

ホテル資産の評価特性と  
ホテル投資・売買における特殊要因の考察

Analysis of the Characteristics of Hotel Asset Evaluations,  
Investments, and Acquisitions

馬場 哲也  
Tetsuya BABA

サービス経営学部研究紀要 第32号

2018年(平成30年)7月31日抜刷

西武文理大学

# ホテル資産の評価特性と ホテル投資・売買における特殊要因の考察

## Analysis of the Characteristics of Hotel Asset Evaluations, Investments, and Acquisitions

馬場 哲也  
Tetsuya BABA

### 要旨

ホテルは土地・建物を活用する不動産事業であると同時に、お客様へのホスピタリティを提供するサービス事業との二面性を持ち、不動産事業とサービス事業の総合価値がホテル資産価値を決定付ける特殊性がある。

一般商業不動産とは異なるホテル資産の評価特性とホテル投資・売買における特殊性を分析し今後の方向性を考察する。

### Abstract

Hotels can be viewed as real estate businesses that use land and buildings and service businesses that provide hospitality.

A unique characteristic of hotel businesses is the significant dependence of their property and business value on the combined value of their real estate and hospitality businesses.

This study considers the differences between evaluations of hotel assets and general commercial real estate, analyzes the special characteristics of hotel businesses from investment and sale and acquisition perspectives, and considers the future of hotel business in Japan.

### [キーワード]

ホテル資産評価、ホテル投資、ホテル売買、ホテル事業評価、ホテルオペレーター

Keywords : hotel asset evaluation, hotel investment, hotel sale & acquisition,  
hotel business evaluation, hotel operator

## 1. はじめに

ホテル・ビジネスは、立地条件に大きく左右され土地・建物への開発・投資を行う所謂「ハコモノ」不動産業であるのは自明の理であるが、そこでの「事業」はブランド優位のホスピタリティを提供するサービス業であるとの二面性をもつビジネスであり、両者は「一体不可分」であるという特徴がある。

こうしたホスピタリティが不動産価値をも左右するビジネスは他に例を見ないという点でホテル事業は極めて特殊性が高いと言える。

本稿では、筆者の長年のホテル会社及び不動産会社での投資・売買実務経験<sup>1</sup>に基づき、ホテル資産価値・評価における特殊性を分析し、ホテル売買の特殊要因を分析し、今後の日本のホテル投資・売買の方向性を考察する。

## 2. ホテルの二面性

ホテルには、サービス業としての「運営事業」であるという側面と土地・建物を活用・開発する「不動産事業」としての側面がある。

運営事業とは、従業員を抱え、まさしくお客様をもてなすため、24時間年中無休で、宿泊・料飲・宴会・婚礼などのサービスを提供し、また人々の交流の場として、快適かつ機能的な時間・空間を提供するものである。

一方、「不動産事業」とは、ホテルの土地・建物への投資を伴うため長期の投資回収（または長期的視点）が必然となり、かつ立地条件に大きく左右される特性を有する。ホテルの不動産価値の相当の部分が土地と建物で決定されることになる。

このような運営事業と不動産事業が一体不可分のものとして構成されているホテルを資産評価する際には、一般商業不動産（オフィスビルやマンションなど）で用いられている不動産評価方法ではうまく適合せず、様々なかつ複雑な要素を加味しないと評価できない点で特殊性がある。

## 3. 資産評価の特性概観

一般商業不動産とホテル資産との相違についての記述もあるが<sup>2</sup>、筆者の整理ではその特性は概ね以下の通りである。

### (1)一般商業不動産

オフィスビルや商業ビル及びマンションなどの一般商業不動産では、不動産所有者がそこで事業に従事するわけではなく、事業はテナント側で行われる。（不動産所有者が自社で使用するなら自社ビルとなり、「商業」不動産には分類されない）

不動産所有者は建物完成後テナントを入居させれば、その後数年以上にわたる賃料収入が見通せ、しばらくテナント誘致業務も不要で、後は日常メンテナンスサービスの実施と定期設備更新、将来の大規模更新資金の見通し等である。逆の見方をすればテナント契約更新時を除けば賃料増額可能性はなくアップサイド余地は極めて少ないが、極めて安定的である。よって比較的容易にかつ手堅く中長期にわたる収支予測が可能のため、資産評価も比較的容易である。

### (2)ホテル資産

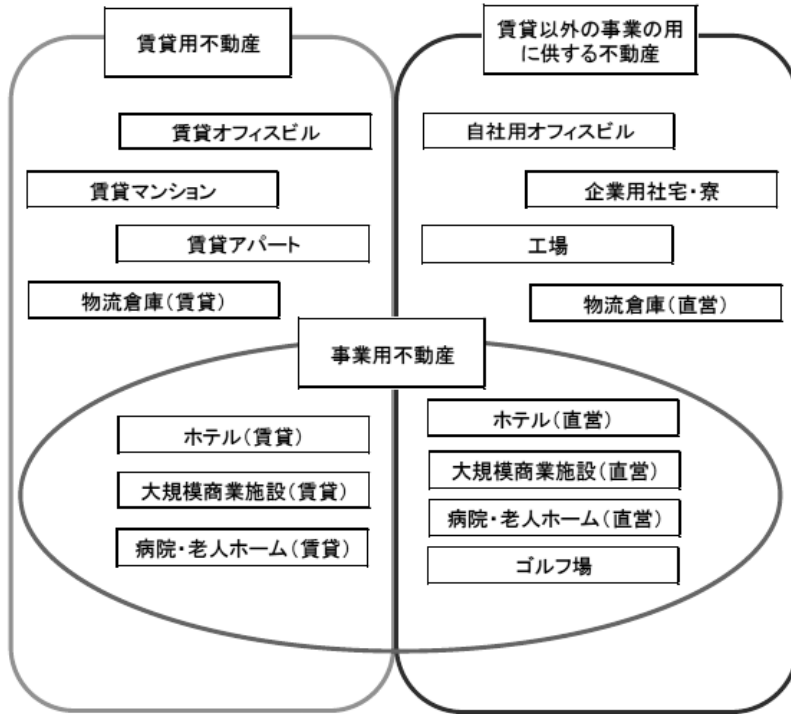
#### ①事業としての評価

不動産鑑定評価においては、ホテル資産は事業用不動産と分類され（図1）ている。

<sup>1</sup> 1998年から2015年にかけて一貫して航空会社のホテル部門、航空系ホテル会社、不動産会社ホテル事業部にて、国内77ホテル、海外47ホテルの経営・運営に従事、3ホテルの社長を歴任。また実務担当・責任者として28ホテル・リゾート等の売買・M&A実績がある。

