

(はじめに)

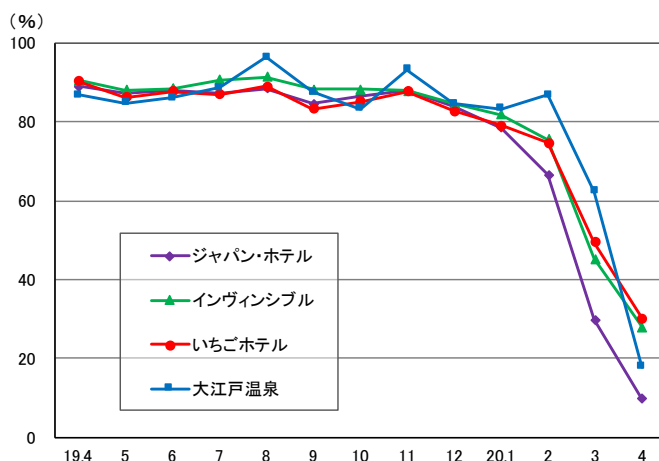
新型コロナウイルス感染拡大は、不動産投資に対しても様々な影響を与えている。特に商業施設とホテルは、飲食・娯楽や宿泊・観光に係る需要が滅失したことにより、その営業が甚大な影響を被るに至っている。本稿は、これらのうちホテルに対する不動産投資に絞り、上場不動産投資法人(J-REIT)を題材にして、新型コロナウイルス感染拡大下における投資運用状況について概観するとともに、今回ホテル系投資法人¹が大きな影響を受けるに至った背景として、ホテル物件特有の契約形態についても触れることとする。

(ホテルの運営状況)

まず、新型コロナウイルス感染拡大がホテルの運営にどの程度の影響を及ぼしてきているかについてみていく。現在 J-REIT には、ホテル系投資法人が 6 法人あるが²、以下ではこのうち新型コロナウイルス感染拡大の影響が顕著に表れた本年 4 月の運営状況が公表されている 4 法人について取り上げる。

図 1 は、各投資法人が保有するホテルの客室稼働率の推移を示したものである。本年 1 月までは、いずれの投資法人も 8 割ないし 9 割の高い客室稼働率で推移してきたが、本年 2 月以降急落し、本年 4 月には 20~30%、ジャパン・ホテルは 9.8%まで低下している。なお、ジャパン・ホテルとインヴィンシブルには営業を休止しているホテルも複数存する³。

図 1. 投資法人別でみた客室稼働率の推移

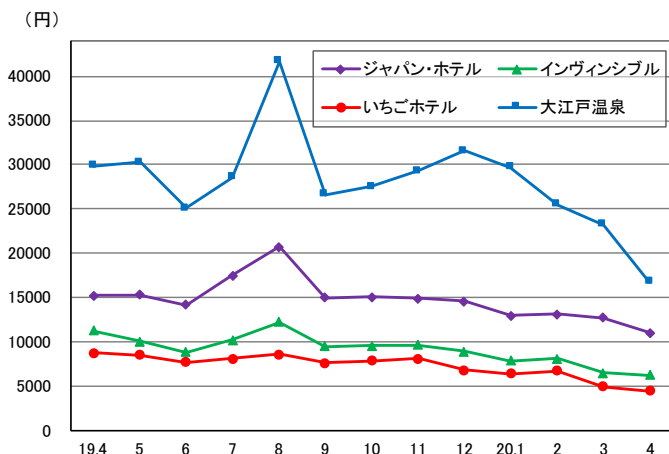


注) 客室稼働率は、以下の計算式による。
 客室稼働率 = 対象期間中に稼働した延べ客室数 ÷ (対象期間中の全客室数 × 対象期間の営業日数)
 ジャパン・ホテルは、変動賃料等導入のホテルの合計。
 インヴィンシブルは、国内の変動賃料等導入ホテルの合計。
 いちごホテルは、賃借人から運営実績開示の同意が得られていないホテル 5 施設を除いた合計。
 (資料) 各投資法人のプレスリリース資料より作成。

