

## 最近の大手私鉄の不動産事業について（その2）

森 谷 英 樹

はじめに

すでに大手私鉄の中で京王電鉄、京成電鉄、京急電鉄、相模鉄道などの不動産事業についてとりまとめた。ここでは小田急電鉄と東武鉄道の不動産事業について取りあげる。

### 5. 小田急電鉄の不動産事業

#### 1. 小田急電鉄の沿線開発

小田急電鉄の不動産事業は昭和30年代（1955年から1964年）において沿線の土地の販売面積が急増している。首都圏への人口流入と宅地造成が首都圏近郊に広がっていったためと考えられる。これは沿線の世田谷区、狛江市、百合ヶ丘、多摩川学園などの各地で展開され大きな成果をもたらした。

沿線人口の急速な増加は、鉄道事業にとってプラスとなるが、乗客の増加に輸送力増強投資が追いつかずに、交通混雑による乗客の不満も大かった。ノロノロ運転の小田急、名前は小田急、実は小田鈍などと揶揄されて複々線化の遅れは批判的となった。

こうした中で当社は1964年12月新たに「小田急不動産株式会社」を設立して不動産事業の拡充を図っている。新会社は資本金が1億円で全額が当社の出資、社長は安藤梢六が兼務した。社史によれば「鉄道業の付帯事業としての不動産事業は、いろいろな面で制約を受けざるを得ず、十分に事業を展開することが困難になってきた」そこで「従来の事業部はそのままにして、これまでどおり直営で不動産事業を行う一方、別に新会社を設立して不動産事業の拡充強化をはかることにした」とある<sup>1)</sup>。

小田急電鉄は新会社の設立時に、同社に保有土地と広告業の一部を譲渡している。その後「小田急不動産株式会社」は町田金森、大野台の土地分譲を行い、1967年には沿線外の豊四季、江戸川台などの他社沿線にも進出した。社史だけからは真意をよみとりにくいが、

小田急電鉄の不動産事業の一部を本体から切り離すことによって、収益調整などの事業の微調整がしやすくなったと考えられる。

「小田急不動産株式会社」は親会社である小田急電鉄の支援もあって、次第に事業を拡大して9年後の1973年には東証に上場した。関東私鉄で不動産子会社を上場した事例は、東急と小田急だけであり珍しい。上場後も親会社である小田急電鉄の株式支配は強く残り、株式の48%程度が電鉄の保有であった。総合的に考えて小田急不動産は、実質的には小田急電鉄と一体であるといっても差し支えないであろう。小田急電鉄との経常的な取引については、不動産販売委託、賃貸ビル管理委託、スポーツ施設用土地賃貸、広告看板用土地賃貸などの関係があった。

小田急不動産の得意とするのは戸建て住宅である。だが1990年代においてはマンションの分譲と不動産賃貸が増えてきている。なお資産規模でみると小田急不動産と小田急電鉄の不動産事業の固定資産の比率は、10倍程度の差がある。不動産事業の主力は電鉄自身にあると考えられる。なお2007年度末までに住宅関連事業の再編成が実施されて「小田急不動産株式会社」は小田急電鉄の完全子会社となった。これにより株式上場は廃止となり、同社はグループ内で新しい役割を与えられることになった<sup>2)</sup>。

## 2. 小田急電鉄グループの不動産事業

小田急電鉄の不動産事業は、2007年3月現在で見ると、自社の直営に加えて4社存在して(表5-1)のような子会社を抱えていた。小田急不動産は傘下に建物管理などの業務委託先として、小田急ハウジングを所有している。箱根施設開発およびフラッグスは2006年3月期に子会社となったものである。後者は新宿のフラッグスビルの所有者で同ビルは3社の共同所有である。なお土地は小田急電鉄が保有している<sup>3)</sup>。

(表5-1) 小田急電鉄の不動産事業・関係会社

(金額:百万円)

	所在地	資本金	議決権比率	事業内容	備考
小田急不動産	渋谷区	2,140	54.2%	不動産分譲	不動産販売委託
小田急ハウジング	渋谷区	30	100.0	建物管理ほか	小田急不動産の子会社
箱根施設開発	渋谷区	490	100.0	不動産賃貸	
フラッグス	新宿区	80	94.6	不動産賃貸	新宿南口・商業施設を保有・運営

注1) 4社は小田急電鉄の連結会社である。

ここで小田急電鉄の連結決算の結果を、事業セグメント別に時系列で見るとどのような姿になるであろうか。（表5-2）は有価証券報告書をもとにして、運輸業（実質的には鉄道業）、不動産業、流通業など主要事業別の営業損益の数字が整理したものである。表から明らかなように小田急グループの中における不動産事業は、鉄道と並んで大きな営業利益を稼いでいる事が分かる。小田急電鉄は他にも流通やホテル・レジャーなど華やかな事業展開をしてはいるが、表から容易に知られるように、収益の柱は何かといえあくまでも鉄道と不動産が中心である。

このように小田急電鉄の過去の歴史の上で大きな存在意義を持っている不動産業であるが、1990年代に入って事情が変わってきている。それは鉄道事業の復活と密接に関係していると考えられる。1991年3月期や1992年3月期において、不動産事業と鉄道事業は同等の営業利益を出していたにもかかわらず、1993年3月期以降の不動産事業は鉄道事業のわき役に甘んじることとなっている。鉄道事業が好調である時期には、不動産事業はあえて稼ぎすぎないようにしているというようにも見えて興味深い。

（表5-2） 小田急電鉄のセグメント別・営業損益の推移

（金額：百万円）

	運輸業	不動産業	流通業	レサ業	その他	計	調整額	連結計
小田急 91	9,854	13,573	4,197	0	1,430	29,056	-140	28,916
小田急 92	12,694	11,894	6,086	0	3,147	33,823	-72	33,750
小田急 93	18,942	7,866	5,320	0	355	32,484	-58	32,426
小田急 94	17,053	11,620	2,914	0	-351	31,236	-614	30,621
小田急 95	13,608	13,430	4,289	0	158	31,487	-597	30,889
小田急 96	18,248	10,965	4,796	0	2,125	36,135	-182	35,952
小田急 97	26,914	6,890	6,358	0	2,151	42,314	-488	41,825
小田急 98	25,008	7,275	1,189	0	1,521	34,994	-1,492	33,501
小田急 99	26,576	7,837	33	0	974	35,421	24	35,446
小田急 00	25,613	9,638	3,918	0	3,913	43,084	173	43,258
小田急 01	24,496	17,335	2,323	0	3,541	48,680	432	49,112
小田急 02	28,610	12,579	2,039	0	5,132	48,363	796	49,159
小田急 03	28,299	12,320	3,545	0	5,327	48,493	-258	48,234

