

ポストコロナの 観光事業 ファイナンス

立教大学ビジネスデザイン研究科 2021.7.6.
(株)ブレインピックス 特任教授
代表取締役 沢柳知彦



目次

3 現状の確認

8 経営課題の復習

18 資金調達方法の一考察

32 売上の多様化



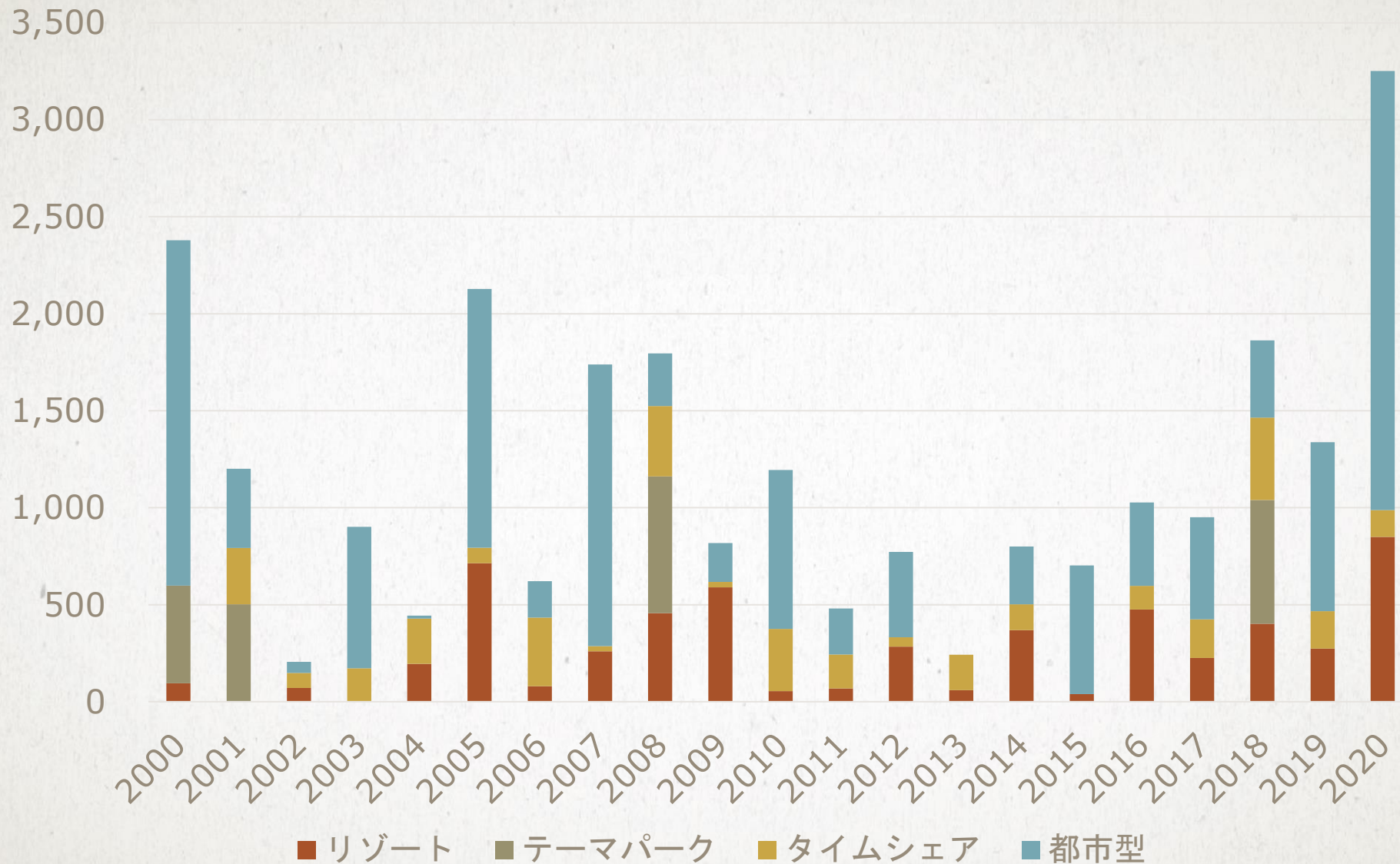
現状の確認

リゾート開発投資の現況

- 近年、日本における大型リゾート開発投資は数えるほど
 - デベロッパー・銀行における、リゾート法関連プロジェクトによる「痛み」の記憶
 - 分譲別荘もリゾートマンションの失敗から売れ行き不振
 - 環境保全の観点から、規制緩和は進まず
 - 開発投資の例外は、タイムシェア、テーマパーク、沖縄
 - スノーリゾートの新規開発はほぼニセコのみ
 - 他のスノーリゾートは更新投資資金調達がボトルネック
- 結果として、築古・低スペックのリゾートばかり
 - 低収益故に継続的な更新投資資金を稼げず、経営会社破綻後の債務免除だけでは根本的な問題解決にならない
 - 経営会社はつぶれるがゴルフ場・スキー場自体は市場に残り、後継者が低廉販売をすることでシェアの奪い合いが続く
 - ✓ 再建不能施設を市場から退場させることは政策的課題

(室数)

タイプ別フルサービスホテル新規供給客室数推移



リゾート開発投資の現況

- 右掲は2014年以降開業のリゾート立地新規開発案件リスト
- 2010年代後半の、リゾート開発環境
 - LCCの発達による一次交通コストの低下
 - 有名外資系ホテルオペレーターによる地方進出
 - 国内外大手デベロッパーの参入
 - 訪日外国客によるニセコブーム
 - キャピタルゲインや預託金を活用する手法の再台頭

