

## Annual Report を用いた投資回収期間の分析をCFの想定に活用する方法

一般財団法人日本不動産研究所 研究部 特定調査室  
主任専門役 池亀良枝

### 1. はじめに

日本には現在 IR(統合型リゾート: Integrated Resort)がなく、日本での IR に関する評価の実績やノウハウはほぼない状況にある。日本では IR 開発計画が進捗中であり、今後 IR が実際に運用されることに伴って、日本においても IR の評価が行われていくことが予想される。本稿においては、先行して運用されている海外の施設を分析することにより、今後日本においても必要となるであろう IR の評価に役立てることを目的としている。

現状では、IR の評価は手探りであり、筆者の知る限りカジノを含む不動産鑑定評価手法についての既存研究も十分に蓄積されていない。例えば Wiley and Walker (2009) は米国ミシガン州デトロイトを対象として、カジノの存在が周辺の不動産価格の押し上げに寄与していることを報告しているが、カジノ自体の鑑定評価については考察されていない。一方で Jang and Yu (2002) は米国のホテルの収益性について分析し、通常のホテルに比べてカジノを併設したホテルの方が高い収益性(資産効率)を示すことを明らかにしている。

本稿においても、カジノの不動産鑑定評価に当たっては収益の分析が重要であることに着目するが、Lenhoff and Brooks (2017) のように、不動産鑑定評価の三手法(費用アプローチ、比較アプローチ、収益アプローチ)の中でも、とりわけ収益アプローチが困難であるとの指摘もある。そこで本稿では、カジノの収益を分析する方法の検討の一環として、多数ある論点のうち、公表資料を分析することで、CF のうち毎期の収益の見立て及び CAPEX の計上に役立てる方法を提案する。

なお、本稿は発表者の個人的な見解に基づくものであり、筆者が所属する日本不動産研究所の評価方針を規定(又は予定)しているものではなく、日本不動産研究所の見解を代表するものでもない。

## 2. IR の概略

### 2.1 IR の定義

Integrated Resorts (IR) とは、日本の特定複合観光施設区域整備法においては、「カジノ施設及び会議場施設、レクリエーション施設、展示施設、宿泊施設その他の観光の振興に寄与すると認められる施設が一体となっている施設であって、民間事業者が設置及び運営をするもの」と定義されている。他国においても概ね同義である。

IR はカジノを施設の一部として設置しており、カジノの設置に

ついては、ギャンブル依存症や治安の悪化に対する懸念のため、地元の市民から不安や反対の声があることは珍しくない。一方で、特定の事業者に対する運営権の付与による対価、或いは高い収益性に基づく地代の受領、また、IR 建設による投資の促進及び開業後の税収の増加がメリットとして挙げられ、経済的に大きな影響が期待されている。

### 2.2 世界の IR(Cities concentrating Integrated Resorts in the world)

世界で IR が集積している都市としては、ラスベガス、マカオ及びシンガポールが挙げられる。

ラスベガスの所在するネバダ州では 1931 年にカジノを合法化しており、カジノ間の競争の中、他者と差別化を図る手段として、他のエンターテインメントと融合した複合型カジノが誕生した。1990 年代からは MICE 施設をカジノホテルに併設させ、ビジネス客及び会議に同行するファミリーをターゲットとして、MICE の一大拠点としても発展している。ラスベガスの IR は非ゲーミング部門の収益が大きな割合を占めるのが特徴である。

マカオでは、1847 年にカジノが合法化されている。2001 年にカジノコンセッションが解放されるまでは、マカオで長年カジノ事業を行ってきた STDM 社がカジノライセンスを独占していたが、コンセッションの開放によりカジノ市場は自由化された。現在は、国際入札を経て、3 社にコンセッション、更に 3 社にサブコンセッションが付与されている。従来、マカオの IR はカジノ収入で 8 割以上の収益を稼ぐ構造であり、中国本土の富裕層を取り込んでいたが、近年、習近平政権の反腐敗方針等を背景として、マカオ政府は観光産業の多様化を推進しており、各 IR 事業者も政府戦略に沿うようにカジノ以外の非ゲーミング部門の充実を進めている。こうした状況下で新型コロナウイルス感染症の流行が起これば、ジャンケットと呼ばれる VIP 仲介業者も大幅に減少している。

シンガポールでは、限られた国土の中で観光資源を開発、また地理的条件を生かした MICE の振興に注力してきた。2000 年頃、観光産業の停滞に対応するためシンガポール政府はカジノ導入の検討を進め、IR という形での導入を決定した。現在、シンガポールは 2 カ所の IR が整備されている。

