

最近の大手私鉄の不動産事業について（その3）

— 東急グループの不動産事業について —

森 谷 英 樹

はじめに

関東私鉄業界の中にあつて、東急グループの不動産事業は大きな広がり
を示している。首都圏の南西部に広がる多摩田園都市の開発と成功はその
象徴であろう。そして私鉄系の上場会社である東急不動産が不動産業界に
おいて、大手4社に入っていることも特筆されよう。このような不動産事
業の長期的な発展の背後には、鉄道会社の直営から離れて独立的な企業努
力を奨励する、東急の経営哲学があつたものと考えられる¹⁾。

ただグループが大きくなるに従つて事業の活動領域は複雑となり、外部
から見ると全体像が見えにくくなっている。多くの人々にとって、東急グ
ループは一つであり、中身については関心がある訳ではないであろう。し
かし東急グループ内の企業のガバナンス関係は複雑怪奇である。おそらく
誰がやってもかつてのようなカリスマ的な企業統治を行うことは困難であ
らう。五島慶太・五島昇の企業統治は、鶴の一声手的な指示で意思決定が
なされる人的統治であつて、単純な株式支配によるものではなかつたから
である。

本稿では複雑にからみあつたグループの、支配ともたれあいの関係を念
頭におきつつ、バブル期以降の不動産事業の動向について整理してみよう。
東急グループの不動産事業を大まかに分けると、①東急電鉄とその直衛企
業が支配する不動産事業、②東急不動産とその指揮下に入る不動産事業、
それに③これ以外の東急グループ各社が、独自に進めてきた不動産事業で
ある。これらすべてについて取りあげることはとても出来ないので、③と

しては、経営的には破綻に近い結末となった、東急建設の不動産事業の例を補足することにした。なお忘れられがちだが東急建設は東急不動産から分離独立した会社である。

1. 東急電鉄と東急不動産

東急不動産は東急電鉄の不動産事業部門が分離独立して1953年に設立された。しかし設立後わずか3年後には株式上場されて資本市場の洗礼を受けて発展するなど、東急グループ内でも並の企業ではない軌跡をたどってきた。同社から分離・設立された東急コミュニティー、東急リバブルは今では立派な上場会社である。かつては東急百貨店・東急不動産・東急建設がグループの御三家と言われたことがあったが、今では隔世の感がある。

東急グループにおける東急不動産の立場は微妙である。東急電鉄の連結決算において同社は、電鉄の連結子会社ではなく持ち分法適用の関連会社に該当する。そして東急コミュニティー、東急リバブルは東急電鉄の持ち分法適用の関連会社に該当すると同時に東急不動産にとっての連結子会社に当たる。

東急電鉄は電鉄主導のグループ運営を強化することを第一に考えて、2002年12月に東急コミュニティー、東急リバブルなどの株式を買い増しするなど資本的なつながりを強化する行動をとっている。東急電鉄側から見れば「二社の株式を買い増ししたのは、不動産部門で電鉄との相乗効果を見込めるからで二社とも東急不動産の子会社であることに変わりはない」とされる。2003年1月の時点で東急電鉄の上條社長は「東急電鉄と東急不動産、東急百貨店は親子というより兄弟の関係だ。東急電鉄が首都圏で鉄道事業を展開しているのに対し、東急不動産は全国でリゾート事業を展開しており、無理に取り込まなくていい」と語っている²⁾。

東急不動産の特徴は首都圏以外の他地域、不動産以外の他事業への進出も多い。不動産事業から住宅産業へ、さらに観光開発、リゾート開発には

最近の大手私鉄の不動産事業について(その3)

積極的であった。(表7-1)から知られるように東急不動産グループというグループがあるかのように整理することが出来る。これは東急電鉄から見ればかなり複雑な心境であろう。

これを東急電鉄の側から見てみると(表7-2)の通りである。不動産事業における東急ブランドの知名度の高い会社の多くは東急不動産の連結子会社であることが知られる。不動産事業における元売りと小売の差であろうか、市場や顧客のニーズに細かく応えるという経営姿勢において東急不動産は特徴を出している。

(表7-1) 東急不動産の主なグループ会社 (金額:百万円)

	所在地	資本金	議決権比率	備考
〈連結子会社〉				
東急リゾート	渋谷区	480	100.0	別荘の売買、販売代理、仲介等
東急ホーム	渋谷区	400	100.0	建物の建築請負、設計等
東急不動産キャピタルマネジメント	渋谷区	300	100.0	不動産投資助言、運用等
東急アメニックス	渋谷区	100	100.0	住宅のアフターサービス、リフォーム等
東急不動産ローン保証	渋谷区	100	100.0	業界初の売主保証による住宅金融
東急リロケーション	渋谷区	100	100.0	不動産の管理、賃貸、売買、仲介
イーライフデザイン	渋谷区	300	94.1	シニア住宅、介護施設の経営
勝山高原開発	勝山市	3,980	83.2	スキー場の造成、土地の賃貸
伊豆観光開発	伊東市	3,260	99.9	ホテル、ゴルフ場の経営等
ニセコ高原観光	渋谷区	968	100.0	スキー場の経営等
芝山ゴルフ倶楽部	千葉県	498	100.0	ゴルフ場の経営等
玉原東急リゾート	沼田市	100	90.0	スキー場の経営等
東急スポーツオアシス	渋谷区	100	100.0	フィットネスクラブの経営
東急リゾートサービス	渋谷区	100	100.0	リゾート総合運営会社
東急ハンズ	渋谷区	400	72.9	住関連用品の販売業
◎東急コミュニティー	世田谷区	1,653	54.9	ビル、マンション管理業務受託
◎東急リバブル	渋谷区	1,396	52.8	不動産仲介業

出所)「有価証券報告書総覧」東急不動産、2007年3月期により作成。

注) ◎は上場会社である。

(表7-2) 東急電鉄の不動産事業のグループ会社 (金額:百万円)

	所在地	資本金	議決権比率	備考
〈連結子会社〉				
北見東急ビル	横浜市	495	100.0	不動産賃貸
東急ファシリティサービス	目黒区	198	100.0	不動産業
伊豆急不動産	伊東市	90	100.0	不動産賃貸(ホテル伊豆急他)
ヤンチェップサンシティPTY.LTD	パース	(55.2) 百万豪ドル	100.0	不動産業
〈持ち分法適用会社〉				
◎東急不動産	渋谷区	57,551	16.9	不動産業
◎東急コミュニティー	世田谷区	1,653	5.7	ビル、マンション管理業務受託
◎東急リバブル	渋谷区	1,396	5.0	不動産仲介業

出所)「有価証券報告書総覧」東急電鉄、2005年3月期により作成。

注1) TCプロパティーズは2007年3月期、連結決算から持ち分法適用の非連結会社となった。
渋谷開発は2006年4月1日に東急電鉄に吸収合併された。

注2) ◎は上場会社である。

またもう一つ東急不動産の経営の特徴として、保有資産の選択、取得と売却が不断に行われていることである。1992年に開業したスキー場「ニセコひらふ花園コース」はスキー場施設の再編によって2005年3月期に売却された。かつて東急オープンゴルフが開催された札幌東急ゴルフコースも同年に会社ごと売却されている。

ただし分譲用土地については、時代の潮流の変化にのれなかった。土地価格や需要動向を誤り市場の変化についていけなかった。売却が遅れて結果的に多額の評価損をだすなど手痛い結果となっている。あまり表に出してはいないが、千葉県の土気あすみが丘、季美の森などでは少なくとも250億円、推定で400億円程度の評価損をだしているとみられる³⁾。

2. 東急不動産と東急グループ…独自の積極経営とその終わり

東急電鉄から見れば自分自身は兄貴であり、東急不動産は弟分に当たるとであろう。しかし東急不動産から見れば電鉄の不動産事業部門はおぼっち

最近の大手私鉄の不動産事業について(その3)

やまで、親の遺産で食っている優雅な兄弟に見えるかもしれない。だが会社設立当初の考え方は、東急電鉄が名実共に親であり、東急不動産は不動産事業という分野での嫡男に当たるようにも見える。現実的に五島家の嫡男、昇が設立時の社長であった。

五島慶太は東急不動産を、東急電鉄の丸抱えの家業としてではなく遇する。すなわち会社に経済的な自立を求めた。株式を公開して上場企業として育成する方針をとった(表7-3)。その気風は東急不動産に今も生きている。東急建設、東急エージェンシー、東急コミュニティー、東急リバブル、

