

企業名： 東京建物株式会社

レポート名： 東京建物グループ統合報告書 2025

1. この会社が目指す姿が理解できるか（将来）

この会社が目指す姿は定量面では理解できるものの、定性面では完全に理解することができなかった。

まず、東京建物グループは、2030 年を目標年度とする長期ビジョン「次世代デベロッパーへ」を掲げ、事業を通じて「社会課題の解決」と「企業としての成長」をより高い次元で両立し、すべてのステークホルダーにとっての「いい会社」を目指す姿を明確に打ち出している。本報告書は、この長期ビジョンを頂点に据え、その達成に向けたマイルストーンとして中期経営計画（2025-2027 年度、以下「新中計」）を位置付ける。前中計（2020-2024 年度）を「ホップ」、新中計を「ステップ」、その先を「ジャンプ」と捉える三段跳びの比喻で、過去・現在・将来の中計を一本のストーリーとして連続的に説明している。

上記を達成するための、定量的な目指す姿は明確だ。事業利益は 2024 年度実績の 793 億円から、新中計最終年度（2027 年度）に 950 億円、2030 年に 1,200 億円へと段階的に引き上げる計画である。あわせて新中計期間の ROE10%、2027 年度の親会社株主に帰属する当期純利益 600 億円、配当性向 40%、EPS290 円程度、ROA（事業利益ベース）4%程度といった指標を提示している。利益成長の基本方針として「安定的な賃貸利益を基盤に、資本効率を意識したバランスの良い利益構成を目指す」と明示し、目標年度を当初の「2030 年頃」から「2030 年」へと変更し、明確化されている。

一方で、定性面は完全に理解することができたとは言い難い。具体的には、「次世代デベロッパー」という言葉が指す事業像が、従来の総合デベロッパーと何が異なるのか本報告書からは読み取ることができなかった。示されているのはまちづくりやサービス事業の拡大という方向性にとどまる。これは過去の自社の延長線上にあるものであり、かつ同業大手も近い将来像を掲げている。そうした中で、過去の東京建物や競合と差別化された独自の「次世代デベロッパー」のゴールがどこにあるのかは、本報告書のみでは判然としなかった。

2. この会社の競争優位性が理解できるか（現在）

完全に理解することはできない。本報告書は「3つの強み」として、地域の新たな魅力を引き出す「不易流行」のまちづくり、革新に挑み未来を切り拓く「進取の精神」、時代の変化を捉えた柔軟かつ俊敏な適応力を挙げている。しかし、デベロッパー業界の「土地・案件を取得し、その価値を最大化する」というビジネスモデルを考えた際に、これら 3つ全てが

競争優位として働いているのかは判然としない。それぞれについて言及する。

まず、「不易流行」の街づくりについてだ。これは、3 つの中で最も競争優位に近い要素であると思う。デベロッパー業界では、希少な土地・案件を取得し、行政・地権者・テナントなど多様なステークホルダーと合意形成しながら、その土地の価値を最大化できるかが収益を左右する。その点で、YNK エリアにおける大規模再開発や都心好立地のポートフォリオは、東京建物の開発力を示す材料である。一方で、まちづくりは同業大手も当然に重視している領域であり、本報告書だけでは、東京建物の開発力が競合に比べてどの程度模倣困難であるのか、また収益性や案件獲得力にどの程度結び付いているのかまでは十分に検証することができず、競争優位性をもたらしているのかは評価することができない。

次に、「進取の精神」について述べる。これは競争優位性をもたらす強みとして評価することは難しく、企業文化の範疇に留まる。その具体例として、1998 年の SPC 法を活用した不動産証券化や、中央官庁初の PFI 事業である霞が関コモンゲートは、東京建物の先駆性を示す実績である。しかし、これらは過去の実績であり、それが現在の案件獲得力や収益性、あるいは新規事業創出力にどのようにつながっているのかまでは十分に示されていない。たしかに本報告書では、新規事業や M&A などに活用する「戦略的資金枠」500 億円の設定や、サービス事業を通じたフィー収入の拡大・資本効率の向上方針が示されている。しかし、それらは今後の方針や資金配分の説明が中心であり、「進取の精神」が現在の競争優位としてどの程度機能しているのかを判断するには、具体的な収益貢献や案件獲得への接続がなお不足していると感じた。

