

---

## 「都市と金融」事例研究～ヒューリック株式会社の事業戦略

Case Study “Finance for Urbanization”:  
Business Strategy of Hulic Co., Ltd.

---

赤羽 裕 (亜細亜大学都市創造学部 教授)

Hiroshi AKABANE (Professor, Faculty of Urban Innovation, Asia University)

---

### 〔要旨 / Abstract〕

本稿は、好業績を継続しているデベロッパーであるヒューリック株式会社に注目し、同社の事業戦略を確認する。同社の特徴を他の大手不動産企業との比較も行い、明確にする。あわせて、都市開発における公民連携の手法である PPP に関する同社取組事例も確認するものである。

キーワード：ヒューリック、経営戦略、PPP

.....

This paper focuses on Hulic Co., Ltd., a developer that continues to perform well, and confirms the company's business strategy. I will also compare Hulic's characteristics with those of other major real estate companies. In addition, I will also review Hulic's initiatives in PPP, a method of “Public Private Partnership” in urban development.

keywords : HULIC, Management Strategy, Public Private Partnership

### はじめに

本稿は、都市創造学部における本紀要での、2016年度「バンコク MRT パープルライン」、2018年度「丸の内再構築『大手町連鎖型都市再生プロジェクト』」、2020年度「『国際金融センター』を目指す東京の取組」に続く「都市と金融」に関する事例研究の第4弾である。専門科目として担当している「都市と金融」では、「企業」、「都市インフラ」、「アジア」をキーワードとして、学生の「金融」への理解を深めることを目指して指導している。今回の事例研究では、「まちづくり」に深く関わるデベロッパーの企業研究として、独自の経営戦略を展開しているヒューリック株式会社に焦点を当てる。同社のビジネスの特色を三菱地所等大手3社との比較も含めて分析する。あわせて、「金融」に関わる分野として、同社のPPP (Public Private Partnership) 事業の取組事例や環境配慮への取組にも関連する資金調達事例も確認することとした。

同社には、本学部設立時より、学部1年生が「まち

づくり」に関わる社会人の方にインタビューをしてそれを記事にする科目である「オリエンテーションゼミ (現在は基礎ゼミナールに改称)」で、毎年、ご協力を頂いている。また、昨年度 (2021年度) は毎年夏季休暇中に行っている専門ゼミ3・4年生合同の1 DAY フィールドワークにおいて、コロナ禍であったため、オンラインでの講話もいただいた。今回は、そうした時にうかがったお話をふまえつつも、基本的には同社HPなど公開情報をもとに分析を試みたい。本テーマを通じて、同社や不動産業界企業、あるいは企業分析に関して学生の理解が進むことも期待している。

### 第1章 先行研究～ヒューリックについて

#### 1. 会社概要

ヒューリックの確認の前に、まずデベロッパーの定義を確認したい。「第14次業種別審査事典 (2020)」によれば、「大規模な宅地造成、マンション・建売住宅の分譲、リゾート開発、市街地再開発、オフィスビル建設やショッピングセンター複合施設などの事業主体

となる不動産業を指す」とあり、ヒューリックもその1社として名前があがっている。

つづいて、同社のHP aより会社概要ならびに事業概要を確認する。ヒューリック株式会社は、1957年に富士銀行（現みずほ銀行）の店舗管理などの不動産業務、保険代理店業務等を目的として、日本橋興業株式会社として設立された。銀行の店舗ビルの建設を中心に事業を進めている中、2006年に現代取締役会長の西浦三郎氏が同社の代表取締役社長に就任した。2007年1月には、社名を現社名のヒューリック（株）に変更し、2008年11月には東京証券取引所第一部（現在は、プライム市場）に上場を果たした。社名のヒューリック（Hulic）は、「Human（ひと）」、「LIFE（生活）」、「CREATE（創造）」という3つの言葉を組み合わせて

作られたものである。2008年の上場以来、直近の2022年12月期まで連続で増益、増配を継続しており、業績は順調に推移。売上高にあたる営業収益に関して2008年12月期は31,221百万円、2022年12月期は523,424百万円まで拡大しており、売上規模は15倍以上に拡大している。

こうして順調に事業規模を拡大してきた同社のビジネスは、オフィスビルなどの不動産賃貸事業を中心におくとともに、3Kビジネスと呼んでいる高齢者・健康、観光、環境といった分野の事業を積極的に展開している。最近では、4つめのKとして「教育事業」の検討を進めている。幅広く不動産事業を行っている同社だが、多くの不動産業界の企業が取り扱っているマンション事業や海外事業の展開はいまのところ控えている。これについては、同社HP bの西浦会長のコメントにおいて、「当社の事業方針として“やること”と“やらないこと”を明確にする『選択と集中』のポートフォリオ戦略を明確にしました。」と語られ、少子化の進展、人口減少により住宅購入者の減少が見込まれることを理由として、分譲マンションは行わないことを明言。また、「為替リスクや地政学リスクのある海外案件はトライアルとして試行する以外、自己資本の充実が図られるまで行わない。」と述べている。そのコメントでの「選択と集中」をわかりやすく示したものが、図表1である。マイケル・ポーターの競争戦略の3類型、①コストリーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略（Porter（1980, 邦訳P.63）のうち、②、③

図表1 ヒューリックの「選択と集中」戦略

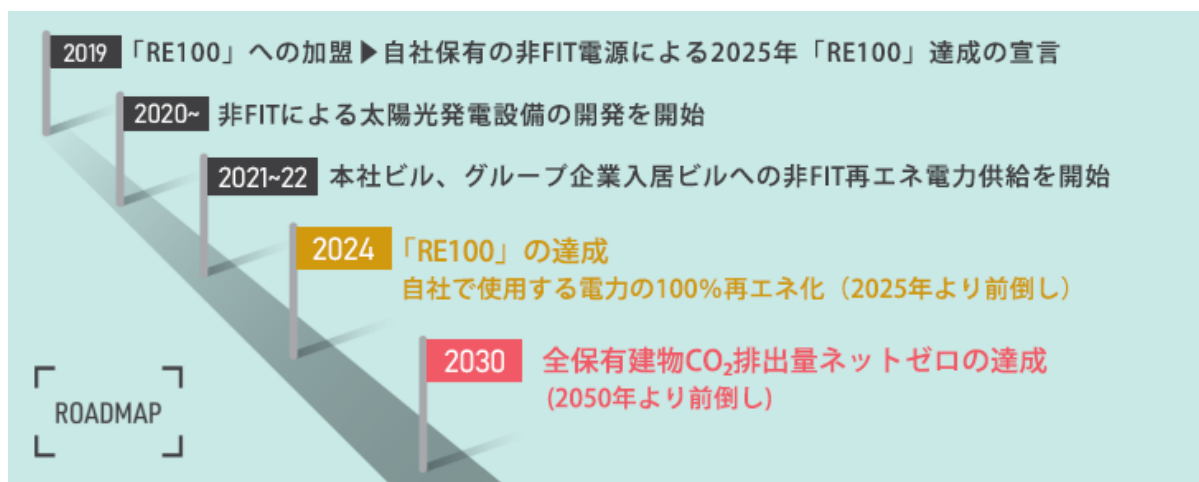
選択と集中の戦略図

やること（注力）	やらないこと*（非注力）
法人向け賃貸（B to B 事業）	↔ B to C 事業
東京・駅近	↔ 地方オフィス
中規模ビル	↔ 大規模ビル
高齢者施設	↔ 分譲マンション
インバウンド（国内観光事業）	↔ アウトバウンド（海外投資）