ヒルトン沖縄北谷リゾート	2014年7月	沖縄県	346室	MC
翠嵐ラグジュアリーコレクションホテル 京都	2015年3月	京都府	39室	NA
ジ・ウザテラスビーチクラブヴィラズ	2016年3月	沖縄県	48室	直営
フサキビーチリゾート ホテル&ヴィラズ	2016年5月	沖縄県	398室	MC
大沼鶴雅オーベルジュ エピイ	2016年8月	北海道	30室	直営
アラマンダ インギヤーコーラルヴィレヅジ	2017年7月	沖縄県	72室	直営
箱根・芦ノ湖 はなをり	2017年8月	神奈川県	154室	直営
ハイアットリージェンシー 瀬良垣アイランド 沖縄	2018年8月	沖縄県	344室	MC
イラフSUIラグジュアリーコレクションホテル 沖縄	2018年12月	沖縄県	58室	NA
ホテル シギラミラージュ	2019年4月	沖縄県	160室	直営
しこつ湖 鶴雅別荘 碧の座	2019年5月	北海道	25室	直営
ANAインターコンチネンタル別府リゾート&スパ	2019年8月	大分県	89室	MC
ホテルインディゴ箱根強羅	2020年1月	神奈川県	98室	MC
パークハイアット ニセコ HANAZONO	2020年1月	北海道	100室	MC
ヒルトン沖縄瀬底リゾート 沖縄北谷リゾート	2020年7月	沖縄県	298室	MC
グランヴィリオホテル宮島 和蔵	2020年7月	広島県	210室	所有直営
ザ・リッツ・カールトン日光	2020年7月	栃木県	94室	MC
東山ニセコビレッジ・リッツ・カールトン・リザーブ	2020年12月	北海道	50室	NA

スノーリゾート投資の現況

- ゲレンデ（リフト、レストハウス）、宿泊施設、麓の街並、を同時にアップグレードしないと客単価増加による増収効果は限定的⇒単年度投資では限界
- リフト1本で2-3億円、ゴンドラで30億円かかると言われており、信金・地銀レベルでは協調融資が必要となることが多い
- 数十億円レベルの投資が行なえているリゾートは、債務者として信用力がある地方自治体もしくは国内外大手デベロッパー資本が多い

（単位：百万円）

場所	投資対象	時期	金額
野沢温泉	3,1km 10人乗りゴンドラ	2019	3,000
石打丸山	コンビリフト	2018	3,800
カムイスキーリンクス	ゴンドラ更新、自動ICゲート	2014-19	2,700
ニセコ花園	6人乗りリフト、10人乗りゴンドラ	2020	3,000
蔵王温泉	リフト更新、人工降雪機増設、グランピング場整備	2021	200
白馬村	コートヤード・バイ・マリオット白馬	2018	N/A
白馬村	森トラストホテル開発計画	N/A	N/A
キロロ	コンドミニアム・リフト・ゴンドラの新設	2019-29	100,000
トナムリゾート	Club Med開発ほか	2017	N/A
ニセコ花園	Park Hyatt Niseko開発ほか	2019	N/A
Niseko Village	The Ritz-Carlton Reserve開発ほか	2020	N/A



経営課題の 復習



スキーリゾートをめぐる経営課題

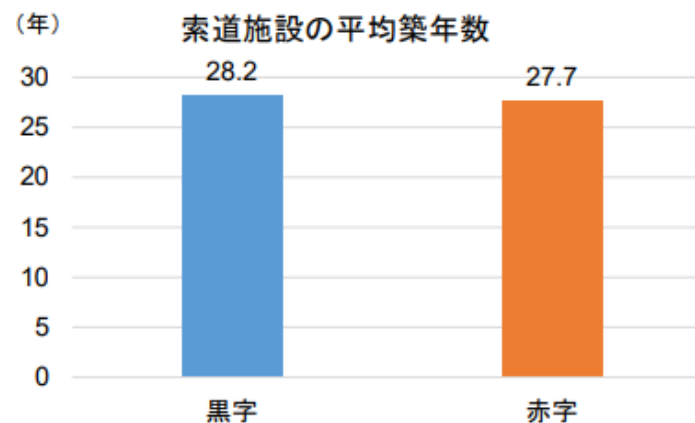
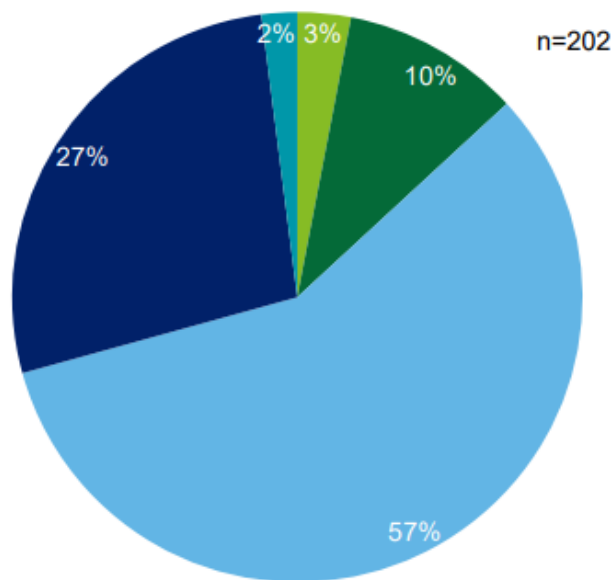
課題	解決策		
	新規投資	マーケティング	地域コンセンサス
ゴンドラ・リフトの 低スペック・老朽化	◎		
宿泊施設の老朽化、市場 ニーズへのミスマッチ	◎	○	○
「麓の街並み」の未整備	○	○	◎
脆弱な2次交通システム	○		○
地球温暖化によるシーズン 短縮化・滑走可能斜面縮小	○		
グリーンシーズン対策	○	○	
他スキー場客の奪取を含む 新規顧客層の開拓	○	◎	

スキーリゾートをめぐる経営課題

I. 索道事業関係(基本事項) 索道施設の平均築年数

- 索道施設の平均築年数は、27.8年であり、営業状況(黒字・赤字)に関わらず、施設の老朽化が顕著である。
- 直近20年間で建てられた索道は全体の13%と、非常に少ない。

索道施設の平均築年数



(全事業者の平均は27.8年。)