¹ 本稿では、取得価額ベースでの投資割合の過半をホテルが占める投資法人をいう。
² インヴィンシブル投資法人、ジャパン・ホテル・リート投資法人、星野リゾート・リート投資法人、いちごホテルリート投資法人、大江戸温泉リート投資法人、森トラスト・ホテルリート投資法人の 6 法人が該当する。なお、以下では各投資法人の名称を適宜略している。
³ 本年 5 月 25 日現在で、ジャパン・ホテルで 13 施設、インヴィンシブルで 15 施設が営業を休止している。なお、営業中施設のうち、ジャパン・ホテルの 1 施設は、新型コロナウイルス感染症無症状者・軽症者の受入れを行っている。

図2は、各投資法人が保有するホテルの平均客室販売単価(ADR)の推移を示したものである。稼働していない客室は母数に含まれていないため、図1ほど大きな落ち込みにはなっていないが、稼働した客室のみでみても本年2月から売上単価が明らかに下降している。高グレードのホテルや客室の利用が低下していることを意味しており、インバウンドや高所得者層の観光・リゾート等での利用が激減した影響によるものと考えられる。

図2. 投資法人別でみた ADR の推移



注) ADRとは、平均客室販売単価(Average Daily Rate)をいい、一定期間の宿泊売上高合計(料飲売上、サービス料等を除く。)を同期間の販売客室数(稼働した延べ客室数)合計で除した値をいう。

各法人において集計対象となっているホテルについては、図1と同じ。

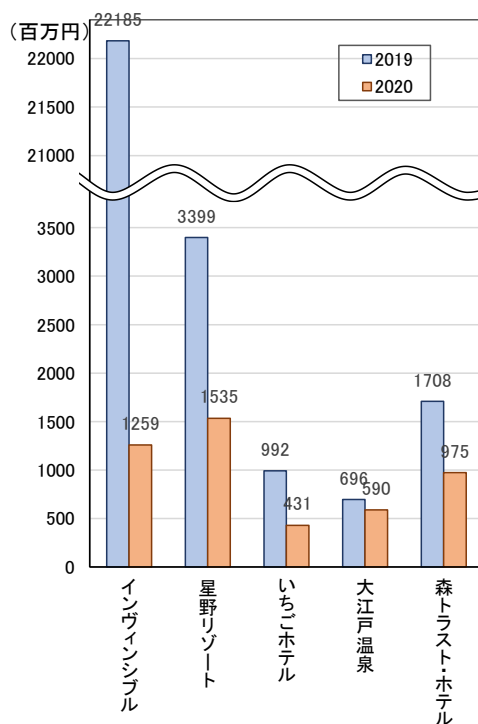
(資料)各投資法人のプレスリリース資料より作成。

(投資法人の運用状況)

次に、ホテルの運営状況の悪化が、投資法人の運用状況にどの程度の影響を与えているかについてみていく。図3は、各投資法人より公表された運用状況予想における営業利益と前年同期の営業利益とを比較したものである。J-REITは半年での本決算をとる投資法人が多く、かつ、決算期も投資法人によってばらばらであるためやや比較しにくい。また、投資法人によっては、ホテル事業の売上・利益が1~2期後の変動賃料に反映される場合があるため、本年3~5月のホテルの運営状況の影響をもっと受ける決算期の営業利益予想とその前年同期の営業利益実績を抜き出している⁴。

これらのうち、大江戸温泉はあまり影響を受けていないようにみえる。大江戸温泉以外の投資法人は、いずれも前年同期に比べて影響利益が急減している。このうち、いちごホテルと大江戸温泉は、新型コロナウイルス感染拡大の影響で一定期間変動賃料が発生しないことを前提として営業利益予想を修正している。なお、ジャパン・ホテルは、2020年12月期中間期(2020年1月~6月)の運用状況予想について、現時点では新型コロナウイルス問題のホテル収益への影響を見

