

キャピタル・アイ特別企画：財務担当に聞く

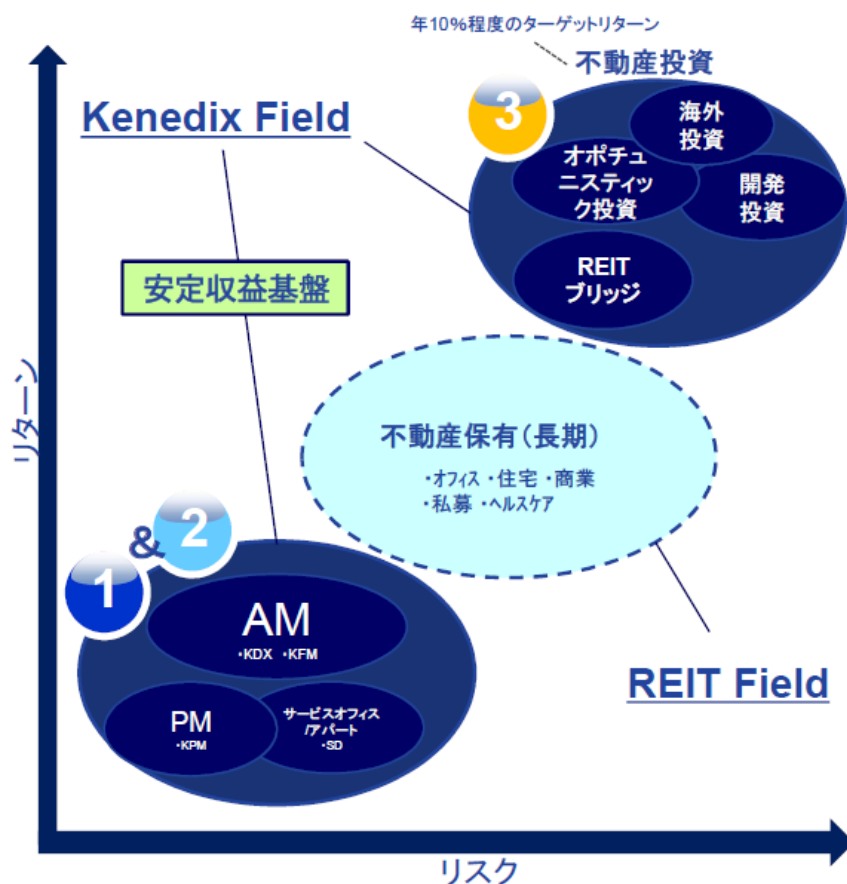
# ケネディックスの田島 CFO、嵐に負けないバランスシートに

創業 22 年目を迎えたケネディックス。傘下に 7 本のリートと私募ファンドを置く不動産投資会社として独自のポジションを確立している。リーマン・ショックなどの逆境をバネに、自らは資産を持たない「ケネディックスモデル」を実現し、強固なバランスシートを作り上げた田島正彦取締役 CFO に財務、経営戦略などを聞いた。



ケネディックス株式会社  
取締役 CFO 田島正彦氏

## ■ケネディックスの事業領域



## ■2種類のローンで負債をコントロール

——足元の財務状況はどうか

嵐が吹いてもびくともしないバランスシートが完成した。連結の自己資本比率は 47%超、自己資本は約 850 億円となり、この範囲内で積極的な投資ができています。2015 年 2～3 月にかけてコーポレートローンを全てリファイナンスし、3 年と 4 年、5 年、7 年、平均 4.5 年のローンに切り替えた。直近の借入金利はノンリコースローンが 1.17%、コーポレートローンが 1.33%。マイナス金利政策となり、今ならさらに低金利が適用されるかもしれないが、現状でうまく機能しているため、新たな調達や借り換えを行う考えはない。今のバランスシートを標準形とし、中期経営計画（2015～17 年）の達成に向けてこの状態を維持する。

