる2006年頃と比較するとかなりの落差で投資熱は落ち込んでいる。

図表-1

ホテル投資熱の推移（概念）



但し、ホテルの売買が全くゼロになってしまったかというところではなく、数億円程度の物件やランドマーク的な大型ホテルについてはポツリポツリと売買が成立している。しかしながら、それらの買い手はこれまでのホテル投資熱をリードしていたファンドではなく、ローカルエリアの企業・投資家や華僑系を中心としたアジアの投資家が中心となっている。

売買価格については、ファンドによるホテル投資が活発であった頃には収益額に対するキャップレートに相場感が形成され、都心部のビジネスホテルでは6%前後、プレミアムな大型ホテルについては3%程度にまでキャップレート相場は過熱していたと思われるが、リーマンショック後には売買が成立しない中でそういったキャップレート相場感は崩壊した。ホテル市場全体に2009年は業績が低迷していたこともあり、売買が成立した中小規模ホテルは足元のキャッシュフローに対するキャップレート換算で10%前後か、それを超える水準で取引されたのではないかと推察される。一方で、最近目立ち始めたアジアの投資家は、収益還元価値よりも日本のホテル不動産に対するブランド的な価値を重視するためか、日本国内の昨今の投資感覚からはかなりかけ離れた高値で買収する事例もみられるようである。

このように激変した国内ホテル投資市場の今後の行方を考えるにあたって、まずは過去の流れを整理して振り返ってみることから始めたい。

2. 国内ホテル市場の変遷

国内におけるホテル売買のうち、過去10年間に大型でエポックメイキング的な取引となったものをリストアップしたものが図表-2である。

国内における外資ファンドによる大型ホテルの買収第一号となったのは、2001年に売買された

リーガロイヤルホテル成田（現・ヒルトン成田）である。また、ホテルだけではなく、ゴルフ場や大型ドーム施設を含む大型リゾートとして開発され破綻したシーガイアの外資による買収が行われたのもこの年である。

これ以降、不良債権化したホテルの売却が進む一方で、外資ファンドがその買い手として競い合う構図が生まれ、2007年の全日空ホテルチェーンの売却に至るまで日本におけるホテル投資市場は急速に加熱していった。2005年ごろからは、既存ホテルの売却案件が品薄となる中、「料飲・宴会機能をもたない宿泊特化型ホテルであれば必ず儲かる」という安易な考えが広がり、SPCを介した資金調達によりオフバランス化した新規の宿泊特化型ホテル開発も活発化し始めた。

あまりにも加熱するホテル投資市場に対して、早くから日本に参入していた外資ファンドは2006年頃からその先行きに疑問を感じ始めていたものの、売りに転じるタイミングを計れないままに投資競争はチキンレース化してゆき、マスコミ報道では2,800億円ともいわれる2007年の全日空ホテルチェーンの売却を頂点としてホテル投資は一気に終焉を迎えた。この超大型売買を境として潮目が変わり、それまでホテル投資市場を牽引してきた外資ファンドが出口を求め動きに転じたが、2008年のリーマンショックを契機にそれまでレバレッジ効果によりホテル投資を加速させてきた金融機関の新規融資が一斉にストップしたことも加わり、出口を求めようにも買い手がないという状態がしばらく続くこととなった。

2009年後半あたりから、中小規模のホテルについてはファンドが損切りする形で1桁億円程度までなら売買が成立する事例が出てきたが、その買い手は以前とは違ってかわり、ローカルエリアの事業家が主体となっている。また、比較的大規模なホテルや、立地の優れたものについては、アジア系の投資家が意外に高値で購入する事例が出て