\* 原則

出所：ヒューリック社 HP b

図表2 ヒューリックの2030年のCO2排出量ネットゼロに向けたロードマップ



出所：ヒューリック HP d

を実践しているとも考えられ、それが好業績の継続に繋がっている点は戦略の妥当性を示すものであろう。なお、マンション事業を行わない方針については、現社長（前田隆也氏 2022年3月就任）もインタビューにて説明をしている。（同社 HP c）

主力事業であるオフィスビルも、東京都心5区で駅から3分以内のビルを中心に投資し、ビルの規模も1フロア200～500坪の中規模ビルに注力するなど、方針は明確。3Kビジネスであげた「高齢者・健康」分野での高齢者施設の取扱い、「観光」分野でのホテル・旅館事業など、メリハリの利いた事業選択がなされている。

「環境」分野では、再生可能エネルギーを用いた発電施設の開発を行っている。同社 HP dによれば、太陽光発電所や小水力発電所などの開発を通じて、2024年までに同社グループ内で使用される電力をすべて自社の再エネ電源から賄うこと<sup>2</sup>、そのうえで2030年には全

保有建物<sup>3</sup>に同社の再エネ電源から電力を賄うことを目指している。図表2は、そのためのロードマップである。こうした環境分野の取組の一環として、ビルの長寿命化や耐火木造建築ビルの建設にも取り組んでいる。

## 2. PPP 事業への取組

以上のように幅広く、かつ焦点は絞ってビジネスを展開しているヒューリックの事業の一つに PPP がある。PPP は、国土交通省 HP によれば、Public Private Partnership と呼ばれる公民連携手法であり、地方自治体の厳しい財政状況への対応策として、公共施設等の建設、維持管理、運営等を行政と民間が連携し、民間の知見やノウハウを活かし、財政資金の効率的な使用や行政の効率化を図るものである。

ヒューリック HP e には、現在8案件が掲載されている。各案件の概要をまとめたのが、図表3である。

8案件のうち、NO. 7のみ公共部門が売却した土地

図表3 ヒューリック社 PPP 案件一覧

NO.	案 件 名	用 途	案 件 概 要
1	奈良県養徳学舎整備事業 (ヒューリックレジデンス茗荷谷)	賃貸マンション	奈良県養徳学舎の建替えと同時に、敷地余剰部分を50年間定期借地し、収益施設を建設・運営
2	北海道東京事務所用地有効活用事業 (永田町ほっかいどうスクエア)	オフィスビル	北海道所有の土地を70年間定期借地し、北海道東京事務所を含む民間提案施設を建築・運営
3	旧福井中学校跡地活用事業 (ヒューリック浅草橋ビル)	オフィスビル、 商業施設	台東区所有の旧福井中学校跡地を定期借地し、区指定施設（駐輪場、多目的スペース等）を含む民間提案施設を建築・運営
4	京都市 元立誠小学校跡地活用事業 (立誠ガーデンヒューリック京都)	ホテル、 商業施設	貴重な近代建築である元立誠小学校の校舎を保全・再生を実現して、定期借地契約にもとづき、ホテル・商業施設と自治会活動スペースを並存させた施設
5	奈良県高畑町裁判所跡地活用事業 (ふふ奈良)	旅館	奈良公園内の土地を定期借地契約で賃貸し、景観等にも配慮する形で旅館を経営
6	ヒューリック両国リバーセンター	ホテル、 商業施設	東京都及び墨田区が所有する土地を活用した PPP 事業で、定期借地権契約により、舟運利用者のための待合所（東京都）、両国子育てひろば（墨田区）もある複合施設でホテル・商業施設を運営
7	(仮称) 医誠会国際総合病院計画	その他開発事業	もと扇町庁舎用地及びもと扇町庁舎南側用地売却を受け、同社が土地の大半を取得し、医療法人の病院建設用地として長期賃貸する借地スキーム。「地域の賑わい創出」に資する機能も持つ複合施設として整備。
8	(仮称) 錦糸町開発計画 (ヒューリック錦糸町コラボタワー)	オフィスビル、 開発事業	墨田区の所有地を民間事業者が定期借地し、民間提案施設を建設・運営

出所：ヒューリック HP e より筆者作成

の大半を当社が取得し、他社（医療法人）に長期賃貸するスキーム。他はすべて定期借地契約にもとづき、収益施設（賃貸マンション、オフィスビル、ホテル、商業施設等）を建設。当社の「選択と集中」戦略において取扱しない方針の分譲マンションとの関係で注目できる案件 NO. 1 は、法人（不動産分譲、賃貸業）への一括賃貸契約にもとづき、ヒューリックが直接は個別の入居者管理はしない契約形態と考えられる。他6案件は、収益物件の建設・運営に携わっている。そのうち、NO. 4, 5, 6の3件は観光事業としてのホテル・旅館での対応としている点に注目できる。自治体の保有する不動産を効率的に活用・運用する事業であり、同社の強みを活かした事業と評価できる。

PPP 案件を取り扱っている先行研究の力武（2013）では、公民連携事業を以下の4類型に区分している。

#### ① PFI 方式

公共団体が所有する土地に、民間事業者が自ら資金調達を行い、経営能力・技術的能力を活用のうえ、公共施設等を建設し、維持管理・運営についても民間で行う方式。

#### ② 公民合築方式

公共団体が所有する土地に、民間事業者が自ら資金調達を行い、経営能力・技術的能力を活用のうえ、公共施設等を建設し整備する方式である。施設完成後の所有権については、公共施設部分は公共団体に移転し、民間施設部分は民間事業者が保有するものと定義。

#### ③ 処分竣工型土地信託方式

老朽化している公共施設等を、新たな財政負担なく再整備することを目的として、敷地の一部を売却して必要な事業資金を調達し、当該資金によって新施設を建築し、完成させるまでを一体的に実施する土地信託事業。

#### ④ 賃貸借方式

公共施設及び公共団体の活用施設として、民間が所有する建物等の賃貸借を行う方式である。ここでは、公共施設の新築・再築のための手法として、公共団体が所有する土地に定期借地権を設定し、民間事業者が自ら資金調達を行い、経営能力・技術的能力を活用のうえ、公共施設

