

不動産 投資 レポート

コワーキングスペース「WeWork」 の事業収益性を考える

金融研究部 准主任研究員 原田 哲志
(03)3512-1860 harada@nli-research.co.jp

1—はじめに

米国「The We Company」社は、2010年2月に創業し、オフィス環境を提供するコワーキングスペース「WeWork」を運営している。同社は2019年8月にナスダック市場への上場申請を行った。しかし、同社CEOの問題を中心にガバナンス、事業収支などについて投資家から疑念を指摘する声が相次いだ。

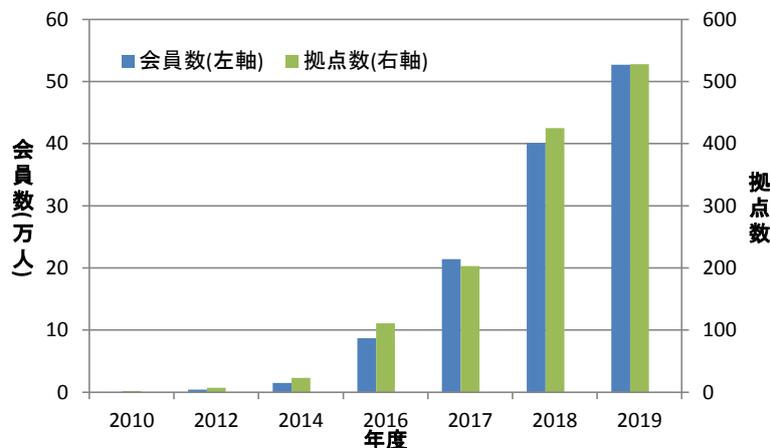
こうしたこともあり、同社の共同創業者 Adam Neumann 氏(以下 Neumann 氏)は2019年9月、「事業はかつてなく好調だが、自身への詮索が大きな障害となっている。」として最高経営責任者(CEO)を辞任し、執行権のない会長職に退いた¹。また、同社は中核事業の再建に注力するため、IPOの延期を決定した。

拡大を続けてきた「WeWork」は岐路に立たされている。本稿では、「WeWork」の現状と今後について考えてみたい。

2—「WeWork」とは

まず、「WeWork」の概要について簡単に説明する。コワーキングスペース「WeWork」を運営する「The We Company」社は2010年に米国で設立された。同社は急速に事業を拡大しており、2019年6月末時点で111都市・528拠点で、52.7万人が利用している(図表1)。同社は日本においても2017年7月にソフトバンクグループ(SBG)と合弁会社「WeWork Japan」を設立し、事業展開している。

図表1 「WeWork」の拠点数・会員数の推移



(注) 2019年の会員数・拠点数は6月末時点の数値を示す。
(出所) The We Company 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

¹ 2019年10月、Neumann氏は会長職を辞任した。

「WeWork」はオフィスを利用する会員同士を結びつけるコミュニティ・プラットフォームを特徴としている²。「WeWork」では、コミュニティの構築や円滑なコミュニケーションを促すSNS機能を持つアプリを提供し、同アプリを通じて、利用拠点だけでなく世界中の会員とつながることができる。また、各拠点にコミュニティマネージャーを配置し、コワーキングスペース内のコミュニティの活性化を促している。

「WeWork」のコミュニティ・プラットフォームは単に会員同士の関係を構築するだけでなく、求人や業務のアウトソーシングといった会員間の取引につながることで、会員はビジネス上の課題解決や新たなビジネスチャンスを獲得することができるとしている。

3—「WeWork」の現状

1 | 「WeWork」に対する指摘事項

このように、「WeWork」はコミュニティ・プラットフォームを特徴としてコワーキングスペース事業を拡大してきた。2019年8月、「WeWork」はナスダック市場への上場のために米国証券取引委員会に証券登録届出書³を提出した。しかし、これを発端として、同社について多くの疑念を指摘する声が上がった(図表2)。

まず、ガバナンスについて、Neumann氏は保有する不動産を「The We Company」に貸付し、賃料を得ていることが指摘されている。また、Neumann氏は保有する同社株式を担保として金融機関から多額の借入れを受けている。こうした状況について、Neumann氏が会社を私物化しているのではないかと指摘がある。