きているようである。

この10年間、当初外資ファンドが買収し、後半

にはさらにそれが転売された大型物件も散見され

(図表-2中、ハイライトした部分)、日本のホテル

図表-2

年	主要な大型ホテル売買	客室数
2001	リーガロイヤルホテル成田 (現・ヒルトン成田) シーガイア	548
2002	ホテルオークラ神戸	475
2003	オリエンタル3ホテル (神戸、大阪、千葉)	—
	シーホークホテル&リゾート	1,052
	新神戸オリエンタル (現・ANAクラウンプラザ神戸)	593
	チサンホテルチェーン	—
	ハウステンボス	—
2004	ウェスティンホテル東京	438
2005	ヒルトン小樽 (現・グランドパーク小樽)	296
	三井観光開発ホテルチェーン	—
2006	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人上場	—
	日本ホテルファンド投資法人上場	—
	日航ホテルズ (千歳・成田・那覇など)	—
	ホテルオークラ神戸	475
2007	全日空ホテルチェーン	—
2008	ウェスティンホテル東京	438
	ヒルトン小樽 (現・グランドパーク小樽) リーマンショック	296
2009	ANAクラウンプラザホテル神戸	593
2010	ハイアットリージェンシー箱根	79
	ハウステンボス	—

投資市場においては激動の時代であったといえる。

もう少しさかのぼって、1980年代後半のバブル景気以降今日までの四半世紀にわたる期間のホテル投資動向を、国内の社会・経済全般の情勢との対比により整理してみたものが次の図表-3である。

1980年代後半から1990年代初頭にかけてのバブル景気時代には大型ホテルやリゾートの開発、海外ホテルの買収が活況を呈し、土地神話にのっ

とって世の中には投資先を求める資金が飛び交っていた。土地・不動産価格の高騰を抑制しようとして1990年3月に政府が発動した不動産関連融資の総量規制がひとつのターニングポイントとなってバブルは崩壊に向かうが、バブル崩壊のきっかけやポイントははっきりとせず、体感的にバブル崩壊が世の中に認知され出したのは1993年頃からである。

しかしながら、バブル崩壊による不良債権の処理はすぐには進まず、しばらく塩漬けの状態が続き、外資ファンドの上陸により不良債権処理が本格化し出すのは1990年代後半に入ってからである。ホテルに関しては、日本企業がバブル景気時代に購入した海外ホテル資産の売却がまず始まり、その後本格化した債権バルクセールの中に含まれた中・小ホテルの債権が譲渡されるという形で処理が進んだ。

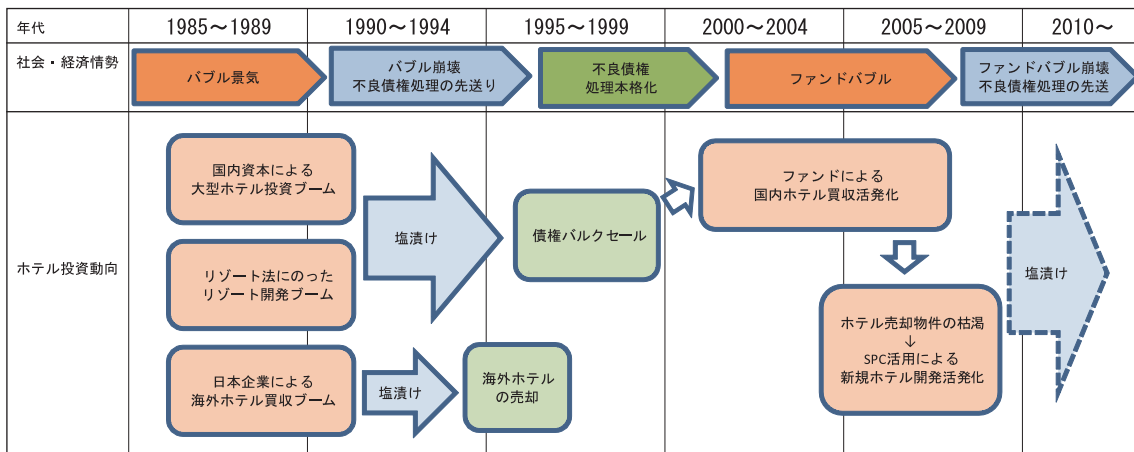
2000年代に入ると不良債権の処理は大物に移っ

てゆき、先に示したような大型ホテルの売却ビッドが活発に行われるなどファンドバブルとも言われる様相を呈し、売り物がなくなると投資先を求める資金はホテルの新規開発へと向かい出した。しかしながら、2008年のリーマンショックを境にその流れが止まり、現在は塩漬けの状態にある。