等を建設し維持管理・運営についても民間で行い、公共に対する所有権の移転を行わない方式と定義。

力武（2013）が執筆された段階で完成していたヒューリックの案件のうち、NO. 1 は①の代表例として、NO. 2 は④の代表例としてあげられている。定期借地契約を利用している他案件の NO.3,4,5,6,8も④の区分に入れることが可能であろう。残る NO. 7 は自治体が用地を売却しているものと考えられ、③に近い面もあるが、「信託事業」とはなっておらず、また公共の機能も異なるものとなっており、別の類型と考えられる。

こうした事業の整理をふまえても、ヒューリックの PPP 事業は HP で公開しているように「都心における豊富な開発実績」と「安定した事業基盤」を生かし、「公的不動産の効率的な活用・運用」を実現しているものと考えられる。自治体が有する「土地政策上の課題」と「自治体の課題」を民間の知見・ノウハウを活かして解決を図っており、PPP のあるべき姿を実現するとともに、自社の収益にも貢献できるものと考えられる。

## 第2章 フィールドワークについて

本稿におけるフィールドワークとしては、前章で取り扱った PPP 事業の一つを取り上げたい。昨年（2022年）秋に関西に行く機会があり、その際に、前項の案件 NO. 4 の立誠ガーデンヒューリック京都に行くことができた。そこで、現地で収益事業（ホテル）と公的部分を確認してきた。

### 1. フィールドワーク概要

案 件 名：京都市 元立誠小学校跡地活用事業（立誠ガーデンヒューリック京都）

施設概要：前述のとおり、貴重な近代建築である元立誠小学校の校舎を保全・再生を実現して、定期借地契約にもとづき、ホテル・商業施設と自治会活動スペースを並存させた施設。

日 時：2022年9月30日

（写真①～⑫は、すべて筆者撮影）

次ページの写真①、②が旧小学校の校舎を活かした正面玄関。写真③の奥が当該部分で、左手が新設され

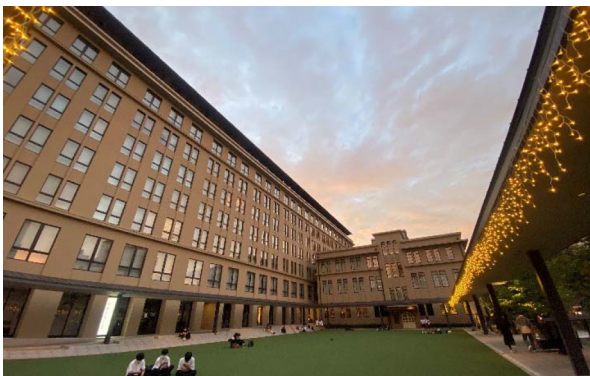
① 正面玄関



② 玄関右手



③ ホテル内広場とホテルメイン



④ ホテル内店舗等一覧



⑤ ラウンジ外席 (ホテル内)



⑥ ピアノ (ホテル内)



たホテル棟。旧校舎を保存した部分と新築された棟とのデザイン、色合いが調和されているのが、地元でも支持され、PPP 案件としての公募でも勝ち抜いた要因の一つと感じた。写真④にあるようにカフェ、レストラン、ピアホールとともに、図書館も館内にある。広場は、市民の憩いのスペースとなっており、学生等が自由に、明るい笑顔で語っていたのが印象的であった。

ホテル内では、レストラン以外でも外席のあるラウンジ (写真⑤) もあり、寛げる。館内には、立誠小学校で使用されていたピアノ (写真⑥) も展示されてお

り、小学校跡地の風情を感じさせる。今回は、利用できなかったが、旧校舎部分にも教室風情を感じさせる客室「Schoolhouse」がある。ホテル館内の図書館 (写真⑦)、館外のこども用図書館 (写真⑧) などは市民の利用も想定されている。

ホテル敷地内 (1 階) にいくつか会議室 (写真⑨) があった。当日、入ることはできなかったが、そこらは自治体の管理と思われる。地元の消防分団の器具倉庫や自転車置き場などの公共スペース (写真⑩) とともに、立誠自治会館 (写真⑪) があり、それらが公共

⑦ 立誠図書館本館（ホテル内）



⑧ かどっこ図書館キッズ用（ホテル外：道路側）



⑨ 会議室



⑩ 公共スペース



⑪ 自治会館



⑫ 施設使用表（予定表）

施設名	管理運営者	一社一社管理	管理期間
立誠自治連	立誠自治連	立誠自治連	立誠自治連
HLCホール	HLCホール	HLCホール	HLCホール
立誠広場	立誠広場	立誠広場	立誠広場
立誠図書館	立誠図書館	立誠図書館	立誠図書館
立誠キッズ	立誠キッズ	立誠キッズ	立誠キッズ
立誠会議室	立誠会議室	立誠会議室	立誠会議室
立誠公共スペース	立誠公共スペース	立誠公共スペース	立誠公共スペース

の機能を果たす部分であろう。施設の使用予定表（写真⑫）を見ると、大・中・小の会議室は「立誠自治連管理」、HLCホールと立誠広場（写真③のスペース）は「一社）文まち管理」との表示となっている。「一社）文まち管理」は、「一般社団法人文まち」が正式名称で、主に元立誠小学校の文化的利用を行う団体である。なお、フィールドワーク当日は、同会館など公的

な施設は閉じており、残念ながらヒアリング等ではできなかった。

## 2. 案件経緯

本案件は京都市でのPPP案件であることから、京都市のHPにより時系列で経緯が確認できる。以下は、その抜粋である。

図表4 元立誠小学校跡地活用案件の経緯

発表日	出来事
2016年3月4日	当該小学校跡地活用の募集要項作成に合意を発表
2016年9月15日	第1回契約候補事業者選定委員会の同年9/21開催を発表
2016年10月7日	本件に関わるプロポーザル実施を発表
2017年2月13日	選定プロポーザルの結果（1次選考）発表（5事業者通過）
2017年3月31日	選定委員会による選定結果および公表発表（ヒューリック株）
2017年5月17日	基本協定書締結式同年5/16実施を発表
2017年11月22日	跡地活用計画合意に関する覚書締結式同日実施を発表
2018年4月3日	土地貸付契約を同年4/1付での締結を発表（契約期間60年間）
2020年2月19日	立誠ガーデンヒューリック京都の同年7月開業をリリース（*）

出所：京都市 HP、\*のみヒューリックニュースリリースによる

2016年3月の発表から、ヒューリックが入札で事業者に選定されるまでに1年ちょっと、その後のホテル開業までは約3年を要している。やはり、不動産開発に関連するPPPでは公的部門での各種検討・審査過程、建物の設計・建設まで相応に時間がかかることがわかる。それもあり、定期借地契約期間も相応の長さ（本案件は60年）が必要となるのであろう。

