

危機下のマンション分譲会社と 目指すべき針路

金 惺潤



荒木康行



CONTENTS

- I 分譲マンション事業の失敗の本質
- II 安易な事業ポートフォリオ拡大の罠
- III 本来着目すべき市場の構造変化
- IV マンション分譲会社が目指すべき姿

要約

- 1 2008年に入り、分譲マンション市場が急速に低迷し、多くのマンション分譲会社（以下、デベロッパー）が経営破綻している。そうしたデベロッパーの多くは、住宅購入者の購買力を冷静に判断せず、安易に価格を吊り上げてしまった。加えて、金融市場の急変に対処する術を持っていなかった。
- 2 破綻したデベロッパーの多くが、オフィスビルなどの取得・売却を繰り返す流動化事業を急拡大させ、その事業領域への参入理由を「事業ポートフォリオの安定」と謳っていた。しかし、デベロッパーにとって、プロの機関投資家の投資ニーズがいかに変化しているかを読むことは不可能に近く、流動化事業を安易に拡大させたことが命取りとなった。
- 3 首都圏の1都3県など、経済の基礎的条件が相対的に良い市場では、分譲マンション事業の成長余地は依然としてある（本稿は、首都圏の1都3県の分譲マンション市場を分析対象とする）。住宅取得に至っていない世帯が堆積している一方で、供給事業者が大幅に減少するためである。
- 4 デベロッパーは分譲マンション事業をコア事業として高度化すべきであり、同時に長期・安定型の利益源をつくることが必要不可欠である。過去数十年の歴史が示すとおり、借入れに依存した事業構造は成立しないことを理解しなければならない。これはデベロッパーだけでなく、デベロッパーに融資する金融機関も認識すべきことであろう。

I 分譲マンション事業の 失敗の本質

1 半減した分譲マンション市場

分譲マンション市場が大きく低迷している。図1に示すとおり、首都圏では、1999年から2005年までに年間8万戸以上が販売され、「大量供給時代」と呼ばれる歴史的な好景気が続いた。2006年には8万戸を下回る販売水準となったものの、初月契約率は78%と依然として高く、マンション需要は力強かった。

低迷が顕在化したのは2007年である。販売戸数は6万戸台に落ち込み、初月契約率も70%まで低下している。これは建築基準法の改正に伴い、建築確認審査が厳格になり、新築分譲マンションの着工戸数が減少したことも影響している。この問題自体はそれほど尾を引かず、建築確認審査はやがて処理が円滑に進み出したが、2007年末ごろから分譲マンション市場は販売不振に陥り始めた。2008年には販売戸数は約4万3000戸まで減少し、初月契約率も約60%まで落ち込んだ。

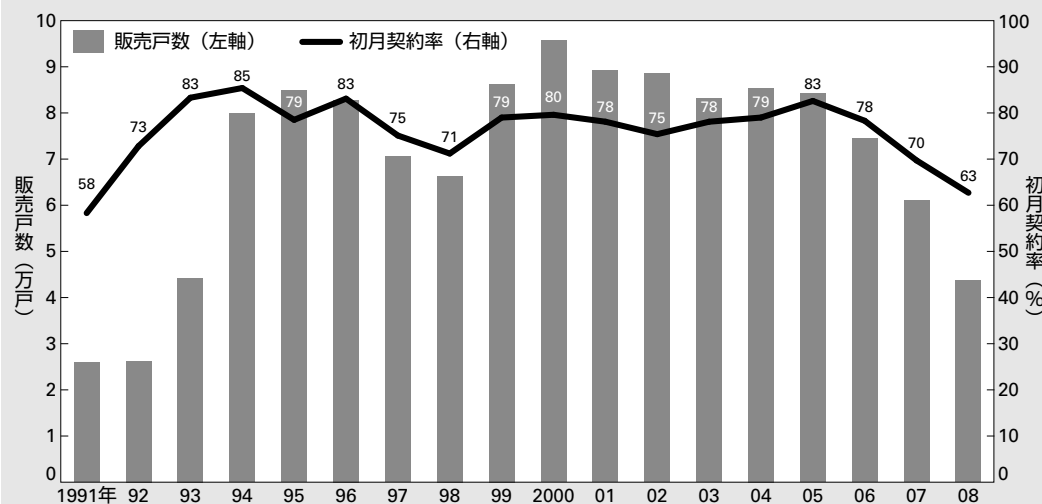
2008年末からは10～20%の値引き販売も珍しくなくなり、「アウトレットマンション（大幅に値引きし、割安感を訴求している分譲マンションの俗称）」という用語まで登場するに至った。在庫が1万戸と高い水準となっていることから、新規分譲マンションの販売は難しく、当面は価格も下がり続けることが予想される。

2 市場崩壊に対する一般的な見解

分譲マンション市場が半減した要因は、外部環境の変化であると説明されることが多い。主に、①貸し渋りなどに見られる資金調達環境の悪化、②鋼材などのコスト増、③マクロ経済環境の悪化——が「悪役」とされている。

確かに、①の金融機関などによる不動産業向けの融資残高は急速に減少している。しかし、これは分譲マンションの新規プロジェクトの開発には悪影響を及ぼすものの、資金を調達済みのプロジェクトにはそれほど影響しない。リファイナンス（返済期限に伴う借り換え）の融資が得られないといった指摘もあ

図1 首都圏における分譲マンションの販売戸数と初月契約率の推移



出所) 不動産経済研究所より作成

るが、これは分譲マンション事業ではなく、後述する流動化事業の問題である。

また、②の鋼材価格や地価などのコスト増が、分譲マンション事業の逆風要因となったことは間違いないが、これが市場崩壊の直接の要因でないことも明確である。これについては次節で論じる。

③のマクロ経済環境の悪化が顕著になったのは、2008年9月のいわゆる「リーマン・ショック」以降である。自動車、半導体、電機、流通など幅広い業種で需要が大幅に減少し、大手企業ですら業績の下方修正、赤字予想を発表するに至っている。分譲マンション市場の悪化傾向は、前述のとおり2007年から始まっており、このマクロ経済の悪化は付加的な要素である。

市場悪化の要因を外部環境に求めることは簡単である。しかし、マンション分譲会社（以下、デベロッパー）が正しい経営を行っていたか否かも検証すべき視点であり、むしろそこに問題があったと考えられる。

3 住宅実需を見誤った 安易な経営判断

分譲マンション市場が崩壊した根本的な原因は、供給者論理に基づき、マンションの販売価格を安易に吊り上げた経営判断にあったと考えられる。

図2に示すとおり、2005年以降、首都圏のデベロッパーの多くは販売価格を値上げし始め、値上げ後の価格は「新価格」「新々価格」と呼ばれた。特に東京23区内での値上げが顕著であった。

