

不動産事業としてのホテル取引の動向 プレイヤーに好まれるホテルとは

大和不動産鑑定(株)
不動産鑑定士・再開発プランナー 船越 毅

再燃するホテル投資マーケット 最近のホテル取引の動向

2008年9月のリーマン・ショック以降、国際的な金融資本市場の混乱の影響を受け、わが国の不動産市場はしばらくの間、停滞を余儀なくされてきた。しかし、低金利政策や一部企業の業績回復がみられるなか、都心部オフィスパ料の下げ止まりの兆しや空室率の改善などと相まって、不動産市場への回復期待も高まり、昨年ごろから不動産市場における購入意欲は活発化している。

一方、供給サイドをみると、条件の揃う優良物件は限定され、売買マーケットにも減多に流通しないことから、このような優良物件には買い手が集中する傾向が強く、結果、売買価格が釣り上がる構図となっている。

特に、都心部のオフィスビルやレジデンシャルは、それが顕著に認められるアセットタイプで、都心部で購入できない需要が旺盛なマーケットプレイヤーは、郊外に目を向けはじめ、その玉突き現象として郊外のオフィスやレジデンシャルの価格が高騰し、需給ギャップを生んでいる。

都心部や郊外のオフィスやレジデンシャルが購入できない、あるいは購入したとしても利回りが確保できないマ

ーケットプレイヤーは、利回りが確保できる他のアセットにシフトチェンジしており、その投資対象の一つがオペレーショナル・アセットの代表格ともいえるホテルである。

ホテル投資は、いまから7、8年前も外資系や新興ファンドなどにより取引が活発化し、流動性が高まったアセットであるが、その後のサブプライムローン問題やリーマン・ショックなどに起因する不動産市況の煽りを受け、長らくホテルの流動性は低下していた。

ここ最近、ホテルの取引に動きがみえはじめている理由は、次のとおりである。

【売却サイド】

- 流動性の高かった7、8年前に証券化した多数のホテルが、証券化スキームの出口を迎え、不動産の取引市場に回りはじめた

- 業績の悪化した地方ホテルなどは経営が立ちゆかなくなり、また、将来の回復も見込めないことから、現所有者がホテルを手放しはじめた

【投資（購入）サイド】

- 前記のとおり、旺盛な不動産投資需要を背景に、一定の利回りが確保できるホテルに、投資の裾野が広がっている

- 海外投資家や資金力のある事業家、

富裕層などが、一定の利回りを確保でき、また、威信財（ステイタス）としての価値も有するホテルを取得対象としている

ホテル取引における購入者の属性 攻守局面で異なるプレイヤーの顔ぶれ

図表1は12年以降の主なホテル取引事例、図表2は最近の購入者プロフィールをまとめた。

都心部の比較的業績のよいホテル、あるいは都心部のホテル用地にあつては、業績好調な企業が名を連ねている。一般にリスクが高いといわれてきたホテルではあるが、立地条件に恵まれた都心部に所在し一定の収益が見込めること、土地を購入し開発する際にホテルを組み入れることで行政上のボーナスが享受でき、また新たな計画建物のアナウンス効果にもつながることなどから、最近の旺盛な不動産需要を背景に、リスクをとってでも一定のリターンを確保したい積極的な企業や、日本市場で不動産投資拡大を目論んでいる海外投資家、事業の多角化・企業のイメージアップを目的に同じレジジャー業界に身をおいているため、ホテル事業にも抵抗感がない遊技施設事業者などが主たる購入者となっている。

