

CFO スモールミーティング 主な質問と回答

2026.6.11

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 2026年6月11日

出席者

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 統括部長	西村 浩彰
財務戦略室 主計グループ 課長	大澤 勇紀

主な質疑と回答

- Q1.** 株価の伸び悩みの要因として、現在の長期経営構想の公表から外部環境や経営戦略に様々変更があった結果、長期的なビジョンが不明瞭なことが要因と感じている。その結果、株主資本コストが上昇していることや、渋谷開発の開業前に大きなカタリストが少ない点が株価のディスカウントにつながっている。こういったことを踏まえて、近いうちに、長期ビジョンを示す予定はあるか。
- A1.** 現中期経営計画は今年度で終了するが、次期経営計画については7年あるいは10年といった時間軸で策定し、渋谷の大型プロジェクトが開業した後の会社が目指す姿を示す必要があると考えている。これに加えて、一部の投資家の方からは、長期的な方向性も重要だが、足元の2、3年の取り組みや数値をきちんと見たいという声もいただいております。さまざまな意見を踏まえながら社内で議論を進めている。遅くとも年度内には方針を示せるだろう。
- Q2.** 次期経営計画における新たな成長ドライバーは何か。分譲土地建物の取得支出を増加させている不動産販売業がドライバーになるのか。他にも運賃改定や戦略的 M&A 等の示唆もあったが、どのあたりがドライバーになってくるのか教えてほしい。
- A2.** まず、1つは渋谷駅周辺の再開発などを推進する不動産賃貸業がドライバーとなる。Shibuya Upper West（2029年度開業予定）、渋谷スクランブルスクエア中央棟・西棟（2031年度開業予定）、宮益坂地区第一種市街地再開発（2031年度開業予定）の3大プロジェクトが完成すると、渋谷駅周辺の大規模物件からの賃貸収入は現状の450億円程から900~950億円規模まで拡大すると想定され、さらには、就業者や来訪者の増加による鉄道

利用や商業施設の売上等、不動産賃貸業以外の事業での増益も見込まれる。また、鉄道事業の運賃については、現時点では再度の運賃改定を申請する状況ではないが、インフレの状況等を鑑み、安全性確保や利便性の向上等、持続的な事業の成長を意識し、必要な状況になれば、適切なタイミングでの再度の改定を検討していきたい。それまでの間は、渋谷・沿線での不動産賃貸業における賃料の増額改定や、インフレ感応度の高い生活サービス事業（特に東急ストア、商業施設運営等のリテール事業）やホテル事業に期待している。これらは、適切な価格転嫁やホテルのADRの引き上げによって、着実に利益を伸ばしていけるだろう。

Q3. ROEの将来水準について教えてほしい。2025年までは上昇傾向で10%まで上がってきたが2026年度、2027年度は対前年比で減少することが見込まれている。この要因と、今後ROEが上向きタイミングについても聞きたい。

A3. 現状、渋谷駅周辺の再開発など先行的な設備投資が大きく、資産が積み上がりROAが大きく上がらない局面にいたることが、ROE低下の主な要因。加えて、業績が堅調で自己資本が積み上がる状況のため、ROEを劇的に上昇させることは難しい。一方で、ROEの低下計画には厳しい声もいただいております、低いイールドでもROEの維持・向上を目指す。ROEが再び上昇に転じるタイミングは、渋谷の再開発プロジェクトが本格的に収益化する時期と重なりと想定している。渋谷のプロジェクトの進捗や他事業の成長を見極めながら、ROEの適正水準を検討していきたい。それまでの間は、マネジメントとしてはROEが低下しないように最大限意識しながら、政策保有株式や一部不動産物件の流動化など織り交ぜ、バランスシートの効率化を進めたい。ROEが低下する場合、その理由を明確に説明するとともに、そこから反転して上昇する長期的なビジョンを示すことも併せて重要だと考えている。

