



慶應義塾大学ビジネス・スクール

スター・マイカ株式会社

5

スター・マイカ株式会社（以下、スター・マイカ社）は、水永政志氏らが2001年5月に設立し、2006年10月に大阪証券取引所ヘラクレス市場（現・東京証券取引所JASDAQスタンダード市場）にスピード上場を果たした不動産企業である。社名のスター・マイカは、「雲母（うんも）」と呼ばれる鉱石の英語名であり、この社名には水永氏の次の想いが込められている。

10

「スター（星）という輝きと、鉱石に象徴される永続性を兼ね備えたいと願い、『スター・マイカ』を社名といたしました。自ら燐然と光り輝くよりも、皆様の光を受けて、静かにしっかりと輝き続ける存在でありたいと考えております。」^[1]

15

同社の事業は次の3つのセグメントから構成されている。首都圏を中心に一戸単位でファミリー向け中古マンションに投資する「中古マンション事業」、一棟単位で中古マンションに投資する「インベストメント事業」、金融と不動産のノウハウを融合して、投資家、不動産保有者、開発業者等に対して様々なアドバイザリー・サービスを提供する「アドバイザリー事業」である。

20

「ポーター賞」受賞のビジネスモデル

コア事業である「中古マンション事業」は、マンションの賃貸と売却を組み合わせた事業で、社名に込められた「永続性」を体現するビジネスモデルを構築している。具体的には、「賃貸中」のファミリー向け中古マンションを低成本で購入して、賃貸継続中は賃貸料を受け取り、入居者が退去後に物件を販売して利ザヤを獲得するというビジネスモデルである（図表1参照）。

25

^[1] スター・マイカ社のホームページ（<http://www.starmica.co.jp/ir/ir-faq.php#1-7>）参照【2014年4月確認】。

本ケースは井上貴晴、早川修平（M34）ならびに中村洋（慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授）が作成した。本ケースは教材として準備されたものであり、特定の経営状況の巧拙を評価するものではない。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクールまで（〒223-8526神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話045-564-2444、e-mail:case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は<http://www.kbs.keio.ac.jp/> 慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。ケースの購入は<http://www.bookpark.ne.jp/kbs/> から。（販売不可のケースを除く）

30

Copyright© 井上貴晴、早川修平（M34）、中村洋（2014年5月作成）

sample

sample

sample

sample

sample

5

このビジネスモデルの根幹には、「賃貸中」の物件は「空室」となった物件よりも価格が3割程度低いという日本不動産業界の独特的慣行がある。スター・マイカ社は、その慣行に着目し、「賃貸中」の物件を購入した後に「空室」になって売却するという「裁定取引」で利益を得る、という損が出にくく収益モデルを採用した。そのため、中古マンション事業を主力とする同業他社と比較して、売上高経常利益率が高い水準で安定している（図表2参照）。2008年のリーマン・ショック以降、競合企業が売上高経常利益率を大きく落とす中、スター・マイカ社は6%以上の水準を維持し続けた。

高収益と経営の安定性を担保するこの独自のビジネスモデルが評価され、2011年度には、各業界において独自性の高い戦略を実行している企業に贈られる「ポーター賞^[2]」を受賞した。

10

代表の経歴

15

スター・マイカ社の代表取締役である水永政志氏は1964年生まれで、東京大学農学部在学中にコンピュータソフトウェア会社の設立と売却を経験し、大学卒業後は三井物産に入社した。その後、本社財務経理本部に配属され、財務・経理分野を中心に4年間勤務した後、カリフォルニア大学ロサンゼルス校（UCLA）経営大学院にて、経営学修士（MBA）を修得した。帰国後、世界的なコンサルティング・ファームであるボストン・コンサルティング・グループを経て、ゴールドマン・サックス証券に入社した。プライベートバンキング部門立ち上げのプロジェクトに参画し、年間1,300億円超の預かり資産を集めて、全世界で営業トップの成績を残した^[3]。

20

一方で、この頃から個人資産をもとにマンション投資に携わり始めた^[4]。この投資活動を通じ、水永氏はスター・マイカ社のビジネスモデルの前提となる「賃貸中」物件と「空室」物件の価格差に気づいた。

25

多くの上場企業の社長達との交流を通じて、事業家として挑戦したいという思いを次第に強く持つようになった水永氏は、ゴールドマン・サックス証券を退社し、2000年3月に独立系REIT^[5]の先駆けとなる「ピーアイテクノロジー（現いちごグループホールディングス）」を設立した。ところが、創業間もなくネットバブルがはじけ、資金調達が困難となったことから、同社を売却して事業から撤退することを余儀なくされた。この出来事は水永氏にとって、「地獄の経験」であった^[6]。この経験により、次に事業を行う際には、景気の変動等の外部環境変化に強く、永続性の高いビジネスモデルを構築しようという考えに至った^[7]。

^[2] ポーター賞とは、「製品、プロセス、経営手法においてイノベーションを起こし、これを土台として独自性がある戦略を実行し、その結果として業界において高い収益性を維持・達成している日本企業を表彰するために2001年7月に創設された」（ポーター賞HP [<http://www.porterprize.org/about/index.html>] 参照）【2014年4月確認】。過去にユニクロ（2009年度）、キリンビール（2010年度）といった名だたる優良企業が受賞をしている。

^[3] インタビューより。

30

^[4] インタビューより。

^[5] Real Estate Investment Trustの略。一般からの調達資金を不動産に投資する金融商品の一種であり、不動産投資信託ともいう。

^[6] インタビューより。

^[7] インタビューより。

sample

sample

sample

sample

sample

その後、ゴールドマン・サックス証券に戻ったものの、再び独立をめざした水永氏は、2001年5月にスター・マイカ社（当時の社名は、扇インベストメントで、2002年2月に社名変更）を設立した。設立からわずか5年後の2006年には、大阪証券取引所ヘラクレス市場（現・東京証券取引所JASDAQスタンダード市場）への上場を果たした。2013年11月期時点では、自身の資産管理会社とあわせて28%の株式を保有して経営にあたっている（図表3、4参照）。5

業績・財務基盤^[8]

2013年11月期の実績によれば、スター・マイカ社の業績は、売上高135億円（前期比105.3%）、経常利益12.3億円（同124.4%）と増収増益であった（図表5参照）。当期純利益は、過去最高の7.4億円（同138.2%）に達している。景気回復の後押しもあり、中古マンション市場が活況を呈した。また、時系列でみると、2007年11月期以降、継続して120億円以上の売上をあげ、売上高経常利益率も6～11%と安定した業績を維持している。10

売上高ならびに利益をセグメント別にみると、双方とも中古マンション事業が持続的に高いシェア（2013年11月期の売上高では90%、同セグメント別利益では85%）を占める（図表6参照）。その中で、アドバイザリー事業の利益シェアが、近年伸びている。15

バランスシートに目を転じると、2013年11月期のスター・マイカ社の総資産は375億円で、負債265億円、純資産110億円であった。リーマン・ショック時に総資産は減少したものの、その後は物件の取得を積極的に進め10%程度の高い伸びを示している（図表7参照）。資産構成（2013年11月期）をみると、総資産の70%強を販売用不動産（主に中古マンション事業用資産で269億円）が占めている一方、20%強は固定資産（主にインベストメント事業用資産で84億円）で、保有物件の含み益は51.8億円にのぼる。

また、自己資本比率は29%（2013年11月期）であった。中古マンション事業を主力とする競合他社（インテリックス社、ラ・アトレ社）と比較して、より安定的な財務体質となっている（図表8参照）。20

有利子負債は、短期借入金と一年以内に返済予定の長期借入金の合計が51.8億円、それ以外の長期借入金が198.9億円となっている。また、数多くの過去のトラッキングレコード（実績の履歴）に裏打ちされた同社のビジネスモデルに対する金融機関の信用の高さから、融資に係る手数料と借入利率の合計でも2%台^[9]（平均利率^[10]は、短期借入金が2.2%、長期借入金が2.0%）にとどまり、低い点が特徴といえる（ファイナンス力に関する詳細は後述）。

なお、多くの不動産会社が多大な影響を被ったリーマン・ショック直後においても、同社は赤字決算

^[8] スター・マイカ社決算説明資料（2013年11月期通期）参照。

^[9] インタビューより。

^[10] スター・マイカ社決算説明資料（2013年11月期通期）参照。

には陥らなかつた（図表5参照）。これはたとえ中古マンションの販売が低迷したとしても、保有する中古マンションの家賃収入で販管費をカバーできる体制を構築しているため、赤字になりにくいことが理由として挙げられる。そして、水永氏が「抑制された成長」^[11]を志向しており、過度なレバレッジ^[12]を利かせていないことも奏功した。

中古マンション市場

マンション市場動向のうち、首都圏の新築マンションの供給戸数は2005年以降減少し、2009年には4万戸を下回った（図表9参照）。その後の景気回復で、2013年には5万戸を上回った。一方、中古マンションの成約数は、2012年には3万戸を超え、安定して微増傾向にある（近畿圏でも同様の傾向がみられるが、市場規模に関しては新築マンションの契約数、中古マンションの成約数とも首都圏の約半分である）。

マンション市場の今後について、水永氏は「短中期視点では、首都圏を中心に住宅ニーズは根強く、物件価格や賃料は現状維持が続く」^[13]と想定している。近年、再び上昇はじめた新築マンション供給戸数も、中古マンション市場の厚みを増すことにつながる。

その一方で、長期的視点では、「日本の低所得化が進んでいることを考えると新築マンションと比べて価格の低い中古マンションは伸びしろがある」^[14]とし、近年の中古マンション市場の拡大トレンドが継続すると予測している。

また、先進国と比較すると日本の住宅市場における既存（中古）住宅の割合は小さい（図表10参照）。さらに、日本では2006年に住生活基本法が施行され（2011年に見直し）、日本政府は既存（中古）住宅比率を2020年までに25%まで引き上げることを数値目標として掲げている。そのための施策（優良物件の供給増、住宅の取得・流通の促進）も次々と打ち出されている。