<sup>2</sup> 総合ユニコム（2003）p. 6

図1 不動産の区分イメージ



出典 公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会「不動産鑑定評価基準に関する実務指針」2014年 p.148より引用

事業用不動産とは「賃貸用不動産または賃貸以外の事業の用に供する不動産のうち、その収益性が当該事業（賃貸用不動産にあっては賃借人による事業）の経営の動向に強く影響を受けるもの<sup>3</sup>と定義しており、「ホテル等の宿泊施設、ゴルフ場等のレジャー施設、病院、有料老人ホーム等の医療・福祉施設、百貨店や多数の店舗により構成されるショッピングセンター等の商業施設<sup>4</sup>が例示として挙げられている。

ホテルの土地・建物の評価よりは、事業の採算性の観点から収益性の分析を行う、事業評価が極めて重要である。

図3 動産の割合

ホテル・ヘルスケア施設の評価額に占める動産の割合(推計)		
		動産比率 (下限～上限)
ホテル	シティホテル	5～20%
	宿泊特化型	5～15%
ヘルスケア	急性期病院	15～30%
	慢性期病院	7～20%
	老人ホーム(介護付)	3～15%
	サービス付高齢者住宅	3～12%

※ここで動産比率とは、仮にすべてのFF&E(医療用機器等を含む)をオーナー(不動産所有者)側が所有しているとした場合の総資産に対する動産の価格比率(新築時)をいう。  
※公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会の調査による

出典 国土交通省「土地・不動産活用のための鑑定評価の充実」2016年

<sup>3</sup> 公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会 (2014) 「不動産鑑定評価基準に関する実務指針」 p. 145

<sup>4</sup> 同上 p. 145

表1 ホテル資産評価における不動産以外の対象項目

営業資産	バランスシート関連	敷金、保証金、売掛金、年金債務など
	契約関連	ホテル従業員リスト（雇用契約）、ホテル運営契約、運営マニュアル、ブランド契約（商標、商号）、納入取引契約、リース・テナント契約、旅行会社契約など
	営業状況	運営実績・予約オンハンド・予算表 顧客データ、客構成、マーケティングプラン、付帯収入など
	評価書	Engineering Report 環境評価書など
	許認可	ホテル営業許可、リカーライセンス（海外ホテル）
動産	家具・什器・備品	家具、絵画、カーペット、カーテン、更新積立額など
	営業用備品	従業員ユニフォーム、リネン、食器、料飲在庫リストなど

出典 筆者作成

## ②対象資産

ホテルは単なる箱物の不動産ではなく、「他の用途に比べて資産額に占める動産のウェイトが高い傾向にある」<sup>5</sup>（図3）ので、不動産と動産を一体として評価する必要性が高く、（一般商業不動産では対象となりにくい）営業資産や営業用動産がホテル資産評価の対象に含まれるケースが多い。（表1）

## ③労働集約性

ホテルは従業員を多く抱えた「事業」であり雇用契約が資産評価の対象に含まれるケースが多い。

## ④資本集約性

建物建築や設備等、ハード面でのプレゼンスが重要で莫大な初期投資が必要である。更に開業後も、不特定多数の宿泊客が毎日入れ替わるホテル特性から客室・設備・機材・備品等の損傷が早いに加え、「日常から脱却した時空間を提供」するのもホテルの重要な機能であり、資産の見映えや格式、デザイン、清潔さ、先進

性、競争力向上等の観点から資産の経過年数によらず更新投資を早めに行う必要がある。

## ⑤収支構造

一般商業不動産でのテナント入退居は数年に一度あるかないか程度であるが、それに該当するものはホテルでは客室稼動状況であり、日々空室状況は異なる。客室（＝テナント）の入退居が毎日めまぐるしく変わり、曜日特性、連休、季節変動、近隣イベントの有無、景気変動等で日々大きく変動し一定しない。

オフィスビル等ではテナントからの固定賃料収入が安定的であるが、ホテルは客室毎にデイレリーで宿泊料金が異なるため収入は一定しない。また、事業内容が多様（宿泊、宴会、婚礼、料飲など）であり、ホテル運営の巧拙（商品力、ブランド力、マーケティング・セールス、組織体制、取引先との契約、改装効果など）により将来収支が大きく変動する可能性がある。

以上から、ホテルの中長期にわたる収支予測には一般商業不動産に比べボラティリティがあ

<sup>5</sup> 国土交通省「土地・不動産活用のための鑑定評価の充実」2016年 p. 3

り、ホテル資産評価では事業の採算性の観点から収益性の分析を行う、事業評価としての性格が強い。

#### 4. 資産評価の手法

資産評価の方法としては不動産鑑定評価があるが、これは以下の通り、原価法、取引事例比較法、収益還元法、の3種があり、一つの手法のみで決定されることはほとんどなく複数の方法が併用され多角的に検証される。

##### (1)原価法

「価格時点において新しく同じものを作るといくらかかるかを計算し（再調達原価）、対象不動産の古さ等に応じて価格を修正して価格時点現在の価格を求める手法」<sup>6</sup>である。不動産の供給者（売主、貸主）からの視点である。あくまでも土地・建物だけに焦点を当てており、不動産からの事業収益とは関係がない。ホテル関連では以下の(3)収益還元法が主となるため、原価法は2次参考として使用される。

##### (2)取引事例比較法

取引事例比較法は、「多数の取引事例を収集して適切な事例の選択を行い、これらに係る取引価格に必要なに応じて事情補正及び時点修正を行い、かつ、地域要因の比較及び個別的要因の比較を行って求められた価格を比較考量し、これによって対象不動産の価格を求める手法」<sup>7</sup>である。これもあくまでも不動産からの事業収益には関係がなく、主として住宅関連の評価に活用されている。ホテル関連では後述するが売買事例が極小なため、この方式は2次参考として使用される。

