

# V プレーヤーの戦略から導く 不動産ファンドの「新しいあるべき姿」

宮内誠——ピーロット

日本の景気回復局面において大きな役割を果たしてきた不動産ファンドも、サブプライム問題、リーマンショックがもたらした金融経済危機の荒波のなかで市場環境は厳しい状況が続いている。新興系AM会社を中心に破綻も相次いだわけだが、一部には不動産ファンドビジネスそのものへの疑念を抱かれる状況も生まれている。大手・財閥系列ではないファンド会社は今こそ、この経験を活かし、本当の信頼を得られるよう、新しいあるべき姿を確立していこうというのが宮内氏の見解である。

## はじめに

不動産市場は非常に厳しい状況が続いています。不動産価格の下落が続いていて、今後についても賃料・稼働率の更なる下落やCMBS償還問題など予断を許さない状況が続いています。不動産会社の破綻や再編なども相次いでいて、市況の悪化がその主因と考えられるものの、不動産ファンドをはじめとするそれら企業のビジネスモデルの脆弱さが言及されることもあります。

サブプライムローン問題発生前までの日本の景気回復局面において、不動産ファンドビジネスが大きな役割を果たしたことは疑いありません。それにも関わらず、昨今、不動産ファンドが一般に話題になることは非常に少なく、また、確かに業界も当面は厳しい状況が続くと予想されます。

しかし、ファンド会社はこのような劣悪な環境下においても必死に戦っています。昨年来の未曾有の不況を見事に勝ち抜いているファンド会社には、それだけの強くて逞しい底力があります。また、非常に合理的で説得力ある戦略を打ち出しています。業界をあげて行うべきアクションが同時に進めば、数年後には、市況の復活とともに

にファンド会社が再度脚光を浴びる日が訪れることでしょう。

本稿では、なぜ不動産ファンド会社の戦略が合理的で説得力があると考えられるのか、ファンドビジネスの誕生、成長、過熱、そして崩壊という過程を改めて振り返りながら説明したいと思います。そのうえで、そうしたプレーヤーが今、実際にどのような具体的な戦略を展開していこうと考えているのか、最新の事業計画を検証してみます。そこから浮かび上がってくるのは「不動産ファンドの新しいあるべき姿」です。

なお、本文は執筆時点(2009年12月初旬)までに開示されたファンド各社の資料に基づく、筆者によるまったくの私見であることを予めご了承くださいと存じます。

## 不動産ファンドが得た学び

不動産ファンド会社の戦略が合理的で説得力があると考えられる理由は、昨今のファンド会社の具体的な戦略のなかに、このような厳しい環境を経験したことによる学びが十分に踏まえられているからです。それでは、どのような学びをファンド会社が得たのか、ファンドビジネスの歴史を振り返

りながら説明したいと思います。

### (1)不動産ファンドビジネスの成長のなかで

不動産ファンドビジネスの功績は数多くありますが、なかでも最大のものは「不動産への投融資を行い易くしたこと」と言えます。巨額の物件や多数の物件群であっても、金融機関や投資家が自らの好むリスク・リターンを有する部分に資金を供与することができるようになったのです。これによって大量の資金が流入してくるようになったため、不動産市場が一気に活況に転じました。

本来、不動産ファンドビジネスは、投資家から預かった資金をミドルリスク・ミドルリターンの不動産にて運用して報酬を得る安定的なビジネスモデルと考えられます。しかし、右肩上がりの活況を呈していく市場の影響で、ファンド終了時に運用不動産が多額の売却益を計上してファンド会社が高額な成功報酬を得る、あるいは、ファンド会社が直接投資を行った不動産を自らが運用するファンドに売却することにより多額の売却益を得るといった事例が増えてきました。

結果として、いつの間にか「不動産価格が上がって売却益が発生するこ



とを前提にしたビジネスモデル」をファンド会社は事実上構築してしまっていたのです。そのため、運用不動産をどれだけ多く確保できるかが、その成長性を占ううえで最も重要な要素となりました。ファンド会社は競って不動産を購入し、「購入、即、利益が発生」とさえ認識することがありました。