### 3. 廃校利活用の視点

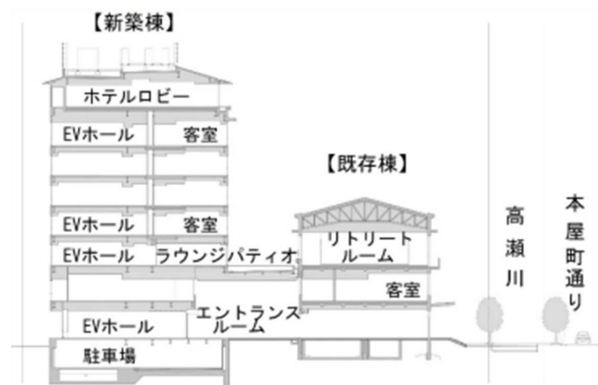
天神（2022）は、廃校の利活用、長寿命化施策の事例調査や事例ごとのVFM分析<sup>5</sup>を行っている。その中で、6施設を選定して、利活用・長寿命化施策に至った経緯、実現するまでの工程、長寿命化を実現するための改修内容、長寿命化改修工事の費用実績等の概要を述べているが、そのうちの 하나가、ヒューリックが手がけた上記の元立誠小学校の事例である。

天神（2022）は、「元立誠小学校の利活用・長寿命化に至った経緯」として以下のように説明をしている。

元立誠小学校は、ロマネスク様式の意匠が施されている。デザインは、「小さな窓、半円アーチの建具、独特の柱頭装飾」が特徴であり、現在でもノスタルジーの温かみと存在感をかし出している。1993年に高倉東小学校と統合され、閉校後は文化的拠点として立誠学区町内会の主催による、年間100件を超えるさまざまなイベントに使用されていた。教室は、映画や演劇の上映、現代美術の展示などに用いられていた。

上記のような利用状況から、京都市の計画、ヒュー

図表5 新築棟と既存棟の断面図



出所：天神（2022）P.9（元の図面は、竹中工務店）

リックの提案がなされたわけだが、そのデザインについて、「新築棟は、8階建の鉄骨造（一部、鉄筋コンクリート造・鉄骨鉄筋コンクリート造）の建物であるが、外装のデザインを既存棟と同調させ、遠くから見ると一体の建物と錯覚するかの様な巧みなデザインとなっている。」と述べられており、筆者の現地での印象と同一のものである。

さらに、天神（2022）は「既存棟と新築棟の構成」として、「敷地の一部は、京都市の31m第1種高度地区に位置するために、新築棟は、地上8階建・塔屋1階で、軒高29.68m、延床面積19,928㎡の建物となっている。ホテルロビー階は最上階の8階にあり、ガラス張りの外壁からは、東山の大パノラマを一望できる。」と評し、図表5を示している。

さらに天神（2022）は、廃校舎の利活用・長寿命化施策の8事案の整理にあたって、「施策の第一歩事象」を限定したうえで、既存建物竣工から当該「施策第一

歩」までの期間と施策期間（施策第一歩から工事着工まで）を計測している。本稿では、他案件との比較は不要であるため、当該案件についてのみ下記に記す。

- ① 第一歩事象：京都市による提案コンペ公募
- ② 既存建物竣工から当該「施策第一歩」までの期間：89年
- ③ 施策期間：2年

上記の②は、8事案の中では最長である。次に長いのが75年の「京都国際マンガミュージアム」だが、上位2件が京都である点は、まちの歴史にも関連するとも考えられ、興味深い。フィールドワーク事例関連として、天神（2022）をレビューしたが、学校には公立が多いこと、今後の少子化進展を考えると、廃校舎の利活用・長寿命化施策には、PPPなど公民連携が活かせるケースが多いと考えられる。ヒューリックは、似た案件が出てきた場合も、当該学校の歴史や地元での位置づけなども勘案して、提案を考えることであろう。

### 第3章 サステナビリティ・リンク・ボンドについて（金融事例研究）

本章では、金融事例としてヒューリックが2020年に起債した「サステナビリティ・リンク・ボンド」に着目したい。

#### 1. サステナビリティ・リンク・ボンドとは？

脱炭素が叫ばれるようになってから、地球環境配慮の資金使途の調達グリーンファイナンスと呼ばれるようになった。そのうち、債券発行によるものが、グリーンボンドである。環境省（2020）は、「調達資金の使途を環境改善効果のある事業（グリーンプロジェクト）に限定して発行される債券」と説明している。

では、サステナビリティ・リンク・ボンドとは何か。同じく環境省（2020）は、「企業や自治体等の発行体が、事前に設定した将来的なサステナビリティ/ESGに関連する目的の達成状況に応じて、財務的・構造的な特徴が変化する可能性のある債券の総称」と定義している。さらに、「（債券の）発行体は、事前に設定した時間軸の中で、サステナビリティに関連する目的の達成に向けて行動していくことを、明示的に（債券の開示資料等においても）表明する。」ことが求められ

ることとなる。上記のグリーンボンドとの違いは、グリーンボンドが資金使途に条件付けられるのに対し、サステナビリティ・リンク・ボンドはサステナビリティに関する目標に紐づく点であろう。発行にあたってのメリットは、下記の4項目。

- ① サステナビリティ・リンク・ボンド発行に関する取組や投資家との対話を通じたサステナビリティ経営の高度化
- ② サステナビリティ・パフォーマンスを向上することによる金利条件等におけるインセンティブ
- ③ 新たな投資家層の獲得による資金調達基盤の強化、投資家との対話による調達の安定化
- ④ サステナビリティ経営に係る取組及び環境・社会面で持続可能な経済活動の推進に関する積極性のアピールを通じた社会的な支持の獲得

昨今のSDGs重視やESG投資の増加に伴い、こうした債券が増加している。

#### 2. ヒューリックの発行債券について

こうした世の中の動きにさきがけて、ヒューリックは、日本初となるサステナビリティ・リンク・ボンドの発行を2020年8月に決定し、同年10月に発行条件を決定した。その内容は、下記である。（ヒューリック株式会社 HP fを参照）

**無担保社債（社債間限定同順位特約付）（サステナビリティ・リンク・ボンド）**

発行年限 10年

発行額 100億円

発行条件と連動するSPTs（サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット：目標）

- ① 2025年までにRE100を達成
- ② 2025年までに銀座8丁目開発計画における日本初の耐火木造12階建て商業施設を竣工

※モニタリング対象となるSPTs（\*）も併せて設定利率

- ・2020年10月15日の翌日から2026年10月15日までにおいては、年0.44%
- ・2026年10月15日の翌日以降においては、2026年8月31日において、発行条件と連動するSPTsのいずれかが未達の場合、0.10%のクーポンステップアップが発生



条件決定日 2020年10月9日

発行日 2020年10月15日

償還日 2030年10月15日

(\*) 発行条件と連動せず、2026年以降モニタリング対象となる SPTs

2025年に達成した SPTs はその後償還期限まで維持する。維持状況について第三者評価機関（JCR）から、限定的検証報告書を毎年8月に取得、開示する。ただし、発行時点で予見し得ない状況により RE100の維持が一時的に困難となった場合、上記検証報告書を通じ、維持困難となった状況の説明と今後の改善策について投資家に開示することとする