Q4. 今回、2027年度の営業利益を1,120億円と開示しているが、2026年度の1,100億円から大きく伸びていない数値を開示した意図は何か教えてほしい。投資家からすると、現在の開示は利益成長が不十分であり、株式投資の観点では魅力が薄い。ROEが低下する計画の開示の公表と併せて、企業価値向上を意識するのであれば、違った形での公表をすべきではないか。

A4. 今回の数値開示の意図は、人件費を中心とした各種コストの増加や、中東情勢を起因としたエネルギーコストの上昇リスクがある中でも、増益を実現することを示し、安定的な成長を維持していくという経営姿勢を示すためのものだ。既存株主の皆様には引き続き当社株式を保有いただきたいという思いもあり、開示を行っている。一方、ご指摘の通り、営業利益の成長率は大きなインパクトがあるものを示せておらず、投資家の皆様からは同様のご指摘を頂き、魅力的に映っていないことは認識している。今後はより分かりやすく、成長性や付加価値の向上を示せるよう意識し、次期経営計画に織り込んでいきたい。

Q5. 渋谷駅周辺の保有物件を中心に、内部成長で NAV が伸びていくというストーリーは理解できるが、それをどのように株主価値に反映させていくのか。また、渋谷駅周辺の再開発プロジェクト開業後の株主還元についてはどう考えているか。

A5. 内部成長としては、オフィス賃料の上昇があるが、既存テナント契約更新では、賃料が10-15%程度上昇しており、またフリーレントも大きく求められないなど非常に良好な状況だ。また、渋谷のオフィス需要は非常に強く、新規テナントとの契約時の賃料は4万8千円台後半から5万円台後半というケースもあり、非常に良好な事業環境である。NAVの上昇に、インカムが追い付くことで、株価にも反映させていきたい。加えて商業・ホテル等のテナントにおける歩合賃料による収益増も期待できる。更に当社のビジネスモデルでは、商業やホテルなどの運営からの利益の上乗せも期待でき、これらの伸びを経営指標の中に反映し、株価の上昇にもつなげていきたい。

株主還元について2019年に掲げた長期経営構想では、渋谷の大型プロジェクト開業後は、配当性向を30%程度まで上げていくという考えであった。コロナウイルスや各種再開延期など前提条件が大きく変わったが、渋谷の大型プロジェクトの開業も見えてきた中で、どのように次期経営計画に織り込んでいくかを検討している。

Q6. 事業ポートフォリオマネジメントに関して、どのような基準を持って撤退を行うなど判断されているか教えてほしい。

A6. 撤退基準については、単純に利益率やROAなどの数値的な基準だけで即座に判断するという方針ではない。現在も低採算事業は残っているが、会社全体に対して相対的な規模が小さくなっており、利益率が小さいものの不可欠な事業であるかどうかを見極めて判断している。明確な数値基準はお伝えしづらいが、時流に乗り遅れ、当社の下では回復が難しいビジネスについては、現在でも社内で外部売却などの検討を続けている。

Q7. 鉄道業界全般の株価低迷に関しては、運賃改定が制度上柔軟に実行できないことも影響していると感じている。鉄道事業はインフレ環境下で利益成長を続けることが可能な事業なのか、現状の見解を教えてほしい。

A7. インフレ環境下における運賃改定の柔軟性については、業界全体で課題として認識されていると感じている。一方で、運賃制度は総括原価方式に基づいたものであり、安全性や利便性の確保のための投資等、適切な施策を実施し、良質なサービス提供の対価として、必要があれば運賃改定を実施して回収するという原理原則があり、当社としてはそれを守りながら進めたいと考えている。一方、業界全般において株価等で厳しい局面が続いており、資本市場における鉄道会社のプレゼンス向上の重要性については、様々な関係者からもご理解いただいている。運賃改定以外の対応策としては、例えば相互直通をしている会社同士でメンテナンス機能を共有し効率的な運用を可能にするなど、さまざまな対策や協業の検討が考えられ、業界内の財務担当役員クラスの会合でも話題に上がることもある。