このように見てみると、まさに「歴史は繰り返す」と思わせる流れで、ホテル投資をめぐる世の中の流れは第二サイクルに入ったと見受けられる。

図表-3

ホテル投資市場の変遷



3. ファンド投資がもたらしたもの

(1) 客観性のある投資判断基準の導入

前回のバブル景気と今回のファンドバブル、まったく同じことを繰り返してしまったのだろうか？

前回のバブル景気時代、日本におけるホテル開発や投資は、国土の狭い日本においては土地の価値は永遠に上がり続けるという土地神話に基づくキャピタルゲイン重視の考え方が経済を支配していた。そのため、ホテル投資を行なうにあたっても収支予測に基づくインカムゲイン、それに対する投資採算性についての検討・吟味は極めてズサ

ンで、恒常的なインフレを想定した右肩上がりの収支、とにかく土地・建物を取得すればその含み資産利益だけで十分に投資採算性は確保されるという見方に基づくホテル投資がほとんどであった。当時、筆者もそういったホテルやリゾートの開発投資を行なうデベロッパーに勤め、事業計画を策定する業務に従事していたが、事業収支や投資採算性に対する見込みは第三者の客観的な視点を取り入れることなく、事業者サイドの極めて主観的な思い入れに則って作成し、融資を行なう金融機関からもその計画についてそれほど厳しいチェックを受けることもなく、心中疑問を感じながらも業務に従事していたことを記憶している。

このバブル景気が崩壊して以降、しばらく不良債権の塩漬け状態が続いたが、これはそもそも投資の時点で投資の基準が曖昧であっただけに、撤退を決意すべき基準や見通しが定まらず、債権を抱えた金融機関が問題の先送りをせざるを得なかったものである。この時期からインカムゲインに注目した投資判断手法として収益還元法がクローズアップされ始め、そういった手法で投資判断を行なう外資ファンドが、当初ハゲタカファンドなどと言われながらも投資のリスクとオポチュニティをできるだけ精緻化・定量化して投資する手法を日本に定着させていった。感覚的・相場的で、投資判断基準の曖昧であった日本に、経済合理性に基づく客観的・定量的な投資ビジネス慣習を定着させたという点で、外資を中心としたファンドビジネスの功績は大きいと言える。

しかしながら、そういった経済合理性に基づく客観的・定量的な投資判断も、ファンドバブル期後半においては加熱する投資市場の中で形骸化してゆき、投資判断手法としては同様のプロセスを踏みながら、投資家サイドの「まずは物件取得ありき」的な投資競争ムードに押されて、投資判断基準の客観性が薄れていったのは残念である。ただ、これが人間の性であり、避けがたいところなのかもしれない。

(2) ユニフォームシステムの導入

ホテル産業については、外資ファンドがもたらした功績がもうひとつある。

バブル景気が崩壊し外資ファンドが参入してくるまでの日本のホテル産業界においては、極端な言い方かもしれないが、「ホテルの経営ノウハウ＝接客術」と考える風潮がホテル事業経営者・運営責任者においてすら大勢を占めていたように思われる。会計管理においても、ホテル専門の管理会計基準として世界的に標準として採用されてい

るホテル統一会計基準（ユニフォームシステム：Uniform System of Accounts for Lodging Industry）を採用していたホテルは非常に少なく、異業種親会社の会計システムや一般的な税務会計的な仕訳ルールで処理され、ホテルによって会計管理基準がマチマチであって、会計面からホテル経営を合理的にコントロールしようとする手法は育っていなかった。また、ホテル事業を継続するには、躯体・設備の維持更新投資に加え、施設商品力を維持・向上させるための内装および FFE（家具什器備品）に対する定期的な再投資も重要であるが、そういった再投資・追加投資を戦略的・計画的に行なうという考え方も希薄であった。