これらの 3 カ所の IR 集積都市における IR 市場の概要をまとめたものが図表 1 である。

MICE とは、企業等の会議(Meeting)やインセンティブ旅行(Incentive Travel)、国際会議(Convention)、展示会・見本市(Exhibition)の頭文字を使った造語でこうしたイベントを指す。

表1 IR集積都市におけるIR市場の概要

	シンガポール	マカオ	アメリカ合衆国ネバダ州 (NV州) (ラスベガス)
市場規模	45.3億米ドル (約0.5兆円) (出典: GGRAsia, 2018年)	376億米ドル (約4兆円) (出典: Reuters, 2018年)	119億米ドル (約1.3兆円) (出典: KTNVLasVegas, 2018年)
収益構造			
主なオペレーター	Las Vegas Sands (Marina Bay Sands), Genting Singapore Resorts, World Sentosa	Sands China, MGM China, Wynn Resorts, SJM, Melco Resorts & Entertainment, Galaxy Entertainment	Las Vegas Sands, MGM Resorts International, Wynn Resorts, Caesars Entertainment

(資料) Mizuho Research & Technologies, Ltd.、IR事業者の公表資料をもとに日本不動産研究所作成

### 2.3 日本におけるIR整備に向けた動き

1999年に当時の石原東京都知事が、雇用創出・景気刺激策として提唱したことが、日本におけるカジノ導入計画の検討の始まりとなった。当該計画では、東京都港区台場にカジノを作り、1万人の雇用創出を見込むことができた。

その後、暫く大きな動きは見られなかったが、2013年に自民党・日本維新の会・生活の党によりIR推進法案が提出されたことから、再度カジノを含むIR整備についての検討が始まった。今後見込まれる各地の生産年齢人口の減少等による消費や税収の減少、社会保障費の増加などに対する対策を目的として、日本全国の地方自治体でIRを誘致する動きが広がった。

表2は、日本におけるIR整備に関する検討の経緯をまとめたものである。

表2 IR整備に関する政府での検討の経緯

2011年8月	超党派議員連「国際観光産業振興議員連盟」がIRの国内整備に向けた議員立法通称、IR推進法を公表。
2016年12月6日	衆議院本会議にてIR推進法案が賛成多数で可決。
2016年12月14日	参議院本会議にてIR推進法案の修正案が賛成多数で可決。前日に開催された参議院内閣委員会で法案が修正されたため、同日衆議院へ再送付。
2016年12月15日	衆議院本会議にてIR推進法案の修正案が賛成多数で可決・成立。
2016年12月26日	IR推進法が施行。
2018年4月	政府がIR実施法案を閣議決定。当面は全国3カ所を上限にIRを整備し、日本人と国内に居住する外国人から入場料6,000円を

徴収する。

2018年6月19日 衆議院本会議にてIR実施法案が賛成多数で可決。

2018年7月20日 参議院本会議にてIR実施法案が賛成多数で可決・成立。

2023年4月 政府は第1号のIR計画として大阪府・市が申請したIR整備計画を認定した。

(資料) 各種公表資料をもとに日本不動産研究所作成

図2-1 カジノ有力候補地及び撤退表明済み都市

状況	所在地	エリア
認定	大阪府 大阪市 夢洲	2023年4月に大阪府と大阪市の整備計画を認定。2030年の開業を目指す。事業者は米MGMリゾート・インターナショナルとオリックスの共同グループ。
継続審査	長崎県 佐世保市 ハウステンボス	大阪と同じタイミングで計画を提出したが、「継続審査」と決定。事業者はオーストリア国営企業傘下のカジノ・オーストリア・インターナショナル・ジャパン。
誘致表明	東京 港区 お台場	1999年、石原元知事が「お台場カジノ構想」を唱えた。東京都の小池知事は都としてのIR誘致の是非について総合的に検討との立場を説明している。
中止又は撤退	和歌山県 和歌山市	2022年和歌山県県議会は国への申請を反対多数で否決。和歌山市はIR誘致に同意していた。
	愛知県・常滑市 中部国際空港島	2019年に誘致を発表したが、国への整備計画の申請をしない方針を固めた。新型コロナウイルスの影響で、検討事業者の経営が悪化等していた。
	愛知県 名古屋市 金城ふ頭	2018年頃市長が意欲を示したが、具体的な活動は行っていない。
	神奈川県 横浜市 山下ふ頭	2021年横浜市長選があり、IRの誘致に反対する新市長が誕生。早速IRの誘致を撤回する手続きが進められた。
	北海道 苫小牧市・留寿都村	2019年11月北海道知事がIR誘致断念を表明