スキーリゾートをめぐる経営課題

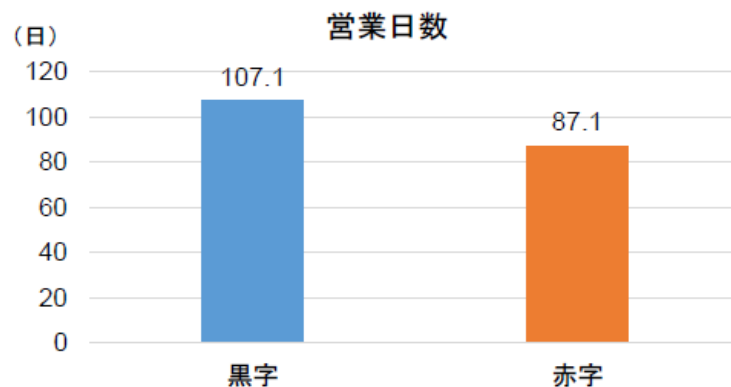
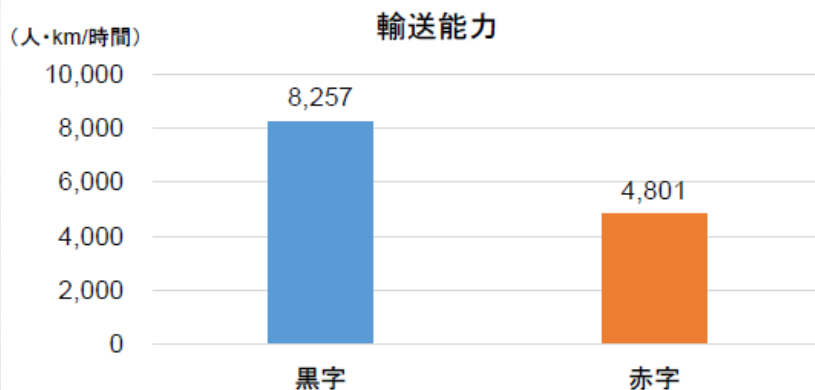
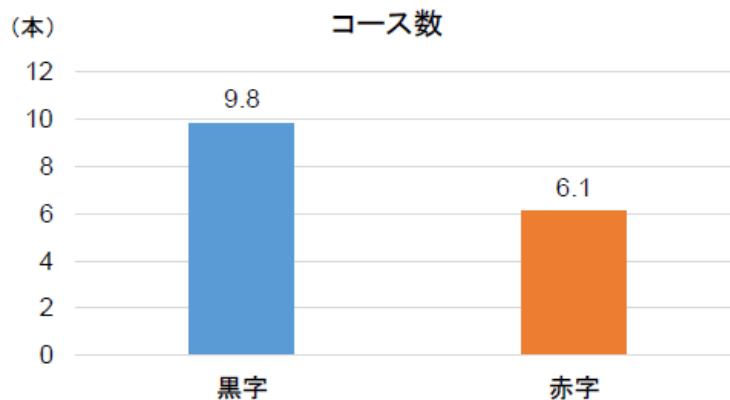
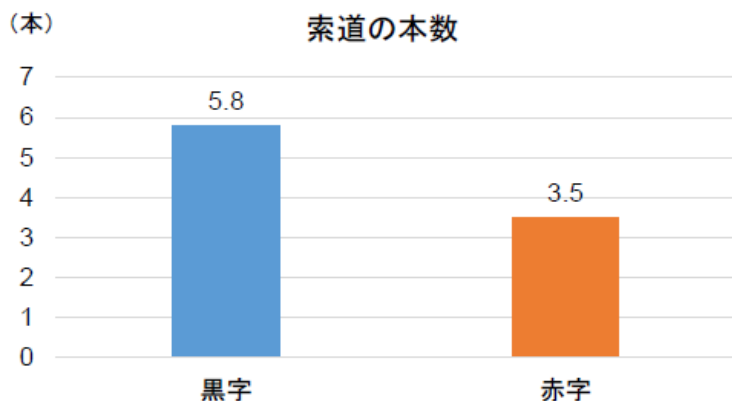
I. 索道事業関係(基本事項)

施設・設備の規模、営業日数(黒字/赤字ごとの集計)

○ 営業利益が黒字であるスキー場は、索道本数及びコース数が多く、輸送能力が高く、営業期間が長い。

■ 黒字: 3年間連続で営業利益が黒字である事業者を対象に集計(n=53)

■ 赤字: 3年間のいずれかの年度において営業利益が赤字であった事業者を対象に集計(n=62)



