

外資による観光不動産投資の拡大とそれを活用した観光地振興

(株)野村総合研究所 社会産業コンサルティング部 上席コンサルタント 北村 倫夫
 コンサルタント 岡村 篤

1. 不動産投資のグローバル化の進展

不動産投資のグローバル化が急拡大している。不動産サービスおよび不動産投資マネジメントサービスの世界的な企業である、ジョーンズラングラサル社の調査レポート^{*1}によると、2006 年上半期（1～6 月）の全世界における直接不動産投資は、前年同期比 30%増の 2,900 億米ドル（約 35 兆円）という記録的な数字を示した。また、その中でアジア・パシフィック地域が同 40%増の 430 億米ドル（全体の約 15%）となった。

この不動産投資増大の背景としては、先進国において人口の多くが定年を迎える中、世界的にファンドへの流入資金が増え続けており、その大半が投資ポートフォリオに占める不動産の比率を高めている点が挙げられる。

アジア・パシフィック地域の中で、最も投資額の大きかった国が日本である。同レポートによるとアジア・パシフィック地域の不動産取引全体の約 51%が日本に集中している。日本に集中する理由は、継続して経済成長が見込まれること、低金利であること、不動産デフレが終息したことなどにより、国内外の投資家が戻ってきたためである。

2. 外資による国内観光投資の増加

このようなグローバルな潮流の中で、最近わが国においては、プライベート・エクイテ

ィ・ファンドや投資銀行等の外資による観光関連の不動産投資が増加している。外資は世界規模で蓄積している観光投資に関連する金融および事業のノウハウと経験を携え、日本市場に進出してきている。投資の目的は、大きく捉えると「不動産流動化ビジネス型投資」および「事業再生・不良債権処理型投資」の 2 つであり、それらの対象分野となっているのは、ホテル&リゾート、ゴルフ場、スパ、スキー場などである。特に、ホテル&リゾート、ゴルフ場について動向をみると次のとおりである。

1) ホテル&リゾート投資の動向

2000 年以降、外資系ファンドや企業による国内ホテル&リゾート施設の買収事例が増えている（図表 1）。特に、「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」が公表された 2003 年頃から買収件数が顕著に増加しており、減損会計の導入によりホテル経営の見直しが大きな契機となったことが推察される。

これら外資によるホテル投資は、バブル期の過剰な投資等を理由に破綻した施設を、不良債権として初期投資を大きく下回る価格で買収し、経営再建によって収益性を高めたのちに売却してリターンを得る、というスキーム（ディストレスファンド等）を中心に行われてきた。いわゆる「ハゲタカ」と呼ばれた投資スキームである。

しかし、ここ数年は、収益事業として成立しているホテル&リゾート事業を、簿価を上

^{*1} 「グローバル・リアルエスレート・キャピタルー動く巨大資金、進むグローバル化」

回る価格で買収し、経営効率化等による更なる資産価値向上を図ることを目的とした買収案件も見られるようになった。例えば、米国投資銀行のモルガンスタンレーは、サッポロホールディングスから「ウェスティンホテル東京」を、簿価を約 70 億円程度上回る約 500 億円で買収している。サッポロホールディングスにとっては、約 70 億円の売却益によって有利子負債圧縮や本業への経営資源集中を

促進する結果となった。

また、外資系のプレーヤーそのものにも変化が見られる。米国系不動産投資ファンドを母体とするイシン・ホテル・グループは、転売によるリターン獲得を目的とした買収ではなく、あくまでホテルビジネスそのものへの進出を目的に積極的な投資戦略を展開している。