一方で、今後、日本は人口減少の脅威に直面する。水永氏は、「日本の人口が減少していくことを考えると、さらに長い目でみれば、マンション市場は縮小していく。特に、新築マンション市場は大きな影響を受ける。しかしながら、中古マンション市場が影響を受けるのはその後になるだろう」と、とらえている^[15]。

^[11] インタビューより。

^[12] 銀行借入や社債発行等によって獲得した資金を梃子（レバレッジ）として使い、自己資本以上に事業規模、資産規模を拡大すること。

^[13] インタビューより。

^[14] インタビューより。

^[15] インタビューより。

ビジネスモデルの特徴

スター・マイカ社のビジネスモデルは、「賃貸中」のファミリー向け中古マンション物件を一戸単位で取得し^[16]、入居者が退去するまで保有して賃料を受け取り、退去後に「空室」となった段階でリノベーション^[17]を行って売却するというもので、いわば、「賃料収入+売却収入」のハイブリットモデルである。

そして、このモデルを成立させるため、様々なタイプの物件を数多く取得してポートフォリオを組成することで、個別物件の抱えるリスク（事故・自然災害、価格変動、退去期間等）の低減を図っている。また、効率的なオペレーションを作り上げることでコスト低減を図る等、様々な企業努力を行っている。

本項では、「賃貸中」、「ファミリー向け中古マンション」、「一戸単位での売買」という3つの特徴について以下、各個に記述する。

「賃貸中」

日本の不動産市場において、「賃貸中」の物件は、法律により賃借人の権利が守られている。そのため、「賃貸中」の物件の購入者は、「空室」としていつ売却できるか分からない（流動性が低い）。また、入居者によって綺麗に使われているか否かといった物件の中の状況が分からない。これらの事情から、「賃貸中」の物件は、「空室」の物件よりも3割程度低い価格で取引されるという独特の慣行がある。スター・マイカ社のビジネスモデルはこの価格差を前提としている。

一般に不動産ビジネスは不動産市況の波にさらされやすい。不動産市況が悪い時に仕入れを行い、良い時に売却をすれば差益が大きくなる一方、良い時に仕入れを行い、悪い時に売却をすれば、差益が小さくなるか、場合によっては損になることもある。

しかし、この「賃貸中」物件と「空室」物件の価格差は不動産市況の波にかかわらず常に存在する。したがって、この価格差に着目したビジネスモデルは、一定の収益性の獲得が担保されており、リノベーションや物件販売の仲介手数料等の費用を差し引いても、個別案件で10%程度の売却益を得ることが可能である（もちろん市況による売却益への影響も存在する）。つまり、同社は、不動産市況の変化による値上がり益ではなく、あくまでも市場間の「価格差」に注目した「裁定取引」により利益を獲得しようとしている。

また、入居者が退去するまでの期間は賃料を受け取ることで、物件を保有する期間の管理費用や支払利息等のコストをまかなうとともに、物件の値下がりリスクにも対応している。例えば、マンション価格

^[16] このように、現在既に入居者がいる物件でオーナーが次のオーナーに転売した物件を「オーナーチェンジ」物件という。急な資金繰りの必要性、転勤、相続といった事情に基づき、法人が所有する寮等の建物や個人が所有する住居が売却されるケースが多い。

^[17] 改修工事によって内装や設備を更新するだけでなく、機能・性能を向上させること。

が年率平均 1.1%（過去 40 年間の平均^[18]）下落したとしても、賃料収入が不動産価格の下落を大きく上回り、賃管費や支払利息等もまかうことができる「負けない仕組み」となっている（首都圏における賃貸マンションの賃貸収入からの「純収益利回り」は年率 5～7%と推計されている^[19]）。

5

「ファミリー向け中古マンション」

次に、スター・マイカ社の投資の特徴として、「賃貸中」の物件の中でも、「ファミリー向け中古マンション」を取得することが挙げられる。

10 「ファミリー向け中古マンション」を選択する理由は 2 つある。第一に、「中古マンション」需要の多くは、投機目的の需要ではなく、あくまで実需に支えられていることから、不動産市況の影響を比較的受けにくく、価格が安定的に推移している点である。これは、新築マンションに比べ中古マンションの坪単価変化の標準偏差が小さいことからうかがえる^[20]。特に、築 10 年超の物件は経年劣化による価格の値下がり幅が減少する（図表 11 参照）。つまり、築 10 年を超えると、さらに年数を重ねて古くなったとしても物件の値下がり幅は少なく、価格が安定的になる。

15 第二の理由は、ファミリー向けマンションは戸建て住宅に比べ、査定が容易な点である。住居不動産の価格は基本的に地価と建物の価格の 2 つから構成されている。建物の価格に関しては、戸建住宅は間取りが多様である一方、ファミリー向けマンションは間取りがより画一的である。そのため、ファミリー向けマンションは、よりコモディティの性質を備えているといえ、査定が容易になる。

20 より具体的には、スター・マイカ社は、査定・売却の容易さ、利益確保の観点から、ファミリー向け中古マンションの中でも、以下の性質を持つ物件を主な投資対象としている。

- 経年劣化による価格の値下がり幅が減少する築 10 年超の物件（図表 11、12 参照）
- 首都圏を中心とする流動性と利便性の高い物件（図表 12 参照）
- 需要が限られるハイエンドクラスではない中価格帯（1,000 万～3,000 万円）の物件（図表 12 参照）〔高価格帯は値動きが激しいことも、中価格帯を主な投資対象としている理由の一つ〕

25 このような首都圏の中古のファミリー向けマンションに特化することで、より限定された市場における大量のデータに基づいた分析により、購入価格の適切な査定が容易になっている。

^[18] 三井トラスト不動産ホームページ（http://smtrc.jp/useful/knowledge/market/2012_07.html）【2013 年 5 月確認】参照。東京都の築年別中古マンション坪単価（2011 年流通物件）における築後 40 年間の値下がり額を年平均として算出した。

^[19] みずほ信託銀行「不動産マーケットレポート」（2010 年 8 月）参照。純収益利回りは、直近 1 年間の純収益（総収入－総費用〔減価償却費を除く〕）を期末の鑑定評価額で除したものである。

^[20] 過去 11 年間の坪単価変化の標準偏差は、新築物件が 19.4 万円であるのに対し、中古物件は 12.4 万円にとどまる。東京カンティ「マンションデータ白書 2012」のデータからケースライターが計算。

「一戸単位での取得」

また、スター・マイカ社はファミリー向け中古マンションを取得する際、一棟単位ではなく「一戸単位」で購入している。「一戸単位」での取得を行う理由はポートフォリオ戦略によってリスクを低減する点にある。つまり、様々なエリア・築年数・価格帯で構成された1,000戸超の中古マンションを保有^[21]することで、大数の法則^[22]が働き、個別物件で生じるリスク（事故・自然災害、価格変動、退去期間等）を分散し、統計データをもとに確率論でコントロールできるようにしている。

例えば、個別物件の入居者がそれぞれいつ退去するかはケースバイケースで予測することが難しい。場合によっては購入した物件の入居者が長期にわたって賃貸を続け、なかなか販売に至らず、利益をあげられないということもありうる。しかし、1,000戸超の物件を保有すれば、統計的にそのうちの何物件の入居者が1ヵ月以内に出ていくか、あるいは1年以内に出ていくかといった精度の高い予測が可能になる。

ビジネスモデルが内包するリスク・課題とその対策

上述したスター・マイカ社のビジネスモデルの特徴は、メリットと同時にリスク・課題も内包している。そして、このリスク・課題の存在こそが、競合他社が同様のビジネスモデルを採用してこなかった原因でもある（中古マンション市場において、「賃貸中」物件と「空室」物件に価格差があることは周知の事実であったにもかかわらず）。以下では、リスク・課題が具体的にどのようなものであるか、そして、スター・マイカ社がそれらのリスク・課題にいかに対応をしているかを記述する。

(1) 「賃貸中」のリスク・課題とその対策

「賃貸中」物件を取り扱うことに関するリスク・課題は主に3つある。第一に、いつ入居者が退去して「空室」物件を売却できるかが分からること、第二に、「賃貸中」物件は使用状況が分からぬこと、第三に、売却される「賃貸中」物件の数がそれほど多くはないということである。

①売却時期の不透明性 まず、第一のリスク・課題である「売却時期の不透明性」についてであるが、スター・マイカ社の収益モデルが「賃貸中」物件と「空室」物件の価格差に着目したものであることから、同社は入居者が退去しなければ物件の売却をすることができない。しかし、個別の入居者が退去する時期はスター・マイカ社には分からないことから、物件の売却可能時期が定かではない。購入後すぐ

^[21] スター・マイカ社決算説明資料（2013年11月期）参照。

^[22] 少数では傾向が見えない場合でも、大数で見ると一定の法則があることを「大数の法則」という。より厳密にいえば、大数の場合、経験的確率と理論的確率が一致する。

に退去することもあるが、場合によっては長期に渡って入居し続けるケースもある。

そのため、物件購入用の資金を借り入れようとしても、その返済時期を明確にすることはできないため、資金の借り入れが困難になりかねない。借り入れが可能になったとしても高コストになってしまふ。不動産業界における「できるだけ短期で物件を回転させた方が効率的」という常識に反するビジネスモデルであるが故のリスク・課題である（なお、物件購入後に、入居者を物件から追い出すという行為は、法律的観点および社会的良識から現実的な選択肢にはなりえない）。

かかるリスク・課題について、スター・マイカ社は、様々なエリア・築年数・価格帯の中古マンションを一戸単位で、大数の法則が成立までの数の物件を購入・保有するというポートフォリオ戦略を探ることで対応した（仮に10戸しか保有していないければ、年間1戸も退去しないケースも十分考えられる）。スター・マイカ社は、2013年11月期において、1,000戸程度の物件を保有していると推測される。ポートフォリオ戦略によって、大数の法則を成立させることで、個別物件で生じる退去時期に関するリスク・課題を分散し、統計データをもとに確率論で物件の売却時期やその数を予測できるようにした。

そして、このポートフォリオ戦略を成立させるため、スター・マイカ社は、後述する効率的なオペレーションの確立、大数の法則を前提としたファイナンス方式の開発に取り組んできた。