スキーリゾートをめぐる経営課題

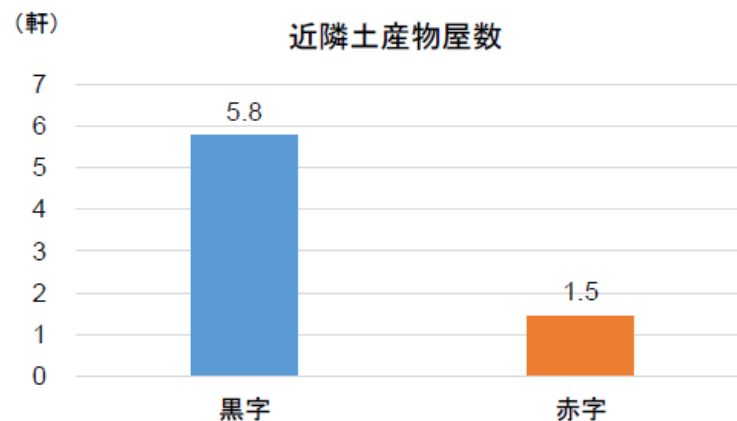
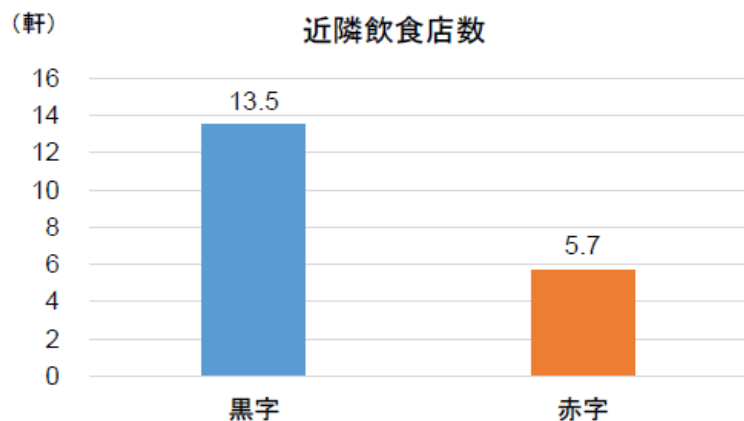
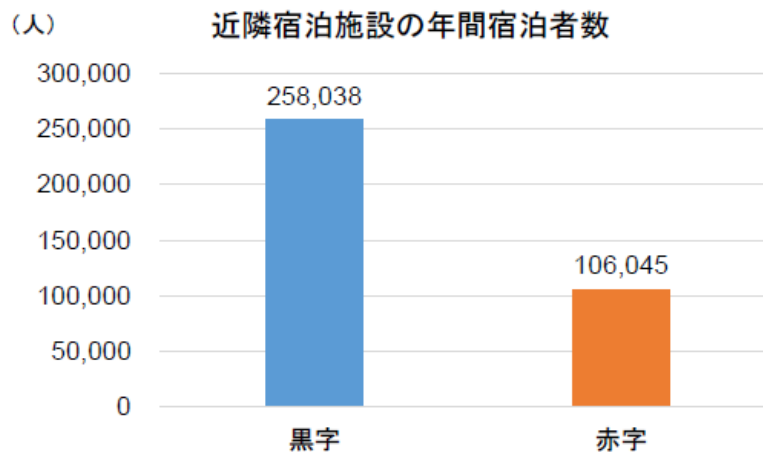
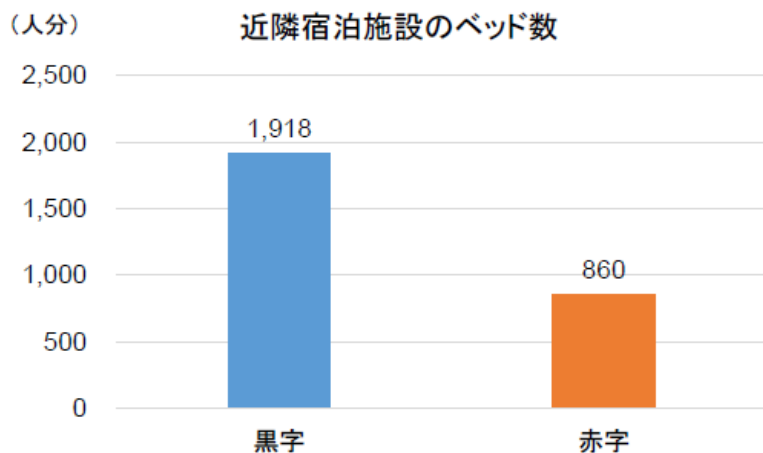
IV. ベースタウンの整備状況

黒字/赤字の集計結果⑤ ベースタウンの整備状況

○ 索道事業が黒字であるスキー場は、近隣施設が充実しており、地域一体となった取組が重要。

■ 黒字: 3年間連続で営業利益が黒字である事業者を対象に集計 (n=53)

■ 赤字: 3年間のいずれかの年度において営業利益が赤字であった事業者を対象に集計 (n=62)



新規投資抑制要因

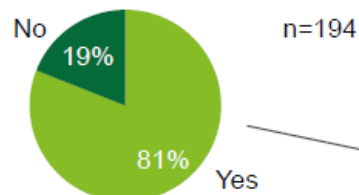
課題	解決策
低い収益力	<ul style="list-style-type: none">• 恐らく費用削減努力は限界に近い• 暖冬・グリーンシーズン対策• 不十分な新規顧客層開拓• ネーミングライツ等による増収検討• キャピタルゲイン獲得の検討
①国際比較でリフト代が安く、 ②施工業者寡占による工事費 が高く、 結果としてROIが低い	<ul style="list-style-type: none">• 訪日客＋Expatsの開拓とJAPOWプレミアム価格実現への努力• 施工業者の新規参入や新古品輸入への努力
滑走人口の逡減	<ul style="list-style-type: none">• リピート客確保、新規顧客の開拓
借入主体の財務的借入余力不足で新規借入がしにくい	<ul style="list-style-type: none">• 既存の観光財団から分離• 倒産隔離SPC設立
借入主体の担保力不足で新規借入がしにくい	<ul style="list-style-type: none">• 母艦スキー場へのリース• 母艦スキー場倒産リスクへの対応

スキーリゾートをめぐる経営課題

II. 索道事業関係(設備更新投資、資金調達、その他経営に関する事項) 事業の譲渡について

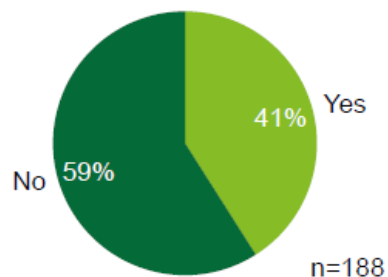
○ 約8割の事業者が借地で事業を行っており、事業の譲渡に当たっては、地権者との調整が必要となるケースが多い。

スキー場関係事業を展開している土地に、借地が含まれているか

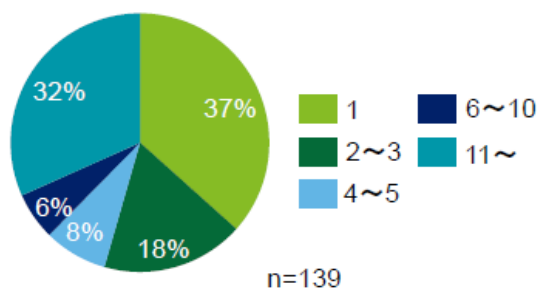


含まれている場合

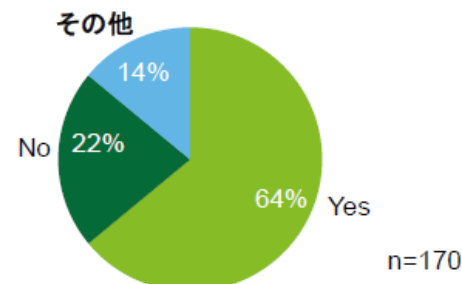
① 当該借地に国有林は含まれているか



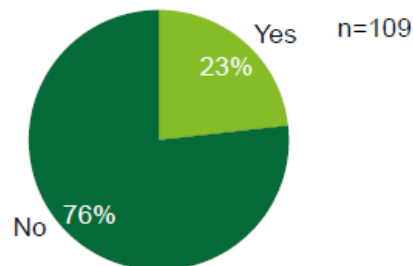
② 当該借地における地権者数



③ 当該借地上で行っている事業の運営権の売買について、地権者の合意が必要か



スキー場所有者と容易な調整でスキー場運営に関する契約を解除することができるか。



スキー場売上の構成要素

売上↑ = f (営業日数↑、索道輸送性能↑、宿泊者数↑、客単価↑、売上多様化↑)