図表 1 外資による国内ホテル&リゾート投資（買収）の事例（2003 年以降）

買主	ホテル名	所在地	買収年
G	神戸メリケンパークオリエンタルホテル	兵庫県	2003
G	なんばオリエンタルホテル	大阪府	2003
G	ホテルセントラザ博多	福岡県	2003
M	新神戸オリエンタルホテル	兵庫県	2003
G	ホテル日航アリビラ	沖縄県	2003
L	ホテル日航豊橋	愛知県	2003
L	ホリデイイン京都	京都府	2003
I	大阪なんばワシントンホテルプラザ	大阪府	2003
M	ホテルイルモンテ	大阪府	2003
L	トーヨーホテル	北海道	2004
L	シェラトンホテル札幌	北海道	2004
L	旭川パレスホテル	北海道	2004
C O	シーホークホテル&リゾートおよび福岡ドーム	福岡県	2004
I	ホテルバーデン六本木	東京都	2004
I	インターナショナルガーデンホテル成田	千葉県	2004
M	東洋ホテル	大阪府	2004
M	ホテルルートイン五反田	東京都	2004
M	ホテルサンフラワー札幌	北海道	2004
I	鹿児島東急ホテル	鹿児島県	2004
I	マルコーイン東京	東京都	2004
L	長崎ビューホテル	長崎県	2004
L	ホテルシップビクトリア	長崎県	2004
M	ウェスティンホテル東京	東京都	2004
M	京都国際ホテル	京都府	2004
I	シャンピアホテル赤坂	東京都	2004
I	大津シャンピアホテル	滋賀県	2004
I	シャンピアホテル防府	山口県	2004
I	沖縄不二ホテル	沖縄県	2004
M	京都パークホテル	京都府	2004
G	いずみ荘	静岡県	2005
I	ホテルライオンズプラザ名古屋	愛知県	2005
L	神戸ベイシェラトンホテル&タワーズ	兵庫県	2005
I	ヒルトン小樽	北海道	2005
L	石垣グランドホテル	沖縄県	2005
I	サンルート赤坂	東京都	2005
I	ホテル成田エアポートワシントンホテル	千葉県	2006
I	八王子プラザホテル	東京都	2006
I	サンマリーナホテル	沖縄県	2006
G	広島ワシントンホテルプラザ	広島県	2006
L	沖縄マリオットリゾート・かりゆしビーチ	沖縄県	2006
I	ココガーデンリゾートオキナワ	沖縄県	2006
I	ルネッサンスリゾートオキナワ	沖縄県	2006

注) G：ゴールドマン・サックス系 I：イシン・ホテルズ・グループ
L：ローンスター系 M：モルガンスタンレー系 C O：コロニーキャピタル

2) ゴルフ場投資の動向

1990年代後半以降、高度経済成長期からバブル期にかけて、全国各地で開発されたゴルフ場の経営破綻が相次いだ。これをビジネスチャンスと捉えた米国投資銀行のゴールドマン・サックスおよび米国投資ファンドのローン・スターグループが破綻したゴルフ場を次々と買収した。その結果、2006年3月現在で、両者それぞれ94コースを保有し、国内ゴルフ場所有の上位トップ2の企業グループとなっている。

これら外資の投資戦略は、集中購買導入等スケールメリットを迫及したコスト削減、ブランディングの推進、低価格のカジュアルなアメリカ式ゴルフスタイルの導入などによって集客力と事業収益性を高めることである。また、外資による投資の場合、出口戦略も考慮されている。ゴールドマン・サックス系のゴルフ場運営子会社であるアコーディア・ゴルフと、ローン・スターグループ系のパシフィック・ゴルフマネジメントは、すでに東証一部上場を果たし、出口としての投資に対する大きなリターンが実現化している。

一方、最近ではエイチ・ジェイグループや財閥系ハンファグループ等の韓国資本が、韓国国内富裕層の台頭、ウォン高、国内ゴルフコースの少なさ等を背景に、日本のゴルフ場への投資（買収）を行うケースが増えている。

2005年現在で、韓国資本は、日本国内で19コースを買収・所有していると推測される。

3. 外資による国内観光投資の特徴

こうした外資による日本国内への観光投資の特徴としては、大きく次の2点が指摘できる。

1) 多様なプレーヤー・機能の相互連携

第一は、観光投資を推進するプレーヤーが多様化しているとともに、それらの間での役割分担・連携が合理的なシステムとして機能している点である。

国内のホテル&リゾート投資における外資系プレーヤーとその機能は、図表2のイメージである。この中で特に、資金調達と投資運用を担う「投資銀行、ファンド」、プロフェッショナルなホテル経営や事業運営を担う「マネジメント会社」、「専門事業オペレーター」等がキープレーヤーとして重要な位置づけにある。また、これらのプレーヤーは、投資銀行やファンドが組成する「投資スキーム」のもとで密接な連携を持ち、全体として最高のパフォーマンスを達成するように設計されている。

