

# 社長スモールミーティング 主な質問と回答

2025.06.11

東急株式会社

※ 本内容は質疑応答のすべてを書き起こしたのではなく、当社が簡潔にまとめたものであることをあらかじめご了承ください。

## 実施概要

日時 2025年6月11日

### 出席者

取締役社長	堀江 正博
取締役専務執行役員	藤原 裕久
上席執行役員	梅原 昌弘
執行役員財務戦略室長	戸田 匡介
財務戦略室 主計グループ 課長	大澤 勇紀

## 社長よりメッセージ

### 【当社について】

当社は、人口減がつづく日本において、人口や所得の増加が期待できる東京圏、その中でも更に期待が大きい渋谷と東急線沿線を中心に、アクティブに事業と投資をする会社である。観光のみならずビジネスインバウンドも東京や渋谷に集まっているが、需要が強いエリアに強くコミットをしている。そして、自らの投資で渋谷・沿線を良くし、事業ポートフォリオの収益機会を増やし、収益性を高める。さらには、第三者の投資の誘致も当社の収益機会につながっていく。渋谷ヒカリエの再開発以降、渋谷には2兆円以上の投資がおこなわれているが、そのうち当社は半分で、残りは第三者によるものである。第三者の投資であっても、鉄道やバスの利用者増や、ホテルなど既存施設の利用者の増加も期待ができ、第三者の資金をうまく使ったビジネスモデルとなっている。

また、渋谷や沿線での開発で得られたノウハウや信用をもとに、沿線外でもフィービジネスを中心に展開しているが、日本国内全体を対象にパッシブに、満遍なく事業展開する会社ではない。当社沿線人口の減少はしばらく先だが、関係人口を含めた積極的な人口誘致に努めていきたい。

### 【渋谷再開発について】

渋谷の再開発については、スケジュール延期ということでネガティブな報道もあるが、建築費高騰の中で大型開発を前進できていること自体、極めてポジティブであると自負している。Shibuya Upper West Project と渋谷スクランブルスクエア第Ⅱ期は、サブコンを含めた発注先を確保し、すでに着工している、また、グループに東急建設がいることも強みとなっている。今後、他の再開発プロジェクトの中止や延期の発表が続くと予想され、新築の賃貸市場は相当逼迫していきだろう。今の建築費水準では、賃料3万5千円がとれない物件では採算がとれないため、新規のビルが立ち上がってこないエリアもでてくるだろう。

渋谷スクランブルスクエア第Ⅱ期の竣工遅れについては、中期経営計画の数字には織り込み済み

で業績への影響はない。一部で、スクランブルスクエアの竣工が2034年という報道もあるが、スカイウェイなど駅周辺の歩行者ネットワークも含めた話で、ビルの開業は2031年度である。投資先行に対するリターンの遅れについては、既存ポートフォリオの内部成長でカバーしていく。

また、「渋谷開発は最終章」という報道もあり誤解が生じているようだが、スクランブルスクエアを含む「駅街区」の再開発については最終章に入るが、今般発表した宮益坂街区をはじめ、そのすぐ外側である「駅周り街区」の進捗率はまだ半分ほど。さらには、この「駅周り街区」の外側でも再開発機運が高まっており、渋谷の再開発は当面続く。当社3物件の開業までの間には、他社が手掛ける計2万坪のオフィスが開業予定で、約5千人の就業者増が見込まれる。これにより、当社の各事業・施設のビジネス機会の増加を期待している。つまり、当社は自らの投資なしで、鉄道やバス、周辺施設の利用増などの利益を享受することになり、ここでも第三者誘致のメリットが発揮できていると言える。

今後についてはハード&ソフトの都市機能拡充投資で渋谷の魅力をさらに高め、オフィスを構えたい立地としての地位を確実に引き上げていきたい。そして、個々のプロジェクトのみならず、既存の賃貸ポートフォリオの賃料上昇やトラフィック増加により様々な事業で回収したい。