確かに、コスト増は値上げの一因であろう。東京23区の地価は2004年後半から上昇し

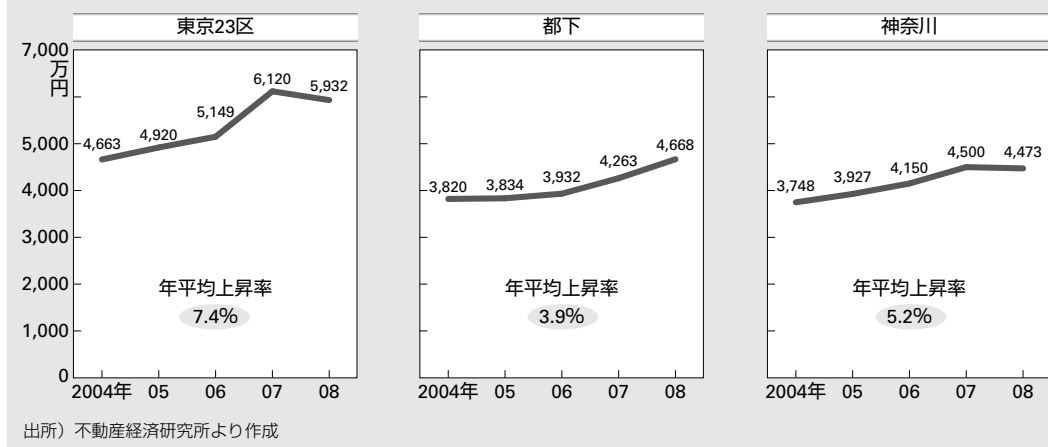
始め、07年には05年の約1.3倍にまで達した。鋼材をはじめとする建築費も上昇した。しかし実際には、デベロッパーは売り手優位な市場であることを武器に、そのコスト増分を単純に販売価格に転嫁し、強気の価格設定をするようになった。さらに、コストの増加分だけではなく、利益も上乗せしていた。これは図3に示すとおり、デベロッパーの営業利益率が、2005年から飛躍的に伸びていることから読み取れる。

このうち、総合デベロッパー9社の分譲マンション事業の平均では、2004年には約9%だった営業利益率が、07年には約12%に伸びている。分譲マンション専門デベロッパー9社の平均では、同じ期間に約7%から約14%にまで伸びている。景気回復やマンション販売の好調を後ろ盾に、各社とも高めの価格設定をいわず、一方的に利益を上乗せしていたといえる。

2007年以降は、販売価格のさらなる上昇を当てにして販売時期を先送りし、売り惜しみするデベロッパーも現れた。それまではマンションの竣工前に販売を終えることを重視していたデベロッパーも、竣工後数カ月を置いて販売を開始するようになるなど、売り惜しみは顕著であった。

一方、上昇し続ける販売価格とは裏腹に、民間の平均給与や世帯当たり所得は増加するどころか低下し続けていた。国税庁の「民間給与実態統計調査」によると、1996年に461万円だった給与所得者の平均給与は、2006年には435万円となり、1996年から2006年までの10年で約6%減少している。一般的に、年収に対する分譲マンションの最適購入価格の比率（年収倍率）は5倍といわれる。それに

図2 東京23区・都下、神奈川県における分譲マンションの販売価格の推移



対し、不動産鑑定評価会社の東京カンテイの調査によると、2007年の首都圏の平均年収倍率は7.77倍で、東京都では9.85倍にまで上昇している。

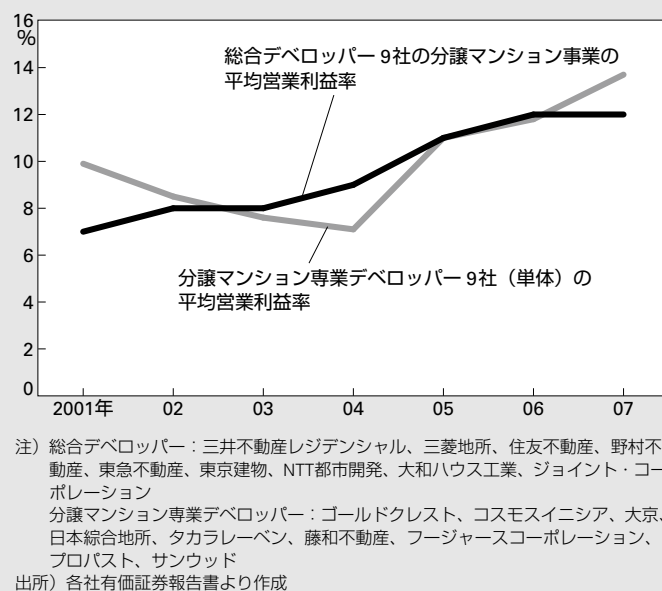
つまり、デベロッパーの多くは住宅購入者の購買力を見誤り、価格を安易に吊り上げ続けた。そして、その価格設定が住宅購入者には受け入れられず、販売不振や在庫増加をもたらし、ひいては経営危機に陥ってしまったのである。仮にデベロッパーが住宅購入者の購買力をより慎重に判断して、価格水準や利益率を変えない戦略を取っていれば、現在のような危機を招くことはなかったであろう。

Ⅱ 安易な事業ポートフォリオ拡大の罠

1 淘汰されている事業者の特徴

分譲マンション事業の失敗に加え、多くの分譲マンションデベロッパーは流動化事業でも失敗しており、それが経営の致命傷となった。流動化事業とは、オフィスや賃貸マンション、商業施設を、機関投資家が出資する不

図3 マンション分譲会社の営業利益率の推移



動産ファンドなどへ売却する事業である。当初は、もともとの所有者から既設の不動産を取得し、新たな所有者へと引き渡すという、不動産所有権を流動化させる事業の意味から流動化事業と呼ばれた。ただ実際には、自社で新規に不動産を開発する事業も流動化事業の一部として行われていた。そこで本稿で論じる流動化事業も、既設不動産の取得・売却、新規不動産の開発・売却の両方を含むも

表1 2008～09年に倒産した上場マンション分譲会社

(連結売上高と負債総額の単位：億円)					
会社名	主要事業エリア	連結売上高 (最新年度)	分譲マンション事業 の売上高比率	流動化関連事業 の売上高比率	負債総額
アーバンコーポレイション	全国	2,436.85	19%	67%	2,558.32
日本綜合地所	東京、神奈川	1,189.33	88%	0%	1,975.49
モリモト	東京、神奈川	1,176.36	33%	63%	1,615.20
ゼファー	全国	1,091.72	52%	26%	949.48
ノエル	東京、神奈川	804.93	62% ^{注1}	34%	414.00
ダイア建設	全国	560.86	72%	0%	300.00
創建ホームズ	東京	418.05	数値不明	数値不明	338.90
Human21	東京	339.54	87% ^{注1}	0%	464.37
ダイナシティ	東京	329.06	66%	26%	520.77
ランドコム	東京、神奈川	279.70	9%	83%	309.89
シーズクリエイト	東京	210.69	53%	39%	114.42
エルクリエイト	東京、神奈川	25.55	100%	0%	60.60

