

## 決算説明会（2019年3月期決算）での主な質疑

### <全般>

#### （資本政策）

- Q. このタイミングで資本政策の変更を発表した背景は？
- A. 現中期経営計画（以下、中計）の当初から自己株式取得も選択肢とはしていたが、次期経営計画に向けて検討していた資本政策の方向性がまとまったことや、中計期間のキャッシュフロー状況の蓋然性が高まったことを踏まえ、資本効率性改善をより強く意識して今回の決定に至った。
- Q. 従来から資本政策は継続して検討していたが、今回、余剰キャッシュが生まれることが見えてきたため自己株取得を決定したのか？
- A. 先ほど説明したとおり、単に余剰キャッシュが生まれるから自己株式取得の決定をしたということではない。2020年代の当社のあり方を見据えた資本政策を議論し、その資本政策の一環として、今回の決定に至ったもの。
- Q. 自己株式取得は今後も継続的に実施するのか？
- A. 今後も自己株式取得を実施していく可能性は十分ある。当社の基本使命である事業を通じた社会への付加価値提供を前提とし、長期再開発案件等への成長投資は継続的に行いつつ、不動産市況のサイクル等を勘案したうえで、機動的かつ柔軟に経営判断を行っていきたい。
- Q. 資本コストをどの程度で見ているのか？資本コストと比較したとき、現在の ROE 水準は妥当か？
- A. 資本コストは算出の方法により幅があり、環境の変化による変動もあるため、一概には言えない。また、足元の ROE の水準では満足していない。低効率物件の売却等も検討し効率性を高めていきたい。
- Q. 買い時市況における適正な財務レバレッジはどの程度か？
- A. 金利動向等、様々な要素を検討しなければならず、一概に水準を設定するのは難しい。現状の格付けが維持可能な範囲でレバレッジをコントロールしていきたい。
- Q. 格付け機関はネット有利子負債／EBITDA 倍率を重要視していると認識しているが、含み益は考慮しているのか？また、現状の格付けを維持する必要があるのか？
- A. 格付機関によれば、含み益も一定程度考慮していると聞いている。

中長期視点では、格付けが下がることのデメリットも考慮しないとイケない。持続的に事業を推進するために財務健全性は重要であると考えている。

**(利益成長)**

- Q. 2020/3期の営業利益予想は、2019/3期ほぼ横ばいの2,300億円であるが、今後利益成長は減速してくるのか？
- A. 現中計策定当初、2020/3期の営業利益目標は2,200億円だったが、昨年、100億円増加の2,300億円の着地見通しを発表した。その当時は2020/3期計上で見込んでいた利益の一部が前倒しで2019/3期に計上されたにも関わらず、2020/3期予想の2,300億円は据え置いており、利益水準は上がっていると言える。

**(効率性)**

- Q. 低効率物件の売却等も検討しているとのことだが、今後NOI利回りが改善され、効率性が高まっていくと考えて良いか？
- A. 長期的には更に効率性を高めていきたいと考えている。建替えによるインカムゲインの一時的な剥落や、長期事業であるため利益貢献までに時間を要する等の当社事業の特性上、短期的には水準が変動する可能性はある。建替えのみならず、リノベーション等様々な手法を駆使して効率性を高めていきたい。

**(市況)**

- Q. IR説明資料(P12)にて、買い時市況では株主還元が減少するとしているが、買い時市況でも株価が低迷している場合に株主還元を強化する可能性はないのか？
- A. IR説明資料では、一般論として投資の拡大期には株主還元が縮小する方向感を示したものであり、その時々々の事業環境や株価状況を勘案して判断していくことになる。状況次第では、株主還元強化の可能性もある。
- Q. 買い時市況においてどのように物件取得を行っていくのか？
- A. 首都圏、地方都市を含めてプレミアム立地を厳選して取得していきたい。また、単純買収だけでなく、不動産の有効活用等を提案していけるよう地権者と関係を築いていきたい。
- Q. 来期の不動産市況をどのように見ているか？
- A. 当面、現状の市況が継続するのではないかと。オフィス市況は、働き方改革、リクルーティング等により需要は引き続き強く、賃料水準も堅調に推移するのではないかと。分譲マンション市況も物件による好不調はあるものの好立地物件は堅調。不動産売買市

