



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# オリエンタルランド 2019 年

## 1 浦安埋め立て計画

千葉県が浦安埋め立て計画を打ち出したのは昭和30年代のはじめ(1955年頃)である<sup>[1]</sup>。海が汚れ、海苔養殖などの漁業が難しくなったことが理由である。埋め立て工事は民間業者で行ない、千葉県は工事完成後に代金として土地の一部を業者に譲渡する方式で実施された。

オリエンタルランドは、浦安埋め立て計画の民間業者として1960(昭和35)年7月に作られた会社である。当初は京成電鉄が36%、三井不動産が32%、朝日土地工業が32%の出資比率だったが、朝日土地工業が三井不動産に吸収合併されたことにもない、京成電鉄52%、三井不動産48%と変わった。京成電鉄の川崎千春社長がオリエンタルランドの社長を兼任する。

1962(昭和37)年、オリエンタルランドは千葉県から115万坪の土地の払い下げを受ける。この払い下げには、そのうちの63万坪をレクリエーション関連の施設にするという条件がついていた。川崎社長がディズニーランドの誘致に熱心だったため、オリエンタルランドはウォルト・ディズニー・プロダクションズ(現ディズニー・エンタプライゼズ・インク)と交渉を始めた。

しかし、狂乱物価の最中に土地を買い漁った京成電鉄は第1次石油ショックで経営が悪化し、川崎社長は京成電鉄の経営に専念するため社長を辞任する。1973(昭和53)年、後任の社長に、専務取締役だった高橋政知氏が就く。

専務時代の高橋氏は、浦安の漁業組合を相手に漁業権消滅に対する補償交渉であった。交渉相手は、本州製紙に殴り込みをかけるなどで勇名を馳せていた浦安漁協である。高橋氏の前任者は町会議員への贈賄容疑で逮捕されていた。

高橋氏は浦安の漁師と酒を飲みまくり、わずか数ヶ月のうちに補償交渉をまとめ上げたという。松濤

<sup>[1]</sup> 以下の内容は、『夢を紡いだ男』高橋政知・オリエンタルランド社長、『日経ビジネス』、1986年8月18日号、76-82ページによる。

このケースは、慶應義塾大学ビジネス・スクール教授 太田康広がクラス討議の資料として作成した

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール(〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話045-564-2444、e-mail:case@kbs.keio.ac.jp)。また、注文は<http://www.kbs.keio.ac.jp/>へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法(電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない)による伝送も、これを禁ずる。

Copyright © 太田康広(2019年8月作成)

の自宅を処分した売却代金の過半を注ぎ込み、相当の身銭を切ったとされている。

## 2 東京ディズニーランド

5 京成電鉄が中心となってディズニーランドを誘致する予定が、京成電鉄の経営悪化で狂う。京成電鉄にはオリエンタルランドの債務保証をする能力がなくなってしまった。

ディズニーは初めての外国事業ということで、資本出資をすることなく、売上げに対して高率のロイヤリティーを要求していた<sup>[2]</sup>。建設費の見積もりは年々急上昇し、最終的にいくらになるか見通せない状況にあった。事業の採算性がとれる見込みが薄く、三井不動産は債務保証に消極的になっていった。

10 そこで高橋社長は、千葉県と交渉し、オリエンタルランドの経営が悪化した場合は、レジャー用の土地の約半分の 31 万坪を住宅用地として売却できるという約束を取り付けた。この千葉県の約束を信用保証の代わりにして日本興業銀行を中心とした銀行団からの融資を取り付けた。

1979 年（昭和 54）年 4 月、融資が決定する前に、高橋社長はディズニーとのあいだで「東京ディズニーランド」のライセンス、設計、建設および運営に関する業務提携の契約を締結してしまう。

15 1983（昭和 58）年 4 月、東京ディズニーランドが開業した。開業初年度は赤字であったものは、2 年目にして黒字を計上する。初年度入場者数 1036 万人、2 年目 1001 万人と 2 年連続で 1000 万人を上まわる好調な滑り出しだった。

当初は、建設費のほとんどを借入れて賄ったため、売上高の 14% に達する利子の支払いで経常損失に沈む。その赤字を所有地を売却して埋めていた。

20 しかし、東京ディズニーランドの集客は順調で、千葉県と約束した 31 万坪の土地を売却することなく借入金は順調に減少していく。とくにエレクトリカルパレードの成功と好調な物販がオリエンタルランドの経営を支えた。アメリカとは異なり、日本にはお土産文化があるため、入場者 1 人あたり、買い物に使う金額が大きい。

25 オープンから 4 年間、入場者数は 1000 万人あまりで横這いが続く<sup>[3]</sup>。一部のアトラクションは長蛇の列で入場者の不満も高まっているため、入場者が 6 万人を超えると入場制限をしている。