そして、時代の変化を捉えた柔軟かつ俊敏な適応力についても、特徴としては理解できるが、競争優位としては追加の検証が必要であると思う。前中計期間において、ホテル・物流施設等へアセットタイプを多様化したことは、市況変化に対応した実績として評価できる。しかし、ホテルや物流施設への投資拡大は同業他社にも見られる動きであり（三井不動産は国内のみでなく台湾等海外にも進出）、それ自体が東京建物固有の優位性とは言い切れない。競争優位として示すには、他社よりも早く機会を捉えたのか、資本効率や利益成長にどの程度貢献したのか、リスク分散に実際に効いているのかといった情報が必要である。

もっとも、3 つの強みに紹介されていないが、競争優位の源泉としてより説得力のある記述が CFO メッセージに記載されていた。「当社は競合との価格競争を避け、相対取引を中心とした独自の仕入れ戦略をとることで、高効率かつ着実な用地取得を実現してきました」というメッセージだ。競合他社との比較を行っているという点で、競争優位性があることを一定程度示唆していると言える。ただし、相対取引による用地取得がどの程度収益性や案件獲得力に寄与しているのか、またその再現性がどの程度あるのかまでは、定量的には十分に示されていない点はこれまでと同様であると感じた。

3. その競争優位性に持続性があるかどうか理解できるか（変化）

前章では、競争優位性として最も説得力があるのは、相対取引中心の仕入れ戦略や一気通

貫の組織体制であると考えた。では、その優位性は持続するのか。これを用地発見から運用までのフロー（案件/用地発見、取得、開発・収益化の3段階）で考える。

結論から申し上げますと、この競争優位性は、一定の持続性を有していると考えられる一方で、本報告書だけではその確かさを十分に検証することはできない。

まず、案件発見の面では、取引先との関係性に基づく情報取得力が強みとして示されている。CFO メッセージでは、投資機会の獲得において、これまで築いてきた取引先との関係性に基づき、いかに良質な情報を取得できるかが鍵になると説明されている。また、ビル事業の強みとしても、金融機関や既存取引先など多岐にわたる情報ルートが挙げられている。この点は、相対取引中心の仕入れ戦略を支える基盤として評価できる。しかし、その情報取得力が会社として仕組み化されたネットワークなのか、特定の人材や過去の関係性に依存したものなのかは、本報告書だけでは十分に判断することはできなかった。相対取引中心の仕入れ戦略が持続するには、良質な案件情報が継続的に流入する仕組みと、それを担う人材の育成・継承が不可欠である。その点で、情報取得力の持続性については、なお検証の余地がある。

次に、取得の面では、優良な土地・案件の希少性が高まる中で、今後も競合との価格競争を避けられるかが課題となる。報告書では、相対取引を中心とした独自の仕入れ戦略により、競合との価格競争を避け、高効率かつ着実な用地取得を実現してきたと説明されていた。一方で、都心好立地の案件に対する需要が今後さらに強まれば、競合も同様に取得機会を狙うため、従来と同じ条件で案件を獲得し続けられる保証はない（もちろん供給側が減少するリスクもある）。特に、相対取引中心の仕入れ戦略がどの程度再現可能なのか、また価格競争を避けた取得が今後も継続できるのかについては、定量的な説明が限られている。そのため、取得段階の優位性についても、持続性を完全に確認することは難しい。

