

最近の大手私鉄の不動産事業について（その４） — 阪急電鉄の不動産事業について —

森 谷 英 樹

はじめに

本稿では関西私鉄の中で経営の再編が進められている阪急・阪神グループの不動産事業の経営についてとりまとめてみよう。ここではなかんずく阪急電鉄の不動産事業の動向に注目することにする。長らくライバルの関係にあった阪急・阪神の不動産事業はどのような特徴があるのか、どう評価されるのか。この問題に答えるためには、両社を統合する阪急電鉄の不動産事業から見ていく必要がある。

わが国における大手私鉄の再編は、1940年代に行われて以来長い間現実的な問題とはならなかった。しかしながら村上ファンドによる阪神電鉄の株式取得に端を発して、思いがけない形で現実の問題となった。だが経営統合が実現した後、阪急阪神ホールディングスの株価の動きを見ると低迷している。株主にとって経営統合がプラスであったかと言えば、それは何ともいえない。ただし資本市場の同社に対する経営の評価は醒めたものであり厳しい。

1. 鉄道事業と不動産経営

阪急電鉄の不動産開発はきわめて古く私鉄経営のお手本のように目されてきた。事実上の創業者であるところの小林一三が、それを主導してきたことは周知のことである。当社の社史は自身の不動産事業について、次のように語っている。阪急は「1910年の創業時に、我が国初の民間デベロッパーとして、はじめての住宅団地ともいえる池田室町住宅地を造成、以来

各地で良質の土地・住宅を供給してきた。そしていずれの地でも規模・質ともに高く評価され、多大の実績を残して、わが国でも有数のデベロッパーとしての地位を築き上げてきた」¹⁾。

阪急の宅地開発を成功させたのは、供給サイドにおける経営努力だけではない。都市の発展によって、京阪神地区およびその周辺都市の住宅需要が増加して、鉄道旅客が著しく増えたことが大きい。阪急電鉄の鉄道事業にとっては輸送需要の急激な増加によって、輸送力の増強投資、ターミナルの改良工事が不可避的な課題となった。

当社は梅田駅の移設拡張計画を新しい不動産投資の機会としてこれをとらえた。梅田駅の改良工事と不動産投資を同時に行うことは、大きな投資負担となる。だが見方を変えれば、旅客需要が伸びることは確実であり、新しく生まれたスペースを商業的に活用するには絶好のビジネスチャンスでもあった。このような投資を実施するには、許認可事項が多く立ちふさがる。しかし輸送力の増強投資を急ぐという錦の御旗を立てることによって、これらを早期に解決できる可能性がある。これらをてこにすることによって計画は進められて大きな成果をあげた。

2. 梅田駅とその周辺の不動産開発

梅田駅のターミナルの建設工事は1966年に着工した。1967年には神戸線移設、1969年には宝塚線の移設および三番街（1期）の開業、1971年には京都線の移設および三番街（2期）開業、1972年には阪急ターミナルビル竣工（阪急17番街開業）、1973年梅田新駅完成（阪急三番街完成）となっている。再開発の規模を床面積で見ると次のようになる。阪急梅田駅 42,190平米、阪急三番街 79,680平米、阪急ターミナルビル（阪急17番街）34,418平米、新阪急ホテル 43,680平米である²⁾。

この他に梅田駅の跡地を利用した不動産投資として、阪急グランドビルがある。上記の投資が石油ショック前に完成していたのに対して、建設中

だった阪急グランドビルは大きな影響を受け、途中で一時工事を遅らせるなどの曲折があった。グランドビルは超高層の多目的ビルとして1977年に完成した。当時の阪急グループにとってのシンボルタワーとしての役割を担っていた。高層部分には飲食店中心の「阪急32番街」が入居している。

またこれと前後するが商業ビルとしてヤングタウン「阪急ファイブ」が1971年に開業した。このビルは阪急電鉄に加えて、阪急不動産、オーエス、東宝、コマスタジアムなどのグループ5社の参加により発足した。当初は劇場とする案もあったが、最終的にはファッションストアに落ち着いた。床面積は26,600平米ある。

さらに阪急といえば伝統的に文化事業に熱心であると言われてきた。梅田駅周辺では「梅田東宝会館」の跡地等の再開発がある。これは東宝および阪急不動産の2社の共同で進められた。床面積は48,141平米ありこれが「ナビオ阪急」である。1980年10月開業したビルには大人向けのファッション、飲食、劇場などが入居した。

これよりさらに遅れて完成したのが1985年に完成した「北野阪急ビル」がある。これには「新阪急ホテルアネックス」「フィットネスクラブオキシール阪急」「DDハウス」が入居した。これらは周辺の街のイメージを変えることでもプラスになった。