千葉県 千葉市 幕張	2020年1月千葉市長がIR誘致見送りを表明
------------------	------------------------

(資料) 各種公表資料をもとに日本不動産研究所作成

現在、大阪府と大阪市の整備計画が、日本で唯一政府の認可が下りている計画である。大阪市内の人工島の夢洲にIRを建設する計画で、延べ床面積は77万㎡。運営事業者はアメリカのIR運営会社、「MGMリゾート・インターナショナル」の日本法人や「オリックス」のほか、地元企業などが出資する「大阪IR株式会社」。

初期投資額は1兆800億円で、年間の来場者は2,000万人、IR全体の売り上げは約5,200億円を見込む。売り上げの8割はカジノ収益を想定している。

図 2-2 [ IR を整備するエリアの現状 ]

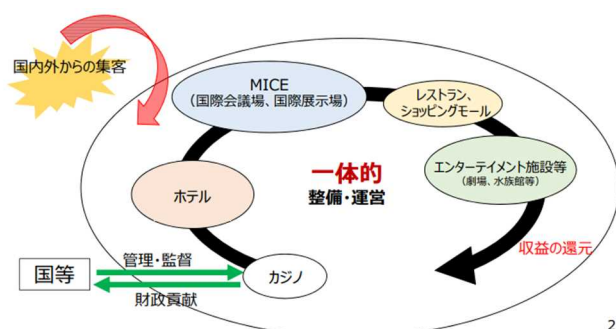


(資料) Googlemap

## 2.4 IRのビジネスモデル

IRはカジノ施設及び会議場施設、レクリエーション施設、展示施設、宿泊施設その他の観光の振興に寄与すると認められる施設が一体となり運営されている。多くの収益はカジノから得られており、国際会議場やレクリエーション施設はいわばカジノの集客のために設けられているともいえる。IR施設内で長時間滞在し、消費を行うことが前提となるビジネスモデルである。

図 2-3 IR 運営の全体構造



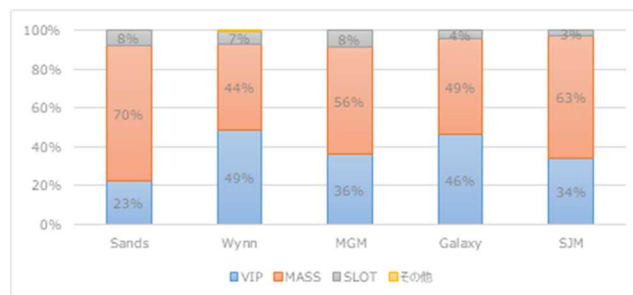
(資料) 特定複合観光施設区域整備推進本部事務局

## 2.5 IR 運営を収益面で支えるカジノビジネス

IR 運営を収益面で支えるカジノビジネスについて、世界最大のIR市場であるマカオの例から整理する。「図 2-4 運営業者別のカジノ売上内訳 (2019年)」は、新型コロナウイルス感染拡大前におけるマカオの各運営事業者別カジノ売上げの内訳を示している。カジノの収支構造は、少数のVIP顧客が売上げの20~50%といった大きな割合を占めている。

カジノの収益構造を整理すると、VIPテーブル、MASSテーブル、スロットマシンに分かれ、収益の合計はGross Gaming Revenue(GGR)と呼ばれる。VIPテーブルでは、顧客の賭け金額に相当するVIPローリングチップ(VIP Rolling Chip)または、VIPターンオーバー(VIP table games turnover)のうち、2.5~3.5%程度がカジノ運営事業者の営業収益となる。VIPローリングチップとはVIP顧客向けのサービスで使用されるチップ収益を指し、VIP顧客は賭ける際にローリングチップを購入し、賭けに勝つと通常のチップで還元される。ローリングチップは購入額に応じて総額の一部のキャッシュバックを受けることができる。事業者は顧客の取り込みを図ることができ、顧客にとってはキャッシュバックを得ることができ、相互にメリットがあるためマカオで普及している制度である。MASSテーブルでは賭け金(Main floor table games drop)のうち20%~25%が収益となり、Slotでは、5%~6%程度が収益となる。これらを合計がGGRである。

