資本市場から見た、
西武HDの価値創造機会及び経営課題とその評価

2026年10月1日

3D INVESTMENT PARTNERS

西武HDの競争優位性は、都市部及びリゾート地において価値向上余地の大きい不動産を保有している点にあり、同社はこれら不動産への再投資を通じたNAVの成長をエクイティ・ストーリーとして標榜しています

西武HDは、都市部及びリゾート地の価値向上余地の大きい保有不動産を自社の競争優位の源泉と位置付けている

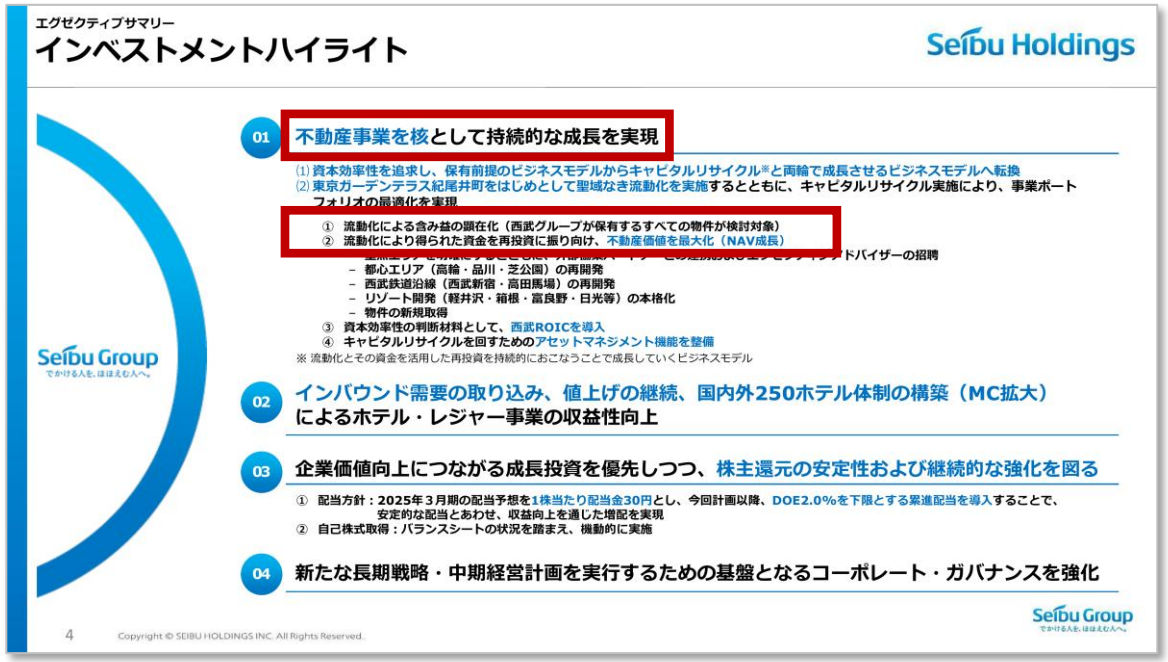
> 高輪、品川、芝公園などの東京**都心エリア**、そして軽井沢、箱根、富良野などの**リゾートエリアは、西武グループが持つ圧倒的な差別化の源泉**（中略）。
>
> 西武HD「『西武グループ中期経営計画（2024～2026年度）および資本コストや株価を意識した経営の進捗について』（2026年5月14日公表資料）に関する補足資料」（2026年6月15日）2頁

> **品川・高輪エリア**には、合わせて約１３万平方メートルの土地がある。（中略）品川は羽田空港にも近く、リニア中央新幹線の計画もあり、**相当な潜在力のあるエリア**だと見ている。
>
> 東洋経済四季報速報「［9024 西武HLD］トップインタビュー、西山社長に聞く『不動産事業の成長戦略』（５）」（2025年8月18日）

> **軽井沢**や**箱根**など、**これだけリゾート地にホテルを展開している不動産会社、鉄道会社は日本にありません**。これは**我々のすごい武器**なんです。**だから価値を高めるための投資をする**わけです
>
> 朝日新聞「（Leader's Viewインタビュー）西武ＨＤ・西山隆一郎社長」（2025年8月27日）

> 保有物件がなければ、借金して物件を仕入れるところから始めますが、当社は**すでに物件を豊富に持っている**ことが強み。
>
> **サイクルのスタート時点での機動力がかなりあります**。
>
> 朝日新聞「（Leader's Viewインタビュー）西武ＨＤ・西山隆一郎社長」（2024年8月27日）

西武HDは、これら保有不動産への再投資を通じたNAVの成長を、自社のエクイティストーリーとして標榜



西武HD「西武グループ長期戦略2035・中期経営計画（2024～2026年度）」（2024年5月9日）

西武HDはエクイティ・ストーリーの実現に向けて、2021年にアセットライト戦略を公表。その象徴として2024年に紀尾井町を流動化し、得られた資金を不動産へ再投資することによりNAV成長へコミットすることを表明しました