#### 【内部成長策について】

中期経営計画で触れた内部成長については、賃貸事業では市場賃料に合わせるのではなく、マーケットレントを主導していきたい。そして各事業では、品質向上を伴う価格政策を意識する。高価格商品の提案、あるいは投資不足の案件については追加投資による収益力強化、受託請負ビジネスでは赤字化案件からの撤退などを行い、収益性を強化する。また、高収益区画においては、第三者賃貸から自前の売り場やFCの活用により収益力を向上に取り組む。インバウンド需要については、ホテルや百貨店を中心に、渋谷や東急歌舞伎町タワー等で取り込んでいく。インバウンド顧客の高額消費の低迷が見られるようになったが、東急百貨店では価格帯が異なるため影響はない。ホテルについては、シンガポール拠点のパンパシフィックホテルとの協業による成果も含めてアップサイドに期待できる。招き猫がインバウンド客に人気の豪徳寺をはじめ、沿線近場のお出かけ需要も掘り起こしていきたい。一方で、沿線エリアについては、地元リレーションを活かした土地の仕入等をきちんと進めていく。

#### 【渋谷や沿線の不動産運用について】

当社が運用することで標準的なリターンをしっかりとアウトパフォーマンスさせていく。

#### 【稼働賃貸資産の売却による含み益の実現について】

含み益実現についての質問が増えているが、売却益に対する法人税課税により、企業価値の外部流出があるため、むやみに売却することは株主価値にプラスにならないと考える。また、回収した資金を直ぐに収益寄与する物件に再投資するとなるとインカムは減少、インカム維持を狙うとハイキャップのハイリスク物件に投資することになってしまう。開発利益を求めると、時間を要する。また、大型の再開発を進めていくには、含み益があることで生まれる与信も必要と考えている。

## 主な質疑と回答

**Q1.** 今後の ROE の推移について教えてほしい。

中期経営計画では ROE と株主資本コストを重要すると公表している一方、今後の ROE は、8%は超えるものの、徐々に下がっていく計画になっており、株価へネガティブに作用していると思うが、どのように捉えているか。また 2028 年以降の ROE の推移はどのように考えているか。

**A1.** ROE については、財務健全性との両立を図る考えであり、やみくもに財務レバレッジ上昇させて上げる考えはない。したがって、ROA の上昇を目指すことがベースになるが、本来事業ポートフォリオによって求められる目線は変わってくるものである。

現在の当社のように、大型再開発プロジェクト開業が直近なく先行投資が積みあがる局面や、鉄道事業の運賃等インフレに遅効性のある事業を抱える企業は、足元で ROA 水準を上げるのが難しい。したがって、既存事業の内部成長や、ROA 水準の高いフィービジネス等にしっかりと取り組んで ROA を上げていく。勿論、今の ROE・ROA 水準に満足しているわけではなく、今後の ROA を上げていくため事業ポートフォリオの見直し、強化を行う。

加えて、渋谷エリアの再開発には、当社だけでなく他社も多く参画しており、都市機能が向上することで、街全体の価値も向上し、既存物件のオフィス賃料の上昇等、エリアとしての価値が上がり、エリアにおける ROA はさらに上がるだろう。自社の開発だけでなく、他社の推進する開発の恩恵も取り込めるのが当社の大きな特徴だ。

また、株主資本コストの関連から、IR における投資家とのコミュニケーションの深化や  $\beta$  値を下げていくための施策も実施・強化する。

**Q2.** 事業別 ROA についてどの程度の粒度で見えていくイメージか教えてほしい。

また、あるべき姿と比較して、どこにギャップがあり、どのようにギャップを埋めていきたいかを教えてほしい

**A2.** 事業別 ROA に関しては、現状の開示ではセグメントごととしているが、社内では事業や会社ごとに管理している。今後は開示についても、セグメント単位をさらに細分化し、個別の事業別に目標を示していく必要があると感じる。例えば不動産事業は販売、賃貸、管理の 3 つの事業でリターンが異なり分ける必要がある。