注1) 戸建事業なども含む
2) マンション管理事業などがあるため、各社の売上高比率の合計は100%にならない
3) 上記は首都圏を主要事業エリアとし、2008年1月～09年2月上旬に倒産した事業者のみ
出所) 各社有価証券報告書などより作成

のとする。

2008年に入り倒産したデベロッパーを一覧すると、表1にあるとおり、流動化事業に傾斜していた企業が多いことがわかる。もちろん流動化事業に進出しなかった事業者の倒産もあるが、倒産企業12社のうち、8社が流動化事業を手がけていた。なかには流動化事業の売上高比率が50%を超える事業者も複数あり、こういった事業者については流動化事業が経営破綻の要因になったといえよう。

分譲マンション事業と流動化事業とでは、2つの決定的な違いがあることを理解しなくてはならない。しかし、多くの事業者はその2つの違いに関する検討が十分でなかった。

1つは顧客である。分譲マンション事業とは、住宅購入者にマンションを販売するBtoC（企業・消費者間取引）の事業である。ここでは、専門知識が十分ではない住宅購入者にもわかりやすい、懇切丁寧な説明力や、購入者の住生活ニーズを満たす提案力などが

求められる。人生で一番大きな買い物をするという意味で、住宅購入者は慎重に検討をするため、きめ細かい対応が必要になる。

一方、流動化事業とは、プロの不動産投資家を相手にするBtoB（企業間取引）事業である。プロの不動産投資家は、投資採算基準に合えば投資判断も早く、またニーズも明確であり、理路整然と意思決定をする。

分譲マンション事業と流動化事業とでは、このように、顧客の考え方、期待、不満などは完全に異なっている。

もう1つの違いは、販売する「対象不動産」である。分譲マンション、すなわち集合住宅に強みを持つ事業者は、オフィス、リゾートホテル、商業施設、物流施設なども手がけていた。だが、その多くはオフィスやリゾートホテルにテナントを集める力もないまま、外部のパートナーに依存しながら事業を行っていた。

多くのデベロッパーにとって、流動化事業

は、顧客も異なり、売るものも異なるという全くの「飛び地事業」であるにもかかわらず、そういう意識は低かった。そして、その流動化事業をいわずに拡大させてしまったのである。

2 事業ポートフォリオの安定という幻想

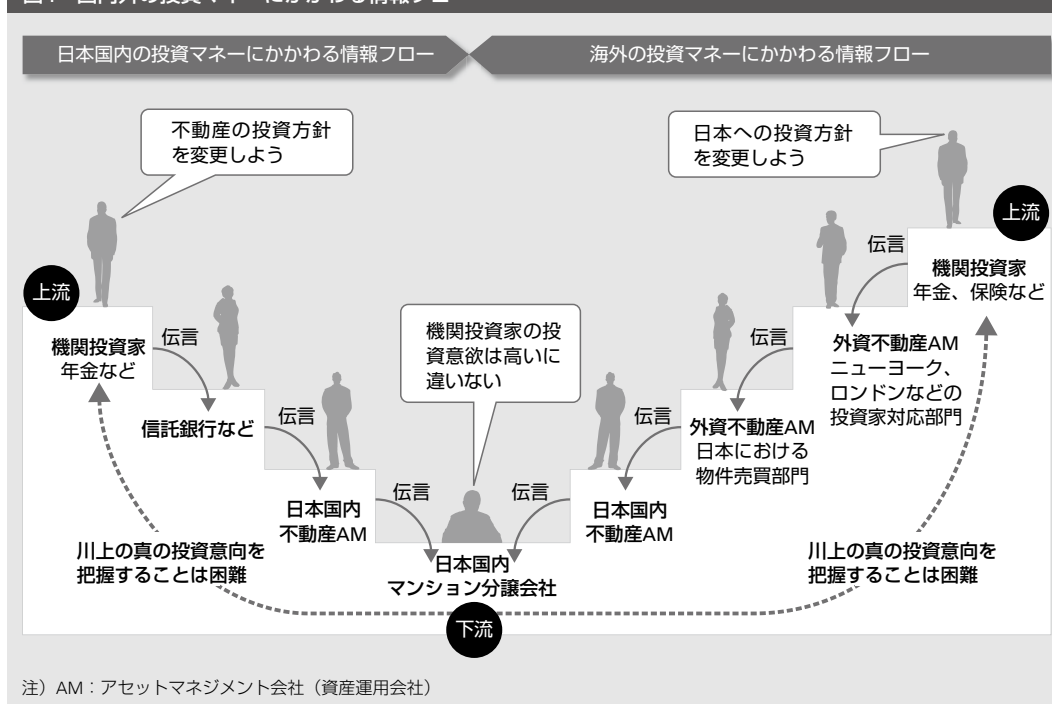
多くのデベロッパーは、流動化事業への進出に当たって、錦の御旗として、「事業ポートフォリオの安定」あるいは「リスクの分散」を謳っていた。経済環境の変動を受けやすい分譲マンション事業だけでは心もとない、あるいは安定的な成長を図れないといった論理であった。しかし、流動化事業への進出がリスクの分散になっていなかったことは、流動化事業を手がけていた事業者が数多く倒産していることから明らかである。事業ポートフォリオの安定は幻想であったといえる。

なぜ、流動化事業への進出がリスクの分散に貢献しないのであろうか。ここには2つの理由がある。1つは、流動化事業も経済環境によって市況が変化しやすい事業ということであり、もう1つは、デベロッパーにはその変化が読めないことである。

市況が変化しやすいことは、世界中で生じてきた不動産バブルとその崩壊の歴史から明らかであろう。市況が良いのは、良好なマクロ経済条件、層の厚い投資家層の存在、資金の貸し手の存在、安定した制度運用のすべてが成立しているときのみであり、どれかが欠けてしまうと、市況は急変しやすい。

一方、デベロッパーが市況の変化を読めない最大の理由は、プロの投資家、特に機関投資家とデベロッパー間の情報の非対称性にある。流動化事業を手がけるデベロッパーは、機関投資家などが出資する不動産ファンドに売却するために不動産の取得・開発を行っている。しかし、図4に示すとおり、デベロッ

図4 国内外の投資マネーにかかわる情報フロー



パーと機関投資家との間には幾層もの介在者が存在する。

国内の機関投資家であれば、信託銀行や不動産AM会社（機関投資家の投資顧問となるアセットマネジメント〈資産運用〉会社）が介在者となる。海外の機関投資家の場合は、外資の不動産AM会社、国内の不動産AM会社が介在することになり、デベロッパーから機関投資家までの距離は非常に遠い。したがって、デベロッパーは機関投資家の投資ニーズに関して、適切なタイミングで適切な情報をつかむことがきわめて困難である。多くの場合、デベロッパーは、国内不動産AM会社、外資の不動産AM会社の物件売買部門よりも上流の情報に触れることはできない。