このようなビジネスモデルを通じて実際に期待以上の成長を続けるファンド会社に対し、不動産ビジネスやファンド業界に精通している訳ではない一般の投資家は、「不動産ファンドビジネスは今日の株式市場における数少ない成長産業である」として嘖し、多くの資金をつぎ込みました。そうした投資家の期待に応えようと、経営者やプレーヤーのなかには利益至上主義に陥り、場合によってはルール違反をすることも辞さない者が出現してしまっただけです。

#### (2)不動産ファンドが犯した失敗

著しい成長を続けてきた不動産ファンドのバブルが崩壊した原因は多数ありますが、なかでも主因と言えるのは、国内金融機関の融資、あるいはファンド投資家の投資のスタンスの厳格化により、不動産に資金が回らなくなったことです。

また、サブプライムローン問題を契機とする金融経済危機により、金融

面では外資系金融機関がアレンジしていたCMBSの発行が激減し、また経済面では不動産市況が悪化(稼働率・賃料が下落)しました。つまり、ファンド会社の力ではどうにもならなかったことが主因になっています。

しかし、それだけではありません。ほんの一部のファンド会社が犯した以下のような失敗が、上記の主因と相乗効果となって、ファンドバブル崩壊の影響をより大きくしてしまっただけと考えられます。

#### ①安易なビジネスモデルづくり

本来の不動産の特性を忘れ、不動産価格が上がることを前提にしたビジネスモデルを構築したファンド会社が存在しました。不動産市況が反転し、このモデルは直ちに立ち行かなくなりました。

#### ②「購入」だけがエンジンに

ファンド会社の経営陣は、運用資産残高(AUM)の積み上げを従業員に最優先に求めました。そのため、稀ではありますが、購入する物件の問題点を秘匿する、あるいは購入後の物件に対する関心や責任が著しく希薄化する、担当者が責任逃れとも思えるような転職をするなど、モラルの低下が著しくなるといった例がありました。

これらの反動は大きく、購入担当者から物件を引き継いだ運用担当者

による業務の質は、物件に対する理解度・愛着不足やインセンティブ不足、更には、丸投げされたとの感情を理由に、一般的に大きく低下しました。そのため、もともと期待されていた内部成長は達成されず、それどころか管理不行き届き(事実上の放置)といった状態に陥った物件さえ存在しました。

また、問題点が秘匿されたまま取得された物件は、ファンドバブル崩壊前後に真っ先に金融機関から売却を迫られたり、流動性が著しく低下(価格も下落)しました。このような物件こそが、ファンド会社にとって最大の重荷になっていったのです。

#### ③利益相反取引

ファンド会社が自己投資した物件を自ら運用するファンドに売却したり、更に自ら運用する別のファンドに売却するといった取引を頻繁に行いました。その度に価格が上がるので、ファンド会社は売却益や成功報酬を獲得したり、あるいは売買取引の媒介者として仲介手数料を獲得したりしていました。このような利益相反取引は禁止されている訳ではありませんが、適切な社内手続きが行われていない、あるいは適切な条件にて取引が行われていないなど、透明性の確保とは程遠い杜撰なファンド会社の経営管理体制が発覚した例もありました。

#### ④常識を超えた成長意欲

【図表1】不動産ファンドが「新しいあるべき姿」となるためのポイント

①適切なビジネスモデルと成長シナリオづくり(ビジネスモデルづくり)
②財務体質の健全化(財務健全化)
③明確で透明性の高い意思決定プロセスの導入(意思決定プロセス導入)
④洗練された組織づくり(組織づくり)
⑤将来を見据えた事業の浸透(事業の浸透)

不動産の本質からは到底考えられないような急成長を成し遂げようという常識を超えた意欲を抱いた経営者が存在しました。そういった経営者は、他社や一般投資家の利益を(言わば)奪い取ることも辞さず、約束を反故に、あるいは不動産市況の活況に甘え、詳細な不動産ファンドの商品説明や商品の浸透のための地道な啓蒙活動を軽視することもありました。

(3)不動産ファンドの学び

ほんの一部の不動産ファンド会社による暴走が回避できていたら、ファンドバブルの崩壊は、ビジネス自体を否定されるような厳しいものにはなかったでしょう。この修復には、ファンドバブル崩壊の影響が非常に大きかったばかりに、ビジネスモデルそのものに対する疑念にもつながってしまっているため、相当な時間を有すると思います。

