



香港投資業界を泳ぐ大物

発行日：2014年4月1日

記者：ジョナサン・ブラス

この12年間、フェニックス・プロパティ・インベスターズは、その本拠地である香港で収めた大きな成功を中心として、目標を上回るパフォーマンスを達成してきました。現在、香港の不動産価格が下落する中で、成功を持続させる方法について、創業者であるサミュエル・チュー氏と、ベンジャミン・リー氏からお話を伺いました。*PERE* マガジン、2014年4月発行

フェニックス・プロパティ・インベスターズが、直近のアジアの不動産オポチュニティ・ファンドの資金調達でハードキャップを達成した12月、香港に拠点をおく同社は、数多くの成功を収めた祝杯ムードに満ちていました。フェニックス・アジア・リアルエーステート・インベストメンツVが調達した750百万ドルにのぼるエクイティ資金は、同社の2002年の設立以来、最高の調達額となりました。

調達目標額を150百万ドル超過したことに加えて、同ファンドは、昨年資金調達したファンドのうちでも数少ない超過応募を達成したものの1つでした。この地域では、多くの競合運用会社が、ファースト・クロージングの達成にすら苦勞したことを考えれば、大変な功績です。

香港の企業家であり長年の友人でもあるサミュエル・チュー氏とベンジャミン・リー氏が率いるフェニックスは、設立から12年間で、48件の案件に携わり、これまでにその70%超を売却しています。2007年のファンド、フェニックス・アジア・リアルエーステート・インベストメンツIIIを除き、すべての投資ビークルで、目標であるIRR20%およびエクイティマルチプル2倍を達成、あるいは超過する見込みです。ファンドIIIについても、リーマンショック直前に行われた日本での投資がなければ、予定通りの業績を挙げていたことでしょう。それでも、同社のいくつかのディールが5倍、6倍、時には7倍という驚異的なエクイティマルチプルを達成したことを考えれば、フェニックスのファンドで募集が行われる度に、世界中の機関投資家が殺到するのは不思議なことではありません。

現在、フェニックスが成功の頂点から見渡す光景には、暗雲が立ち込めつつあります。同社が大成功を収めたディールの多くは、本拠地である香港でのものでしたが、イギリス

の旧植民地であったこの地域においても、去年は投資機会が激減しました。その結果、ファンドVの資金のうち、これまで2件の案件にわずか10%弱が投資されたにとどまり、大部分は未投資のままとなっています。

さらに、香港の高級住宅市場（フェニックスにとって非常に収益性の高い投資対象）の見通しは、少なくとも短期的には厳しいものとなっており、不動産ブローカーのサビルズは、2013年に不動産価格が7%を超える下落をみせたことに続き、今年も最大10%下落すると予測しています。事実、下落する国内不動産市場に対して潤沢な資金が余っている状況について、一部の評論家は、投資家にとって、この状況は、食べ物がほとんどつきた池に、大きくなりすぎた魚を戻したことになってしまったようなものではないかという疑問を投げかけています。

匿名希望のある機関投資家のアドバイザーによれば、フェニックスは、厳格な投資規律に基づいた会社であると知られています。しかしながら、フェニックスの成長は、すでにそうした規律を維持できるかどうかを問われる規模にまで達しています。同アドバイザーは「会社の規模が拡大し、今では成功報酬や運用報酬の金額はかなり大きくなっているはず。そのような会社に対して繰り返されてきた質問は、『それまでの規律を維持できるか』ということです。」

この点をさらに掘り下げると、競合する香港の匿名希望のマネージャーは、香港の不動産価値が最高値を達成した後暴落している時期に、同社が最大のファンドでの資金調達を行っていることから、フェニックスはその成長過程において非常に重大な時期にあると考えています。「彼らは香港のように小さい市場で、あまりにも大量の資金を調達しすぎた。」とも示唆しています。