次に、事業収支や財務リスクについて、「WeWork」は多額の損失計上を続けている。2019年上期の売上高が15.4億米ドル(1656億円⁴)であるのに対して、営業損失が▲13.7億米ドル(▲1477億円)となっている。また、「WeWork」はオフィス所有者から多くのオフィススペースをリース(日本における賃貸)しており、それに伴う多額のリース支払い債務(472億米ドル、5兆905億円)を負っている。その他、「WeWork」の企業価値を不動産テックとして高く評価することが妥当かという点や急速な事業の多角化に対する懸念もあった。

こうした指摘を受けて、「WeWork」に出資するSBGは追加出資や経営陣の刷新により事業を再建する方針を発表した。

図表2 「WeWork」に対する主な指摘

ガバナンス	利益相反の可能性がある取引: Neumann氏個人が所有する不動産をWeWorkに貸付し、賃料を受領 Neumann氏個人の投資のために、保有するWeWork株式を上場前に大量に売却
事業収支・財務リスク	事業損失(2019年上期の売上高15.4億米ドルに対して営業損失13.7億米ドル) 既存拠点の賃貸契約に係る多額のリース支払い債務
その他	テック企業としての企業価値評価への疑問 シェアハウス事業や教育事業への進出による急速な多角化

(出所) The We Company 公表資料及び新聞報道などをもとにニッセイ基礎研究所作成

² 佐久間 誠『WeWorkのビジネスモデルと不動産業への影響の考察』(ニッセイ基礎研究所、ニッセイ基礎研究所報、2018年7月11日)

³ 証券登録届出書とは、米国において新規株式公開(IPO)を行う企業が米国証券取引委員会に提出する開示書類である。証券登録届出書は米国証券取引委員会の運営する開示システムを通じて一般投資家に開示される。

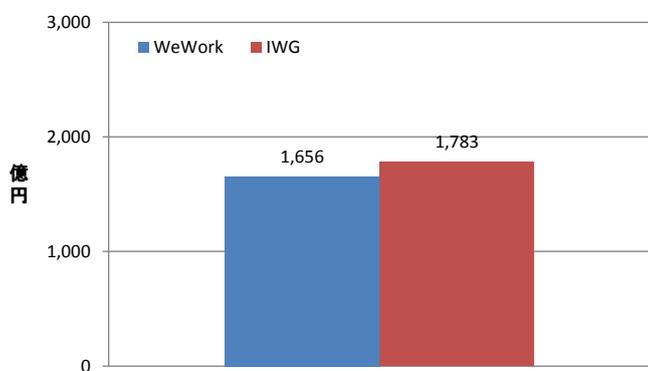
⁴ 以下、2019年6月末時点の為替レートを適用。

2 | 「WeWork」と「IWG」を比較する

以下では、「WeWork」の事業収益性について、同業大手の英国「IWG⁵」と比較したい。図表3、4、5は「WeWork」と「IWG」の2019年上半期の事業収支と時価総額を示している。まず、売上高は「WeWork」が15.4億米ドル(1656億円)、「IWG」が13.0億英ポンド(1783億円)で、両社の売上高はほぼ同程度である(図表3)。次に、営業損益は「WeWork」が▲13.7億米ドル(▲1477億円)、「IWG」が1.5億英ポンド(203億円)である(図表4)。「IWG」が黒字であるのに対して、「WeWork」は売上高に匹敵する損失を計上している。

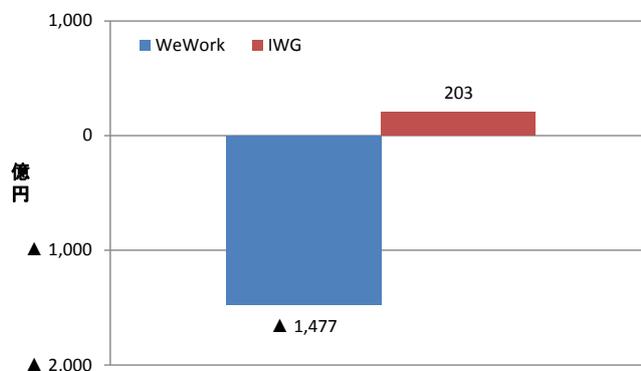
最後に、時価総額は「WeWork」が470億米ドル(5兆690億円)である一方で、「IWG」が30.5億英ポンド(4173億円)にすぎない⁶(図表5)。「WeWork」の売上高は「IWG」と同程度、営業利益はマイナスであるにもかかわらず、時価総額は「IWG」の約12倍も評価されていたことになる。