##### (3)収益還元法

収益還元法は、土地・建物自体の価値よりも、これを所有運営して事業を行うことによるキャッシュフローやキャピタルゲインを基に資産価値を評価するものである。「対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現在価値の総和を求めることにより対象不動産の試算価格（収益価格）を求める手法」<sup>8</sup>である。不動産の収益力がそのまま評価額に反映されるため、事業用資産の評価では特に有効で頻繁に利用されており、ホテル資産評価において主流となっている。

#### 5. ホテルの事業形態と資産評価・売買

一般商業不動産においては、不動産の所有者がテナントへ賃貸して賃貸事業収益を得る方式の一辺倒であるが、ホテル事業においては、不動産の所有者が自らホテル経営を行いホテル運営はホテル専門会社へ運営委託するケース、あるいは不動産の所有者によるホテル会社への賃貸など事業形態が多様であり、その事業形態によりホテル資産評価の方法や売買形態が異なってくる。

ホテル事業形態には、所有直営、賃貸借（リース）契約、マネジメント契約（Management Contract 「MC」）、フランチャイズ契約等が挙げられる。この特徴を、オーナー（ホテル資産所有者）とオペレーター（ホテル運営者）の責任分担の観点から分類し、オペレーターの関与が強い順に整理したのが、表2である。

以下ではこれらホテル事業形態の特性とホテル資産評価・売買との関連について論考する。

<sup>6</sup> 森島義博（2002） p. 35

<sup>7</sup> 同上 p. 40

<sup>8</sup> 同上 p. 51

表2 ホテル経営・運営形態

	資産 所有	リース 賃料	従業員 雇用	経営 (収支) 責任	運営 許認可	運営 責任	幹部 要員 派遣	運営 ノウハウ	ブランド
所有・直営	オーナー		オーナー	オーナー	オーナー	オーナー	オーナー	オーナー	オーナー
賃貸借 (リース)	オーナー	オペレ ーター	オペレ ーター	オペレ ーター	オペレ ーター	オペレ ーター	オペレ ーター	オペレ ーター	オペレ ーター
マネジメント 契約 (MC)	オーナー		オーナー	オーナー	オーナー	オペレ ーター	オペレ ーター	オペレ ーター	オペレ ーター
フランチャイズ 契約 (FC)	オーナー		オーナー	オーナー	オーナー	オーナー	オーナー	オペレ ーター	オペレ ーター

出典 「月刊レジャー産業資料」(2004)の縦項目をもとに筆者作成

### (1)所有直営

所有直営とは、オーナーがホテルの土地・建物を所有し、オーナーの資本支出・経費で自らホテル運営を行い（この場合オーナーとオペレーターが同一）、ホテル従業員を雇用し、ホテル事業のすべてのリスクおよびリターンはオーナーに帰属する形態である。

即ち、ホテル所有・経営・運営の全てを自前で行う形態であり、土地・建物はホテル事業に必須の「前提」として捉えられ、不動産事業とホテル運営事業とを切り分けて考える視点の必要性が薄いため、平常時にあえてホテル資産評価をとる必要性は薄く、専ら売却時（直営ホテルを手放す場合）にのみ資産評価の必要性が生じる。従来の日本のホテル企業においてはこの形態が一般的であり、例えば帝国ホテル、ホテルニューオータニ、プリンスホテルズ、などである。

このケースでは、買い手は①更地にして別事業を行う（土地価格のみに興味）、②ホテルを建替え買い手のブランドでホテル事業を行う（土地価格と従業員に興味）、③ホテル資産を取得し、現ブランドを継続してホテル事業を行う（ホテル資産とホテル経営に興味）、④ホテル資産を取得し、リノベーションを施しブラン

ドを変更してホテル事業を行う（ホテル資産とホテル経営に興味）などとなり、資産評価方法については、前述した原価法と収益還元法の併用が一般的となろうが、その収益還元法の組み込みウエイトについては、ホテル事業への興味のエレメントにより微妙に異なることになろう。

売買例としては、①として銀座東急ホテル（通信社が取得、自社ビル建設）、②として翠嵐ラグジュアリーコレクション京都（不動産会社が取得、建替え自社ブランド化）、③として日光金谷ホテル（東武鉄道が取得、ホテル経営継続）、④として蒲郡プリンスホテル（呉竹荘グループが取得、「蒲郡クラシックホテル」ブランドへ変更）などがある。

### (2)賃貸借（リース）契約

賃貸借（リース）契約とは、オーナーが所有する土地・建物のうち、オペレーターが主に建物をオーナーから賃借し、ホテル経営・運営を行う手法である。オーナーは安定的に建物の賃料収入（リース料）が見込め、かつホテル経営・運営には殆ど関与せず、ホテルオペレーションの専門知識・ノウハウを持っている必要は必ずしもなくても可能な一種の不動産の大家ビジネスである。

オペレーターは、ホテル資産を占有的に使用でき、いわばあたかも自前のホテルのように経営・運営できる。ホテルリース料支払い、ホテル従業員の雇用、ホテル経営責任、ホテル家具・備品等も全てオペレーターの責任である一方、土地や建物を建設・所有する資金・コストをもつ必要はないので不動産のリスク管理に束縛されることなくホテル経営を行えるメリットがある。不動産以外のホテル経営のすべてのリスクおよびリターンはオペレーターに帰属する形態であり、例えば、リッツ・カールトン東京、マンダリン・オリエンタル東京、三井ガーデンホテル、リッチモンドホテルなどである。

このケースでの資産評価は一般商業不動産としての評価方法とほぼ同様となる。即ちテナント＝ホテルオペレーターであるから、オーナーとしてはテナントからの賃料収入から比較的容易に中長期にわたる収支予測が可能となる。オフィスビルとの違いは、

- ①オフィスビルのリース期間は5年前後が多いが、ホテルでは10年以上にもわたる長期リース契約が主流であること、
- ②オフィスビルは固定賃料がベースであるが、ホテル賃料においては固定賃料＋売上げ歩合＋（ホテル運営粗利連動）との変動賃料も加味されるケースが多く、多少のボラティリティがあること、
- ③ホテル付帯設備や内装等ではオーナーとテナントとの帰属関係がやや複雑に入り組んでいるケースも多く精査・分離が必要なことである。