施策の背景/目的

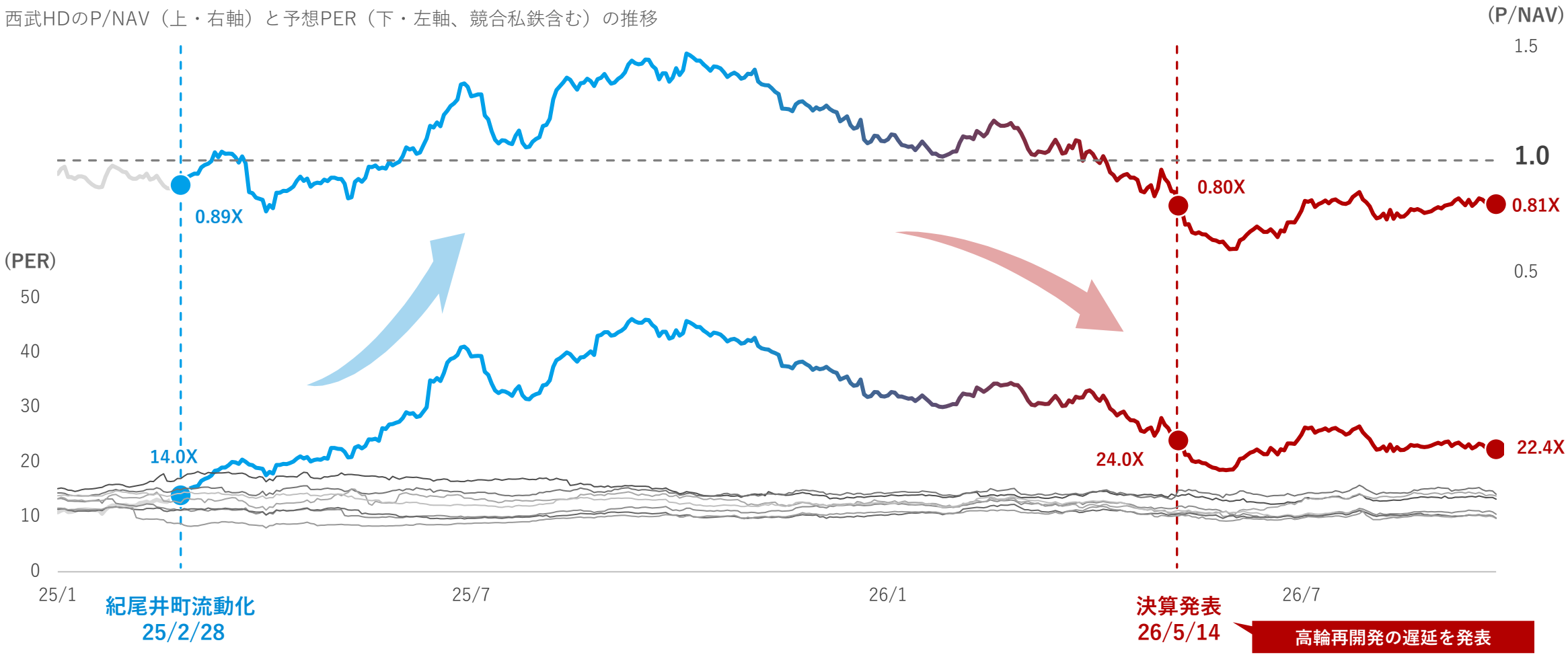
2021	アセットライト戦略始動	■ コロナ禍による巨額損失を受け、**資産・事業の売却・流動化**と、**ホテルの所有と運営の分離**（運営専業の株式会社西武・プリンスホテルズワールドワイド、通称SPW新設）を柱とする**経営改革に着手** ■ 目的は、繰り返し起こり得る危機に耐える**強固な財務体質を構築し、損益分岐点を引き下げること**
2024	紀尾井町の流動化	■ 長期戦略2035の中核に「**不動産事業を核とした成長戦略**」を据え、その第一弾として**東京ガーデンテラス紀尾井町（以下、紀尾井町）の流動化を決定** ■ 目的は、**キャピタルリサイクル（資産の入れ替え）**により**成長投資の原資を創出**し、主要ホテルのバリューアップや再開発、株主還元等に振り向けること
2025	1株当たりNAVの開示/ NAV成長へのコミットメント	■ 「資本コストや株価を意識した経営」の進捗開示において、**1株当たりNAV（修正PBR②[1]）の算出・開示を開始** ■ 目的は、流動化で得た資金の再投資を通じた**不動産価値の最大化＝NAV成長**を経営指標として掲げ、その実現に向けたコミットメントを資本市場に示すこと

注：[1]「修正PBR②」は、PBRの計算に使用する1株当たり純資産（分母）について、各期末の自己資本に各期末時点での賃貸等不動産の含み益（税引後）及びホテル・レジャー事業の一部資産の含み益（税引後）を加算して算出した数値。

これらの施策を受け、資本市場は西武HDがNAVを軸にした経営に転換することを期待し、西武HDは一時的にNAVを軸にプレミアムで評価されていました。しかし、株価は再びNAVを下回る状況となりました

紀尾井町の流動化実施後、P/NAVは0.89倍から1倍超へ上昇し、PERも私鉄同業から乖離して、株価はNAVを基準に評価される局面へ移行
しかし、かかる上昇は一過性に終わり、現在P/NAVは0.81倍と、1倍を下回る水準で推移

西武HDのP/NAV（上・右軸）と予想PER（下・左軸、競合私鉄含む）の推移



注 ［P/NAV］ P：当日終値、1株当たりNAV：直前四半期末の株主資本の額に、会社が公表する①賃貸等不動産、②高輪エリア・芝公園エリア・品川エリア・軽井沢エリア（各ホテル部分）、③上記4エリア以外のホテル・レジャー事業資産（一部）の合計額に0.7を乗じた値を加算し、自己株式を除く発行済株式数で除した値。2025年1月4日～2025年3月30日：①3,371億円、②3,782億円、③987億円、2025年3月31日～2026年3月30日：①2,073億円、②3,782億円、③987億円、2026年3月31日～2026年9月29日：①2,127億円、②4,821億円、③987億円とした。 ［予想PER］ Bloombergより