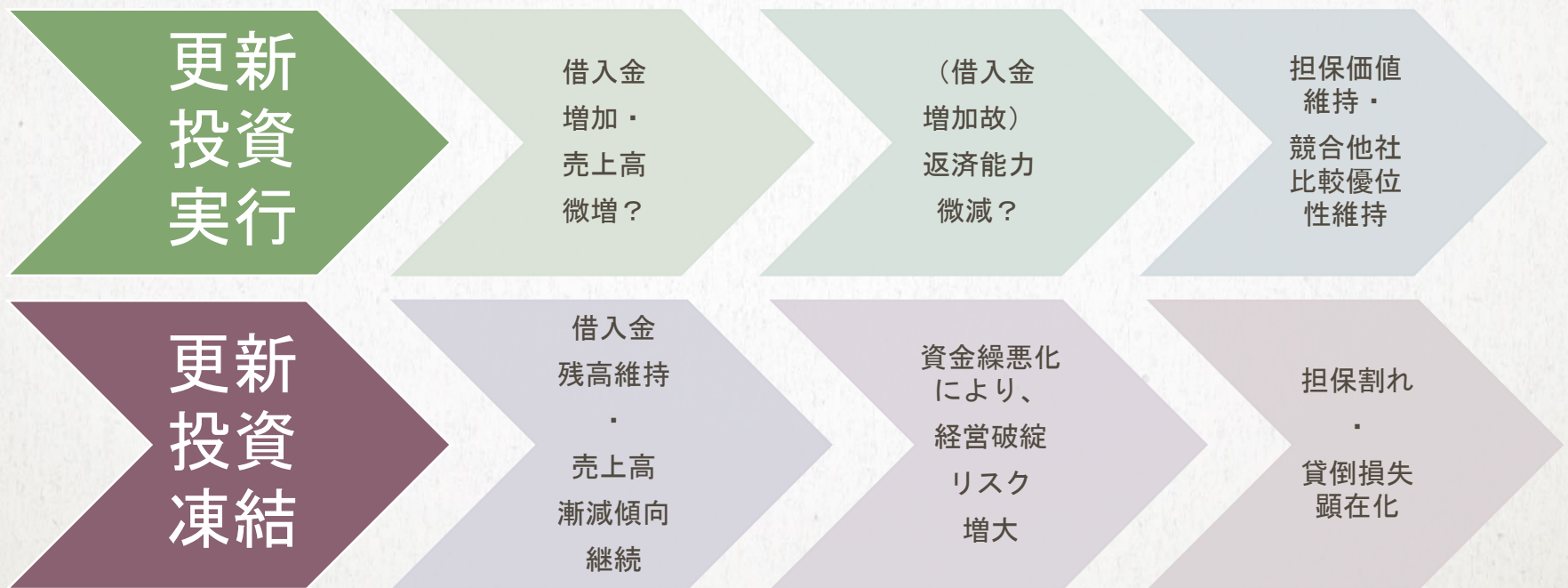
売上構成要素	効果的な投資対象
営業日数	<ul style="list-style-type: none">・ スノーマシン・ グリーンシーズン対策・ 高度標高ゲレンデ開発
索道輸送性能	<ul style="list-style-type: none">・ 最新鋭ゴンドラ・リフトの速さ、快適さ・ 最新鋭設備導入のマーケティング効果
宿泊者数	<ul style="list-style-type: none">・ ホテル・旅館・ 民泊・ 分譲 condominium
客単価	<ul style="list-style-type: none">・ 最新鋭設備導入期の価格改定
売上多様化	<ul style="list-style-type: none">・ 非滑走系スノーアクティビティ・ ネーミングライツ (cf. 白馬五竜)・ スポンサー付花火 (cf. ルスツ)

「更新投資」遅延のツケ

- 正論：本来の棲み分け
 - **更新投資** – 経年劣化機能を回復させるための投資、減価償却費相当の更新投資準備金で賄う
 - **新規投資** – 競合他社との比較優位に立つための付加価値を生む投資、剰余金もしくは融資・増資等外部からのニューマネーで賄う
- 現実：更新投資準備金なんか積み立ててない！
- では、資金不足を理由に更新投資を遅延させると何が起きるか？
 - 年度修繕費の増加⇒利益減少
 - 故障による操業停止から来る利益逸失⇒利益減少
 - 事故や大会中止などによる損害賠償⇒利益減少
 - 事故による安全性・信頼性の喪失（cf. 2021年5月イタリアのゴンドラ落下事故）⇒利益減少
 - スペアパーツ製造打ち切りによる修理費用増加、修理不能化⇒利益減少
 - 競争力低下による売上減少⇒利益減少
 - すなわち、更新投資を怠ると利益が減少し、資産価値が下落する！

「更新投資」遅延のツケ

- 2つのシナリオをP&L, B/Sに落とし込み、融資銀行・株主宛に究極の二者択一を迫る
 - ① 資産価値防衛のための更新投資用資金供与を行なう
 - ② 債務者破綻リスクに備えるため、貸倒引当金計上・株式の減損処理を行なう