(表7-3) 東急不動産と東急グループのあゆみ

時期	主な出来事
53.11	東急不動産が設立(資本金3億円)東急電鉄は不動産販売業、砂利業、遊園業、広告業を譲渡(取締役会長:五島慶太、取締役社長:五島昇)
56. 4	東急不動産、東証第二部に株式上場
59.11	東急不動産の建設部門を分離、東急建設を設立(資本金1億円)
61. 6	東急不動産の広告業を分離、東急エージェンシーを設立(資本金5000万円)
62. 3	多摩田園都市の最初の区画整理事業として野川第一区画整理事業が完成
66. 4	田園都市線、溝ノ口~長津田間が開通
69. 9	東急不動産、赤坂東急ビルを開業
70. 4	東急不動産、東急コミュニティーを設立
72. 3	東急不動産、エリアサービス(現:東急リバブル)を設立
75.11	東急不動産、ゴルフ場を開業(大分東急ゴルフコース)
76. 8	東急不動産、東急ハンズを設立
78. 3	東急不動産、東急リゾートを設立
79. 8	田園都市線、新多摩川線、半蔵門線の直通運転を開始
82. 9	東急不動産、東急ホームを設立
84. 4	つきみ野~中央林間が開通
	(参考) 85/ 安芸哲郎 社長就任
85.11	東急不動産、「ニセコ国際ひらふスキー場」の経営権を取得し開業
86. 9	東急不動産、千葉市土気南「あすみが丘」の販売開始
89.	東急不動産、複合リゾート施設「タングラム斑尾東急リゾート」を開業
91.	東急不動産、千葉市「みずきが丘」の販売開始

出所)「有価証券報告書総覧」東急電鉄、東急不動産ほかにより作成。

東急ハンズなどは東急不動産によって設立されて、それぞれ独立していった会社である。

同社は1970年代頃からレジャー・サービス事業に積極的に進出して、ゴルフ場、スキー場等のリゾート開発を行った。これらは東急電鉄と競合する場合もあったようだ。

東急不動産の歴代社長は、初代の五島昇の後を二代目松尾英生が次ぎ、1985年から安芸哲郎が三代目の社長に就任した。安芸は在任期間15年という長期政権となり2000年に退任した。安芸社長は伝統的な宅地開発にこだわり、まちづくり、デベロパーとしての経営に情熱をかたむけた。四代目の植木正威は、このような土地保有を重視する経営からの離脱を目指す役割を果たす。しかしそれが実現したのはずっと後のことになる。

ここで東急不動産の経営を長期的に眺めてみよう。同社の経営状態を示す長期収支は、1989年当時が最も好調で、積極的な投資マインドであったと考えられる。千葉の田園調布と言われた「あすみが丘ワンハンドレッドヒルズ」の販売継続、会員制リゾートホテル「東急ハーヴェストクラブ」の建設、ハワイ島におけるリゾート開発計画など強気の経営に流れていた。だがこの好調は長くは続かず、不動産価格は下落し始めて1990年度の不動産需要は落ち込んでいる。(表7-4)から分かるように東急不動産にとって、その意味で好況であった最後の決算が1991年3月期の決算である。

この時の連結経常利益はその後の10年間上回ることはなかった。不動産市況は長期にわたって低迷し、分譲が主体であった東急不動産には大きな影響を受けた。とくに4000億円にのぼる有利子負債による設備投資は重い負担となった。公表ベースでは連結純利益が赤字に転じたのは1995年3月期であるが、実質的には92年頃からほとんど利益は出ていなかったものと考えられる。連結での最終赤字は2000年3月期まで通算で6期にわたる。

1992年は東急不動産にとって多事多難な年となった。郊外の戸建物件の分譲が伸びず営業的に苦境に立たされたことである。結果的には1992年の

最近の大手私鉄の不動産事業について(その3)

千葉県大網の「季美の森複合開発」は一戸当りの面積を小さくするなどして低価格に変更せざるを得なくなった⁴⁾。

このような流れを同社は軽く見ていたふしがある。1992年7月の時点で安芸は「不動産不況は思ったより長引きそうだ。今年中には終息するとみていたが、来年にまたがってくるのでは」と語っている。結果論になるがこの見通しは余りに甘すぎた⁵⁾。

(表7-4) 東急不動産(連結)の長期収支の推移 (金額:百万円)

	91.3	92.3	93.3	94.3	95.3	96.3	97.3
連結売上高	409,205	448,532	409,205	461,042	457,334	479,554	494,620
連結経常損益	11,705	8,472	8,948	8,639	▲6,491	10,278	▲5,574
連結純利益	5,378	2,093	1,467	1,820	▲10,690	▲13,462	▲8,792
連結純資産額	111,888	111,819	111,142	111,523	100,127	85,009	76,171
	98.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3	04.3
連結売上高	493,769	525,851	484,860	488,872	494,453	508,625	508,334
連結経常損益	▲10,278	2,574	8,152	11,052	14,751	20,358	22,378
連結純利益	▲4,218	▲22,587	▲14,291	2,883	7,241	5,114	5,370
連結純資産額	71,479	49,324	36,982	58,376	63,388	69,904	81,986

出所)「有価証券報告書総覧」東急不動産により作成。

コメント 92/3 から 01/3 まで経常利益、純利益は低迷

これとほぼ同時期の同年11月、住友不動産の南雲専務は「不動産不況は回復までに短くとも3～5年はかかる」として上期において200億円の土地売却を行い、さらに売却を進めると明言している。東急不動産の姿勢とは対照的である⁶⁾。

積極路線は、不動産以外のリゾート関連の投資においても同様である。「東急不動産は国内外にある既存のリゾート施設を拡充する。海外ではパラオ共和国の直営ホテルを増設する他、国内でも長野県蓼科町や千葉県勝浦などで進めている複合リゾート拠点を中心にリゾートマンションの建設や、ゴルフ場、スキー場の建設に着手する」ここで言っているスキー場は

北海道のニセコである。年間の投資総額は300億円と報道されている⁷⁾。

3. 東急不動産の経営立て直し

この時期工事中であった、東急不動産の世田谷区用賀の超高層オフィスビル「世田谷ビジネススクエア」(電鉄との共同事業)は予想外の経済環境の悪化に直面した。不動産賃料の下落という逆風下において、開業時においては予想外の低い入居率であった(70%)。工事費は総額で500億円、

(表7-5) 東急不動産の6年連続・連結最終赤字とその背景

時期	主な出来事
92.10	東急不動産の子会社、「東急不動産ローン保証」の社長が交代(武石哲夫)経営再建へ
92.12	東急不動産、ニセコに国内最大級のスキー場「ニセコひらふ花園コース」を開業
93. 1	東急不動産、ハワイ島に土地 570haを取得(東急電鉄より)
93.11	東急不動産の超高層オフィスビル「世田谷ビジネススクエア」が開業、予想外に空室率多く苦戦
94. 3	東急不動産の系列ノンバンク「東急不動産ローン保証」の経営行き詰まり支援へ
94.	東急不動産、「季美の森」住宅を販売
95. 3	●東急不動産、過去の積極経営が裏目に出てリゾート、賃貸とも不振、連結最終で大幅赤字へ
96. 2	東急不動産の系列ノンバンク「東急不動産ローン保証」に再度の支援損32億円 同社の500億円の融資額の半分を償却
97. 3	97/3期の最終赤字は80億円を超過、土地の在庫処分 120億円、ローン保証への支援損 30億円
98. 3	東急不動産、98/3期は「東急不動産ローン保証」に117億円の資金供与、既に62億円を供与
98. 9	東急不動産、東急グループの株式持ち合いで株式評価損 60億円
98.11	東急不動産、新中期経営計画を発表(98~01)
99. 3	東急不動産、99/3期は5期連続で最終赤字 225億円
99. 9	東急不動産、赤坂東急ビルの証券化 181億円を調達、本社ビル 90億円に次ぐ
00. 3	●東急不動産、00/3期に保有土地の含み損を一括処理、販売用土地で200億円、固定資産は含み損 862億円、含み益 842億円を相殺、連結最終で大幅赤字
00. 6	東急不動産、新社長に植木正威氏
01. 3	東急不動産、01/3期は7年ぶりに連結決算で最終黒字に転換
03. 1	「東急不動産と東急電鉄は兄弟の関係、無理に取り込まない」
03.12	「グランデコススキーリゾート」を東急電鉄から買収
04. 5	「ニセコひらふアルペンスキー場」を買収

(参考) 03/3復配

出所) 「有価証券報告書総覧」東急電鉄、東急不動産ほかにより作成。

最近の大手私鉄の不動産事業について(その3)

そのうち当社の工事負担分300億円と言われる。1992年の10月に千葉の小見川ゴルフクラブが完成している。この年の冬にオープンしたスキー場としてニセコひらふ花園コースがある。このスキー場は北海道でも最大級のもので、ゴルフ場の工事も含めて百億円単位の投資と言われた。