外資ファンドが日本でのホテル投資を進めるにつれて、ユニフォームシステムに基づく部門別管理会計や営業データ分析による科学的なマーケティング・運営管理手法が日本のホテル業界の中でも浸透し、再投資・追加投資を戦略的・計画的に行なうことの重要性が認知され始めてきたことには、厳しい経営管理基準を求める外資ファンドの圧力が大きく貢献したことは間違いない。

ホテル事業の管理を所有と経営および運営とに分離することで、それぞれ利害の相反する立場から事業方針を闘わせてホテル資産を最有効活用させ、同時に従業員を抱えるという点で不動産の中でも売買の複雑であったホテル資産の流動性を高めるということが事業スキームとして広まったことも、外資ファンドがもたらした成果である。

その中で、事業全体を管理・コントロールする役割としてホテル専門のアセットマネージャーが設けられ、ホテルに投資する各ファンドがその役割を担うスタッフを抱えるケースが増えたが、どちらかというファイナンス寄りのバックグラウンドが強く、ホテル運営の実務経験の弱い人材が主体となっているケースが多いように見受けられる。そのために、ホテルの運営実務部分については現場スタッフの言いなりになってしまっていた

り、逆にアセットマネージャーサイドが数値面での管理・報告を必要以上に現場に求めるために現場運営が機能不全に陥ってしまっているケースも多々見られ、アセットマネージャーが本来求められるべき姿で機能している事例はあまり多くない。また、事業再生の手法が目に見えやすい改装・リニューアルのみに終始し、運営面での改善にまで踏み込めていないために、改装・リニューアル効果も短命に終わり、新たに投資を行なったことで経営をさらに悪化させてしまっている事例も散見される。このあたり、ホテル専門のアセットマネージャーの質の問題はまだ今後の課題である。

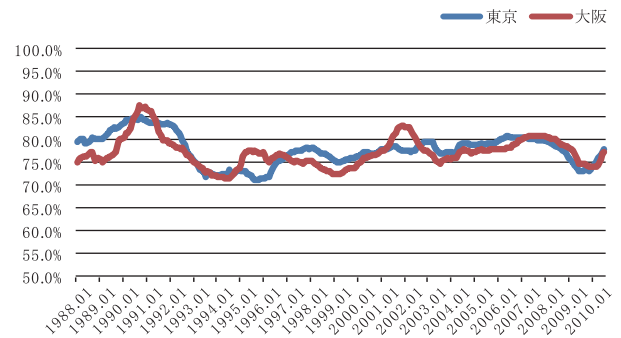
4. 今後の行方

以上みてきたように、日本におけるホテル等宿泊施設に対する投資市場は過去 10~15 年の間に大きな変化をみせ、現在は市場が冷え込み塩漬けの状態となっている。ホテル投資に対する金融機関の融資もストップしたままで、ファンドによるホテル投資に対してこれまでに貸し付けた融資についても、出口が見つからない上に融資先ホテルの業績不振（当初の業績見込みが甘すぎたものも多い）から、実際にはデフォルトに近い状態であってもリファイナンスにより根本的な問題の処理が先送りされているものが多いように見受けられる。

日本企業の海外転出、日本経済の空洞化も進む中、日本におけるホテル市場およびホテル投資はこのまま衰退してゆくのだろうか？

図表-4 は、バブル経済期から今日までに至る東京および大阪の主要ホテルについての平均客室稼働率の推移をみたものである。これをみると、経済的にもホテル投資市場的にもこの間激動の時代であったが、平均客室稼働率については 70%~85%の間で上下していたにすぎない。単価を下げて稼働を維持している時期もあるので、収入的に