資本市場は、1株当たりNAVの成長について、不動産の売却で得た原資を資本コストを上回る期待リターンが見込める案件に再投資することで実現するものと期待しています

SBIでは前回アップデートレポートにて、NAV成長を実現させるには流動化→再投資→価値創出→再流動化の再現性が重要であると述べた。

ただし、**資産流動化自体はNAVを増加させるものではなく**、税金や取引費用を考慮すればNAVの減少要因にもなり得る。

重要なのは、流動化によって回収した資金を用いて資本コストを上回る採算性を持つ案件に再投資し、資産価値を高められるかであるとSBIでは考えている。

SBI証券「西武ホールディングス（プライム9024）」アナリストレポート（2026年8月5日）

したがって、西武HDの株価がNAVに対してディスカウントで評価されているのは、資本市場において、1株当たりNAVが今後、資本コストを上回るペースで成長すると期待されていないためだと考えられます

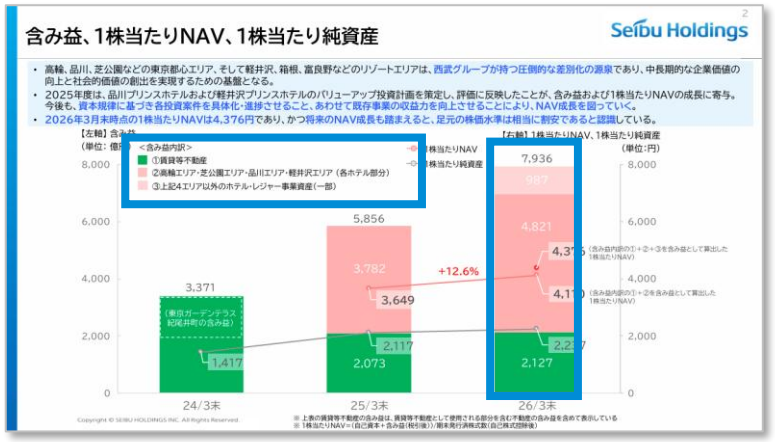
西武HDは、その含み益の大半を再開発を含むバリューアップ投資の対象となるホテル不動産が占めるため、一般的な不動産デベロッパーに比してNAV成長のポテンシャルがとりわけ高いことが特徴です

26/3末の含み益の内訳

① 賃貸等不動産：**27%**

② ホテルレジャー事業資産：**73%**

③ ②のうち、高輪・芝公園・品川・軽井沢エリアの各ホテル部分が占める含み益：**83%**



西武HD「『西武グループ中期経営計画（2024～2026年度）および資本コストや株価を意識した経営の進捗について』（2026年5月14日公表資料）に関する補足資料」（2026年6月15日）2頁

西武HDの特徴

	NAVに占める収益不動産（賃貸等不動産）の割合	期待されるNAV成長率
上場不動産デベロッパー	含み益の大半を、再開発余地が限定的な収益不動産である賃貸等不動産が占める	税後賃貸利回りに制約されるため、単利成長的な側面が強い
西武HD	**賃貸等不動産は含み益の構成割合は27%**にとどまり、含み益の7割超を**バリューアップ余地の大きい**ホテル・レジャー事業不動産が占める うち**8割超**は、高輪・芝公園・品川・軽井沢といった**今後大規模な再開発等のバリューアップ投資が予定**されるエリア	再開発・バリューアップ投資による**複利的な成長**が可能 • 例：紀尾井町の着工（2013）から竣工（2016）までの期間における同社の一株当たりNAVの年平均成長率は17%

一株当たりNAV成長率が資本コストを上回って成長できる蓋然性が高く、結果として、上場不動産デベロッパーと比較して、本質的にNAVプレミアムを実現することが可能

それにもかかわらず、西武HDの1株当たりNAVが今後資本コストを上回る水準で成長するとは期待されず、ディスカウントで評価されている背景には、資本市場が指摘する主に2つの課題があります

資本市場が指摘する課題

1 1株当たりNAVを継続的に成長させるうえで必要とされる保有不動産の事業計画の策定及び実行、並びにそれらについての情報開示や説明が十分になされていないこと

- 個別物件の大規模再開発構想を語り続けつつ、**現在のところいずれも目立った実績・進展がない**
- **過去のNAV成長**がどのように実現されたかについて、**定量的・客観的な説明が行えていない**
- **将来のNAV成長**がどのように実現されるのかについて、**定量的・客観的なロードマップが示せていない**

2 価値の大半を占めるホテル不動産の所有と運営がグループ内で一体化されており、不動産事業とホテル事業双方の価値を毀損しうるディスシナジーのリスクを抱えていること

- **不動産オーナー：**運営委託先がグループ内に固定化されることから、**オペレーターの比較・選択を通じた不動産価値向上の規律が働かない**
- **ホテルオペレーター：**運営受託が事実上確保されることから、**運営力・ブランド力向上の規律が弱い**