3. 宅地開発の新しい展開

戦後において、私鉄の分譲住宅建設に本格的な公的な金融がついたのは、1954年のことである。住宅金融公庫の「計画建売り住宅貸付」がそれである。これは私鉄の不動産分譲にとって追い風であったが長くは続かなかった³⁾。

1964年度には住宅金融公庫の融資対象である住宅価格に価格制限がついた。このことから分かるように、民間企業の経済ベースではやっていけないところまで、土地価格が高くなってしまったからである。社史によれば

(表1-1) 阪急電鉄の高層住宅販売戸数および賃貸ビルの面積

	89.3	93.3	97.3	01.3	05.3	08.3	09.3
不動産販売：マンション販売戸数	135	145	434	1,002	914	1,074	896
不動産賃貸：ビル・面積(1000平米)	452	492	504	522	687	689	794
販売用不動産：保有金額(億円)	不明	1,271	3,057	1,386 ¹⁾	1,407	1,262	1,256

出所)「ハンドブック阪急2009」「有価証券報告書総覧」ほかにより作成

注1)「販売用不動産」は連結決算の流動資産中の「棚卸資産」によって推計

2000年3月期に「固定資産」に振替あり減少。「有価証券報告書総覧」2001年3月期 p44

阪急電鉄は、1968年頃には公庫融資つきの一戸建て住宅の販売が、事実上難しくなってきたとある。当社はやむなく、銀行ローンによる宅地分譲と一般建て売りにシフトした⁴⁾。

だがその後も住宅価格は高くなり、多くの人々にとって一戸建て住宅は、ますます取得が困難になっていく。しかも住宅地の開発は都心から離れ、購入者にとっては混雑した電車による遠距離通勤を伴うものとなっていった。このため阪急は1969年から高層の分譲住宅の販売を開始する。分譲マンションへの参入は「南茨木ハイタウン」がその先行例である。1980年代においては阪急グループの高層住宅の販売は年間で数百戸にすぎなかったが、2000年代以降には1000戸の大体に乗ることとなった(表1-1)。

住宅開発の状況を路線別に見ると、次の表の通りである。この表から知られることは、かつては多かった宝塚線沿線の住宅開発が伸び悩む中で、千里線、京都線の増加が顕著である。中でも1980年度以降においては千里線が最も多くなっている(表1-2)。

(表1-2) 阪急電鉄の路線別・宅地販売面積(累積) (単位 千平米)

	神戸線	宝塚線	京都線	千里線	今津線	その他	計
1982.3期	1,162	2,189	3,200	2,749	1,009	1,153	11,462
2005.3期	1,198	2,356	3,596	5,218	1,209	1,158	14,735
82.3~05.3通算	36	167	396	2,469	200	5	3,273

出所)「ハンドブック阪急2005」および「75年のあゆみ」により作成

阪急電鉄は住宅開発の発展軸を北部方面に向けてきた。それを端的に示すのが彩都開発である。しかしながら万博の当時から保有していた広大な土地の先行取得を事業化することは困難を極めた。阪急がこのようなリスクの高い長期の投資計画を、何故ほとんど単独で行おうとしたのか、分からない。適当な時期に一部を他社と相乗りとして、肩代わりさせるなど、リスクのシェアを図らなかったことは問題を残した。

1986年当時において阪急は大阪府と共同して「国際文化公園都市基本構想」をとりまとめて発表した。国際文化公園都市の通称は「彩都」と言われた。詳細は不明であるが新聞の報道によると阪急電鉄は、グループ企業による保有分も含めて、彩都の開発対象土地の面積の約4割を保有するとされている。

また1990年当時における小林公平社長（当時）は「彩都」について「20年間眠らせていたらこうなった」と述べている。彩都の経営リスクについての認識はほとんどないと見られる⁵⁾。

このような土地の取得は、当然に大規模な宅地開発を念頭に置いた企業行動であったものと推測される。だが関西圏への人口流入、経済的な集積の増加は思っていた以上に早く頭打ちに近づいていた。より慎重な者に言わせれば、インフラ投資の負担が重い大規模開発はリスクが大きく、資金回収に長期を要し問題があると考えられていた。

1992年以降においては土地価格、株式価格は大きく低下して、資産価格をめぐる状況が一変した。今までの流れに乗って土地の含み利益を当てにして積極的な土地投資を行っていた企業にとっては、深刻な状況に至ったのである。土地の先行取得を図ってきた多くの企業は、評価損を計上しそれに合わせて、過去の含み益を吐き出さざるをえなくなった。

これを機に多くのデベロッパーは、多額の特別損失と特別利益を微調整しながら計上する時代に変った。企業は債務超過を防ぐためには、損失処理に慎重で長い時間をかけなくてはならなかった⁶⁾。

いち早くこのような変化に対応した企業と、遅れた企業があることも事実である。阪急グループの認識はどうであったか。1996年9月において阪急不動産の清水社長は「民間企業が宅地開発する時代は終わった」と述べている。実際に1997年当時に阪急不動産が販売しようとした高級住宅地「阪急宝塚山手台」の分譲は、割高感が強く大変だったという⁷⁾。