②物件の使用状況に関する不透明性 第二のリスク・課題（「賃貸中」物件は使用状況が分からない）については、入居者が物件を綺麗に利用している場合には物件の価値は高く保たれ、退去後のリノベーション費用は少額で済む。一方、粗雑に利用している場合には物件の価値が想定以上に毀損（きそん）され、リノベーション費用が多額にのぼる場合がある。そのため、使用状況が分からない「賃貸中」の物件は、適正な査定をすることが困難になる。

この点について、スター・マイカ社は、第一のリスク・課題と同様にポートフォリオ戦略を採用することで対応をしている。つまり、大数の法則を利用することで、個々の施設の中身が分からなかつたとしても、統計的に中身がどのような状況であるかを予測できるようにした。

③売却される「賃貸中」物件の数 最後に第三のリスク・課題（売却される「賃貸中」物件の数が少ない）については、「賃貸中」で価格が低いにもかかわらず物件を売却するケースは、オーナーが資金繰りに急を要している等の特別な事情がある場合に限られる。そのため、市場規模が小さいという課題がある。

かかる課題について、スター・マイカ社は、投資対象候補となる物件情報を効率的に入手できるよう不特定多数の不動産仲介業者との間にWin-Winの関係を構築することで対応している（詳細は後述）。また、その一方で市場規模が限られていることは、既存の大手企業が事業の柱として本気で取り組むうえでの参入障壁として機能してきた。そのため、この課題は不動産事業者として後発のスター・マイカ社にとって有利に作用した点でもあった。

(2) 「一戸単位での売買」のリスク・課題とその対策：煩雑な事務手続き

「一戸単位での売買」に関するリスク・課題は、一戸毎での売買やリノベーションの手続きが必要となるため、事務処理が面倒でコストがかかるというものである。不動産の売買やリノベーションにかかる事務手続きの煩雑さは物件の規模に比例しない。例えば、物件の売買にあたっては、物件情報の取得・査定・購入資金の借り入れ・契約締結・登記等、また、リノベーションにあたっては、内装設計・工事発注等、物件の大小に関わらない非常に煩雑な業務が多く存在する。

そのため、同じ仲介業務を手掛けるのであれば、「できる限り規模の大きい物件が良い」というのが不動産業界の常識である。さらに、一棟単位で売買すれば、各戸の手続きを共有できる部分があり、事務手続きの煩雑さを緩和することができる。

一戸単位での売買はこの常識に反するものであり、その結果、売買やリノベーションにかかる非常に煩雑な業務が膨大に発生してしまう。この点に関し、スター・マイカ社は少人数で月間 100 件の契約決済事務を実施可能にする独自の ICT (Information and Communication Technology) システムを開発^[23]する等、効率的なオペレーション体制を構築することで対応している（詳細は後述）。

一方で、一戸単位の売買に関する事務手続きの煩雑さは、参入障壁としても機能する。したがって、事務手続きの煩雑さの軽減に取り組んできたスター・マイカ社にとっては、逆に有利に作用する。

必要となる多額の初期費用

これまで、「賃貸中」ならびに「一戸単位での売買」のリスク・課題とその対策について記述してきたが、対策の一つの大きな柱は、大数の法則を成り立たせることができるほどの数の物件を保有することであった。そのため、事業開始にあたって多くの物件を取得し、売却するまで保有するための多額の初期費用を調達しなければならない。例えば、スター・マイカ社の場合、中価格帯（1,000 万～ 3,000 万円）の物件をターゲットとしているため、仮に 1,000 戸を取得するとすれば、100 億～ 300 億円が必要となる。この規模の資金をスタートアップの企業が調達することは困難を極める。

^[23] スター・マイカ社決算説明資料（2012 年 11 月期 第 3 四半期決算）参照。

独自のビジネスモデルを支える仕組み

スター・マイカ社の独自のビジネスモデルを支える仕組みとして、業務フローとオペレーション体制、業務管理システム、ファイナンス力、人材、組織運営について以下、記述する。

5

(1) 業務フローとオペレーション体制

スター・マイカ社のビジネスモデルは、大きく「取得フェーズ」、「保有フェーズ」、「売却フェーズ」の3つに分けられる（図表13参照）が、各フェーズに応じて、煩雑な業務が伴う。これらの煩雑な業務を、少人数で効率的に実施するためのオペレーションの仕組みを構築していることが、同社の事業を支える重要な要素となっている。

10

①取得フェーズ

■情報ルート スター・マイカ社は、投資対象候補となる物件の情報を不特定多数の不動産取引仲介会社から効率的に入手している。仲介会社からすれば、賃貸中のファミリー向け中古マンションの最大15の買手であり、照会後2時間以内に買い取り価格を査定・提示してくれる（詳細は後述）スター・マイカ社に、まず声をかける。

取引が成立した場合には、仲介会社は売却金額の3%の手数料を入手とともに、数年後に同社が物件を売却する際は、スター・マイカ社から仲介の優先候補として声をかけられ、再度、取引を仲介する機会を得ることができる。この結果、仲介会社は往復で6%の収益機会を得ることができる。

20 以上のように、スター・マイカ社にとっては物件情報の効率的な入手、不動産取引仲介会社にとつては収益機会の最大化という形でWin-Winの関係が構築されている。

■査定 スター・マイカ社は、過去の取引事例をデータベース化し、仲介会社からの照会後2時間以内に買い取り価格を提示することができるシステムを構築している。首都圏の中古ファミリー向けマンションに特化していることは、当該分野における豊富なデータ数に裏打ちされた査定モデルの妥当性を高めている。その妥当性に関しては、システムから導き出された理論価格と実購入価格の差は平均2%以内であるという^[24]。このシステムは従来の不動産会社が頼ってきた社員の経験や勘に依存しない仕組みといえる。

物件を購入するかどうかの意思決定は、この理論価格をベースに慎重に行っている。見積を提出してから成約に至る確率は10%程度であるという^[25]。

^[24] インタビューより。

^[25] インタビューより。

②保有フェーズ

■**物件（賃貸）管理** スター・マイカ社は、保有物件の8割を社内で管理し、管理費用等のコスト低減に努めている。なお、残り2割の管理については、採算と効率性の観点から、外部パートナー（大手のプロパティマネジメント会社）に委託している。

5

■**リーシング（賃貸仲介）** もともと「賃貸中」の物件を取得し、入居者が退去した場合にはすぐにリノベーションを行って物件を売却するため、賃貸での「空室」リスクはない。

③売却フェーズ

■**リノベーション** 物件のリノベーションに関して、同社は設計および施工管理のみを担当し、実際の作業は外部パートナーに依頼している。物件のタイプに応じて品質やコストの定型（スペック）化を実現しており、必要以上に凝ったリノベーションは行わない方針を探っている。この定型化により、リノベーションの大量発注が可能となり、短期かつ低コストで実行できる体制が構築されている。

10

■**販売ルート** リノベーションが完了した後に、直ちに物件を売却するためには、販売ルートの確保が重要となる。上述したように、これまで仲介会社がその役割を担ってきたが、周辺事業の利益を取り込むという方針から、現在は子会社のスター・マイカ・レジデンス社を通じた販売も行っている。現在、その割合は全体の3～4割程度である。

15

(2) 業務管理システム

複雑な不動産取引にかかる事務手続きを効率化するために、社内の業務フローを統一した上でICT（Information and Communication Technology）システムを開発し、少人数のスタッフで対応できる仕組みを構築している。当該システムは、不動産取引に係る一連の業務フローの進捗を細かく管理できる仕様となっており、現在動いている全案件の状況や将来の予定日（例：契約予定日等）を把握・管理できるようになっている。

20

このシステムの導入により、全社員が「いつ」、「どの案件に」、「何の対応が必要になるか」を把握できることとなり、各担当者が個別案件に対して、漏れなく的確なタイミングで対応ができるようになった。その結果、収益機会を逃がさないスピーディな対応の実現に寄与している。

25

さらに、営業と事務のコミュニケーションを効率的に進めるため、不動産取引に関する専門用語を社内で統一し、誰もが理解できるように徹底している。また、後述するように、オープンなコミュニケーションやチームプレーを重視する組織風土が、複雑な事務手続きを円滑に進めるための土台となっている。

30

(3) ファイナンス力

不動産取引に関する金融機関の一般的な融資姿勢は次の通りである。金融機関は、不動産の購入資金を融資するにあたり、現地調査、抵当権の設定、金利の計算等、複雑かつ面倒な事務作業を行う必要がある。この手間は不動産の規模ではなく、戸数に比例する。たとえば、同じ 10 億円の融資であつても、10 億円の物件を一棟購入する場合と、2,000 万円の物件を 50 戸購入する場合には、後者の方が金融機関の事務作業は圧倒的に多くなる。つまり、金融機関にとって、一戸購入に対する融資は一棟購入と比べて、手間がかかる割に利幅が薄く、歓迎されない。

また、賃貸中の物件は、賃借人がいつ退出するか分からぬいため、売却時期が予想しにくい。このため、金融機関は、返済時期のスケジュールを把握し難く、リスク管理の観点から融資に慎重になる。

以上のような理由から、賃貸中の物件を一戸購入するというスター・マイカ社のビジネスモデルに対する融資は、一棟購入に対して難易度が高い。

これに対して、スター・マイカ社は「区分所有ポートフォリオ」による借入を実現した。「区分所有ポートフォリオ」によるローンは、融資対象を一戸ではなくポートフォリオとしてとらえることに特徴があり、抵当の対象となる不動産ポートフォリオの中身が次々と入れ替わっていくスキームである。

物件の取得フェーズにおいては、金融機関との間に一定額のコミットメントライン^[26]を設定しており、その範囲であれば、物件取得に応じた機動的な融資を受けることができる。複数の物件を購入していくなかで、コミットメントラインによる融資が一定の残高になると、短期性の融資から長期性の融資へとリファイナンスが行われる。そして、物件の売却後に随時弁済されていく（図表 14 参照）。