いずれにせよ中長期にわたる収支予測は可能であり、収益還元法を主とした資産評価方法が利用される。

売買においては、オーナーがホテルを売却してもテナントの地位は法的に当然随伴される（賃貸借契約および差入れ敷金の保全）ため、ホテルオペレーター（ブランド）の変更は生じず、一般商業不動産のオフィスビル売買と枠組

みは大差ない。買い手候補としては、ホテル運営はテナントに任せ経済リターンを追求する投資家、不動産会社などが多い。

実例としては、メルキュール銀座（三井不動産のファンド所有でメルキュールヘリース契約物件をヒューリックが取得）などがある。

### (3) マネジメント契約

#### (Management Contract 「MC」)

オーナーとオペレーター間でマネジメント契約を締結し、経営と運営の役割分担を行う形態である。

オーナーがホテルの土地・建物を所有し、資本支出や管理費等の資産関連のコストを負担し、ホテル従業員を雇用し、オーナーの経費でオペレーターがホテル運営を行う。

オーナーがホテルを経営するに際して、ホテル運営の専門知識・ノウハウ等が希薄な場合、あるいは自社ブランドを圧倒的に凌駕する有名ブランド付与による集客力・運営力・ホテル価値向上を期待する場合、等にマネジメント契約の方式が採られるケースが多い。

オペレーターは自社のブランド付与、営業予約システム供与、オペレーターの社員をホテル総支配人として派遣、更に各部門の幹部の派遣を行い、ホテルの運営を統括し、オーナーより運営委託料を収受する。オーナーの資産（ホテル資産、ホテル経費及びホテル従業員）によりホテル運営を指揮・統括するが、それはオーナーより代理権がオペレーターに授与されているためである。オペレーターにとっては、ホテル開設に絡む土地買収や莫大な建設コストを負担することなくいわば自前のホテルのように運営でき、直営ホテルと同程度のガバナンスを発揮でき、委託料収入を得られるビジネスモデルという特徴がある。

世界的にホテルの所有・経営（オーナー）とホテル運営（オペレーター）を分離するのがホテル業界のグローバルスタンダードとなってい



るが、日本で外資系ホテルや、日本初・日本発の国際ホテルオペレーターブランドとして最大のオークラ・ニッコーの大半もこの形態である。

資産評価では、ホテル資産のいわゆる不動産評価に加えてオーナーが経営するホテル事業収支につき収益還元法での評価を複合した評価となる。

売買では、当然ホテル資産自体は買い手に移行するが、ホテル経営やホテル従業員の雇用及びオペレーターのホテル運営契約をそのまま継承するか否かは売手買手双方の戦略によりケースが異なる。（表3）

- ①は、ホテルオペレーター契約継続を条件としてホテル売却が行われホテル経営・ホテル従業員が買手に移行したケース。
- ②は、買手はホテル会社ではないため従業員を雇用せず、既存の従業員がホテルオペレーター会社に移籍したケース。
- ③は、ホテル資産売買を機に、ホテルオペレーターを変更したケース。

なお実例は殆どないが④、⑤は買手がホテル事業者で取得ホテルの従業員は不要なケースであり、⑥は買手が土地・建物にのみ興味がある

ケースである。

ケース毎に大きく売買対象も異なるので資産評価も大きく異なるのである。

実際の売買例としては、ホテル日航東京（ファンドが資産取得、ホテルオペレーター契約は継続）などがある。

#### (4)フランチャイズ契約

オーナーがホテルの土地・建物を所有し、オーナーの資本支出・経費で自らホテル運営を行い（この場合オーナーとオペレーターが同一）、ホテル従業員を雇用する迄は所有直営と同一であるが、オペレーターから運営ノウハウとブランドの貸与を受ける見返りにフランチャイズ料を支払う形態である。

オーナーのホテル運営への精通度合いで異なるが、オーナーがホテル運営に精通している場合にはホテル運営力を他に仰がず、オペレーターの国際ブランド力獲得を主目的として、マネジメント契約より一般的には安価なフランチャイズ契約にするケースがある。例えばウェスティン仙台や東京マリオットホテルはいずれも森トラストがオーナーでかつ傘下に自前のホテル運営会社を持っているが、外資オペレーターに

表3 MC型のホテル売買に伴う経営権・従業員・オペレーターの移行

ケース	ホテル土地建物	ホテル経営権(許認可)	ホテル従業員	ホテルオペレーター(運営契約)	備考
①	買手	買手	買手	継続	オーナー・経営の変更、運営は継続
②	買手	買手	移籍	継続	オーナー・経営の変更、従業員は雇用せず移籍
③	買手	買手	買手	変更	オーナー・経営の変更、運営は変更
④	買手	買手	不要	継続	既存ホテル事業あり、ブランド継続
⑤	買手	買手	不要	変更	既存ホテル事業あり、ブランド変更
⑥	買手	不要	不要	不要	土地・建物にのみ関心

注) 上表は売買後の権利状態を示す。  
出典 筆者作成

フランチャイズ契約をしているケースである。一方ホテル業務に精通していないオーナーの場合は、一般的には高度なサービス機能を必要としないミドルクラスのホテルとしてフランチャイズ採用する傾向にある。

資産評価及び売買ケースとしては、上述(1)所有直営と殆ど同一であるが、唯一フランチャイズ料の支払い分を控除して収益還元法を適用する部分のみが異なる。売買例はシェラトン沖縄サンマリーナリゾート（森トラストが取得）などがある。

## 6. ホテル売買における特殊性

上記5で見てきた通り、ホテル売買において、(2)賃貸借（リース）契約では一般商業不動産における売買と枠組みに大差がない。ホテル売買の特殊要因が生じるのは上記の(1)所有直営、(2)マネジメント契約、(4)フランチャイズ契約、の場合であるから以降これらの場合で、かつフルサービスホテルの売買に焦点を当てて論考する。

### (1)事業としての売買

ハードである不動産価値と、ソフトであるホテルの運営力・ブランド価値が一体となった上で更にホスピタリティが資産価値を左右するという稀有な特徴をもち、ホテル売買の本質は不動産売買というより寧ろ「事業譲渡」である。その事業運営の巧拙の定量化把握は極めて難しい。

### (2)隠密裏の売買完了が絶対命題

一般商業不動産の売買においては、オーナーが資産売却してもテナントの地位は法的に当然随伴される（賃貸借契約および差入れ敷金の保全）ため、事業を行っているテナントの変更は生じず、またオーナーは従業員を殆ど抱えていないのであるから従業員離散による事業の劣化を招くような直接影響は殆どないと言える。要