出所）「有価証券報告書総覧」により作成。

逆に運賃改定を目前にして鉄道事業が振るわない時期には、不動産事業が多くの営業利益を稼いでいる。このような例は（表5-2）で見て取れる。1995年3月期は同年秋に運賃改定を控えて最も鉄道事業が厳しい状況にあったが、この時期において不動産事業は多くの営業利益を計上していることが観察できる。これと裏表の関係にあることであるが、

1997年3月期には、運賃改定が通期寄与することによって、鉄道事業の営業損益がめざましく改善されている。同時に不動産事業の営業利益は控えめなものとなっている。

### 3. 小田急不動産の収支動向

小田急電鉄グループ全体の不動産事業の収支を見るために、試みに小田急不動産の収支を眺めてみる（表5-3）。小田急不動産の経営実績を検証してみると、1990年代に大きな収支低迷を経験したことが分かる。1990年代後半は同社にとっては実質的に利益がでなくなり、1996年3月期からは配当をすることが難しくなっている。

（表5-3） 小田急不動産の長期収支の動向

（金額：百万円）

	94.3	95.3	96.3	97.3	98.3	99.3	00.3
営業収益	21,323	19,766	27,921	29,277	23,509	27,161	29,450
当期純損益	108	119	▲ 707	▲ 277	28	221	238
配当（円）	3.0	3.0	—	—	—	—	3.0
総資産額	56,249	60,267	58,477	52,301	54,477	53,905	52,081
	01.3	02.3	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3
営業収益	31,087	30,146	32,229	25,919	32,541	28,715	26,687
当期純損益	389	443	567	359	▲ 937	813	1,247
配当（円）	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
総資産額	55,185	51,141	50,819	48,573	42,425	41,176	47,618

出所）「有価証券報告書総覧」により作成。

詳細不明だが同社は1996年度以来、具体的な数値目標を示して中期経営計画を策定している。具体的には1996～99、2000～04、05～09年度にかけて策定されている模様である。また同社は2005年3月期には減損会計の前倒しを実行した。当期において23億円の減損処理を特別損失において処理している<sup>4)</sup>。

減損処理については、06年3月期において5億円、07年3月期において26億円処理された。07年の26億円は大半がホテル小田急静岡の施設であり金額が大きかった。かねてからの懸案であり決断が遅れた。実質的には不動産事業とホテル事業に属する減損処理であるが、必ずしも明示的に説明されていない<sup>5)</sup>。

小田急不動産の経営はこれまでも電鉄の経営と一体であった。従業者別にみても不動産販売会社としての印象が強い。約400名の従業者の内7割が販売の仕事に従事しているとみられる。

小田急電鉄の不動産事業を単体決算と連結決算に切り分けてみると、次のような結果を得た（表5-4）。あくまでもこれは試算結果であるが、小田急電鉄グループの不動産事業は、直営部分とグループ会社部分とによって構成されている。連結と単体の差の部分にグループとして連結された不動産事業が集約されている。

営業損益の推移を単体の部分と被連結の営業損益部分に分けたのが表である。最近6年の不動産事業の損益を見ると、2003年3月期から2005年3月期にかけて3年にわたって、被連結部分に赤字が出ていることが分かる。文字どおりの赤字と考えられるか、小田急電鉄の決算をサポートするための赤字と考えるべきか、その解釈についての議論は別れるだろう。いずれにしてもこの時期は正常ではない決算期である。

（表5-4）小田急電鉄の不動産事業の推移（単体と連結比較）（金額：百万円）

	02.3	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3
連結営業利益	12,579	5,722	6,629	17,587	8,292	13,737
不動産事業 単体・営業利益	10,174	10,651	13,074	19,030	6,749	13,434
被連結・営業利益	2,405	▲ 4,929	▲ 6,445	▲ 1,443	1,543	303

出所）「有価証券報告書総覧」により作成。

#### 4. 不動産保有の長期動向と不動産の再評価

小田急電鉄グループの不動産事業に関する考え方については、1989年における当時の小田急不動産社長の井上孝のコメントが残されている。「これからは土地所有者との共同事業と仲介事業、さらにはリゾート開発を伸ばす」。氏は分譲事業に依存する企業体質からの脱却を目標に掲げていた。井上は1964年に小田急不動産が設立された当時から、用地の買収の先頭に立ち分譲事業の拡大に勤めてきた人である。しかしその後の不動産ビジネスは変化し、地価の上昇によって買収はますます困難となる。事業利益は薄くなり、分譲事業の先行きに慎重な見方をしていた。高騰する土地価格は分譲住宅の事業を困難にして、リスクを高くするからである<sup>6)</sup>。

しかしこのような考えが十分に活かされたかといえばそれは別問題である。不動産価格が下落して不動産業者の多くが含み損を抱えたときに、小田急不動産もその例外ではなかった。（表5-3）で見てきたように同社は1996年3月期に14年ぶりの無配に転落して、含み損の土地の損失処理と売却に追われることになる。

1996年に策定された経営再建計画によれば、小田急不動産は不況の長期化に対応して、思いきった事業の立て直しを行った。具体的には、96年度において含み損のある販売用不動産（帳簿価格16億円）を処分して8億円の売却損を計上する。さらに97年度から99年度までの3年間で帳簿価格78億円の不動産を処分して52億円の損失を計上する。売却損の補てんにはその他の資産売却を行う。塩畑安久常務によれば「一気に損失計上すると債務超過に陥るおそれがあるので4年間に分けて行う」とされた<sup>7)</sup>。

(表5-5) 小田急電鉄(単体)の不動産保有の動向

(金額:百万円)

	92.3	97.3	02.3	04.3	05.3	06.3	07.3
販売用土地建物	71,541	61,668	61,040	64,113	41,572	37,264	35,006
不動産業固定資産	80,627	*162,067	257,155	252,750	241,007	243,195	245,202

