

ホテル不動産取引にみる 投資事業者の「勝算」

——マーケットプレーヤーに好まれるホテルとは

船越 毅 [大和不動産鑑定]

購入意欲が活発化 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、日本の不動産市場は暫くの間、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見られるなか、都心部オフィス賃料の下げ止まりの兆しや空室率の改善などと相まって、不動産市況への回復期待も高まり、昨年の後半頃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、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の旺盛なマーケットプレーヤーは、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も高騰し、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ーヤーは、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、今から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不況の煽りを受け、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。

売却サイドの動き

① 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出回りはじめた

② 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V字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

③ 不動産市況が回復の兆しをみせはじめたことから、ホテルの成約価格が、売り希望価格に近づき始めた

購入（投資）サイドの動き

① 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

② 海外投資家や資金力のある事業者、富裕層などが、一定の利回りが確保でき、また、威信財（ステイタス・シンボル）としての価値も有するホテルを取得対象としている

③ 2020年東京オリンピック開催決定を契機に、都心部のホテル需要がヒートアップしている

ホテル取引における購入者の属性

次頁図表1は2012年下半年以降の主なホテル取引の概要である。また、最近の購入者の傾向をまとめると図表2の通りとなる。

都心部の比較的業績の良いホテル、あるいは都心部のホテル用地にあっては、業績好調な企業が名を連ねている。

一般に「リスクが高い」といわれているホテルではあるが、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

【図表1】最近のホテル取引の概要 2012/9～

売主	買主	所在	物件名	取引時点	売買価格
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	12.9	不明
イシシ・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	12.9	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	12.9	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	12.9	4,800百万円
プリヂストン	ジェミニ合同会社	大阪府堺市	ポルトス堺ホテル棟	12.10	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ェスト	12.10	不明
大和証券SMBC プリンスパル・インベストメンツ	マックスリアルティ	旭川市	旭川グランドホテル	12.11	不明
ローンスター	IPC Corporation	熊本市中央区	チサンホテル熊本	12.11	不明
北海道振興	アパグループ	札幌市中央区	ススキノグリーンホテル1-3	12.11	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	12.11	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	12.11	不明
小田原市	ヒルトン・ワールドワイド	小田原市	ヒルトン小田原リゾート&スパ	12.12	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	12.12	420百万円
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	13.2	不明
大和証券SMBC プリンスパル・インベストメンツ	橘ホールディングス	宮崎県宮崎市	エアラインホテル	13.2	400百万円
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	13.3	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	13.3	不明
長谷工コーポレーション	オリエンタルランドの子会社	千葉県浦安市	浦安プライムホテル	13.3	不明
長谷工コーポレーション	オリエンタルランドの子会社	京都市上京区	京都プライムホテル	13.3	不明
神戸市	明治海運	神戸市垂水区	シーサイドホテル舞子ビラ神戸	13.3	2,400百万円
ヒューリック	東横イン東横イン東横イン	愛知県常滑市	東横イン中部国際空港	13.3	4,000百万円
(合)Daruma	KAISER ASSET	群馬県高崎市	東横 INN 高崎駅西口	13.3	2,000百万円
イシシ・ホテルズ・グループのSPC	グローバルホールディングス	千葉県成田市	成田ポートホテル	13.3	1,500百万円
フナコシヤ	アパグループ	秋田市千秋矢留町	クルーザーパレー・ホテルはくと	13.3	不明
国際興業	住友不動産	東京都中央区	八重洲富士屋ホテル	13.4	不明
日本エスリード	三井住友ファイナンス&リース	大阪市中央区	京都銀行ダイワロイネット ホテルビル	13.4	不明
HGSダイヤモンド(合)	ジャパン・ホテル・リート投資法人	千葉県浦安市	ヒルトン東京ベイ	13.4	26,050百万円
NTT 健康保険組合	NTT 都市開発	東京都中央区	ホテル銀座ラフィナート (賃貸オフィスへの建替予定)	13.4	不明
ローンスター	IPC Corporation	札幌市中央区	チサンホテル札幌	13.5	不明
ホテルアイビス六本木	ケネディクス	東京都港区	(ホテルアイビス六本木)アイビス共同ビル	13.5	2,577百万円
ジャパン・ホテル・リート投資法人	アパグループ	神奈川県相模原市	ホテルピスタ橋本	13.5	380百万円
モルガンスタンレー等のSPC	フォートレス・ インベストメント・グループ	千葉県浦安市	シェラトン・グランデ・トーキョーベイ・ ホテル	13.7	42,000百万円
イシシ・ホテルズ・グループ	IPC Corporation	沖縄県那覇市	沖縄ポートホテル	13.7	不明
ローンスター	モルガンスタンレー	沖縄県那覇市	スパタワー那覇口ワヅールホテル &スパタワー那覇	13.8	8,500百万円
ジャパン・ホテル・リート投資法人	(合)サポートホールディングス12号	東京都中央区	パールホテル茅場町	13.9	2,300百万円
MID 都市開発	MID リート投資法人	福岡市博多区	ドーミーイン博多祇園	13.9	2,280百万円
(合)MKピスタ	ジャパン・ホテル・リート投資法人	京都市南区	ホテルピスタ京都	13.9	6,600百万円
ローンスター	ホスピタリティ・オペレーションズ	札幌市厚別区	シェラトンホテル札幌	13.9	不明
ヒューリック	SIS International Holdings (香港の新龍国際集団)	平塚市、 新潟市、金沢市、 徳島市、那覇市	東横イン平塚駅北口1、東横イン新潟古町、 東横イン金沢香林坊、東横イン徳島駅前、 東横イン那覇旭橋駅前	13.10	6,434百万円
ローンスター	IPC Corporation	大阪市中央区	チサンホテル心斎橋	13.10	不明
J-NEXT	エンタックス	東京都中央区	HOTEL SEVEN SEAS 銀座	13.10	不明
藤田観光	不明	京都市中京区	京都国際ホテル	13.10	不明