当時の木下久一郎副社長によれば「収益環境はきびしく投資は厳選していく」とされたが、多くの投資は既に走り出しており選択の余地がないというのが実態だったろう⁸⁾(表7-5)。

このような積極路線はなぜ採用されたのか、それが分からない。安芸社長の積極経営は裏目に出て、この後約10年間にわたる東急不動産低迷の原因となった。もう一つ問題なのは東急不動産ローン保証というノンバンクの経営問題である。売主保証というアイデアは立派であったが、実務的に無理があって運営は困難であった。1992年に経営者が交代したが問題は解決しなかった。東急不動産はその後94年、96年、98年の各年度にわたり東急不動産ローン保証に対して、資金的な支援を続けざるをえなくなった。

(表7-6) 東急不動産(連結)の不良資産等の評価損 (金額:百万円)

	98.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3	04.3
有価証券評価損 (E)	4,639	2,366	-	-	-	-	-
関係会社整理損 (F)	1,403	3,145	-	-	-	-	-
投資有価証券評価損 (G)	3,416	11,993	-	-	1,598	6,656	403
貸倒引当金繰入れ (H)	9,538	343	-	201	-	7,852	7,649
特別損失処理 (E+F+G+H)	18,996●	17,848●	-	201	1,598	14,508●	8,052
	05.3	06.3	07.3				
関係会社整理損 (G)	1,095	-	-				
投資有価証券評価損 (H)	42	10	1,241		98~07累計で	680億円	
事業再構築損失 (J)	-	-	4,407		98 単年度	190億円	
特別損失処理 (G+H+J)	1,137	10	5,648				

出所)「有価証券報告書総覧」により作成。

注 1) 特別損失に計上されたものである。

98年度においては117億円の支援損を実施している⁹⁾。

東急不動産にとって1990年代の後半は、過去の経営失敗のつけを支払う時期にあたっている。不良資産の処理を個別に追うのは難しいが、連結決算の特別損失に注目することによって、不良資産の処理を観察してみる。不良債権と有価証券評価損の処理は最も早く行われて、1998年3月期から実施された(表7-6)。表から試算すると累計で680億円の損失を出した。

東急不動産の土地建物に関する損失の処理は、販売用については早く、それ以外についてはやや遅れた。2000年3月期の販売用不動産の評価減は早期であり金額も大きかった。その後も金額は少ないが販売用不動産の評価減は行われている。2006年3月期からは遅れていた固定資産の減損処理がこれに加わった。これらをまとめると通期累計で1480億円の固定資産の損失を処理している(表7-7)。

総合的に考えて、東急不動産の経営は一時期かなりの苦境に立たされた。不動産価格の下落と賃料低迷、関連会社の経営悪化、リゾート需要の不振

(表7-7) 東急不動産(連結)の固定資産の損失処理 (金額:百万円)

	98.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3	04.3
販売用不動産評価損(A)	-	4,725	26,522●	-	1,267	270	10,975
固定資産売却損(B)	-	-	7,076	1,965	4,336	1,461	1,054
特別損失処理(A+B)	0	4,725	33,598	1,965	5,603	1,731	12,029
	05.3	06.3	07.3				
販売用不動産評価損(A)	2,436	6,287*	15,834●	98~07累計で 1480億円			
固定資産売却損(B)	24,959●	2,953	107	00	単年度	336億円	
固定資産減損損失(C)	0	27,464●	1,170				
土地買戻し損失引当金(D)	0	0	7,373				
特別損失処理(A+B+C+D)	27,395	36,704	24,484				

出所)「有価証券報告書総覧」により作成。

注 1) 特別損失に計上されたものである。

*過年度・販売用不動産評価損である。

最近の大手私鉄の不動産事業について(その3)

は同社の財政状態を悪化させた。1998年3月期以降の10年間の損益の実態を、同社の特別損失の累計から大雑把に推定してみると、固定資産の損失処理で1480億円、投資損失と貸倒れで680億円、合計で2160億円の赤字である。これにノンバンク関連の損失が500億円、販売用不動産の固定資産への振替などに入っているかもしれない潜在的な含み損が最大で480億円、全体で3000億円を上回ると試算される。

このような曲折を経て1992年当時から最近に至るまで、東急不動産の資産保有はどのような変化をしてきたであろうか(表7-8)によって眺めてみよう。

不動産不況と言われた90年代の時期から最近まで、東急不動産の販売用土地建物と有形固定資産(単体・全社)の推移について見ると、両者の動向に大きな差があることに気がつく。当然予想されるように分譲用不動産の保有高は、この時期において長期にわたって大幅な減少を続けている。その反面で有形固定資産(賃貸用不動産等)は、2001年3月期に至るまで

(表7-8) 東急不動産(単体)の不動産保有の動向 (金額:百万円)

	92.3	97.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3
販売用土地建物	341,927	334,730	263,241	166,435	163,300	166,133	168,533
有形固定資産 ¹⁾	239,620	280,629	290,846	340,708 ²⁾	379,620 ³⁾	370,088	363,373
	04.3	05.3	06.3	07.3			
販売用土地建物	140,627	135,296	144,452	156,269			
有形固定資産	355,674	302,962	242,513	268,318			

出所)「有価証券報告書総覧」により作成。

注 1) 単体の固定資産で代理。

注 2) 販売用土地から固定資産に振替られた土地で480億円増加。

注 3) 連結子会社TEN都市開発ほかを吸収合併して固定資産が365億円増加、再評価差益198億円。

(参考) 売却による減少例

04/3期 渋谷プロパティ東急ビル86億円、西新橋東急ビル67億円

05/3期 赤坂東急ビル 294億円、渋谷プラザビル 252億円、ニセコ国際ひらふスキー場花園44億円、ニセコ東急ゴルフコース33億円、札幌東急ゴルフクラブ28億円

06/3期 世田谷ビジネススクウェア 262億円

増加を続けている。その後ようやく有形固定資産は4期にわたって調整期を迎えるが、その後は2007年3月期において再び増えている。

気になるのは2000年3月期の、販売用土地建物から有形固定資産への巨額（480億円）の資産振替えである。売りたいくても売れない販売用土地建物の含み損を見えにくくしたものと考えられる。2001年の連結子会社の合併も子会社支援のための合併であり、益出しと考えられる（再評価前の簿価が31億円、再評価後が228億円）¹⁰⁾。

4. 東急不動産の動向

2004年3月期以降において東急不動産の資産保有政策に変化が見られる。積極的な保有資産の入れ替えである。赤坂東急ビル、渋谷プラザビル、渋谷プロパティ東急ビルなどの売却は老朽化した保有資産の切り離しである。それほど古いとは言えない世田谷ビジネススクウェアすらも売却された。ゴルフ場の売却、スキー場の売却も実施されて資産効率の向上が図られた。

資産の効率を適正化するためには資産の評価が適正でなければならない。固定資産の再評価は2006年3月期に275億円実施された。その内訳をセグメント別に見ると、不動産分譲で26億円、不動産賃貸で21億円、小売で5億円、リゾートで206億円、その他17億円、合計275億円である。リゾートの中身は定かではないが、長野県上水内郡ほかのリゾート施設でゴルフ場、スキー場、ホテル等と見られる¹¹⁾。ここから分かるように東急不動産のリゾート事業は一見華やかな側面を持っているが、経営的な実態はきわめて厳しいことが分かる。経営結果がそのまま目に見えてしまうからだ。

リゾート経営の難しさについて次のような言葉がある。「リゾート事業は、一言で表現すれば我慢が必要な事業です。構想を描く時は派手に見えるが、運営が大変。施設が陳腐化しないよう、常に気を配らなければならないし、天候にも左右される」。言いえて妙である。この発言時期は1992年で、発言者は東急不動産の沢田淳一専務（当時）である。事業の先行き

を予言するかのような至言である¹²⁾。

2006年3月期において東急不動産は三菱地所と共同で、旧日本債券銀行の本店の跡地に建設したオフィスビル「北の丸スクウェア」を不動産投資信託(REIT)に売却したことにより大幅な経常利益の増加をみた。購入した地所系の投資法人ジャパンリアルエステイトは、日本のREITとしては過去最高の金額 815億円を投じた。推定によれば東急不動産はこの取引で200億円の利益を得たと伝えられる。このように最近では不動産の流動化事業が進められている。新たに開発されたオフィスビルや商業施設、賃貸住宅などを、ファンドやREITに売却して収益を前倒しして、リスクを減らす政策がとられることが多くなった¹³⁾。