これらの結果、西武HDは資本市場から、1株当たりNAVが今後、資本コストを上回る水準で成長するとは期待されていません

資本市場が指摘する課題1

1株当たりNAVを継続的に成長させるうえで必要とされる保有不動産の事業計画の策定及び実行、並びにそれらについての情報開示や説明が十分になされていないこと

西武HDは、過去20年超にわたり個別物件の大規模再開発構想を語り続けているものの、紀尾井町の再開発を除き、現在のところいずれも目立った実績・進展がありません

西武HDは、20年来、不動産の大規模再開発構想を語り続けているが…

2004 上場廃止時

中長期的課題として、**都心部ホテル用地の更なる有効活用**を目指した**複合施設の開発**を検討する[1]

2014 再上場時

競争力のある既存事業や収益性向上が見込まれる**既存物件には積極的に投資**を行い、コアエリアにおける**保有不動産の有効活用**により、潜在的な収益力を顕在化する[2]

2026 現在

高輪・芝公園等の都心エリアに加え、西武鉄道沿線の再開発、軽井沢、箱根等のリゾート開発、新規物件取得などの再投資を進め、キャピタルリサイクルによりネットアセットバリューの成長を実現していく[3]

…肝心の個別案件については、「協議・検討」を繰り返すばかりで進展がない

品川・高輪

- **リニア開業（2027年）に間に合わせるとして12年間着工せず、着工目標は2018年**
- **2025年に「27年度以降に工事着手」と説明した翌年、着工を2030年度へ2年後ろ倒し**

2014：スピード感を持って対応する

2016：リニア開業に間に合うように再開発を終えたい

2020：計画が遅れることはありません

2025：次期中計期間（FY2027-2029）で高輪エリアの工事着手

2026：（前略）**スケジュールの見直しを実施。新築工事着工は当初計画から2年後ろ倒し**

芝公園

- **2014年「検討することになる」から12年、2026年も「協議を継続して実施」にとどまる**
- **竣工時期は2035年度以降とされ、いまだ具体的な計画が示されていない**

2014： 規制緩和が進むのかを見ながら検討することになる

2018： グランドデザインはこれからです

2023： まだ具体化していませんが、芝公園や（中略）の再開発。あるいはリゾート地開発に投入します

2026： 芝公園を核とした街づくり構想に基づく再開発に向けた協議を継続して実施

新宿

- **言及は7年間で3回のみ、いずれも「検討」の域を出ない**
- **2026年時点でも再開発本体は「2035年度以降に検討」と、着手時期すら未定**

2020： 高架下のスペースをシェアオフィスとして活用していくことも検討する

2024： 西武新宿駅、高田馬場駅のターミナル開発にも着手する

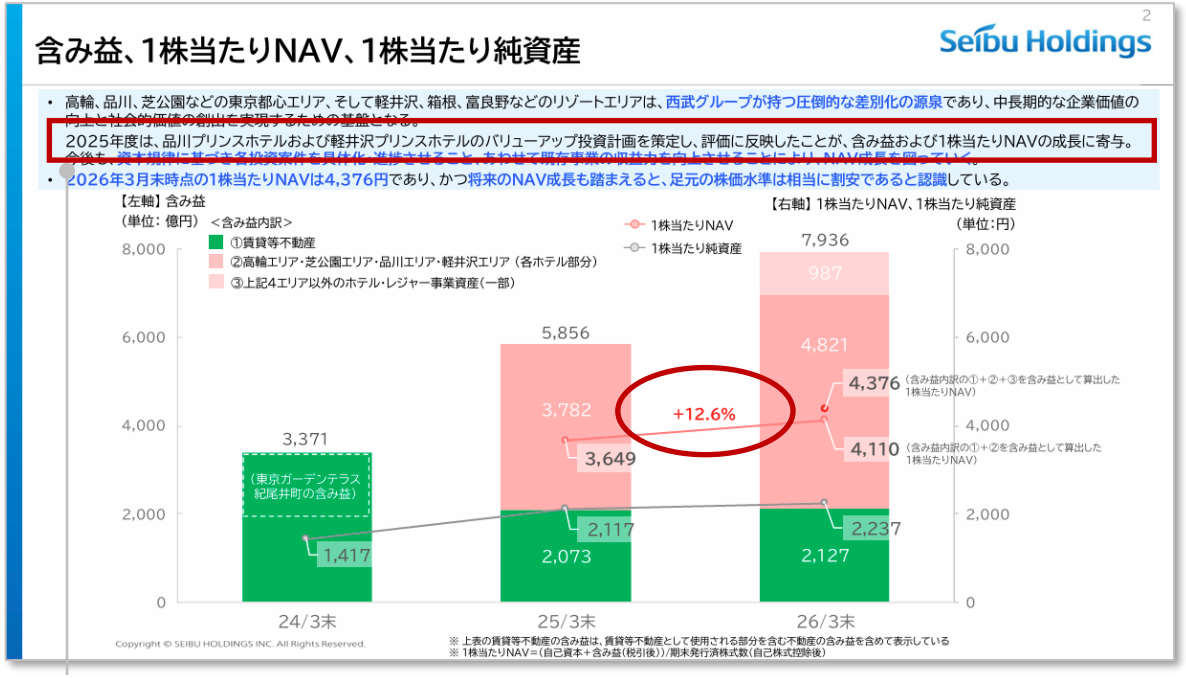
2026： ホテル・商業施設のリニューアルを検討、再開発本体は2035年度以降に検討

> **2014年の上場前から御社を見ていて、大規模な不動産開発の実績として紀尾井町や所沢があったが、それ以外の開発についても以前からずっとお話をいただいている** ― 西武HD 社外取締役IRミーティング（2026年3月9日）