重要なのは、有利子負債をコーポレートローンとノンリコースローンとに明確に分けてコントロールしていること。2016年9月末の有利子負債 773 億円のうちノンリコースローンは 554 億円と 7 割を占めている。残り 220 億円弱のコーポレートローンは 12 の銀行から調達している。ノンリコースローンは SPC を通じて借りているため、単体ベースの自己資本比率は 78.3% と非常にレバレッジが低い。

——ローンを分ける理由は

ケネディクスは自ら不動産を保有せず、グループが組成・運用するファンドが保有する「ケネディクスモデル」を柱としている。ノンリコースローンはケネディクスに遡及せず、借入れを行う SPC が返済義務を負う。一方、コーポレートローンはどの段階でも全額の返済義務を負い、不動産を担保にしても不足分は債務となる。

当社は 2012 年 12 月期に 100 億円超の赤字を計上して損を出し切り、“リフォーム”を終えた。2013～2015 年にかけて“トランスフォーム”で事業モデルを転換し、2016 年からは“パフォーム”のフェーズに入った。低リスクのアセットマネジメント (AM) とプロパティマネジメント (PM) などが生み出す収益からグループ全体の販間費を差し引いたものをベース利益とし、2016 年 12 月期はベース利益が 30 億円、不動産投資損益は 81 億円を見込んでいる。2017 年度は 40 億円のベース利益の目標を立てている。不動産市場は波があるが、220 億円程度のコーポレートローンであればベース利益のみで約 7 年で返済できるため、銀行は安心して資金を貸すことができていると考えている。

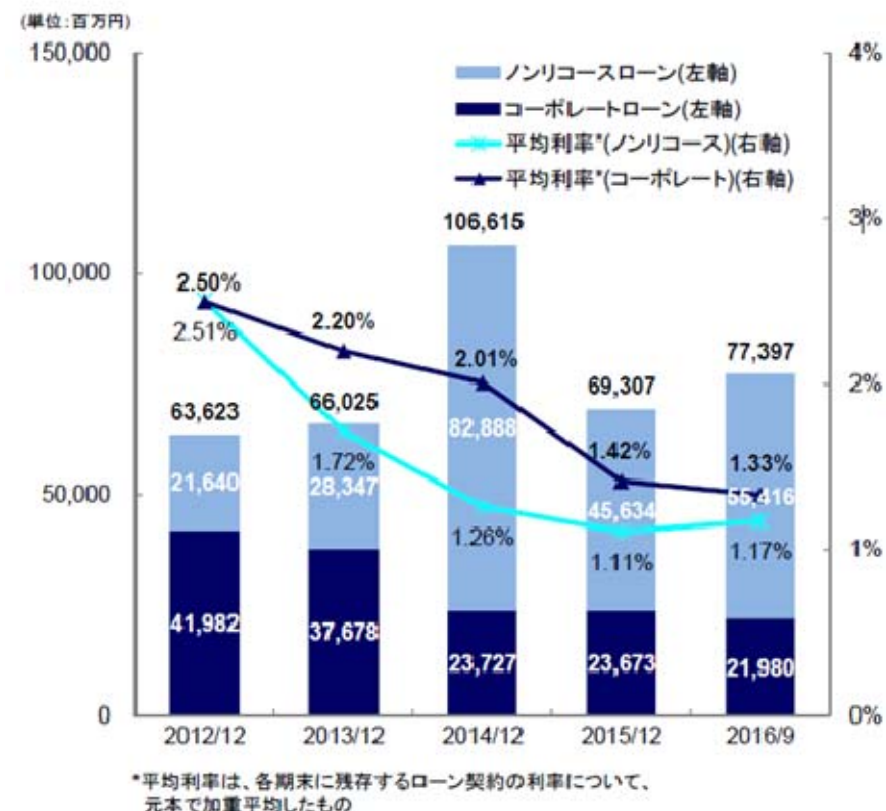
このような仕組みを構築したのは、リーマン・ショックの教訓があるからだ。2008 年 6 月には 1700 億円以上のコーポレートローンを抱えていた。金融危機が発生し、返済のために不動産を売却した。結果として底値で売った物件もあり、悔しい思いもある。こういうことが二度と起こらないようにした。