複数の投資家の共同出資による匿名組合出資を通じた、大規模な不動産が増えてきている。特に有名ビルの取得も増えている。高島屋新宿店(タイムズスクウェア)はこの方式で2007年3月に東急不動産が建物を買収した。買収金額は1200億円である。この組合への東急不動産の出資金は233億円であった。

直接の不動産売買では銀座東芝ビルの取得がある。立地は一等地で最高であるが、建築後40年を越え老朽化したビルであり、東急不動産は建て替えによる再開発を念頭に置いた投資と思われる。取得に要した金額は1610億円である¹⁴⁾。

不動産事業の新しい流れは資産保有によるリスクを減らして、賃貸収入を増やすという課題に応えるものである。不動産の流動化はどこまで進むのであろうか、サブプライムの問題もあって不透明である。なお2007年3月期における、東急不動産の保有不動産は10年前の4倍に近い約1兆2000億円に増加したと言われている¹⁵⁾。

ただ留意しなければならないのは、東急不動産の不動産分譲の金額はほとんど減っていない。売らなければならない開発土地の資産は多く残っている。最後に東急電鉄と東急不動産の不動産事業について比べてみよう。

(表7-9) 東急電鉄と東急不動産の不動産事業 (金額:百万円)

決算期	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3
〈東急電鉄の不動産事業〉					
(1) 連結セグメント収支					
営業収入	148,769	168,396	181,589	141,725	152,017
営業費用	120,900	147,819	158,246	119,916	125,997
営業利益	27,868	20,577	23,343	21,808	26,020
資産簿価	753,719	557,153	470,795	361,514	354,409
減価償却費	12,739	13,414	9,714	7,167	6,330
資本的支出	37,043	10,729	20,188	20,166	29,282
減損損失	-	46,437	208	899	2,779
(2) 設備・従業員の状況					
分譲土地建物簿価(単体)	116,607	111,666	87,114	79,550	76,879
固定資産簿価(単体)	198,128	219,748	215,409	226,802	256,653
従業員数(連結)	1,920	1,784	1,710	1,579	1,648
(3) 営業収支(単体)					
不動産販売	51,398	49,084	62,514	54,915	68,718
不動産賃貸	48,467	52,929	49,792	51,317	53,111
合計営業収入	99,866	102,014	112,307	106,232	123,000
営業利益	24,099	18,421	23,076	28,089	31,537
〈東急不動産の不動産事業〉					
(1) 連結セグメント収支					
営業収入	287,953	219,218	239,745	246,355	254,441
営業費用	261,652	192,640	207,657	191,247	199,780
営業利益	26,300	26,577	32,087	55,107	54,660
資産簿価	591,193	554,030	527,604	510,627	615,266
減価償却費	5,608	5,570	5,715	5,392	4,777
資本的支出	9,523	29,498	25,620	6,039	23,240
減損損失	-	-	-	4,659	-
(2) 設備・従業員の状況					
分譲土地建物簿価(単体)	168,533	140,627	135,296	144,452	156,269
固定資産簿価(単体)	363,373	355,674	302,962	242,513	268,318
従業員数(連結)	na	1,001	1,050	1,103	1,191
(3) 営業収支(単体)					
不動産販売	144,238	133,986	144,601	133,175	139,659
不動産賃貸	52,694	53,357	56,870	71,121	59,179
合計営業収入	196,932	187,343	201,471	204,296	198,838
営業利益	36,568	37,880	41,906	60,718	59,921

出所) 「有価証券報告書総覧」により作成。

東急不動産の数字は分譲と賃貸のセグメント合計である。

後者は前者の連結子会社には該当しないから、両者の決算は重複しない。(表7-9)は両者の不動産事業の数字を単純に整理したものである。単体と明示されていないデータは連結の不動産セグメントの数字である。

この表から知られるように連結決算でみた、①収益規模、②営業利益額、③従業員数、単体で見た④分譲用土地建物簿価、⑤保有固定資産簿価、5項目を比べてみると③従業員数を除いたすべての点で東急不動産の方が大きい。とくに②営業利益額、④分譲用土地建物簿価は約2倍になっている。このように大きな東急不動産は、東急電鉄の連結子会社に該当していない。それは東急電鉄の株式保有比率は17%にすぎないからである。

5. 東急電鉄の長期収支と特徴

東急電鉄の不動産事業について触れる前に、同社の連結決算とセグメント別収支の動きについて眺めてみると(表7-10)のようになる。

① 営業収益

92年3月期から98年3月期にかけては、営業収益の増加は小さかった。しかしグループの事業再編が進められた99年から2000年3月期にかけてはかなりの増加になった。総資産も増加している。東急建設の連結子会社化による影響が大きい。最近の営業収益の動きを見ると2006年3月期においても増加が観察されるが、これは東急百貨店、東急エージェンシー等が子会社として新たに連結されたことが背景になっている。

② 部門別の利益動向

部門別の利益を営業損益で眺めて見ると、鉄道事業(原資料では交通事業)と不動産事業が、それぞれ競い合うように営業利益を上げている。かつて90年代には不動産事業は鉄道事業以上に高い利益を稼いでいた。だが1996年3月期以降は鉄道事業が復活して2003年3月期まで利益の主役は鉄道事業になった。最近では両者はほぼ互角の営業利益をあげている。第三

(表7-10) 東急電鉄の長期収支とセグメント別営業利益の推移

(連結決算)

(金額:百万円)

	FY3/1992	FY3/1993	FY3/1994	FY3/1995	FY3/1996	FY3/1997	FY3/1998
営業収益 Operating Revenues	446,676	476,580	458,662	469,650	484,037	498,746	484,832
営業利益 Operating Income	50,208	47,850	40,079	44,315	49,773	60,971	53,495
交通 Transportation	18,082	25,459	22,727	22,551	○28,324	○24,948	○36,957
不動産 Real estate	○33,714	○27,178	○22,883	○27,525	26,638	29,232	24,682
流通 Retail	762	431	428	320	315	96	-721
レジャー・サービス Leisure and services	-3,525	-6,292	-7,291	-7,391	-7,139	-4,923	-8,385
建設 Construction	-	-	-	-	-	-	-
その他 Others	1,399	1,344	1,107	1,384	1,443	1,442	681
消去 Elimination	-224	-272	224	-73	191	175	280
減価償却費 Depreciation and Amortization	39,125	43,378	44,881	43,700	41,384	42,074	45,560
持分法投資損益 Equity in Income of Affiliates	1,734	-291	-2,308	-978	169	-684	-1,245
経常利益 Recurring Income	11,949	12,224	10,259	21,966	24,597	33,014	18,822
当期利益 Net Income	2,778	2,059	993	1,889	2,000	30,751	2,183
総資産 Total Assets	1,376,307	1,495,689	1,522,901	1,569,912	1,579,340	1,590,892	1,717,546

(単体決算)

当期純利益 Net Income	6,769	6,794	6,245	6,258	6,272	6,283	6,296
同上 被連結会社分	-3,991	-4,735	-5,252	-4,369	-4,272	24,468	-4,113

(連結決算)

	FY3/1999	FY3/2000	FY3/2001	FY3/2001	FY3/2003	FY3/2004	FY3/2005	FY3/2006	FY3/2007
営業収益	573,423	995,228	1,012,890	1,058,156	1,385,438	1,223,403	1,055,564	1,388,554	1,381,975
営業利益	48,965	60,416	64,374	52,719	76,928	58,120	77,014	85,654	80,088
交通	○34,910	○30,350	○36,754	○33,955	○36,609	20,358	○39,460	○38,929	25,699
不動産	21,958	28,870	22,347	18,480	27,868	○20,577	23,343	21,808	○26,020
流通(*1)	-322	-64	294	827	5,531	6,911	6,229	14,422	16,114
レジャー・サービス	-8,303	-11,839	-4,943	-5,888	-1,745	1,351	2,033	2,835	3,208
ホテル(*2)	-	-	-	-2,456	-2,684	3,563	2,747	3,906	3,714
建設(*3)	18	14,952	14,713	9,896	9,523	2,565	-	-	-
その他	572	1,908	1,502	2,032	2,645	2,725	2,568	2,404	4,966
消去	131	-3,760	-6,294	-4,127	-820	67	632	1,348	365
減価償却費	52,268	50,908	56,185	62,308	66,911	63,335	54,854	56,381	54,587
持分法投資損益	-3,374	-1,789	-8,299	-2,678	2,514	7,340	1,079	-3,251	7,652
経常利益	24,454	31,249	23,634	18,293	51,921	52,949	67,034	74,052	81,227
当期利益	-27,900	1,764	-30,163	11,891	3,416	-12,345	35,432	41,962	58,722
総資産	2,360,427	2,528,353	2,499,886	2,497,041	2,511,153	2,010,141	2,113,208	2,021,268	1,949,350