況も世界経済の影響によるところが大きいものの堅調に推移している。インバウンド・観光分野においても今後も好況が継続するだろう。

- Q. 貴社が売り時市況と認識することによって日本の不動産市況へ悪影響を与えないか？
- A. 不動産市況は当社の認識のみで決定されるものではない。また、魅力的な物件を市場に供給することで日本の不動産市場の魅力を向上させ、売却後も当社グループでの高品質な運営管理等により物件価値を維持をし、日本経済へ寄与していきたいと考えている。

#### (投資)

- Q. 足元で投資が減速しているように見えるが、今後の成長投資の見立ては？
- A. セグメント毎の入り繰りはあるものの、グロスの投資額は中計当初予想と変わらない予定で、ネット投資額減少の主要因は回収の増加によるもの。投資規模は開発案件のスケジュールによっても変動し得るものなので、長期的な視点で考えたい。  
尚、当初想定以上に、国内分譲マンション事業を始めとして長期再開案件が増えていくことによりキャッシュアウトのタイミングが遅くなっていたり、共同事業において当初想定よりも当社シェアが減少したことによって投資規模が縮小した案件等もあったりするが、当社が関与する案件の数は着実に増やせている。
- Q. 足元で大型案件は少ないが、今後「東京駅前常盤橋プロジェクト B 棟」、「池袋駅西口地区市街地再開発」等、2027年、2028年頃に大型案件が集中している。開発の時期をコントロールできないのか？
- A. 長期再開案件のスケジュールは当社のみでコントロールすることは難しい。市況に応じて事業判断を行っていききたい。丸の内エリアでは、有楽町の魅力をどう高めていくのか継続して検討していきたい。
- Q. 貴社の場合、従来であれば投資ショートとなりそうな場合には他の投資先を検討していたと思うが、今回はなぜ株主還元を行うことにしたのか？
- A. 引き続き投資案件は豊富にあると認識している。投資ショートということではなく、長期再開事業によるキャッシュアウトタイミングの後ずれのように投資の形態が変化したものであり、従来の投資に対する姿勢を大きく変えたわけではない。  
今後も成長投資と株主還元のバランスをとっていく。
- Q. 次期中計においてもビジネスモデル革新投資は継続するのか？
- A. 現中計のビジネスモデル革新投資枠 1,000 億円のうち 2/3 程度の消化は見えている。

北海道の空港コンセッション事業等、新しいビジネスモデルへの取り組みは次期計画においても継続していきたい。

- Q. 投資予算枠を設定することによって、予算達成が目的化し、無駄な投資が発生するのではないか？
- A. 物件の目利き力を高めて、厳選投資を徹底している。

#### (ガバナンス)

- Q. 監査委員会委員長を独立社外取締役に変更予定であるが、ミニバブル時のような投資過熱の状況になった場合、監査委員会による牽制は機能するのか？
- A. 5名のうち2名が常勤監査委員であるが、独立社外取締役の3名にも定期的な報告を実施、十分な情報共有を行っている。また、監査委員会以外でも取締役会にて業務執行の監督機能を担っている。なお、執行役自身も説明責任を果たせる執行を実践している。
- Q. 政策保有株式は今後も売却していくのか？
- A. 事業との関連性が薄い株式は今後も売却を進めたい。

#### <ビル>

- Q. 丸の内の物件も売却を検討していくのか？
- A. 丸の内の物件の中でも古くから保有し簿価が低いビル、最近取得したため簿価が高いビルがある。売却益が大きく出る物件は課税負担も大きい。丸の内の価値を棄損したり、丸の内の社会的役割を喪失したりしないことを前提とした上で、効率性の高いビルの売却は議論していきたい。

#### <海外>

- Q. ロンドン市況のリスクをどのように見ているか？ポートフォリオのリバランス等は検討しているか？
- A. ロンドンにおいて、ブレグジットの影響で一部の業種では移転もあったようだが、ヨーロッパではロンドン以上のビジネス都市はない。ロンドンの経済的機能が大きく縮小することはないのではないかと考えている。
- ただし、リスクオフの観点でなく、売り時市況を捉えた物件売却を進めていく可能性はある。

以上