図表-4
平均客室稼働率の推移



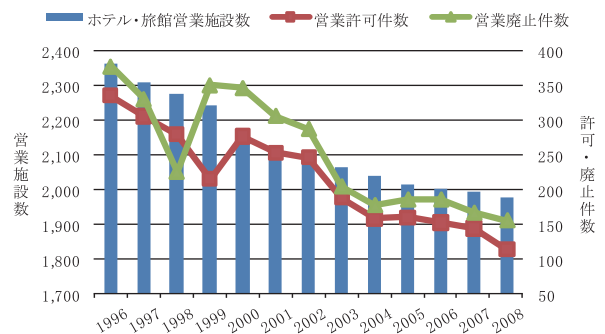
資料：オータパブリケーションズ「週刊ホテルズ」に記載されたデータに基づく。

は変動幅はもっと大きいと言えるが、需要の総和自体は単価を下げてそれほど増える訳ではないので、需給バランスとしてはそれほど極端に落ち込むことはなかったといえる。

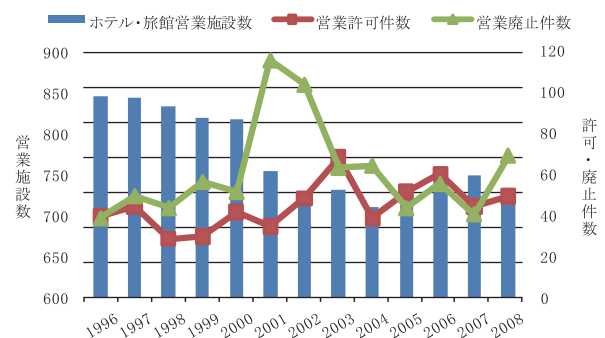
一方、図表-5 は、1996 年から 2008 年における東京および大阪での宿泊施設数の推移を示した

図表-5

宿泊施設数推移 (東京)



宿泊施設数推移 (大阪市)



資料：厚生労働省「衛生行政報告」に基づく。

ものである。この間、客室数自体は施設の大型化が進む中で一貫して増加しているが、施設数としては1996年当時に比べるとかなり減少しており、不良債権の処理が進んだ2000年前後の時期においては、営業廃止件数が大きく増加している。

これらは、ホテル市場も他の消費財と同様に需給バランスの中で動いており、需給バランスが一時的に崩れても、そのうちに淘汰により需給バランスが自然調整されることの証左と言えよう。国内の宿泊需要そのものは、日本経済の空洞化が進むと今後縮小する可能性もあるが、一方で、中国・アジア人を中心とした外国人の日本への観光旅行入込は、急激な円高等が一時的にブレーキをかけることがあったとしても、ユニークな文化特性をもつ日本への関心の高まりから今後さらに大きく拡大すると見込まれることから、国内の宿泊需要が極端に縮小することはないと考える。

但し、ここ数年間、「宿泊特化型ホテルは必ず儲かる」という誤った考えのもと、全国的に宿泊特化型ビジネスホテルの安易な開発・開業が相次いだことから、地域によって状況は異なるものの全国的には概ねホテル市場は供給過多となっており、需給バランスが調整されるまでにはまだしばらく時間を要すると推察する。

シティホテルについては宴会ビジネスも大きな要素であるが、宴会を含む料飲ビジネスは人件費に加え食材費もかかるために利益率が低く、ソフト面での高い商品力醸成には高度なノウハウが必要とされるため、ホテル事業者でも料飲ビジネスを敬遠し、縮小・撤退する傾向にある。しかしながら、ネット社会が進化するにつれて人と人が集う機会に対する欲求は強まっており、一方でそれに対応できる施設は減る傾向にあることから、地方ではその地域のシティホテルが一軒しかないという地域も出てきており、宴会ビジネスにおいても需給バランスは自然調整されてゆくと考える。