(単体決算)

当期純利益	9,501	6,306	6,997	7,656	6,950	-63,106	23,405	37,656	13,109
同上 被連結会社分	-37,401	-4,542	-37,160	4,235	-3,534	50,761	12,027	4,306	45,613

出所)「投資家向け説明会 決算説明資料」2001年6月13日、東急電鉄、p.15 ほか。

*1 FY3/2006以降、流通事業より変更、リテールとなった。

*2 FY3/2002以降、レジャー・サービス事業より独立掲記。

*3 FY3/1999以降、その他事業より独立掲記。FY3/2005よりその他事業へ含む。

の収益源としてはリテール事業(百貨店、スーパー、小売業等)があるが鉄道、不動産に比べれば見劣りする。

③ 被連結子会社の収支

見えざる被連結子会社の収支を試算したのがこの部分である。連結決算の純利益と単体の純利益を差し引くと被連結子会社の収支が求められる。92年3月期以降、被連結子会社は10年にわたって純損益は赤字であった。東急グループの連結会社の不振が長期にわたったこと、全体として収益性が低かったことは事実である。ようやく2004年3月期から黒字に転じて、正常化されているところが注目される。

④ 持分法投資損益

関連会社ではあるが連結子会社ではないグループ会社の損益は、持分法投資損益で見ることができる。1993年3月期以降は2002年3月期まで趨勢としてほぼ赤字であった。03年3月期以後は改善されている。被連結子会社の収支と同様な動きをしている。

⑤ 減価償却費と経常利益

減価償却費と経常利益はキャッシュフローの源泉に相当する。分厚い連結経常利益をもち償却額も大きい。1990年代の前半において少なくとも年間平均して500億円以上、2003年以降は1000億円以上の余剰が観察される。東急電鉄のグループにおけるパワーの源泉はここにあると考えられる。

⑥ 総資産

連結資産の動向について補足しておく。少し説明を要するのはおそらく1999年3月期と2004年3月期であろう。99年3月期の6000億円を超える資産の増加がある。当時の事情として「東急建設I」が連結会社に加えられたことがある。逆の動きが2004年3月である。同社が連結子会社から外れたため資産は減少した。

6. 東急電鉄の資産再評価と流動化

東急電鉄が連結決算で赤字を計上したのは過去3回ある。1999年、01年、04年である。グループ全体の経営不振が長期化することにより、電鉄はさまざまな問題を抱え込むこととなった。グループ会社の中には経営の失敗から存続さえも危ぶまれる会社が出てきた。資金的に破綻する危険性があったからである¹⁶⁾。

経営の再建のためには、損失処理がさけられなくなった。この時期においては東急電鉄はもとよりグループ会社も、再建の道筋を示さなくてはな

(表7-11) 東急電鉄(連結)の関連会社等の保有資産評価損¹⁾ (金額:百万円)

	98.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3
関係会社整理損(A)	4,303	0	0 ²⁾	0	0	796
投資有価証券評価損(B)	0	13,019 ²⁾	1,580	6,116	1,444	10,573
貸倒引当金繰入れ(C)	3,527	0	5,757	4,955	3,728	7,852
その他(D) ³⁾	-	22,987*	3,474	69,546* ²⁾	0	14,865* ³⁾
特別損失処理(A+B+C+D)	7,830	36,006	10,811	80,617	5,172	34,086
〈参考〉						
関係会社株式評価損(単体)	151	1,541	7,375	17,398	11,677 ³⁾	21,771 ⁴⁾
	04.3	05.3	06.3	07.3		
関係会社整理損(A)	-	-	-	-		
投資有価証券評価損(B)	1,692	200	-	-		
貸倒引当金繰入れ(C)	7,649	807	-	-		
その他(D)	5,747* ⁴⁾	13,071* ⁵⁾	12,639* ⁶⁾	7,313		
特別損失処理(B+C+E)	15,088	14,078	12,639	7,313		
〈参考〉						
関係会社株式評価損(単体)	76,320	36,250	7,915	34,479		

出所)「有価証券報告書総覧」により作成。

注 1) 特別損失に計上されたものである。

注 2) 単体決算では東急建設に対する支援損 250億円が計上されている。

注 3) *は連結調整勘定償却、*2は退職給付会計基準変更時償却、*3は事業投資損失引当金繰り入れ、*4は連結調整勘定償却、*5は退職給付制度改定損失、*6は不明である。

最近の大手私鉄の不動産事業について(その3)

らなくなった。ここで東急電鉄がやったことは不良資産を整理したこと、子会社の支援・整理をしたことである。東急電鉄は持ち株会社ではないが、現実にはそれに近い機能を果たしてきている。

「YMMプロパティーズ」「TCプロパティーズ」「渋谷開発」などの資産保有会社は、再評価されて役割を果たした後に、本体に吸収合併されて消えた。

(表7-11)は東急電鉄の資産再評価損(固定資産を除く)の推移を示している。土地は除かれているが、特別損失金額が99年、01年、03年に集中している。なお東急電鉄の本体が関係会社に対して保有する株式の評価損は、単体の決算で見た方が分かり易い。このような東急電鉄にとっての株式評価損は、01年から05年まで毎年、数百億円単位で発生している。

つぎに問題になるのは土地建物の再評価である。土地価格の下落によって多くの資産の簿価が市場の実勢と乖離することとなった。販売用不動産

(表7-12) 東急電鉄の(連結)の固定資産の損失処理 (金額:百万円)

	98.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3
販売用不動産評価損(A)	0	4,725	31,242○	4,193	1,787	13,045
固定資産売却損(B)	850	3,586	3,080	3,872	5,020	22,268○
固定資産減損損失(C)	0	0	0	0	0	0
固定資産除却損・評価損(D)	148	241	2,241	3,719	936	22,614○
特別損失処理(A+B+C+D)	998	8,552	36,563●	11,784	7,743	57,927●
	04.3	05.3	06.3	07.3		
販売用不動産評価損(A)	8,065	18,099	8,030	896		
固定資産売却損(B)	31,553○	19,651○	4,342	7,167		
固定資産減損損失(C)	87,613○	3,324	10,350	14,568		
固定資産除却損・評価損(D)	12,789	2,029	2,392	3,660		
ホテル建物臨時償却費(E)	0	0	5,844	0		
特別損失処理(A+B+C+D+E)	140,020●	43,103	30,958	26,291		

出所)「有価証券報告書総覧」により作成。

注 1) 特別損失に計上されたものである。

の評価損、固定資産の売却損、固定資産の減損損失等について整理したのが(表7-12)である。販売用不動産の評価損は99年3月期から始まり00年3月期がピークとなった。これは原則としてすべてが不動産事業における評価損である。開始して10年近くなり金額は少なくなっている。

では販売用ではなく固定資産に計上された土地建物はどうか。これらに対する資産価額の修正は簡単ではない。売却すれば問題ないが保有したまま恣意的に評価替えすることは出来ない。減損会計による評価替えはその受け皿であり、2004年3月期に実行された。

前年の03年3月期にも、先行してかなりの金額の評価損の計上が行われた。03年3月期は特別損失処理が580億円あるが、中身は固定資産の除却損・評価損、固定資産の売却損が主役になっている。減損会計を早めた他社の事例としては三菱地所の処理がある。同社は率先して02年3月期に4300億円を越す含み損を計上した。建物の評価の引き下げでは、横浜ランドマークタワーが最も大きく、1900億円の簿価を883億円引き下げた¹⁷⁾。

大事なことはこれらと並行して、有利子負債の圧縮をしなければ経営は成り立たない。損失の計上と表裏の関係になるのが、固定資産の売却と売却益の計上である。東急電鉄は本社がある「東急南平台町ビル」「東急桜丘町ビル」など3物件を125億円売却した。これは特定目的会社に対する信託受益権の譲渡で、東急電鉄の決意表明といえる¹⁸⁾。

続いて04年3月期に東急電鉄は、固定資産の減損処理を実施した。全体金額は1400億円に達している。この年度が固定資産の損失処理では最大の金額になっている。これらの特別損失に対応して東急電鉄は「セルリアンタワー」「日本橋一丁目ビルディング」など、新設したばかりの賃貸用の優良不動産の売却に踏み切った。前者の売却額は402億円、売却益は37億円、後者の売却額は47億円、売却益は25億円である。後者は全体の持ち分が30%で、共同保有者の三井不動産への売却である。苦しい益出しといえるだろう¹⁹⁾。

最近の大手私鉄の不動産事業について(その3)