出所)「有価証券報告書総覧」により作成。

\*5年間でそれぞれ800億円増加した。

(表5-5)は小田急電鉄(単体)の長期における不動産保有状況について示している。これは小田急電鉄の流動資産と固定資産に計上された簿価の推移であって実際の価額ではない。流動資産に計上された販売用土地・建物は、1992年3月期以降減少して2007年では2分の1になっている。15年間で約半分である。これとは対照的なのは不動産業固定資産である。1992年以降も急激に増加を続けている。2002年ごろにようやく横ばいに転じてはいるが、1992年以後の10年間でストックが3倍になっている。

この時期には周知のように全国の不動産価格、特に地価は急落している。当然のことであるが帳簿価格と実勢価格は大きく乖離してそこには巨額の含み損が発生する。含み損の処理を間違えれば資金繰りに窮することになるし、その後の経営判断や投資回収に悪い影響を与えるであろう。だが当社の場合、そのような評価損の処理はなかなか行われず先送りされて、2000年3月期以降にようやく開始された(表5-6)。

ここでは不動産事業セグメントに限らず、有価証券報告書総覧の記載する特別損失の中から広義の不動産(土地・建物)の評価損・売却損についてまとめている。これによれば、小田急電鉄の連結決算に表示されている評価損・売却損の合計には二つのピークがある。第一は2000年3月期から2001年3月期にかけての評価損、もう一つは2004年3月期から2006年3月期にかけてのそれである。会社の説明資料によれば1998年度から2003年度までの合計として550億円、2004年度の合計として250億円が評価損としてあげられている。

本表の数字でこれを検証してみると金額は更に大きい、概ね近い数字であり大筋において首肯しうるものである<sup>8)</sup>。

（表5-6）小田急電鉄（連結）の不動産評価損の処理

（金額：百万円）

	98.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3	04.3
販売用土地評価損（A）	0	0	3,281	10,026	5,747	2,332	2,914
固定資産売却損（B）	0	0	11,947	3,170	3,245	5,411	7,839
特別損失処理（A+B）	0	0	15,228	13,196	8,992	7,743	10,753
	05.3	06.3	07.3				
販売用土地評価損（A）	14,540	7,306	0		00～04 累計で 558億円		
固定資産売却損（B）	188	3,053	465		05 単年度 277億円		
減損損失（C）	12,999	0	2,611				
特別損失処理（A+B+C）	27,727	10,359	3,076				

出所）「有価証券報告書総覧」により作成。

## 5. グループ住宅関連事業の再編について

小田急電鉄と小田急不動産は2007年3月27日に開催された両社の取締役会において、グループ住宅関連事業の一体的かつ効率的な事業体制を、再構築するために事業の再編を行うことで合意した。その結果、株式交換による小田急不動産の完全子会社化（上場廃止）および会社分割による住宅販売業の小田急不動産への集約を行うことを決定した。

### ① 再編の趣旨

これを具体的に言うところなる。不動産分譲業は小田急電鉄と小田急不動産の両社が、マンション管理業については「株式会社小田急ハウジング」と「株式会社小田急ビルサービス」の両社がそれぞれ展開をしてきた。しかしながら市場において顧客ニーズに応じて事業の成長を図るためには「分散している経営資源の集約による事業の効率化とともに、経営の一体化による意思決定の迅速化を図ることが必要不可欠である」と判断し、グループ住宅関連事業の再編を行うこととなった<sup>9)</sup>。

### ② 具体的な手順

再編の手順としては、小田急不動産を株式交換により小田急電鉄の完全子会社とした後に、小田急電鉄の分譲業のうち住宅販売業を、吸収分割により小田急不動産に移転する。また小田急ハウジングを小田急不動産の完全子会社とするとともに、小田急ビルサービスのマンション管理業を小田急ハウジングに移転する。

完全子会社化は2007年9月1日、住宅販売業の吸収分割は10月1日に計画どおりに実施された。株式交換比率は1対0.65であった。

### ③新しい役割分担

今後の役割についてはこうなる。小田急電鉄は複合・大型開発企画の立案・推進機能を担当する。小田急不動産はグループ住宅関連事業の中核会社として、マンションや戸建住宅等の優良分譲物件の開発・販売を行う。また両社は小田急ハウジングとの連携を深め、アフターサービスの充実やリフォーム事業の拡充等を図っていく。

細部においては不明な部分もあるが狙いは「業務の重複を解消し、管理コストを削減する」など、事業効率の向上にあることは明らかである。再編後において「小田急不動産は用地取得・開発・販売を製販一体体制として、従来以上に迅速かつ的確に用地取得や商品企画等を進める」としている<sup>10)</sup>。

#### 〈参考〉分割された資産・負債の概要

##### (3) 分割する資産、負債の項目および金額（平成19年10月1日）

資 産		負 債	
項 目	金 額	項 目	金 額
流動資産	28,026 百万円	流動負債	20,057 百万円
固定資産	88 百万円	固定負債	14 百万円
合 計	28,115 百万円	合 計	20,071 百万円

出所) 会社資料による。

## 6. むすびに代えて

ここで小田急電鉄グループが保有している開発用の土地について見てみよう。小田急電鉄はグループ全体で約29万平米の土地を多摩地区に保有していると言われる。これらの最寄り駅は多摩センター、町田、唐木田、新百合ヶ丘などで、現在は住宅地としての適性を持っている。その多くは多摩線が開業する以前の取得でそれなりの含み益が見込まれる。このような分譲用の土地建物の、2007年3月時点での簿価は350億円（全地域）ある。

過去において小田急電鉄は、鉄道事業における運賃改定が遅れるたびに鉄道事業で大幅な赤字が発生しては土地を切り売りしてきた。だが現在では90年代後半にはいって鉄道事業の収支が、様変わりに安定してきている。そして土地を今後長期に保有し続けたとしても、過去にあったようなめざましい含み益が増え続けるという保証はない。

詳細は不明であるが、約10年間をかけて小田急が多摩地区に保有している土地をすべて



売却する、という構想があるらしい。これによれば土地の売却価額は700億円、粗利益は400億円を程度を期待する。これらの土地は複々線化工事が完成するのに合わせて売却して、新しい成長分野に再投資をするべきである、という考えだ<sup>11)</sup>。