このほか、ホテルオペレーターや、

図表1 最近のホテル取引事例

売主	買主	ホテル所在地	物件名	取引年月	売買価格
Grandline International	M&L Hospitality Trusts	名古屋市中区	ヒルトン名古屋	2012	6,295 百万円
NTT 健康保険組合	NTT グループの企業	東京都中央区	ホテル銀座ラフィナート	2012	不明
リサ・パートナーズ	川嶋	石川県加賀市	ホテルアローレ	2012.5	不明
有明プロパティ-特定目的会社	Ascendas Hospitality Trust	東京都江東区	有明プライムビル	2012.7	15,500 百万円
ジャパン・ホテル・リート投資法人	MiK	愛媛県松山市	ミレニアホテル松山	2012.8	422 百万円
ファンドクリエーション子会社	常和ホールディングス	京都市下京区	土地 (ビジネスホテル計画用地)	2012.9	2,250 百万円
三菱商事	常和ホールディングス	名古屋市中区	土地 (ビジネスホテル計画用地)	2012.9	1,930 百万円
ローンスター	常和ホールディングス	名古屋市中区	チサンイン名古屋栄	2012.9	不明
メイドホールディングス	三交不動産	東京都港区	土地 (ビジネスホテル計画用地)	2012.9	不明
イシン・ナリタ・ホールディングス	ジャパンニューアルファのSPC	鹿児島市鴨池新町	鹿児島東急ホテル	2012.9	不明
ヒューリック	ジャパン・ホテル・リート投資法人	大阪市此花区	ホテル京阪ユニバーサル・シティ	2012.9	6,000 百万円
ヒューリック	ジャパン・ホテル・リート投資法人	東京都港区	ホテルサンルート新橋	2012.9	4,800 百万円
ブリヂストン	ジェミニ合同会社	堺市堺区	ポルトタス堺ホテル棟	2012.10	不明
ローンスター	総合地所	東京都品川区	チサンホテル品川ウエスト	2012.10	不明
大和証券 SMBC プリンシパル・インベストメンツ	マックスリアルティ	北海道旭川市	旭川グランドホテル	2012.11	不明
ローンスター	IPC Corporation	熊本市中央区	チサンホテル熊本	2012.11	不明
北海道振興	アパホテル	札幌市中央区	ススキノグリーンホテル1~3	2012.11	不明
東電不動産	相鉄イン開発	東京都港区	トレストイン田町	2012.11	不明
東電不動産	相鉄イン開発	東京都中央区	トレストイン日本橋	2012.11	不明
小田原市	ヒルトン・ワールドワイド	神奈川県小田原市	ヒルトン小田原リゾート&スパ	2012.12	900 百万円
ジャパン・ホテル・リート投資法人	IPC Corporation	札幌市中央区	ホテルリソル札幌南二条	2012.12	420 百万円
大阪市	SPC ワンダー・トリアングルム	大阪市此花区	土地 (ビジネスホテル計画用地)	2013.2	2,040 百万円
モルガンスタンレーのSPC	オリックス不動産	京都市東山区	ハイアットリージェンシー京都	2013.2	不明
国際興業	常和ホールディングス	東京都中央区	土地 (ビジネスホテル計画用地)	2013.3	4,424 百万円
福岡地所	福岡リート	大分市中央町	ホテルフォルツァ大分	2013.3	1,530 百万円
ローンスター	常和ホールディングス	仙台市青葉区	チサンホテル仙台	2013.3	不明
長谷工コーポレーション	オリエンタルランド子会社	千葉県浦安市	浦安ブライトンホテル	2013.3	不明
長谷工コーポレーション	オリエンタルランド子会社	京都市上京区	京都ブライトンホテル	2013.3	不明

資料：公表資料を基に筆者作成

かつてマーケットの主役であった外資系ファンドなども市場に戻りはじめており、ホテルの取引マーケットの潮目は明らかに変わってきている。

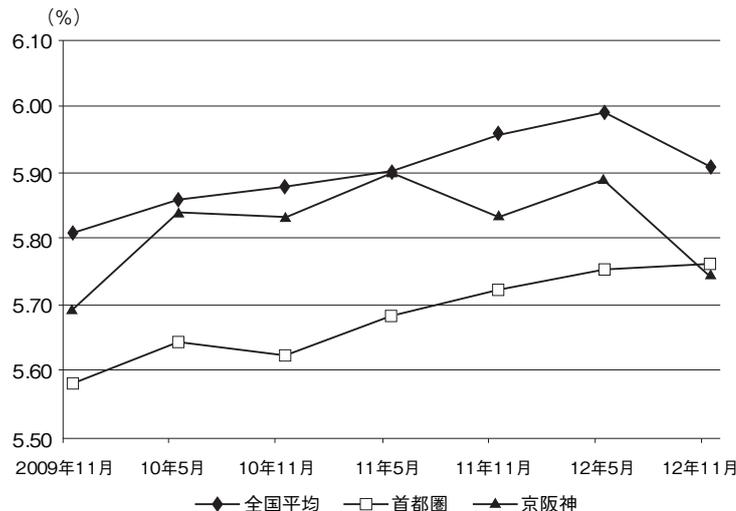
一方、地方ホテルや業績の悪化したホテルにあつては、将来の収益が見込めずとも地域振興や地域経済の維持を目的とした地元企業や、ホテルを廃業し取り壊したうえ、マンション建設を目論むデベロッパーが主たる購入者となっている。

このように、都心部の業績のよいホテルと地方の業績の悪いホテルとは、購入動機や購入者の属性は異なっており、業績のよいホテルはオフエンスイブなプレイヤーが、業績の悪いホテルはデファイエンスイブなプレイヤーが、