最後に東急電鉄の長期における不動産保有の動向である。ここでは電鉄本体の不動産事業に属する資産に限定して、簿価の動向を観察してみる。(表7-13)から知られるように、販売用土地・建物は1997年3月期以降は、ほぼ着実に減少している。最近では当初の簿価の半分以下に低下した。不動産価格とくに土地価格の長期的な上昇神話が消えた現状では当然の趨勢と見られる。

ここで参考までに、東急電鉄が保有する分譲用土地の面積と簿価のデータがあるので紹介しておく。1992年3月期において東急電鉄が保有する多摩田園都市地域の土地は、面積が250haで簿価が1413億円であった。これが10年後の2002年3月期には面積が130haで簿価が1082億円に減少している。さらに10年後において保有する土地は減少するであろう。分譲への依存は厳しい。

(表7-13) 東急電鉄(単体)の不動産保有の動向 (金額:百万円)

	92.3	97.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3
販売用土地建物	173,532	190,492	186,003	161,419	165,423	135,733	116,607
不動産業固定資産 ¹⁾	94,621	139,098	138,078	151,683	149,676	172,197	198,128
	04.3	05.3	06.3	07.3			
販売用土地建物	111,666	87,144	79,550	76,879			
不動産業固定資産 ¹⁾	219,748	215,409	226,802	256,653			

出所)「有価証券報告書総覧」により作成。

注 1) 単体の不動産事業の固定資産。

販売用土地建物 通期で着実に減少、当初の半分以下に。
有形固定資産¹⁾ 固定資産は売却があっても増加トレンド。

不動産業の固定資産は、その中に賃貸用不動産を多く含んでいる。表から知られるように、このような賃貸用の資産は長期的には増加傾向にある。買収、合併等により東急電鉄の取得になった物件がある一方、売却された不動産も多かった。しかし東急電鉄はブランド力、資金力を持ち、前向きな積極的な不動産投資を行ってきた。新規取得と流動化を並行して行なっ

てきたと言える。

その他設備の売却による資産の流動化で特に目立ったのは03年3月期の「世田谷ビジネススクエア」「東急百貨店本店」「東急文化会館跡地」などがある。これらの詳細については不明なところが多い。「世田谷ビジネススクエア」の建物の簿価は255億円、「東急文化会館跡地」は売却価額が257億円と大きな金額に達している。

これらと同時期に東急電鉄は「東急百貨店東横店西館・南館」の土地を肩代わり取得、さらには「クイーンズスクエア横浜」の建物を合併により取得している²⁰⁾。

東急電鉄の不動産事業の資産再評価とならんで、東急グループの各社の資産売却が現実には大きな課題であった。グループの経営を維持していくためには、キャッシュフローがどうしても必要になる。東急電鉄は子会社の再建と、自分自身の経営再建とを並行して行わなければならなかった。

東急電鉄の不動産事業の動向を見ていて、気になったことがある。それは連結決算でみた不動産事業のセグメント営業利益と、単体で見た東急電鉄の不動産事業の営業利益を、金額で比較してみると単体の営業利益の方が大きい。このことは表面にはでていないが、連結された不動産事業は赤

(表7-14) 東急電鉄の不動産事業セグメントの概況 (金額:百万円)

	97.3	98.3	99.3	00.3	01.3	02.3
連結営業利益	29,232	24,682	21,958	28,870	22,347	18,480
不動産事業 単体 営業利益	29,200	25,589	23,781	53,786	70,438	17,165
被連結会社・営業利益	32	▲907	▲1,823	▲24,916	▲48,091	1,315
	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3	
連結営業利益	27,868	20,577	20,526	21,808	26,020	
不動産事業 単体 営業利益	24,093	18,421	23,076	28,089	31,537	
被連結会社・営業利益	3,775	2,156	▲2,550	▲6,281	▲5,517	

出所)「有価証券報告書総覧」により作成。

字であることを示唆している。これはグループの経営にとって大きな問題ではないだろうか。健全な連結子会社であれば、営業損益で赤字ということとはありえないはずである(表7-14)。

7. 東急建設の経営悪化と東急電鉄

2000年代に入って東急グループの中で最大の懸案は何かといえ、東急建設の経営悪化とその再建問題であった。不動産からリゾートまで、建設会社の枠を超えた積極経営の結果が、経営危機をもたらした。本稿は不動産投資に失敗した同社の再建に東急電鉄が積極的に関与して、多額の資金負担を余儀なくされる事情を少しふれておくことにする。興味深いのは東急建設に対する東急電鉄の支援が、経済合理性から考えて妥当な判断であったかどうかである。おそらくこの答えが出るまでしばらく時間がかかるであろう²¹⁾。

90年代初めにおける東急建設の経営は、本業の建設業以外においてなかなか活発であった。とくに不動産価格の先行きについて強気を通したため、土地の取得に多額の資金を投入した。海外でもハワイ島の別荘地開発と分譲に手を伸ばすなど、調達した資金を長期に固定させてしまっていた。取締役の数は多かったが財務や金融についての慎重な正論はかえりみられなかった。東急建設の首脳は何を考えていたのか分からないが、五島哲氏が40代の若さで1990年に社長に就任したことから、東急グループの中核として、何があっても大丈夫とたかをくくっていたのかもしれない。

だが見通しは甘かった。五島家の長男ではあったが、哲氏を東急グループの総帥に押す声はでなかった。東急建設は関連会社の分も含めると、販売用不動産を1996年当時で2000億円以上かかえていた。土地の価格が大幅に下がっては、経営に影響がないはずがないであろう。1994年3月期から東急建設は最終赤字に転じて、それから4年後1998年11月に資金的に完全に行き詰まった。

放漫経営はあったにしても、東京三菱銀行とのパイプをおろそかにして、メインバンクと信頼関係を築けなかったことは決定的であった。同社は最後に東急電鉄に支援を求めるほかなかった。同年12月28日に社長の五島哲は、フラッシュの光る会見場で「身を捨てて再建しなければならないと思い、辞任を決断した」と語る。たしかに経営が行き詰まった責任の一部は五島哲にあるが、全部を彼に負わせることは適当ではない。しかし最終的な経営責任のとり方とはそういうものであろう。東急電鉄は五島氏の引責と引き換えに支援の方針を示した。後任の社長には、東急電鉄から派遣された井原国芳氏が就任して再建計画を推進することになった。再建計画は大幅な増資を含むもので東急電鉄の主導により進められることになった。

(表7-15) から分かるように東急電鉄は、当初から一貫して東急建設をグループの一員として存続させることを決めて行動している。そのために役員を派遣して資本の増強に努めた。東急のブランドを死守するためとか、都市開発事業の進展のために必要とか、さまざまな解釈が可能であるが、本当の所は分からない。そろばんだけ考えるなら、有力な建設会社の株式の時価総額に近い金額をかけて、東急の暖簾を守ったことになる²¹⁾。

護送船団方式という言葉がある。このように最も船足が遅い船に、船団全体が合わせる方式は、グループ全体にとっては資源の浪費になりかねない。しかし東急電鉄の経営者は放漫経営によって深い傷を負った東急建設を、あえて救済する道を選択し、非情な選択を避けた。これにより東急電鉄からの多額の資金投入が不可避になった。東急建設自身による人員削減、資産売却、海外事業からの撤退などは当然のことである。

東急建設への資金投入は主に増資によって行われた。第一回1999年3月、第二回2000年3月、第三回2002年3月に第三者割当てによる増資が実施された。第三者と言ってもほとんどが東急電鉄の引受けによる増資である。金額はそれぞれ301億円、250億円、500億円の資本の増強が行われた。