これらはとうてい実現するとは思えないシナリオではあるが、経営の選択肢としては十分に考えられる話である。小田急電鉄は過去において恵まれた事業環境を活かして、他社からうらやましがられるような発展をしてきた。その分おっとりした内向きの社風が形成されているようだ。土地頼みからの脱却は以前からの課題であろう。

最後に小田急電鉄の不動産事業セグメントの動向について簡単にとりまとめておこう。（表5-7）から知られることであるが、仕事が増えていないにもかかわらず従業員の数が増えているのは不思議である。

- ① 不動産事業の収入は増えていない。費用が少し減っている所以で利益は微増。
- ② 不動産事業の総資産は確実に減っているが、従業員数は増加。
- ③ 分譲土地・建物が減少、設備投資は増えているが、固定資産簿価は横ばい。

（表5-7）小田急電鉄の不動産事業セグメントの概況

（金額：百万円）

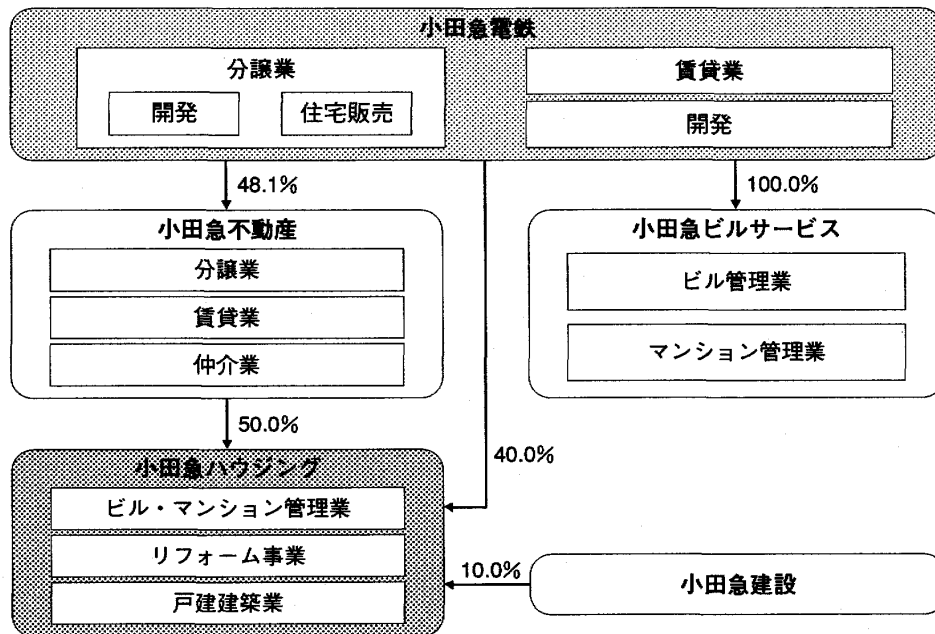
	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3
(1) 連結セグメント収支					
営業収入	82,294	84,063	89,705	69,819	77,341
営業費用	69,973	71,184	72,117	61,526	63,603
営業利益	12,320	12,878	17,587	8,292	13,737
資産簿価	414,968	390,130	306,744	311,869	310,927
減価償却費	12,008	11,826	9,117	12,605	11,238
資本的支出	16,572	7,348	4,610	17,869	18,092
減損損失	—	262	4,146	185	—
(2) 連結・営業収入					
不動産販売	37,817	40,826	61,623	38,788	44,011
不動産賃貸	41,942	41,248	32,710	33,498	35,936
(3) 設備・従業員の状況					
分譲土地建物簿価 <sup>1)</sup>	64,178	64,113	41,572	37,264	35,006
固定資産簿価	289,428	272,283	222,641	235,987	237,884
従業員数	574	539	591	685	701
○不動産事業営業利益 <sup>1)</sup>	10,651	13,074	19,030	6,749	13,434

出所) 「有価証券報告書総覧」により作成。

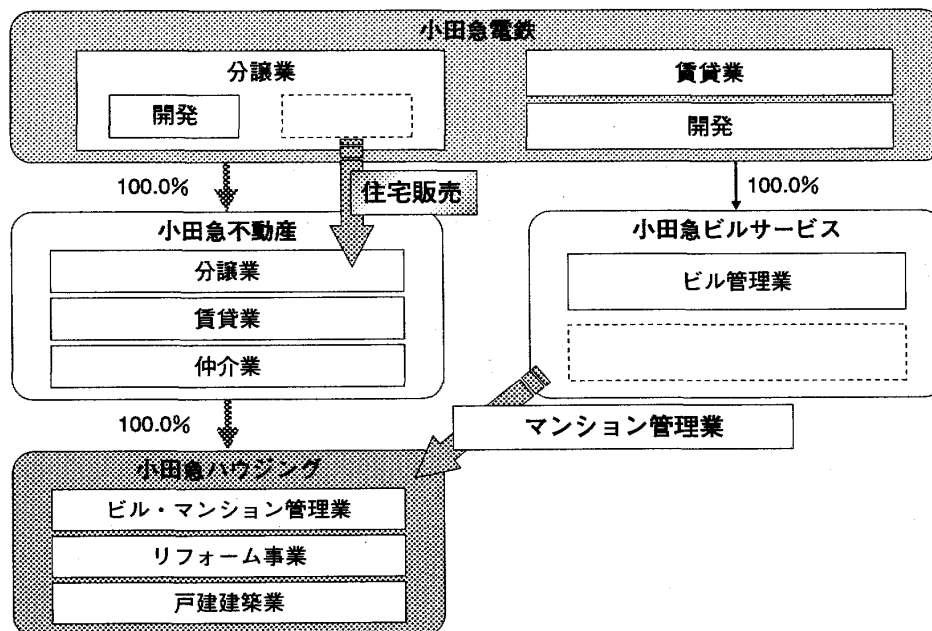
注 1) 単体の数字である。

(参考図-1) グループ住宅関連事業 再編スキーム

【現状】



【再編実施後】



出所) 会社資料による。

## 6. 東武鉄道の不動産事業

### はじめに

東武鉄道の不動産事業は歴史も古く、浅草のターミナルビルの建設などかつては先進的な投資を行っていた。しかし浅草駅の周辺は投資の拡張余地に乏しく、旧国鉄との連携もないため長期的には発展することが困難な立地であった。後に当社は池袋駅のターミナルに活路を求めることとなるが時期的にはやや後れを取った。池袋においてターミナルビルを建設して、テナントとして百貨店を入居させるという投資行動は西武鉄道が先行した。