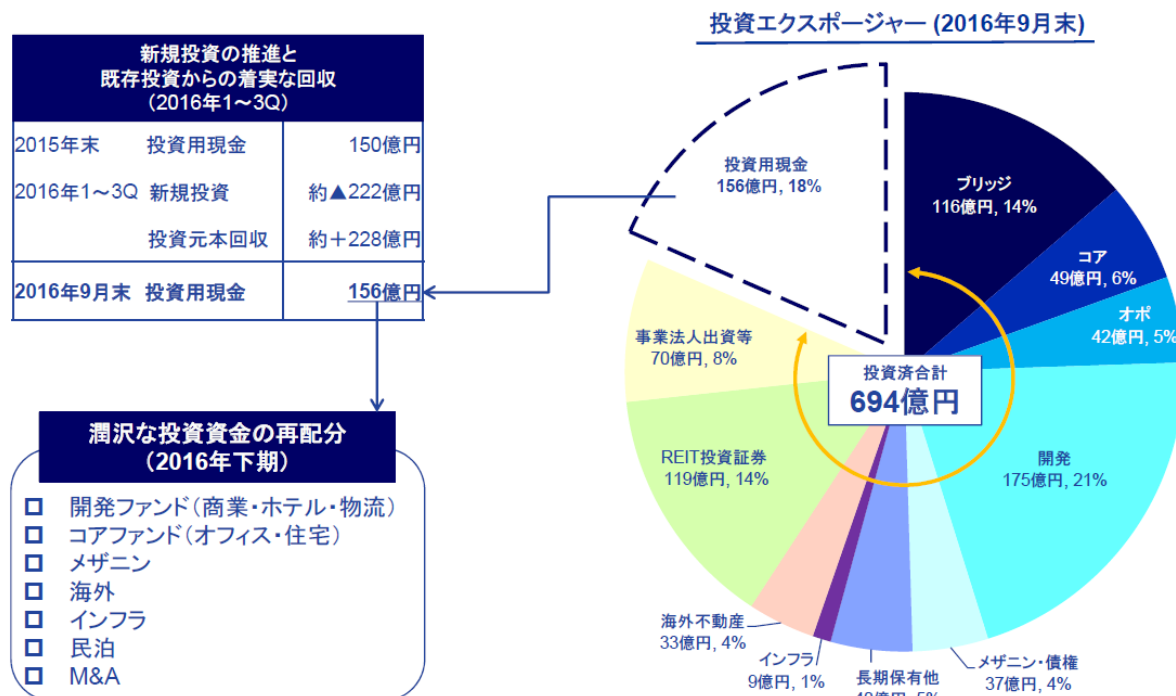
——前回の金融危機では、多くのカタカナ不動産が破綻した

当社も相当に苦労した。厳しい時期を乗り切ることができた理由を明確に表現することはできないが、資本市場と間接金融に支えてもらいながら社員も必死に頑張り、何とか踏みとどまることができた。売却できる資産を保有していたことも大きい。当時はオフィスと住宅を主力アセットとしており、金融危機が発生しても 2 年の賃貸借契約に基づく賃料収入で一定のキャッシュフローを生み出すことができた。

リーマン前もノンリコースローンを導入していたが、コーポレートローンの方が金利が低かったこともあり、圧倒的に比率が高かった。自己資金で不動産に投資することで、高い利益を得られた。2006～7 年頃はどの不動産企業も同じようなビジネスモデルだった。その結果、事業を継続できなくなった企業が多数出てきた。こうした経緯から経営方針を根本から見直し、今は直接的に不動産を保有していない。