第二回では増資に際しては、別に東急電鉄による資金贈与250億円がな

最近の大手私鉄の不動産事業について（その3）

（表7-15）東急建設Ⅰの経営悪化と事業の再編について

時期	主な出来事
90. 3	ハワイ島でリゾート開発に参入、別荘の分譲を開始、内外で積極経営路線を展開
90. 6	東急建設Ⅰの社長に五島哲副社長が昇格、柳田社長は副会長に
91. 1	事実上倒産した青山ビル開発の貸付金は代物弁済により処理、土地を取得（不良資産化）
94. 2	麻布系企業への債務保証で特別損失 200億円、不動産投資の失敗の後始末
94. 6	東急建設Ⅰ、94/3期の連結最終損益が初の赤字（18億円）に転じる
96. 5	販売用不動産2265億円が資金的に負担
98. 3	5期連続の連結最終赤字で下期から無配に
98.11	東急建設Ⅰは東急電鉄に対して経営支援を要請、東急電鉄の多額の資金支援は不可避
98.12	東急建設Ⅰの五島哲社長が辞任、東急電鉄の井原国芳副社長が同社の新社長に就任（12.28） 99/4～02/3期「経営再建計画」では1500人削減、海外事業からの撤退、増資
99. 3	第三者割当てによる増資を実施（第1回 301億円）東急電鉄、東急不動産ほかグループで引受け 債務超過を免れる
00. 3	第三者割当てによる増資を実施（第2回 250億円）東急電鉄、資金贈与 250億円
01. 6	東急建設Ⅰの小侯芳明副社長が社長に昇格し、井原国芳氏は会長に就任
02. 2	「新3か年計画」では 500億円の増資を実施、資本準備金 715億円全額の取り崩しと減資 343億円 によって累積欠損1058億円を解消「今回の増資で将来の減損会計に対応できる」
02. 3	第三者割当てによる増資を実施（第3回 500億円）東急電鉄が引受け
02. 4	小侯芳明社長が副社長に降格し、井原国芳会長が再度社長を兼務
02. 5	東急建設Ⅰの新社長に落合和雄専務が社長に昇格
03. 3	東急電鉄、東急建設Ⅰの吸収分割により新会社を設立、建設事業を承継させる再建計画を発表
03. 5	新会社「TCホールディングス」を設立、社長に山田豊彦氏
03. 8	旧会社東急建設Ⅰは第三者割当てにより増資を実施する（第4回 400億円）上場廃止へ
03. 8	新会社「TCホールディングス」第三者割当てにより増資（568億円）
03.10	東急建設Ⅰの商号を「TCプロパティーズ」に変更、不動産事業の整理を行う
03.10	「TCホールディングス」が東急建設Ⅰの建設事業を吸収分割して承継、新商号「東急建設Ⅱ」

出所) 「有価証券報告書総覧」「日本経済新聞」ほかにより作成。

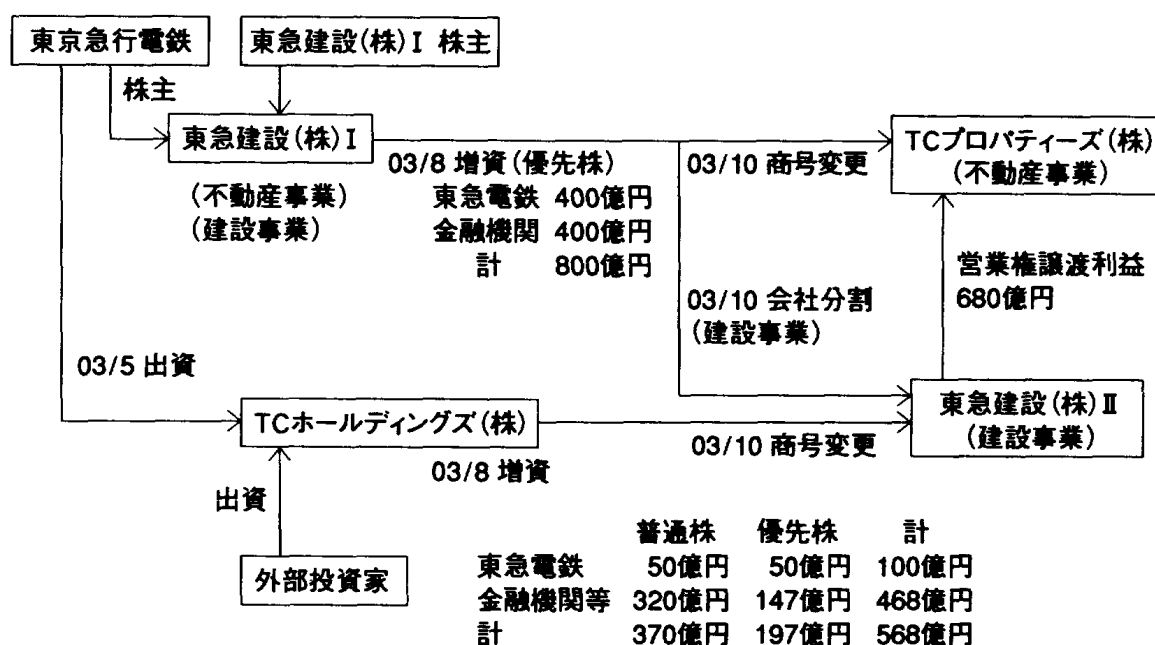
注) 第1回を除いて第三者割当ての有償増資の金額は、東急電鉄が引き受ける金額である。

された。これだけで東急建設に対して累積して約1300億円の援助であるが、これでは未だ足りなかった。さらに援助が必要であった。事業の再建のために従来の「東急建設株式会社Ⅰ」から建設事業だけを抜き出して新たに「東急建設株式会社Ⅱ」を設立することとなった。これが2004年 3月期の

ことである（参考図）。

2003年11月に「東急建設株式会社I」は「TCプロパティーズ」に商号を変更して、不動産会社として土地に関連した過去の損失を最終的に処理することとなった。「TCプロパティーズ」の2004年3月期における、不動産関連の損失処理について、ここで簡単に補足しておく。同社の固定資産の減損処理は439億円実施された²³⁾。

(参考図) 東急建設の会社分割のスキーム



- ① 東急建設Iは2003年10月1日、会社分割により建設事業を分割して、TCホールディングスがこれを吸収。
- ② TCホールディングスは東急建設IIに商号変更、東急建設IはTCプロパティーズに商号変更。
- ③ 東急建設IIの新株式を東急建設I株主に1:0.25の比率で割当てる。
- ④ 東急建設IIは営業権680億円を、TCプロパティーズは営業移転益をそれぞれ計上する。
- ⑤ TCプロパティーズは減損処理と資産売却を加速して減損会計に早期対応する。
(分割移転資産譲渡損511億円、固定資産減損439億円)

資料)「プレゼンテーション資料」2004年5月20日、東急電鉄、投資家向け説明会資料p9により作成。

最近の大手私鉄の不動産事業について（その3）

減損処理額 439億円の内訳は、賃貸資産（土地）の減損損失で 235億円、ゴルフ場資産の減損損失で 154億円（うち土地は 125億円）、遊休資産の減損損失で 50億円（うち土地 45億円）となっている。

「TCプロパティーズ」の損失は他にも土地の売却損で 96億円、不動産等移転損として 513億円があげられる。これらを合計すれば全部で 1000億円を超える損失処理をしていることが分かる。けだし経営責任の重さを感じさせる額ではないだろうか。

さて新たに建設事業を継承する会社は、2003年5月に「TCホールディングズ」として設立された。同社は「東急建設Ⅰ」または「TCプロパティーズ」とは資本関係はない。この点を利用して新会社への営業譲渡が行われて「TCプロパティーズ」は、680億円の営業権の移転益を上げている。このような分かりにくい過程を経て「東急建設Ⅱ」は誕生した。これは不良資産の処理と、過大な有利子債務の弁済を、同時に実行していくための工夫と言えるであろう²⁴⁾。

東急電鉄グループに属していた「東急建設Ⅰ」「東急建設Ⅱ」「TCプロパティーズ」は怎么样了か。（表7-16）はそれを示している。「東急建設Ⅱ」は建設事業を引き継ぎ「TCプロパティーズ」は不動産の売却と債務の整理とを目的とした会社である。その後も「東急建設Ⅱ」は東急電鉄

（表7-16） 東急電鉄の連結決算と東急建設の位置

	03/3	04/3	05/3	06/3	07/3
東急建設(株)Ⅰ	連結子会社	-	-	-	-
東急建設(株)Ⅱ	-	持ち分法適用 関連会社	持ち分法適用 関連会社	持ち分法適用 関連会社	持ち分法適用 関連会社
TCプロパティーズ(株)	-	連結子会社	連結子会社	連結子会社	持ち分法適用 非連結子会社

出所)「有価証券報告書総覧」東急電鉄による。

注 1) TCプロパティーズは減損処理を早期に実施して07/3期に連結子会社から外れた。

注 2) 東急電鉄の東急建設(株)の株式保有比率は15%程度

の連結子会社になることは無かった。これが多額の資本注入をした成果であるがこれで良かったのであろうか。

8. 結びにかえて

不動産事業に関連した東急グループの再構築の事例は東急建設の他にもある。伊豆急行の事例は不動産事業の失敗事例として整理することもできるだろう。しかし本稿では重要性から考えて、上記の三つの事例、東急不動産、東急電鉄、東急建設の三社について焦点を合わせてとりまとめてみた(表7-17)。

今までのことで若干補足を要する点は、東急不動産と東急電鉄の両者の関係であろう。同じ不動産業界で強い存在感のある両者は兄弟とみてよいのだろうか。それでよしとするならばその関係はどのようなか。両社は親密なのかライバルなのか、補完的なのか競合的なのかである。その答えは簡単なようでなかなか難しい。