注：[1] 西武鉄道株式会社・株式会社コクド 開示資料「西武グループ再編および資本増強に関する合意について」（2005年11月10日付）より要約、[2] 西武HD「新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅰの部）」（2014年3月提出）/「新株式発行並びに株式売出届出目論見書」（2014年4月）より要約、[3] 西武HDウェブサイト「株主の皆さまへ」/ 2026年3月期有価証券報告書より要約

西武HDは、過去のNAV成長がどのように実現されたかについて、定量的・客観的な説明を行えていません

西武HDは、26.3期に12.6%の1株当たりNAV成長を発表。その主たる要因を品川・軽井沢のバリューアップ投資計画の策定と評価反映によるものと説明



西武HD「『西武グループ中期経営計画（2024～2026年度）および資本コストや株価を意識した経営の進捗について』（2026年5月14日公表資料）に関する補足資料」（2026年6月15日）

2025年度は、品川プリンスホテルおよび軽井沢プリンスホテルのバリューアップ投資計画を策定し、評価に反映したことが、含み益および1株当たりNAVの成長に寄与。

しかし、資本市場はNAV成長のドライバーとその要因を十分に検証し評価できるような形で理解できていない

参加者

純資産と含み益の合計をNAVと定義したときに、**御社は含み益を本当に膨らませているのか**と。

市況が良くなったからとか、減価償却で簿価が下がったからとかという要因はあるが、**内部成長させて膨らませている要素があまり感じられない**。

昨年、一部のホテル資産の含み益を含めて修正PBR②という形で開示されたが、これも**元々含み益を全部カウントして出していただければよい話**でもあり、**含み益を小出しにしてNAVが膨らんでいるというロジックにするのは今一つ**だなと思っている。

西武HD 社外取締役IRミーティング（2026年3月9日）

西武HD 2026年3月期 決算説明会（2026年5月14日）の質疑応答

参加者

今日ご説明いただいた修正PBR②について、主に寄与したのは品川や軽井沢のバリューアップによるところとのご説明でしたが、**バリューアップ効果と規模を拡大した効果が、それぞれどのような比率・パーセンテージなのかを教えていただきたいです。**

担当執行役員

品川、軽井沢の含み益の増加による寄与がかなり大きく、（中略）**半分以上はこの2つのホテルの含み益の増加が貢献しております**（後略）。

参加者

分かりました。**自分で計算すればある程度分かると思いますので、あとでやってみますが、**（中略）**含み益の実額を書いていただく方が分かりやすい**かと思いますが、いかがでしょうか。

西武HDは、将来のNAV成長がどのように実現されるのかについて、定量的・客観的なロードマップを示していません（1/2）

西武HDは、不確実性を理由に、バリューアップ投資による将来のNAVの成長とその時間軸を資本市場に説明することは困難と説明

Seibu Holdings

バリューアップ投資の結果、NAVがどれくらい上がるのか、ひいては春に示した修正PBR②がどう動くのかと、こういったバリューアップ投資を行った効果について、数値の洗替は当然ながら更新したいと思ってはいます。

ただ、現在中計期間の中でビジネスプランを策定中であり、これをどうバリューアップして、どのような数値になって、それがどうNAVに反映されるのかという点は、**ビジネスプランを作ったうえで、鑑定会社等に鑑定評価してもらう必要**があります。

現在そういう作業を進めているところで、そこの**数字を入れようとすると難しい**、したがって、ビジネスプランができた時点で順次個別開示という形を考えております。

西武HD 2026年3月期第2四半期決算説明会 質疑応答

しかし、NAV成長を軸とする経営を掲げながら、ロードマップが示されないため、資本市場は西武HDを評価するすべがないと指摘している

参加者

改めてにはなるが、御社の企業価値を評価するときに**何を見て判断すればいいのか**というところで、何か**定量的な指標**などでもう少し投資家が御社の企業価値が上がっていることを確認できるものがあれば教えていただきたいと思っている。

PBRやPERで評価すると他のデベロッパーや鉄道会社と比較して割高なので御社の株は買えない、という見方をしている人もいると思うので、バリュエーションする上で**機関投資家に注目してもらいたい指標であったりKPI**であったり、御社ならではの見方のようなものがあればご教示いただきたい。

西武HD 不動産事業IRミーティング（2026年3月18日）

参加者

我々投資家が御社を見ていく上で、**何をよりどころにして、何を見て信じていけばいいのか**。

前向きにこれからやります、こういったことを考えています、という話だったが、具体的にはまだお示しいただける状況ではない。

何を確認しながら御社の計画が着実に進展しているかどうかを**モニタリングできるのかがまだ分かっていない**。それがないと、なかなか私も社内的に説明ができない。

西武HD CEO IRミーティング（2026年6月15日）

西武HDは、将来のNAV成長がどのように実現されるのかについて、定量的・客観的なロードマップを示していません（2/2）

資本市場が求めるロードマップの中身は、時期・NAVの絶対額・IRRの3点であり、その開示がなければ将来のNAV成長を織り込めないと指摘

参加者

今後のNAVの開示をどのようにされていくのかについてお聞きしたい。

気になる点は、**不動産の開発までの期間が長ければ長いほどP/NAVにタームディスカウントがかかってしまう**こと。
修正PBR②を資本市場がどれだけ織り込めるかという点で、**開発のタイミング**と、その**開発時に期待ができるNAVの絶対額**、この2つの指標が必要になると思っている。