資金調達方法 への一考察

5つの資金調達方法

1. 資産売却

- 遊休資産やノンコア資産などの売却代金
- Sale and Leasebackも資金調達手法のひとつ（後述）
- 宿泊施設・別荘などの分譲販売は、キャピタルゲイン獲得手法（後述）
- ネーミングライツ販売は、広告収入獲得手法（後述）

2. エクイティ

- 増資による資本勘定の増強を通じた資金調達
- 返済期限はないが、デットよりも高い利回りが期待される
- エクイティ投資家の資金回収方法が限定的
- Debt-Equity Swapの活用が検討されている（後述）

5つの資金調達方法

3. 寄付

- クラウドファンディングの多くが寄付という形態（後述）

4. デット

- 銀行融資、あるいは社債発行による負債性資金の調達
- 返済期限があるが、エクイティよりも金利が低い
- 長期貸付に際しては、一般に担保提供が要求される
- 自己資本比率が低い、利益率が悪い、担保力がない、などの理由で追加的な融資を受けにくい

5. 会員権・タイムシェアの預託金

- デットの一形態だが、①預託者は主に個人、②無利息、③無担保
- 不動産共有権と会員権を組み合わせるタイムシェア形態も多くみられる（後述）

SALE AND LEASEBACKの課題

- 鉄道会社による事例
 - 近鉄がBlack Stoneに8つのホテル不動産を600億円でまとめて売却
 - 西武HDがホテル資産譲渡方針を発表
- 課題
 - リゾートの場合、底地評価が低く、収益還元法に基づく資産価値評価とならざるをえない
 - ホテル資産価値 ↑
= f (NOI ↑、Cap Rate ↓)
 - Cap Rate = リスクフリーレート + リスクプレミアム
 - 所有直営でNOIが向上しない理由がSale and Leasebackで解決するのか？
 - 売却価格 > 負債額か？



DESの課題

- DES = Debt-Equity Swap
- 銀行からこれ以上貸し付けても、債務者は返済できない
- 貸付金をエクイティ（株式）に転換すれば、返済期限は来ない
- 但し、一般には
 - エクイティの期待リターンはローンより高い
 - エクイティには議決権が伴うことが一般的で、議決権がない優先株の期待リターンは更に高い
 - エクイティ投資家は企業清算価値を享受するが、いつ回収できるのか？

国内銀行の宿泊業への融資残高推移（日銀調べ）



クラウドファンディング寄付における課題

・クラウドファンディング

- 一般には、銀行融資や増資が活用しにくい場合の資金調達方法と位置づけられる
- 貸金業法や出資法に違反しないよう、「寄付」の建て付け
- 資金の出し手は、「応援する気持ち」をもつ個人中心
 - 応援する気持ちを持つファンを醸造済かどうか？
 - 彼らにどのようにリーチするのか？（e-mail address取得済？）
 - 彼らにどのような支援（=〇〇を作りたい！）を訴えるか？
- リワードは「金利」や「配当」ではない、何か
 - リフトチケット（=事実上、売上の前借りに過ぎなくなる）
 - 新造ゴンドラ搭乗優先券（ファストパス）
 - ロゴ入りグッズ
 - 寄付者芳名板？
- 悩みは調達可能金額
 - 一人10,000円×10,000人 = 100百万円、にしかない



会員権ビジネスにおける預託金問題

- 会員権ビジネスには、大きく分けて2種類ある
 1. ゴルフ場会員権のような、単なる預託金型
 2. リゾートトラストのような、不動産共有権付帯型
- 預託金型は事業者の信用リスク（倒産リスク）を会員が負う形となり、高額な会員権販売は難しくなりつつある
 - ゴルフ場倒産事例には必ず、預託金返還債務免除が伴う
- 不動産共有権付帯型は仕組みが複雑で新規申込者に対する説明が難しい、かつ、販売に際して宅地建物取引業法に準拠する必要がある
 - 一方で、一定の財産性が認められる
- 季節変動性緩和には、季節による会員価格変動により、一定の効果はあるが、完全な季節変動性克服は困難

新規資金調達における課題

- 以上、いろいろと検討すると、デット（融資）が王道
- 社債発行よりも、銀行融資が簡便
- 但し、銀行から融資を受けるためにはいくつか課題がある
 1. 収益償還シナリオを作れるか？
 - 銀行融資を引き出すためには、首尾一貫した「向う数年間の損益見込み」を作る必要
 2. 借入・担保余力があるか？
 - 既存債務者に借入・担保余力がない⇒新しい債務者を設立？
 3. 事業継続性問題
 - 仮に債務者・担保を分離したとしても、母艦スキー場経営が行き詰って操業停止となると、新会社の収益返済も不能となる
 - 但し、経営会社は破産するがスキー場自体は残り、次の経営者が承継する可能性が高い
 - 債権者は、最悪の場合、新設リフトを他社に売却して資金回収？

新規資金調達における課題

- (例) ゴンドラ1基30億円の投資を全てローンで賄うシナリオ
 - 20年間均等分割弁済の場合、1年当りの元本返済額は150百万円
 - 借入金利を1.5%とすると、初年度の支払金利は45百万円
 - 195百万円 / 3,000百万円 = 6.5%のリターンが必達ライン
 - 来場者一人当り一日当り消費額9,000円、経常利益率20%とすると、 $195\text{百万円} / (9,000\text{円} \times 20\%) = 108,333$ 枚の追加的なリフト券販売が必達
 - 年間来場者数22万人のスキー場だと仮定すると、来場者数約50%増が必要！
 - 現実的な収益償還シナリオを構築するには
 - 海外から比較的新しい中古品を輸入し、初期投資額を抑える
 - 融資条件を見直す（超長期ローン、低金利）
 - リフト券販売価格を引き上げる（新ゴンドラ搭乗上乗せ価格？）
 - リフト券を夏に販売する（グリーンシーズン対策）
 - 売上の多様化を図る
 - 利益率の改善を図る

売上↑ = f (営業日数↑、索道輸送性能↑、宿泊者数↑、
客単価↑、売上多様化↑)