は単なる目に見えない資産オーナー変更に過ぎないので、売買の噂が出たとしても売買価格に影響が出るようなことはまずなく、ましてや噂自体を原因としての売買不成立ケースはまずないと言える。

しかしながら、上述してきたようにホテルは「事業」であるから、ひとたび売買の噂が出れば、その事業価値は急激に劣化を招く緊急事態を惹起する。

ホテル売買においては、上記5(3)で述べたとおり、ホテル経営やホテル従業員の雇用及びオペレーターの運営契約がそのまま継承されるか否か（別途、残存期間相当の契約解除料は必要だとしても）は売手買手双方の戦略次第である。

ひとたびホテル売却の兆候や風評が見られたら、一般的には事業主が変わる即ち、ホテル運営（ブランド）の変更がされるものとほぼ捉えられ、一挙に不安情報が拡散することになる。

ホテル従業員にとっては雇用主の変更となり、雇用が継続されるか不安に苛まされ、あるいはホテルオペレーター会社の変更有無等、漠然とした大きな不安感から、早々と離散してしまうケースがある。

また、納入業者にとっては、既納入品の売掛金回収の可否、あるいは今後の取引継続可否等を思案し、納入に影響が出ることもある。

ホテル営業では、婚礼、宴会、宿泊などの予約オンハンドのキャンセル等を惹起（特に婚礼、宴会等の縁起物はホテルブランド変更の噂に敏感に反応する）させてしまい将来にわたっての収支悪化となる。

こうした不安状況になれば、ホテル運営は急激に劣化し、ホテル経営の危急存亡にすら関わる事態となる。またホテル事業収支の劇的な低下をもたらすため、収益還元法で評価されているホテル売買価格に直接かつ甚大な影響を及ぼす。このためホテル売買自体がブレイクまたは長期塩漬けになった実例もある。

よってホテル売買の要諦は一言、従業員等に

察知されないよう<sup>9</sup>隠密裏の売買完了が絶対命題であり、高度な手腕が要求される。

### (3)用意周到な準備

表1で見たとおり、ホテル資産評価には不動産以外の項目も多く、あくまでも事業譲渡と同様の広範囲にわたるデューデリジェンスが必須であり、弁護士、会計士、不動産鑑定士、土地建物診断、環境診断などの専門家が頻繁にホテルに出入りすることになる。

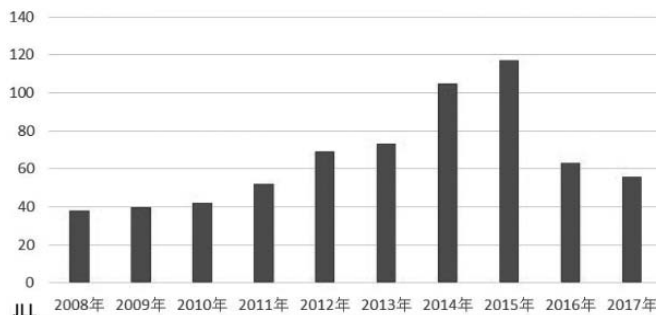
オフィス・商業施設では、夜間・定休日クローズの機会を活用すれば良いのであるが、ホテルにおいては365日、24時間営業中であるので、営業に支障なく（お客様はもちろん従業員や取引業者等の人目に触れることなく）これらデューデリジェンスを行うには専門的なノウハウが要求される。デューデリジェンスではホテルの従業員の協力なくしては資料提出も質問項目への回答もヒアリング等もできない。上述の通り従業員の実施協力を得ながら、かつ察知されずにこのデューデリジェンスを完結せねばならないという極めて矛盾撞着な特質がある。

また、通常ホテル売買には、準備期間から売買完結まで一連の流れで最低でも1年程度のス

ケジュールを要する。ステップとして、売値を探るためのホテル資産評価、売買スキームの検討、デューデリジェンス実施、金融機関への債務返済・同意取り付け交渉、株主の同意取り付け（ホテルでは営業取引を得るための手段として取引関係者が少数株主を構成しているケースも多く、この場合、同意取り付けが難しい）、従業員受け皿会社の設立・移籍準備シナリオ、ホテル売買入札手続き、金融機関からの新規借入れ交渉、許認可手続き、新オペレーターの選定、新ブランドの決定、オーナー帰属会計とホテルオペレーター帰属会計の分離、新社長・新総支配人の決定など非常に多くの交渉ステップ、関係者を要し、かつ長期に亘る。にもかかわらず、このどの段階においても、ホテル売買に関わっていること自体が機密であり厳守されなくてはならず、一瞬たりとも漏洩兆候が出てはならない。関係者が多方面に居ながら情報が漏れないように制御するのは至難の業、専門テクニックが必須と言えよう。

ホテルは365日、24時間営業中一瞬たりとも営業をストップする訳にはいかない中でこれら一連の手続きを実行完結するという点において、これは謂わば「心臓移植手術」に近いと言える。

図2 ホテル取引件数



出典 Jones Lang LaSalle 「2017年日本のホテル取引額」 2018年3月13日 より引用  
<http://www.joneslanglasalle.co.jp/japan/ja-jp/news/387/hhtransaction2018>

<sup>9</sup>（注 誤解を避けるため付言するが、従業員に察知されないようとは、従業員を敵視・排斥しているのではなく、従業員を尊重しているがゆえに従業員の就業環境を維持することが肝要で、それが最終的に最も従業員に資することになり、かつそれによってホテルの事業価値の劣化を防御するという強い気概が売主・買主双方にあるということである）

上記一連のステップを用意周到に着実に進め、全て完了した段階で、新オーナー、新オペレーター、新総支配人等が、ある日突然、従業員会合の場に一齐に登場し、併せてその場で記者発表も行う、との劇的な売買・交代スタイルとなるのが大きな特徴である。