Q8. 運賃改定を掲げる鉄道会社が増えたが、改定を実施した多くの会社が更なるインフレによるコストの増加で、改定をピークに減益となっている。こういった事業構造で、改定後に再び利益が下がらないようにするためには、どのような仕掛けや工夫が必要だと考えているか。鉄道事業で資本コストを満たす利益を継続的に上げていくことは、今の運賃制度においても可能なものなのか、教えてほしい。

A8. 収益確保の観点では、エアラインのサーチャージのように、インフレによって増加した費用分を運賃に充当できることが理想的だが、現在は難しい状況だ。前回の運賃改定のように27年ぶりの改定で一度に12.9%の大幅な改定を行うのが良いのか、それともインフレに合わせて小刻みに運賃改定を行うことで物価とのギャップを抑制するのが良いのか、関係者との対話を含めて考えていきたい。会社側ができる取り組みとしては、断続的に輸送人員を伸ばしていくことが必要と認識している。足元の輸送人員は年間約11億2000万人で、2019年比で定期は85%、定期外が108%、全体で94%と、コロナ禍での落ち込みからも回復したものの、頭打ち感もある。現在、鷺沼や藤が丘駅周辺での開発も進めているが、沿線の周辺開発による逆方向輸送の促進や、鉄道以外のビジネスでの収益の確保なども重要になると考えている。

Q9. 渋谷駅周辺の再開発プロジェクトについて、建設コストの上昇や、他の開発案件において見直しや遅延が発生している中で、現在公表している竣工計画が後ろ倒しになるリスクについてどのように考えているか。

A9. 2019年度に掲げた長期経営構想では、2024年から2027年にかけて渋谷の開発が一段落する予定だったが、コロナ禍の影響や関係者との合意形成に時間を要した結果、スケジュールの変更を反映して現在示している計画となっている。すでに着工している案件もあり、3プロジェクトの竣工計画については現時点では遅れない見込みだ。

Q10. 不動産分譲について、今後どのように当社の業績に貢献していくか。土地価格が上昇する中で、用地獲得競争が激化し、一定のハードルレートを超える案件の獲得が難しくなってきているのではないか。

A10. 分譲マンションを中心とした不動産住宅市況は依然として好調だ。特に駅から徒歩10分以内の物件は非常に順調に売れており、価格も上昇している。また、住宅ローンの供給も大手金融機関によって潤沢に行われているため、活況を呈している。ただし、駅から10分を超える物件など、ロケーションによっては売れ行きに差が生じており、留意が必要だと考えている。さらに、中東情勢悪化の影響による資材供給の停滞リスクもある。また、用地や資材の価格が高騰しており、案件獲得の難易度が上がっているため、リニューアルの中古マンション市場が活況になってきており、空き家対策やリノベーション型の住宅供給も増えている。今後は物件ポートフォリオの組み立てがより重要になってくる。

Q11. 海外における不動産事業について、位置づけや規模が今後大きく変わることはあるか。海外（特にオーストラリアやベトナム）の事業が今後成長ドライバーになっていくのを知りたい。今後事業規模、利益拡大のスピードを更に上げていく等を行う可能性や、リスクをどの程度取っていく考えか教えてほしい。

A11. 現在、ベトナムのビンズン新都市の事業では、年間平均で700~1000戸のコンドミニウムを主力として供給しており、商業施設の運営なども行っている。開発当初はビンズン新都市全体で1万戸程度の供給を予定していたが、現在は1万8000戸まで供給予定数が増加し、うち3000戸がすでに販売済みだ。今後も持続的かつ安定した供給が可能と考えている。ただし、事業規模をいきなり倍増することは難しく、需給関係の改善とともにイールドを上げていく方針。ベトナムではインフレが見込まれ、人件費が上昇し販売価格も上げることができているが、工事費は大きく上がっておらず非常に魅力ある市場だ。