管理はフィービジネスであり、より高い ROA 水準を目指していきたいと考えている。

また、販売はボラティリティがあるので、販売業をはずした不動産事業のあるべき ROA の議論も必要。事業のボラティリティや成長性に応じた目標値を設定していきたい。

**Q3.** 2019 年に公表した長期経営構想における、2030 年度の数値目標等についてアップデートを検討しているか。大型再開発プロジェクトのスケジュールが遅れる中で、中長期での目標感が示されていないことが、株価の伸び悩みにも影響していると思っている。

**A3.** 長期経営構想はコロナ以前に策定を行っており、コロナ禍に加え、プロジェクトのスケジュール変更等に状況が変化したこともあり、策定時とは異なる外部環境となっている。一方、長期経営構想では営業利益 1,500 億円に加え、当期純利益 1,000 億円等の目標値を掲げており、当期純利益の達成を引き続き強く意識したい。足元では当期純利益が 800 億円水準まで伸びてきているが、不動産販売益等キャピタルゲインに過度に依存することなく、自然体で伸びてきていると感じており、ポジティブな状態と考えている。

長期経営構想のアップデートについては、現状何か具体的な動きがあるわけではないが、長期的な数値の開示を検討していきたい。アップデートを検討する際には自然体の利益創出力の伸びに加えて竣工物件の開業効果を訴求したい。長期的な ROE の目標なども示さなければいけないと考えている。

**Q4. 2027 年度までの数値目標を今回の決算で公表したが、今後も今回のように 3 年先まで公表するのか。また、中期経営計画は改めて策定するのか。**

**A4.** 今回は現中期経営計画をベースに 2027 年の数値目標を出した形であり、積み上げで作成している中計の 3 か年のものよりも数字の精度は落ちる。毎年ローリングしていくのが理想だとは思うが、中期経営計画策定のようなことを毎年行うには負担が大きい。一方、中期経営計画が進むと先の情報がなくなることも良くないと考えており、精度は下がると思うが、今後も追加の情報を開示していきたい。また、正式な中期経営計画は今後も策定を行い、今後も数値を積み上げて作成する。中期経営計画を 3 年にするか 5 年等にするか等についてもまだ議論の余地があるだろう。

**Q5. 当社は、「コングロマリットプレミアムの創出」を掲げているが、市場ではコングロマリットに対しては、ディスカウントという印象が強い。プレミアムを創出していくような施策等があれば教えてほしい。**

**A5.** コングロマリットプレミアムかディスカウントかは計算方法によっても異なるが、会社としてはディスカウント要因の除去と、プレミアムの創出の 2 点を意識したい。ディスカウント要因の除去の観点では、セグメントごとの ROA 目標の公表を検討するほか、投資家との面談においてもセグメントをさらにブレイクダウンし、事業ごとの開示の透明性を上げたい。また、海外投資家との対話においては、私鉄のビジネスモデルは分かりづらいといわれるが、当社のビジネスモデルを理解してもらえようようなコミュニケーションを取りたい。プレミアム要因の創出について、コングロマリットに「地域」をつけて、「地域コングロマリット」を掲げている。当社の強みは東急ブランドが沿線で認知度が高いことがポイントであり、例えば足元で東急パワーサプライが好調な利益を上げているが、もともと顧客基盤を有していたことに加え、東急ロイヤルクラブなどの顧客組織を活かしている成果でもある。今後も事業間連携の強化により追加収益を獲得し、プレミアムの創出に取り組んでいきたい。

