

決算説明会（2019年3月期第2四半期決算）での主な質疑

<全般>

（資本政策）

Q. 半年前の決算説明会で「現状の株価に満足していない」「資本政策のあるべき姿を模索している」という趣旨の発言があったが、その後の進展は？

A. 現状の株価に満足していないことは現在も同様。

資本政策を含めた経営全般のあり方について、社外取締役も交えて真剣に議論を行っているところである。長期的に持続して成長するために、本業による利益を着実に増やすことが優先課題だと考えているが、株主還元のあり方や不測の事態も想定した財務健全性のあり方なども考慮して考えていきたい。

Q. 改訂版のコーポレートガバナンス・コードの中で資本コストに関する記述が追加されたが、財務レバレッジを高め、ROEを向上させる考えはないか？

A. ROEは当然意識しているが、ROEの表面上の数字のみに囚われてしまうと、リスクの裏返しでROEを高める形になる。不動産会社は資金需要が多く、財務健全性も大事な指標であるため、本中計期間においては現在のレバレッジを維持していく方針。

Q. 次期中計以降も財務レバレッジを高める考え方はないか？

A. 次期中計での方針は目下検討中だが、財務リスクを取りすぎると市況悪化の際の事業活動の自由度が低下するため、様々な事態に対応できるような健全性は確保したい。

Q. 財務レバレッジに関し、極端なケースを想定したコメントが多いように感じるが、少しでも高める余地はないのか？

A. 資本政策のあり方については、次期経営計画の策定に向けて継続して検討していきたい。過去に市況が悪化して不動産の買い場を迎えた際に、調達余力がネックとなって思うように物件取得が出来なかった経験もあり、そういった事態も想定した検討が必要であると考えている。

（効率性改善）

Q. ROA4%台を目標に掲げているが、IR説明資料に記載の施策の中ではどれが一番有効な施策と考えているか？

A. 資料に記載の施策はいずれも重要であるが、最も重視しているのはフィービジネスの拡大・強化である。直近ではM&Aを通じたフィービジネスの強化も行っている。また、保有意義の薄い政策保有株や低稼働資産の売却についても検討していきたい。

(利益成長)

Q. 貴社は利益成長性の観点での魅力が低いという機関投資家が多い。今後の利益成長に関し①未公表の丸の内の再開発案件の検討状況②海外におけるハイブリッドモデル投資拡大の可能性について説明してほしい。

A. これまで丸の内と大手町エリアを中心に再開発を進めてきたが、有楽町エリアは建替え前のビルが多いため、現在は有楽町エリアを中心に開発の検討を行っている。有楽町駅前を含めた街全体のガイドラインを検討していく必要がある、行政や地権者との協議を進めている。利益成長に向けては、大手町ビルの大規模リノベーションをはじめ、建替えによらない既存ビルのバリューアップも行っている。

ハイブリッドモデル投資については、米国では既に第三者からの資金により資産規模を拡大するフェーズに入っており、今後は資産規模の拡大と併せてフィー収入が増加していく。また、アジア・ヨーロッパにおいても同様のスキームでの取組を進めており、オープンエンドファンド化に向けて物件取得を進めている状況。

Q. 持続的な利益成長を重視したいとのことだが、利益にも様々な種類が存在する。株主の視点では、EPS や一株当たりの NAV 等の重要性が高い。より株主を重視した経営を行うべきではないか？

A. 株主は重要なステークホルダーであり、株主価値は重視している。

一方で、一口に株主価値といっても、短期的な株価動向を重視する投資家から中長期的な視点で考える投資家まで様々な層が存在することも事実である。また、当社事業は社会に支えられている要素も多く、様々なステークホルダーへの還元バランスも見極めながら経営をしていきたい。

(ガバナンス)

Q. 買収防衛策については、株価の NAV からのディスカウント率も判断に影響するか？貴社はリーマンショック前に外資系企業からの買収リスクにさらされた経験があるようだが、その経験が慎重な判断につながっているのか？

A. 株価を適正な水準に保つことが買収防衛につながるという認識は持っており、企業としてどうあるべきかという観点でゼロベースから検討している。

Q. 社外取締役とはどのような議論がなされているか？

A. 当社の社外取締役は 7 名いるが、企業経営経験者、大学教授、外交官、元日銀総裁など様々な経歴を有している。当社グループにとっては 20~30 年単位で見た成長が重要だという認識は共通しており、将来のあるべき姿について様々な意見をもらっている。当社は指名委員会等設置会社であるが、各委員会での議論において、それぞれのテー

マに限らず長期的な視点から様々な意見が交わされている。

(キャピタルゲイン)