公表資料を基に筆者が作成

【図表2】最近のホテル購入者の傾向

売却ホテル資産	購入者の傾向
都心部の業績の良いホテル 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 ○事業拡大とともに首都圏進出を目論むホテルグループ ○東京デイズ二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 ○資金力のあるJ-REITや国内外の不動産ファンド ○日本マーケットへのさらなる進出を目論む海外投資家 ○送客力があり、事業の多角化を検討している電鉄会社 ○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

公表資料を基に筆者が作成

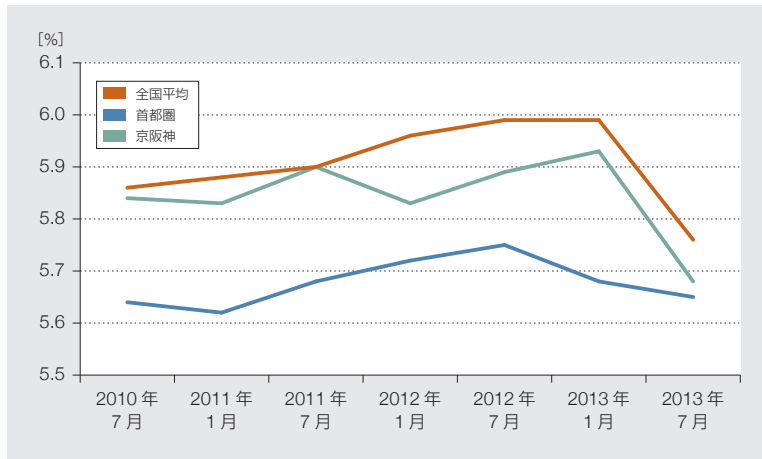
をとってでも一定のリターンを確保したい積極的な企業や、日本市場で不動産投資拡大を目論んでいる海外投資家、事業の多角化・企業のイメージアップを目的に同じレジャー業界に身をおいているため、ホテル事業にも抵抗感がない遊技施設事業者などが主たる購入者となっている。

アベノミクスが好評価を得ている現在の環境下において、2020年東京オリンピック開催決定を契機に、都心部の不動産市況は活況を呈している。アセットタイプのなかでも、とりわけオリンピックの直接的な恩恵を受けるといわれているホテルアセットは、その好景気マインドも、他のアセットタイプに比べ、より敏感となっている。絶対的な供給量が少ないホテルアセットは、土地から仕入れ、新たなホテルを計画する事例も少なくなく、このようなホテル素地の取引も逼迫している状況にある。