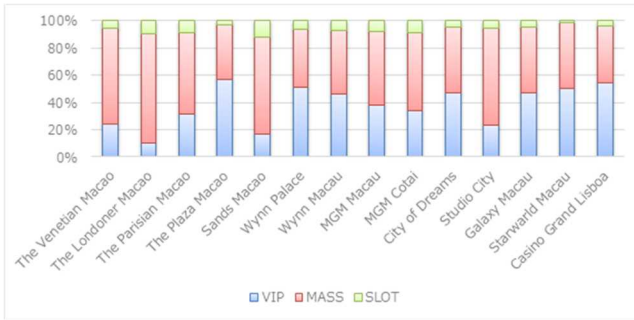
図 2-4 運営業者別のカジノ売上内訳 (2019年)



(資料) 各社公表資料をもとに日本不動産研究所作成

各施設のカジノ営業収益の構成割合を示すと図 2-5 のとおりである。10施設の平均値はVIP売上が38%、MASS売上が56%、Slot売上が6%であり、全体的に一般顧客(MASS顧客)の収益の割合が高い。特に、SANDS CHINAが運営する複数物件は多くが一般顧客からの収益が柱となっている。

図 2-5 施設別の GGR 内訳 (2019 年)



(資料) 各社年次報告書をもとに日本不動産研究所作成

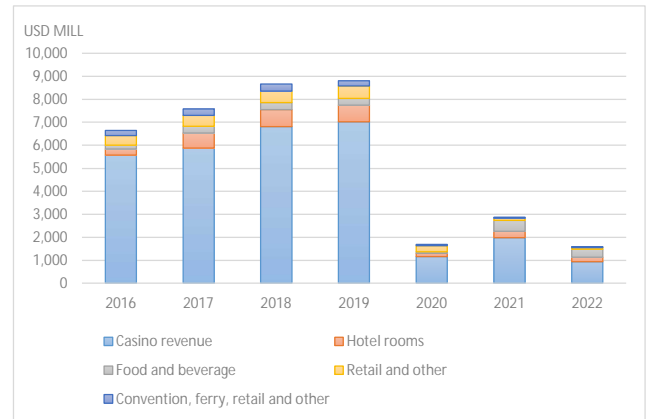
## 2.6 新型コロナウイルスが IR 事業収益に与えた影響

図 2-6 は米ラスベガスサンズの子会社でマカオを中心に IR 事業を行う、Sands China の決算書から Total operating revenues の推移を示したグラフである。新型コロナウイルス感染拡大前の 2019 年には約 88 億 USD の Total operating revenues の実績があったところ、2020 年には前年比 80% 減と大幅に減少している。その後も回復はみられず、2022 年には 2019 年との比較においては、約 82% 減と更に厳しい状況に陥った。その内訳を見ると、Casino が 83%、Hotel rooms が 80%、Food and Beverage が 80% Retail and other が 49%、Convention, ferry, retail and other が 80% と落ち込んでおり、Retail and other 以外は概ね 80% と、全体的に大幅な減少が目立っている。

マカオの IR は主に中国人富裕層によって支えられてきたが、新型コロナウイルス感染拡大後、中国政府は中国からマカオへの団体および個人旅行ビザの発給を停止し、香港政府は香港-マカオ間のフェリーの運航を停止した。また、マカオ政府は感染状況に応じて娯楽施設の閉鎖や、カジノの人数制限などを求めた他、入境制限も行われていたため、コロナ禍での事業に大きな影響を与えた。

ただ、足元では、中国のコロナ規制等が緩和され、フェリーの運行も徐々に再開されたことで、2023 年の春節にはマカオへの域外からの観光客は大幅に回復し、春節時には 7 万人を超える入境者数を記録する日もみられた。マカオ全体のカジノ収入は 1 月～5 月累計で前年同期比 +172.9% と順調に回復している。

図 2-6 Sands China の Gross Revenue 推移



(資料) Sands China Ltd. 公表資料をもとに日本不動産研究所作成

## 3. Annual Report を用いた投資回収期間の分析

上述のとおり、日本ではまだ IR がないため評価のノウハウは少ない。IR は一般的に運営事業者から事業収支実績の開示を受けることが困難で、また、ヒアリングの実施も難しい。更に、物件が少なく、取引機会も少ないため、評価に際しては不詳な点が多いといえる。

