

ホテル事業収益からの精緻な分析アプローチが重要

デロイト トーマツ FAS

スポンダー化を背景に日本でも「デロイト トーマツFAS」(本社、東京・丸の内)が中心となり、ホテルなどTHL産業を対象に、“企業価値の向上”をサポートしている。同社にホテル賃料の設定に関する現状を聞いた。



デロイト トーマツFASの
澤田竜次パートナー

ホテル業界へのサービス提供

デロイト トーマツ FAS(旧デロイト トーマツ コーポレートファイナンス)は、2001年の発足以来、M&Aをはじめとした、企業再編・再生など、企業価値向上のためのビジネスパートナーとして活動を展開している。

07年4月には同社を中心とし、ホスピタリティー産業を取り巻く大きな環境変化に対応すべく、ツーリズム ホスピタリティ&レジャー(THL)グループをトゥーマツグループ内で立ち上げ、同産業への専門的なサービスを開始した。

ホテル業界では外資系ファンドやオペレーターの日本進出などにより、所有と経営・運営の分離が進み、かつ競争激化の様相もみられる。こうした中で、ホテル業界における一般的な経営指標(客室稼働率、ADR、RevPARなど)の情報収集は困難な状況である。特に海外の投資家からは投資判断の材料となる客観的で透明性

の高い情報の需要が高い。それに関して、デロイトが10年にわたって展開している「ホテルベンチマーク サービス」が注目されている。

デロイトが展開するホテルベンチマークサービスは、ホテルの主要な経営指標(客室稼働率、ADR、RevPARなど)に関する実績情報をデータベース化したものである。参加ホテルから経営指標のデータ提供を受け、一定の加工を行なってベンチマークとして還元している。このベンチマークの整備が、同社の客観性の高い定量的な分析につながっている。

高まる賃料分析のニーズ

同社のTHLインダストリーチームのリーダーである澤田竜次パートナーは次のように語る。

「発足当初は、企業再生に関する案件が多かったのですが、最近は、実質的な経営再構築といった案件が増えています。また、ホテルの賃料改定のためのレポート作成や、ホテル開発に伴う賃料設定のアドバイスを求める案件も増えています。

賃料に関する相談においては、当社にホテルインダストリーにかかわる知見に加え、不動産から会計、金融までのプロがそろっている点がクライアントから評価されていると思います。賃料改定などの

紛争で裁判に持ち込まれた場合に、当社が鑑定書を作成して報告するケースもあります」

また、西川審ヴァイスプレジデント(不動産鑑定士)は、「ホテルの適正賃料の分析把握のニーズは主に次のような局面で発生します。最も多い案件は既存ホテルでの賃貸借契約の条件を改定する場合の相談ケースで、次いで、所有から運営までを一貫して行なっていたホテル会社が、所有資産を売却してリースバックする場合の賃料設定に関する案件。そして新規のビル建設計画の選択肢の一つとしてホテルを選んだ場合の賃料設定、といったケースです。」

いずれにしても、これまで日本のホテルでは、賃料を数値的な根拠に基づいて設定するというノウハウに乏しく、特にホテルの事業収益から賃料を分析するアプローチにおいては、私どもにおけるホテル損益にかかわるデータ集積や分析ノウハウへのニーズは高まっています」と語る。

客観性、中立性も同社の強みだ。「オーナーを説得しつつ、オーナーとオペレーターとの狭間に入るケースが多いのですが、数値面で中立性・客観性のある第三者的立場でレポートを提示できるのは、賃料問題に円滑な解決をもたらす要因でしょう。また、クロスボーダー案件が増加する中で、デロイトのグローバルネットワークを活用できる点も評価されている部分だと思っています」と澤田氏は語る。



デロイト トーマツFASの
西川審ヴァイスプレジデント

それに加えて、全国にブランドを持つネットワークによる情報収集力は、同社の大きな武器となっている。

リタインの均衡点を見出す

同社ではホテル賃料の考え方について、次のように語る。

「既存のホテルの場合は用途転換のハードルが高く、ホテルとしての継続使用が前提となるのがほとんど。そのため、基本的にはオフィスや店舗など、ほかの用途の賃料水準との連動性はなく、別のマーケットとして考えるべきです。」