(表1-3) 阪急電鉄の不動産事業の沿革

時期	主な出来事
1986年11月	大阪府が「国際文化公園都市基本構想」を発表
1987年 6月	阪急電鉄社長に小林公平氏が昇格 (87.6～93.6) 阪急電鉄、彩都開発事業に期待、早期の土地活用を目指す(開発土地の4割を保有)
1990年 2月	阪急電鉄、宝塚大劇場の建て替え工事に着工
1990年 3月	阪急電鉄、組織改革(都市本部、鉄道本部、創遊本部、経営会議を設置)
1990年11月	阪急電鉄、森組を傘下に収める
1992年11月	阪急不動産の阪急茶屋町ビルディング竣工(阪急電鉄本社ビル)
1993年 6月	阪急電鉄社長に菅井基裕氏が昇格 (93.6～99.6)
1994年 7月	新宝塚大劇場が竣工
1994年 9月	彩都における特定土地区画整理事業の認可、事業者は都市再生機構
1995年 1月	阪神淡路大震災により被災(鉄道は147日目に開通)
1996年 9月	阪急不動産清水社長談、「民間企業が宅地開発する時代は終わった」
1997年 9月	阪急宝塚山手台、割高感から販売は長期化
1999年 3月	「阪急彩都開発株式会社」を設立
1999年 6月	阪急電鉄社長に大橋太郎氏が昇格 (99.6～03.6)
2001年 1月	新東京宝塚劇場が開場
2001年 3月	阪急電鉄の事業用土地の再評価により695億円の評価差額 「土地の代行取得」による含み損は▲2300億円
2001年12月	阪急電鉄、45%出資の阪急不動産を子会社に、株式交換比率を決定
2002年 3月	阪急不動産、株式の上場廃止、02.4阪急電鉄の連結子会社化
2002年 3月	阪急電鉄、減損処理の前倒しにより特別損失▲635億円
2002年 4月	阪急電鉄、阪急不動産との株式交換により完全子会社化(上場廃止へ)
2002年12月	西宮スタジアムの営業終了
2003年 3月	関連会社の保有土地の再評価により▲1050億円の特別損失を計上
2003年 4月	宝塚ファミリーランドの営業を終了
2003年 6月	阪急電鉄社長に角 和夫氏が昇格 (03.6～)
2005年 3月	分譲土地の評価損 ▲283億円
2008年 3月	彩都開発事業に係わる土地の再評価▲690億円

出所) 有価証券報告書総覧ほかにより作成

阪急電鉄が「阪急彩都開発株式会社」を設立したのは1999年で同社が合併されたのが6年後の05年である。設立された時点で、おそらく阪急電鉄グループは「彩都」の開発と収益化には困難が伴うこと、グループとして開発に関連した資産と負債の整理は避けられないと自覚していたことであろう。新会社の設立はそのための一歩であるとも考えられる。

1999年は阪急電鉄にとって今後を決定づけることがあった。それは大橋太朗氏が新社長に就任したことである。この人事は外部の人間からは、やや意外のここのようにうけとられた。しかし阪急の直面している経営課題を解決していくためには、銀行と株主の理解を得ることが必要であった。そのためには慎重で手堅い大橋が適任であった。

大橋は2001年の決算で、それまで公表していなかった阪急グループの土地価額が劣化していることを公表した。そして土地再評価法を用いて、減価した土地の差損と含み益のある土地の差益を相互に相殺した。その金額は巨額で2000億円をこえるものであった。阪急不動産の完全子会社化も同氏の手で進められた。本格的な再編には2003年以降になるが、阪急の経営を正常化するためには避けては通れない課題であった（表1-3）。

4. 不動産事業の問題点

阪急電鉄の不動産事業は鉄道事業と並んで、過去において重要な位置を占めてきた。そのことは（表1-4）から明らかであろう。レジャーサービス事業は長期的に利益が期待できる状況ではない。阪急百貨店は電鉄の連結会社ではなく、グループの一員としては独立している。鉄道事業を下支えする役割を演じることが可能なのは、不動産事業の他にはない。運賃政策のために、鉄道事業が不振のときには営業利益の多くを稼いでいたことは知られている。1991年3月期から95年3月期にかけてはそのような時期であった。

なお1995年3月期は阪神淡路大震災があった特異な時期である。地震災

(表1-4) 阪急電鉄のセグメント別営業利益の推移 (金額：百万円)