目標①に掲げた RE100は、第1章の環境ビジネスで言及したが、「事業運営で使用される電力をすべて再生可能エネルギーから賄うことを目指す国際的なイニシアティブ」であり、再生可能エネルギー発電の増加を前提とするものであろう。もうひとつの目標②も、環境ビジネスで目指している「耐火木造建築ビルの建設」を具体化したもので、2018年に取得した銀座8丁目の開発用地での建設を計画していたものである。

### 3. 目標項目への進捗状況

サステナビリティ・リンク・ボンドの目標への進捗状況については、年に1回、「発行後検証報告書」が検証者である日本格付け研究所によって発行される。これまでに、2021年8月と2022年8月の2回発行されている。目標①の RE100の進捗率は下記計算により求められている。

ヒューリック社保有の非 FIT 太陽光発電設備による発電量÷ヒューリック本社ビル及びグループ企業が入居しているフロアの使用電力量

太陽光発電所設備の開発が順調進んでおり、当初の達成目標である2025年よりも1年早い2024年には達成

図表6 RE100の進捗率

	太陽光発電実績	RE100進捗率
2020年12月末時点	283.75MWh	0.9%
2021年12月末時点 2年目	8,007MWh	20.6%

出所：ヒューリック社2022年8月発行後検証報告書

する計画である。

目標②の銀座8丁目ビルは、2021年10月に無事に竣工済みであり、こちらも前倒しでの目標達成が果たされている。さらに、この社債は2021年2月に環境省主催の第2回「ESG ファイナンス・アワード・ジャパン」の資金調達者部門において、銀賞（環境大臣賞）を受賞するなど、公的な評価も受けている。

企業の資金調達は、従来は企業規模や業績にもとづく信用力により、その調達コストが決定されていた。しかし、昨今の地球環境配慮の要請が高まる状況では、資金の出し手となる投資家や金融機関は、業績のみならず、そうした要請に各企業がどのように応えているかにも注目している。信用力の背景が、企業業績のみでは済まなくなってきた時代と考えられる中、他企業に先駆けてのヒューリックのような取組は、他企業でも求められるものとなっていると言えよう。

## 第4章 本論：ヒューリックの事業特性の考察

### 1. 事業概観

本稿の考察のポイントとして、第1章で述べたヒューリックの「選択と集中」戦略をあらためて確認したい。具体的には、「分譲マンション事業」と「海外案件（除くトライアル案件）」は行わないという方針である。実際に本稿でこれまで確認したオフィスビル事業、3Kビジネス（高齢者・健康、観光、環境）、あるいは PPP 案件ともそうした事業とは距離を取っている。PPPでの収益物件としての賃貸マンションの事例はあったが、それも法人への一括賃貸契約であり、分譲マンション事業とは色彩は異なる。海外事業に関しては、有価証券報告書や統合報告書を見る限り、「その他事業」としてアグリ事業（農業）に取り組む中で、外国法人（ベトナム）へ連結子会社のヒューリックアグリ（株）を経由して出資をしているとの記載が見られるが、規模は大きいとは見られず、「トライアル」のイメージと考えられる。新規事業としては、4Kの候補である、教育ビジネスの今後の取組が注目される。

### 2. 他社との比較

上記をふまえて、ここでは大手の財閥系ディベロッパーの3社、三菱地所、三井不動産、住友不動産との比較・分析を試みたい。

図表7 4社の業績と総資産比較

(単位：百万円)

	ヒューリック	三菱地所	三井不動産	住友不動産
営業収益（売上高）	447,077	1,349,489	2,100,870	939,430
営業利益	114,507	278,977	244,978	233,882
売上高営業利益率	25.61%	20.67%	11.66%	24.90%
経常利益	109,581	253,710	224,940	225,115
当期純利益	69,564	155,171	176,986	150,452
売上高純利益率	15.56%	11.50%	8.42%	16.02%
総資産	2,207,325	6,493,917	8,208,012	5,806,040
従業員数（単位：人）	1,496	10,202	24,408	13,040
1人当たり純利益	46.5	15.2	7.3	11.5

(注) ヒューリックは2021/12期、他3社は2022/3期

出所：各社有価証券報告書より筆者作成、後掲の図表9も同様

他3社と比較すると総資産、売上高とも、ヒューリックの規模は圧倒的に小さい。しかし、「選択と集中」により業務範囲を絞っていることにより、利益率（売上高純利益率）は、三菱・三井の2社を大きく超え、住友との差も小さい。さらに、「選択と集中」により、圧倒的に少ない従業員数での運営が可能となっており、

一人当たり純利益額では他3社を凌駕している。これを見る限り、ヒューリックの経営戦略の正しさが裏付けられる。

そこで、次に各社の「事業系統図」を見てみたい。

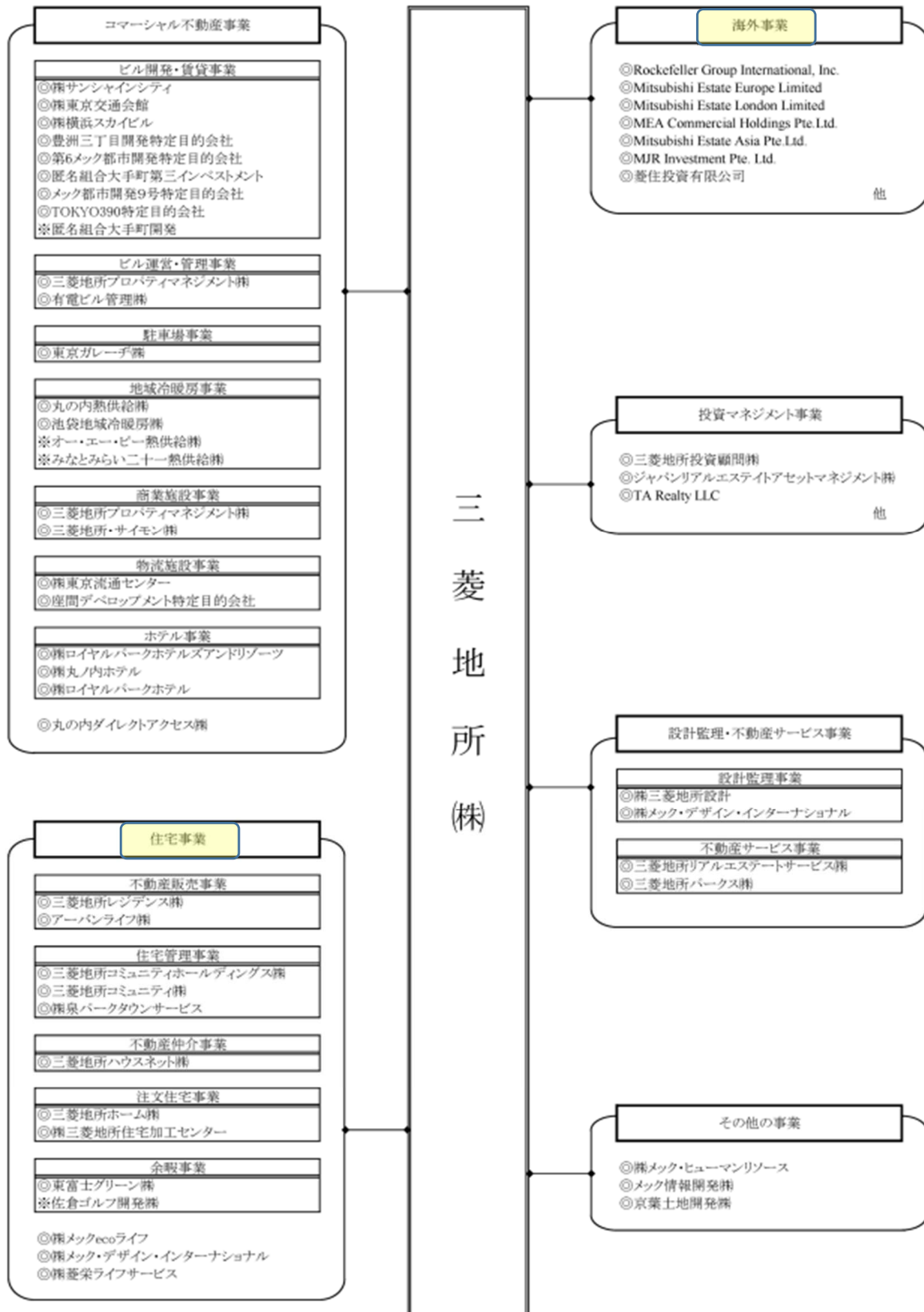
下記の図表8-1がヒューリックの、後掲の図表8-2、8-3、8-4が他3社の事業系統図である。