このままでは入場者数を大きく増やすことは難しいので、オリエンタルランドは団体客の誘致を始めた。地方の小中高等学校に営業担当者を派遣し、各種の催しのパンフレットを送るなどすることで、修学旅行客の獲得を進める。修学旅行などの団体客は、一般客のピーク時以外の集客に貢献する。開業 5 年目の入場者数は前年比 12% で増え、1338 万人に達した。

30

<sup>[2]</sup> 「土地を売らねばやれぬ “夢の国” 国民的レジャーの発展へ世論の納得する方法を」、『日経ビジネス』、1985 年 9 月 2 日号、36-42 ページによると開業直後のロイヤリティーは売上げの 7% である。以下の内容は同記事による。

<sup>[3]</sup> 以下、「常連客を飽きさせぬ、日本型ディズニー創り」、『日経ビジネス』、1989 年 10 月 9 日号、66-69 ページによる。

東京ディズニーランドは、以後も順調に入場者数を伸ばし、1992（平成4）年3月期には入場者数1600万人を超える<sup>[4]</sup>。もはやこれまでのように100万人単位で入場者数を増やすことは難しいといわれながらも、地方団体客の獲得のための地道な営業努力を続けることで、東京ディズニーランドは開業15周年目の1998（平成10）年3月期には、1745万人の入場者数を記録する<sup>[5]</sup>。半径100km以内に比較的所得の高い層が3000万人以上住んでいるという立地条件の良さが大きい。

東京ディズニーランドの想定を超える大成功の原因としては、地道な営業努力のほか、新規アトラクションのために毎年100億円強の追加投資をしている効果もある。開業から15年間の累計で1500億円以上の追加投資である。開業時の投資が1800億円程度だったことを考えると、2倍近い累計投資額となっている。新規アトラクション投資のほか、既存設備のメンテナンスにも毎年の減価償却費とほぼ同額の100億円程度を掛けているという。堅調な業績を背景に、開業時に一千数百億円に上った借入金をこの頃までに完済している。この時点で、毎年200億円から250億円程度のキャッシュ・フローがあった。

### 3 東京ディズニーシー

東京ディズニーランドは、成功すればするほど、入場者数の限界に近づいていく。待ち時間も長くなり、ランド内が混雑すれば入場者の満足度も下がる。オリエンタルランドが飛躍するためには、どうしても第2パークが必要とされていた。

健全な財務体質に裏打ちされて、オリエンタルランドは第2パークである「東京ディズニーシー」や複合型商業施設「イクスピアリ」へ投資する。新規投資額はおよそ5000億円である。幸いにもまだ敷地に余裕があり、東京ディズニーランドのすぐ横に東京ディズニーシーの敷地を確保することができた。東京ディズニーシーは、2001（平成13）年9月に開園した。東京ディズニーランドと東京ディズニーシーは、合わせて東京ディズニーリゾートと呼ばれる。

東京ディズニーランド開業20周年の2003（平成15）年、ランドとシーを合わせて2500万人を超える入場者数に達していた<sup>[6]</sup>。フリー・キャッシュ・フローは年間500億円を超えていく。

次の10年で東京ディズニーリゾートはさらに成長する。東京ディズニーランドが30周年を迎えた2013（平成25）年から2015（平成27）年まで、入場者数が毎年3000万人に達するという予想外の成功を収める<sup>[7]</sup>。これを受けて、オリエンタルランドは設備の拡充計画を前倒しで実施することにした。

<sup>[4]</sup> 「新社長登場 加藤康三氏 [オリエンタルランド] 転換点にパーク建設へ道筋づくり」、『日経ビジネス』、1992年7月27日号、120-121ページ。

<sup>[5]</sup> 以下、「編集長インタビュー 加賀見俊夫氏 [オリエンタルランド社長] 潤沢なキャッシュフローで新鮮さ維持 新事業に5000億円、教育にも進出」、『日経ビジネス』、1999年8月16日号、80-83ページによる。

<sup>[6]</sup> 「加賀見俊夫氏 [オリエンタルランド社長] 第3のパークは地方で」、『日経ビジネス』、2003年6月30日号、90-93ページ。

<sup>[7]</sup> 「編集長インタビュー 施設の魅力、前倒しで向上 [オリエンタルランド社長兼 COO（最高執行責任者）] 上西京一郎氏」、『日経ビジネス』、2016年7月18日号、75-77ページ。

750 億円を投資して、2 つのアトラクションを廃止した跡地に『美女と野獣』のエリアを増設し、廃止するアトラクションの収容人数の倍の施設を作るという。さらに駐車場を立体化して敷地を確保し、新しいアトラクションを追加することも検討している。