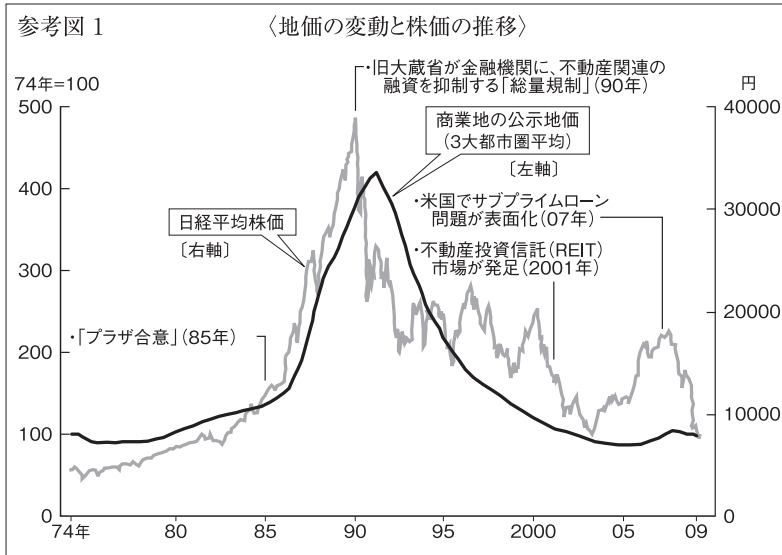
	運輸業	不動産業	流通業	レサ業	その他	計	調整額	連結計
阪急91.3	5,242	18,613	0	2,068	1,932	27,857	-215	27,641
阪急92.3	6,149	22,283	0	3,134	2,519	34,088	-202	33,886
阪急93.3	10,010	20,083	0	-2,093	2,299	30,298	105	30,404
阪急94.3	10,094	17,965	0	-5,280	1,681	24,461	-134	24,326
阪急95.3	7,005	15,381	0	-6,293	1,161	17,253	-721	16,532
阪急96.3	13,438	10,754	0	-3,954	1,372	21,610	-754	20,855
阪急97.3	22,202	7,396	0	-2,922	716	27,392	501	27,894
阪急98.3	16,849	12,904	0	-7,870	207	22,090	187	22,278
阪急99.3	22,121	7,271	0	-6,369	-474	22,549	151	22,700
阪急00.3	20,308	12,813	0	1,060	-474	33,708	827	34,535
阪急01.3	24,900	17,670	812	-1,913	421	41,079	1,087	42,166
阪急02.3	23,719	15,875	1,595	-2,643	-1,389	37,158	689	37,847
阪急03.3	24,013	13,672	1,980	6,559	-918	45,307	2,760	48,068

出所) 有価証券報告書総覧」により作成

害による特別損失が1995年3月期だけで180億円、次年度で48億円の特別損失を計上した。また鉄道業の全線開通は6月12日であった。

しかし見逃してはならないことは1990年代に入って、不動産事業をめぐる経営環境は大きく変わってきた。不動産価格の下落と大規模開発の行き詰まりである。土地価格は短期的には下がっても、長期的にはまだまだ回復する余地がある。このように考える経営者もかつて存在した。しかしその考えは甘かった。私鉄の経営者は過去のビジネスモデルとその成功にとらわれて、長期的な利益の可能性を過大に、リスクの大きさを過少に見がちである。その誤算は後に高価な代償を伴った(参考図1)⁸⁾。

阪急は1990年代の終わりの頃からようやく固定資産の減損処理や、販売用土地・建物の評価損を速やかに処理する方針に路線変更をするがいささか出遅れた。(表1-3)から分かるように最近10年間で販売用土地、事業用固定資産、開発事業などを中心にして、阪急は少なくとも5,000億円程度の評価損を出したものと推定される。年間100億円の損失処理をしても



回収するのに50年かかる。もっと早い時期にパートナーを見つけてリスクを軽減する努力をするという発想がなかったのであろうか。このような失敗を社員たちは、本当に知らなかったのであろうか。社内に聖域をつくって経営の失敗を見逃してはいなかったか。

5. 土地の再評価および特別損失による処理

1998年度から1999年度にかけて阪急電鉄は特別損益で合わせて100億円単位の固定資産売却損と事業整理損を計上した。しかしこれは翌年度において処理された巨額の損失処理の前触れでしかなかった。同社は2000年度において2,000億円を超える土地の損失処理を実施したからである。当年度の阪急電鉄の決算は、子会社の保有土地の損失処理も含む周到に準備されたものであった。

阪急電鉄は2001年3月末に事業用土地の再評価を実施し、再評価差額金695億円を株主資本に計上すると発表した。同時に含み損をかかえた子会

社の保有する土地も、阪急電鉄本体が簿価で買い取って、これを一括して再評価する。これは阪急電鉄の土地の含み益を利用して、子会社の土地の含み損を相殺しようとするものであった。

阪急電鉄は3月30日神栄興産（大阪市）など連結子会社6社から総額3,146億円の土地を購入して電鉄の保有土地と合わせて再評価を実施した。再評価前の事業用地の簿価は4,442億円、再評価後の簿価は5,641億円である。両者の差額から繰り延べ税金負担504億円を除いた分が、再評価差益として695億円が資本の部に計上された⁹⁾。