図3. 投資法人別でみた直近の営業利益予想と前年同期の営業利益



注) インヴァインシブルは6月期(1~6月)、星野リゾートは4月期(11~4月)、いちごホテルは7月期(2~7月)、大江戸温泉は11月期(6~11月)、森トラスト・ホテルは8月期(3~8月)のそれぞれ2019年実績と2020年予想(ただし、星野リゾートは2020年実績と2021年予想)を示す(図4も同じ。)

(資料)各投資法人のプレスリリース資料より作成。

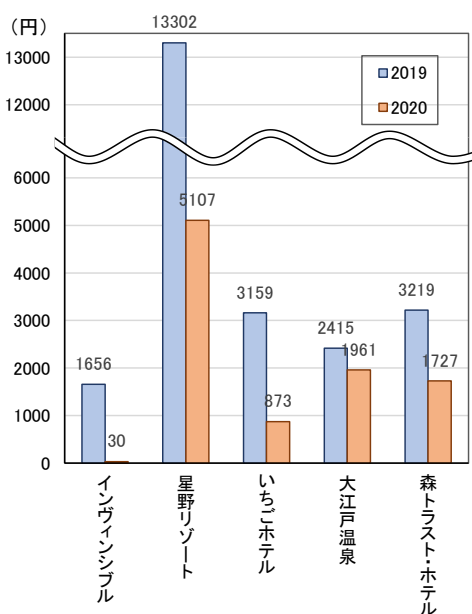
⁴ 詳細は次々章(ホテル物件における賃貸借契約の形態)を参照。

積もることが困難であるとして未定に修正している⁵。

投資法人の場合、配当可能利益の 90%超は分配金として投資主に還元することになる⁶。したがって、分配金の額は、投資法人の当期純利益に大きく左右される。図 4 では、同じく各投資法人より直近に公表された運用状況予想における 1 口当たり分配金予想と前年同期の 1 口当たり分配金を比較した。

いずれの投資法人も分配金の額が前年同期に比較して減少する見込みである。特に、インヴィンシブルは、1 口当たり分配金が 30 円(前年同期比 98.2%減)と事実上無配ともいえる水準となっている。図 3 にあるとおり営業利益が急減したことによるものであり、この背景には主要テナントであるホテルオペレーターとの間で固定賃料の支払い免除等で合意したこと等があるようである⁷。J-REIT の大きなメリットの一つに、上場株式等と比較して分配金利回りが高いことが挙げられるが、今回の減配はこのような投資家からの期待を損ないかねない事態となっている。