また、オーストラリアでは、現在非常に旺盛なレアアースやLNGなどのマイニングビジネスの影響で住宅供給が不足しており、需給関係が良好なため、現状のエリアで非常に良い販売実績だ。ただし、対象となる州の人口が約300万人と限られているため、急激な拡大は行えない。長期的には海外事業全体で2030年までに日本円で営業利益100億円規模の事業を構築できると考えている。

また、現時点では、APACを中心に事業展開を進めており今後、近隣国へ広げていく可能性はあるが、全く異なるエリアへ進出することは考えていない。当社の海外展開は地域に根ざした長期的なビジネスモデルであり、現在保有している資産を最大限有効活用しながらも、次の10年、15年を見据えた新しい仕込みを行っていく。ただし、現地の優良なパートナーとタッグを組んでいくため展開国を大きく広げていくのは容易ではない。

Q12. ホテル事業について、インバウンド需要が高まる中で今後の成長見通しをどのように考えているか。稼働率はすでに高水準なので更なる稼働増は難しいだろうが、ADRの引き上げは可能か。引き上げ策について教えてほしい。

A12. 現在、全ホテルの平均稼働率は79.6%で、ADRは26,681円だ。セルリアンタワー東急ホテル、ザ・キャピトル東急ホテルなどでは7万円から10万円のADRとなっている。ただし、従業員の確保が難しいため、全ての客室を販売することができていない。人繰りを解決し、インベントリーを全て出せば収益はさらに伸ばせるだろう。また、原材料の高騰に伴いレストラン価格も引き上げているが、諸外国と比べるとまだ安価であり、バンケット料金も含めて価格転嫁の余地がある。インバウンドについては中国本土からの旅行客減少は痛手だが、東南アジアや台湾、香港、韓国からのリピーターで十分補われており、外国人比率は大きく下がっていない。今後も大きなマイナスにはならないと見ており、日中関係が改善すれば更なる上積みも期待できる。また、2026年にグローバルホテルアライアンス（GHA）に加盟したことで、送客面で大きなアドバンテージを得るだろう。従来は東アジアの国々が主な顧客層だったが、欧米など新たな地域からの顧客層が厚くなり、インバウンド需要の落ち込みも十分に補完できると考えている。

Q13. 資金調達状況について教えてください。

特に社債型種類株式でターゲットとしている投資家層や、クーポンの決定タイミング、また通常の社債（SB）での調達等、さまざまな選択肢がある中でどのように調達方法や目的を決定しているのか教えてください。また、格付けについてどう考えているのか。

A13. 直近の資金調達状況としては、純有利子負債が1兆3,000億円を超えており、純有利子負債/EBITDA倍率は6.8倍となっている。また、負債の約70%が固定金利であるため、支払利息の急増は抑えられているが、有利子負債の増加傾向が続いており、財務負担は大きくなっている。今後の資金調達については、長期債の利回りが高い状況を踏まえ、短期での資金回転も検討している。

社債型種類株式の発行を検討した背景には、調達サイドから見た中長期的な調達余力確保への対応がある。今回の社債型種類株式は、個人投資家向けを中心に、沿線に限定せず全国規模で販売できる商品設計を目指している。

資金調達方法は全ての選択肢を横並びで単純に比較するというよりは、当社にとってのオペラビリティや各手段のハードルをバランスよく考慮しながら決定している。例えば、普通社債については現在15年債や20年債を容易に発行できるコンディションではなく、条件を鑑みると5年債が現実的だ。社債型種類株式は格付けやEPSを大きく毀損しないというメリットがあったため選択肢に加えた。これまでの低金利下では、必ずしも格付けを強く意識しなくても良かったかもしれないが、今後は格付けにより、スプレッドも変わってくると想定しているため、この点への意識も重要になると考えている。臨機応変に金融マーケットの状況を見ながら最適な選択をしており、単純に現在の金利やコストだけを見ているのではなく、長期的な資金用途を加味して検討を行っている。

以 上