2つの悪のうち、より小さな悪

同社が直面するこうした懸念についての話題は、活気に満ちた香港の信徳センター内のフェニックス本社で約2時間にわたって行われた PERE とチュー氏およびリー氏とのインタビューが始まって間もなく言及されました。投資家にとって、フェニックスの「窓口」であるリー氏は、「投資家が苦勞して稼いだ資金を無理に投資するよりは、資金が投資できないマネージャーだと投資家から言われるほうがましだと考えています。」と言います。

フェニックスは、これまで投資家より預かったコミットメントを投資せず返却したことはありませんでしたが、リー氏は、内容の悪いディールへのコミットメントは、2つの悪を比べたときより悪い方となってしまうと述べます。「これまで投資期間の終了時点で預かったコミットメントを全て投資できなかったことはありませんでしたが、もし今後そのような事態が生じた場合には、喜んで投資家のところへ行き、『申し訳ありませんが、貴社にふさわしい高品質のディールがありませんでしたので、貴社のコミットメントはお返しさせていただくことにします。』と申し上げるでしょう。」

30年の経歴を持つ投資のベテランで、アジアのプライベート・エクイティ不動産業界で

最高の投資評価を得るファンドマネージャーの 1 人のチュー氏は、良好なディールを探すことが非常に厳しくなったと認めており、「投資物件があまり見つからないことは事実です。この 12 ヶ月で 1,000 件の案件を見ましたが、これまでたったの 2 件しか投資できていません。我々はとても慎重になっています。」と述べています。

このように、チュー氏はファンドVの投資活動の不足を懸念しているかもしれませんが、それを表情には表しません。「私はまだとても楽しんでます。」と、彼は笑いながらジョークを言っていました（インタビューをしている間中、彼の笑い声はとても印象的でした）。まるで他の人が知らない何かを知っているかのように、もうすぐもっと大きな動きがあることを期待していると彼は付け加えました。「この下半期はもっと面白いことになります。現在もすでにいくつかの案件が進行中です。もし去年それらを買っていたとしたら、10%から 15% ほど高い値段を支払うことになっていたでしょう。」チュー氏の話の聞いていると、もし彼の予測どおりになった場合、ファンドVの投資家たちは完璧な反循環的戦略を取ったということになります。

チュー氏はまさにフェニックスの「ディール屋」であり、そのため、優良案件の実行に集中できるよう、会社の所有者でリーダーシップを取る立場でありながら、会社の経営管理業務の多くからは意図的に隔離されています。彼は自身の投資スタイルについて多くを語りませんが、安値で取得することがいかに重要かを繰り返します。これは、彼がフェニックスではもちろん、それ以前からも一貫して行っていることです。

チュー氏は、鋭く研ぎ澄まされた価格センスの持ち主であると認められています。そのため、彼を信じてその動向を追う者は、彼の市場予測に興味を示します。チュー氏は「市場のタイミングを当てることはできません。」と謙虚さをほのめかす発言をした直後に、「投資は予測がすべてです。香港市場はやがて調整されるので、我々はそのときを辛抱強く待つだけです。」と明言しています。そして「投資家もそれで納得してくれています。」と付け加えました。

多才の人

香港での業績からすると意外なことではあるものの、フェニックスの戦略は考えられているほどには二極化されてはいないといえるでしょう。香港に加え、同社では、ファンドII以降は日本に、そして、ファンドIII以降は、台湾にも投資しています。さらに、上海の 1.3 百万平方フィートの複合施設開発であるクリスタル・ガレリアにも、多額の投資を行っています。このプロジェクトの評価額は、10 億ドル以上にのぼっており、その資金の一部がフェニックスの複数のファンドから拠出されています。

またフェニックスは、インドネシアやフィリピンの案件発掘を視野に入れ、昨年東南アジア投資責任者としてライ・カチマンサ氏を迎え入れましたが、これは数ヶ月をかけて完了する予定の経営戦略の第一弾となるものです。チュー氏は、現在、国際的な運用会社が、あえてこれらの国々に投資しようとする例が少ない現在の状況を満足であるとしています。