このことと表裏の関係になるが東武鉄道の不動産事業は、鉄道直営で進められたこともあって親会社丸抱え的であり、環境の変化に遅れ気味であった。

### 1. 東武鉄道グループの不動産事業

（表6-1）から知られるように東武鉄道の不動産事業の連結子会社は、現存するものとして「東武不動産株式会社Ⅱ」と「東武土地建物株式会社」の2社がある。「東武不動産株式会社Ⅱ」は東武鉄道の不動産分譲を受託すると共に自ら分譲・賃貸をしている会社であるが、過去において東武鉄道の経営の都合で大きく実態を変えてきている。その理由は東武百貨店の経営失敗とその後始末に「東武不動産株式会社Ⅰ」が使われたことがあげられる。同社は合併と商号変更を経て、現在の東武百貨店となっており、不動産事業者としては存在しない。

（表6-1）東武鉄道の不動産事業・関係会社

（金額：百万円）

	所在地	資本金	議決権比率	事業内容	備考
東武不動産(株)Ⅱ	墨田区	454	100.0	不動産分譲	不動産販売委託
東武土地建物(株)	墨田区	10	100.0	不動産賃貸	特定子会社

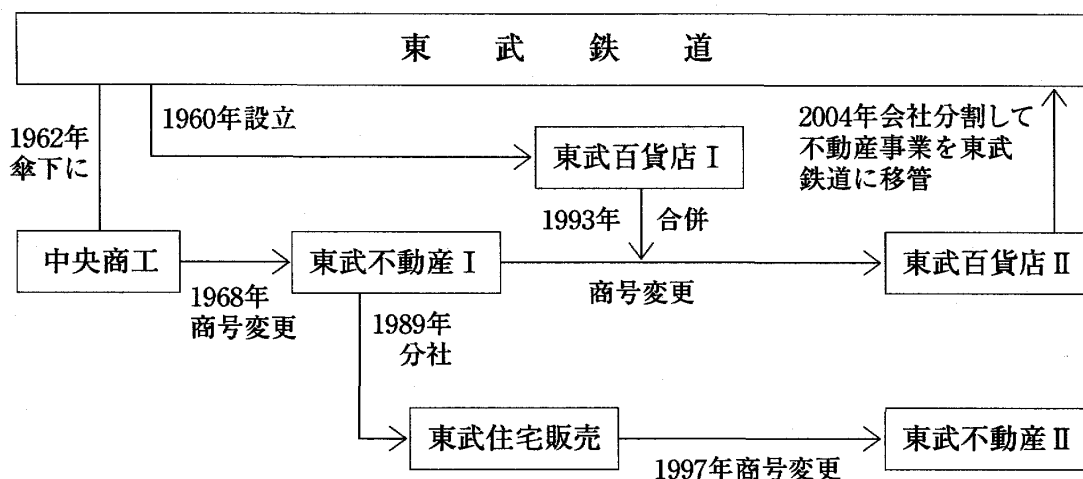
注1) 2社は東武鉄道の連結会社である。1992年3月時点で「東武不動産Ⅰ」は非連結会社である。

注2) 東武ビルマネジメントはその他セグメントに区分されている。

別の論文で既にふれたことであるが、1990年代の初期に東武百貨店は、関係会社であった東武クレジットの経営破綻により経営危機に陥ったことがある。東武鉄道としては直接関係がなかったにもかかわらず、その救済のために「東武不動産Ⅰ」の含み資産が使われ

た。約1000億円あるとも言われた含み資産は、再評価されて実質的に資本注入されたと考えられる<sup>12)</sup>。1993年2月に東武百貨店は「東武不動産Ⅰ」と対等合併して、同日付けで存続会社の「東武不動産Ⅰ」は商号変更して東武百貨店となっている（参考図）。

（参考図－2）東武不動産と東武百貨店の系譜



出所）東武不動産のホームページ他により作成。

この合併は「百貨店が不動産を売る」と報道された。詳細不明ながら「東武不動産株式会社Ⅰ」の暖簾は同社から分かれた「東武住宅販売株式会社」が1997年に商号変更して、「東武不動産株式会社Ⅱ」となり現在に至っている。なお見落とし易いが1992年の時点で「東武不動産Ⅰ」は東武鉄道の関係会社や連結子会社になっていない。このことから東武鉄道グループの中で、同社が占める地位は傍系的であったと考えられる<sup>13)</sup>。

「東武土地建物株式会社」は東武動物公園ほかを含む東武鉄道の土地に関する資産保有会社である。資産の再評価により評価額は当初よりも下がっているが、今でも埼玉県に巨額の土地資産を保有している。中にはバスの営業所やスポーツクラブの土地などが含まれる。なお同社は東武鉄道の特定子会社に該当し重要な地位を占めている。

## 2. 1990年代の積極的な事業展開

東武鉄道はとくに1990年代に入ってから、積極的な不動産関連の投資を行ってきた。それは（表6-2）から見ても明らかであり不動産の新規取得を伴う投資が続いて、鉄道業とは関連性が薄いゴルフ場、ホテル、百貨店などが次々に建設されている。

これら投資の事業主体は東武鉄道本体が当たっている。その意味で個別の事業の執行者

と東武鉄道本社の間では、委託と受託に似た関係が形成されていたと考えられる。このような関係が一度出来上がると、下の意見は上に上がりにくくなる。時期的に遅すぎるのではないか、と思われるプロジェクトが次々に完成していくのが、この時期である。