## 有利子負債残高と平均利率の推移





## ■ 2017 年も不動産の投資ニーズは旺盛

——2016 年を総括すると

不動産マーケット全般で取引量が減った印象がある。売買価格が上昇し、売り手と買い手の目線が開いている。ケネディックスの私募ファンドを見ても、海外のオポチュニスティックファンドは 2013～15 年にかけて次々と利益確定し、再投資する動きが多く見られた。他方、2016 年を見ると、マイナス金利以降、インカムとイールドがより貴重になり、投資家は売った後の次の投資先に悩んでいる。ただ、売り急ぐ必要のある投資家は少ない。

2016 年は約 850 億円の自己資本のうち、694 億円を投資済み。前年度の積み上げ分と合わせて、手元資金として 156 億円を保有している。当社は毎年、年間の資金配分を年初に決定する。2016 年は上半期に積極的に物件を売却して利益を得た。それを原資として、下半期に利益率の高いホテルと商業施設などの開発を中心とした新規投資に 222 億円を振り向けた。2013～14 年は投資を積み上げていたが、今は不動産価格が高値圏にあるうえ、2016 年の株式市場は年初からボラティリティが高かった。1 月 29 日にはマイナス金利が導入され、秋に

は米大統領選を控えており、国内外で不確定要素が多かった。年後半の方が不動産価格が高くなる可能性はあったかもしれないが、前年やその前の年と比べて上昇ペースは緩やかで、2016 年前半に売却したのは正しい判断だったと思う。

——想定外の政治イベントにどう対処したか

当社は機動性を重視している。米大統領選でトランプ氏の当選が決まったのが日本時間で 11 月 9 日の 16 時頃。当日の 18 時に社長の指示で各部門長が集まり、パイプラインの継続か中止か案件を色分けした。ところが、各市場の動きを見ると、日本株は下がったものの、欧米市場は上昇し、円安に振れたため、選挙の影響は軽微と見て、翌朝のミーティングで当初の計画通りに案件を進めることに決定した。

大統領選の結果は良い方向に解釈している。米国の長期金利は上昇している。不動産はインフレに強く、景気回復局面で成長する。景気が好転して日本の金利も上昇するのであれば不動産の世界にはプラスとなる。

6 月の Brexit の時は約 1 週間様子を見た。英国で不動産私募ファンドが償還停止となり、これが他の欧州や米国、さらに日本にも波及するか注視した。結果的には大きな影響を受けることはなく、英国内の混乱も 1 カ月で落ち着いた。



——2017年の不動産マーケットをどう見ているか

2017～18年にかけて不動産への投資ニーズが続くというのがメインシナリオ。トランプ政権と米経済の行く末は注意深く見守る必要があるが、日本国内だけを見ると政権は安定し、金利は低い状態にあり、直接的に危険な兆候は見当たらない。

一般的に不動産の投資をリスクとリターンの属性で、オポチュニスティック、バリューアッド、コアプラス、コアの4種類に大まかに分類できる。2012年頃まで米系のオポ投資家が多く、20%のリターンを目指して、結果的に30%を得ることができた。2013～14年にかけてはJリートが積極的に投資に動くようになり、さらに事業会社や富裕層、私募リートを通じて金融機関も投資するようになった。2014年以降はGPIFやゆうちょ銀行といった、いわゆるクジラと呼ばれる機関投資家がオルタナティブアセットに投資する方針を打ち出すなど、新たな動きが出てきた。

こうした流れを見ると、これからもマイナス金利のなかで、イールドオブインカムの商品である不動産には資金が流れ続けるだろう。グローバルでも低金利下で不動産やインフラ資産に資金が流入しているが、相対的に安定感のある日本にはより多くの資金が集まっている。金利については、日銀がコントロールする状況が続くだろうが、米国の金利上昇でプレッシャーを受ける可能性もある。