ここでの要諦は一言、狩りに例えれば「獲物を、気づかれないよう背後から一撃で仕留める」かの如くの用意周到、俊敏さ、正確性が絶対命題と言えよう。

#### (4)ホテル取引事例が極少

不動産取引全体は年間約39万件以上<sup>10</sup>あるが、ホテル売買は多くても年間100件程度(図2)であり、圧倒的に取引量、流通情報量が少ない。

さらに、一般商業不動産では、公表データ(延床面積、月坪賃料、共益費、空室率など)が容易に入手可能であるが、ホテル売買においては一般的に(ホテルREITへの売買を除く)そのような公表データは存在しないため、ホテル資産評価・売買価格算定が極めて難しい。

#### (5)ホテルの独自性・用途

各ホテルの独自性(立地、建物構造、建築様式、ホテル契約形態、歴史伝統、ステータスなど)がそれぞれ強く、一定の参考事例がないため、ホテル資産評価・売買価格算定が極めて難しい。

また、ホテルはその構造上、オフィスや商業ビル等への用途変換はほぼ不可能で、既存の施設構造(宴会、料飲・厨房、客室)ですら大規模に変換することは難しいことから、買い手が極めて限定される。

#### (6)専門プレイヤー

ホテルはそもそも汎用的な商品でなく、取引

量は極少でかつ多額取引額になる特徴から自然と買手プレイヤーが限定される。またホテル投資には金融、不動産の知識ノウハウはもとより、ホテル運営の知識が必須であるが、これらはそれぞれ異分野の世界であり、これら全てに精通している人材は極めて限られている。

後述するが、ホテル不動産資産関連を専門的に行うホテル・アセット・マネジメント会社や、ホテル全般のアドバイザーを行うホテル・アドバイザー専門会社が、売買に際して大きな役割を担うことになる。

#### (7)特殊所有目的

投資リターン目的に限らず、名門ホテル(業界用語では「Trophy Asset」等)を所有すること自体を究極の目的とする売買があり、この場合売買額が評価分析の枠組みを超えることがある。

以上、ホテル売買における特殊要因と専門ノウハウの必要性を見てきたが、次項では売買スタイルの変遷を論考する。

## 7. 日本のホテル投資・売買スタイル(プレイヤー)の変遷

### (1)ホテル所有直営型

黎明期の日本のホテルの多くは、日光金谷ホテル、箱根富士屋ホテル、帝国ホテル、ホテルオークラ、などに代表されるように、自ら土地・建物を所有し、自らホテル運営を行う、ホテル会社としての所有直営型であった。

その後、1964年東京オリンピック契機のホテル建設ブームとなり、銀座日航ホテル(1959年開業)<sup>11</sup>、羽田東急ホテル、東京プリンスホテル、ホテルニューオータニ(いずれも1964年開

<sup>10</sup> 国土交通省「不動産取引件数・面積」平成26年日本全国データより

<sup>11</sup> 稲本恵子編(2017) p. 66

業）などが相次いで開業し<sup>12</sup>、ホテル会社のみならず航空会社、鉄道会社も所有直営型でホテル経営に参画した。

### (2)外資系ホテルの登場

日本初の外資系ホテルとして東京ヒルトンホテル（1963年開業）<sup>13</sup>が登場するが、東急電鉄が土地・建物を提供して、マネジメントはアメリカのヒルトンに委託したものである。その次の外資系ホテルはやや間隔が空き、小田急によるセンチュリーハイアット東京（1980年開業）<sup>14</sup>である。このように鉄道会社等が自らの所有直営型であるホテルとは別に、外資系ホテルを誘致しホテルオーナーとしての立場で機能する形態が登場した。

### (3)高度経済成長期

単独ホテルではなくチェーンとしての日本のホテルの展開は東急ホテルズ、西武プリンスホテルズ、近鉄都ホテル、藤田観光ワシントンホテル、JAL ホテルズ、ANA ホテルズ、などの企業が先駆者となり、それぞれの企業グループ内で親会社主導の下、親会社の財務基盤やブランド力・情報ネットワーク・などによりホテル経営・運営が展開されてきた。またパートナーとして日本の金融機関・商社・不動産会社・建設会社などからの共同出資にも恵まれたケースもある。

なお、ホテル黎明期から高度成長期までの間は所有継続型であり、ホテル売買例は極めて少ない。

### (4)第三者投資家の登場

バブル崩壊後は、ホテル所有者の積極的な戦略というよりはむしろ不良債権処理、減損会計、

財務リストラ、親会社の本業回帰などをキーワードとしたホテル売買が始まり、主たる買い手としてゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、ローンスターなどの外資系投資銀行が登場してくる。

### (5)航空会社のホテル経営の変化

バブル崩壊とともに、航空会社は本業に集中回帰を余儀なくされ、ホテル資産は売却、子会社であるホテル会社は撤退あるいはホテル資産を所有しないホテルオペレーターに転換の道を辿ることになった。

ANAは2007年、国内13ホテル資産とホテル子会社の経営権を外資ファンドに一括売却、その後ホテル運営会社も解散し、以降ホテル経営およびホテル運営から完全に撤退した。現在はホテル名に「ANA」名の痕跡が残るのみである。これは外資ファンドが豊富な資金をバックに一挙に日本のホテル資産を買収した先例ともなった。

JALでは従来より資産所有型ホテルと運営型（資産所有せずマネジメント契約によりホテル運営を受託する方式）<sup>15</sup>、の2型式をとっており、ホテル運営についてはとりわけ「JALのホテル」として日本人客を中心に圧倒的な信頼を得ていたことから、「ホテル運営は継続するがホテル不動産資産としては売却する」との方針を採った。1990年代から世界各地のホテルを個別ホテルの事情やマーケット状況、時期等を見極めながら個別に売却していき、極力ホテル運営は「ニッコー」ブランドで継続した。これはまさしく世界のホテル業界の潮流——即ちホテル所有・経営とホテル運営は分離の方向にある——とのグローバルスタンダードに立脚したものであった。