（表6-2） 東武鉄道の不動産事業の沿革

時期	不動産事業（当社の開発事業）
1931年11月	浅草駅に東武ビルが完成、浅草松屋の開業
1936年10月	ときわ台（東上線）分譲土地
1954年11月	住宅金融公庫の融資付き建売り住宅が越谷市で販売開始
1962年 5月	池袋駅に池袋東武会館が完成、東武百貨店の開業
1971年 6月	初の分譲マンションが東武西新井に完成し販売開始
1973年11月	東武西新井駅ビルが完成
1975年 2月	四街道市、みそらニュータウン（総面積 65ha）建売り住宅が分譲開始
1977年10月	船橋東武駅ビルが完成、船橋東武百貨店の開業
1981年 3月	東武動物公園が完成・開業
1987年10月	銀座東武ホテルが完成・開業
1989年11月	東武CITY新古河、建売り住宅が分譲開始
1990年 5月	東武CITY妻沼、建売り住宅が分譲開始
1991年 9月	宮の森カントリークラブが開業
1991年10月	東武CITY南栗橋、建売り住宅が分譲開始
1992年 5月	東武野木東工業団地が完成
1992年 6月	東武百貨店池袋店本館、同プラザ館、中央館が完成、東武百貨店の開業
1993年 4月	東武ワールドスクウェアが完成・開業
1993年 7月	ユニ東武ゴルフクラブが完成・開業
1993年 9月	東上線の新駅・ふじみ野に「アイムふじみ野」建売り住宅が分譲開始
1994年 4月	札幌東武ホテルが完成・開業
1995年10月	東武宇都宮百貨店、新館が完成・開業
1997年 6月	錦糸町東武ホテルレバントが完成・開業
1997年 9月	東武藤が丘カントリークラブが完成・開業

出所)「東武鉄道百年史」「RAILWAY100」1998年、東武鉄道、ほかにより作成。

### 3. セグメント別に見た不動産事業

このような不動産投資が進められた時期において、不動産事業の収支はどのようなもの

であったろう。(表6-3)は1990年代の東武鉄道の営業利益の推移を示している。これを見ると分かるが、不動産事業セグメントの営業利益は1995年3月期においては運輸事業のそれを上回っていたことがある。当時の不動産事業は、東武鉄道にとって最も頼りになる事業であり、大きな利益源泉であったことが知られる。

しかしながらその後に変化がやってきた。省力化、合理化の投資などによって、1996年の運賃改定以降は、鉄道事業の利益は目ざましく改善している。そしてそれとは対照的に不動産事業の利益は伸び悩んで大差をつけられている。また全社的に見た場合の収益源は運輸業と不動産業であって他の事業ではない。自前で他の事業を行うことは大きなリスクを負うことにほかならないだろう。この点を逸脱しないことが会社にとって、重要な戦略目標ではないだろうか。

(表6-3) 東武鉄道のセグメント別・営業損益の推移

(金額：百万円)

	運輸業	不動産業	流通業	レサ業	その他	計	調整額	連結計
東武 91	19,010	13,762	0	2,827	581	36,180	-737	35,443
東武 92	21,536	18,530	0	473	779	41,319	-66	41,252
東武 93	24,117	14,301	0	-205	1,337	39,550	123	39,673
東武 94	19,599	17,640	0	3,108	2,344	42,692	201	42,894
東武 95	13,966	19,407	0	1,346	2,642	37,363	-228	37,134
東武 96	23,222	14,528	0	-735	1,366	38,382	275	38,657
東武 97	32,040	12,859	288	-4,304	1,067	41,951	-257	41,693
東武 98	25,138	19,952	-127	-5,336	907	40,534	-523	40,010
東武 99	28,121	13,941	2,246	-6,287	1,620	39,642	-945	38,696
東武 00	28,376	14,330	4,530	-8,564	1,771	40,445	-2	40,442
東武 01	33,347	11,172	3,562	-3,542	3,427	47,968	-1,281	46,686
東武 02	31,515	11,263	5,383	-2,637	3,606	49,131	-1,268	47,862
東武 03	36,431	12,329	2,680	-214	3,516	54,744	-865	53,879

出所)「有価証券報告書総覧」により作成。

流通業の競争状態は相変わらず厳しい。百貨店業界の再編成も静かに進んでおりターミナル立地の百貨店といえども、独自色を出すのはますます困難になっている。東武グループにおける百貨店の位置づけは不明確である。流通業を自前で持つメリットは何なのであろうか。レジャー・サービス事業の収支は数字の上では良くなっている。問題は制度的な手直しと実需の両面での改善なのか、外部からはなかなか分からない。数字合わせによる見かけだけの改善であるならば、それは非効率の温存だけに終わるであろう。

最近の不動産事業は鉄道事業の改善によって利益センターとしての役割が薄れてきてい

るようだ。とくに連結決算で見ると、不動産事業の営業利益のほとんどを、東武鉄道本体が稼ぎ出すような収益構造になってきている（表6-4）。

（表6-4）東武鉄道の不動産事業セグメントの概況 （金額：百万円）

	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3
連結営業利益	12,329	6,691	6,993	10,478	9,579
開発事業 <sup>1)</sup> 単体 営業利益	10,418	5,849	6,047	10,108	9,321
被連結会社・営業利益	1,911	842	946	370	258

出所) 「有価証券報告書総覧」により作成。

注 1) 開発事業全体（ホテル事業、レジャー事業）を含む。

#### 4. 中期経営計画の策定と資産の再評価

周知のように土地の価格は1990年代において、全国的に大幅に下落をした。これに伴い東武鉄道の保有資産の評価額と帳簿価格に大きな乖離が生じることとなった。不動産関連投資のいくつかは厳しい市場評価を受けて、最終的に撤退もしくは売却などを余儀なくされた。乖離をいつまでも放置しておくならば、資産の効率的な運用や、合理的で適正な経営判断に支障が出ることは避けられないからである。

（表6-5）は東武鉄道・単体で見た不動産事業における土地建物、その他固定資産の保有状況の長期推移を示している。この表から見ても東武鉄道の保有する販売用土地建物は1992年3月期以降において着実に減少していることが分かる。言うまでもないが販売用土地建物は流動資産である。これに対して固定資産はどうであるか。不動産業に属する固定資産は1992年3月期から1997年にかけて急増し、そのあとは弱含み横ばいの動きをしている。土地価格の動向などと比べると、なお割高な水準であるという印象が強い。

（表6-5）東武鉄道（単体）の不動産保有の動向 （金額：百万円）

	92.3	97.3	02.3	04.3	05.3	06.3	07.3
販売用土地建物	115,926	107,236	76,851	73,716	69,484	64,808	46,722
不動産業固定資産	127,547	254,518	199,086	200,161	257,156	231,959	228,363