5 入場者数の増加が限界に近づく中で、東京ディズニーリゾートは2年連続でワンデーパスポートの値上げに踏み切った。現在は7400円である。お土産などの物販も含めた1人あたり売上高は1万円を超えて来ている。

2018(平成30)年には、5期連続入場者数3000万人を達成し、2022(令和4)年度までにランドとシーを合わせて計3500億円の追加投資をするという<sup>[8]</sup>。このうち、2500億円程度はシーに投資される。シーの初期投資額が3500億円であったことを考えると大幅な追加投資といっている。

10

### 【設問】

1. オリエンタルランドの連結貸借対照表、連結損益計算書、連結キャッシュフロー計算書等を分析し、同社の収益性と成長性を評価してください。
- 15 2. オリエンタルランドの現在の時価総額から、株式市場はオリエンタルランドの収益性と成長性をどのように評価していると考えますか。説明してください。



図1 オリエンタルランド(4661)株価チャート

<sup>[8]</sup> 編集長インタビュー ディズニー以外の柱も必要 [オリエンタルランド社長兼 COO(最高執行責任者)]上西京一郎氏、『日経ビジネス』、2018年9月10日号、70-73ページ。

株価	15,205 円
時価総額	5.53 兆円

表 1 2019 年 8 月 26 日現在のオリエンタルランド(4661) 株式情報

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (平成30年 3月31日)	当連結会計年度 (平成31年 3月31日)
資産の部		
流動資産		
現金及び預金	※1 296,350	※1 377,551
受取手形及び売掛金	※1 19,990	※1 22,083
有価証券	※2 21,709	20,999
商品及び製品	10,301	9,256
仕掛品	177	477
原材料及び貯蔵品	7,494	7,590
138	※1 3,113	※1, ※2 3,882
貸倒引当金	△2	△5
流動資産合計	359,134	441,835
固定資産		
有形固定資産		
建物及び構築物	676,401	686,623
減価償却累計額	△400,892	△415,651
建物及び構築物 (純額)	275,508	270,971
機械装置及び運搬具	262,533	270,947
減価償却累計額	△235,340	△242,821
機械装置及び運搬具 (純額)	27,193	28,125
土地	117,653	117,653
建設仮勘定	38,747	82,342
138	86,795	90,917
減価償却累計額	△72,320	△75,689
その他 (純額)	14,475	15,228
有形固定資産合計	473,578	514,322
無形固定資産		
138	8,865	13,770
無形固定資産合計	8,865	13,770
投資その他の資産		
投資有価証券	※3 51,493	※3 60,810
退職給付に係る資産	4,664	5,666
138	※1, ※3 13,028	※1, ※3 15,140
貸倒引当金	△91	△88
投資その他の資産合計	69,095	81,527
固定資産合計	551,539	609,619
資産合計	910,673	1,051,455

表 2 連結貸借対照表 (資産の部)



(単位：百万円)

	前連結会計年度 (平成30年3月31日)	当連結会計年度 (平成31年3月31日)
負債の部		
流動負債		
支払手形及び買掛金	17,557	19,907
1年内償還予定の社債	—	20,000
1年内返済予定の長期借入金	※1 4,845	※1 6,119
未払法人税等	19,989	22,470
その他	※2 81,230	※2 86,154
流動負債合計	123,623	154,652
固定負債		
社債	50,000	80,000
長期借入金	※1 4,739	※1 2,304
退職給付に係る負債	4,631	4,483
その他	5,702	6,813
固定負債合計	65,073	93,601
負債合計	188,697	248,253
純資産の部		
株主資本		
資本金	63,201	63,201
資本剰余金	111,911	111,938
利益剰余金	619,599	696,718
自己株式	△89,794	△89,183
株主資本合計	704,918	782,674
その他の包括利益累計額		
その他有価証券評価差額金	15,585	19,320
繰延ヘッジ損益	△314	—
退職給付に係る調整累計額	1,787	1,206
その他の包括利益累計額合計	17,058	20,526
純資産合計	721,976	803,201
負債純資産合計	910,673	1,051,455

表3 連結貸借対照表(負債・純資産の部)

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (自 平成29年 4月 1日 至 平成30年 3月 31日)	当連結会計年度 (自 平成30年 4月 1日 至 平成31年 3月 31日)
売上高	479,280	525,622
売上原価	※1 302,771	※1 326,283
売上総利益	176,508	199,339
販売費及び一般管理費	※2 66,223	※2 70,061
営業利益	110,285	129,278
営業外収益		
受取利息	170	146
受取配当金	734	707
持分法による投資利益	109	—
受取保険金・保険配当金	498	508
その他	931	837
営業外収益合計	2,443	2,198
営業外費用		
支払利息	208	222
持分法による投資損失	—	349
固定資産除却損	64	403
支払手数料	575	754
その他	219	306
営業外費用合計	1,068	2,037
経常利益	111,660	129,439
特別利益		
投資有価証券売却益	1,336	—
特別利益合計	1,336	—
税金等調整前当期純利益	112,997	129,439
法人税、住民税及び事業税	35,432	39,193
法人税等調整額	△3,626	△40
法人税等合計	31,805	39,153
当期純利益	81,191	90,286
親会社株主に帰属する当期純利益	81,191	90,286