「2006年に初めて台湾に投資した時、誰もそこへ行こうとはしていませんでした。今ではおそらく、我々は台湾での最大の外資系投資家です。」と、同氏はまた笑いながら付け加えました。

このインタビューの前日に行われた PERE の年次アジアサミットでは、東南アジアを専門とするパネリストが、フィリピンの銃とテロについて懸念していることを耳にし、チュー氏は「そういった影響に関する話は合理的というより感情的なものです。」と述べています。

リー氏は、チュー氏の熱意を和らげるように「弊社は SEC に登録されたアドバイザーです。投資の検討を始める際には、広範にわたる法務税務のデュー・デリジェンスを実施しています。我々はこれを非常に重視しています。」と補足します。それでも、彼はチュー氏に同意します。「我々はベータに賭けるのではなく、アルファを創造したいのです。」

それでもなお、フェニックスの投資範囲拡大という野心に、意義を唱える競合他社もあります。前出の匿名の香港マネージャーは「彼らは未検証の海へと向かっています。新しい航路を試すには常にリスクが伴います。」と警告しています。

「我々はジャカルタでもディールを予定しています。」と、チュー氏は力強く話します。チュー氏は、これほど中間所得層と消費支出が拡大・成長している市場を無視することは難しいと見ており、「インドネシアの人口は 270 百万人で、消費が活発な中間所得層が増えています。その結果、高級な不動産への需要は増加しています。またフィリピンの IT 関連サポート事業の市場規模は、インドを上回りましたが、まだ不動産価格が非常に安く、フェニックスにとって魅力のある不動産の存在が示唆されます。」と述べています。

ただし、フェニックスの主要市場から、東南アジア市場へと多額の資金が移行するにいたるわけではなく、実際の資金移動は、ファンドVの資本の 5%から 10%程度です。またファンドIIIの日本でのディールが残念な結果となったにも関わらず、フェニックスはまだ東京市場での投資に前向きであり、チュー氏とリー氏は当ファンドの 10%から 15%を日本に投資する可能性について合意しています。

東京には、エートス・キャピタルで 10 年間勤務した後、最近フェニックスに入社した林大介氏が率いる 4 人の専門家チームを擁しています。適切な案件さえあれば、林氏のチームはファンドVの資金を利用可能であるとして、リー氏は「日本で投資価値のある案件があれば、積極的に取り組むスタンスです。」と付け加えました。

チュー氏は、目標リターンを達成しているファンドIIの 40%以上が日本への投資であったことを忘れてはならないとしたうえで、資本が 50%評価減されたファンドIIIのディールについても、実際に日本に投資されていたのは、同ファンドの 3 分の 1 以下にとどまっていたとも述べています。「あるコンサルタントと話したところ、我々の日本の投資案件がまだそのヴィンテージの上位 4 分の 1 に入っていると言っていました。その情報は我々にとって何の役にも立ちませんが。」とチュー氏はコメントしています。それでも、このような是認が当時の日本でのフェニックスの活動を正当化するものであると彼は感じており、「良

い面があるとするれば、相対的に、我々の戦略が正当化されたことです。」と納得していました。

最高の物

チュー氏とフェニックスにとって、企業としての成功の大半を享受してきた香港では、まったく状況が違っていました。もっとも初期の開発として、2002年に、九龍のレストランを小売施設に転換し、18ヶ月足らずで86百万香港ドル（8百万ユーロ：11.1百万ドル）の投資を385百万香港ドルまで増やした案件以来、同社は出資を求めたことはなく、上記のようなディールには知人たちからの出資が集まり、それがやがてファンドIになりました。第1日目から、ファンドのコミットメントは12.3百万ドルに達していました。2年後の清算時には、その資本は50百万ドルを越す投資価値にまで成長し、同社の成長軌道が確立されました。