図表2 最近のホテル取引における購入者プロフィール

都心部の業績のよいホテル あるいは 都心部のホテル 用地	<ul style="list-style-type: none"> ●最近業績が好調で、ホテルを新規事業として、また既存のホテル事業の拡大を視野に入れている不動産会社 ●東京ディズニーリゾートの集客好調を背景に、ホテル事業の拡大を狙うオリエンタルランド ●合併あるいは増資により事業規模が拡大したJ-REIT ●日本の不動産マーケットへのさらなる進出を目論む海外投資家 ●事業の多角化や東京への進出をうかがっている電鉄会社 ●キャッシュフローが潤沢で、同じレジャー産業で活躍している遊技施設事業者（パチンコ・パチスロメーカー等）
地方ホテルや業績の悪化したホテル	<ul style="list-style-type: none"> ●地元企業 ●マンション開発を目論むデベロッパー

図表3 ホテル・キャップレートの推移



資料：大和不動産鑑定 鑑定DB REIT データベースを基に作成

現在のホテルの売買マーケットを創造している。

縮小するオフィス、レジデンスとのキャップレートの乖離

図表3は、投資法人（J-REIT）が決算時に公表するホテル評価の期末のネットキャッシュフローに対するキャップレート（還元利回り）を、エリア別に算出した平均値の推移である。J-REITに組み入れられているホテルは、固定型のマスターリース契

約を前提としているアセットがほとんどであるため、基本的には家賃収入を前提としたキャッシュフローに大きな変動はない。一方、キャップレートは、内部要因としては家賃の源泉となる当該ホテルの事業収支の悪化に伴うリース契約終了時の出口価格の下落リスク、外部要因としては不動産市況が低迷するなか、他のアセットタイプとの比較におけるホテルアセットの流動性の低下などで、これらの要因を背景に、ホテルのキャップレートは12年5月までは緩やかに上昇していた。

その後、ビジネス需要や国内レジャー需要の回復、訪日外国人数の増加などにより、ホテルを取り巻くマーケット環境にも改善の兆しが見え始める。現在は震災後のReVPARの回復、不動産投資需要の回復に伴う他のアセットタイプのスプレッドの低下により、ホテルの投資環境も回復の兆しが見え、キャップレートは低下しはじめた。

現在、7、8年前に流動化した都心好立地の大型ホテルが、順次、証券化スキームの出口を迎えて不動産の売買マーケットに登場しはじめているが、なかには著名なホテルも含まれており、これらのホテルは、その立地条件とブランド力に裏打ちされた安定したキャッシュフローが見込める優良物件

が多い。このような注目ホテルが、現在の旺盛な投資家の目に晒され売買の対象となれば、それ相応の低いキャップレートで取引される可能性は高く、不動産マーケットにおいて、ホテルのキャップレートを一段と低める方向に作用することは間違いないであろう。

一昔前まで、ホテルのキャップレートは、オフィスのキャップレートに、プラス200bp、300bp（ペリスポイント2、3%）ともいわれてきたが、再びホテルの流動性が高まりはじめた現時点において、その乖離幅は明らかに縮小している。特に都心立地で新築もしくは築浅の宿泊部門を主体とするビジネスホテルにあつてはその縮小幅も顕著であり、一部の地方都市においてはビジネスホテルのキャップレートのほうが、オフィスのキャップレートよりも低いことも例外ではない。

不動産マーケットで好まれるホテルとは

ホテルとひと口にいっても、宿泊・料飲・宴会の3部門のすべてを提供しているフルサービスホテル、宿泊部門を主体とするビジネスホテル、リゾートホテル、カッパルユースを中心とするレジャーホテルなど多種多様なホテル

があり、それぞれのホテルタイプによつてその事業特性も異なる。

図表4は、不動産、オペレーション・アセット、その他の3つの視点から、タイプ別にホテルの事業特性をまとめたものである。

図表中の○が多いフルサービスホテルやリゾートホテルほど、オペレーションの難易度は高く、ホテル事業に基づくキャッシュフローのボラティリティ（振幅）も大きい。逆に「○」が少ないほど、オペレーションの難易度は相対的に低く、キャッシュフローのボラティリティも相対的に小さいため、ホテルとはいえず、オフィスやレジデンスといったアセットにより近いホテルアセットであるといえる（筆者注あり、本稿では説明を割愛する）。

ホテルの取引が活発化していた7、8年前は、外資系や新興ファンドなどを中心に、リスクの低いビジネスホテルはもとより、オペレーションの難易度が高く、比較的リスクが高いといわれていたフルサービスホテルやリゾートホテルも取引の対象として高値で取引されていた。当時は、不動産流動化の波に乗り、ホテルアセットに対する投資環境も緩かったため、キャッシュフローの裏づけが若干弱いホテルアセットも投資対象とみられ、活発