加えて、不動産AM会社の物件売買担当には、不動産を取得するだけで成績につながる部門もある。このような不動産AM会社が、機関投資家の真のニーズとは関係なしに、デベロッパーに対して、「機関投資家の投資ニーズは旺盛なので、物件の開発を急いでほしい」と伝えていたとしても、デベロッパーは受け入れざるをえない。すなわち、デベロッパーは「売却リスクが見えない」なかで、不動産の取得・開発を続けたのである。このリスクはあまりにも大きかったが、多くのデベロッパーは流動化事業を拡大し続け、最終的には物件の売却に行き詰まるに至った。

3 流動化事業の深追いから 経営破綻まで

米国の戦略研究家であるエドワード・ルトワク氏は、戦争における指揮官の戦略判断のミスとして、「連戦連勝がもたらす深追い」を指摘している。勝ち続けて奥地に向かうほ

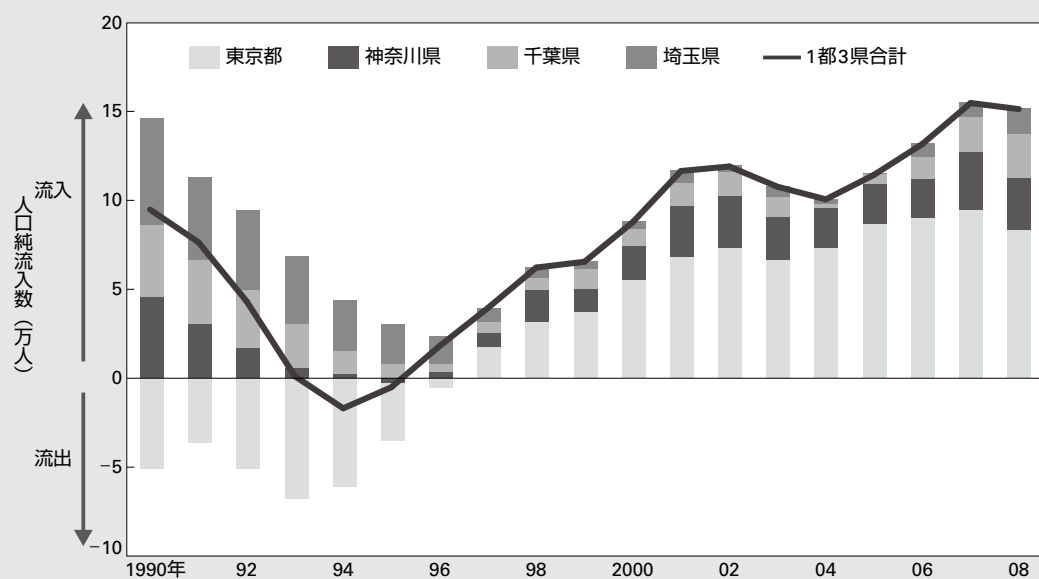
ど味方の陣営からは遠くなり、兵站線が長くなる。ある程度の勝利で戦闘をやめるべきであるのに、多くの指揮官は連戦連勝を信じて深追いしすぎてしまう。その結果、どこかで戦力が逆転し、一気に不利になってしまうのである。ナポレオンのロシア遠征やスペインの半島戦争の敗因も、この「連戦連勝がもたらす深追い」であったと分析されている。ルトワク氏は、戦争では成功が失敗に、勝利が敗北に、あるいは失敗が成功に、敗北が勝利に転化すると分析している^{注2}。

分譲マンションデベロッパーの流動化事業の急拡大と行き詰まりは、まさに「連戦連勝がもたらした深追い」の結果といえよう。確かに、2003年あたりから06年ごろまでは、流動化事業は収益性が高く、各事業者に大きな利益をもたらした。

しかし、多くのデベロッパーは、ある程度の利益獲得でやめるべきであった流動化事業に多大な経営資源を投入し、野放図に拡大させてしまった。気がつけば、一人ひとりの住宅購入者に懇切丁寧に応対し販売する分譲マンション事業は、手間のかかる「面倒くさい事業」になってしまい、そこに戻れなくなってしまった。安易な価格の吊り上げが分譲マンション事業の失敗の本質だとすれば、事業ポートフォリオ上の失敗の本質は、理解が不十分な流動化事業を深追いしたことといえよう。

そうして流動化事業は、経営破綻の引き金となった。ほとんどすべてのデベロッパーは、短期間での不動産転売を前提としていたため、流動化事業のために調達する資金も短期借入金に依存していた。不動産ファンドの不動産取得意欲が鈍り、売却がうまく進まな

図5 1都3県の人口純流入数の推移



注) 純流入数とは流入数から流出数を差し引いた数値
出所) 総務省「住民基本台帳人口移動報告」より作成

くなると、資金を再度調達するリファイナンスが必要となった。ところが、資金の調達環境も急速に悪化しており、資金繰りがつかなくなってしまった。その結果、22ページの表1に示したとおり、経営破綻が相次ぐ形となったのである。結局、リスク分散を目的としていた流動化事業が、最大のリスクとして顕在化したのであった。

Ⅲ 本来着目すべき市場の構造変化

マンション分譲会社は、流動化事業の拡大をやめ、本業の分譲マンション事業に回帰すべきである。中・長期的な視点に立てば、一般にいわれているほど、分譲マンション事業の魅力度が低いとは考えられない。また、前節で述べたとおり、流動化事業を手がけることは、デベロッパーにとって困難である。

首都圏の分譲マンションの需要は、1999年

から2005年までの大量供給によって食い潰されてしまったのではないかという指摘もある。しかし、この指摘は、後述するように人口動態の変化を踏まえておらず、正しいとはいえない。すなわち、需要と市場はある。さらに供給事業者の淘汰が進んでいることを踏まえれば、残存事業者には十分な事業機会があるといえよう。

1 人口流入と定住化の傾向が強まる 1都3県

総務省の「住民基本台帳人口移動報告」によると、図5に示すように、1都3県の人口の変化は1996年に流出超過から流入超過に転じている。それ以降、流入数から流出数を引いた人口純流入数は増加傾向にあり、2007年には約15万5000人の流入超過となっている。自然増も続いていることから、1都3県の人口増加は長期的に続く見通しである。実際、