このほか、ホテル事業拡大とともに都心部への進出を目論むビジネスホテル業者、事業の多角化を目論む不動産会社や電鉄会社、ホテルオペレーター、かつてマーケットの主演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た。

一方、地方ホテルや業績の悪化したホテルにあっては、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のうえ、マンション建設を目論むディベロッパーが主たる購入者となっている。

【図表3】ホテルのキャップレート推移



出所：大和不動産鑑定 鑑定DB REITデータベースを基に作成

このように、都心部の業績の良いホテルと地方の業績の悪いホテルとでは、購入動機や購入者の属性は異なっており、業績の良いホテルはオフェンシブなプレーヤーが、業績の悪いホテルはディフェンシブなプレーヤーが、現在のホテルの売買マーケットを創造している。

ホテルのキャップレート

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首都圏が2012年7月まで、京阪神が2013年1月まで、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うかがえる。現在は震災後のRev-Par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、ホテルの投融資環境も回復の兆しがうかがえ、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、相当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、プラス300bp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っ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、ひと口に言っても、
- ① 宿泊部門・料飲部門・宴会部門の3部門の全てを提供しているフルサービスホテル
 - ② 宿泊部門を主体とするビジネスホテル
 - ③ リゾートに立地しているリゾートホテル
 - ④ カップ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

〔図表4〕ホテルの事業特性

		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	○	○	○	○
オペレーショナル・アセットとしての特性	初期投資や設備割合が高い装置産業	○		○	
	マネジメントへの依存度が高い	○		○	
	労働集約型	○		○	
その他の特性	売上高のバリュー・ドライバーが複数存在	○		○	
	ステイタス性やマスコミ効果が高い	○		○	

大和不動産鑑定が作成

ぞれのホテルタイプによってその事業特性も異なる。

図表4は「不動産」、「オペレーショナル・アセット」、「その他」の3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。

「○」印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「○」印が少ないほど、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、オフィスやレジデンシャル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（レジャーホテルはマーケットの特殊性もあり、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、比較的风险が高い

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融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、活発な取引が行われていた。

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、かつてのように無闇なホテル投資は行わなくなっている。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で示したとおり、すべてのホテルタイプで共通なファクターが「立地条件」であり「ホテルは立地がすべてのアセット」といっても過言ではない。都市型のホテルにあって

は、人口に厚みのある大都市圏で交通アクセスの良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っては、高速道路のインターチェンジやジャンクションといった交通の結接点や企業城下町、観光産業が盛んで有名なリゾートエリア等の立地が好まれる。ただし、地方都市であっても、地域一番店のホテルとして、地方のニッチなマーケットで一定の地位を確立している、いわゆ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のほうが、3部門（宿泊部門、料飲部門、宴会部門）を具備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も低く、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、J-REIT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遂行している。

オペレーションの難易度の高いフルサービスホテルであっても、都心中心部に立地し、知名度やブラン

ド力に裏づけされた安定したキャッシュフローを維持できれば、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、これらのホテルは、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。

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、将来において勝算のあるホテルで、それは、

- ① 立地条件に恵まれているホテル
- ② オペレーションリスクの低いホテル
- ③ 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
- ④ 不動産本来のポテンシャル（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、その結果、売買価格が上昇（キャップレートが低下）

する構図となっている。

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、ホテル事業とは別次元のマーケットで取引価格が成立している。

ホテル取引に係るマーケットプレーヤーは、過去の苦い経験から、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今も昔も限られている。マーケットプレー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、そして新たなホテル開発も進んで行くことが予測される。現在のホテル取引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であろうか？

2020東京オリンピックという魔法が解けたあと、その答えは、おのずとわかるはずである。

PM



船越 毅

（ふなこし つよし）
不動産鑑定士・
再開発プランナー

大和不動産鑑定 東洋大学工学部建築学科を卒業。日本で不動産証券化が始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ナル・アセットを中心に多くの評価を手掛け、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：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）ほか