図表2 外資による国内のホテル&リゾート投資スキームにおける機能分担イメージ

機能	分類	具体的企業・機関名（例示）
資金調達、投資・買収、スキーム構築	投資銀行	ゴールドマン・サックスグループ、モルガン・スタンレーグループ、リーマン・ブラザーズグループ 等
	投資ファンド	ローン・スターグループ、リップルウッド、コロニー・キャピタルグループ・インターナショナル 等
	事業会社	ホテル事業者 イシン・ホテル・グループ、ラッフルズ・インターナショナル・ホテル&リゾート 等
		その他 韓国産業洋行グループ 等
経営（＋運営）	マネジメント会社	パノラマ・ホスピタリティ、ゴールドマン・サックス・リアルティ・ジャパン、アーコン・ホスピタリティ 等
運営受託	専門事業オペレーター	マリオット・インターナショナル・インク、スターウッド・ホテル&リゾート・ワールドワイド、ハイアット・ホテル&リゾート、ヒルトン・インターナショナル・インク、フォーシーズンズ・ホテル&リゾート、マンダリン・オリエンタル・ホテルグループ 等
資金回収	投資法人	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人 等
	投信委託業者	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート株式会社 等

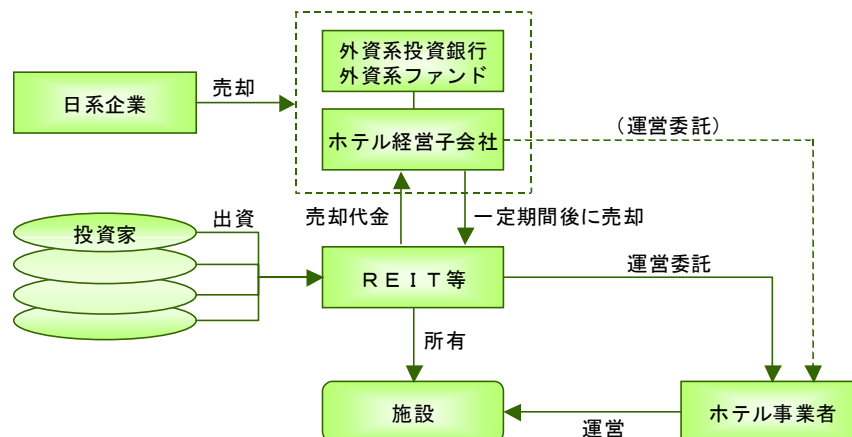
2) 高度な金融・事業スキームの展開

外資の第二の特徴は、世界標準の高度な金融・事業スキームを観光投資に展開することである。外資は、ノンリコースローン等を利用したレバレッジ効果による高投資利回りの実現、観光投資の回収手段としての REIT の活用等、それまでの日本では一般的ではなかった金融・事業スキームを浸透・普及させ、機関投資家・一般投資家からのリスクマネー調達、資金運用・事業運営、リターン獲得・分配等をシステムティックに行うことを可能にした。

外資は、このようなグローバルスタンダードの金融・事業スキームを観光分野へ応用し、世界中のリスクマネーを原資に、ホテル&リゾートやゴルフ場等への投資を増やしているのである。

その中で、特に積極的であるのが、米国系の投資銀行やファンドである。例えば、米国系投資銀行であるゴールドマン・サックスは、ホテル&リゾート、ゴルフ場等への膨大な投資を行っているとともに、「ジャパン・ホテル・アンド・リゾート」(投信委託業者として認定)を設立し、ホテル特化型の REIT を上場させるなどの出口戦略も展開している。

図表 3 外資のホテル&リゾート再生の事業スキーム (REIT 型) の例



3. 外資による国内観光投資の主な成功事例

最近の外資による国内観光投資の事例の中で、地域観光振興や事業再生に結びついているという点で成功しているものとして、例えば以下が挙げられる。

1) 九州における韓国資本の観光連携投資と相乗効果

現在、韓国はゴルフブームであり、国内にゴルフ場の数が少ないことから、安くて近い日本のゴルフ場へのツアー客が急増している。こうした韓国からのゴルフ客の増加を背景として、韓国資本が日本のゴルフ場および関連観光施設へ投資し成功する例がみられる。

韓国系企業のエイチ・ジェイ社(ソウルの韓国産業洋行社の子会社)は、事業再生を目的として 2004 年に長崎県のペニンシュラオーナーズゴルフクラブ、および福岡県の福岡レイクサイドカントリークラブを買収した。また、韓国財閥のハンファグループも 2004 年 8 月に長崎カントリークラブを買収している。九州のゴルフ場は、都市部・国際空港(韓国便就航)からのアクセスの良さ、秋・冬期にプレーが可能であることなどが評価されており、韓国資本の投資ターゲットになっている。