図表4 ホテルのタイプ別事業特性

特性/ホテルタイプ	フルサービスホテル	ビジネスホテル	リゾートホテル	レジャーホテル
不動産としての特性	供給量が少ない 天候リスクが高い	○		○
	立地条件に 左右される	○	○	○
	初期投資や設備割合が高い 装置産業	○		
オペレーション・アセットとしての特性	マネジメントへの 依存度が高い 労働集約型	○	○	○
	売上高のバリュー ドライバーが複数 存在する	○	○	
その他の特性	ステイタス性やマス コミ効果が高い	○		○

な取引が行なわれていた。一方、その後の不動産不況を経験した現在はどうかであろうか。投資家やレンダーも含め、過去の苦い経験からいろいろなことを学習し、ホテルアセットに対する選別眼も肥えたことから、かつてのような無闇なホテル投資は行なわなくなっている。では、実際にどのようなホテルがマーケットで好まれ、取引の対象となっているのであろうか。

図表4のとおり、すべてのホテルタイプで共通のファクターが「立地条件」であり、「ホテルは立地がすべてのアセット」と言っても過言ではない。都

市型のホテルにあつては、人口に厚みのある大都市圏で交通アクセスのよいターミナル立地が好ましい。また、ロードサイドホテルやリゾートホテルにあつては、交通の結节点や企業城下町、観光産業が盛んで有名なリゾートエリアが好まれる。ただし、地方都市であっても、地域一番店のホテルとして、ニッチなマーケットで一定の地位を確立している勝ち組のホテルであれば、コンペティターも存在せず、キャッシュフローも安定していることから、底堅い需要があり、取引の対象としては十分に成立するホテルといえる。

次に、ホテルタイプとしては宿泊部門を主体とするビジネスホテルが、3部門（宿泊、料飲、宴会）を運営するフルサービスホテルに比べると、オペレーションの難易度が低く、キャッシュフローも安定し、また利益率も高いため、取引の対象となりやすい。実際、図表1で示したように、JIREITや不動産投資ファンドの動きをみると、宿泊部門を主体とするホテルの取得事例が多くみられ、また、土地（素地）を仕入れてホテル建設を目論む電鉄会社や不動産会社も、リスクが低く、安定したキャッシュフローが見込めるビジネスホテルを計画建物として事業を遂行している。

オペレーションの難易度が高いフル

サービスホテルであっても、都心の中心部に立地し、知名度やブランド力に裏づけられた安定したキャッシュフローを維持することができれば、取引の対象となりうる。特に、知名度の高い大規模なフルサービスホテルは、当該ホテルを所有することによるステイタス性やマスコミ効果も期待できるため流動性は高く、これらを好む海外投資家や資金力のある事業者などが好んで売買マーケットに参入してくる。また、このようなホテルは、敷地面積が大きく、地価水準が高いエリアに所在するため、潜在的な土地価格のポテンシャルは高い。したがって、このようなホテル取引は、「ホテルとしての投資」というよりは、むしろ「不動産投資（土地への投資）」としての意味合いが強く、将来のキャピタルゲインや開発期待を織り込んだ多数の市場参加者が競合し、その結果、売買価格を上昇させている。

シャル（土地価格）が高いホテルなどの、いわゆる「勝ち組のホテル」であり、これらは供給が限定されるため、需要が競合し、結果、売買価格が上昇（キャップレートが低下）することとなっている。

一方、勝算のないホテルは、ホテルをホテルとしてではなく、地域振興やマンション素地といった別の目的での取得を前提としているため、別次元のマーケットとして取引が成立している。

ホテル取引に係るマーケットプレイヤーは、過去の経験から、ホテルアセットに対する選別眼は肥えたが、お眼鏡にかなう物件はいまも昔も限られている。マーケットプレイヤーが好む優良ホテルの取引価格は今後も上昇しつづけるのであろうか。現在のホテルの売買マーケットは昔とは明らかに違うが、時代は再び繰り返されているのかもしれない。

以上のように、現在の不動産マーケットで好まれるホテルとは、勝算のあるホテルである。それは、立地条件に恵まれているホテル、オペレーションリスクの低いホテル、オペレーションの難易度が高くても一定のポジションを確立し安定したキャッシュフローが見込めるホテル、不動産本来のポテン

船越毅（ふなこしつよし）
1969年生まれ。東洋大学工学部建築学科卒業。わが国で不動産証券化がはじまった創成期から証券化不動産の評価を担当。ホテルや商業施設といったオペレーション・アセットを中心とする多くの評価を手がけるが、特にホテルやゴルフ場といったレジャーアセットについては海外も含め数多くの評価実績を有する。著書に「ホテルとゴルフ場の評価実務のすべてがわかる本」（住宅新報社）、「不動産鑑定実務論」（日本不動産鑑定協会）などがある。