国立社会保障・人口問題研究所による2020年の1都3県の推計人口を見ても、02年推計の3449万人に対し、07年推計では3503万人に上方修正されている。

また、総務省の「国勢調査」に基づく年齢別の人口流出入を見ると、表2に示すように、従来は流出していた30歳以上の世代が、2001年以降流入に転じている。25～29歳の世代についても、流入には転じていないものの流出数は激減している。従来は、20歳前後に大学入学や就職で上京したあと、数年後には地方へ戻るという構図であった。しかし近年では、20歳前後の若者にかぎらず、それ以上の世代も流入しており、こうした人々は上京後も地方に戻らずに首都圏に定住化する傾向が強まっているといえる^{注3}。

さらに、30代、40代の世代は、幼児から中学生までの子どもを伴って流入してきている。実際、14歳以下の世代も流入に転じてい

る。この世代もまた、将来の分譲マンションの需要者予備軍として期待される。

2 年間6万～7万戸台の潜在能力を保つ首都圏分譲マンション市場

では、1都3県における住宅市場は今後どれくらいの規模が見込めるのであろうか。住宅の潜在的な一次取得需要数（買い替えではない新規の住宅購入需要数）を把握するために、ここでは代理指標として持家世帯数がどれだけ増加するかを5年単位で推計した。なお、詳細な推計方法は本稿末に記載した^{注4}。

推計結果を図6に示した。「中間シナリオ（将来の人口純流入数が2007年水準と同等、かつ、持家率が05年と00年の中間値に下がると仮定）」を見ると、住宅一次取得需要数（以下、一次取得需要数）は06～10年の5年間で103万戸、11～15年の5年間で98万戸となった。実績値に基づき同様の方法で算出した2001～05年の一次取得需要数は111万戸である。したがって、将来の一次取得需要数は、大量供給時代に比べ減少する可能性は高いが、減少幅は5～10%にとどまるという結果になった。このことより、分譲マンションの年間販売戸数にすれば、8万戸よりは減るであろうが、6万～7万戸台は十分に期待できる。

また、今後人口純流入数が増加し続け、持家率も高水準のまま維持されると仮定する「楽観シナリオ」では、2006～10年の5年間で111万戸、11～15年の5年間で112万戸となった。逆に人口純流入数が減少し、持家率も下がるという「悲観シナリオ」では、2006～10年の5年間で98万戸、11～15年の5年間で94万戸となった。楽観シナリオでも将来の一

表2 1都3県の年齢別人口純流入数の推移

(単位：千人)					
	1981～ 1985年	1986～ 1990年	1991～ 1995年	1996～ 2000年	2001～ 2005年
5～9歳	流出 -13	流出 -1	流出 -22	流出 -6	流入 23
10～14歳	流入 21	流入 7	流出 -13	流出 -3	流入 17
15～19歳	流入 207	流入 216	流入 162	流入 155	流入 147
20～24歳	流入 460	流入 468	流入 357	流入 361	流入 334
25～29歳	流出 -138	流出 -90	流出 -117	流出 -90	流出 -18
30～34歳	流出 -27	流出 -12	流出 -46	流出 -36	流入 40
35～39歳	流出 -20	流出 -13	流出 -33	流出 -19	流入 30
40～44歳	流出 -5	流入 3	流出 -17	流出 -7	流入 33
45～49歳	流入 2	流入 8	流入 4	流出 -10	流入 24
50～54歳	流出 -8	流出 -1	流出 -5	流出 -27	流入 18
55～59歳	流出 -17	流出 -15	流出 -8	流出 -28	流入 13

出所) 総務省「国勢調査」より作成

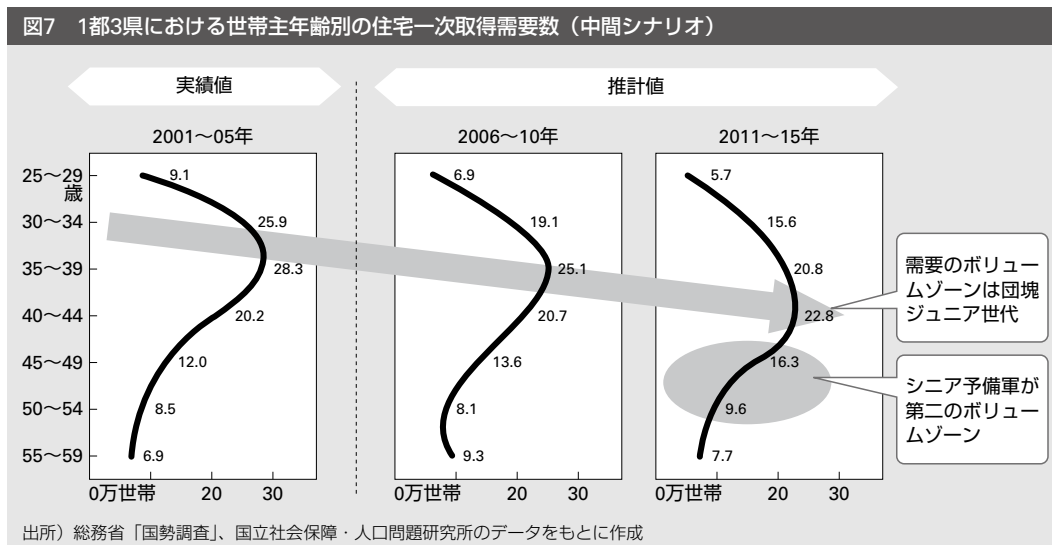
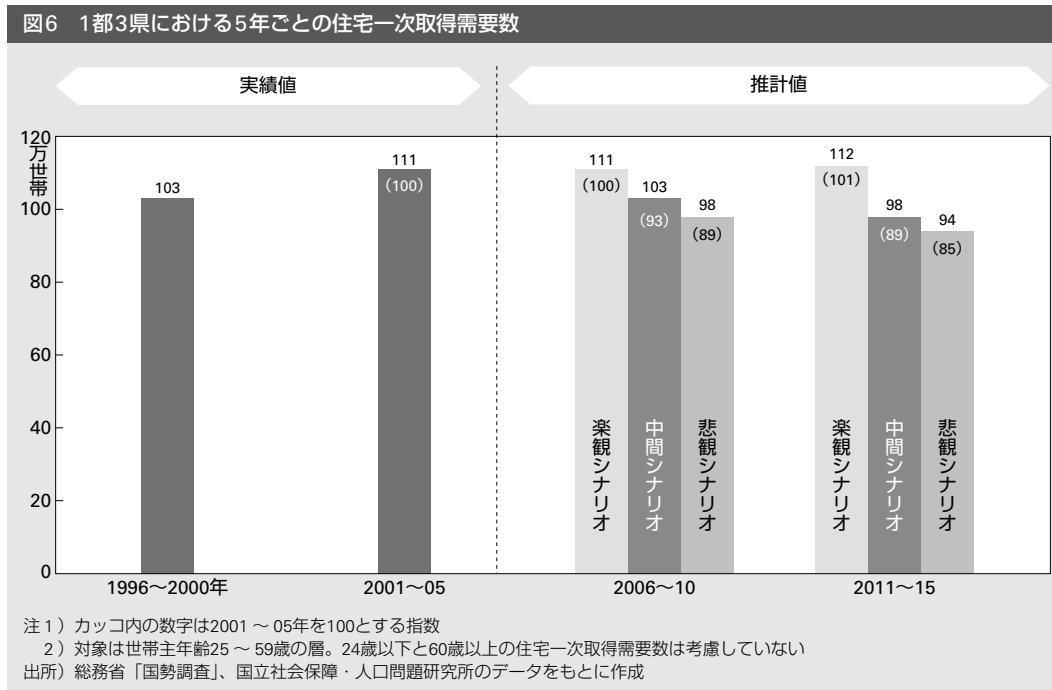
次取得需要数はほとんど増加しないが、悲観シナリオでも大量供給時代の10～15%減にとどまる可能性が高いことがわかる。