スター・マイカ社がこのスキームを実現できる理由としては、過去のトラッキングレコードの存在が指摘できる。トラッキングレコードの存在が、銀行からのスター・マイカ社のビジネスモデルに対する信用を担保し、2010 年以降、このスキームを運用できるようになった。なお、このスキームに係るコストは、手数料と借入利率をあわせて 2% 台である^[27]。

(4) 人材

同社は、社員の採用にあたって正直さや真摯さを求めており、不動産業界出身者であることにはこだわっていない。これは業界から見れば異例のことである。不動産業界では一般的に、不動産の売買にかかる業務、とりわけ物件の正確な値付けには相応の目利き力が必要となるため、不動産業界で長年に渡って経験を積んできた人材が重宝される。

ところが、同社にとって中古マンションはコモディティであり、独自の査定システムを用いた正確な値

^[26] コミットメントラインとは、金融機関が取引をしている企業に対して定めた融資枠である。銀行と取引先の企業があらかじめ融資の上限枠を協議しておき、この融資の枠内でなら一定期間いつでも審査を必要とせずに、金融機関が資金を提供することを保証する仕組みである。

^[27] インタビューより。

付けが可能なため、特に業界出身者である必要はないと考えている。また、一般的に業界で不動産売買に携わる人材は、歩合制の報酬体系を前提としており、個人プレイを好む。そのため、同社が理想とする組織風土に馴染みにくいというのも、同社が不動産業界出身者を特に求めていない理由の一つである。

なお、近年は新卒採用をスタートさせ、一からの育成に力を入れている。

5

(5) 組織運営

組織を運営していくにあたり、水永氏が重視しているのは「フラットな組織体制」、「オープンなコミュニケーション」、「チームプレー」の3点である。

組織は三層程度の階層で設計されているため、情報共有や意思決定のスピードが速く、効率的かつ柔軟な組織運営の実現に寄与している。また、オープンなコミュニケーションが風通しの良い組織風土づくりに寄与するとの考えから、オフィスレイアウトをワンフロアにして全社員を一堂に集めるとともに、社長席や部長席も一般社員と同じ並びに配置する等の工夫をしている。さらに、水永氏は「IではなくWe」の考え方から、個人ではなくチームで成果を創出することをめざしている。そのため、個人プレイや過度な歩合制は同社に馴染まないという考え方を明確にしている。

これらの組織運営方針は、少人数で効率的な事業運営ができる礎となっている。

10

15

20

競合

中古マンションの売買事業を行っている競合

スター・マイカ社は他社と異なる独自のポジショニングを行っている（図表15参照）。インテリックス社やラ・アトレ社のように、中古マンションの売買を主力事業としている競合は存在するが、彼らのターゲットは主に空室のマンションであり、「賃貸中」のマンションをターゲットとするスター・マイカ社とは一線を画している。

また、「賃貸中」の中古マンションに焦点を当てた事業の例として、トーセイ社の「リスタイリング事業」等があるが、購入は「一棟単位」（売却は一戸単位）であるため、「一戸単位」で購入を行うスター・マイカ社とは異なる。

つまり、「一戸単位」で「賃貸中」のマンションを購入し、「空室」になれば売却するというビジネスモデルは、スター・マイカ社以外の不動産企業では主力事業に育っていない。

25

30

将来的に競合他社が模倣困難な理由

では、今後、競合他社が同社の事業を模倣することは可能であろうか。この点については、これから新規に参入しようとする企業が出現したとしても、以下の4つの理由から、スター・マイカ社の利益率⁵を超える事業に育てるには困難を伴うと考えられる。

まず、第一に、同社が確立したFirst-moverとしてのブランドが参入障壁となる。不動産売買仲介会社の間では、賃貸中のファミリー向け中古マンションの最大の買手であり、迅速に買い取り価格を提示する同社に声をかけようという認識が定着しており、これを覆すのには相応の実績が必要となる。たとえ後発組が参入したとしても、彼らが購入する物件は同社が購入を見送った物件となりやすく、条件面で¹⁰不利になる。

第二に、参入時には大数の法則を利かせにくい。参入時には紹介物件が限られるため、スター・マイカ社のように、多様な物件で1,000戸ものポートフォリオを組むことは困難である。それゆえ、新規参入したとしても、当面は大数の法則を活かせず、リスク分散を図ることが難しい。

第三に、効率的に業務を行うための独自システムや管理体制の構築が一朝一夕では難しい。例えば、¹⁵新規参入企業には賃貸中マンションの一戸売買に関する過去の膨大な統計データがないため、スター・マイカ社ほど精緻な価格モデルに基づいた査定システムを構築できない。そのため、仮に紹介物件があつたとしても適切な査定をすることが困難となる。

第四に、長期性の資金を手数料と借入利率をあわせて2%程度の金利^[28]で大規模に調達できる企業は一部の優良企業に限られている。そのため、上述した様々なリスクを分散するためのポートフォリオ²⁰形成のための資金調達を低コストで行うことが難しい。

今後の課題

株式市場の評価と課題

以上のように、優れたビジネスモデルを構築してきたスター・マイカ社であるが、株式市場からの評価は手放して称賛されるものではなかった。アベノミクスによる大胆な金融緩和によって不動産業界全体が恩恵を受け、スター・マイカ社の株価も2～3倍程度上昇した（図表16参照）。しかし、2014年4月現在における、予想PERは13.2（東証一部・二部上場企業の不動産業界平均29.8^[29]）、³⁰実績PBRは0.96倍（同1.9倍^[30]）と、業界平均を大きく下回っている。この理由として、株式の流

^[28] インタビューより。

^[29] 東京証券取引所「規模別・業種別 PER・PBR」参照。

^[30] 東京証券取引所「規模別・業種別 PER・PBR」参照。

sample

sample

sample

sample

sample

動性に乏しいという側面に加え、市場参加者が同社の成長性を必ずしも楽観視していないことが挙げられる^[31]。

同社は、これまで過度にレバレッジをかけず、資本の内部成長率 + α の範囲（具体的には年間で 10～15%程度）の着実な成長を実現できるようコントロールしてきた^[32]。水永氏は、バランスシート型のビジネスであるため、過度にレバレッジをかけると、破綻に繋がる可能性があると考えている。5

しかしながら、水永氏は、株式市場の評価を受けて、これまでの基本方針を修正するかどうか、修正する場合はどのような戦略を新たに構築するのか、思案する必要性を感じていた。

中古マンション事業の成長戦略

中古マンション事業の成長戦略としては、「国内展開の強化」、「海外市場への進出」等が考えられる。「国内展開の強化」に関して、現在（2013 年 11 月期）の同社の中古マンション事業の取引は、その 95%以上が首都圏で行われている。一般に、首都圏における中古マンションの取引件数は年間に 3 万超といわれているが、このうち、スター・マイカ社が手掛けるのは年間 500 件程度と 1%強に過ぎない（仲介会社から見積を依頼されて成約に至る確率は 10%程度^[33] であることから、潜在的な市場拡大の可能性もある）。また、首都圏を深耕する他には、近畿圏ならびに地方中核都市への本格進出が考えられる（スター・マイカ社はリーマン・ショック前に近畿圏に進出していったが、リーマン・ショックの影響で近畿圏でのポートフォリオを縮小させていた〔図表 12 参照〕）。

「海外市場への進出」についてはどうであろうか。主要先進国のはくは、日本と異なり「賃貸中」の物件と「空室」の物件に価格差がない^[34]。これらも踏まえ、海外市場への進出をどう考えれば良いだろうか。

また、利益率を高めるために、リノベーションに注力する戦略や、ネットや子会社等を用いて仲介会社を中抜きにするという戦略はどうであろうか。

その他の事業の成長戦略

同社にとって、インベストメント事業とアドバイザリー事業の 2 事業はコア事業の中古マンション事業を補完する事業として位置付けられてきたが、これらの事業を積極的に育成していくという方針はどうであろうか。また、たとえば中古オフィス事業や中古戸建事業といった新規事業に進出するのはどうであろうか。

^[31] また、増資も行われ、株主利益の希薄化や需給悪化などが懸念された。

^[32] インタビューより。

^[33] インタビューより。

^[34] 日本は法律上、賃借人の権利が強いため、「賃貸中」の物件と「空室」の物件に価格差が生じているが、主要先進国のはくはオーナーの権利が強く、賃借人をすぐに追い出すことが可能なため、日本のような価格差が存在しない。