<sup>12</sup> 土井久太郎（2009）p. 24-p. 29

<sup>13</sup> 富田昭次（1996）p. 310

<sup>14</sup> 同 土井 p. 29

<sup>15</sup> 5(3)マネジメント契約（Management Contract「MC」）参照

表 4 日本の代表的ホテルオペレーターの海外展開

		中国・韓国・台湾		東南アジア		アメリカ		欧州	
オークラ・ニッコー	ニッコーホテルズ	ホテル・ニッコー新世紀北京	MC	ホテル・ニッコー・グアム	MC	ホテル・ニッコー・サンフランシスコ	MC	ホテル・ニッコー・デュッセルドルフ	MC
		ホテル・ニッコー上海	MC	パラオ・ロイヤル・リゾート	MC				
		ホテル・ニッコー大連	MC	ホテル・ニッコー・ハノイ	MC				
		ホテル・ニッコー天津	MC	ホテル・ニッコー・サイゴン	MC				
		ホテル・ニッコー廈門	MC	ホテル・ニッコー・バンコク (2018)	MC				
		ホテル・ニッコー無錫	MC						
		ホテル・ニッコー蘇州	MC						
		蘇州清山ホテル	MC						
		ホテル・ニッコー広州	MC						
		ホテル・ニッコー泰州	MC						
		ホテル・ロイヤル・ニッコー台北	MC						
ホテルオークラ	オークラガーデンホテル上海	MC	ホテルオークラマカオ	MC	ザ・カハラ・ホテル&リゾート	マーケ	ホテルオークラアムステルダム	JV	
	ソウル新羅ホテル		オークラプレステージバンコク (2018)	MC			オークラスパ&リゾートカッパドキア	MC	
	済州新羅ホテル		ホテルオークラマニラ (2020)	MC					
	オークラプレステージ台北	MC	オークラプレステージサイゴン (2020)	MC					
	オークラプレステージ台中 (2021)	MC	オークラプレステージブノンベン (2020)	MC					
プリンスホテル	グロリアプリンスホテル・台北	MC			マウナケアビーチホテル		直営		
	松花湖プリンスホテル				ハブナビーチプリンスホテル		直営		
	剣湖山プリンスホテル				プリンスワイキキ		直営		
	ナイスプリンスホテル嘉義								
ホテルニューオータニ	ホテルニューオータニ長富宮	JV			ニューオータニカイマナビーチホテル		直営		
都ホテル					都ホテルロサンゼルス		直営		
					都ハイブリッドホテルトランス・カリフォルニア		直営		

順不同 運営形態 JV=Joint Venture MC=Management Contract マーケ=マーケティング契約  
 ( )は開業予定年

出典 各社ホームページ、発表資料より筆者作成 (2018年4月時点)

なお、JALのように自らのホテル運営契約を保持する条件でホテル資産を売却する場合、一般的に買い手はホテル運営のフリーハンドを持ちたいため、理論的には売買価格が伸び悩まずであるが、JALのケースではホテル売買

価格とホテル運営契約継続が高いレベルで両立している点が特筆に値すると言えよう。

これによりJALのホテルは、ホテル資産を一切保持しないホテルオペレーター専門に転換し、第三者オーナーからホテル運営を受託する

表5 ホテル投資家の類型と特徴

		企業	代表事例	特徴
外資系	投資銀行	モルガン・スタンレー	ANA インターコンチネンタル	ホテル経営・運営母体となる専門会社を傘下に擁しており、戦略的投資を行う。
	REIT	Japan Hotel Reit	オリエンタルホテル東京ベイ	日本初のホテル専門の REIT
国内系	不動産会社	三井不動産	リッツ・カールトン東京	不動産利回りを追求してホテル投資を行う。また投資先とは別に自らホテル運営も行うケースも。
		森トラスト	ウェスティンホテル仙台	
		三菱地所	ペニンシュラホテル東京	
		オリックス	ハイアットリージェンシー京都	
		ケン・コーポレーション	ハイアットリージェンシー那覇沖縄	
	事業会社	積水ハウス	セントレジス大阪	自らホテル運営は行わず、投資戦略として積極的に開発投資
		サンケイビル	札幌グランドホテル	ホテル経営会社を買収、投資戦略も積極的
	ホテル会社	星野リゾート	ANA クラウンプラザ金沢	事業戦略として既存ホテル購入にも積極的
		アパホテル	アパホテル新宿歌舞伎町タワー	首都圏にドミナント出店
	東南アジア系	GIC（シンガポール）	ウェスティン東京	日本への不動産投資に戦略的意欲
プロパティ・パーフェクト（タイ）		シェラトン北海道キロロリゾート		
サンフンカイ（中国）		ハイアットリージェンシー箱根		
GAW capital（香港）		ハイアットリージェンシー大阪		
YTL（マレーシア資本）		ヒルトンニセコビレッジ		
ディジャヤ・ランド（マレーシア）		ヒルトン沖縄金武		
バルジャヤコーポレーション（マレーシア）		フォーシーズンズ京都		

出典 ホテル年鑑、週刊ホテルズ、月刊ホテル旅館、各社ホームページ等から筆者作成 2018年4月現在

先駆者となり、緊張感を持ってオペレーションを研ぎ澄ますことで蓄積された圧倒的なノウハウでオペレーターとして確固たる基盤を固め、現在オークラニックホテルマネジメントとしてホテル運営を継続している。（表4）

#### (6)投資プレイヤーの変遷と専門会社の登場

外資系投資ファンドが国内ホテルの買収に参入してきたが、外資系ファンドは投資家としてのポジションに重点を置き、ホテル運営は有力なホテルオペレーターに委託する（ホテルマネ

ジメント契約）傾向が強いため、ホテル所有・経営とホテル運営を分離する潮流ともなった。

これに関連して、ホテル資産のうち、主に不動産関連のマネジメント、例えばホテル資産の取得・売却、資本支出の計画などを専門的に行うホテル・アセット・マネジメント会社も登場してくる。さらにホテル資産評価、デューデリジェンス、売買等へのアドバイザー・コンサルを行うホテル・アドバイザー専門会社も登場し、大きな役割を担うことになる。

こうしたホテルに特化した専門会社等の出現

により、投資・売買にはこうした専門会社を介在させることにより、従来「玄人筋」として参入障壁が高かったホテル投資への参入アレルギーも次第に緩和され、日系ファンドもホテル投資に参入するようになった。

#### (7)投資目的の変化

投資プレイヤーの変遷とともに、投資目的もまた変化しつつある。(表5)