図表3 「WeWork」と「IWG」の2019年上期売上高(億円)



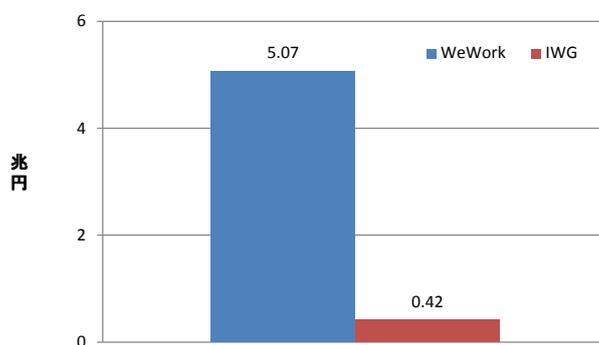
(出所) The We Company、IWG 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

図表4 「WeWork」と「IWG」の2019年上期営業損益(億円)



(出所) The We Company、IWG 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

図表5 「WeWork」と「IWG」の時価総額(2019年6月末時点、兆円)
(「WeWork」の時価総額はSBGによる評価額)



(出所) The We Company、IWG 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

⁵ 「Regus」ブランドで、120カ国・3000以上の拠点をレンタルオフィス、コワーキングスペースを提供する多国籍企業。

⁶ その後、SBGはWeWorkへの追加出資に際して、評価額を80億米ドルに引き下げた。

3 | 「WeWork」の費用内訳

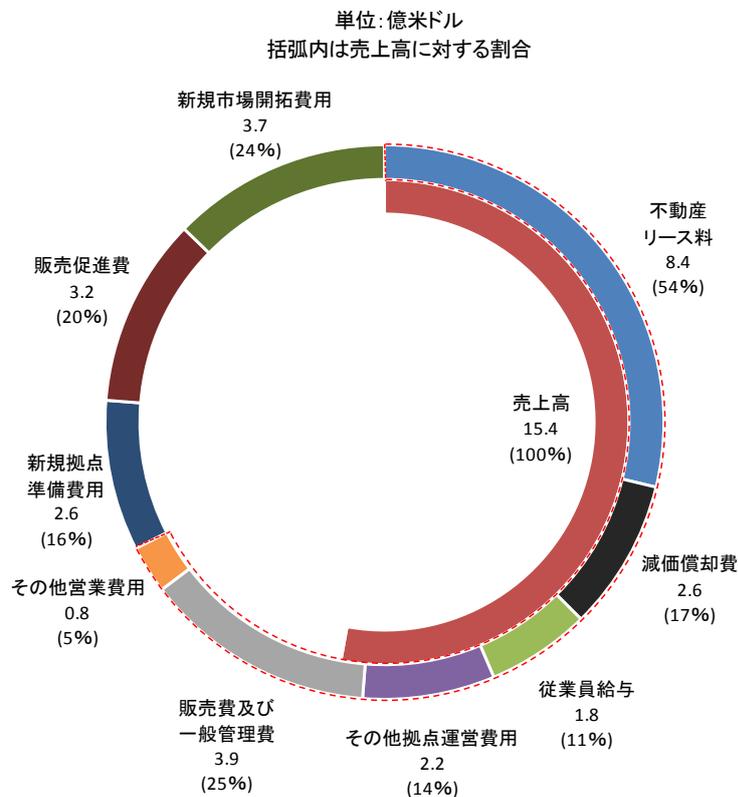
それでは、なぜ「WeWork」は巨額の損失を計上しているのだろうか。これについて、「WeWork」は次の理由を挙げている。

- ✓ 新規拠点の開設など、事業拡大に向けた先行投資費用
- ✓ 開設から間もない拠点は、収益化に時間を要する

そこで、以下では「WeWork」の費用項目を確認したい。図表6は「WeWork」の2019年上半期営業費用の内訳を示している。売上高15.4億米ドル(1656億円)に対して、営業費用は▲29.0億米ドル(▲3133億円)である。その内訳は、①「不動産リース料」、②「減価償却費」、③「従業員給与」、④「その他拠点運営費用」、⑤「販売費及び一般管理費」、⑥「その他営業費用」、⑦「新規拠点準備費用」、⑧「販売促進費」、⑨「新規市場開拓費用」となっている。