**Q6. 投資家と対話する中で当社が評価されていないと感じる点、投資家にさらに着目してほしい点はどこか。**

**A6.** 現状、事業ポートフォリオのボラティリティの低さは伝わっておらず、ROEの目標感だけが先走りしていると考えます。また、コロナ禍で鉄道やホテルがダメージを受けたこともあり、本当にボラティリティが低いのかという点でギャップが生じている可能性もあります。加えて、投資家の投資目線の短期化により、当社のビジネスとの目線・時間軸があっていない点も課題であり、IRでしっかりと説明したい。個人の投資家からは配当水準や配当利回りが他社比較で見劣りしているといった話もあるので、資金需要を見ながら拡大を検討していく。また、渋谷開発が先になったので当面カタリストがないという見られ方をしますが、当社の開発だけでなく、他社の開発による各種人口増加が当社の収益増加につながることも改めてアピールしたい。

**Q7. 他の私鉄各社が回転型の不動産事業へ注力している中、当社はそこから一線を引いている印象。どのように回転型ビジネスをとらえているか改めて教えてほしい。**

**A7.** 回転型の不動産事業を否定はしないが、不動産販売の利益の割合が高まるとPERが下がる傾向があるので賃貸利益をベースとし、そこに販売利益をプラスアルファとしていくイメージを持っている。なお、稼働している賃貸不動産の売却は、売却益に対し法人税がかかる分だけ企業価値が外部に流出してしまう。実行するにはタックスプラン等を含めた対策の検討が必要と考えている。ただし、東急REITへの拠出はフィービジネスで関与できるので対応策としてはあり得る。また、金融機関など渋谷や沿線での当社の開発への理解が深く、フィービジネスへ継続して関与できることが期待できる相手先も候補になる。また、当社は賃貸マンションや中小規模のビルの回転型事業も行っている。賃貸マンションも沿線の人口誘致に必要な機能のため、購入後リノベーションし、当社のスタイリオブランドを付した上で売却して、PMは当社というかたちで、キャピタルゲインやフィービジネスを狙う。また、住宅分譲については利益をとるだけでなく、沿線エリアに人口誘致をする事業として重視しており、今後も沿線エリアを中心に推進していく。

**Q8. 東急REITを持分法適用関連会社とする戦略的な意味について教えてほしい。また、同社が持分法適用会社になったらこれまでと関係性に変化はあるのか。**

**A8.** 東急REITとの関係性についてだが、これまでもメインスポンサーであり、持分法になったからと言って関係性が変化するわけではない。中期経営計画において東急REITとの連携強化も掲げており、スポンサーシップの強化を示す意味合いもある。東急REITの設立当時10%の投資口を有していたが、同社がPOを行う中で5%程度まで低下した。これをまず10%まで引き上げたうえで、15%まで買い増しをしている。また、P/NAV水準と比較すると現在の投資口価格は割安で、現物不動産に投資するより効率が良いという意味でも投資の意義がある。

**Q9.** 有利子負債の見通しについて教えてほしい。2027年度に1兆3,000億円となると決算説明会資料に記載があったが、投資のピークを考えると今後さらに有利子負債は増えていくと思うが、どの程度まで有利子負債を膨らませようと考えているか。また、エクイティを使うなどのファイナンス手法についての検討、有利子負債の増加を抑えるような策も検討しているのか。併せて、株主還元への影響なども教えてほしい。

**A9.** 財務健全性を維持しつつ ROE との両立を図っていきたいと考えており、過度にレバレッジをかけることはせず、出来るだけ現状の財務健全性を維持する方針でいる。また、エクイティファイナンスについては、現在検討しているものはない。

渋谷の再開発の投資について今後10年で約6,000億円程度かかる見込みだが、本格的に資金需要が高まるのは、2030年度前後と見込んでいる。その前に内部成長を図りながらキャッシュ・フローの創出力を高めたいと考えており、急激に有利子負債が増加するイメージはない。株主還元については内部成長等による利益成長を見ながら拡大を検討する。今年度も100億円の自己株式取得を実施予定であり、引き続き総還元性向も意識していきたい。