さらに注目すべきは、こうした韓国からのゴルフ客や観光客の増加をビジネス機会と捉えて、韓国人観光客をターゲットにした観光投資が広がっていることである。例えば、エ

イチ・ジェイ社と同系列のジェイ・エス・リゾート社は、2006年に佐世保市の西海橋コラソンホテルを買収した。また、韓国資本によって九州に貸切観光バス会社（ソウルの旅行博士社の子会社）が2004年に設立されるなど、観光関連投資は拡大しつつある。その結果、九州への韓国人観光客はさらに増加している。

以上のように九州では、韓国人観光客やゴルフ客の増大が、韓国からの資本流入（ゴルフ場投資、ホテル投資、観光バス会社設立等）の契機となった。またそれらの投資が観光地としての利便性や評価を高め、さらに韓国人観光客やゴルフ客を呼び寄せるという好循環を生み出している。

2) ニセコへのオーストラリア資本の観光連携投資と相乗効果

北海道ニセコ地域における、オーストラリア人スキー客の急増、およびそれに伴う関連ビジネスへの投資による地域活性化は、全国的にも著名な事例となっている。

オーストラリア資本によるビジネス投資についてみると、最近では不動産事業、旅行事業などが主な投資分野となっており、すでに不動産業4社、旅行代理業3社がニセコ地域に進出している。特に不動産投資については、外資によるコンドミニアムの建設・販売・賃貸が増加しており、2004年は22戸、2005年は36戸、2006年は50戸以上の販売が見込まれている。

ニセコでも人気があり、投資が集中しているのは、「ひらふスキー場」地区のみであったが、最近では、周辺への波及をもたらそうとする動きもみられる。例えば、オーストラリア系の日本ハーモニーリゾート社は、日本の東急不動産から「ニセコひらふ花園スキー場」を買収し、スキー場周辺にカナダのWhistlerをモデルとした通年型の大規模リゾートタウ

ンを建設する予定である。このように、オーストラリアのスキー関連投資がニセコへ集中している理由としては、雪質・自然環境の良さ、本国からの地理的近接性（時差がない、アメリカ・ヨーロッパより近い）、投資条件の良さ（外国人投資に制約なし、不動産価格はカナダやヨーロッパの3分の1程度）、日本文化への憧れなどといわれている。

ニセコにオーストラリア人客が来訪するようになったのは、先駆的に訪れた個人客の口コミによるとされている。その後、オーストラリアの旅行会社がスキー客を連れてくるようになり、最近では年間固定客が200から300人に至っている。また、居住者も増え、倶知安町では現在約100人のオーストラリア人が暮らしている。こうした、本国からの「人の流れ」が増加するに伴い、オーストラリア人向けの観光サービス需要、長期滞在・居住需要が発生し、自国民のニーズを熟知しているオーストラリア資本のビジネス機会が広がってきたのである。

以上のように、ニセコにおいても、オーストラリア人スキー客の増大が、本国からの資本流入（ビジネス投資、不動産投資等）を誘引し、それらの投資が国外で最も近い世界水準のスキーリゾート地としての利便性や評価を高め、より一層のオーストラリア人スキー滞在客や居住者を増やすという好循環を生み出している。

3) 国際ブランドと高度経営ノウハウ導入によるヒルトン成田（旧リーガロイヤルホテル成田）の再生

2001年にイシン・ホテル・グループが、大阪のロイヤルホテル所有のリーガロイヤルホテル成田を買収し、ホテル運営事業者として国際展開するヒルトングループとフランチャイズ契約を締結し、ヒルトン成田として再建させた。同施設は、グローバルにホテル事業

を展開するヒルトンのブランド力と、全世界に広がる顧客基盤を活用するとともに、イシシ・ホテル・グループの持つ高度な経営ノウハウを導入することによって、客室稼働率は買収前年（2000 年）の 67%から 88%（2003 年）に上昇、収益も大幅に改善された。

また、イシシ・ホテル・グループは買収した施設の雇用を継続する基本方針を掲げていることから、地元経済にとってもこの買収は、ホテルが有する雇用創出効果や経済波及効果を活用するという側面から意義があったと考えられる。一方、急激に日本国内での事業拡大を進めるイシシ・ホテル・グループにとっても、雇用の継続は、買収に伴う地元経済との協調・協力関係づくり、早期の事業体制整備等の面でメリットがあったと推測される。