図表8-1 ヒューリック 事業系統図



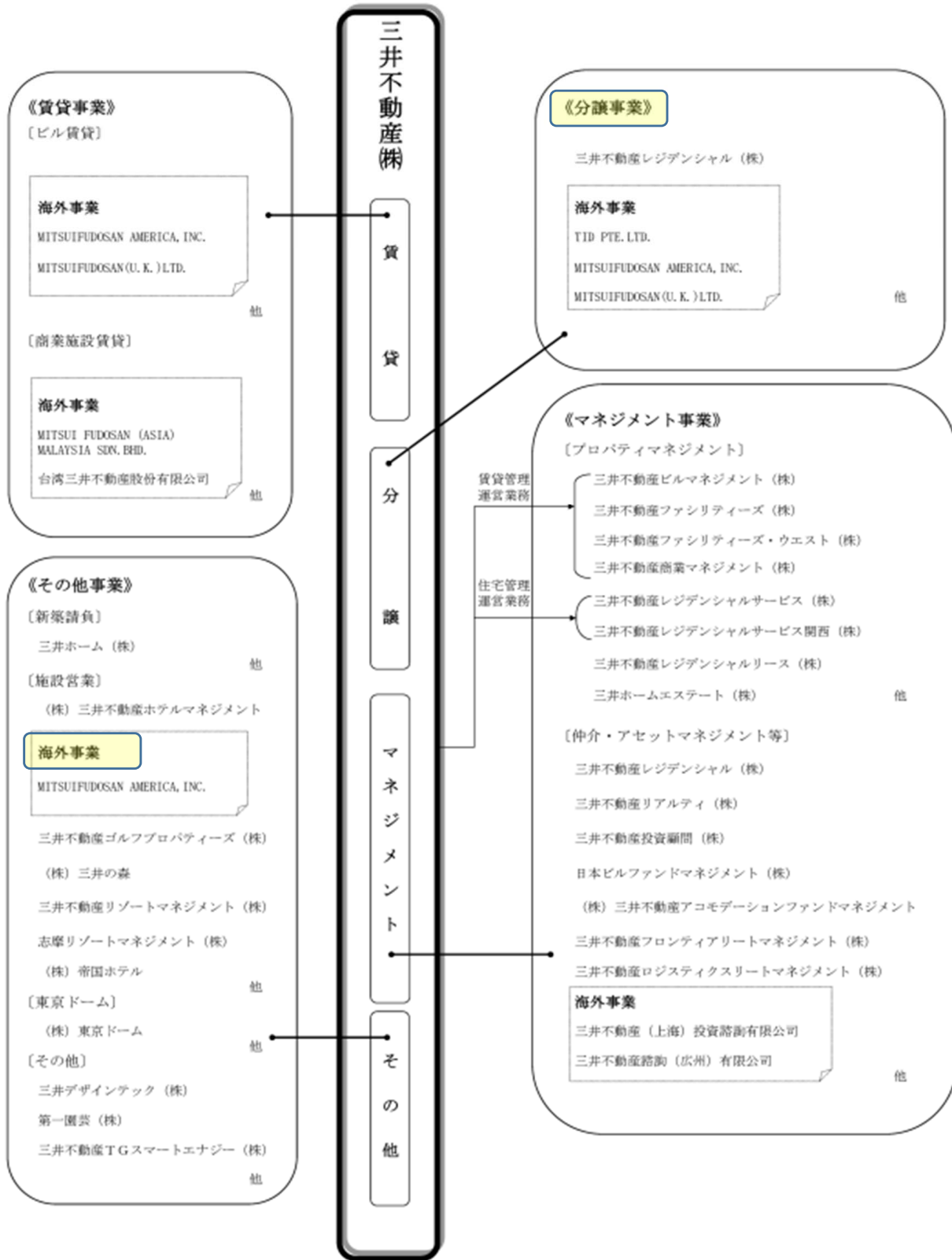
出所：ヒューリック 2021/12期 有価証券報告書

図表8-2 三菱地所 事業系統図



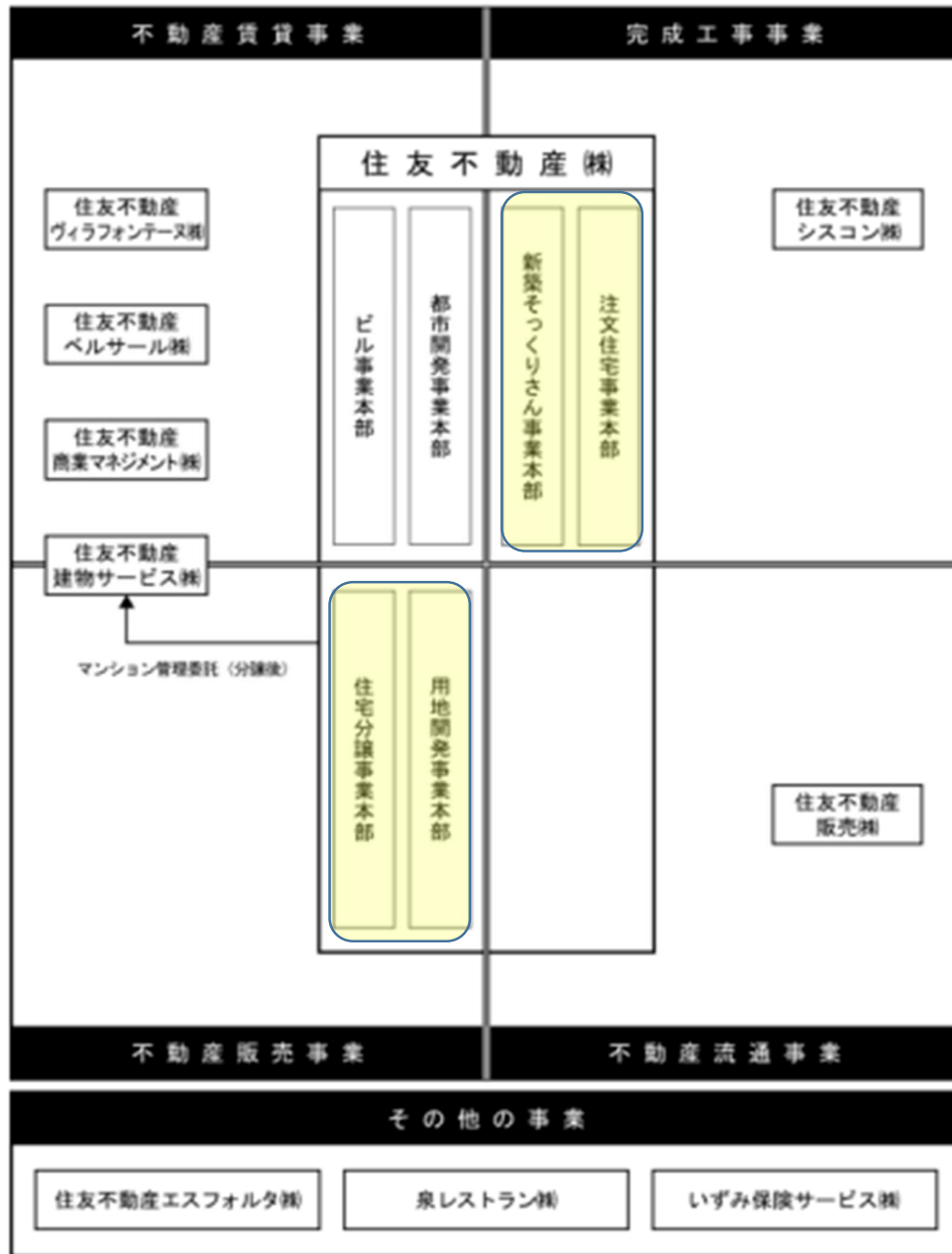
出所：三菱地所 2022/3 期 有価証券報告書

図表8-3 三井不動産 事業系統図



出所：三井不動産 2022/3 期 有価証券報告書

図表8-4 住友不動産 事業系統図



出所：住友不動産 2022/3 期 有価証券報告書

図表9 ヒューリック非取扱事業の3社でのシェア

(単位：百万円)

ヒューリック非取扱事業	三菱地所	三井不動産	住友不動産
営業収益(売上高)	502,193	643,851	438,149
売上高内シェア	37.21%	30.65%	46.64%
営業利益	85,989	138,343	69,008
営業利益内シェア	30.82%	56.47%	29.51%
売上高営業利益率	17.12%	21.49%	15.75%

(注) 三井不動産の「海外事業」は、セグメント表示なく算入せず、「分譲」のみ計上

三菱地所における住宅事業と海外事業、三井不動産における分譲事業と海外事業、住友不動産における完成工事業・不動産販売事業の部分（各社黄色でハイライト部分）が、ヒューリックが行っていない事業と考えられる。そこで、その3社の当該事業の売上高および営業利益に占めるシェアを示したのが図表9である。

図表9よりわかることは、ヒューリック非取扱事業に関して、三菱地所と住友不動産の営業利益内シェアは売上高内シェアよりも低い。言い換えれば、営業利益率は他事業よりも低いといえ、図表7との比較でもそれは明らかである。三井不動産については、当該事業の営業利益率が高い。しかし、その高い三井不動産の当該事業の営業利益率（21.49%）もヒューリック全社の営業利益率（25.61%）よりは低い。「分譲マンションは行わない」という現在の方針は、収益性の観点でもヒューリックの戦略が正しいと裏付けられた。

続いて、セグメント別の数値データでは三菱地所のみが計上されていた「海外事業」については、3社の有価証券報告書における定性的な認識を確認したい。

三菱地所：「事業等のリスク」において、「為替レート変動のリスク」をあげており、①円高時の外貨建て取引の円貨換算額の目減り、②資産及び負債の一部の項目の連結財務諸表の作成のために円換算による価値変動の影響、の2点に言及している。