5

10

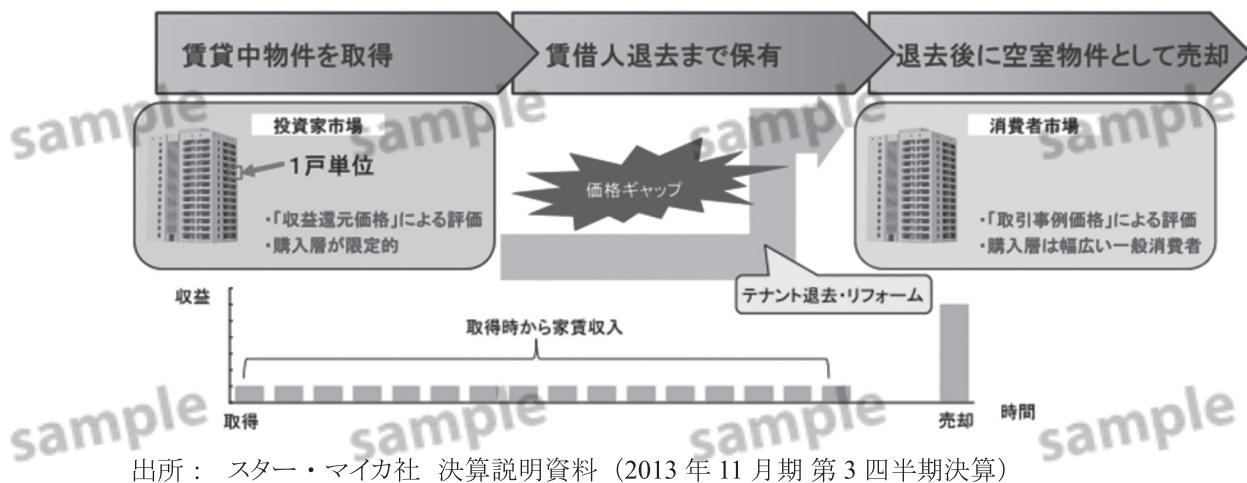
15

20

25

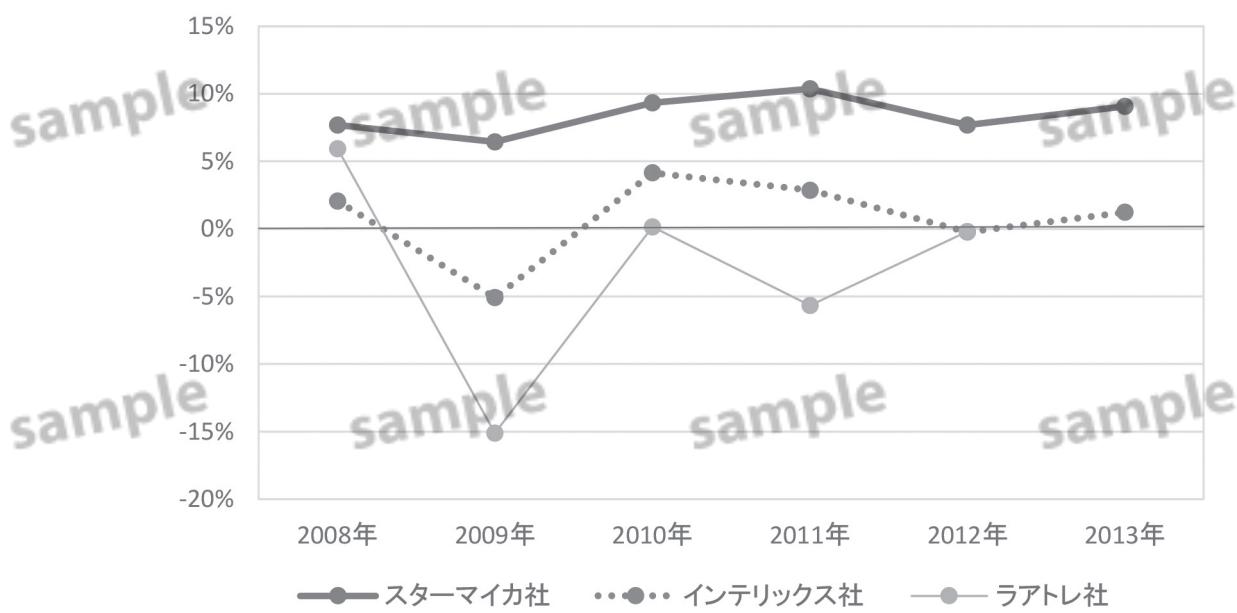
30

図表 1：スター・マイカ社のビジネスモデル



出所：スター・マイカ社 決算説明資料（2013年11月期 第3四半期決算）

図表 2：売上高経常利益率の競合比較



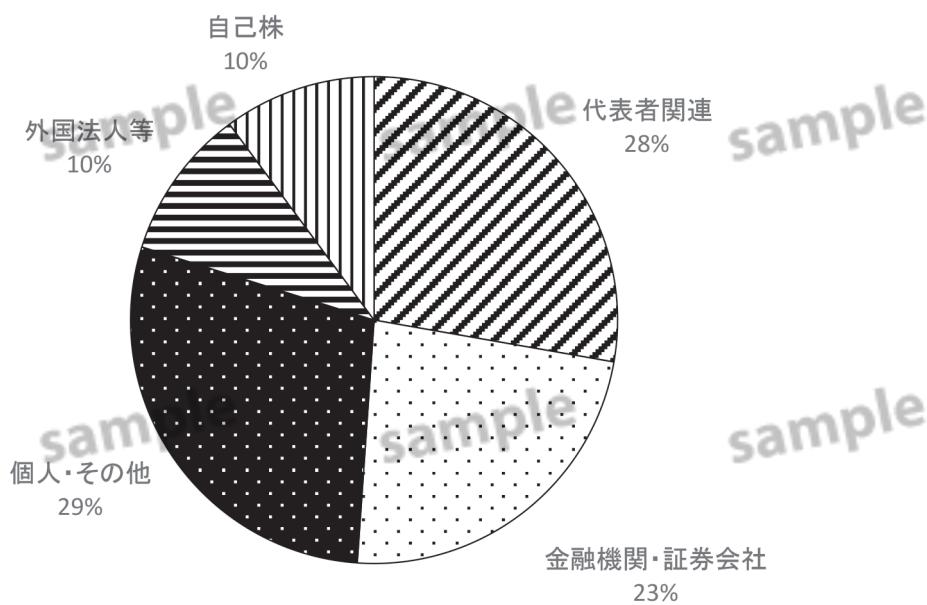
出所：各社有価証券報告書（スター・マイカ社は11月期、インテリックス社は5月期、ラ・アトレ社は3月期〔2012年より12月期に以降〕）より作成

図表 3：主要株主の状況（2013年11月30日現在）

株主名	持ち株比率 (%)
(株)オフィス扇	15.2
水永政志	12.4
スター・マイカ(株)	10.1
重田康光	9.5
田口弘	9.0
日本トラスティ・サービス信託銀行(株)	8.4
野村信託銀行(株)	7.0
日本マスタートラスト信託銀行(株)	6.6
ロイヤルバンクオブカナダ	4.7
ザバンクオブニューヨークメロン	2.2