今後このような開示をしていくことで資本市場に訴求していきたいというようなお考えがもしあれば伺いたい。

西武HD 不動産事業IRミーティング（2026年3月18日）

参加者

不動産のところで、資本配分におけるリスク調整後のリターンをもう少し理解したい。

例えば**NAVが20年後に積み上がるのと30年後に積み上がるのでは現在価値が大きく異なる**。
将来いつかはNAVがこのぐらいになると言われても、結局その**プロジェクトのIRRといったものが外から見えない限り**においては、**投資家としてはそれを信じて投資することは非常に難しい**。

資本市場との情報ギャップを埋めるためにどのような開示ができるかどうか、もしアイデアやお考えがあればお伺いしたい。

西武HD 社外取締役IRミーティング（2026年3月9日）

資本市場にとって、定量的・客観的なロードマップが示されない再開発構想は絵空事であるとの指摘

参加者

2014年の上場前から御社を見ていて、大規模な不動産開発の実績として紀尾井町や所沢があったが、それ以外の開発についても以前からずっとお話をいただいている

長期的な開発の話はたくさんいただく一方で、**いまひとつ短期のストーリーが足らない感があり**、軽井沢の開発も大きいとは思っているが、**だいぶ先の将来の絵空事**みたいな受け止めしかできていない。東西線の直通の話も素晴らしいとは思うが、それがいつ実現するのか、実現するとどうなるのかが分からない。

西武HD 社外取締役IRミーティング（2026年3月9日）

これらの理由から、資本市場は、現在、西武HDの1株当たりNAVが資本コストを上回るペースで成長するかを見極めるための情報がなく、NAV及びその成長を信認できない状況にあります（1/2）

2026年3月期通期決算での高輪エリアの再開発遅延の発表を契機に、
セルサイドアナリストはNAV及びその成長に対する信認度の低下から、目標株価を一斉に引き下げた

MIZUHO

2026年6月22日
目標株価3,000円（前回4,500円）

大型再開発プロジェクトの竣工時期の後ずれに伴い、不動産流動化の時期を見直したことから**目標株価を引き下げた**。みずほ証券では、高輪、芝公園、新宿エリアにおける大型再開発の進展が中長期的な企業価値向上の源泉になると考えている。しかし、最初の大型案件である高輪B-1地区は建築費高騰や施工体制の制約を背景に、竣工・開業時期が**2035年度へ後ずれする見通し**となった。芝公園、新宿エリアについても開発計画の具体化にはなお時間を要するとみられることから、企業価値向上が顕在化するまでに相応の期間を要すると判断。

SBI

2026年6月3日
目標株価2,600円（前回5,200円）

26/3期本決算を踏まえ、**エクイティストーリーの抜本的な見直しが必要になった**とSBIでは考えている。

同社が掲げるNAV成長を実現させるには流動化→再投資→価値創出→再流動化の再現性が重要であるとSBIでは考える。しかし、昨今のインフレが再投資（工期延期・工事費高騰）、価値創出（費用高騰による収益率低下）の2つにネガティブなインパクトを与えているとSBIでは推察。あくまでも同社の不動産流動化は再投資先があっての流動化が基本となる。今回の高輪エリアの着工時期見直し、その他の開発プロジェクトの工期遅延リスクなどを踏まえると、**流動化実施のタイミングも非常に見えにくくなったとSBIでは**考えている。

これらの理由から、資本市場は、現在、西武HDの1株当たりNAVが資本コストを上回るペースで成長するかを見極めるための情報がなく、NAV及びその成長を信認できない状況にあります（2/2）

2026年3月期通期決算での高輪エリアの再開発遅延の発表を契機に、
セルサイドアナリストはNAV及びその成長に対する信認度の低下から、目標株価を一斉に引き下げた

J.P.Morgan

2026年5月29日
目標株価3,100円（前回4,700円）

株価再評価に向けては、27/3期から始まる次期中計で、**1）開発プロジェクトのスケジュールアップデート、2）25/3期～36/3期の投資計画1.85兆円がどの程度まで拡大するか、3）投資負担の拡大を不動産流動化によるキャッシュインでどう賄い、且つ、株主還元への配分余地が十分残るか、等の点がクリアにされる必要**があろう。（2026年5月29日）

流動化による含み益顕在化→得られた資金の再投資でNAV成長を掲げる。**大規模再開発の投資負担や期待リターンが見え難い**現時点においては、**市場期待を上回る利益成長や企業価値向上、株主還元等に結び付けられるか否かはまだ見え難い**。（2026年8月5日）