三井不動産：「事業等のリスク」において、「海外事業に伴うリスク」をあげている。米、英、アジアを中心とする国外事業展開において、各国・地域の法令、許認可の遵守ならびに多様な国籍、言語、文化を踏まえた人員配置・労務管理の必要性を認識している。そのうえで、①経済環境、法規制・税制、②金利・インフレ・為替などの変動、③政治的・経済的不安定性、④訴訟等の外部要因、⑤提携先企業の財務状況等からの

悪影響の可能性に言及している。

住友不動産：同社HPの組織図には「海外事業部」は見られるが、「事業等のリスク」には、海外関連と思わせる記述は見当たらない。

三菱地所、三井不動産の2社の記述から、当面、「為替リスクや地政学リスクのある海外案件」は実施しないというヒューリックの方針は理解できる。

### 3. 評価と今後への期待

これまでの確認、大手3社との比較、分析をふまえると、順調に上場以来増益、増配を続けているヒューリックは、現在の経営方針で今後も事業の継続が可能と考えられる。では、当社自体がどのようなリスクを認識しているかを有価証券報告書の「事業等のリスク」から確認したい。大項目として14項目をあげているが、大きく分けて①不動産事業関連、②有利子負債、金利・株式変動など市場関連、③自然災害、④サステナビリティ、ガバナンス、人事、コンプライアンスなど内部管理の4つに区分できると考えられる。①は順調な本業の状況から当面、大きな懸念はないと思われる。③、④は同社に限らず、どのような企業も意識すべき分野であろう。ディベロッパーとして多額の資金調達を継続的に行う同社にとっては、②は重要であるものの、業績に拠る信用リスク面での懸念は現状考えられず、3章の金融事例であげたような地球環境に配慮した事業運営を行っていることから、グリーンファイナンスの分野での資金調達も継続的に可能であろう。当面、当社に影響があるとすれば、いよいよ次期総裁候補の名前も明示された日銀の金融政策の動向、それを見据えた市場の長期金利の急激な上昇の可能性ぐらいではないだろうか。

順調な業績を継続しているヒューリックにつき、ア

図表10 4社の自己資本比率比較

(単位：百万円)

	ヒューリック	三菱地所	三井不動産	住友不動産
総資産	2,207,325	6,493,917	8,208,012	5,806,040
純資産	638,332	2,236,432	2,913,752	1,634,049
自己資本比率	28.92%	34.44%	35.50%	28.14%