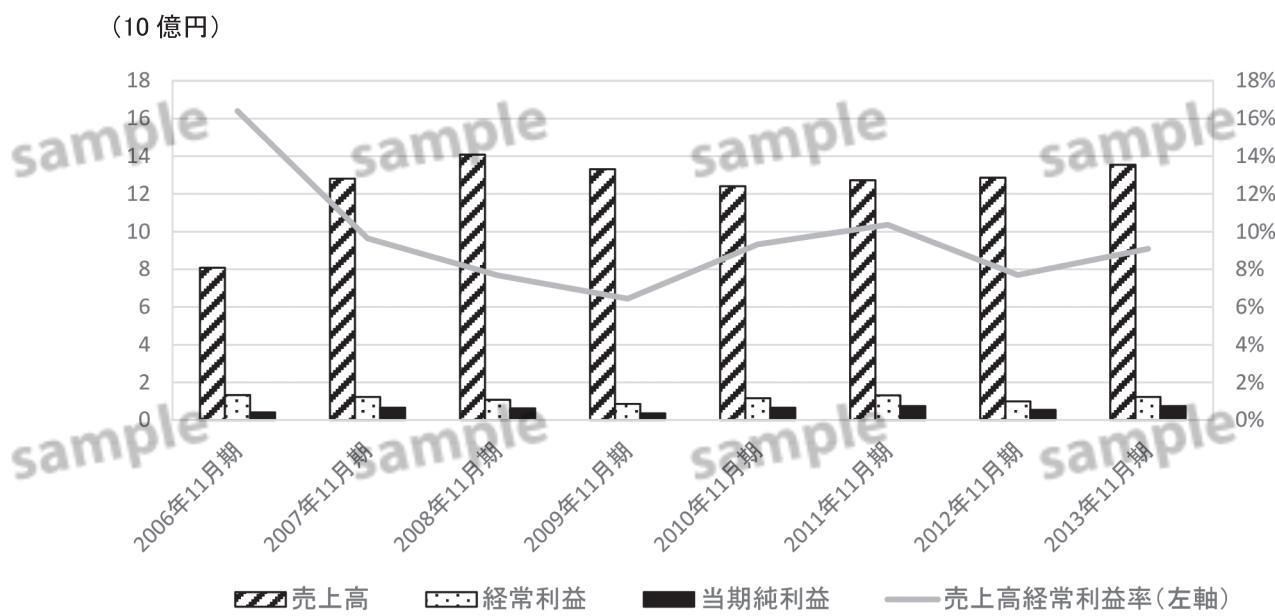
出所：スター・マイカ社 IR 資料（2013年11月期）より抜粋

図表 4：株主分布状況（2013年11月30日現在）



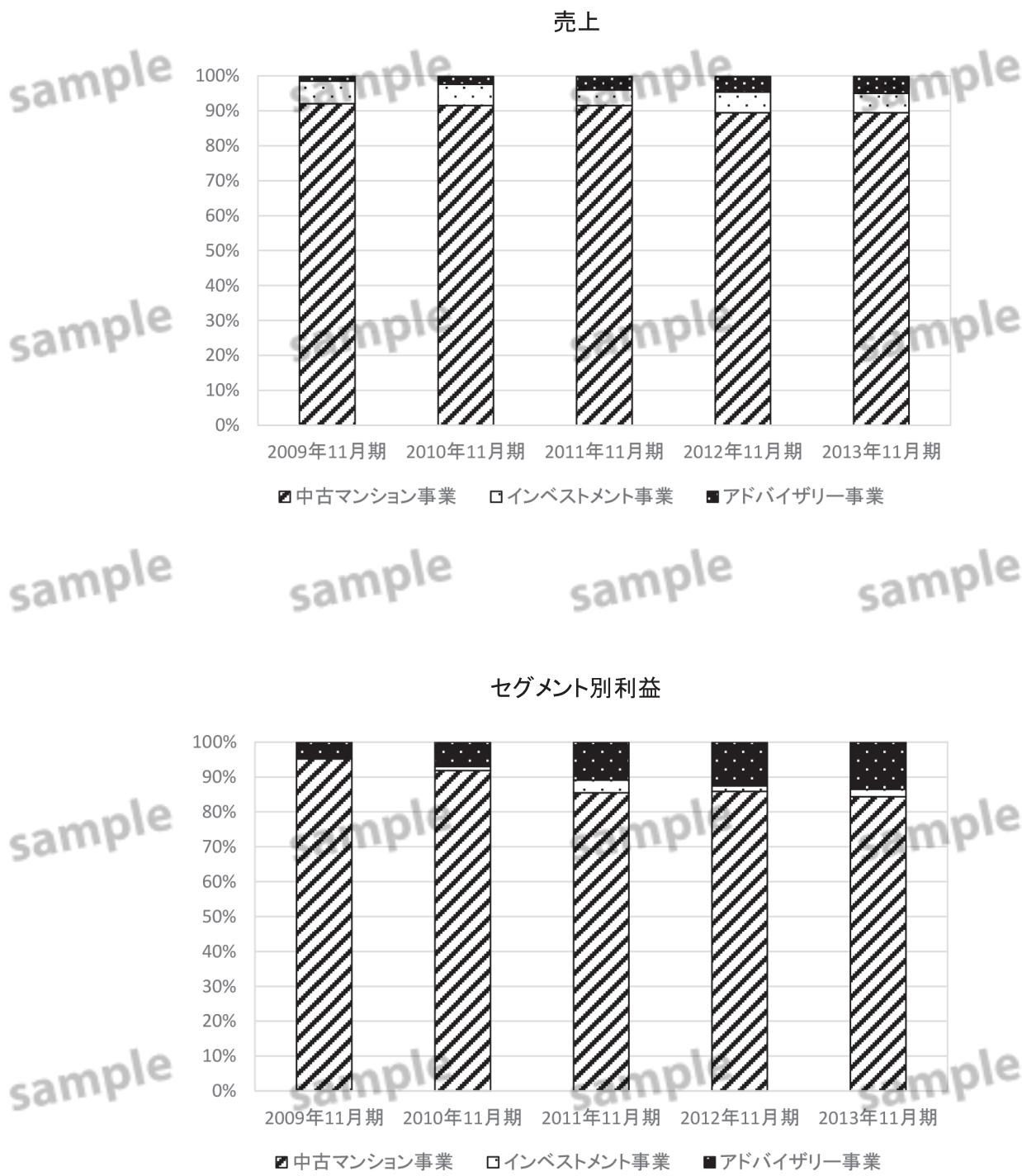
出所：スター・マイカ社 IR 資料（2013年11月期）より抜粋

図表 5：売上、利益、利益率の推移



出所：スター・マイカ社 IR 資料より作成

図表 6：事業セグメント別構成比（売上高、セグメント別利益）の推移

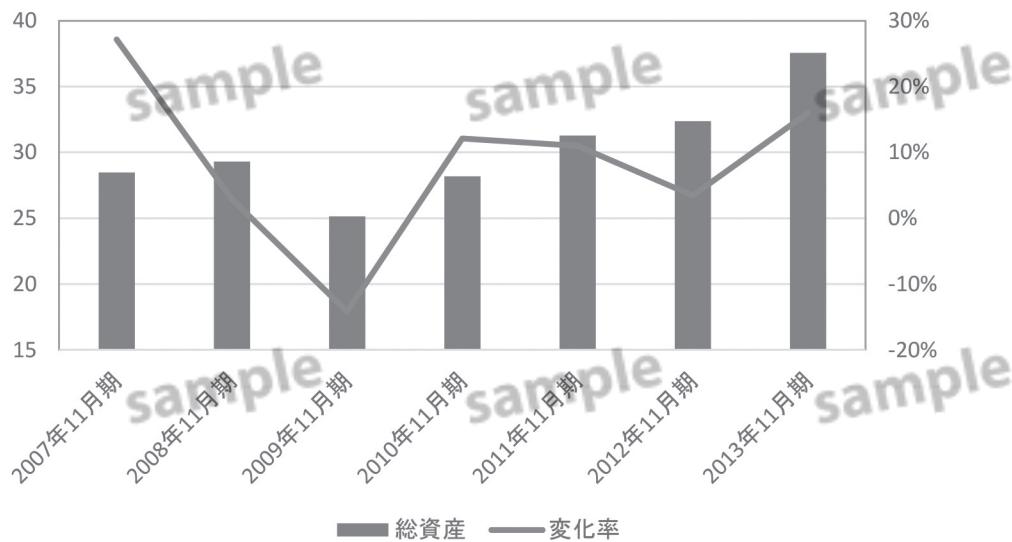


「中古マンション事業」： 首都圏を中心に一戸単位でファミリー向け中古マンションに投資
「インベストメント事業」： 一棟単位で中古マンションに投資
「アドバイザリー事業」： 金融と不動産のノウハウを融合して、投資家、不動産保有者、開発業者等に対して様々なアドバイザリー・サービスを提供

出所：スター・マイカ社 IR 資料より作成

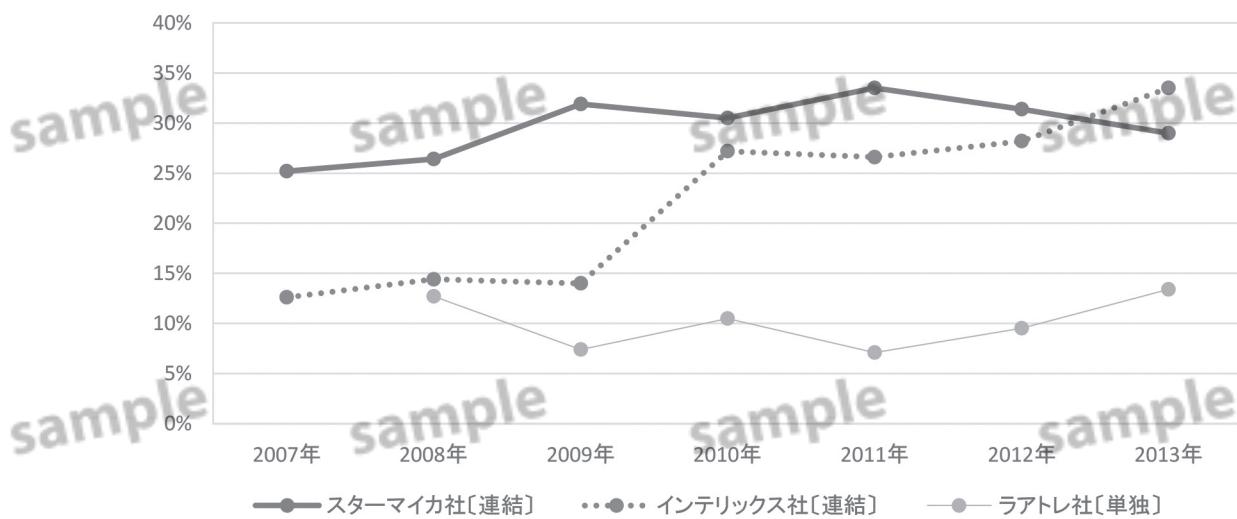
図表 7：総資産の推移

(10 億円)