例えば

- ①戦略性をもった事業者が、事業再生との視点でホテル取得をするケース。
- ②ホテル会社自体が、ホテル事業は継続しつつ自社ポートフォリオ基準に満たない(老朽化、劣化、耐震基準、収支事業性)物件の売却を行うケース。
- ③事業の多角化を図る事業会社がホテルを取得して参入してくるケース。
- ④不動産会社が土地価格や建設費用が高騰する中、オフィスビルや商業ビルでは期待利回りが確保しづらい環境下、比較優位論として中長期にわたり安定的な収益を生む優良資産としてホテル資産に向かうケース。
- ⑤ウェディング、レストラン業者、リース業、設計会社などの異業種からの参入ケース。
- ⑥REITの登場により小口・個人(国内外を問わず)でもホテル投資商品として購入するケース。
- ⑦日本へのインバウンド客急増の状況も踏まえて、海外投資家・海外富裕層(とりわけ東南アジアの)が日本でホテル不動産投資拡大を目指すケース。

以上のように、ホテル投資への参入アレルギーは徐々に低減しつつあり、投資目的、投資家層、市場トレンド等は大きく変化してきている。

## 8. 終わりに

ホテル事業はハードである不動産事業とソフ

トであるサービス事業との二面性をもつビジネスながら「一体不可分」であり、不動産事業とサービス事業の総合価値がホテル資産評価を決定付けるが、中でも特にソフト部分、ホテルとしての「事業評価」が極めて大きな要因を構成している特殊性を論考してきた。

またホテルの事業形態によって異なる資産評価の特殊性を分析し、次に一般商業不動産の売買とは根本的に異なり、ホテル売買は従業員を抱えた事業譲渡であるとの特殊性に焦点を当て、特に秘匿性、用意周到・緻密性、専門性を論考してきた。

ホテル売買では、バブル崩壊により財務リストラや本業集中のためホテル売却を余儀なくされる状況下、外資系ファンドがホテル投資に参入、一躍脚光を浴びた時代は「玄人筋」として参入障壁が高かったが、以降ホテルに特化した資産管理、運営、アドバイザー・コンサル等のそれぞれの専門会社等の出現により、ホテル売買における専門性・特殊性はそれら専門家を介在させることにより、参入障壁はやや低減しておりホテル投資・売買の特性・目的も次第に変化してきている。

2020年東京オリンピックに向けて、かつてないほどホスピタリティ産業の役割が脚光を浴びているが、2020年以降、訪日外国人の宿泊需要・特性に変化が生じる可能性や、人口減少をはじめとした社会構造の変化も予想され、ホテルの新業態や、ホテル投資スタイル・市場の変化、ホテルオペレーターの新たな進化・展開も想定されよう。

本論がホテル資産評価・売買における一助となれば誠に幸いであるが、今後の日本におけるホテル投資・売買、ホテル経営とホテル運営が一層の進化を遂げることを祈念し、新たな売買形態等が出現した場合には更に研究を進めて行くことと致したい。



### 参考文献

- Go, Frank M. and Ray Pine (1995) *Globalization Strategy in the Hotel Industry*, Rutledge: London and New York. 安室監訳 (2002) 「ホテル産業のグローバル戦略」白桃書房
- Greg Denton, Lori E. Releigh & A. J. Singh (2009) 「Hotel Asset Management: Principles & Practices」丸山裕訳 (2014) 「ホテルアセットマネジメントー原理と実践」有斐閣
- Sturman, Michael C., Corgel, Jack B., Verma, Rohit (2011) 「The Cornell School of Hotel Administration on Hospitality: Cutting Edge Thinking and Practice」
- William B. Brueggeman Jeffrey D. Fisher (2006) 「Real Estate Finance and Investments 12<sup>th</sup> Edition」川口有一郎訳 (2006) 「リアルエステートファイナンス」日経BP社
- 稲本恵子編 (2017) 「エアライン・ビジネス入門」晃洋書房
- 遠藤伸明 (2013) 「航空会社における事業構造の変化」東京海洋大学紀要 (vol 9)
- 岡内幸策 (1999) 「入門不動産再生ビジネス」東洋経済新報社
- 岡本伸之 (1979) 「現代ホテル経営の基礎理論」柴田書店.
- 桑名秀弥 (2000) 「ホテル資産流動化のクリティカルポイント」月刊プロパティマネジメント
- 桑名秀弥 (2000) 「投資対象としてのシティホテルの資産価値」月刊レジャー産業
- 「月刊レジャー産業資料」(2004) 総合ユニコム
- 公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会 (2014) 「不動産鑑定評価基準に関する実務指針」
- 国土交通省 (2016) 「土地・不動産活用のための鑑定評価の充実」
- 国土交通省 (2017) 「複合不動産に係る鑑定評価手法の精緻化に関する調査検討業務報告書」
- 作古貞義 (1998) 「ホテルマネジメント」柴田書店.
- 杉原淳子他 (2009) 「新ホテル運営戦略論」嵯峨野

### 書院

- 鈴木博 (1999) 「ホテル経営教本」柴田書店
- 砂本文彦 (2008) 「近代日本の国際リゾート」青弓社
- 全日空広報室 (2007) ANA NEWS 「子会社の株式等の譲渡について」
- 総合ユニコム (2003) 「タイプ別ホテル事業の投資評価・再生実務資料集」
- デロイトトーマツ FAS (2009) 「ホテルマネジメント15のポイント」銀行研修社
- 土井久太郎 (2009) 「よくわかるホテル業界」日本実業出版社
- 富田昭次 (1996) 「東京ヒルトンホテル物語」オータパブリケーションズ
- 仲谷秀一他 (2006) 「ホテル・ビジネス・ブック」中央経済社
- 日本航空株式会社編 (1985) 「日本航空史」日本航空株式会社
- 日本航空 (2010) 「株式会社 JAL ホテルズの株式譲渡に関するお知らせ」日本航空広報部
- 馬場哲也 (2017) 「ホテル・ビジネスにおける経営と運営の分離の方向性」西武文理大学サービス経営学部研究紀要 第31号
- 不動産鑑定士評価システム協同組合 (1998) 「不良債権処理のためのデューディリジェンス」清文社
- 村木新爾 (2011) 「ホテル・商業施設・物流施設の鑑定評価」住宅新報社
- 森島義博 (2002) 「不動産評価入門」東洋経済新報社
- 立教大学観光研究所編 (2007) 「ホスピタリティマネジメント」立教大学観光研究所
- 山口祐司 (2009) 「ホテル企業会計完全マスター」柴田書店

### インターネット資料

- HITS 「WEB 版日本ホテル年鑑」オータパブリケーションズ