図 4. 投資法人別でみた直近の 1 口当たり分配金予想と前年同期の 1 口当たり分配金

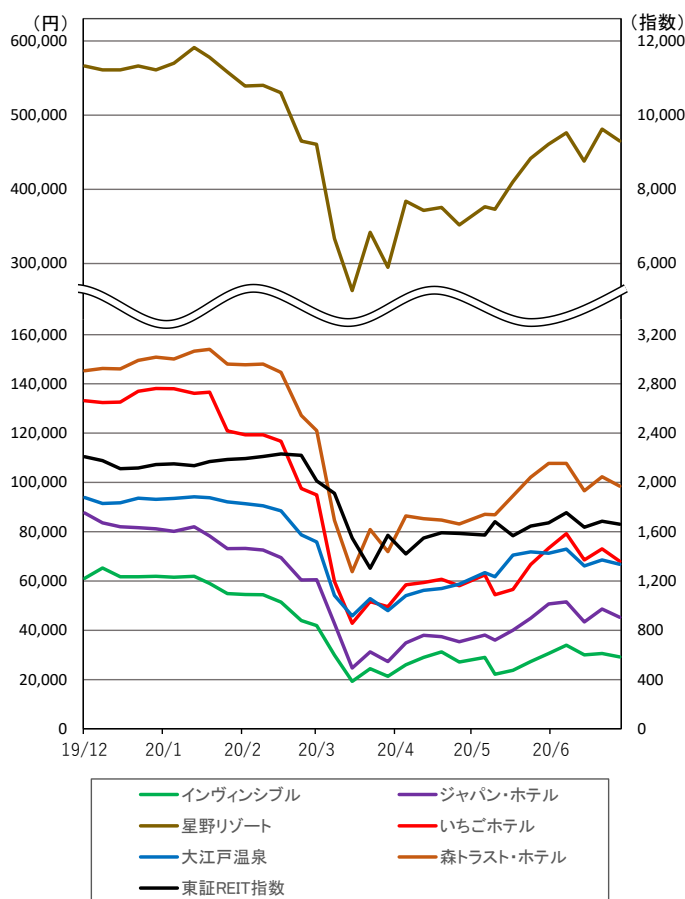


注) 各投資法人の決算期は、図 3 と同じ。
(資料) 各投資法人のプレスリリース資料より作成。

(投資口価格の動向)

新型コロナウイルス感染拡大の懸念から、J-REIT の各投資法人の投資口価格は 3 月中旬から下旬にかけて急落した。その後急速に値を戻しており、6 月上旬には東証 REIT 指数は 12

図 5. ホテル系投資法人の投資口価格と東証 REIT 指数の推移



注) 週最初の営業日の終値ベース。
(資料) Yahoo ファイナンス HP、Bloomberg「マーケット:アジア太平洋の株価指数」より作成。

⁵ なお、ジャパン・ホテルは、1 年での本決算となっている。

⁶ 配当可能利益の 90%超を分配金に回すこと等により、分配金相当額を損金算入することが可能となり(租税特別措置法第 67 条の 15 第 1 項)、事実上投資法人に対する課税がなくなることになる(ペイ・スルー方式といわれる。)

⁷ 国内ホテル 73 物件を賃借しているホテルオペレーターとの間で、暫定的に①固定賃料の支払い免除、②物件管理費を投資法人側が負担、③管理業務受託手数料の引上げで合意したという(2020 年 5 月 11 日付けインヴィンシブル投資法人プレスリリース資料)。

～2月の最高値と比べほぼ半値戻し、物流施設系や住宅系の投資法人はほぼ急落前の水準に回復している。

ただし、運用状況の悪化を受けて、ホテル系投資法人の投資口価格の戻りは鈍くなっている(図5)。銘柄によっても戻り幅に差があり、12～2月の最高値と急落時の最安値との値幅をその後の最高値でどの程度戻したかについて比較すると、星野リゾートが6割超、大江戸温泉が5割超値を戻しており、東証REIT指数並みないしそれ以上の回復となっているのに対して、インヴィンシブルは約3割、いちごホテルは4割弱の戻りにとどまっている⁸。

インバウンド需要や国内の観光需要の急速な回復は期待できない中、ホテル運営は厳しい状況が続くと見込まれ、ホテル系投資法人の投資口価格もしばらく低迷が続くものと推察される。

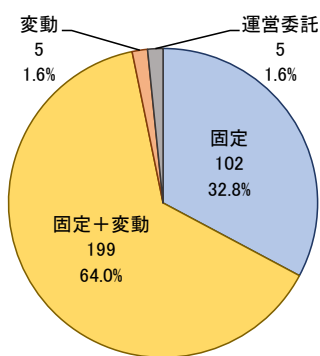
(ホテル物件における賃貸借契約の形態)

本来不動産投資法人の主たる収益は、(不動産の売却益を除くと)テナントから毎月得られる一定額の賃料による。したがって、テナントの撤退や賃料の不払いといった事象が生じない限り、テナントの経営状況に関わりなく投資法人は安定した収益を得られるはずである。にもかかわらず今般ホテル系投資法人の収益が急速に悪化したのは、既に触れた変動賃料というホテルに特徴的な賃貸借契約の形態によるところが大きい。