新規資金調達における課題

1. 基本シナリオ

投資額	3,000百万円		
元利払額	150百万円/年	20年元本均等	
	45百万円/年		1.5%適用金利
	195百万円/年	6.5%vs 投資額	
リターン	9,000円/人/日		
	0円/人/日(追加的売上)		
	20%追加的営業利益率		
	108,333必要追加人数	49.2%	
	前期来場者数	220,000	

2. 中古設備輸入

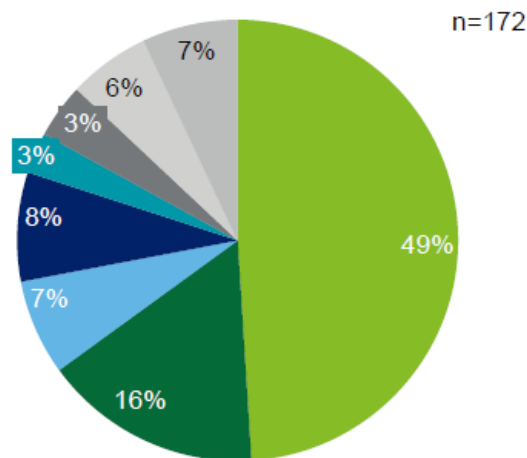
投資額	2,000百万円		
元利払額	100百万円/年	20年元本均等	
	30百万円/年		1.5%適用金利
	130百万円/年	6.5%vs 投資額	
リターン	9,000円/人/日		
	0円/人/日(追加的売上)		
	20%追加的営業利益率		
	72,222必要追加人数	32.8%	
	前期来場者数	220,000	

新規資金調達における課題

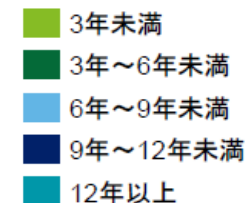
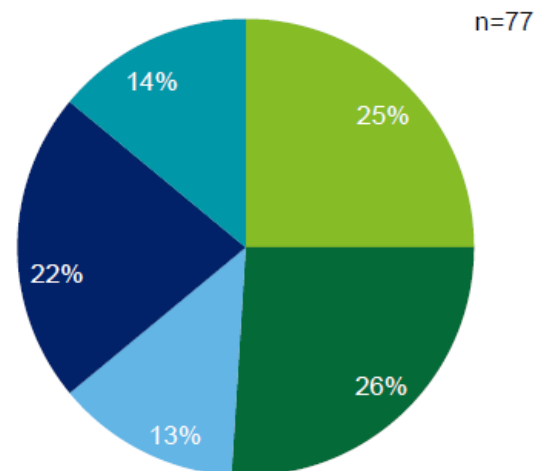
II. 索道事業関係(設備更新投資、資金調達、その他経営に関する事項) 借入金額・借入期間

- 借入のない事業者が半数程度存在。
- 一方で、約1/4のスキー場が1億円以上の借入を行っており、投資検討の足枷になっている可能性。

借入金額の規模



平均借入期間



新規資金調達における課題

3. スノーリゾート支援特別融資枠

投資額	3,000	百万円
元利払額	100百万円/年	30年元本均等
	30百万円/年	1.0%適用金利
	130百万円/年	4.3%vs 投資額
リターン	9,000円/人/日	
	0円/人/日(追加的売上)	
	20%追加的営業利益率	
	72,222必要追加人数	32.8%
	前期来場者数	220,000

4. その他売上増加

投資額	3,000	百万円
元利払額	100百万円/年	30年元本均等
	30百万円/年	1.0%適用金利
	130百万円/年	4.3%vs 投資額
リターン	9,000円/人/日	
	1,000円/人/日(追加的売上)	
	20%追加的営業利益率	
	65,000必要追加人数	29.5%
	前期来場者数	220,000

新規資金調達における課題

5. 全部乗せ

投資額

2,000百万円

元利払額

100百万円/年

20年元本均等

20百万円/年

1.0%適用金利

120百万円/年

6.0%vs 投資額

リターン

9,000円/人/日

1,000円/人/日(追加的売上)