**Q10.** 渋谷の再開発プロジェクトのスケジュールが変更になると、キャッシュアウトのタイミングも後ろ倒しになると考えている。足元では資金の余裕が生まれると思うが、他のキャッシュアウトに回すとすると、どういった用途になるのかを教えてほしい。

**A10.** キャッシュ・フローに余裕ができた段階で、有利子負債の水準など、各指標がどのような状況になっているかにより判断したい。景気後退局面など、逆張り投資の機会が来た際に動けるようにしておきたい考えもあり、一定の健全性を持ちながら適切なキャッシュ・アロケーションを検討するというのが基本的な考え方である。

また、利益が積みあがっていけば、株主還元にもまわしていきたい。足元の株価が軟調な理由の一つに、他社が還元を強化し、当社が相対的に劣後しているという点があるだろう。配当性向30%を中長期的に目指すというのは、既にお伝えしてある通りであり、着実に進めていきたい。また、自己株式の取得を含め、バランスを鑑みながら株主還元も検討していく。

**Q11.** 内部成長が順調に進んでいるかを判断するために投資家が見るべき KPI や指標は何か。

**A11.** 内部成長の目標については、個別の施策は色々あるものの、現時点では具体的に示せるものはない。今後、KPI については、内部成長の詳細に示すためにも、これまで以上に開示セグメントを細分化して事業別 ROA や指標等、各事業の実力を示していきたい。またエリア別 ROA の開示もしていきたい。

**Q12. 当社の場合、鉄道業界だけでなく、不動産業界と比較されることも多いと思うが、NAVでの企業価値の見せ方などについて、何かアイデアはあるか。**

**A12.** NAVに関しては、今後1株当たり修正BPS等を開示できるようにしたいと考えている。

**Q13. 人材への投資をどのように当社の価値向上につなげるか、人材に関する考え方についてアップデートがあれば教えてほしい。**

**A13.** 労働集約的な事業を多く抱えているので、人材への投資や待遇改善が、会社の競争力につながると考えて取り組んでいる。従業員待遇は3月に一時金の支給も行う等、1人あたり人件費は10%程度上昇している。人材の確保は引き続き課題だが、賃金水準の見直しとあわせて、寮や社宅など福利厚生部分の拡充も取り組んでいる。

**Q14. 鉄道事業はインフレによって、今後費用が増えると考えますが、固定費をどのように減らすか。他社とメンテナンスを共同で行うなど固定費を下げる策があるのか。**

**A14.** 工事については、当社はバリアフリーやホームドアは既に整備が済んでいる。池上線、多摩川線の一部で進めるものがあるが、相対的には早く済ませており優位な状況である。固定費の削減余地としては、例えば信号システムをATCからCBTC化を図ることで、車上の装置で対応可能になり、地上設備が軽くなる。投資だけでなくメンテナンスも楽になり、タイヤの遅延回復効果も大きい。また、他社協業もすすめたい。メンテナンスの部分もだが、まずは相互直通先については、あらかじめ仕様の共通化・標準化を図ることで、実際に投資する段階において機器の代金が安くなるので、このような対応は検討していきたい。

**Q15. 今後、鉄道事業のリターンを向上させるには、運賃制度自体の見直しが必要という印象があるが、どのように考えているか。現状は輸送人員の増加でカバーしているが、賃金や修繕費の上がり方を考えると、沿線人口増加のみでは今後は厳しいと考える。実際に鉄道事業の割合が大きい会社ほど株価のディスカウントが大きい。この点について見解や対応策があれば教えてほしい。**

**A15.** ご指摘の通り物価水準が上がっていく中で、こういった運賃制度が望ましいかを検討する必要があると考えている。総括原価の運賃制度上の適正利潤は、ROE換算をすると当社の運賃改定申請時で6%程度となっている。当社は非鉄道部門が大きいので全体でカバーできるが、ROE8%以上が株式市場で求められる中で、課題意識を持っていきたい。なお、当社の運賃水準は関東私鉄の中でも割安である。沿線人口が減るのは当分先と見込んでいるが、割安というポジションであれば、仮に人口減少に陥り輸送人員が減少に転じるようなことがあっても、価格改定への許容度は一定あるものと考えており、潜在的なリスク耐性があると考えている。