そこで、以下では、J-REITにおけるホテルの賃貸借契約の形態について分析を行う。なお、用いているデータは、特に注記のない限り各投資法人のプレスリリース資料及び有価証券届出書により筆者が作成したデータベースに基づいている。

図6は2019年末現在でJ-REITが保有しているホテルについて、賃貸借契約のタイプ別の割合を示したものである。全体の3分の2弱は、固定賃料にホテルの営業利益等に連動した変動賃料を上乗せするタイプとなっており、約3分の1は、固定賃料のみのタイプとなっている。変動賃料のみのタイプは5物件にとどまる。なお、運営委託とは、投資法人が運営受託者との間で運営委託契約を締結し、運営受託者からホテル事業収益を受け取るとともに、運営受託者に対して運営委託報酬を支払うパターンである⁹。ホテル運営の収益が直接投資法人の不動産運用収入に反映されることになるため、リスク面では変動賃料のみのパターンに近い。

図6. J-REITが保有するホテルの賃貸借契約のタイプ別件数・割合



注)2019年末現在でのJ-REITが保有するホテルを対象としている。

「固定」は固定賃料のみ、「固定+変動」は固定賃料に変動賃料を上乗せしているもの、「変動」は変動賃料のみ、「運営委託」は賃貸借契約ではなく運営委託契約に基づきホテル事業を行っているものである。

「固定+変動」には、物件取得後一定期間は固定賃料のみで、その後変動賃料を上乗せするパターンを含む。

店舗部分のみバススルー型となっているものについては、ホテル部分の契約形態によって分類している。

賃貸借契約の形態がテナントの意向により非開示とされている物件は含まない。

以下、特に記載なき限り図7～9においても同じ。

ホテルにおいて固定賃料に変動賃料を上乗せするケースが多い理由として、次のような点が考えられる。すなわち、ホテルの場合、オフィス、集合住宅、物流施設等他の用途に比較して、そこでの損益は、運営の巧拙や気

⁸ ホテル系投資法人について、12～2月の最高値と急落時の最安値との値幅をその後の最高値でどの程度戻したかについてみると、インヴィンシブル31.9%、ジャパン・ホテル42.6%、星野リゾート66.4%、いちごホテル38.2%、大江戸温泉56.0%、森トラスト・ホテル48.7%となっている。

⁹ 平成26年8月20日付けジャパン・ホテル・リート投資法人プレスリリース資料p3～4。

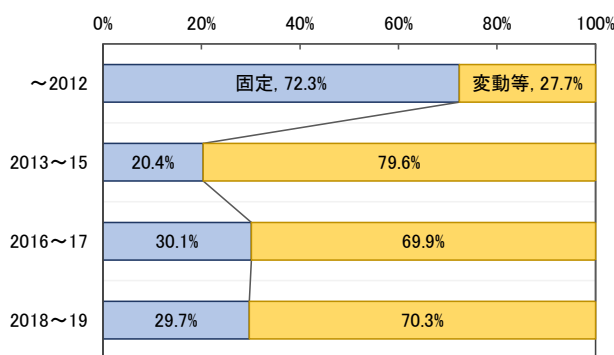
候、交通等外部要因の影響を受けやすく、かつ、環境の変化が収益に影響をもたらすまでのタイムラグが短い。したがって、オペレーターとしては、減収にもかかわらず一定額の賃料支払いを強いられることを回避したい一方で増収局面では賃料を超える増収分についてはできるだけ確保したい。他方、賃貸人たる投資法人としては、減収局面でも安定した賃料収入を確保したい一方で、増収局面での収入増加も逃したくない。そこで、固定賃料を設定することである程度の安定収益を確保した上で¹⁰、変動賃料によりオペレーター側の減収局面での賃料支払いリスクをある程度抑えけるとともに投資法人側の増収機会も得られるようにするということである。