4. 外資による観光投資の利点

前述のような国内観光投資の成功事例のケーススタディから導かれる、外資による観光投資の利点の例として、以下が挙げられる。

1) 外資は世界に通用する「観光ブランド」を構築できる

観光投資の成功に不可欠な要因は、「観光ブランド」の構築である。ホテル等の単体施設、あるいは地域全体として、いかに世界に通用するブランドを構築できるかが国内からの集客面に大きく影響してくる。こうした観光ブランド構築の面で、外資は非常に力を持っている。例えば、世界的なネームバリューを持つ施設運営事業者（オペレーター）への委託、あるいはフランチャイズ方式の導入（例えば、有名ホテルグループとの FC 契約等）などの面で、外資は世界的なネットワークとコネクションを持っており、それが観光ブランドの構築に有効なリソースとなる。

2) 外資は世界標準の「マネジメントスキル」を持っている

観光投資には、投資プロジェクトのマネジメント、投資後のプロパティマネジメントのスキルやノウハウが不可欠である。また、不動産流動化スキーム（投資スキーム）のアレンジメント、金融・事業プレーヤーの選定・組成、投資計画の作成、各種リーガルチェック、税務チェックなどのノウハウが必要となる。こうした点に関して、外資のファンドや投資銀行、あるいはそれらと連携する専門アセットマネージャーや専門事業オペレーター等が、世界標準のスキルとノウハウを持っている。

観光投資を成功に導く基本的なノウハウとしては、例えば、観光施設における「所有と経営の分離」、施設運営の「専門オペレーターへのアウトソーシング」などが重要である。

3) 外資は母国からの「観光誘客×連携投資の相乗効果」を発揮できる

観光投資を成功に導く要因の一つは、観光投資と観光誘客の相乗効果を発揮させることである。九州における韓国人ゴルフ客の増加と韓国資本による観光投資の拡大、北海道ニセコにおけるオーストラリア人スキー客の増加と同国資本による不動産開発投資の増加などにみられるように、外資は本国からの「人の流れ」と「投資（カネ）の流れ」をうまく連動させることによって、両者の相乗効果を発揮させることができる。その結果、当該地域へ投資と消費による大きな経済効果が発生することになる。

5. 外資を取り込んだ観光地振興に向けた課題

以上のように国内観光投資の展開にあたって、外資は多くの利点を持っている。こうし

た外資の利点をうまく活用することによって、国内の観光地域開発を成功に導く可能性が高まる。

しかし一方で、外資による観光投資には課題も発生している。例えば、日本有数の観光地である沖縄では、米国の投資銀行が既存ホテルの再生に乗り出した際に、地元事情を考慮せず雇用の削減等を前面にした再建策を講じようとしたために、地元および売主企業からの反発を招いた。また、ニセコの観光投資事例においても、オーストラリア人と日本の不動産会社による契約上のトラブルが発生、敷地内にオープンスペースを設けないなどの景観・まちづくり面でのルール違反、投資の特定地区への集中による地価高騰などの問題が生じている。

したがって、わが国の今後の観光地振興の戦略としては、外資の利点を最大限活かすと同時に、次のような手法で観光地振興を目指すことが望ましい。

第一は、観光地における一体的な「地域マネジメント」の展開である。リゾート等の面的な観光投資を成功させるためには、ホテル等の単体施設の経営だけではなく、投資マネーを起爆剤として観光地の再建やバリューアップを実現する「地域マネジメント」を外資とともに進めていくことが重要である。第二は、地域と外資との「連携・協働」の実現である。外資が観光投資を地域で行う場合には、地域の雇用や「地産地消」の重視など、地元との連携・協働が不可欠である。第三は、観光投資と「都市／地域づくり」との調和である。観光投資が新規の開発事業を伴う場合には、地元の都市づくり・地域づくりと融合することが求められる。

これらを実践することによって、外資の力を活用した地元主導の観光地振興が実現することになる。

筆者

北村 倫夫（きたむら みちお）
株式会社 野村総合研究所
社会産業コンサルティング部
上席コンサルタント
北海道大学大学院国際広報メディア研究科
客員教授
専門は、国土・地域・産業政策、行政改革・
パブリックセクター広報 など
E-mail: m-kitamura@nri.co.jp

筆者

岡村 篤（おかむら あつし）
株式会社 野村総合研究所
社会産業コンサルティング部
コンサルタント
専門は、地域再生、都市計画、産業政策、
少子高齢化対策 など
E-mail: a2-okamura@nri.co.jp