このような土地価額の再評価は、2002年3月までの時限立法である土地再評価法にもとづくもので期間損益にまったく影響を及ぼさないで再評価することが可能である。これは経営者にとっては都合の良い方策であろう。評価差額は損失ではない。気になるところの評価損の実額は公表されていない。また評価そのものが適正かどうかは不透明である。損失の実態が分からないので経営責任は曖昧なままである。

一般的には親会社の土地と子会社の土地を、一つにまとめて再評価することは困難であると思われていた。しかしこれを事実上可能にしたのが土地の『代行取得』という仕組みである、と日本経済新聞は伝えている。

「阪急はバブル期などに総合建設会社（ゼネコン）各社と代行取得の契約をし、不動産の取得を依頼、地価の下落によって多額の含み損が発生し、阪急の子会社が土地と契約を引き継いだ。その際、本体が最終的に土地を引き取るという契約があったことから、子会社の土地を簿価で引き取ったうえでの土地再評価が可能になった」¹⁰⁾。

2001年3月期は土地再評価法による巨額の損失処理以外にも、阪急電鉄は特別損失の中で、多額の損失を計上している。（表1-5）から知られるように土地を含む固定資産がらみの約500億円の損失が表面化している。この後も阪急電鉄は固定資産、土地等の損失を計上し続ける。

中でも二番めに大きな特別損失の処理が2003年3月期である。開発用地

最近の大手私鉄の不動産事業について（その４）

（表1-5）阪急電鉄（連結）の固定資産、土地等の損失処理（金額：百万円）

	92.3	95.3	97.3	99.3	00.3	◆01.3 ¹⁾	02.3
固定資産減損損失	—	—	—	—	—	—	—
分譲土地評価損・売却損	—	—	—	—	—	—	—
固定資産除却損	—	—	—	—	—	—	—
固定資産売却損	—	—	4,558	10,445	5,459	19,558	993
事業整理損・損失引当	—	—	—	636	5,218	30,462	6,598
関係会社整理損	—	—	—	—	—	—	*7,500 ²⁾
合計	—	—	4,558	11,081	10,677	50,020	15,091
	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3
固定資産減損損失	104,806	—	—	6,987	869	8,796	3,447
分譲土地評価損・売却損	31,467	6,048	28,344	—	5,718	69,133	—
固定資産除却損	—	—	—	1,638	2,188	1,719	3,972
固定資産売却損	10,940	7,364	6,740	1,107	866	390	123
事業整理損・損失引当	6,299	3,771	890	186	3,398	—	18,431 ³⁾
関係会社整理損	*5,500 ²⁾	*8,010 ²⁾	*1,000 ²⁾	—	3,930	—	—
合計	159,012	25,193	36,974	9,918	16,969	80,038	25,973

出所）有価証券報告書総覧の特別損失から作成

04/3期までは阪急電鉄、05/3期から06/3期は阪急ホールディングス、07/3期以降は阪急阪神ホールディングス

注 1） ◆01.3期に実施された土地再評価法による再評価損はこの表には含まれない
01.3期に約2,300億円の損失

注 2） 持ち分法適用関連会社である株式会社森組に対する支援損失である

注 3） 連結子会社であった（株）ステーションファイナンスの売却損によるものである

の減損処理を急いだものであるが、関連会社の土地の含み損を1,050億円計上した。この他に分譲土地の評価損、固定資産の売却損、関係会社整理損などを含めると合計で1,590億円と試算される。この結果、阪急電鉄の連結決算の最終損益は893億円の赤字となった。

個別の関係会社整理損の事例としては、森組に関する支援損・整理損がある。これは2002年3月期決算から2007年まで毎年のように続いている。

その後も阪急電鉄は2003年度においては、大規模開発用地の売却とゴルフ場の減損処理に備えた引当の実施その他で252億円の土地関連の特別損

失を計上した。これに引き続き2004年度には、今まで手つかずであった彩都開発の関連損失が取りあげられた。阪急彩都開発株式会社（資本金85億円）は阪急電鉄に合併され、彩都開発用地など販売用土地の評価損の計上は283億円に達した。ちなみに同社の分譲土地建物が278億円であった¹¹⁾。

最近の損失処理の事例で目立ったものとして、2008年3月期の「彩都開発」の分譲土地の評価損が691億円が大きい。そうなったきっかけは、都市再生機構が今まで続けてきた「彩都」東部地区の開発事業から撤退することを決定したことが大きい。これを受けて阪急も土地の評価損に踏み切らざるをえなくなった（表1-6）¹²⁾。