出所) 「有価証券報告書総覧」により作成。

東武鉄道が保有する販売用土地建物は、その帳簿価額の推移から見て、過大な投資にブレーキがかかり、不用物件の売却や再評価等が行われてきたことが確認できる。だが固定

資産については、そのような評価が十分であったかどうかは確認できない。

次に東武鉄道の連結決算で見た固定資産の損失処理の状況である。当社は1990年代においては損失処理については消極的であった。しかし2002年に入ってようやく積極的に取り組むように変化した。(表6-6) から分かるように2000年3月期以降は、特別損失において多額の損失処理が行われるようになり様変わりになった。2002年3月期には1200億円という大きな評価減が行われている。

(表6-6) 東武鉄道(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
販売用土地評価損 (A)	0	0	2,381	410	40,830	976	741
固定資産売却損 (B)	28	593	396	848	82,832	6,404	10,623
固定資産評価損 (C)	-	-	-	3,290	-	-	-
特別損失処理 (A+B+C)	28	593	2,777	4,548	123,662	7,380	11,364
	05.3	06.3	07.3				
販売用土地評価損 (A)	8,059	0	0		02~06 累計で 1600億円		
固定資産売却損 (B)	528	1,094	857		07 単年度 140億円		
固定資産減損損失 (C)	0	15,010	13,476				
特別損失処理 (A+B+C)	8,587	16,104	14,333				

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。

この背景には同社の中期経営計画の策定がある。2002年1月に東武鉄道は「東武グループ再構築プラン」を公表した。計画は2002年3月期から5か年にわたるもので、経営目標を数字で示すと同時に、セグメント別に実施すべき施策が示されている。

だが東武鉄道の決算を見ていると違和感を感じることがある。東武鉄道の連結決算における不動産事業というセグメントと、単体決算における開発事業という区分は何とも整合的でない。何故なら開発事業の間口は広く中身も曖昧である。だが中期計画はそのことについて何も触れてはいない。これでは仏作って魂入れずではないだろうか。「東武グループ再構築プラン」に基づく不動産事業の再編成は次の3点である。

- ① 不動産事業を「分譲・仲介」「賃貸」「警備・清掃・営繕」の三機能に再編すること。
- ② 長期・多額の追加資金の投入を要するなど、事業リスクの大きい「不動産開発事業」は見直しをすること。(具体的には業務代行方式土地区画整理事業など)
- ③ 販売用土地は2002年3月期において時価評価を実施すること。



不動産事業の戦略的な重要性に照らして「警備・清掃・営繕」をその他セグメントに入れるなど、他の私鉄になった。

2002年1月の取締役会では減損会計への早期対応を図るために、資産の売却、土地再評価法に基づく土地の再評価、および法定準備金の取り崩しが決議された。これらは2002年3月期から実施された<sup>14)</sup>。

（参考表）によれば東武鉄道の減損処理計画では、処理総額は連結ベースで2700億円である。その内訳は東武鉄道本体で1200億円、被連結のグループ会社で1500億円であった。このうち2002年3月期における処理分は、固定資産の売却損が800億円、分譲不動産の評価損360億円となっている。東武鉄道の不動産事業だけの減損処理ではなくて、グループ会社も含めた全体の不動産関連の含み損を処理したために、損失金額は大きくなっている。とくにグループ会社の固定資産の売却損は、鉄道本体のそれよりも大きかった。東武鉄道本体の処理は、土地再評価による減損処理が巨額となっている。どこもそうだが鉄道会社単体で保有する固定資産の方が金額的に多いにもかかわらず、損失処理額は子会社の方が多くなっている。

（参考表）東武鉄道（連結）とグループ会社の減損処理計画

	連結決算	東武鉄道	グループ会社
証券化を含む固定資産の売却損	841億円	104億円	737億円
土地再評価法による評価損	1,875億円	1,100億円	775億円
合 計	2,716億円	1,204億円	1,512億円
〈2002年3月期処理分〉			
固定資産の売却損	800億円	60億円	740億円
分譲不動産の評価損	360億円	360億円	－
有価証券の評価損	15億円	15億円	－
その他	37億円	15億円	22億円
小計試算	1,212億円	450億円	762億円

出所）東武鉄道プレスリリース（2002年1月23日）により作成。

## 5. 評価損の計上とセグメントの状況

東武鉄道の連結決算の特別損失の中から、関連会社にからんだ評価損を抜き出してみると（表6-7）の通りである。関係会社整理損、投資有価証券評価損、貸倒引当金繰り入れなどの合計を見ると、やはり2002年3月期から3年間にわたって累計300億円の特別損失

を計上していることが分かる。

(表6-7) 東武鉄道(連結)の関連会社等の評価損<sup>1)</sup>

(金額:百万円)

	98.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3	04.3	05.3
関係会社整理損(A)	-	3,834	4,510	2,155	4,339	-	-	-
投資有価証券評価損(B)	-	-	-	-	3,799	4,129	1,280	177
貸倒引当金繰入れ(C)	1,200	1,694	2,730	1,006	3,728	7,852	7,649	807
特別損失処理(A+B+C)	1,200	5,528	7,240	3,161	11,866	11,981	8,929	984

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。

減損処理は2006年3月期以降においても続いている。(表6-8)から知られるように100億円を超える減損処理が行われている。減損処理が可能なことは、益出しができることを示しているが、処理が終わらないのは問題が持ち越されているとも言える。

(表6-8) 東武鉄道(連結)の連結会社の減損処理

(金額:百万円)

06.3 期				07.3 期		
	連結後	東武鉄道	被連結会社	連結後	東武鉄道	被連結会社
土地	9,529	6,061	3,468	8,991	3,284	5,707
その他	5,479	4,496	983	4,485	2,284	2,201
計	15,010	10,558	4,452	13,476	5,569	7,907

出所)「有価証券報告書総覧」により作成。

最後に最近5年間の不動産事業セグメントの状況を見ると(表6-9)の通りである。2004年3月期において不動産収入が下がっているのは、今まで不動産セグメントにあったが、本来はレジャー事業に属するべき資産を、当該セグメントに移管したためである。