しかし、大半の誠実なファンド会社は、自ら律することができず暴走したプレーヤーからしっかりと学び、同じような過ちを犯さないよう、図表1のようなポイントについて具体的に戦略を立てています。じっくりと検討された戦略を地道に実践し続け、また、業界をあげてファンドビジネスを成長させる取組みを続けられれば、今までとは異なる「新しいあるべき姿のファンド

会社」が続々と増えていくのではないのでしょうか。

①適切なビジネスモデルと成長シナリオづくり(ビジネスモデルづくり)

不動産市況の悪化に備えたビジネスモデルづくり、特色あるファンド運営、合理性ある多角化を行います。企業の成長シナリオは、当然に理論的な裏付けのあるものにしなければなりません。

②財務体質の健全化(財務健全化)

適切に効率化・スリム化し、過大な資金調達を抑えつつ調達手段の多様化を図り、また安定報酬で固定費をカバーします。

③明確で透明性の高い意思決定プロセスの導入(意思決定プロセス導入)

利益相反取引への対応など、ビジネス推進上における意思決定プロセスを適切に構築します。

④洗練された組織づくり(組織づくり)

事業の目的を従業員に理解・賛同・浸透させ、明確に役割と責任を分担し、また適切な報酬体系を設定し、結果として従業員の高いモチベーションを醸成します。

⑤将来を見据えた事業の浸透(事業の浸透)

ファンドビジネスの浸透のために、自らの商品説明や事業説明に限定せず、業界全体の発展につながるような地道な啓蒙活動を実施していきます。

不動産ファンド会社の戦略

それでは、ファンドプレーヤーが今後はいったいどのような具体的戦略を展開していこうと考えているのか、実際の事業計画を見てみましょう。ここでは、図表2に掲げた不動産ファンドビジネスを主要業務としている上場企業のうち、4社の事業計画から、前章の末尾に記載した5つのポイントに対応する内容を抽出してみました。ファンド会社が、厳しい市況に打ち克ち、他社が犯した失敗を繰り返さないような事業・企業づくりのための戦略を立てていることがわかります。

●ケネディクス

不動産ファンド専門の上場会社では最大手のダヴィンチ・ホールディングスに次ぐAUMを誇り、かつ、このような環境下でもAUMを伸ばす強力な業務推進力があります。定評ある極めて能力の高い人材を活用し、更生会社パシフィック・ホールディングスのスポンサー候補へ選定されたほか、積極的なエクイティファイナンス、洗練された組織づくりに至るまで広範な戦略を打ち出しています。

①ビジネスモデルづくりに関する戦略・ファンド事業へ注力。市場環境を正確に読み取り投資家ニーズに合致した質の高い業務の実施や、情報提供サービスの拡充によりフィーを着実に

【図表2】不動産ファンドビジネスを主要業務としている上場企業の比較

[単位：億円]

	ダヴィンチ・ホールディングス	ケネディクス	セキュアードキャピタルジャパン	アセット・マネジャーズ・ホールディングス	トーセイ	日本レップ	エムケーキャピタルマネージメント	燦キャピタルマネージメント
運用資産残高 (時点)	14935 (08年6月末)	9040 (09年9月末)	5640 (09年9月末)	3562 (09年8月末)	1862 (09年8月末)	1226 (09年9月末)	766 (09年8月末)	500 (09年3月末)
売上 / 営業収益 (年度)	527 (08年12月期)	1374 (08年12月期)	58 (08年12月期)	504 (09年2月期)	510 (08年11月期)	91 (09年3月期)	24 (09年8月期)	26 (09年3月期)
経常利益 (年度)	▲346 (08年12月期)	53 (08年12月期)	2 (08年12月期)	▲541 (09年2月期)	64 (08年11月期)	▲23 (09年3月期)	▲51 (09年8月期)	6 (09年3月期)