これらの項目について、「①～②」を「オフィススペースの確保に係る費用」、「③～⑥」を「既存スペースの運営費用」、「⑦～⑨」を「新規スペースの拡大費用」と定義すると、「オフィススペースの確保に係る費用」が▲11.0億米ドル(売上対比71%)、「既存スペースの運営費用」が▲8.7億米ドル(売上対比55%)、「新規スペースの拡大費用」が▲9.5億米ドル(売上対比60%)となる。このことから、「WeWork」は「新規スペースの拡大費用」を除いた既存事業の費用合計が▲19.6億ドル(売上対比128%)となり、既存事業の費用だけで売上高を上回っていたことになる。

図表6 「WeWork」の営業費用の内訳(2019年上半期)



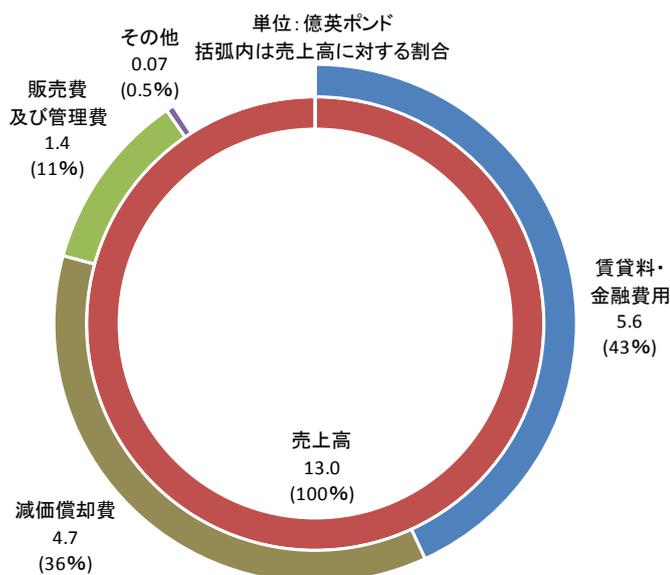
(出所) The We Company 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

次に、「WeWork」の費用内訳を「IWG」と比較する。図表7は「IWG」の2019年上半期営業費用内訳を示している。売上高13.0億英ポンド（1783億円）に対して、営業費用は▲11.84億英ポンド（▲1621億円）である。その内訳は、①「賃貸料・金融費用」が▲5.6億英ポンド（▲768億円）、②「減価償却費」が▲4.7億英ポンド（▲644億円）、③「販管費及び一般管理費」が▲1.4億英ポンド（▲198億円）、④「その他」が▲0.07億英ポンド（▲9億円）であり、「オフィススペースの確保に係る費用（①～②）」は▲10.3億英ポンド（売上対比79%）となっている。つまり、「オフィススペースの確保に係る費用」だけを見ると、売上対比で「WeWork」（71%）は「IWG」（79%）を下回っていることが分かる。

- ✓ 「オフィススペースの確保に係る費用」は必ずしも高額とは言えない
- ✓ 「既存スペースの運営費用」と「新規スペースの拡大費用」が高額で赤字の要因である

事業の黒字化にはこれらの費用を見直す必要があり、「WeWork」は拠点開設の凍結や人員削減など運営費用の削減計画を発表している。ただし、「WeWork」の提供するコミュニティ・プラットフォーム機能や、快適で生産性を高めるオフィス空間の提供は同社の競争力の源泉である。費用削減によってその魅力が損なわれてしまうと、他社との差別化が難しくなるリスクがある。

図表7 「IWG」の営業費用の内訳(2019年上半期)