**Q16. 建築費高騰の一方、価格転嫁が限界を迎え、住宅販売業の収支が悪化するケースもあると認識している。今後の住宅販売価格についてどのように考えているか。**

**A16.** 当社が行う沿線での住宅販売業は人口誘致という性質もあり、今後も取り組んでいきたい。住宅販売価格は、今後賃金がどの程度伸びるかによっても変わってくると考えている。賃金が今のペースで伸びるとは考えづらいため、価格が頭打ちになり、利益率が減少するような局面が来ることも覚悟する必要がある。したがって、今後は商品設計が重要と考えている。例えば定期借地権の物件で求めやすい価格で提供することなども検討したい。南町田で70年の定期借地権のマンションを提供したが、非常に好評だった。沿線の地権者の方で土地活用はしたいが、売却はしたくないという方もいるので、そういった機会も活かして、商品設計の多様化が重要と考える。

**Q17. 渋谷などの投資も多い中、今後、海外への投資を強化していく考えはあるか。**

**A17.** 海外投資においては、積極的に新たな資金を投入するのではなく、現地で回収した資金を現地で回すのが理想と考えている。また、海外で事業を行うには現地の優良なパートナーと協働し、長く深くローカライズすることがポイントと考える。様々な地域でビジネスを展開することはリスクもあると考えており、まずは、今進出している国での事業を深めていきたい。なお、日本の人口が減るから海外事業に進出するというのは短絡的だと考えている。自身も海外事業を撤退した経験があるが、当社は海外に出れば外国人になるわけで、最初から現地のプライマリーの情報を得るのは難しい。外資の立場で海外においてプライマリー情報を得てビジネスを展開するには、時間をかける、人を費やす、優良なパートナーを得て、良い土地をおさえることが重要である。実際に当社はベトナムに10人超の駐在員を送ると同時に、現地で500人近く人を採用して事業を進めている。また、ビンズン新都市では、現地の企業が得意ではない高層マンションを手掛けているので、その実績から別の現地企業から逆に声がかかることもある。そのようになると、最初はハイリスクハイリターンだったものが、徐々にリスクが減り、ミドルリスクハイリターンとなり、ゆくゆくはローリスクハイリターンになる。現状はミドルリスクハイリターンまで来ていると考えているが、当社の強みが発揮できる場所を選んで、10、15年単位で取り組むことが重要と考えている。

**Q18. 国内地方においてホテルやコンセッション事業を行っているが、今後地方に資金をどのように割り振り、ビジネスを伸ばすか教えてほしい。**

**A18.** 沿線外への投資を否定しているわけではないが、何かしらの人口が増えていくところに投資をしたいと考える。地方都市で居住人口が伸びるのは考えづらいが、観光人口などが期待できるところかつ、当社拠点があるところでビジネスをしたい。そのため、ホテルの集積があるところや、空港事業を行っている地域などプライマリーの情報が得られて行政とのリレーションがあるところを深堀したい。具体的には札幌や仙台、名古屋、伊豆、京都、沖縄などが投資対象になっていくだろう。それらの地域で循環型のビジネスモデルを活用し、収益機

会を高めたい。また空港事業はこれまでは投資段階であることに加え、コロナもありなかなか収益貢献してなかったが、仙台国際空港は今期黒字化した。空港によって濃淡はあるが、北海道も徐々に戻ってきている。空港を伸ばしていくには、いかにインバウンド路線を呼び込みできるかが重要だ。投資規模は 500 億に満たないので全体への影響は少ないが、コンセッションの特徴として初期投資がある分、後になるほど収益貢献が進み ROA が良くなるので楽しい事業だ。空港周辺の開発事業などが進めばさらなる可能性も見込める。

以 上