このように考えると、日本におけるホテル投資

市場も何れ動きが出てくることは間違いないと考える。それがいつなのか、ということに興味が集積しがちであるが、そこをいくら読もうとしても「神のみぞ知る」という領域の中での不確実な議論にしかならない。それよりも次の波に備えて、過去の教訓も踏まえた上でホテル投資に対する基本的な姿勢をこの機会にしっかり固めておくことの方が大切であり、それをしておくことが次のアクションのタイミングを読み、リスクコントロールの効いた健全なビジネスに結びつけてゆくことに繋がると考える。

そこで、今後のホテル投資およびそれに関連するビジネスの中で、基本として押えておくべきと思われるビジネス姿勢について、筆者なりに大切と考えるところを指摘しておくことで本書の結びとしたい。

● 市場動向・業績に対する見極め

ホテルは収益不動産の中でも特に事業経営の善し悪しはその価値を決める要素が強いだけに、投資を行なうにあたっては、土地・建物としての評価だけでなく、ホテル事業としての現状と可能性を慎重に精査・検討する必要がある。さらには、ホテル事業経営の善し悪しには、立地条件、施設の商品力、市場環境、運営能力の4つの要素が複雑に影響し合い、特にホテル市場環境については正確且つ広範な客観情報の収集が難しく、運営能力については専門性が高くその質についての定量化も難しい領域だけに、それらの見極めにもホテル事業に関する深い知識と経験が必要となる。すなわち、立地条件、施設の商品力などは素人目でもある程度の評価が可能な観点であるのに反して、市場環境と運営能力については、ホテル市場の現況と今後の動向を見極めるとともに、現状の業績が運営的に十分に高い能力を発揮した上での結果

であるのか、それとも運営的にはまだまだ改善の余地があるのか否かを見極める専門的な眼力が重要となる。ここを見間違えると、投資の判断を大きく見誤ってしまうこととなる。

●リスクとオポチュニティの定量化と投資目的・投資 / 撤退基準の明確化

上記、市場動向と業績に対する見極めを行なった上で、投資に対するリスクとオポチュニティを定量化して投資判断することが必要となるが、これについては、先に見たように外資ファンドが参入して以降、投資判断のプロセスとしてかなり定着したとみられる。しかしながら、デフォルトに近い状態に陥ったホテル債権・資産の売却が今ひとつ進まず、リファイナンスによる先送りが成されている現状をみると、投資目的や投資 / 撤退基準が特にローンをつけた金融機関側において明確に定められていなかったことが窺える。前回のバブル景気崩壊後においても不良債権の塩漬け・先送りが起こったが、結局はバルクセールによるたたき売りで処理され、先送り期間中に傷口が深まったことを教訓とすれば、投資やローンを実行する時点で投資 / 撤退の基準を明確にしておき、ダメな場合はスピーディーに処理できる環境を整えておくべきと考える。

●ホテル業に精通したアセットマネージャーの登用・育成

先にも述べたように、ファンドバブルを経てホテルのアセットマネージャーが重要な役割を担うようになったが、これまでのところ資金管理・施設維持管理面でのマネジメントが主体であって、ホテル運営にも精通し、ホテル運営者と深いコミュニケーションパイプを確立して運営面の管理・コントロールをうまく行なっているアセットマネー

ジャーはまだまだ少ないとみられる。ホテル資産の価値はホテルの運営力がその大半を左右してしまうと言ってもよいだけに、ホテル運営に精通したアセットマネージャーの存在は今後のホテル投資にとって必要不可欠である。ファイナンスや不動産のバックグラウンドを持つ人材に頼るのではなく、ホテル産業従事者の中からそういったアセットマネージャーが今後数多く輩出されることを期待したい。

以上

植村 加津也

関西学院大学・経済学部卒、米国・コーネル大学ホテル経営学科 Professional Development Program 修了。関西のリゾート開発会社、米国系ホテル専門コンサルティングファーム日本法人での勤務を経て、1997年、エーエム・ワークスとして独立。2003年、(有) エーエム・ワークスを設立し法人化、同社代表取締役役に就任、現在8名のスタッフを擁する。これまでにホスピタリティ産業関連のコンサルティング業務で関与した案件は1000件を超える。