そうした初期段階から、チュー氏が現地の案件を発掘し、ストラテジック・キャピタル・マネジメントというプライベート・エクイティ会社を経営していたリー氏が外部の資金運用サポートを提供することで、フェニックスは効率的に運営されていました。この状況は1993年からずっと続いていましたが、リー氏のパートナーが退職したのを機に、リー氏はフェニックスで常勤として働くこととなりました。その後まもなく、フェニックスはファンドIIを立ち上げ、個人富裕層から73.5百万ドルを調達しました。

2007年にファンドIIIが創設された時点で、同社は初めて機関投資家からの資金を受託することになりました。そして世界的な金融危機に至るまでの数ヶ月は投資運用会社、特にアジアの不動産に投資する運用会社として、同社は次々と新記録を達成し素晴らしい成果を挙げてきました。その結果、当ファンドは機関投資家から350百万ドルを調達しました。これらの機関投資家がその後も同社に忠実であり続けた結果、PEREの調査分析部がアジアのプライベート不動産ファンドにとって過去5年間で最悪の年と呼ぶ2010年のクロージングで460百万ドルを調達し、昨年のファンドVの最終クロージングでは750百万ドルを調達することとなりました。

フェニックスの収めた成功について聞けば、なぜ同社がそれほど急激に支援を集め、友人たちが個人富裕層となり、また出資者が、そうした友人達から、現在投資を行っている多くの機関投資家へと置き換わったのかも容易に理解することができます。

フェニックスの手掛けた最も大きな案件について尋ねたところ、リー氏とチュー氏はグラマシーを挙げました。グラマシーは、香港のミッドレベル地区にある9万平方フィートの高級タワーマンションです。この取引が選ばれた理由は、リターンのみならず、その開発手法が同社にとっての青写真と見なされているためです。

チュー氏によれば、「香港の法律では、築40年以上の建物の90%を所有している場合、残りの10%を時価で購入することができます。そのため、我々はこれらの建物を少しずつ買い集め、その後、条件付き売買契約を強制的に締結しました。老朽化した建物にはこの

手法が使えるのです。」

フェニックスは、建物を取り壊し、新しくフロアを拡大して建直しを行いました。建築事務所アエダスとインテリア・デザイナーのピーター・レメディオス（5つ星ホテルでの仕事で知られるデザイナー）の協力を得て、フェニックスはエクィティ資金23百万ドルを含む総額90百万ドルを投資し、タワーマンションを建設し、これは即座に売れていきました。発売後の最初の週末に、売りに出されたマンションの96全室（全106室）が成約し、このタワーはいつの間にか開発業者が追随し、参考事例にするようになっていた、とチュー氏は話します。グラマシーのエクィティ・マルチプルが5倍を超えたという事実も、特に同様の案件での利益を狙う投資家にとっては、見逃すわけにはいきません。

「香港でフェニックス社が手掛けたディールは、けた外れの大成功だった」と言うある投資マネージャーは、同様の投資を検討した際には、香港の少しずつ買い集めるというロールアップ戦略には危険が伴うと考えています。「強制売却プロジェクトを回収する彼らの手法は見事でしたが、ある物件の85%~90%を取得するには、6ヶ月かかることもあれば、2年かかることもあるため、我々は常々、タイミングの予測が難しすぎると思っていました。ファンドの場合、必ずしもそのような時間的余裕があるとは限らないのです。」

答えは愛

チュー氏は、グラマシーのような案件は、既成概念にとらわれずに物事を考えた結果と見ていますが、これはチュー氏とリー氏が、同社の従業員にも求める、重要な要素です。彼らは、こうした精神的な柔軟性をもって不動産案件に取り組むためには、不動産を愛することが必要であり、野心あるいは貪欲さだけでは不十分と考えています。