20%追加的営業利益率

60,000必要追加人数

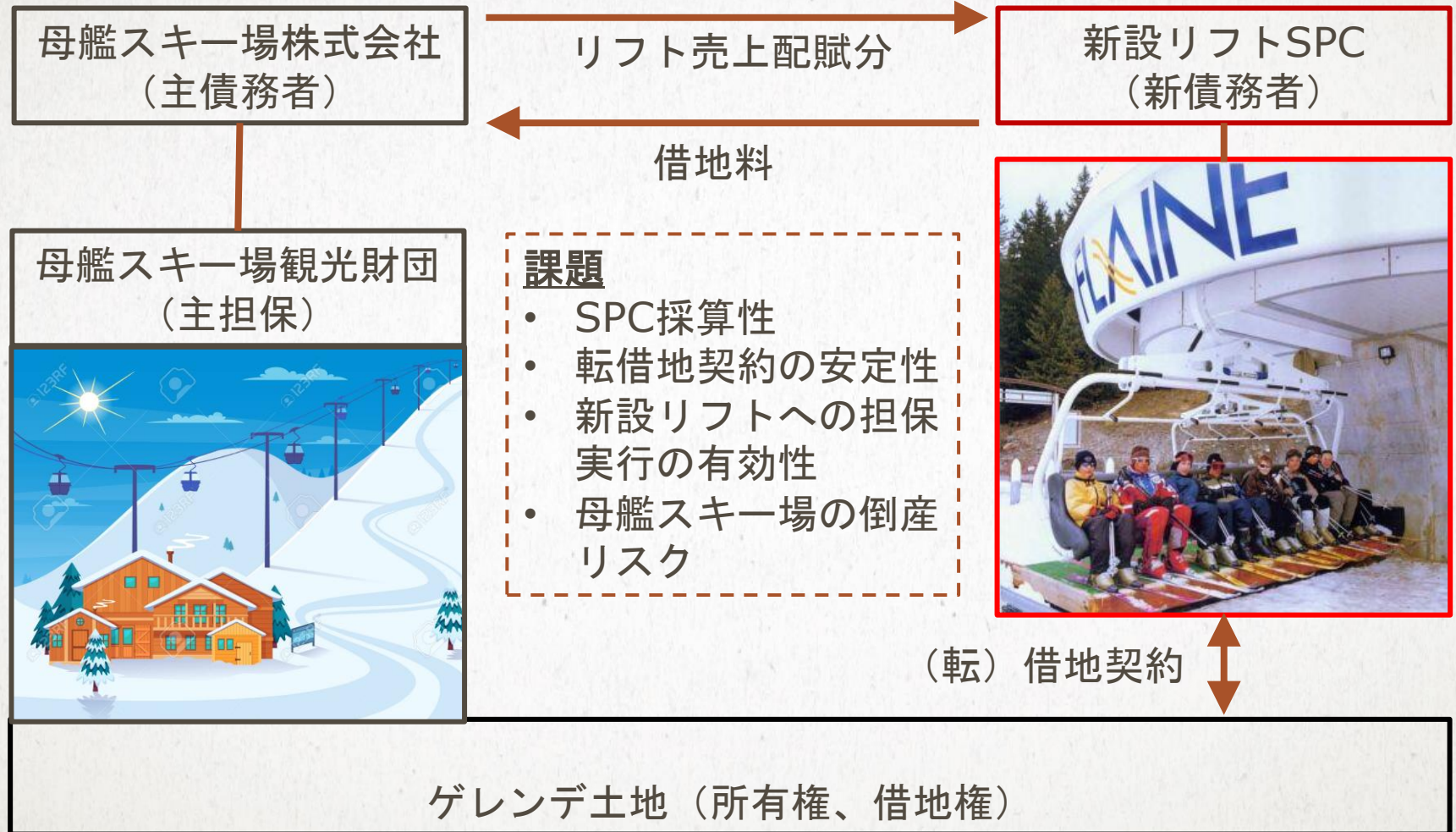
27.3%

前期来場者数

220,000

債務者・担保の分離

- 母艦スキー場から担保とバランスシートを切り離す一案





売上の多様化



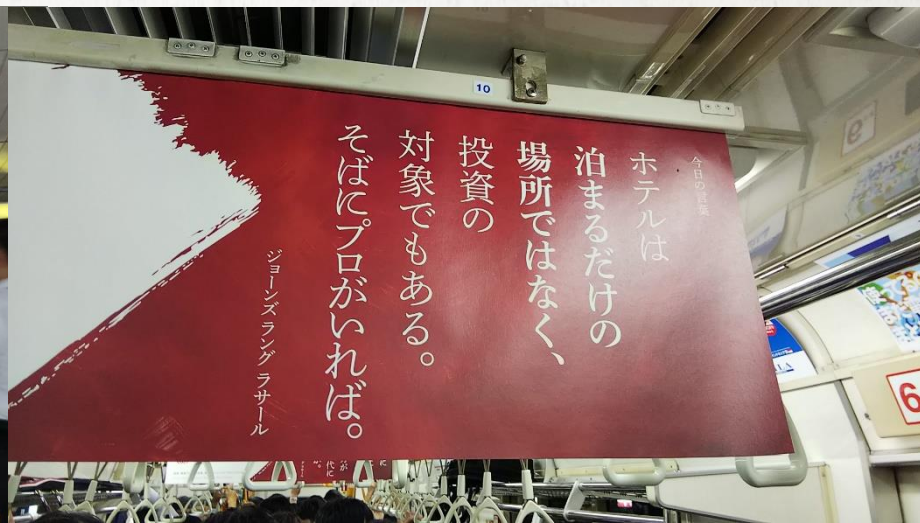
分譲コンドミニウムが解決してくれる課題

- 季節変動性が激しく、オフシーズンに儲けられない
 - Income Gainではなく、Capital Gainで稼ぐという発想
- 資金回収期間が長い
 - 分譲によって早期資金回収が図れる
- 併設ホテルが低コストでスイートルームを確保できる
 - 多くの不在所有者は自室を利用しない期間、ホテルに運営委託
- デベロッパーより期待利回りが低い
「emotional buyer」の存在が大前提
 - 投資目的は自用
 - 自用しない時期だけ貸し出し、保有コスト（管理費、固定税、保険料など）が稼げれば良い、という考え



(参考) 広告ジャック

- JLLの広告ジャック事例



その他の売上

- 打ち上げ花火
- 点灯式
- 名札付貸し自転車？



その他の売上

- タビナカ旅行
- 料理体験
- e-Sport



その他の売上（中長期売上高の確保）

- ピークデマンドコントロール

- リフト利用が土日に集中したり、レストハウスのランチ利用が正午前後に集中したりすることで、スタッフ数や施設キャパシティの増強に投資せざるを得なくなるほか、顧客満足度が低下してリピーターを失うリスクがある
- 施設側としては、利用者の需要ピーク期利用を閑散期にシフトさせることで、オペレーション上の負荷を減らし、顧客満足度を維持・向上させたい
- 具体的な方法としては、以下が考えられる
 1. 混雑日・混雑時間帯の告知（できればリアルタイム）
 2. 混雑するリフトのみ1回チケット制として一人当たり利用回数を制限
 3. 平日しか利用できない年間リフトパスポート発行
 4. リフト券の平日割引
 5. リフト券代は変えずとも、スノーギアレンタル代のみ平日割引
 6. ランチ時間帯（例えば11:30-13:30）外レストラン利用への割引

まとめ

- 近年の大型リゾート開発投資にはいくつかの「勝因」があるが、スノーリゾートの多くはそれらを持ち合わせていない
- スノーリゾートの経営課題解決には新規投資が不可欠
- 新規投資が進捗しないのは、投資額に対するリターンが小さ過ぎるため
- 投資に見合うROI向上のためには、様々な努力を平行して行なう必要がある
- 「更新投資」であっても、資産価値保全に繋がり、結果的に融資銀行にとっても有益となることを論理的に説明する必要がある

ご清聴ありがとうございました

株式会社ブレインピックス

代表取締役 沢柳知彦

〒171-8501 東京都豊島区西池袋3-34-1

立教大学マキムホール（15号館）9階 M917号室

e-mail: t.sawayanagi@rikkyo.ac.jp

t.sawayanagi@gmail.com