そこで、今後の評価方法の検討の一環として、多数ある IR の評価上の論点のうち、公表資料を分析し、運用期間中の毎期の収益の想定及び CAPEX の計上に係る想定についての参考とする。

### 3.1 用いる資料

複数の IR に係る運営事業者の Annual Report を利用した。

### 3.2 分析手順

上記の収集した資料を用いて以下の手順で分析を行う。

マカオ及びシンガポールにおいて、カジノを運営している 8 社 (マカオ 6 社、シンガポール 2 社) の Annual Report を収集する。収集年は各施設の開業前後から新型コロナウイルス感染拡大前の 2019 年。Annual Report に記載の EBITDA を物件ごとに抜き出し時系列に整理する

Annual Report から各施設の初期投資額を抽出

Annual Report から各施設の追加投資額を抽出

追加投資には建物のほか、土地 (所有ではなく、借地のケースが多いと考えられる) に係る権利金の追加支払いが必要になる場合があることに留意する。

施設ごとの EBITDA の累計値と投資額を比較し、投資回収年を把握する。

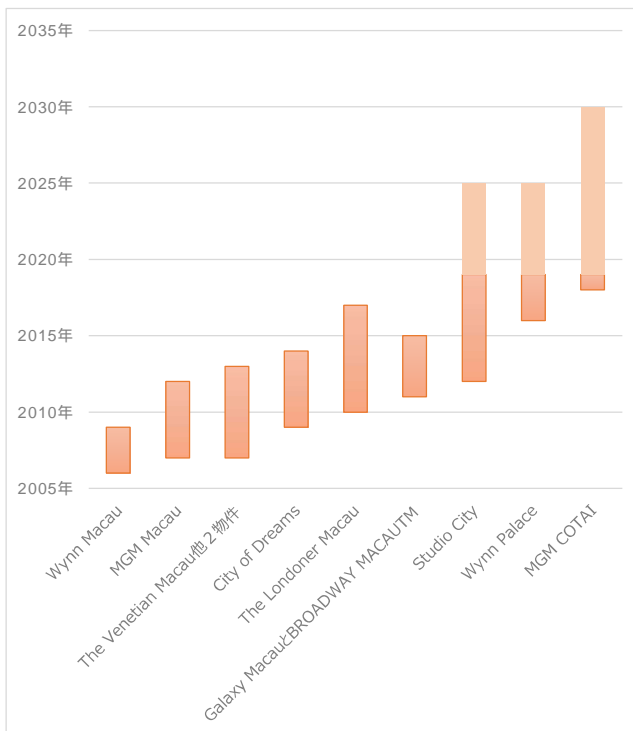
#### 4. 分析結果

上記の方法で分析した結果を図 4-1 に示す。投資回収期間が最も短期間である IR は 3 年、最も長期間の施設は 7 年、更に未回収の施設も 3 物件ある。未回収の施設については、コロナ禍前の 2019 年の EBITDA を基準として、未回収分のその後の投資回収期間を推定した。

分析結果によると、既に回収済みの施設については、概ね 5 年前後で投資回収をしているが、早期に市場に参入した施設ほど早期に投資を回収しており、市場参入が遅いほど投資回収期間は長期化する傾向がみられた。

また、併せてシンガポールに所在する 2 施設について、同様に投資回収期間を分析したところ、どちらも開業から 6 年で回収済みであった。なお、アメリカに所在する施設の投資回収年数は概ね 15 年程度である。アメリカでは IR も REIT 物件として運用されており、多くはないものの取引が行われている。アメリカは大小様々な規模のカジノ及び IR が多数運用されており、不動産としての市場がマカオやシンガポールに比べ成熟しているため、投資回収期間も 15 年程度と、やや長めである可能性が指摘できる。なお、日本のホテルの投資回収期間は一般的に 20 年弱程度と言われており、日本においても IR も市場が次第にホテル等の他のアセットの投資回収期間に近づく可能性がある。