出所：スター・マイカ社 IR 資料（2013 年 11 月期）

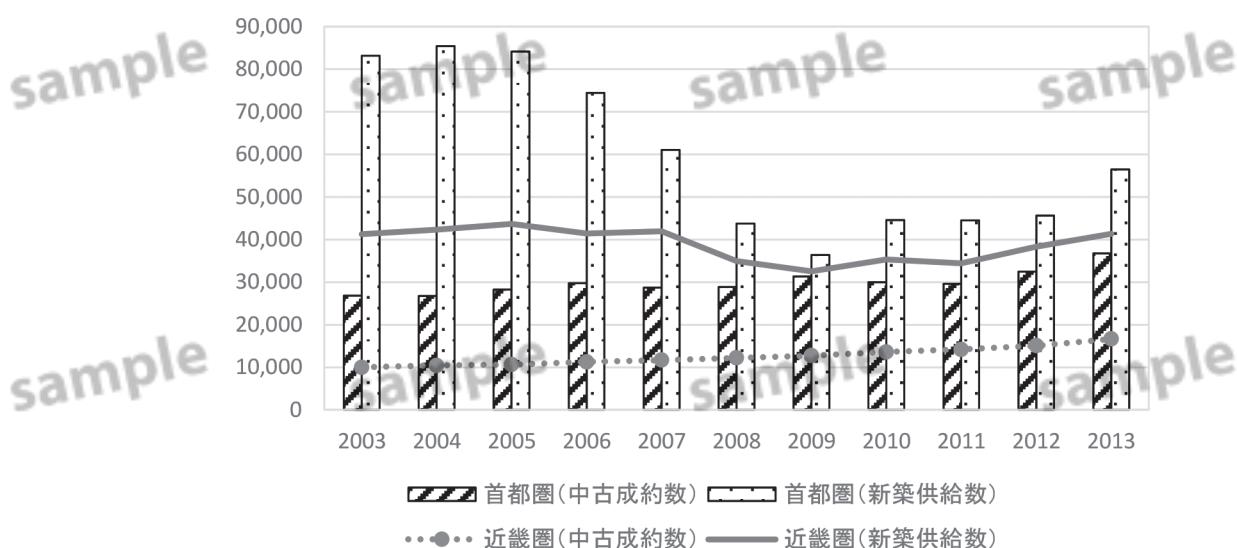
図表 8：自己資本比率の競合比較



出所：各社有価証券報告書（スター・マイカ社は11月期、インテリックス社は5月期、ラ・アトレ社は3月期〔2012年より12月期に以降〕）より作成

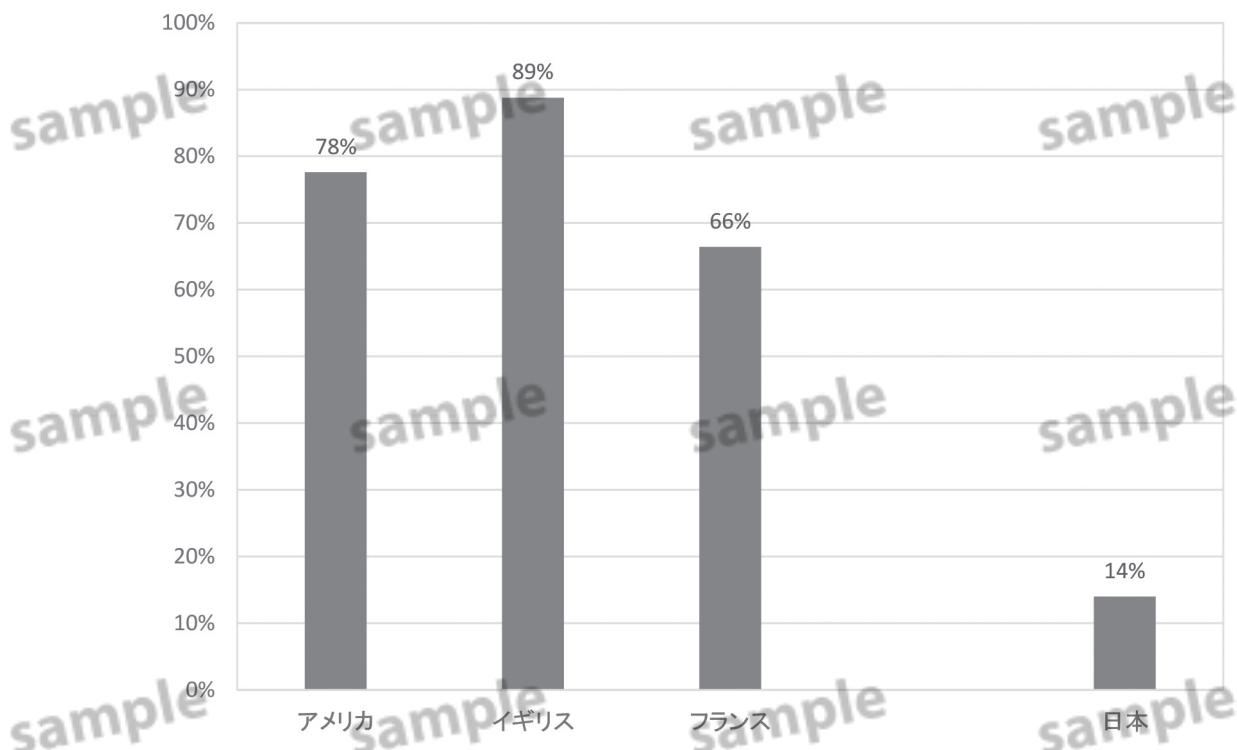
図表 9：首都圏・近畿圏の新築マンション供給数と中古マンション成約数の推移

(戸)



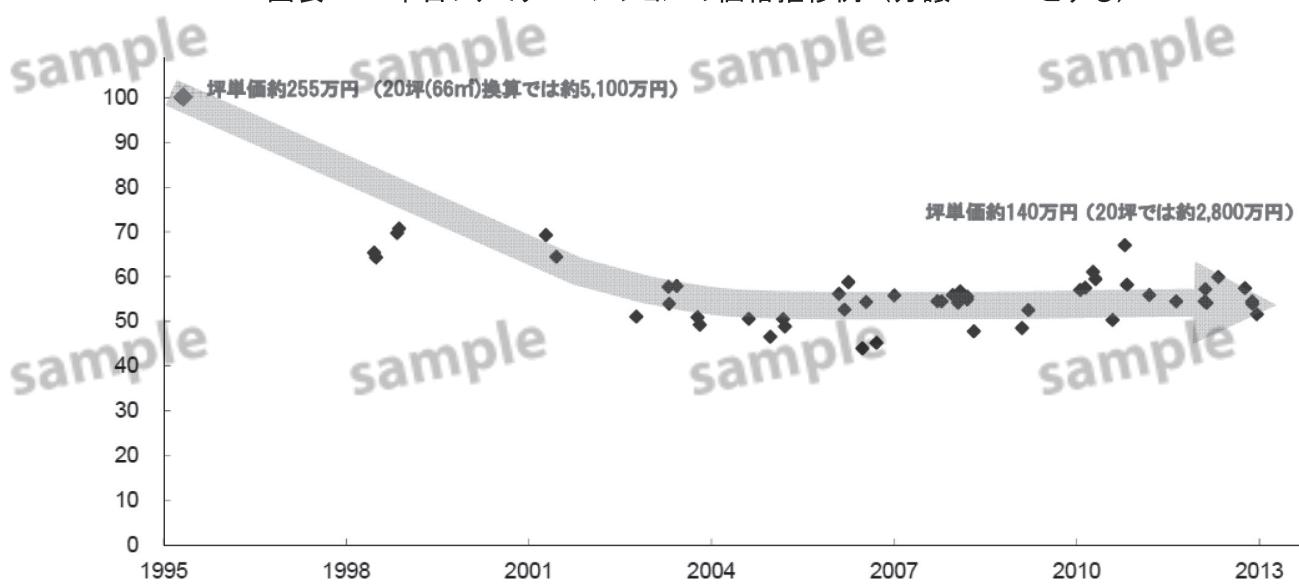
出所：不動産経済研究所、近畿圏不動産流通機構、東日本不動産流通機構

図表 10：住宅市場における既存住宅の割合



出所：スター・マイカ社 IR 資料（2013 年 11 月期）

図表 11：中古ファミリーマンションの価格推移例（分譲 = 100 とする）



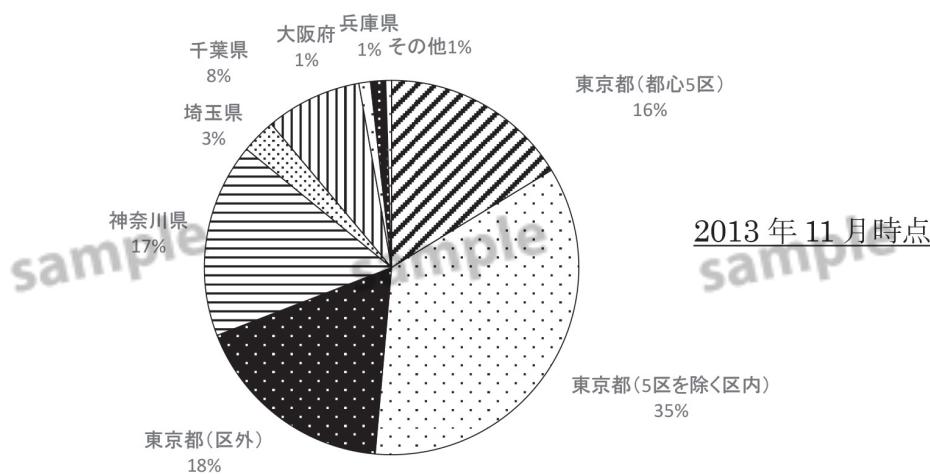
注：1995 年竣工のマンション（神奈川県横浜市港南区、約 350 戸、平均専有面積は約 75 m²）で売りに出された部屋の売買成約価格を時系列に表したもの。

出所：スター・マイカ社 決算説明資料（2013 年 11 月期 第 3 四半期決算）

図表 12：スター・マイカ社における中古マンションのポートフォリオ

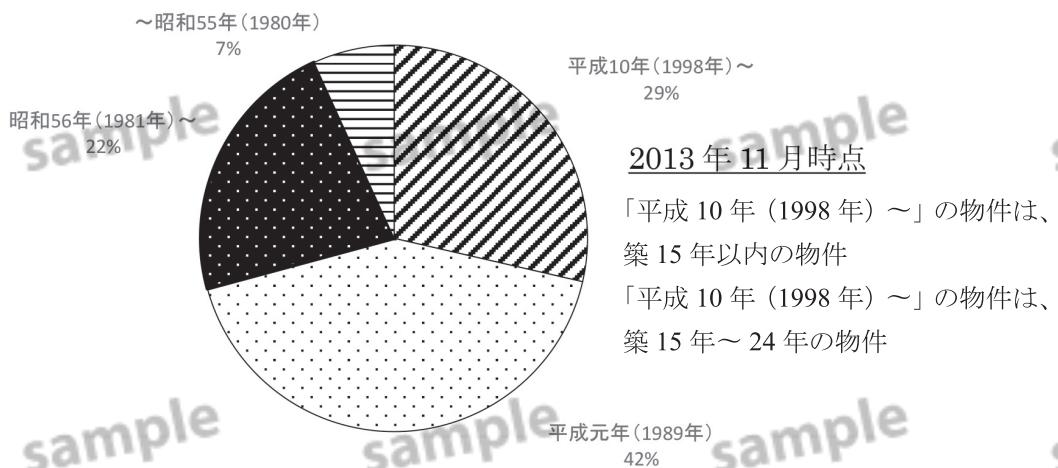
地域別残高構成

	2009年11月時点	2010年11月時点	2011年11月時点	2012年11月時点	2013年11月時点
東京都(都心5区)	8.7%	11.8%	14.3%	13.4%	16.3%
東京都(5区を除く区内)	41.7%	29.8%	35.4%	38.3%	35.1%
東京都(区外)	6.7%	28.2%	22.4%	21.0%	17.7%
神奈川県	19.8%	13.9%	16.4%	18.9%	16.8%
埼玉県	4.3%	4.0%	3.0%	2.8%	3.0%
千葉県	4.1%	3.6%	2.6%	2.2%	8.3%
大阪府	6.8%	4.1%	2.7%	1.4%	1.0%
兵庫県	6.2%	3.8%	2.6%	1.6%	1.3%
その他	1.7%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%



築年時期別残高構成

	2009年11月時点	2010年11月時点	2011年11月時点	2012年11月時点	2013年11月時点
平成10年(1998年)～	28.6%	45.4%	45.3%	45.6%	38.0%
平成元年(1989年)～	42.2%	28.6%	27.8%	27.0%	30.3%
昭和56年(1981年)～	22.4%	19.7%	19.8%	20.3%	24.1%
～昭和55年(1980年)	6.8%	6.3%	7.1%	7.1%	7.6%