そもそも純粋な第三者間で賃貸借されるケースは多くはなく、情報も開示されておらず、個性性が非常に強い。そのため、ホテルとしての賃貸マーケットは明確には形成されにくいのが現状です。しかも、ホテルはオペレーショナルアセットであるため、賃料の支払い原資であるホテル事業収益の分析から、賃料の適正水準を把握することが有効なアプローチと言える

でしょう」

賃料をホテル事業収益に基づき分析する方法には、売上高に対する負担水準で見える方法もあるが、同社は「適正なGOPまで分析把握し、そこから所有・経営・運営の各機能への適正配分という観点から分析する方法が、理論的に最も

精緻な方法と言える」としている。ホテルの業態や個別の要因により、売上高に対するGOPの水準は異なるため、所有・経営・運営に帰属する収益の合計であるGOPまで落とし込む必要があるからである。ただし、「一般に行なわれている分析では、その適正なGOPを把握する過程があまり適切ではないケースがしばしば見受けられる」という。

「例えば、オペレーターがそのアセットの持つ収益力を十分に引き出すような適切な運営を行なっているかなどの分析の必要性を認識せずに、単純に足元の実績におけるGOPをベースにしているようなケースがあります。適正賃料のベースとなるGOPは必ずしも足元の実績GOPにとらわれず、対象ホテルの実力を反映し、かつ安定的なGOPであるべきです。」

また、そもそも情報が不十分なために、適正なGOPの分析ができていないケースも見受けられます(西川氏)。

そこで同社の豊富なデータ集積や分析ノウハウが生かされる。同社は不動産鑑

定士、公認会計士、金融コンサルタントなど、それに加えてホテルマネジメント専門家などの集団だが、賃料分析について、不動産マーケットにおける投資探算の観点、ホテルの収益面からのアプローチという両面から分析ができるのも強みの一つ。

ホテル事業からの収益配分は、資産所有会社、経営会社、運営会社にとってバランスの取れたものでなくてはならない。その意味からもGOPから算出するのが妥当であり、おおむねGOPの60%〜80%程度が適正賃料水準の大まかな目安とされる。ただし「案件個別の事情をはっきり認識しないで、賃料の水準を論じるのは問題があります。例えば、FEEにかかわる資産所有会社とホテル経営会社の負担割合は、個別案件でまちまちですが、賃料水準はそれによって影響を受けます。資産所有会社のFEEの負担割合が高ければ、それにかかわる投資元本の回収分と投資リタイン分が賃料に上乗せされるので賃料の負担水準は高くなります。」

また、固定賃料が変動賃料などの契約条件によっても影響を受けます。変動賃料の要素が大きければ資産所有会社に及ぶ変動リスクも大きくなるため、リスクが高い分、求めるリタイン率も高くなり、固定賃料の場合よりもその水準は高くなります。

GOPに対する賃料の負担水準はこれらの個別の要因を加味して判断する必要があります。投下資本の範囲とリスクの

水準に応じた収益配分という視点から適正な賃料が把握できると言えるでしょう(西川氏)。

いずれにしても、「ホテル企業の多くが情報開示に消極的なことが、適正賃料の設定を阻害するハードルになっている」と言っても過言ではなさそうだ。澤田氏も「ホテル業界全体に言えることですが、資産所有会社、ホテル経営会社ともに賃料についてのシビアな取り組み姿勢が欠けている傾向があります。賃料設定のやり方、アバウトという感覚を免れません。ファイナンスの観点のみから設定しているケースが多く、バブル期の感覚から脱却できないままであるため、ほころびが出ているケースも少なくありません。」

これからは、宿泊特化型ホテルも含めて、合理性のある賃料設定を追求する必要があるでしょう。所有・経営・運営の分離が一般化してきており、それぞれのホテルの不動産としての価値と、運営による売上高・収益性などの科学的分析に基づく賃料設定をすることが、それぞれの成功、その持続可能性につながると考えます」と語る。

西川氏は「ホテルマーケットにおいて、資産所有会社、経営会社、運営会社が、それぞれの収益の均衡点を見出すこと。私どもが、これをサポートする分析レポートを提出し、それが業界全体の活性化に貢献できれば、存在意義があると思います」と語る。