図 4-1 マカオ各 IR の投資回収期間



(資料) 各公表資料をもとに日本不動産研究所作成

(注) 濃いオレンジは実績値、薄いオレンジは未回収の物件について 2019 年の EBITDA を元に算出した投資回収までの期間

図 4-2 シンガポール各 IR の投資回収期間

番号	施設名称	投資回収期間	開業年
A	Marina Bay Sands	6年	2010年
B	Resorts World Sentosa	6年	2010年

(資料) 各公表資料をもとに日本不動産研究所作成

#### 5. 結論

##### 5.1 考察

以上の分析により、IR には先行者利益 (英訳時のため、専門用語を備忘で記載: first-mover advantage) があることが分かった。特に、初期に開業した施設は 3 年と、極めて短期間で投資を回収しており、比較的評価事例が多いホテルなどの事業用不動産と比較しても早期に投資回収が可能であることを示している。一方で、開業時期が遅い物件ほど、投資に回収に係る期間は長期化している。この要因としては、利用客が各施設に分散され、競争が激化している可能性。マカオにおいては 2014~2015 年にかけて、中国政府による反汚職取り締まりや、中国本土からの観光客の入国ビザ強化の影響を受けた可能性、建築費等の価格が上昇している可能性が考えられる。については、他のエリアの IR でも同様に検証が必要となる事項であるため、対象不動産の市場参入時期を把握する必要がある。また、アメリカでの投資回収期間については分析をおこなっていないものの、各国における IR 市場の成熟度による投資回収期間の違いについても検証する必要あり、対象不動産が存する市場を把握することが必要となる。

##### 5.2 まとめ

上記の分析を踏まえると、評価上、以下の点で活用が可能であると考えられる。なお、様々な類型によって様々な活用方法が考えられるが、ここでは、運用中の借地権付建物 (建物は自用、不動産と密接不可分なカジノ営業に係る権利を含む) について記載している。

- ・ CF の実績がない新規開業物件或いは実績が不詳の物件である場合に、どの程度の期間で回収可能か把握し CF の収益部分の評価の参考とする
- ・ CF の実績がない新規開業物件或いは実績が不詳の物件である場合には、どの程度の期間で CAPEX の積み立てや追加投資ができるのかなど、より詳細な想定が可能となる。
- ・ CF の実績がない新規開業物件或いは実績が不詳の物件である場合に、競合物件がどの時期に市場に参入したかを把握することによって、比較可能な競合物件を洗い出すことが可能となる。

## 6. 今後の課題・評価に当たっての留意点

上述のとおり、IR は基本的に収支実績の提供やヒアリング実施が難しいケースが想定されるため、Annual Report が公開されている場合には、これを分析して査定の参考とするほかない。今後日本でも IR の計画が進んでいくが、ノウハウがないため、既に IR 施設が運営されている国・地域での経験を参考にしながら、今後の検討が必要となる。IR は事業用不動産であり、収益の個別差が大きいいため、比較する物件の市場参入時期等の各種諸条件のほか、以下のような点については今後の検討が必要となる。

多くの国や地域では、IR についてカジノの運営に参入障壁を設けている。そのため、同じ事業用不動産であったとしても一般的なホテル等とは異なり、カジノコンセッションと運営事業者とは一体性が強いいため、IR の不動産としての価値は、より企業価値に近いといえる。こうした特性を踏まえると、評価に当たっては、企業価値評価と不動産価値評価の違いに特に留意すべきである。その特徴としては、規模の経済が働くため、その IR 単体のみならず、同一の運営事業者が運営する複数の IR 施設のソフト面とハード面（ペDESTリアンデッキで接続するといった）の両面において相互に補完し合いながら運営することで、収益率を高めている可能性があることについて留意する必要がある。また、コンセッション付与時の投資計画からみて、単体の不動産とみれば、収益率が低い場合があることも可能性としては否めないため合わせて留意が必要である。不動産の事業に対する寄与度という観点では、本件において分析した各施設はいずれも施設の収益性に大きな違いはないと考えられる。つまり、全体の企業としての事業の中で、本社経費のようにいくら各不動産に配分すべきかという位置づけであるのかもしれない。事業用不動産の中でも特に企業価値に近い評価になることを踏まえて、実際の不動産の評価に当たっては、更に論点を深めていく必要がある。

この論文は、日本不動産研究所の評価方針を規定（又は予定）しているものではなく、発表者の個人的な分析に基づく見解です。

## 7. 参考文献

Jang, S-C(S). and Yu, L. (2002) “Analysis of Return on Hotel Investment: A Comparison of Commercial Hotel Companies and Casino Hotel Companies”, Journal of Hospitality & Tourism Research 26(1).

Lenhoff, D. C. and Brooks, D. J. (2017) “Valuation of Casinos: Risky Business”, The Appraisal Journal 85(3).

Wiley, J. A. and Walker, D. M. (2009) “Casino Revenues and Retail Property Values: The Detroit Case”, Journal of Real Estate Finance and Economics 42(1).

以上