(出所) IWG 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

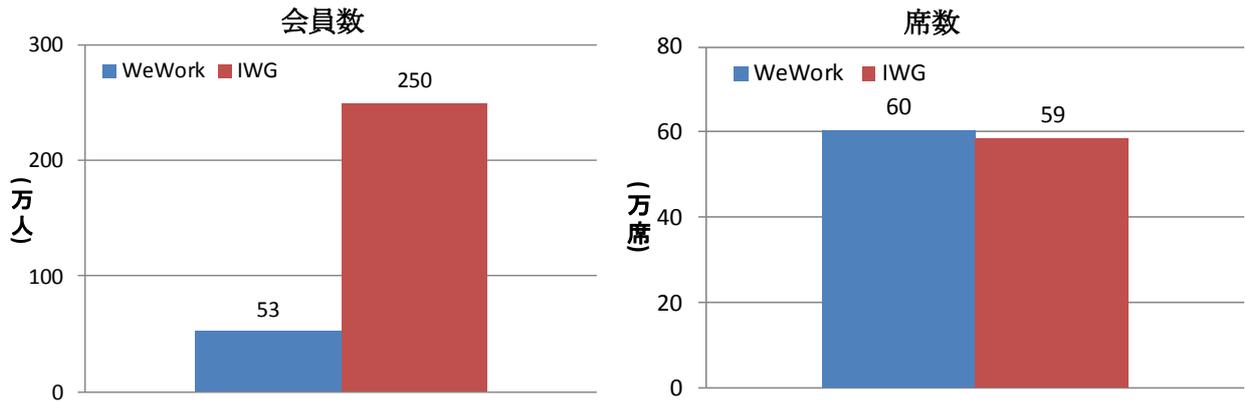
4 | 新規拠点の収益化を考える

続いて、「開設から間もない拠点の収益化」について考えてみたい。「WeWork」は、新規拠点の稼働率が上昇し収益化するには2年が必要としている。

図表8は「WeWork」と「IWG」の会員数と席数を比較したものである。席数については「WeWork」が約60万席、「IWG」が約59万席、会員数については「WeWork」が約53万人、「IWG」が約250万人となっている。「WeWork」の席数が「IWG」と同程度一方で会員数は1/5にとどまり、席数に対して会員数が少ないと言える⁷。

⁷ コワーキングスペースが提供する座席は、専用型の座席と共有型の座席に大きく分けることができる。専用型の座席は特定の会員が占有し、利用する。一方で、共有型の座席は一つの座席を多数の会員が共有して利用する。このため、コワーキングスペースでは、会員数が席数を上回るのが一般的であり、大きく上回っているのは好調な状況とみられる。

図表8 「WeWork」と「IWG」の会員数と席数

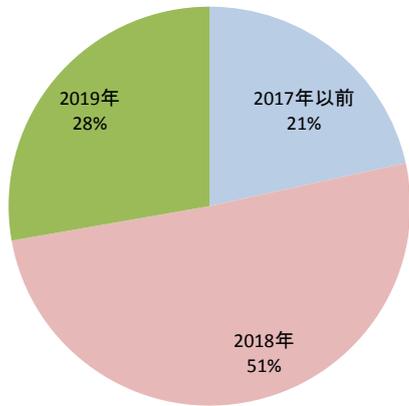


(注) 2019年6月末時点

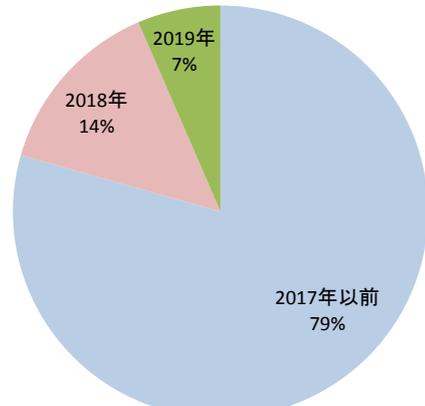
(出所) The We Company、IWG 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

「WeWork」の座席の開設時期を見ると、2017年以前が21%、2018年が51%、2019年が28%となっている(図表9)。これに対して、「IWG」の開設時期は、2017年以前が79%、2018年が14%、2019年が7%である(図表10)。「WeWork」は「IWG」と比較して、開設から間もない座席が多くを占めている。また、図表11は「IWG」の開設時期別の稼働率及び損益状況を示している。2017年以前に開設された座席の稼働率は75.2%、2018年は50.3%、2019年は26.5%である。通常、開設から間もない座席の稼働率は低く、会員の募集には相応の年月が必要であることが分かる。損益をみても開設から間もない座席は赤字となっている。これは、開設から間もない座席が多くを占める「WeWork」にとって、今後の稼働率上昇に伴い収益が改善に向かう可能性はあると言える。