なお、変動賃料の算出根拠となるホテルの売上・利益の時期と当該変動賃料の支払時期とが同じとは限らず、投資法人によってはかなり時期がずれる仕組みをとっていることがある¹¹。したがって、ホテルの事業不振の影響が1年近く遅れて投資法人の収益悪化に表れる場合もある(図3参照。)

図7はホテル物件の取得時期による賃貸借契約の形態に係る傾向を示したものである。かつては固定型の割合が高かったのだが、ここ数年ほどは変動賃料を組み入れるパターンが増えている。J-REITにホテルが初めて組み込まれたのが2002年1月、2006年にはホテル特化型の2つの投資法人が相次いで上場したが、これ以降ホテル系投資法人の上場は2013年7月までなかった。その後2015年と2017年にホテル系投資法人の新規上場があったほか、インヴィンシブル投資法人は投資方針の変更に伴い2015年に資産の過半がホテルとなった。すなわち、2013年以前はJ-REITにおけるホテル物件の相当割合が総合型投資法人によって保有されており、固定賃料とすることによりオフィス等と同様のリスク管理がなされていたのに対し、ここ数年はホテル系投資法人の保有割合が増加し、ホテルの特性に即した形でのリスク管理がなされるようになってきたものと考えられる。

図8では、賃貸借契約のタイプによって、物件の価額や規模にどのような違いがあるかを示してみた。固定賃料のみのタイプは、変動賃料のあるタイプに比べて、価額は低く、規模は小さい傾向にあるように見える。主に大都市圏や地方都市に立地する宿泊特化型のホテル¹²などにおいて、固定型が用いられているものと思われる。宿泊特化型ゆえにオペレーターの運用裁量が相対的に小さく、大都市圏の都心部のような高い稼働率も見

図7. 取得時期別でみたJ-REITにおけるホテルの賃貸借契約のタイプ別割合



注) 2019年までにJ-REITにおいて取得したホテル物件の賃貸借契約タイプの割合を取得時期別に示している。「変動等」は、「固定+変動」、「変動」、「運営委託」のいずれかである。追加取得分は含まない。売却済み物件も含む。

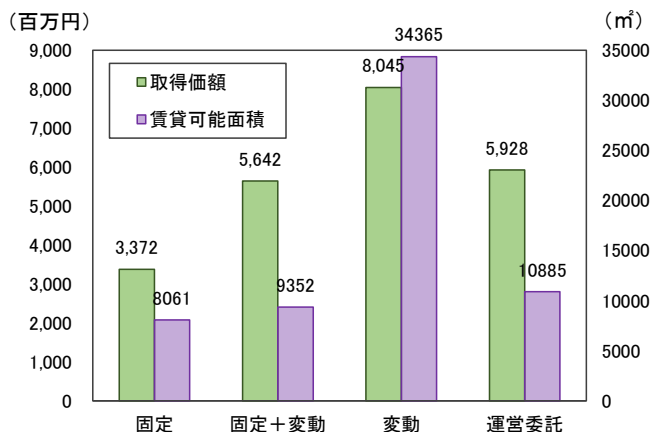
¹⁰ もっとも、前々章(投資法人の運用状況)でも触れたように、ホテルの経営状況の悪化により、固定賃料の減免に応じざるを得ない場合もあり得る。これを回避するためには、賃料保証型のマスターリース契約の締結といった対応策が必要となる。ちなみに、過去10年間(2010~2019年)においてホテルで賃料保証型のマスターリース契約を締結している物件は1件のみである。なお、マスターリース契約については、拙稿「J-REITにおけるマスターリース契約の活用状況について」(土地総研リサーチ・メモ 2020年5月8日)(http://www.lij.jp/news/research_memo/20200507_2.pdf)参照。