表 4 連結損益計算書

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (自 平成29年 4月 1日 至 平成30年 3月 31日)	当連結会計年度 (自 平成30年 4月 1日 至 平成31年 3月 31日)
当期純利益	81,191	90,286
その他の包括利益		
その他有価証券評価差額金	3,179	3,735
繰延ヘッジ損益	5	314
退職給付に係る調整額	637	△580
その他の包括利益合計	※ 3,822	※ 3,468
包括利益	85,014	93,754
(内訳)		
親会社株主に係る包括利益	85,014	93,754
非支配株主に係る包括利益	—	—

表 5 連結包括利益計算書

(単位：百万円)

	株主資本				
	資本金	資本剰余金	利益剰余金	自己株式	株主資本合計
当期首残高	63,201	111,911	619,599	△89,794	704,918
当期変動額					
剰余金の配当			△13,167		△13,167
親会社株主に帰属する当期純利益			90,286		90,286
自己株式の取得				△0	△0
自己株式の処分		26		611	638
株主資本以外の項目の当期変動額（純額）					
当期変動額合計		26	77,118	611	77,756
当期末残高	63,201	111,938	696,718	△89,183	782,674

	その他の包括利益累計額				純資産合計
	その他有価証券評価差額金	繰延ヘッジ損益	退職給付に係る調整累計額	その他の包括利益累計額合計	
当期首残高	15,585	△314	1,787	17,058	721,976
当期変動額					
剰余金の配当					△13,167
親会社株主に帰属する当期純利益					90,286
自己株式の取得					△0
自己株式の処分					638
株主資本以外の項目の当期変動額（純額）	3,735	314	△580	3,468	3,468
当期変動額合計	3,735	314	△580	3,468	81,224
当期末残高	19,320	—	1,206	20,526	803,201

表 6 連結株主資本等変動計算書



(単位：百万円)

	前連結会計年度 (自 平成29年 4月 1日 至 平成30年 3月 31日)	当連結会計年度 (自 平成30年 4月 1日 至 平成31年 3月 31日)
営業活動によるキャッシュ・フロー		
税金等調整前当期純利益	112,997	129,439
減価償却費	37,339	38,214
のれん償却額	247	—
退職給付に係る負債の増減額 (△は減少)	388	△367
受取利息及び受取配当金	△904	△853
支払利息	208	222
為替差損益 (△は益)	△14	14
持分法による投資損益 (△は益)	△109	349
投資有価証券売却損益 (△は益)	△1,336	—
売上債権の増減額 (△は増加)	△1,126	△2,134
たな卸資産の増減額 (△は増加)	△743	649
仕入債務の増減額 (△は減少)	△66	3,421
未払消費税等の増減額 (△は減少)	1,147	393
その他	7,180	1,690
小計	155,206	171,041
利息及び配当金の受取額	966	908
利息の支払額	△207	△206
法人税等の支払額	△33,104	△36,768
営業活動によるキャッシュ・フロー	122,860	134,974
投資活動によるキャッシュ・フロー		
定期預金の預入による支出	△240,000	△290,000
定期預金の払戻による収入	245,000	250,000
有価証券の取得による支出	△36,998	△38,998
有価証券の償還による収入	43,998	34,708
有形固定資産の取得による支出	△55,122	△78,574
無形固定資産の取得による支出	△2,665	△5,277
投資有価証券の取得による支出	△1,019	△4,398
投資有価証券の売却による収入	2,336	—
その他	△511	△2,820
投資活動によるキャッシュ・フロー	△44,981	△135,360
財務活動によるキャッシュ・フロー		
長期借入れによる収入	3,850	3,850
長期借入金の返済による支出	△4,839	△5,011
社債の発行による収入	—	49,855
配当金の支払額	△13,173	△13,134
自己株式の取得による支出	△19,999	△0
自己株式の売却による収入	876	1,046
その他	△59	△3
財務活動によるキャッシュ・フロー	△33,345	36,601
現金及び現金同等物に係る換算差額	14	△14
現金及び現金同等物の増減額 (△は減少)	44,548	36,200
現金及び現金同等物の期首残高	141,801	186,350
現金及び現金同等物の期末残高	186,350	222,551

表 7 連結キャッシュ・フロー計算書

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---