図表9 「WeWork」の座席の開設時期別割合



図表10 「IWG」の座席の開設時期別割合



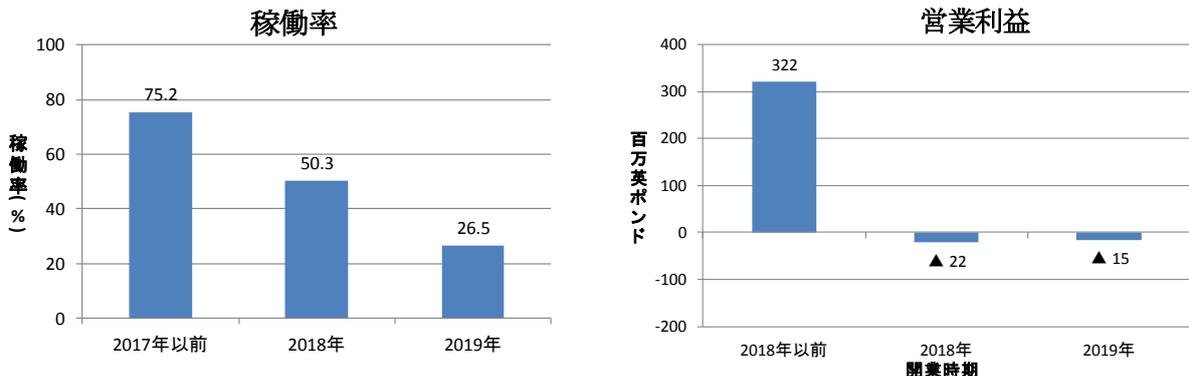
(注) 各年度の座席数から前年度の座席数を差し引いて試算。

(出所) The We Company 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

(注) 2019年6月末時点

(出所) IWG 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

図表11 「IWG」の開設時期別の稼働率及び収益(座席ベース)



(注) 2019年6月末時点

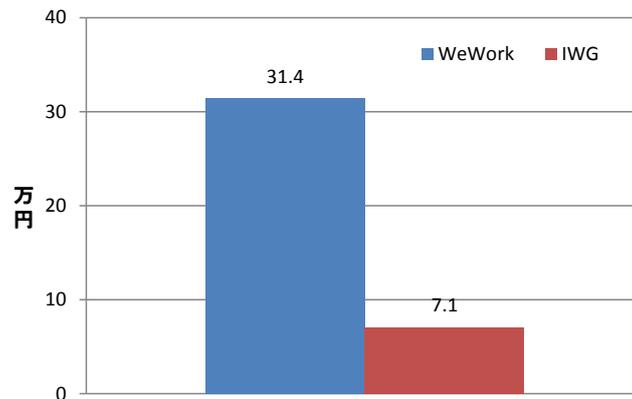
(出所) IWG 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

4—会員当たり売上高を比較する

「WeWork」の特徴として、会員当たりの売上高が大きいことが挙げられる。2019年上半期の会員当たり売上高を比較すると、「IWG」が520英ポンド(7.1万円)であるのに対して、「WeWork」が2,913米ドル(31.4万円)であり、「IWG」の4.4倍となっている(図表12)。これは、以下の理由が考えられる。

- ✓ 都市中心部への集中
- ✓ 大規模な拠点
- ✓ コミュニティ・プラットフォーム、ブランド価値

図表12 「WeWork」と「IWG」の会員あたりの売上高(2019年上期)



(出所) The We Company、IWG 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

<都市中心部への集中>

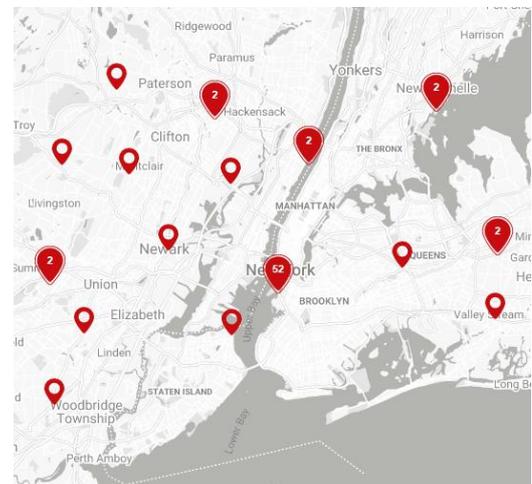
ニューヨーク市周辺部を例にすると、「WeWork」が都市中心部に集中して拠点を開設しているのに対して、「IWG」は郊外にも広く拠点を開設している(図表13、14)。一般に、都市中心部はオフィス賃料が高いため、「WeWork」の会員当たり売上高が「IWG」より高くなっている可能性が考えられる。