出典 | 各社の開示資料を基に筆者作成

拡大。また破綻企業を支援し受託資産増加と安定的な収益構造の構築に貢献

・オポチュニスティックからコアまで幅広い投資機会を柔軟かつタイムリーに展開。また、私募ファンドとJ-REITなどの公募ファンドとをバランス化

・海外投資家のコア資金が動き出した際に備えマーケティング強化

・様々な不動産関連の課題に対し、不動産金融のプロフェッショナルとしてソリューションを提供

#### ②財務健全化に関する戦略

・バランスシートをスリム化。資本構成を見直し

・有利子負債の削減を進め取引先金融機関のサポートを得つつ、安定的なファイナンスの獲得を目指す

・棚卸資産の固定資産への振り替えによる安定的な賃料収入源化。安定収益による固定費のカバー率向上

#### ③意思決定プロセス導入に関する戦略

・運用方針や投資クライテリアを明確化し、顧客投資家が投資しやすい環境を充実させる

・レポートの質の更なる向上、コンフリクトマネジメントの推進を通じ、顧客投資家の新規獲得・囲い込み強化

#### ④組織づくりに関する戦略

・REIT、私募ファンドを新設AM業務統括会社の傘下にし業務特化。

REIT・私募ファンドの業務運営に関するリスク管理、内部統制、財務戦略などのサポート機能並びに資金調達機能を統一

#### ●アセット・マネジャーズ・ホールディングス

不動産に加え、投資・ファンド事業などの金融面での強さと、迅速な意思決定・行動力が特徴でしょう。資産圧縮、エクイティファイナンス、あるいは人員削減などは業界に先んじて2008年早々から取り組んでいたために立ち直りも早く、何より一途に真剣に業務に取り組む姿勢が市場からの信頼を得ていると感じます。豊富なビジネスのアイデアを①に織り込んでいます。

#### ①ビジネスモデルづくりに関する戦略

・既存ファンド及び保有資産の価値向上と、リファイナンスを実施したうえでのマーケット回復時期での価値回復

・新規ファンドの組成、AM業務の受託替え、あるいはメザニンファンド組成による運用資産拡大

・CREに関する不動産アドバイザー、ファイナンスアレンジ(医療法人向けのファイナンススキーム)、M&A仲介、NPL仲介などによる新規フィー収入の獲得

・不動産関連会社などを視野に積極的なM&A

#### ②財務健全化に関する戦略

・プリンシパル事業の整理によるコスト削減、合併及び連結納税導入による繰越欠損金の有効活用など、徹底的なコスト削減及び経営効率向上

#### ●トーセイ

不動産ファンド専業ではなく、流動化、開発、賃貸、管理などの総合力を誇りつつ、このような環境下でも着実にAUMを伸ばしています。不動産の本質を極めて大きな視点からとらえ、他方、関わる物件は詳細まで完全に熟知していて、冷静かつ緻密で、しかも極めて適切な判断を行う真のプロ集団と認識されています。健全な財務体質を武器に、積極的なビジネス展開を打ち出しています。

#### ①ビジネスモデルづくりに関する戦略

・ファンド事業と管理事業によるフィー収入の拡大

・AM業務の受託替え営業、および海外投資家との親交を固り、運用資産残高を積み上げ。また、リーシング力を活かし既存ファンドの収益力向上へ

・不動産流動化、開発、賃貸、あるいはオルタナティブ事業も積極的に取り組む。中小型収益物件や中古マンションの仕入を再開

・ハード・ソフトの両面から環境配慮

型不動産の研究・試験を本格化

・マンションデベロッパーと提携し、商品企画・開発施策の共同研究、事業機会獲得力の強化、販売力強化を図る

## ②財務健全化に関する戦略

・棚卸不動産の販売促進、リーシングの強化により収益性を高め財務健全性の向上を図る

・エクイティファイナンスにより仕入活動に弾みをつけ今後の成長を目指す

## ③意思決定プロセス導入に関する戦略

・一層の権限委譲の推進を図る。

### ●エムケーキャピタルマネージメント

高い能力を有するメンバーが自由闊達に議論を行ったうえで、それを丁寧かつ慎重に実践する社風が知られています。リスク説明能力が高く、関連当事者に任せられるものは適切に転嫁し、不動産会社としてとるべきリスクなどは当然に自らとります。このような正攻法による業務遂行や充実した開示資料が、市場での高い信頼につながっているのでしょう。前向きな業務に特化できる環境を整え、新たなビジネス展開を企図しています。