## ■10年後のAUMは4兆円

——事業の状況は

低リスク低リターンのAMとPMなどで安定的にキャッシュフローを生み出し、ハイリスクハイリターンの不動産投資事業で年率10%程度のリターンを稼いでいくことを基本としている。10年後にはグループの受託資産残高(AUM)を現在の約1.47兆円から4兆円に拡大する計画だ。リートを核として、私募ファンド、コアファンド、インフラファンド、海外ファンドもそれぞれに成長する。日本の商業用不動産を200兆円の市場規模とすると、2%程度のシェアを獲得したい。

優良な投資対象を見つけることが難しい環境だが、ケネディクスは十分なパイプラインを確保している。オフィスと住宅の開発がスローダウンする一方、商業施設とホテルは立地にこだわって案件を厳選しながら、積極的に開発を進めている。ホテルは現在6案件に投資しており、プロジェクト規模は約500億円程度だ。ホテル運営はリスクを伴うため、経験豊富な事業者運営を委託している。例えば、2017年3月

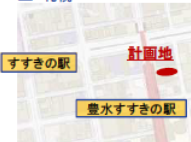
### ■ホテル開発ファンド

#### □六本木



所在地：港区六本木  
用途：ホテル・店舗(予定)  
竣工：2017年3月(予定)  
客室数：400室(予定)  
Re-Seed機構との開発ファンド

#### □札幌



所在地：札幌市中央区  
用途：ホテル  
竣工：2018年5月(予定)  
客室数：151室(予定)

#### □新浦安



所在地：浦安市明海  
用途：ホテル  
竣工：2017年末(予定)  
客室数：312室(予定)  
東京ディズニーランド周辺エリアにおけるホテル開発

プロジェクト規模  
開発6案件合計  
500億円程度

#### □宮古島



所在地：沖縄県宮古島市  
用途：ホテル  
竣工：2017年11月(予定)  
客室数：41室(予定)

#### □銀座



所在地：中央区銀座  
用途：ホテル  
竣工：2018年12月(予定)  
客室数：125室(予定)

#### □名古屋



伏見駅 計画地

所在地：名古屋市中区  
用途：ホテル  
竣工：2018年1月(予定)  
客室数：175室(予定)

### ■商業施設への取り組み

#### □習志野台



所在地：船橋市習志野台  
用途：店舗等  
ケネディクス商業リート投資法人との共同出資案件

プロジェクト規模  
既存1件 + 開発3件合計  
200億円程度

#### □矢作町



所在地：千葉市矢作町  
用途：店舗  
竣工：2017年3月(予定)

#### □その他

所在地：神奈川県横浜市  
用途：店舗  
竣工：2017年10月(予定)

#### □ときわ台



所在地：板橋区常盤台  
用途：店舗  
竣工：2017年8月(予定)

に開業予定のレム六本木（ホテルアイビス跡地）は、阪急阪神ホテルズと長期賃貸借契約を締結した。商業施設に関しても食品スーパーなどの小売事業者と事前に賃貸借契約を締結したうえで、開発ファンドに投資し、時機が来たらケネディクス商業リートに物件を売却する。開発ファンドの物件は基本的に当社のグループのリートへ売却するシナリオであり、他のリートに売ることは考えていない。

インフラ事業については2016年3月に私募ファンドの「ケネディクス自然電力ファンド」（総資産規模：最大400億円）を組成し、メガソーラーに投資している。国内金融機関のインフラ資産に対する投資ニーズは非常に高く、私募ファンドの形態で十分に満足できる投資ができて、資金が集まっている。そこに銀行が好条件でローンを提供してくれるため、今は上場して不特定多数の投資家から資金を集める必要性を感じていない。道路や空港などのコンセッションも個別に検討したが、ケネディクスの注力する分野ではなかった。