対象となる販売用土地は東部地区の100ha、中部地区の30haなどである。2005年3月期においても評価損を出しており、累積損は900億円程度になる模様である。彩都については2007年春に大阪モノレールが「彩都西駅」まで開通して、千里中央駅まで17分となったばかりであるが、不動産不況の影響は大きい。都心梅田まで18キロとはいうものの、千里中央までの移

（表1-6）「彩都開発」プロジェクトのあゆみ

時期	主な出来事
1991年 9月	大阪府新総合計画において「良好な住宅整備とともに国際的な学術・文化、ライフサイエンスの交流拠点を核としての、都市の未来機能を組み込んだ新しいまちを整備する」と位置づけ
1992年 5月	大阪府が国際文化公園都市に係わる都市計画決定
1994年 9月	住宅・都市整備公団が特定土地区画整理事業の建設大臣認可を取得
1998年10月	大阪モノレール 彩都線第1期区間（万博記念公園～阪大病院前）開通 特定土地区画整理事業（変更）の認可を取得
2002年10月	都市基盤整備公団が特定土地区画整理事業（第2回）の認可を取得
2003年 4月	宅地等分譲を開始
2004年 4月	西部地区の一部でまちびらき
2006年 5月	国際文化公園都市の愛称を「彩都」に決定
2007年 3月	大阪モノレール 彩都線第2期区間（阪大病院前～彩都西）開通 彩都西部地区グランドオープン
2008年 3月	都市再生機構が彩都計画の東部地区開発事業から撤退

出所）彩都（国際文化公園都市）建設推進協議会の資料により作成

最近の大手私鉄の不動産事業について（その４）

動がモノレールだけというのはいかにも苦しい。

彩都開発事業は全体が743ha、西地区313ha、中部地区63ha、東部地区367haの三地区に分かれている。阪急の所有土地はこのうち約200haある¹³⁾。

6. 阪急不動産株式会社とその役割

これまでは阪急電鉄を中心にして見てきたが、ここで阪急不動産についてふれておく。阪急不動産はかつては上場会社であったが、2002年3月に上場廃止、4月には株式交換によって阪急電鉄の完全子会社になり現在に至っている。上場を廃止してまで、同社を阪急電鉄の完全子会社にしなければならない理由は何であろうか。競合したり重複する業務を整理するという趣旨は理解できるが、具体的に何を目指すのかは分かりにくい。はっきりしているのは阪急電鉄側が損失処理を急いだということである。

（表1-7） 阪急不動産株式会社の沿革

時期	主な出来事		
1952年 9月	「阪急不動産株式会社」資本金1億円をもって設立、土地建物の賃貸業務を開始		
1954年 3月	土地建物の分譲事業を開始		
		01/3期簿価	08/3期簿価
1961年10月	大阪証券取引所、市場第二部に上場		
1962年 1月	新阪急ビル竣工	39億円	0
1963年 8月	大阪証券取引所、市場第一部に上場		
1970年 4月	子会社「阪急地所株式会社」を設立		
1974年11月	阪急河原町ビル、竣工	33億円	27億円
1976年11月	子会社「株式会社ギャザ阪急」を設立		
1992年11月	阪急茶屋町ビル竣工	243億円	204億円
1996年 9月	「株式会社ライフメイツ」を設立		
1998年11月	阪急ファイブビル竣工	150億円	69億円
2001年 9月	阪急電鉄株式会社と株式交換契約を締結		
2002年 3月	当社株式の上場廃止		
4月	株式交換により阪急電鉄の完全子会社になる		
2003年 2月	「株式会社阪急ファイブ」を吸収合併し事業を統合		
2004年 3月	子会社「株式会社ライフメイツ」を阪急電鉄に売却		

出所）有価証券報告書総覧ほかにより作成

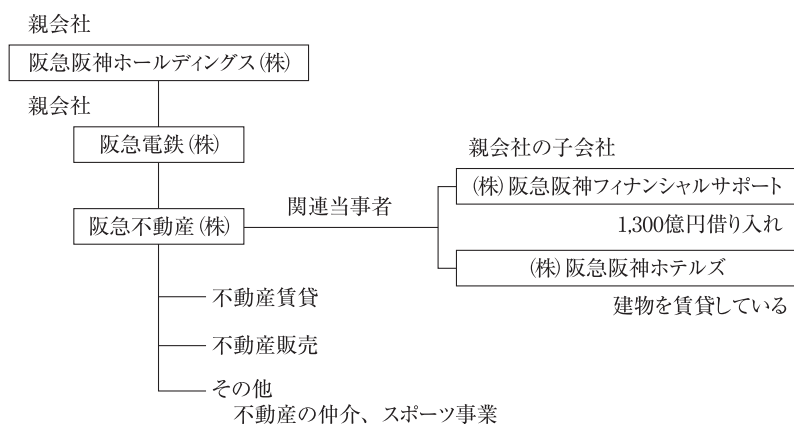
阪急不動産は会社設立が1952年である。めぐまれた事業環境を生かして、阪急グループの不動産会社として順調に発展してきた。1961年には大阪証券取引所市場第2部に上場されている。1962年には新阪急ビルを竣工、翌年には大阪証券取引所、市場第1部に指定替えされた。得意な業務は土地、住宅、マンションの分譲、土地活用などである。2009年3月時点での資本金は124億円、従業員数は234名である¹⁴⁾。