## ①ビジネスモデルづくりに関する戦略

・ファンド事業へ経営資源集中。AM業務の受託替え営業、複数の戦略的新規ファンド設立

・破綻したファンドやデベロッパーによる開発案件のコンストラクションマネジメント案件の受託

・デットポーシヨンの一部を取得し、不動産の流通を図る。

## ②財務健全化に関する戦略

・自己投資している開発3プロジェクトを全て売却。収益物件3プロジェクトは全ての物件の安定稼働を目指す

### ●その他のファンド会社

海外の投資家からの抜群の知名度を誇るダヴィンチ・ホールディングスは、J-REIT運用会社の売却や人材削減などのリストラを積極的に実施し

たうえで、得意とする「私募ファンドへの集中」を掲げています。

外資系を中心とする幅広い投資家からの支持基盤を有するセキュアード・キャピタル・ジャパンは、エクイティファイナンスを成功させ、既に多数のメニューを揃えるファンドの更なる事業拡大の機会をうかがっています。

また、金融面に強みがあり誠実な仕事ぶりに対する信頼度が高い燦キャピタルマネージメントは、厳しい環境下を逆に好機と捉えて東京に進出し、また資本業務提携にてシナジーによる収益力向上を図っています。

## 不動産ファンドのあるべき姿

不動産ファンド会社が、他社から得た学びを活かしつつも積極的な戦略を考えていることが上記の例からわかって頂けたかと思います。特に、①ビジネスモデルづくりと、②財務健全化についての戦略は、各社が非常に詳細に事業計画のなかで述べています。不動産関連業務は何をやっても難しい時期であるにも関わらず、市場の将来展望を見極めたうえで、自らの強みを活かして各社がバラエティに富んだ戦略を指向し、また、反転した市場に対応する強固な財務体質を構築しつつあることは、市場にとって非常に面白い話題です。

逆にあまり言及されていないのは、③意思決定プロセス導入、あるいは④組織づくりについての戦略です。これらは、ファンド会社として、あるいは上場企業として、当然にできていることが大前提であり、改めて強調すべきことでもないのかも知れません。しかし、問題案件の大幅増加と、それに反比例する業界人員の大幅減少のなか、意思決定プロセスの導入や組織づくりは、ビジネスモデルづくりや財務健全化を達成するためにも改めて

確実に構築する必要があります。企業として当然に有すべき事項であっても、これらを当然のこととは捉えず、あえて「今後の計画」に大々的に明記し、投資家に説明しながら地道に進めることができれば、より前向きな戦略と捉えていただけるのではないのでしょうか。

また、⑤事業の浸透についての戦略は、業界をあげて行うべきアクションです。個人だけではなく、機関投資家さえ、まだまだJ-REITを含む不動産ファンドへの興味や理解度が低く、不動産市場の活況に甘えてきた浸透のための地道な啓蒙活動を、有力企業や関連団体の音頭取りなどにより地道に続け、時間をかけて真の信頼を得る必要があります。

不動産は経済の根幹を支える産業であるという責任感、ファンドビジネスはその不動産に新たな境地を切り拓く画期的なイノベーションであるという誇り、そしてほんの一部のファンド会社がその素晴らしい金融技術を悪用してしまった過去を少しでも正そうという強い意思により、マーケットに関わる者として、情熱と誠実さを持って「新しいあるべき姿の不動産ファンド業界」をつくって参りましょう。

### 宮内誠

ビーロフト  
代表取締役社長



1969年2月生まれ。慶應義塾大学卒業。米国University of Washington経営学修士(MBA)。三和銀行(現三菱東京UFJ銀行)に入行後、97年からは一貫してキャッシュフローファイナンス業務に従事。00年い三和証券(現三菱UFJ証券)に出向し、不動産証券化アレンジメント業務に従事。06年よりサンフロンティア不動産に勤務し、取締役投資企画部長として新規業務の企画および実践を担当。08年に新たな不動産金融ビジネスに取り組むべく、(株)ビーロフトを設立、代表取締役社長に就任。