図表13 ニューヨーク市周辺の「WeWork」拠点の分布



(出所) The We Company Web サイト

図表14 ニューヨーク市周辺のRegus (IWG) 拠点の分布

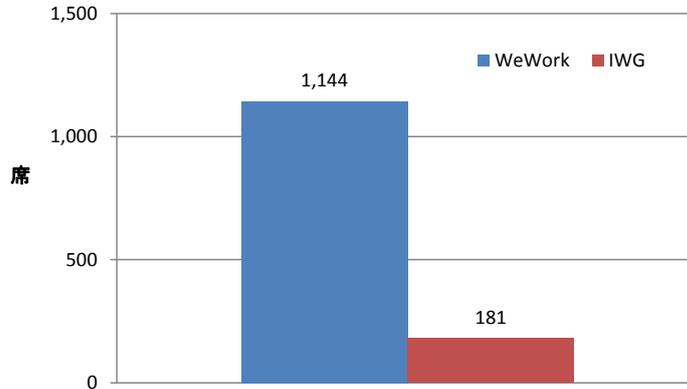


(出所) IWG Web サイト

<大規模な拠点>

図表15は、「WeWork」と「IWG」の拠点あたり座席数を示している。拠点あたりの座席数は「WeWork」が1144席、「IWG」は181席であり、「WeWork」の座席数が「IWG」の6.3倍となっている。大きな拠点を開設するには、1フロア面積の大きいオフィスビルが必要となる。一般的に、大規模ビルは賃料が高いため、「WeWork」の会員当たり売上高が「IWG」より高くなっていると考えられる。

図表15 「WeWork」と「IWG」の拠点あたり席数



(注) 2019年6月末時点

(出所) The We Company、IWG公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

<コミュニティ・プラットフォーム、ブランド価値の提供>

「WeWork」は会員を結び付けるコミュニティ・プラットフォームなどのサービスやグレード感、快適性の高いオフィス空間を提供している(図表16)。こうした他社にはない付加価値の提供が「WeWork」のブランド価値を高め、顧客および投資家を惹きつけてきた。

- ✓ 植栽などインテリアを多く配置し、オフィスのデザイン性、グレード感といった魅力を高める
- ✓ オフィス内に階段を配置し、立体的な空間を演出
- ✓ サービス・アメニティなどの充実により、利用者の快適性を高める

図表16 「WeWork」のオフィス風景



(出所) The We Company Web サイト

5—事業黒字化に向けて必要な会員数を試算する

「WeWork」は事業黒字化に向けて、新規会員の獲得に注力する一方で、新規拠点開設の凍結や人員削減など運営費用の削減計画を発表している。それでは、事業が黒字化、もしくは「IWG」と同水準の利益を確保するには、どれほどの会員が必要であろうか。以下に示す4つのケースについて、一定の前提条件⁸のもと、試算したい（図表17）。

- ① 現状の費用が変わらないケース（図中黒線）
- ② 「新規スペースの拡大費用」をゼロとしたケース（図中赤線）
- ③ 「新規スペースの拡大費用」をゼロ、「既存スペースの運営費用」を20%削減したケース（図中紫線）
- ④ 「新規スペースの拡大費用」をゼロ、「既存スペースの運営費用」を40%削減したケース（図中青線）