短期的には、「逆・新価格」といわれるような販売価格の大幅な値引きや、住宅ローン減税、消費税増税、金融危機の影響により、実際の販売戸数は年間で数万戸の振れが生じるかもしれない。しかし、5年単位で中期的に見ると、1都3県では潜在的な購買層は堆

積しており、一次取得需要数のベースは確実に存在しているといえることができる。2011～15年の首都圏分譲マンション市場は必ずしも悲観すべきものではない。

3 主要購買層の多層化

全体の市場規模に加え、市場の内訳にも着目すべきである。図7は、一次取得需要数の実績値と推計値を年齢別に表したグラフであ



る。グラフの山が徐々になだらかになっていくことから、購買層が多層化していくことが読み取れる。

まず、需要のボリュームゾーンは今後も団塊ジュニア世代である。一部では、ここ数年の大量供給により、団塊ジュニア世代は買い切ってしまったのではないかとわれている。しかし、2006～10年では35～39歳、11～15年では40～44歳がグラフの山となっている。5年間の一次取得需要数は、2006～10年の35～39歳が25万戸、11～15年の40～44歳が23万戸となる。これを見ると、買い手の中心となる年齢層は依然として団塊ジュニア世代であり、彼らの需要は引き続き見込まれる。

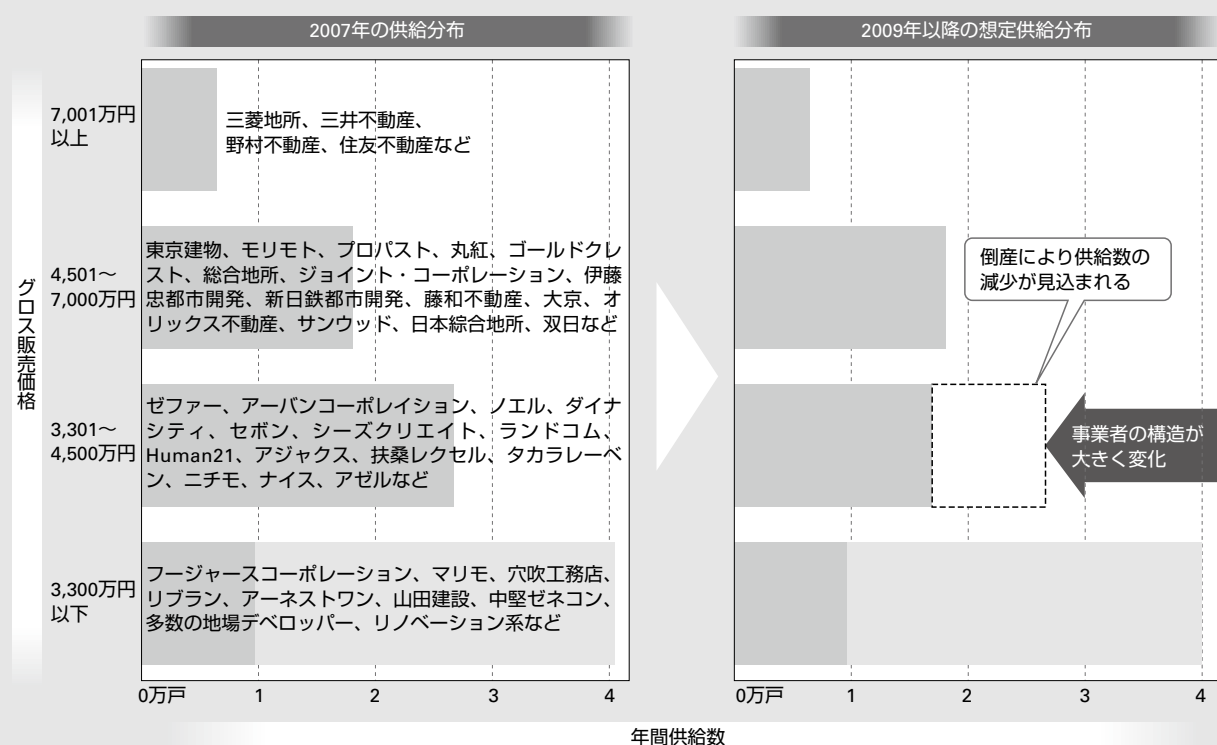
加えて、団塊ジュニア世代の一つ上の世代（2011～15年の45歳～54歳の世代）の需要も

増加する。この世代の一次取得需要数は2011～15年の5年間で26万戸となる。これは同時期の34歳以下の一次取得需要数（5年間で21万戸）を上回り、団塊ジュニア世代に次ぐ第二のボリュームゾーンとなる。

さらに、同グラフには表れていないものの、単身女性の購買層も増加することが予測される。高い学歴やキャリアを活かし、上京後も首都圏に住み続ける女性が増えている。晩婚化の傾向と併せて考えると、単身女性のマンション購入が進むと考えられる。

これまで分譲マンションの購買層は、30代のファミリーという一つの層が中心であった。今後は、40代にさしかかる団塊ジュニア世代に加え、50歳前後のシニア予備軍、単身女性といった新たなセグメントが台頭し多層

図8 1都3県における価格帯別マンション分譲会社の構造変化



注1) 3300万円以下のクラスは、公開されている統計（濃いアミの部分）では捕捉されていない物件（薄いアミの部分）が多く、中古マンションとも競合する領域であり、供給規模は最も大きいと考えられる
 2) リノベーション：建物の大幅回収による資産価値向上
 出所）不動産経済研究所などより作成

化することになる。

4 供給者の構造変化

上述の消費者側の構造変化に加え、供給者側でも大きな変化が起きている。前述したとおり、2008年の秋以降、デベロッパーの淘汰が急速に進んでいるため、中期的には分譲マンションの供給数は減少する。それゆえ、供給過多で売り手が不利な状態は、徐々に緩和されることとなるだろう。