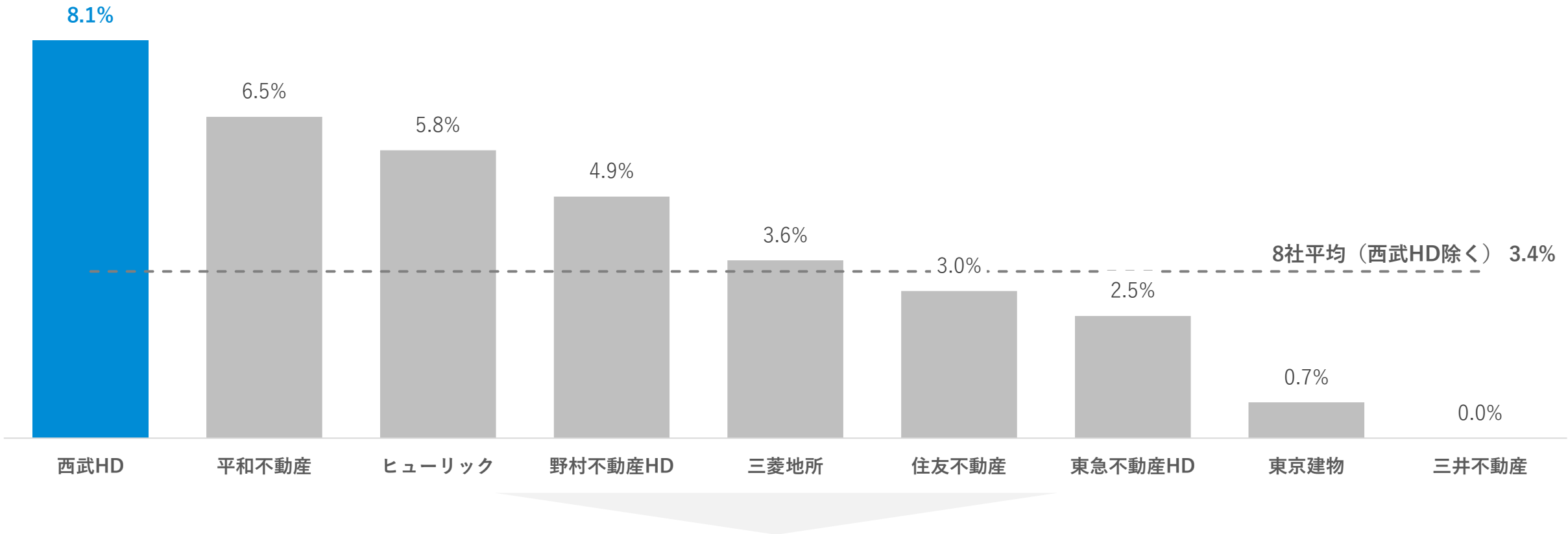
SMBC日興証券

2026年6月4日
目標株価3,300円（前回4,250円）

高輪エリアの再開発は着工時期など見通しが不透明であり、それに伴う流動化スケジュールや利益成長の不透明感などNAVに対する**信認度の低下**につながったほか、航空運賃上昇やインフレによる宿泊需要の鈍化懸念が株価の重しになっていると弊社では見る。

西武HDは不動産デベロッパー各社の中でNAVに対する年平均ネット投資額の割合が最も高いことから、資本市場に対して、一株当たりNAV期待成長率の説明とNAV倍率1倍の実現が一層求められます

西武HDと不動産デベロッパー各社の年平均ネット投資額/NAV



P/NAVが1倍を下回る中で株主から付託された資本を積極的に投資する以上、投資がNAV成長にどう寄与するかについて資本市場の理解を得て、P/NAV1倍超を実現することが、各社の中で最も強く求められます

注：各上場会社のNAVに占める年平均ネット投資額の根拠については、Appendixを参照。

西武HDは、J-REITと異なりP/NAV1倍割れの解消に取りうる手段が多く、かつ自らNAVの成長にコミットしている以上、NAV成長に向けた事業計画やその進捗を透明性高く開示することが期待されます

	J-REIT（投資法人）	西武HD（事業法人）
価値向上に関するガイドライン	N/A	■ 西武HDは、上場会社として**企業価値の持続的な向上に努めることが目的**であり、保有不動産は、かかる価値を成長させるための経営資源（CGコード基本原則4、原則4-1及び解釈指針[1]） ■ **P/NAV1倍割れは、要因の分析と改善策の策定・開示・実行が求められる**（資本コストや株価を意識した経営[2]）
法制度 利益の使途 成長手段 意思決定	■ 法制度上の制約により、P/NAV1倍割れを解消する手段が限定的 実務上は利益のほぼ全額を分配金として還元する（租特法67条の15第1項2号ホ） 建物建築などを「自ら行う」ことは法令で禁止され（投信法193条1項、金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」VI-2-6-3　不動産関連ファンド運用業者の業務に係る評価項目（5））、開発は限定的かつスポンサー依存 投資主総会・役員会はあるが、資産運用は外部の資産運用会社への委託が義務（投信法198条1項）	■ J-REITのような法制度上の制約はなく、**P/NAV1倍割れの解消に向けた手段を自ら選択・実行できる** 内部留保、再投資、自社株買い等を比較的自由に選択可能 再開発→バリューアップ→キャピタルリサイクルを通じたNAV成長を、自社のバランスシートで実行可能 株主総会や取締役会による自律的統治
不動産の保有に対する株主の期待を踏まえ、会社が取り組むべきこと	■ 不動産は投資主に分配を行うための収益の源泉であり、求められるのは安定した利回り ■ 開示の趣旨も、持続的な分配金を生む不動産であることを投資主が客観的に検証できるようにすることにあり、不動産の価値そのものの成長を説明することではない	■ **不動産は企業価値を成長させるための経営資源であり、西武HD自身も1株当たりNAVの成長にコミット**（西武HD「長期戦略2035・中期経営計画（2024～2026年度）」4頁等） ■ 求められるのは、その**成長に向けた保有不動産の事業計画の策定・実行**であり、**開示の趣旨は、NAV成長の道筋と進捗を資本市場が検証できるようにすること**にある