阪急阪神ホールディングスから見れば阪急不動産は、子会社の子会社、孫会社に相当する。しかし(参考図2)から分かるように、親会社が二つ重複して存在することは、かつての上場会社から見れば内心は複雑であろう。

阪急電鉄の子会社として、同社の不動産事業本部のもとに統括されている。両者を単純比較すれば次のような結果になる。グループ全体の不動産事業の中で阪急不動産が占める地位は大きい。収益と資産金額の規模では両者の比率は2対1である。従業員規模では3対2となる(表1-8)。

阪急電鉄と同様に阪急不動産も土地価格の下落による打撃を大きく受け

(参考図2) 阪急不動産から見た事業の系統図



出所) 決算公告2009年3月期ほかにより作成

最近の大手私鉄の不動産事業について（その４）

（表1-8）不動産事業の親会社・子会社比較

	阪急電鉄の不動産事業	阪急不動産（全社）
営業収益	1201億円	621億円
総資産	4198億円	1952億円
従業員	365人	234人
営業利益	300億円	119億円

出所）「有価証券報告書総覧」「アニュアルレポート2008 阪急阪神ホールディングス」「決算公告」阪急不動産ほかにより作成

たことは間違いない。阪急電鉄は子会社に不良資産処理を急がせた。阪急不動産は1999年3月期頃から損失処理に動き出した。阪急電鉄と阪急不動産は、ほぼ並行して土地の損失処理に入った。それは1999年度から2004年度にかけて6年間にわたって進められた。（表1-9）

阪急不動産の損失処理は2005年3月期には峠を越えている。損失処理の内容はどうか。阪急不動産の場合には分譲用の土地の損失処理が特に多か

（表1-9）阪急不動産の特別損失と固定資産、土地等の損失処理（金額：百万円）

	97.3	98.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3
分譲土地評価損・売却損	－	－	－	11,568	6,924	13,605	11,991
固定資産売却損	－	－	－	－	－	－	－
投資有価証券評価損	－	－	－	216	－	262	854
その他の特別損失	－	－	383	89	220	250	926
特別損失	－	－	383	11,873	7,106	14,118	13,772
当期純損益	1,281	1,322	1,045	1,387 ▲	2,073 ▲	6,502	▲7,505
	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	
分譲土地評価損・売却損	6,096	5,526	－	－	－	－	
固定資産売却損	－	14,316	－	－	－	－	
投資有価証券評価損	－	－	－	－	－	－	
その他の特別損失	2,938	1,498	528	650	220	－	
特別損失	9,037	21,341	528	650	220	－	
当期純損益	3,140	2,518	4,163	5,081	12,583	5,933	

出所）有価証券報告書総覧の特別損失から作成

った。通算してみると約500億円がそれに該当している。同社の全体の収支に与える影響は大きかった。2001年3月期から3年度にわたって阪急不動産は最終損益が赤字になった。(表1-10)

(表1-10) 阪急不動産の長期収支の動向

(金額：百万円)

	97.3	98.3	99.3	00.3	01.3	02.3	03.3
営業収益	29,193	28,253	28,990	32,148	30,975	32,408	34,710
営業利益	7,393	7,548	8,019	8,136	7,914	5,180	3,676
当期純損益	1,281	1,322	1,045	1,387	▲ 2,073	▲ 6,502	▲ 7,505
配当	10円	9円	10円	9円	9円	4.5円	—
総資産額	185,750	192,292	204,543	197,884	191,103	206,426	185,554
	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	
営業収益	34,293	47,766	49,557	66,587	71,510	62,073	
営業利益	5,641	8,110	7,494	15,232	12,512	11,889	
当期純損益	3,140	2,518	4,163	5,081	12,583	5,933	
配当	—	—	—	—	27円	13円	
総資産額	190,505	179,121	199,542	209,796	216,320	195,193	

出所) 有価証券報告書総覧により作成

7. 結びに代えて

阪急電鉄はいくつかのチャンネルで土地を取得し、保有し、利用してきた。それは時として大きな収益を会社にもたらし会社の発展に貢献してきたことは認められる。しかしその過程で会社は、土地経営をめぐる多様なリスクに直面して、失敗に伴う高い授業料を払ってきたこともまた事実であろう。

阪急電鉄において不動産事業の環境変化とそれへの適応、および不動産事業自体の全社に占める役割は不断に変わりつつある。最後にこの二点についてとりまとめる。まず始めに阪急電鉄の不動産保有は、長期的にどのように変わってきたか見てみよう。ここでの関心は分譲用土地の動向と、賃貸用固定資産の推移についてである。