短期的に見るとリゾート事業は、多くの場合に競合的である。消費者はなかなかリピーターにはなってくれない。消費者は常に移り気だからである。不動産事業もまた然りである。最終需要の市場では両者は競争的であって当然であろう。だが様々な場面で両者はもちつもたれつを保っているようにも見える。具体的な例を示そう。

1993年3月期の決算で東急不動産は、ハワイの土地を東急電鉄に売却して、多額の損失処理をした。その代わりに東急不動産は二子玉川の土地の一部を、東急電鉄に売却して利益を上げている。両者の取引額は280億円でこれらは販売用土地の売却として処理され、東急不動産の営業利益を改善するのに大きく役立った²⁵⁾。

2003年12月に東急不動産は、東急電鉄から福島県北塩原村の「グランデコスキーリゾート」のホテルとスキー場の経営を営業譲渡された。譲渡金額は15億円とされる。この取引による東急電鉄の譲渡損は98億円であるか

（表7-17）東急電鉄の不動産事業と東急グループの近況

時期	主な出来事	
00. 4	東急グループ経営方針の策定・発表「自信と責任のない経営者はグループに要らない」	
00. 4	東急電鉄、賃貸施設「シブヤ マークシティ」開業	
01. 3	東急電鉄、連結決算で2回目・最大の赤字を計上	
01. 4	東急電鉄、賃貸施設「セルリアンタワー」開業	
01. 5	上条清文副社長、東急電鉄社長に就任	
01. 7	東急電鉄、連結子会社「東急ホテルチェーン」を上場廃止して株式交換により完全子会社化	
02.12	東急電鉄、本社ビル他3棟を売却	126億円
02.12	東急電鉄、賃貸施設「渋谷109」など子会社・資産を買収して「東急百貨店」を支援	
03. 2	東急電鉄、賃貸施設「東急YMMプロパティーズ株式会社」を吸収合併 ¹⁾	
03. 3	東急電鉄、東急文化会館跡地を売却	275億円
03. 9	東急電鉄、連結子会社「東急建設株式会社(株)」を東証の上場廃止	
03.10	「東急建設株式会社(株)」は建設事業部門を会社分割して「東急建設株式会社Ⅱ」に承継させた（「東急建設株式会社(株)」は「TCプロパティーズ株式会社」に商号変更）	
03.12	東急電鉄、「グランデコ ホテル&スキーリゾート」を東急不動産に営業譲渡	
04. 2	東急電鉄、賃貸施設「セルリアンタワー」「日本橋1丁目ビル」など売却、	450億円
04. 3	東急電鉄、固定資産の減損処理を実行、連結決算で3回目の赤字を計上	
04.10	東急電鉄、連結子会社「東急ホテルチェーン」を上場廃止して株式交換により完全子会社化	
05. 3	東急電鉄は不動産事業が好調で、最終黒字	固定資産売却損 200億円
05. 4	伊豆急行、会社分割により不動産事業および付帯事業を「伊豆急不動産」に継承	
06. 4	東急電鉄、連結子会社「渋谷開発株式会社」を吸収合併 ²⁾	
07. 3	「TCプロパティーズ株式会社」は2007年3月期の連結決算から外れる ³⁾	

出所) 「出所」 「有価証券報告書総覧」 東急電鉄ほかにより作成。

注 1) 「東急YMMプロパティーズ株式会社」は横浜市の「クイーンズスクエア横浜」ほかの保有と賃貸を行う

注 2) 「渋谷開発株式会社」は東急百貨店本店、東急文化村、ほかの保有と賃貸を行う

注 3) 持ち分法適用の非連結会社となった。

ら、東急不動産にとってはかなり安い買い物である。スキー場の入場者は減り続けており、ピーク時の6割程度まで減少し事業の継続は困難になっていた。地元との関係を配慮すると事業そのものを止めることはなかなか難しかった。東急不動産が手を挙げたのは電鉄にとって渡りに舟であつたらう。スキー場運営に自信を持っている同社は運営次第でやっていけると見ている²⁶⁾。

以上の二つの事例から考えて両社の関係は、戦術的には競争関係にありながら、戦略的には同盟関係にあると考える。個々の案件では競い合いながらも、困った時には助け合うという関係である。両社の考え方は明らかに相違しており、初期条件が違うこともあって目指す方向は異なる。だから場合によって補完することも可能なのであろう。株式の保有関係で見ても両社の資本関係は薄い。

東急電鉄と東急建設の差を見せつけられた興味深い事件があった。それは2002年2月に起こった。同年2月27日に東急建設の小俣社長は、第三者割当てによる増資を前にして記者会見で次のように語った。

—メインバンクの東京三菱銀行に増資を要請しなかったのか？

「当社が依頼したことも、グループ全体としてそういう考えを持ったこともない」

—今回の支援で減損会計に完全に対応できるか？

「減損会計がどういう形で導入されるか未定だが、今回の増資で十分足りる」²⁷⁾

これは極めて不用意な発言ではないだろうか。まともな金融取引が困難で準禁治産者にも擬せられる会社のトップが、グループの代表者になり代わって、増資の進め方について発言するのは不適切であり得策ではない。

また減損会計の詳細が固まっていない段階で、増資はもういらないと、断言するのはいかにも不用意である。経営者はあらゆる事態に備えていなければならない。実際にその後も多額の増資が必要になった。これに対する東急電鉄の動きは速かった。3月の増資の直後4月1日に小俣社長は降格されている。後任は井原会長が再度社長に復帰し、5月には電鉄出身の落合和雄が専務から社長に昇格した。

最後に東急電鉄の連結決算から見た不動産事業について要約しておく。東急電鉄の連結決算には東急不動産が連結子会社として入って来ない。その意味する所は決定的である。東急電鉄の連結決算からは重要な部分が抜

けている。東急不動産の営業活動がそっくりと除外されている。

(表7-14)で見たように連結決算から見ると、東急電鉄本体以外の会社の不動産事業については見るべきものがほとんどない。東急電鉄の分譲用不動産の保有は先行き細っていくことは避けられないであろう。賃貸を中心にした固定資産の取得は行われており、その成否が鍵を握っている。

長期収支を連結決算でフォローしてみると1995年3月期までの時代においては、不動産事業は営業損益の面で大きな役割を果たしてきた。しかし1996年3月期からは交通事業(主に鉄道事業)が追い越した。鉄道事業の優位は2003年3月期まで8年間にわたった。なお最近の4年間は、鉄道も不動産もほぼ互角の勝負になっている。2002年3月期以降は、被連結の関係会社の損益の好転が大きい。ただ不動産事業の展開は一段落したと見られ今後は大きな動きは期待しにくいだろう。

注

- 1) 「街づくり50年」1973年、東急不動産 p106
- 2) 「日本経済新聞」2003年1月11日
- 3) 「有価証券報告書総覧」2000年3月期、東急不動産 p69
- 4) 「日本経済新聞」1992年5月1日
- 5) 「日経産業新聞」1992年7月30日
- 6) 「日経産業新聞」1992年11月18日
- 7) 「日本経済新聞」1992年10月13日
- 8) 「日経産業新聞」1992年11月18日
- 9) 「有価証券報告書総覧」1999年3月期、東急不動産 p32
- 10) 「有価証券報告書総覧」2001年3月期、東急不動産 p86
- 11) 「有価証券報告書総覧」2007年3月期、東急不動産 p71
- 12) 「日経産業新聞」2007年9月28日
- 13) 「日本経済新聞」2006年5月13日、「日本経済新聞」2006年7月6日、「日本経済新聞」2006年6月21日および「有価証券報告書総覧」2006年3月期、東急不動産 p14
- 14) 「日本経済新聞」2007年9月28日
- 15) 「日本経済新聞」2007年7月14日

- 16) 「日本経済新聞」 2001年 6 月12日
- 17) 「日本経済新聞」 2002年 3 月28日
- 18) 「日本経済新聞」 2002年12月28日
- 19) 「日本経済新聞」 2004年 2 月28日
- 20) 「有価証券報告書総覧」 2003年 3 月期、東急電鉄 p24, p149
- 21) 「日本経済新聞」 2001年 2 月14日
- 22) 「日経産業新聞」 2003年 3 月27日
- 23) 「有価証券報告書総覧」 2004年 3 月期、東急建設 p101,102
- 24) 「日経産業新聞」 2003年 3 月28日、「日本経済新聞」 2003年 4 月24日
- 25) 「日本経済新聞」 1998年10月15日
- 26) 「日本経済新聞」 2003年11月29日
- 27) 「日経金融新聞」 2002年 2 月28日