出所：各社有価証券報告書より筆者作成

アイデアベースであるが将来の事業拡大において、1点可能性を検討したい。それは、前項で「理解できる」とした「当面は行わない方針の海外案件」である。当社の日本の首都圏、中でも銀座など都心5区で蓄積した開発ノウハウ、PPPの経験、環境対応のビルの長寿命化の技術は、今後、海外、中でもインフラを含めた都市開発のニーズのあるアジアでは有用なものと考えられ、現地企業との提携なども含めて、将来は実現して欲しい事業と考えている。

あらためて、前述の西浦会長のコメントを確認すると「当面」という言葉ではなく、「自己資本の充実が図られるまで」は行わないとの表現であった。そこで、自己資本について、他3社との比較をあらためて行ってみると図表10のとおりである。

純資産の規模ではまだ他3社との違いは大きいものの、自己資本比率ではすでに住友不動産を超えている。海外投資を実際に行う場合は、比率ではなく、規模自体が重要とも考えられるが、今後の同社の動向を期待して見守りたい。

## おわりに

今回の「都市と金融」の事例研究は、これまでの3回では取り上げなかった「個別企業の分析」を試みた。まちづくりに関わりの深いディベロッパーであり、独自の経営方針で着実に業績を拡大しているヒューリック社の取組は、オフィスビル開発のみならず、PPPによる自治体の不動産の有効活用、観光事業でのホテルや旅館の運営、地球環境への配慮の取組など、どれもあらためて確認してみて、興味深いものであった。また、財閥系3社との違いを財務データの比較もふまえて行い、同社の特徴や強みが理解できた。

本学での講義科目「都市と金融」では、企業、都市インフラ、アジアをキーワードに金融、中でも資金調達を中心に学んでもらっている。本稿が、「まちづくり」や「企業」と金融の関連を学生が理解する一助になればと考えている。また、就職活動における業界内企業の比較などにも参考になれば幸いである。そして、いつかヒューリック社に就職する本学部卒業生が出てくるとも期待したい。

## 謝辞

本年度で2016年4月の学部設立以来丸7年、学部長を務めていただいた松岡 拓公雄先生と学部設立前より本学大学院（アジア・国際経営戦略研究科）で教鞭をとられ、学部にも参画頂き、たいへんお世話になった張 相秀先生がご退職になられる。非常に寂しいが、お二人の今後ますますのご活躍とご健康をお祈りするとともに、この場を借りて、心より感謝したい。

## 注

- 1) グループ会社や自社運営するホテル・旅館等の宿泊施設を含む。
- 2) RE100 (renewable electricity 100%)：事業運営で使用される電力をすべて再生可能エネルギーから賄うことを目指す国際的なイニシアティブ。
- 3) 同社がエネルギー管理権限を有さない一棟貸、住宅系、非幹事共有物件等は除く。
- 4) <https://www.bunmachi.org/company> を参照
- 5) 天神 (2022) では、「Value For Money (バリュー・フォー・マネー)：「支払に対して価値の高いサービスを提供する」という考え方と整理し、「利活用・長寿命化改修工事の実績費用／新築工事費用（計算上）」の割合と述べている。

## 参考文献／参考 web ページ

- 天神 良久 (2022)「廃校の利活用・長寿命化施策の事例調査・VFM分析、法令対応解説 その1」『東洋大学 PPP センター紀要』14, 1-32 (2022-03), 特別論文
- 環境省 (2022)「グリーンボンド及びサステイナビリティ・リンク・ボンドガイドライン グリーンローン及びサステイナビリティ・リンク・ローンガイドライン2022年版」  
<https://www.env.go.jp/content/000062348.pdf> (最終閲覧日 2023年2月14日)
- 京都市 HP「京都市情報館 元立誠小学校の跡地の活用について」  
<https://www.city.kyoto.lg.jp/menu4/category/56-21-2-2-0-0-0-0-0-0.html> (最終閲覧日 2023年2月14日)
- 金融財政事情研究会編 (2020)『第14次業種別審査事典 第6巻』株式会社きんざい
- 国土交通省 HP「『官民連携』とは」  
<https://www.mlit.go.jp/sogoseisaku/kanminrenkei/1-1.html> (最終閲覧日 2023年2月14日)
- 住友不動産株式会社 有価証券報告書  
[https://www.sumitomo-rd.co.jp/uploads/8830\\_FY2022-report.pdf](https://www.sumitomo-rd.co.jp/uploads/8830_FY2022-report.pdf)
- ヒューリック株式会社 HP a 会社情報 歴史・沿革  
<https://www.hulic.co.jp/corporate/history.html>
- ヒューリック株式会社 HP b 統合報告書2020 P.8～P.15  
[https://ssl4.eir-parts.net/doc/3003/ir\\_material\\_for\\_](https://ssl4.eir-parts.net/doc/3003/ir_material_for_)

- fiscal\_ym17/82052/00.pdf  
ヒューリック株式会社 HP c 社長インタビュー (2022年3月23日)  
<https://www.hulic.co.jp/ir/strategy/interview.html>  
ヒューリック株式会社 HP d 事業内容 3K ビジネス-環境  
<https://www.hulic.co.jp/business/3k/environment/>  
ヒューリック株式会社 HP e 事業内容 PPP 事業  
<https://www.hulic.co.jp/business/other/develop/#anc1>  
ヒューリック株式会社 HP f サステナビリティ環境への取組 環境基本方針 サステナビリティ・リンク・ボンド  
[https://www.hulic.co.jp/sustainability/ecology/management/linked\\_bond.html](https://www.hulic.co.jp/sustainability/ecology/management/linked_bond.html)  
ヒューリック株式会社 有価証券報告書  
[https://ssl4.eir-parts.net/doc/3003/yuho\\_pdf/S100NNWR/00.pdf](https://ssl4.eir-parts.net/doc/3003/yuho_pdf/S100NNWR/00.pdf)
- 三井不動産株式会社 有価証券報告書  
[https://www.mitsui-fudosan.co.jp/corporate/ir/library/fs/pdf/YUHO\\_2203.pdf](https://www.mitsui-fudosan.co.jp/corporate/ir/library/fs/pdf/YUHO_2203.pdf)  
三菱地所株式会社  
[https://www.mec.co.jp/ir/library/2022/4Q/mec118y\\_0.pdf](https://www.mec.co.jp/ir/library/2022/4Q/mec118y_0.pdf)  
(ヒューリック社各 HP ならびに各社有価証券報告書 最終閲覧日 2023年2月15日)  
力武忠幸 (2013) 「民間が整備する建物系公共施設についての考察」『東洋大学 PPP 研究センター紀要』NO.3 研究ノート  
Michael E. Porter, (1980) "Competitive Strategy", The Free Press, (土岐 坤・中辻萬治・服部照夫訳 (1995) 『新訂 競争の戦略』ダイヤモンド社