不動産事業収入から見ていくと、不動産販売の伸びに依存した増加となっている。最近是不動産賃貸を重視する経営が多い中で東武鉄道は取り残されている。不動産事業の資産簿価は2004年3月期に大きく増加した。これは業平橋の土地建物を買収したこと、東武ビル土地建物(浅草)を買収したことが上げられる。両方合計で1400億円程度の増加になる模様である。従業員数はこの4年間ではっきりと減っている。

ここで営業利益・資産簿価比率を計算してみると、東武鉄道の比率は2%台に留まっていることが分かる。同業他社の事例と比較してみると平均的に3%近くは欲しい。資産の

価値は稼ぎによって決定されるべきであるなら、東武鉄道の資産価額はまだ割高である可能性を否定できないだろう。

（表6-9）東武鉄道の不動産事業セグメントの概況

（金額：百万円）

	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3
(1) 連結セグメント収支					
営業収入	93,319	53,836 <sup>2)</sup>	52,101	65,965	72,701
営業費用	80,990	47,145	45,108	55,486	63,122
営業利益	12,329	6,691	6,993	10,478	9,579
資産簿価	241,342	333,278	424,822	402,841	390,405
減価償却費	3,645	5,549	6,023	5,517	5,145
資本的支出	4,079	1,897	14,901	3,465	4,371
減損損失	—	—	—	7,398	943
(2) 連結・営業収入					
不動産販売	64,684	21,755	20,862	34,727	41,350
不動産賃貸	28,634	32,080	31,239	31,238	31,351
(3) 設備・従業員の状況					
分譲土地建物簿価 <sup>1)</sup>	65,862	73,716	69,484	64,808	46,722
固定資産簿価	151,815	237,111 <sup>3)</sup>	262,254	240,129	236,668
従業員数	447	265	353	283	266
○開発事業営業損益 <sup>1)</sup>	10,418	5,849	6,047	10,108	9,321

出所) 「有価証券報告書総覧」により作成。

注 1) 単体の数字である。

注 2) 東武不動産のレジャー資産を不動産事業からレジャー事業に変更した。

注 3) 業平橋土地建物、東武ビル土地建物（浅草）を買収した分 1400 億円超。

## 6. むすびに代えて

最後に当社の不動産事業について調べていて不思議に思ったことがある。それは東武鉄道グループには不動産会社があるのか、という印象である。それはどうしてだろうか。

第一の理由は、不動産事業を統括すべき事業部が、最近まですっきりしていなかったことがあげられる。東武鉄道の不動産事業はかつて開発事業本部の指揮下にあった。そのためであろうか、社史を見ても不動産事業の歴史について記述した部分は非常に少ない。何故に不動産事業を独立的に扱わないのであろうか。

不動産事業は大手私鉄各社にとって、戦略的な重要性な部門である。その不動産事業を専門的に経営する機能を、開発事業という間口が広いあいまいな部署に任せるのは、いか

がなものであろうか。重要なオペレーションとそれほどでないオペレーションを一緒にすることは適当でない。これは千両役者と端役を同じ待遇で同じ楽屋に入れる如きものであろう<sup>15)</sup>。

第二に、多くの私鉄は歴史的に早くから、不動産事業を自社から切り離して別の不動産会社を持っている。そうすることによって専門性を持ったスタッフが育ち、それなりの合理化など企業努力が可能になるであろう。何から何まで鉄道の直営では、鉄道の都合に合わせて不動産を仕入れて売れば良いことにならないであろうか。みんなが東武鉄道の方を見ながら仕事をしているようでは、競争力のある組織は育たないであろう。鉄道と不動産では事業のカルチャーが全く異なるからである。

この論文は2006年度個人研究費の助成を受けて作成された。

## 注

- 1) 「小田急五十年史」1980年、小田急電鉄
- 2) 「小田急グループの経営概況」2007年5月8日、小田急電鉄 p3
- 3) 「有価証券報告書総覧」2006年3月期、小田急電鉄 p32
- 4) 「有価証券報告書総覧」2005年3月期、小田急電鉄 p10、p14
- 5) 「有価証券報告書総覧」2007年3月期、小田急電鉄 p73、p88、p109
- 6) 「日本経済新聞」1989年7月25日
- 7) 「日経産業新聞」1996年3月20日および「日本経済新聞」1996年3月20日
- 8) 「小田急グループの経営概況」2004年5月21日、小田急電鉄 p5
- 9) 「グループ住宅関連事業の再編について」「株式交換による小田急不動産株式会社の完全子会社化および会社分割に関するお知らせ」小田急電鉄、小田急不動産 2007年3月27日
- 10) 「会社分割による小田急電鉄株式会社住宅販売業の小田急不動産株式会社への承継に関するお知らせ」小田急電鉄、小田急不動産 2007年8月22日
- 11) 「日経金融新聞」2003年10月20日
- 12) 「日本経済新聞」1993年3月8日
- 13) 「有価証券報告書総覧」1992年および1993年、東武鉄道
- 14) 「中期経営計画の策定ならびに業績予想の修正および配当に関するお知らせ」および「東武グループ再構築プラン」東武鉄道プレスリリース、2002年1月23日
- 15) 東武鉄道の開発事業には、不動産（分譲、賃貸）のほかに大型プロジェクト、駅ビジネス、広告、ホテル、スポーツ施設、インターネット、光ケーブルまで含まれる。

## 参考文献

- 「有価証券報告書総覧」各社、各年度  
「小田急五十年史」小田急電鉄、1980年  
「小田急75年史」小田急電鉄、2003年  
「会社のあゆみ」小田急不動産、1989年  
「ODAKYU HANDBOOK」各年  
「東武鉄道65年史」東武鉄道、1964年  
「東武鉄道百年史」東武鉄道、1998年  
「RAILWAY 100」東武鉄道、1998年  
「東武会社要覧」各年  
森彰英「元気を乗せて東武は走る」1995年  
和田進「東武グループ」1977年  
橘川武郎、粕谷誠編「日本不動産業史」2007年  
蒲池紀男、菊岡俱也「不動産業沿革史」上巻、1999年  
鵜野和夫、小柳春一郎ほか「不動産業沿革史」下巻、1999年  
日本経済新聞社編「土地はよみがえるか」1991年、日本経済新聞社  
島野盛郎「躍進する私鉄」1991年、ダイヤモンド社  
関口昌弘「私鉄」1987年、日本経済新聞社  
斉藤峻彦「私鉄産業」1993年、晃洋書房