出所：スター・マイカ社 IR 資料

図表 12：スター・マイカ社における中古マンションのポートフォリオ（続き）

平均物件データ

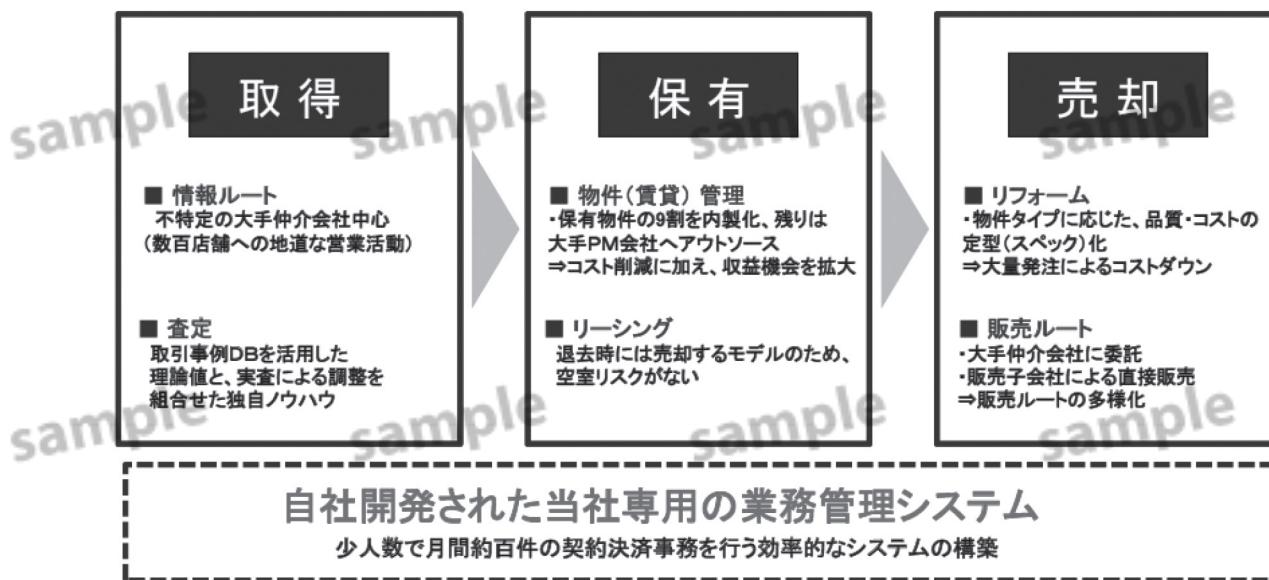
	2009年11月時点	2010年11月時点	2011年11月時点	2012年11月時点	2013年11月時点
平均専有面積(㎡)	69.7	69.87	66.15	64.88	64.4
平均築年数(年)	17.6	17.4	18.6	19.9	22.1
平均購入価格(万)	1915.9	2098.6	2086	2012.7	1963.4

購入価格帯別残高構成

	2009年11月時点	2010年11月時点	2011年11月時点	2012年11月時点	2013年11月時点
~1000万円	6.50%	45.40%	45.30%	45.60%	38%
1,000万円～2,000万円	38.70%	28.60%	27.80%	27%	30.30%
2,000万円～3,000万円	31.10%	19.70%	19.80%	20.30%	24.10%
3,000万円～	23.70%	6.30%	7.10%	7.10%	7.60%

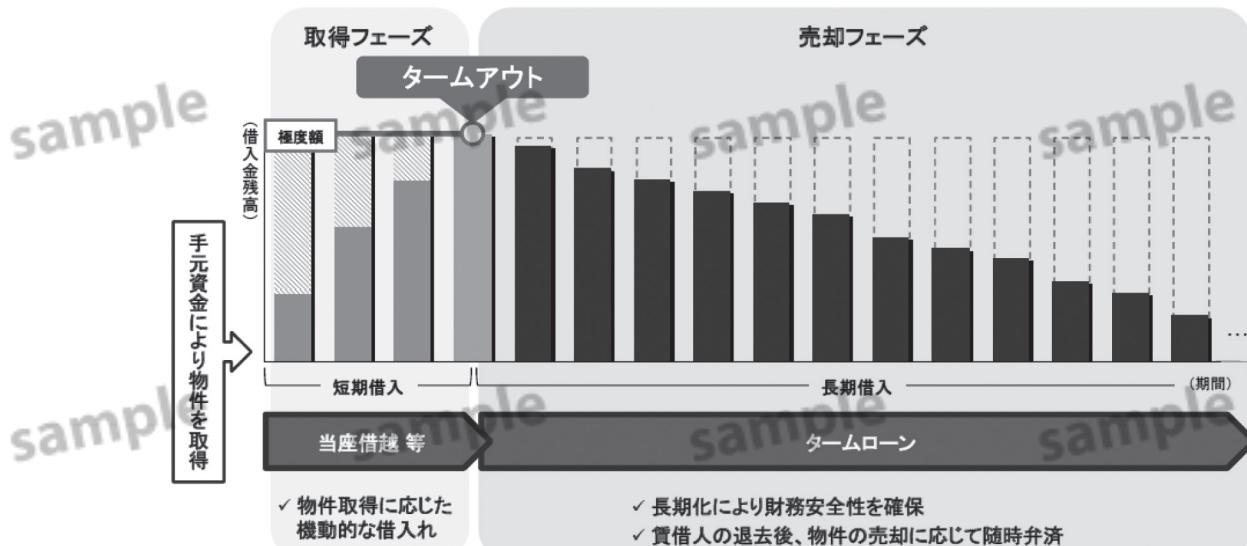
出所：スター・マイカ社 IR 資料より作成

図表 13 : オペレーション体制の差別化



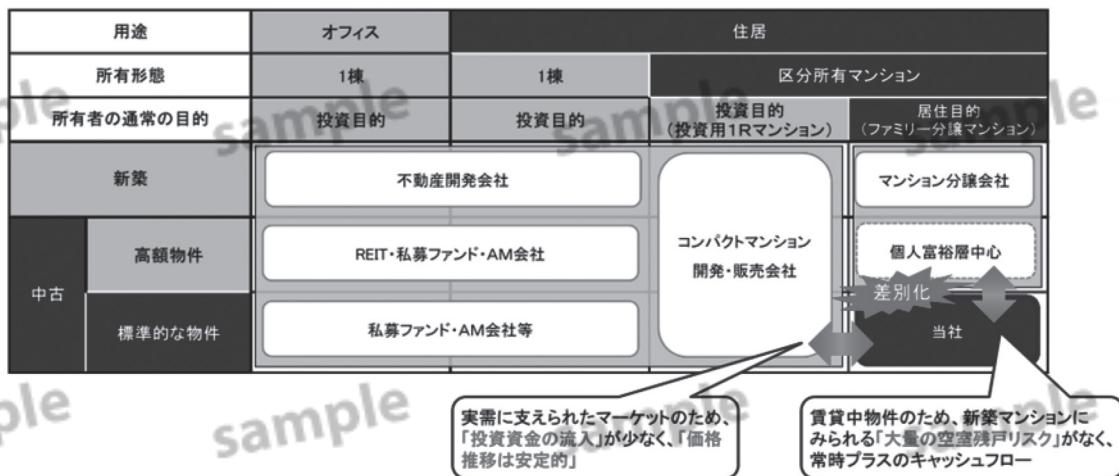
出所：スター・マイカ社 決算説明資料（2013年11月期 第3四半期決算）

図表 14：ファイナンスのスキーム



出所：スター・マイカ社 決算説明資料（2013年11月期 第3四半期決算）

図表 15：中古マンション再生のプレイヤー



出所：スター・マイカ社 決算説明資料（2013年11月期 第3四半期決算）

図表 16：スター・マイカ社の株価の推移



出所：Yahoo ファイナンス

付属資料 1：沿革

2001 年 5 月	株式会社扇インベストメント設立
2002 年 2 月	社名をスター・マイカ株式会社に変更し、本社を東京都千代田区神田須田町に移転
2006 年 10 月	大阪証券取引所ヘラクレス市場(現・東京証券取引所ジャスダック市場)に上場
2007 年 5 月	スター・マイカ・アセットマネジメント株式会社を設立
2008 年 5 月	ファン・インベストメント株式会社を設立
2010 年 7 月	クリオレミントヴィレッジ国立(134 室)を取得
2011 年 9 月	横浜市西区に横浜支店を開設
2011 年 11 月	2011 年度ポーター賞を受賞
2012 年 9 月	スター・マイカ・レジデンス株式会社を設立
2013 年 12 月	大阪市北区に大阪支店を開設

スター・マイカ・アセットマネジメント株式会社： 資産家ファミリーを対象とした金融資産、不動産を統合した中長期ポートフォリオ運用の助言、ならびに資産管理コンサルティング

ファン・インベストメント株式会社を設立： 投資実績に基づいたコンサルティング業務

スター・マイカ・レジデンス株式会社を設立： 中古マンションの取り扱いに特化した仲介事業

出所： スター・マイカ社 HP より抜粋【2014 年 4 月確認】

付属資料 2：主要な経営指標

決算年月	平成21年11 月	平成22年 11月	平成23年 11月	平成24年 11月	平成25年 11月
売上高 (千円)	13,310,034	12,403,146	12,719,214	12,857,962	13,543,527
経常利益 (千円)	858,549	1,157,096	1,318,192	989,067	1,230,490
当期純利益 (千円)	359,465	650,622	740,947	538,576	744,401
包括利益 (千円)	—	—	793,540	568,002	755,005
純資産額 (千円)	9,050,883	9,641,807	11,550,748	11,227,627	10,954,805
総資産額 (千円)	25,143,980	28,189,284	31,284,477	32,367,188	37,545,988
1株当たり純資産額 (円)	98,080.46	103,628.91	1,048.94	1,153.19	1,213.27
1株当たり当期純利益金額 (円)	4,393.07	7,867.40	80.06	59.48	83.87
潜在株式調整後1株当たり当期 純利益金額 (円)	4,239.78	7,417.12	76.49	58.38	80.9
自己資本比率 (%)	31.9	30.5	33.5	31.4	29
自己資本利益率 (%)	4.6	7.8	7.8	5.2	7.1
株価収益率 (倍)	17.7	10.1	8.5	11	16.4
営業活動によるキャッシュ・フロー (千円)	3,284,156	△2,580,787	△1,892,222	1,186,138	△1,433,226
投資活動によるキャッシュ・フロー (千円)	△15,282	△6,517	△34,871	△2,395,054	△2,638,660
財務活動によるキャッシュ・フロー (千円)	△4,272,260	1,857,433	2,484,307	486,204	3,854,729
現金及び現金同等物の期末残高 (千円)	2,787,170	2,057,298	2,614,512	1,891,801	1,674,644
従業員数 (外、平均臨時雇用者数) (人)	38 -2	48 -7	57 -9	57 -11	60 (12)

出所：スター・マイカ社 HP より抜粋【2014年4月確認】

不許複製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

共立 2014.6 PDF