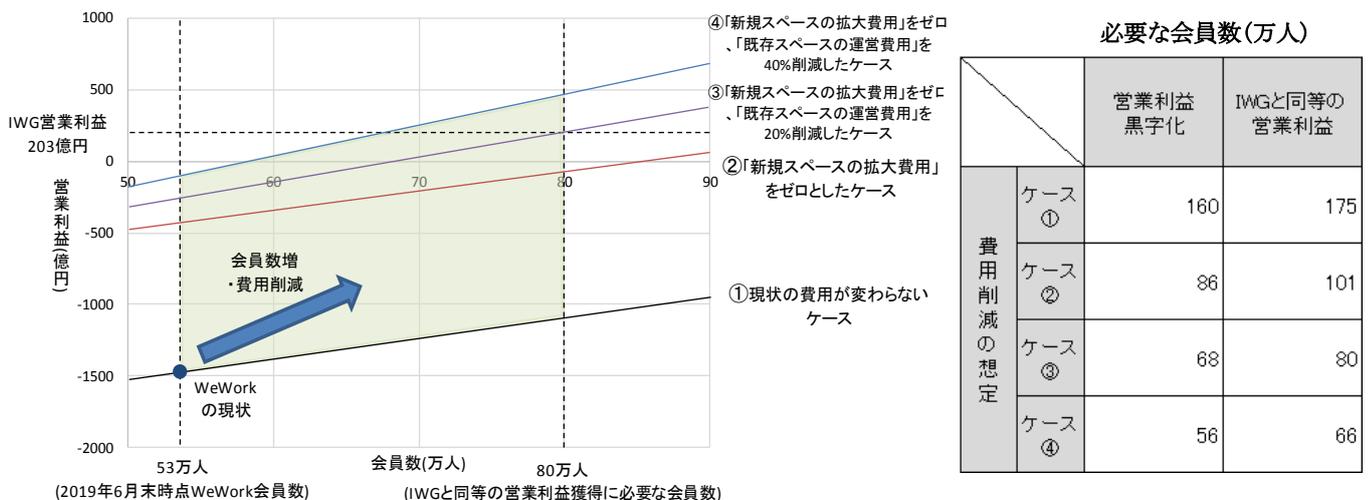
①のケースでは、黒字化には会員数が約160万人（現状比+201%）、「IWG」と同等の1.9億米ドル（203億円）の営業利益には175万人（現状比+230%）の会員が必要である。現状、黒字化には大幅な会員の増加が必要なことが分かる。

②のケース（新規開設を凍結）では、黒字化には会員数が約86万人（現状比+62%）、「IWG」の利益水準には101万人（現状比+90%）が必要となる。新規開設を凍結し事業拡大を停止したとしても、大幅な会員数の増加が必要である。従って現実的には「既存スペースの運営費用」の削減が必要となる。

③のケースでは、黒字化には会員数が約68万人（現状比+23%）、「IWG」の水準には約80万人（現状比+51%）が必要となる。「WeWork」では、従業員の約20%に相当する人員削減計画を発表した。仮に、人件費に加えて他の運営費用を20%削減できたとしても、会員数を現状の1.3倍～1.5倍に増加する取り組みが求められる。

④のケースでは、黒字化には会員数が約56万人（現状比+5%）、「IWG」の水準には66万人（現状比+24%）が必要となる。運営費用を40%削減できれば、早期の黒字化が達成できると言えそうだ。ただこの場合、「WeWork」の魅力、つまりブランド価値を失うリスクがある。

図表17 「WeWork」の営業利益黒字化に必要な会員数（試算）



（出所）The We Company、IWG 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

⁸ 試算にあたり、便宜上、「オフィススペースの確保に係る費用」を固定費、「既存スペースの運営費用」を変動費、会員当たり売上高は現行水準とした。

6—さいごに

本稿では、「WeWork」の事業収益性についてみてきた。「既存スペースの運営費用」と「新規スペースの拡大費用」が高額であること、「開設から間もない拠点多く、収益化に時間が必要であること」が、「WeWork」の赤字の要因であることを確認した。

事業収支の改善には会員数の増加とともに大幅な費用削減が必要となる。もともと、費用削減により、「WeWork」の提供するコミュニティ・プラットフォーム機能や快適で生産性を高めるオフィス空間の提供が困難となれば、他社との差別化が難しくなるだけでなく、「WeWork」のコーポレートアイデンティティやテック企業としての企業価値も失われてしまう。「WeWork」は収支の改善、会員への付加価値の提供、ブランド価値の維持など、難しいかじ取りが求められている。

(ご注意) 本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。