デベロッパーを図8のように販売価格帯別に整理すると、倒産した多くのデベロッパーは、3301～4500万円の中価格帯マンションを中心に供給する中堅デベロッパーであったことがわかる（22ページの表1も参照）。倒産したデベロッパーの供給実績から概算すると、中価格帯マンションの供給規模は、年間7000～1万3000戸ほど減少すると見込まれる。破綻を免れたデベロッパーであっても当面は供給できない状況にあり、大幅に供給が縮小する状況がしばらく続くであろう。

加えて、中期的には新規参入も少ないと考えられる。これまでよりも金融機関の審査が厳しくなり、参入障壁が高くなるためである。したがって、特に中価格帯マンションについては、供給過多による価格競争という構造は崩れ、競合環境は緩和されることが期待できる。

5 マンション分譲会社にとっての機会

前節までで述べたように、1都3県では、今後も年間6万～7万戸台の分譲マンションの需要が見込まれる一方で、事業者数と供給戸数は減少していることから、需給ギャップ

が生じやすくなる。在庫の積み上がりや住宅ローン減税の拡大を見据えた一時的な買い控えといった脅威はあるものの、中期的には潜在的な需要の堆積と競合の減少による事業機会が期待できる。

デベロッパーは、そのような機会を活かし、40代になる団塊ジュニア世代に加え、シニア予備軍や単身女性といった新たな購買層を取り込むことで、本業である分譲マンション事業の立て直しを図るべきである。

IV マンション分譲会社が 目指すべき姿

1 分譲マンション事業における 発想の転換

今後、購買層が多層化していくなかで、デベロッパーは、自社の分譲マンション事業がターゲットとする事業領域を明確に選別しなければならない。

これまでデベロッパーは、団塊ジュニア世代に照準を合わせたファミリータイプのマンションを供給していればよかった。団塊ジュニア世代という単一の購買層が大多数を占めていたため、ファミリータイプのマンションをベースに、ニーズに合わせて若干のカスタマイズを施すだけで売っていたのである。

しかし、これからは購買層が多層化してくる。前章で述べたシニア予備軍や単身女性に加え、DINKS（ディンクス：共働きで子どもがいない高収入の夫婦）、介護が必要なシニア層、低所得者層など、分譲マンションの購買層は多岐に広がることが予想される。

購買層の多層化に伴い、提供する分譲マンションも、購買層の各々のライフスタイルに

的確に合わせたカスタマイズが必要となる。従来のように均一な商品企画や販売手法では対応できず、個別のアプローチが必要となる。そのため、すべての購買層を総花的にカバーしようとすれば、経営資源が拡散してしまう。

一方で、特定の購買層に絞り込みすぎると、仕入れられる用地が限定されてしまったり、販売時にターゲット層以外の購入を逃したりするといった機会損失が発生することになる。

今後、デベロッパーに必要なのは、ターゲットをいくつかの購買層に絞り、分譲マンション事業のなかでの自社の事業領域を設定するという発想である。そしてその事業領域のなかで、自社の商品企画ノウハウの蓄積やブランド構築を進め、分譲マンション事業の洗練度を高めていくことが必要である。特に、競合環境が緩やかになり、自社の特色を打ち出しやすい今後数年間に、どれだけ改革できるかが肝要である。

2 目指すべき事業ポートフォリオ

デベロッパーが意識すべき事業ポートフォリオは、従来の流動化事業などとは別の観点にあると考えられる。

これまでの歴史を見れば、デベロッパーの没落は、「経済環境の変化→不動産の販売不振→深刻な赤字と在庫の損切り→自己資本の毀損と信用低下→債務超過→経営破綻」という流れの繰り返しであることがわかる。この繰り返しが意味するのは、不動産の売却益に頼るビジネスモデルは継続しえないということである。したがって、デベロッパーが考えるべきは、質の異なる利益源、すなわち長

期・安定型の利益源をつくることであろう。当然、流動化事業はこれに当てはまらない。

長期・安定型の利益という観点は、これまでもデベロッパーに意識され、重視されてきた。事実、各事業者は、マンション管理事業、リフォーム事業など周辺事業を育成してきている。しかし、マンション管理事業などが一定の利益源に成長している企業は皆無に近い。これでは別の観点の事業ポートフォリオを確立したとはいえない。そういった経緯を踏まえると、資金効率を下げることにはなるが、ビル賃貸業、住宅賃貸業などをより積極的に手がけるべきであろう。

すなわち、目指すべき事業ポートフォリオは、分譲マンション事業中心型でもなく、分譲マンション事業と流動化事業という組み合わせでもない。また、投資・回収型の事業だけではあれば、取り扱う不動産の用途を、マンションからオフィスやホテルなどに拡大させても意味はない。必要なのは、分譲マンション事業と賃貸事業とを組み合わせた事業ポートフォリオである。この事業ポートフォリオを確立し、長期・安定型の利益を経営の基礎とすることで、リスクを取って投資・回収型の分譲マンション事業に取り組めるのである。

新興・中堅のデベロッパーに対しては、資本市場からの利益成長の要請が強くなりがちである。その要請に応えようとすると、各事業者は可能なかぎり資金を高回転させ利益成長を図らなくてはならない。しかし、いかに短期間で高い利益成長を成し遂げようとも、経営破綻に至っては意味がない。仮に自己資本比率40%のデベロッパーがあったとすると、それは業界では常識はずれであろう。し

かし、企業の永続を考えるのであれば、その程度の財務の健全性も必要と考えられる。

3 歴史の教訓

マンション分譲会社の数十年の歴史を振り返ってみると、経営危機に陥っていない事業者は非常に少ない。

1993年から2007年までの15年間で、首都圏における分譲マンション販売ランキングの20位内にランクインしたことがある企業は、43社に上る。そのうち、総合デベロッパーや総合商社、大手製造業子会社などに該当するのが15社あるため、マンション分譲会社といえるのは28社である。28社のうち、すでに倒産した事業者は11社であり、分譲マンション事業から撤退もしくは他社によって救済された事業者は7社である。したがって、現在も存続している事業者は10社のみである。この10社のなかでも、現在、数社が再建計画やリストラクチャリング計画を立てなければならない状況に陥っている。

この事実は、分譲マンション事業がどれほど不安定であり、この事業だけで経営を存続させることは困難であることを示している。

景気の波を超えられないビジネスモデルをビジネスモデルとは呼ばない。「分譲マンション事業中心」というビジネスモデルは成立しないのである。

前述のとおり、首都圏においては今後も年間6万～7万戸台の供給余地があるとしたが、これも消費税のアップ、建築基準法の改正、住宅ローン減税などによって、3万戸にもなれば、10万戸にもなりうる。それくらいの振れ幅があることを理解しなくてはならない。