この最後の点に関連してリー氏は、最近行った有名な投資銀行のアナリストコースを終えたばかりの方との面接について詳しく話してくれました。5年後に何をしたいかという質問に対し、彼女の回答は、今よりももっとたくさんお金を稼ぎたいというものでした。当然、彼女は採用されませんでした。「我々は、心から楽しむことができなければ、目標を達成することはできないと考えています。」「正直なところ、サムと私はこれを仕事とは考えていません。」

チュー氏も同意し「我々は複雑な案件を好みます。我々は起業家であり、既成概念にとらわれずに、物事を考える人材を評価しています。”できない”と言わずに、”どうしたらできる”かと問いかけてほしいのです。」

実際、フェニックスのマネージング・ディレクターのジョーイ・チャン氏が、中堅のディール・アシスタントとして入社後、わずか8年で経営陣に加わることになったのは、こうした考え方のおかげです。「彼はとても働き者で、決してできないと言わず、一番難しい仕事を引き受けてきました。」とチュー氏は振り返ります。実際のところチャン氏は、フェニックス設立後12年で初めてのパートナーですが、チュー氏とリー氏はもっと多くのパートナーが欲しいと考えており、それが事業の成熟の証と考えています。「これは私が面接の

ときに話すことです。いつか皆さんをパートナーに迎えられる日を心待ちにしています。」

事業継承の重要性について質問したところ、リー氏はある程度は重視していると答えました。しかし、それはチュー氏の表現を借りれば、「パイ」を大きくするということにつながります。「自分の持分を少し諦めれば、パイは大きくなります。その方が自分にとっても得になります。」

フェニックスは現在、諮問委員会の設立準備中で、その顔ぶれには、世界最大の資産運用会社の出身者も含まれます。「彼は運用資産が 30 億ドルの時に 10 番目のパートナーでした。今では、その会社は 8,000 億ドル以上の運用預かり資産を有し、100 人以上のパートナーがいます。」

リー氏によれば、彼とチュー氏は、フェニックスの人材への投資を今後も続ける意向で、その一つとして、もっと多くのパートナーを育てることを挙げています。「我々は、自分達より優秀な人間に囲まれていたいのです。」その実現に向けて、フェニックスは、これまでも運用報酬をチームの改善のために投資してきました。フェニックスの一般社員が多く退職することもありましたが、リー氏は、最近従業員が入れ替わったことについて「人材のアップグレード」と表現しています。これについて、あるマネージャーは「主要な人材は失ってはいません。社員の入れ替わりにより人材の質は上がっていると言えるでしょう。」と述べています。

結論としてリー氏は、企業にとって大切なことは、最適な戦略を用いて、投資家の期待に応えられるような体制を作ることであると述べています。また投資家との本来あるべき関係については、「我々の従業員が集められた目的は 1 つで、それは投資家のために一貫してパフォーマンスを上げることです。」と付け加えました。

これまで、フェニックスはまさにそれを実行してきました。将来どのような暗雲が立ち込めているとしても、フェニックス社の投資家は、同社のこれまでの業績に満足しており、エクティティコミットメントでその気持ちを示してきました。チュー氏とリー氏にとって、それが一番重要なことなのです。

フェニックス・プロパティ・インベスターズ

設立： 2002 年

本社： 香港

事務所： 東京、台北、シンガポール

主要人員： 設立パートナー：サミュエル・チュー、ベンジャミン・リー、マネージング・

ディレクター：ジョーイ・チャン

従業員： 65 人

運用資産： 41 億ドル

設立以来の資本調達額： 20 億ドル

(当該記事はフェニックス・プロパティーズ・インベスターズの翻訳によるものです)

©PEI Media Ltd. All rights reserved.

Content on this site may not be reproduced, distributed, transmitted, displayed, published or broadcast without the prior written permission of PEI or in the case of third party content, the owner of that content. You may not alter or remove any trademark, copyright or other notice from copies of the content. You may download material from this site(one machine readable copy and one print copy per page) for your personal, non-commercial use only.