最近の大手私鉄の不動産事業について（その４）

（表1-11）阪急電鉄（単体）の不動産保有の動向（金額：百万円）

	92.3	95.3	97.3	99.3	00.3	01.3	02.3
販売用土地建物	95,080	110,519	102,179	85,165	75,152*	72,004	83,373
不動産事業固定資産 ¹⁾	103,332	149,176	144,287	145,560	141,319	383,308 ²⁾	377,880
	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3
販売用土地建物	98,952	95,350	101,247	103,445	101,614	40,337 ³⁾	40,304
不動産事業固定資産	314,556	309,591	292,524	290,922	277,734	278,127	312,142

出所）有価証券報告書総覧により作成

注 1）不動産事業固定資産は兼業固定資産により推計した

注 2）事業用土地の再評価を実施した

注 3）彩都開発用土地の評価損を計上した

（表1-11）は分譲用の土地建物と不動産事業固定資産について示している。資料の制約から単体の貸借対照表から金額について推計している。その理由は以下の通りである。

分譲用の土地建物は単体の決算からそのまま利用が出来る。だが不動産事業に限定した固定資産金額についてはそのまま使える数字が無い。連結決算であれば事業別・資産別の帳簿額があるが、土地を分譲用のものと区分ができない。セグメント別の資産データも資産の内訳は記載が無く使えない。次善の策として単体決算における「その他の事業」または「兼業部門」の固定資産額に着目した。これは鉄道事業固定資産以外の大部分を占めており分譲用土地とも重ならない。なお便宜上建設仮勘定は除いた。

これらの結果から何が言えるだろうか。分譲用土地建物については、長期的に減少しているように見える。しかしながら表面的な減少とは別に実態としてはあまり減っていないのではないと思われる。例えば1999年3月期の社有地売却は104億円の売却損を計上しているが実態は子会社に対する売却でしかない。

また2000年3月期においては、従来棚卸資産に含めていた連結子会社の不動産1,805億円および連結子会社の不動産取得関連貸付金723億円を有形固定資産の建設仮勘定に振り替えている。これでは土地の実態はほとんど

変わっていない。事業化の目途は不明である¹⁵⁾。

分譲用土地価額の減少という、歴然とした変化が定着したのは、2008年3月期の彩都開発用土地の評価損であろう。この年に分譲用土地建物の保有金額は激減して、1,000億円から400億円まで低下した。かつてのピークは1995年頃で1,100億円であるから、これは確実な変化と言える。ただし保有土地の資金化と稼働という観点から見ると、たいして意味のある変化ではなさそうだ。

では次に固定資産の保有状況について眺めてみる。固定資産は2001年3月期に大きな変動がおきた。それは土地再評価法による事業用の土地の再評価の実施である。固定資産については1995年以降大きな変化がなかったが、この年に再評価が行われて大幅な評価差額が発生した。評価損の大きさについての推計はすでに明らかにした。

なおその後の保有資産は、比較的に安定的な推移を示している。再評価によって2001年3月には2,400億円を超える固定資産価額の増加が生じた。その後はゆるやかに減少傾向が続く流れになっている（表1-11）。

最近では土地建物の分譲収入よりも、土地建物の賃貸収入を増やすことが経営目標のように言われることが多くなっている。私鉄の経営を見た時に、確かに不動産事業は分譲より賃貸へという流れが定着したようにも見える。阪急の場合それは本当であろうか。

もしそうだとすると固定資産の保有金額は、長期的に増加していいと思われるがそうっていない。2002年3月期から2007年にかけては固定資産の金額は減少している。同時期の不動産賃貸収入は増加している。

本稿では阪神電鉄との経営統合について取りあげなかった。それは次稿で取りあげることとしたい。

注

- 1) 『75年のあゆみ』記述編、阪急電鉄、1982年 p221
- 2) 『75年のあゆみ』記述編、阪急電鉄、1982年 p159, 151
- 3) 「不動産業沿革史」上巻 p190
- 4) 「75年のあゆみ」記述編、阪急電鉄、1982年 p168
- 5) 「日本経済新聞」1990年2月16日
- 6) 「最近の大手私鉄の不動産事業について」森谷英樹 2007, 2008
- 7) 「日経産業新聞」1997年10月31日
- 8) 「日本経済新聞」2009年3月24日
- 9) 「有価証券報告書総覧」2002年3月期 p78
- 10) 「日本経済新聞」2001年5月2日
- 11) 「有価証券報告書総覧」2005年 p110, p20
- 12) 「日経産業新聞」2008年4月4日
- 13) 「アニュアルレポート2008」阪急阪神ホールディングス p25
- 14) 「会社案内」阪急不動産 2009年
- 15) 「有価証券報告書総覧」2000年3月期 p18, p45, p60