また、分譲マンション事業と流動化事業の2つを中心に据えるビジネスモデルも成立しない。すなわち、分譲マンション事業も流動化事業も、投資・回収によるキャピタルゲインモデルであり、これはリスク分散にならない。デベロッパーは事業ポートフォリオの構築に当たって、賃貸事業のような確実かつ長期・安定な利益源をつくらなくてはならないのは前述のとおりである。

そして、これらを意識すべきはデベロッパーだけではない。デベロッパーに融資を行う金融機関も深く認識し、意識と行動を変えなければならない。事業環境が良いときはデベロッパーの自己資本比率が20%でも融資をし、事業環境が悪くなった途端に一切の融資を引き揚げてしまう——。こういった取引を行っているようでは、長期に存続し、成長していくデベロッパーは今後も現れないであろう。長期・安定的に事業を行えるデベロッパーを育てていくことは、健全な住宅市場をつくることでもあり、地域経済を安定させることにもつながる。金融機関も責任を持って、デベロッパーとの関係構築に取り組むべきである。

注

- 1 発売する総戸数のうち発売開始から1カ月以内に契約に至った戸数の比率
- 2 野中郁次郎、戸部良一、鎌田伸一、寺本義也、杉之尾宜生、村井友秀『戦略の本質——戦史に学ぶ逆転のリーダーシップ』（日本経済新聞社、2005年）を参照
- 3 竹内一雅「上昇する東京の持家率——価格引下げによる住宅販売拡大の可能性」不動産投資レポート 2008年7月、ニッセイ基礎研究所を参照
- 4 住宅一次取得需要数の推計手法については、まず、国立社会保障・人口問題研究所による都道

付図 1都3県における5年ごとの住宅一次取得需要数（シナリオ別）

実績値		推計値							
		(単位：万世帯)							
2001～05年		2006～10年				2011～15年			
110.9		持家率 人口移動	【ウ】 低下	【イ】 中間	【ア】 維持	持家率 人口移動	【ウ】 低下	【イ】 中間	【ア】 維持
		【A】 増加	105.2	108.2	111.3	【A】 増加	106.6	109.1	111.5
		【B】 一定	99.8	102.8	105.8	【B】 一定	96.2	98.4	100.7
		【C】 減少	98.4	101.4	104.4	【C】 減少	94.1	96.3	98.5

府県別将来推計人口の封鎖人口（人口の流入と流出〈社会増・減〉が一切ないと仮定し、出生と死亡〈自然増・減〉のみを考慮して推計した人口）に、将来の人口純流入数を加算して、1都3県の人口を推計した。同研究所による都道府県の人口推計では、都道府県間の人口移動は現在よりも縮小すると予測している。一方で、1都3県にかぎっては、人口純流入数が増加し続けているため、今後も人口移動がある程度拡大し続ける可能性があるとも考えられる。

そこで、将来の人口純流入数について、

- 【A】 今後も人口純流入数が増加し続ける場合
 - 【B】 現状の人口純流入数のまま一定である場合
 - 【C】 現状の人口純流入数より減少する場合
- という3パターンを仮定した。

【A】パターンでは、1996～2005年の人口純流入数の増加量が毎年一定であると仮定し、国勢調査の数値から毎年の人口純流入数の増加量を算出した。そして、2005年以降の毎年の人口純流入数は、その増加量の半分（毎年約7100人）だけ増加し続けると仮定した。

【B】パターンでは、2005年以降の毎年の人口純流入数は、国勢調査における2001～05年の平均人口純流入数と同数（毎年約2万8000人）であると仮定した。

【C】パターンでは、同研究所の推計方法と同様に、2001～05年の人口移動率に対し、06～10年の人口移動率は0.85倍、11～15年は0.7倍に

なると仮定した。

次に、「日本の世帯数の将来推計」から将来の世帯率（人口に対する世帯数の比率）を算出した。この世帯率に人口を乗じて将来の世帯数を推計した。なお、首都圏の世帯率は全国平均より高いという首都圏の特性を反映させている。2005年の全国平均の世帯率と1都3県の世帯率の比率を算出し、その比率分だけ将来の1都3県の世帯数をベースアップさせている。

最後に、将来の持家率を仮定して、世帯数に乗じて将来の持家世帯数を推計した。ここで、将来の持家率について3パターンの仮定を置いた。全国の持家率は横ばいか低下傾向にあるが、1都3県の持家率は2001～05年に大きく上昇した。一方で、持家率が今後も継続的に上昇し続けることは難しく、2005年の持家率が上限であるとも考えられる。そこで、2015年の持家率が、

- 【ア】 2005年の高水準のまま維持される場合
 - 【イ】 2005年と00年の中間値まで下がる場合
 - 【ウ】 2000年の水準まで下がる場合
- という3パターンを仮定した。各パターンとも、2010年の持家率は05年と15年の中間値を取るとした。

なお、すべて5歳ごとの年齢別に算出し、世帯主年齢が25～59歳である世帯が住宅一次取得需要層であると仮定して、世帯主年齢が25～59歳の持家世帯数の増加数を住宅一次取得需要数

として集計した。

以上のパターン分けを踏まえ、人口純流入数の3パターン×持家率の3パターン＝合計9パターンの結果を試算した。最も楽観的なシナリオを想定するのが【A】×【ア】のパターンであり、最も悲観的なシナリオが【C】×【ウ】のパターンである。【B】×【イ】が中間のシナリオとなる。シナリオ別の住宅一次取得需要数を付図に示す。

なお、本推計は住宅一次取得需要数全般を予測したものであるが、住宅全体のなかで新築分譲マンションが占める割合は一定であると仮定した。これは次の2つを根拠としている。

まず、東京カンテイによれば過去数年間のマンション化率（住宅のなかでマンションが選ばれる比率）は、上昇することはあっても下落する傾向にはない。このため将来についても現在のマンション化率の水準が維持されると仮定した。

次に、新築か中古かという点に関しては、過去数年を通して中古マンションの販売量が増加していることが検討すべき観点となる。東日本不動産流通機構によれば、2002年から06年の1

都3県における中古マンション成約物件数の平均成長率は3.8%である。したがって、本推計においては、今後数年間では中古マンション市場が新築分譲マンション市場に大きな影響を及ぼすことはないを考える。以上を踏まえ、住宅全体の分譲マンションの比率は一定と仮定する

著者

金 惺潤（きんせいじゅん）

事業戦略コンサルティング一部主任コンサルタント、研究開発センター主任研究員

専門は不動産、エネルギー、エンジニアリング、総合商社などの業種に関する事業戦略策定、事業開発、リスクマネジメント。また、機関投資家による不動産、インフラ、森林、農地などへのリアルアセット投資動向も研究対象としている

荒木康行（あらきやすゆき）

事業戦略コンサルティング一部コンサルタント

専門はマクロ経済環境分析、インフラ関連分野における投資環境調査