さらに、開発・収益化の面では、取得後の金利上昇、建築費高騰、賃料水準の変化、不動産価格の下落等が採算に影響する。報告書でも、金利上昇による支払金利の増加や資産価値の低下、建築費上昇によるコスト増加、不動産市況の変動などがリスクとして認識されている。したがって、良質な土地を取得できることのみで、競争優位の持続性が保証されるわけではない。たとえ取得時点では魅力的な案件であっても、完成時点の市況や資金調達環境が変化すれば、当初想定した収益性を確保できない可能性がある。

以上を踏まえると、東京建物の相対取引中心の仕入れ戦略や一貫通貫の組織体制は、競争優位の持続性を支える要素として一定の説得力がある。しかし、その持続性を確認するには、本報告書は不十分だと言えるだろう。

4. この会社で自身の人的資本の価値向上を達成できると思うか

デベロッパー業界内で人的資本価値を高める環境は整っていると思う。ただし、他業種でも広く評価されるか否かは、配属による経験内容やその経験をどこまで汎用的なスキルとして抽象化できるかに左右されるだろう。

まず、入社後のローテーション、選択型研修、自己啓発支援、ジョブチャレンジ制度などを見ると、若手社員が不動産デベロッパーとしての専門性と、会計・ファイナンス・交渉・プロジェクトマネジメントといった汎用的なビジネススキルの双方を伸ばす環境は整っている。

一方で、人的資本価値を「社外でも評価される市場価値」と捉える場合、高められるか否かは、配属による経験内容や個人の資質に依存するのではないだろうか。東京建物で得られる用地取得、再開発、行政・地権者との合意形成といった経験は、デベロッパー業界内では高く評価される可能性が高い。しかし、配属先によってはそうした経験を積めるとは限らない。また、仮にそうした経験を積めたとしても、それが他業種でも同じように評価されるかは、本人がその経験を交渉力、プロジェクトマネジメント力、ファイナンス理解といった汎用スキルに転換できるかに左右されるのではないだろうか。

5. 報告書のよかった点はどこか、どのような改善余地があるか

よかった点は3点ある。第一に、ストーリーの一貫性である。ホップ・ステップ・ジャンプで示された、長期ビジョンから中期経営計画、重点戦略、事業ポートフォリオ、6つの資本へと至る縦の論理が整理されており、各施策が最終的にどの目標へつながるのかを視覚的にも追やすい。第二に、ネガティブ情報の開示姿勢である。建築費高騰による再開発の遅延、海外・ファンド・駐車場事業が計画を下回ったこと、成長ストーリーが市場に十分理解されていないという自己認識まで率直に記述されており、開示姿勢には信頼感があると感じた。第三に、資本配分の可視化である。3年間でグロス回収約1兆1,400億円、グロス投資約1兆2,800億円、株主還元約650億円、戦略的資金枠500億円というキャッシュアロケーションが示されており、経営資源をどこに配分しようとしているのかを理解しやすい。

一方で、改善余地もある。まずは、金利上昇や不動産市況の変動に対する定量的な感応度分析だ。相対取引中心の仕入れ戦略や都心好立地のポートフォリオは強みとして示されているが、金利や不動産価格が変動した場合に、利益や資産価値がどの程度影響を受けるのかまでは十分に示されていない。また、人的資本と事業戦略の接続である。研修制度やローテーション制度は具体的に示されているものの、成長分野への人材シフトや若手の経験機会が、将来の事業利益や競争優位性にどうつながるのかはもう少し具体的に知りたいと感じた。最後に、「次世代デベロッパー」という将来像の独自性である。同業大手もまちづくりやサステナビリティを掲げる中で、東京建物が「次世代」と呼ぶものが従来の総合デベロッパーや競合他社と何が異なるのかをより明確に示せば、ビジョンの説得力はさらに高まると感じた。

総じて、本報告書は東京建物の方向性や課題意識を理解するうえで有用性が高い。一方で、競争優位性やその持続性を外部の読み手が検証するには、定量的な裏付けや競合比較がなお不足していると感じた。企業理解の入口としては優れているが、投資判断やキャリア判断

に使うには、もう一段踏み込んだ情報開示が望まれる。