¹¹ 例えば星野リゾートにおいては、利益連動型の変動賃料の場合、毎年5~10月は前々年12月から前年11月までの12か月分の利益を基準利益とし、毎年11~4月は前年6月から当年5月までの12か月分の利益を基準利益としている。したがって、本年3~5月のホテル事業の減収の影響が出るのは、2021年4月期(2020年11月~2021年4月)からということになる(星野リゾート・リート投資法人有価証券届出書(一般公募)(2018.4.6)p35、同2020年4月期決算短信p8)。

¹² 明確な定義がある訳ではないが、ホテルのタイプとしては、宿泊特化型(リミテッドサービス)、フルサービス、リゾートがあり、ホテルのグレードとしては、ラグジュアリー、アッパーミドル、ミドルプライス、エコノミーなどに分かれる。賃料固定型は、主に宿泊特化型でミドルプライス以下のグレードのホテルが主になっているようである。

込みにくいいため、安定した賃料収入を重視した結果であると考えられる。なお、参考までに固定型の立地エリア別割合も併せて示す(図 9)。近畿圏・中京圏や地方政令市での割合が高くなっている。政令市以外の地方での割合が低いのは、観光・リゾート物件の割合が他エリアより高いことによるものと考えられる。

図 8. 賃貸借契約タイプ別にみた J-REIT が取得したホテルの価額・規模の平均



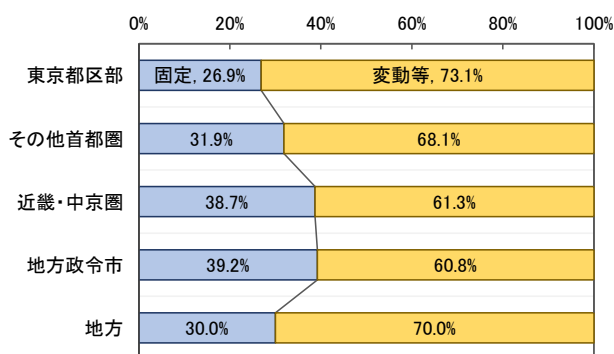
注) 2019 年までに J-REIT において取得したホテル物件の賃貸借契約タイプの別の取得価額と賃貸可能面積の平均を示している。

ホテルの場合、通常 1 棟貸しとなるため賃貸可能面積は建物の延床面積とほぼ等しい。ただし、建物の区分所有権又は共有持分を有している場合には、当該権利持分割合相応の床面積を賃貸可能面積としている。

追加取得のあった物件は追加取得分を含めた累計値としている。

売却済み物件も含む。

図 9. 立地エリア別でみた J-REIT におけるホテルの賃貸借契約のタイプ別割合



注) 2019 年までに J-REIT において取得したホテル物件の賃貸借契約タイプの割合を立地エリア別に示している。

「変動等」は、「固定+変動」、「変動」、「運営委託」のいずれかである。

追加取得分は含まない。売却済み物件も含む。

(むすび)

昨今のホテル系投資法人の急速な収益悪化は、一部に固定賃料の減免といった要因もあるものの、全般的には変動賃料相応分の収益がほぼ消滅したことによるものと考えられる。今後固定型へのシフトも想定されないわけではないが、ホテルオペレーター側のリスクを考慮すると変動賃料の割合の見直しを中心となるのではないかと。また、固定賃料の減免といった事態も生じていることを踏まえれば、ホテルオペレーターの分散や(リスクの高さゆえにマスターレシーの引受手を探すのが困難と考えられるもの)賃料保証型マスターリース契約の導入といった対応も検討する必要があるだろう。ホテル系投資法人にとってしばらくは厳しい時期が続くものと見込まれるが、これまで海外に向いていた顧客層を国内需要として取り込む等新たな需要を開拓するなどして、何とか乗り切っていくことを期待したい。

なお、引き続きホテルと並んで新型コロナウイルス感染拡大の影響が大きい商業施設について取り上げることとしたい。

(齋藤 哲郎)