- Q. 貴社にとって丸の内が重要な資産であり、保有を前提としていることは理解するが、マーケットのサイクルによっては、一部の物件を売却し、より効率性の高い事業投資や自社株買いなどに充当することは選択肢にはないのか？
- A. 丸の内においても、全ての資産の効率性が高いわけではなく、再開発のために比較的最近、土地取得を伴って開発した物件等においては、効率性が十分な水準にないものもある。それらに関しては、資産効率性改善の観点で売却の検討も行っている。
- Q. 今中計期間には毎期 400 億円程度のキャピタルゲインが見込まれているが、売り時のマーケットが継続している。今期の予算 390 億円にこだわらずに、追加で売却を行う可能性はあるか？
- A. 今期売却予定の物件に関しては、売却先や価格の目途が概ね立っており、大きな変更は難しいだろう。但し、売却が合理的であると判断されるような案件が浮上してくれば適宜検討していきたい。
- Q. 次期中計期間以降の売却物件のストックは蓄積できているのか？
- A. ホテル、物流施設、ビル、海外のアセットなど、回転型事業の投資は順調に進捗している。特に物流施設においては、毎期 2~4 棟開発し、昨年 9 月に上場した物流リートに売却する流れが順調にできてきている。

<ビル>

- Q. 新丸ビルや丸ビルが丸の内のトップレントであると認識しているが、逼迫したマーケットを背景にトップレントを今よりも引き上げることは可能か？
- A. 丸ビルをはじめとして展開しているプレミアムフロアシリーズはトップレントを大きく超えるような賃料水準を実現できている。但し、面積規模としてはそれほど大きなものではなく、一般化は難しい。丸の内の魅力を向上させる取り組みを継続していくが、マーケットの逼迫感をもとに容易にトップレントを引き上げられるものではない。
- Q. 常盤橋 A 棟のリーシングでは、丸の内のトップレント並みをターゲットとするとのことだが、丸ビルや新丸ビルとは異なる立地を勘案してもその水準が狙える状況か？
- A. 常盤橋エリアは、丸の内とは JR の線路を挟んで反対側にあり、計画策定時点の開発収支上はその立地を前提とした保守的な賃料で算出している。一方で、東京駅（日本橋口）の目の前にあるため利便性は高く、足元のマーケット環境や前向きなオフィスニ

ーズを踏まえて、丸の内のトップレントに近い水準でリーシングをしていく方針。

- Q. 日経新聞に記載の貴社役員のオフィス市況に関するコメントの中で、「2022年までは堅調なマーケットが続く」という趣旨のコメントがあったが、「2022年までは」としての意味は？
- A. 公表されている計画によれば、2023年以降に八重洲等でオフィス供給量の増加が見込まれることが一つの要因である。また、2021年に竣工する常盤橋A棟の引き合いの状況を見ている限り、供給量の少ない2022年頃までのマーケットに関しては心配がないという感触を持っている。
- Q. 「オープンノベーション化」という言葉は不動産セクターの様々な会社が謳っているが、丸の内の立地の優位性以外のソフト面での貴社の強みは何か？
- A. ソフト面での強みは企業集積である。丸の内ではスタートアップ企業の誘致を積極的に進めているが、スタートアップ企業にとって、協業先となる大企業、事業展開の支援が期待できるプロフェッショナルファーム、スポンサーとなり得る金融機関や総合商社の集積が進んでいることが最大の強みだろう。大手町ビルではフィンテックのスタートアップを集める「FinoLab」で既に様々な価値が生み出されているが、フィンテック以外の領域にも拡大していきたい。また、WeWorkのような外部が運営する施設を丸の内に取り込むことで、従来丸の内に縁遠かったような人々を街に呼び込み、ダイバーシティや交流促進につなげていきたい。

<住宅>

- Q. 住宅事業に関し、近年は国内で每期4,000戸程度を分譲しているが、この規模は維持できる見通しか？
- A. 足元では、大規模な再開発案件に注力しており、2020年代にはそれらが寄与してくる見込みである。来期、再来期は当社の国内分譲マンション事業は我慢の時期となる見込みだが、今後5年平均では4,000戸を大きく下回らないようにしていきたい。

<海外>

- Q. ハイブリッドモデル投資に関し、第三者投資家の資金は本決算時の約500億円から積み上がっているのか。
- A. 第三者投資家のコミットメントは本決算時よりも増加している。
- Q. 海外事業について、ハイブリッドモデル投資や1271 Avenue of the Americasの大規模リニューアルの影響もあり、本中計期間は投資超過となっているが、今後は資金回

収フェーズになり、ネット投資額は減っていくと理解してよいか？

- A. 回収は増加する傾向だが、投資についてはマーケット環境を見ながらボリュームを検討していきたい。

<その他>

Q. カジノについては積極的に関与していく方針か？

- A. カジノ施設の運営や保有については、消極的なスタンスである。

一方で、設計事業やカジノ施設周辺で開発されるホテルの運営等、当社グループが関与できる領域もあると見ている。

Q. 株式市場からの要求リターンが高まっている中で、利回りの低い A クラスビルを多く保有・開発する貴社が期待リターンを上回ることは難しいと考えられる。一方で実物不動産に投資する不動産投資家の要求リターンは低いと考えられるが、実物不動産の投資家に貴社の株式を取得するよう働きかけるようなことはしないのか？

- A. 実物不動産の投資家の一部が当社株式を既に保有している可能性はあるが、当社から積極的に保有を働きかけた実績はない。

Q. 非上場化についてマネジメントの間で検討した実績はあるか？

- A. 選択肢から全く除外しているということではないが、具体的な検討を行った実績はない。資金調達フレキシビリティや社会的信用など上場の意義はあると考えている。

以 上