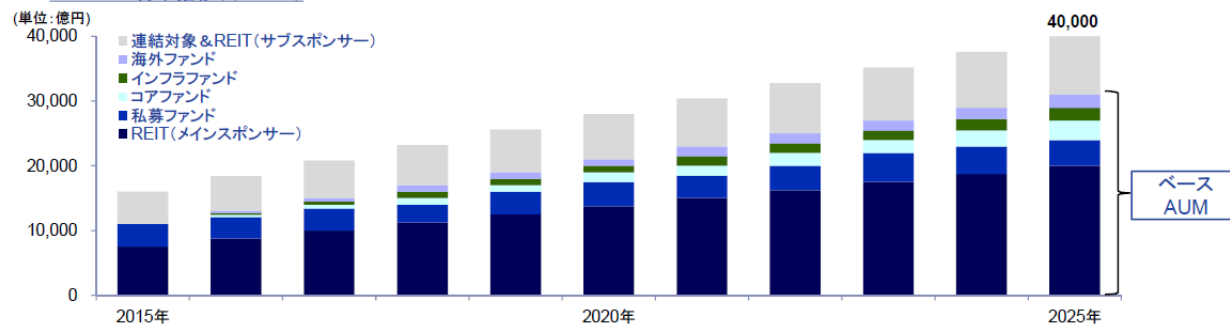
——投資家の属性に変化は見られるか

3年ほど前に組成したオポファンドは不動産価格の上昇によって、予想よりも早く売却が進んだ。その結果、AUMに占める私募ファンドの残高は減っているが、生命保険などのコアの投資家の割合は増えている。オポファンドの投資サイクルは2～3年だが、コア投資家の投資期間は7～12年と長く、ターゲットリターンはそれほど高くない。長期安定型の資金の割合が増えると事業に伸び代ができる。

こうした投資家の受け皿となるために、私募ファンドの組成を拡大する。2015年7月には第一生命保険の委託を受けたファンドを組成した。今は私募ファンドの投資家の内訳は国内外で半々で、国内は金融機関と事業会社、リース会社などが多いが、今後はコア投資家の割合が増えるだろう。

## AUM・利益の成長と株主還元

### AUMの将来推移(イメージ)



### ベース利益と不動産投資利益の将来推移(イメージ)



2013年2月に“トランスフォーム”に舵を切ったときは、当初は年間50億円程度の不動産投資を行う方針だったが、不動産価格が安値圏にあると判断し、2013年9月にグローバルオフアリングで約178億円を集めた。当時は十分な資金がなかったが、今が不動産投資の最大のチャンスと海外投資家にアピールし、概ね賛同を得られた。東京五輪が決定した直後だったことも追い風だった。その資金を活用して半年間でオフィスと住宅を集中的に購入した。想定よりも早く価格が上昇し、

2015～2016 年に売却して利益を得た。2015 年は大部分を再投資して、20 億円で初の自社株買いを行った。2016 年は第 3 四半期までに 222 億円を再投資し、50 億円を自社株買いに充てた。



——CFO の役割は

現在の負債や自己資本比率の水準を維持するとともに、不動産投資から得た利益を成長資金として再投資するのか株主還元するのか、このバランスが会社にとって最も大事だと思っている。それを取締役会で議論するための材料を示し続ける。

100%出資のケネディクス不動産投資顧問が運用する上場リートの格付けは 3 本ともシングル A 格レンジだが、日銀がリートの買い入れ対象をダブル A マイナス以上とし、投資口価格にも影響しているため、格付けは今まで以上に重要な指標になっている。スポンサーのクレジットの影響を受けている可能性もあるため、今の健全な財務の状態を維持することがサポートにつながっている。

——金融機関に求めることは

グループ全体の AUM に対するローンは 6000 億円を超える。これだけの有利子負債を抱えている企業は多くない。リートの成長も視野に入れて、長期的視点で支援して欲しい。経営状態や市場環境が良い時だけに貸してもらえるのでは意味がない。そのため、当社も悪いときにも貸したい先であり続けたい。

図表等の出典：ケネディクス IR 資料（2016 年 11 月）

[2016/12/12 聞き手：キャピタルアイ・ニュース 池部 渚]