

社長に聞く

不動産は企業価値に直結 キーストーン流企業投資

堤 智章 氏 [キーストーン・パートナーズ] に聞く

キーストーン・パートナーズは、国内独立系の企業再生・成長支援ファンド運用会社。累計投資実行額は1,400億円超におよび、2024年1月には5号ファンドの募集を総額314億円で完了した。投資を実行するうえで不動産をどのように捉えているのか、企業価値を高めるうえで不動産をどのように活用するのか。その考え方と戦略について、代表取締役の堤智章氏に話を聞いた。



堤 智章 氏

代表取締役

同志社大学経済学部卒業、一橋大学大学院国際企業戦略研究科金融戦略コース(MBA)修了。三和銀行(現三菱UFJ銀行)入行。本店営業部、事業調査部、ニューヨーク支店等を経た後、投資銀行部門での幅広い実績を積み上げる。三菱東京UFJ銀行に統合後、PE業務と投資銀行業務の連携ビジネスモデルを構築。中堅企業の事業承継用ファンドを立上げる。2007年よりCSKホールディングス執行役員としてCSKグループのバイアウトファンド事業を担当。2009年5月、キーストーン・パートナーズを設立し代表取締役に就任。

本業以上の収益の有無が 不動産強化/売却の分かれ目

当社にとって不動産は重要な投資分野のひとつである。企業が保有する不動産をいかに取り扱っていくかは、企業価値を最大化させるうえで避けて通れないテーマだ。あるいは不動産会社への投資も実行してきており、2018年にはホテル投資を手がけるウェルス・マネジメント(21年に全株式をサムティに売却)、22年には不動産開発などを手がけるLeTechに投資し、資本業務提携を行ってきた。

ファンドによる企業価値向上の基本的な戦略について触れておこう。大きくは①バランスシート(BS)の最適化、

②収支(PL)の改善、③マネジメントの強化である。不動産はこの3点いずれにも関わってくる。たとえば遊休不動産の売却は①、遊休不動産の賃貸による収益化は②、オフィス移転による執務環境改善は③に該当する。

投資先企業における不動産の取扱い判断は、本業が生み出す収益との見合いによる。本業よりも不動産業の収益率が高い(高くなるポテンシャルを見込める)場合は継続保有や新規投資に踏み切るべきであろうが、低い場合は売却が適している。プライベートエクイティであればIRR25%などのリターン目標を定めており、不動産の利益貢献度合いはシビアに判断される。

上記のように検討した基本戦略のも

と、不動産の有効活用や新規投資、売却を進めていく。

当社の場合は、LeTechと連携して投資先企業の不動産戦略を支援することができる。同社は狭小地での開発や権利関係の複雑な土地の法的整理に強みをもつ。企業が土地を売却する際は買い手候補となれるし、有効活用する際はコンサルティングを受託できる。またファンドの出資者にテロロッパーなどがいれば、協力して事業を展開することも考えられる。

不動産会社に投資する場合は、成長を阻害している要因がどこにあるのかを詳細に分析しなければならない。不動産は初期投資の大きいビジネスである。その時点の資金調達難によって成長が阻害されているとすれば、資本提携などによってクレジットを補完し、成長軌道に乗せることができる。LeTechについては資本業務提携を結んで以降、金融機関の与信を得やすくなり、事業環境は目に見えて改善した。株価は当社が投資を決めて以来2倍近くになっている。

なおファンドが不動産会社に投資する際はフルエクイティが基本となる。これはレバレッジをかけると投資先不動産会社の保有資産すべてが担保となり、不動産会社が借入を起こして不動産に新規投資する物件も担保提供の対象となることで、資金調達そのものがむずかしくなるためである。

ホテルはまだ成長余地あり 再エネなら蓄電所に可能性

ここからは投資先企業の不動産事業を強化する想定のもと、どういう戦略が有効かをみていく。

日本の不動産投資市場全般については、金利上昇やインフレ圧力が他国に比べ低く抑えられてきたことなどから、プレーヤーの買い意欲の強い状態が当面続くとみている。この状態をバブルと考える人もいるが、ドルベースでみれば高すぎるといった感覚はない。ただし売り手市場の今だからこそ、案件はよく吟味すべきだろう。

オフィスビルは欧米に比べ足元のニーズが堅調だが、大手企業がDXなどにより一気に床を減らす動きもあることから、テナントのワークプレイス戦略に気を配る必要がある。

賃貸住宅も同じく足元のニーズが堅調だが、賃料が大きくは上がりにくく金利上昇が重なることで、価格調整を余儀なくされる物件が出てくるかもしれない。

商業施設は立地や運営の巧拙による優勝劣敗が顕著になるとみており、さらにリセッションが到来したときの影響も懸念される。

ホテルについてはウェルネス・マネジメントを手放したものの、依然成長可能性があるともみている。観光地化の条件は歴

史・文化か自然のいずれかで魅力を有していることだが、日本はその2つを兼ね備えた稀有な国である。一方で国際的に通用するラグジュアリーホテルが足りておらず、供給余地が残されている。たとえば高度経済成長の時期に開発され、機能更新や事業承継に悩まされているホテル（事業者）に対するバリューアップ的な投資が有効だろう。エリアについては、これまで市場を寡占していた地元プレーヤーが事業承継を迎え、かつ雪質と交通アクセスに対するインバウンドの評価が高い白馬などが有望そうだ。なおインバウンドの集客については、SNSや自動翻訳ツールなどの技術革新で改善させられるところが大きいと考える。

最後に再生可能エネルギーについても触れたい。太陽光は発電量のポラリティが無視できず、主要電源として定着するのはむずかしいと考える。風力（洋上風力含む）も欧州のシーブリーズ（海風）のように安定した風が吹かず、台風の頻発で機器の故障が多くさほど普及しないとみている。可能性があるとなれば蓄電所（系統用蓄電池）で、太陽光や風力が過剰に生み出した電力を無駄にせず貯めることができるためニーズ増大が見込まれる。企業にとってもサステナビリティ貢献をアピールできる点で投資の意義を見出しやすいはずだ。