注：[1]東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2026年7月21日）は「上場会社の取締役会は株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく…企業戦略等の大きな方向性を示すこと」とし、「収益計画や資本政策の基本的な方針及び収益力・資本効率等に関する目標を実現するため、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等を行うなど、資本その他の経営資源を適切に配分すべきである」としています（16～17頁）、［2］東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」（2023年3月31日）は、分析・評価の観点として「資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、たとえばPBRが１倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因」を掲げ、「資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、PBRが1倍を割れているなど十分な水準に達していない場合には、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆されています」として、「資本収益性や市場評価に関して、改善に向けた方針や、具体的な目標について、投資者にわかりやすい形で示すことが期待され」るとしている（3～4頁）。

資本市場が指摘する課題2

価値の大半を占めるホテル不動産の所有と運営がグループ内で
一体化されており、不動産事業とホテル事業双方の価値を
毀損しうるディスシナジーのリスクを抱えていること

一般に、ホテル不動産の所有・運営一体型の事業モデルでは、不動産オーナー・ホテルオペレーターのいずれにも価値向上に向けた規律が働きにくく、双方にディスシナジーが生じます

オーナー

- 不動産の潜在価値を顕在化し、その価値を最大化する

オペレーター

- 運営力・ブランド力を高め、運営受託を維持・拡大する

所有・運営分離型（望ましい経営形態）

複数のホテルオペレーターの実績を比較・選択し、そのパフォーマンスを客観的に評価して、必要に応じて運営主体を変更することができる

- 競争原理を働かせるオペレーター選定プロセス
- STR（Smith Travel Research）ベンチマーキング等による客観的な運営評価
- パフォーマンステストと解約条項に基づく契約終了権

不動産価値の向上に向けた規律が働く

不動産オーナーの期待を上回るリターンを実現し続けなければ、オペレーターとして運営業務を受託することができなくなる

- 受託の維持・獲得を巡る競争が、運営力・ブランド力への投資を促す
- 外部オーナーからの運営受託の拡大が、成長の前提となる

アカウンタビリティーと緊張感の下で業務が遂行される

所有・運営一体型（西武HDの形態）

オーナーである株式会社西武不動産（以下、SRE）にとって、ホテルオペレーターの運営委託先がグループ内の会社に事実上固定化されているため、複数のホテルオペレーターの実績・提案を比較し、最適な運営主体を選択する余地が狭められる

- 運営パフォーマンスが劣後しても、運営主体の変更という選択肢を実質的に持たない

不動産価値の向上に向けた規律が働きにくい

オペレーターであるSPWにとって、グループ内のホテル不動産の運営受託が事実上確保されており、受託を失う恐れがない

- 外部オーナーからの運営受託を拡大する動機も生じにくい

運営力・ブランド力の向上を促す規律やインセンティブが弱まる

不動産価値の向上に向けた規律が働きにくい：事実、SREにおいては、グループによる運営継続を前提とした2022年のGICへの売却で、約700億円の不動産価値が顕在化されなかった可能性が指摘されています

西武のプリンスホテル大量売却が「破格の安値」になった真相【投資ファンド最新事情】

ダイヤモンド編集部　臼井真粧美: 副編集長

特集 | サービス・エンタメ | ホテルの新・覇者

2022年7月4日 5:25　有料会員限定

写真：マリンプレスジャパン／アフロ

西武ホールディングス、近鉄グループホールディングス、小田急電鉄など電鉄大手が相次いでホテル売却に動き、外資系投資ファンド勢はこぞって買い姿勢を見せる。にもかかわらず、西武グループによる31施設の大量売却は、売却価格がつり上がるどころか「破格の安値」で決着した。特集『ホテルの新・覇者』（全18回）の#1では、電鉄系ホテル売却からホテルビジネスの構造変化に迫る。（ダイヤモンド編集部副編集長　臼井真粧美）

※ 抜粋

財務悪化に苦しむ西武HDは6月、ホテルなど31施設をシンガポールの政府系投資ファンドであるGICに売却した。交渉の声が掛かった**約10社には、前提として西武HDの子会社が運営を継続すること**が伝えられた。**売却価格が安値になった最大の理由**はここにあった。

買い手として手を挙げたファンドらにとっての**理想は、手に入れた施設の運営を外資系大手ホテルチェーンに切り替えること**だ。外資系大手はブランド、経営ノウハウ、送客ネットワークを磨いてきた。（中略）つまり外資系大手が運営するホテルは、世界から客が送り込まれる。

（中略）西武グループによる運営継続が前提ということは、**外資系大手に切り替えて収益を最大化する手が使えない**ということになる。だから、**交渉の声が掛かった約10社の買い手候補たちは価格をつり上げることなく、むしろ抑えた**のだ。

「**MC契約込みでなければ、倍の価格とまではいかなくても、50%ぐらいは高くなったはず**」とファンド関係者は言う。プリンスホテルの看板を残しながらも、マリオットのブランドも付け加えることを提案するファンドもあったが、それが通ることはなかった。

ダイヤモンドオンライン「西武のプリンスホテル大量売却が『破格の安値』になった真相【投資ファンド最新事情】」（臼井真粧美、2022年7月4日）

運営力・ブランド力の向上を促す規律やインセンティブが弱まる：事実、運営受託が実質的に確保されているSPWは、自ら掲げた成長目標を理由を示さずに二度先送りし、運営施設数の伸びは市場全体・外資系に大きく劣後しています

成長ドライバーである「運営施設数の成長」の目標達成時期は、具体的な分析や理由を示さないまま度重なる後ろ倒し

2017 **10年以内に250棟の目標を初めて公表（目標達成は2027年）**

西武HD「StayWell Hospitality Group Pty Ltdの事業取得に関するお知らせ」（2017年7月3日）

2022 **目標達成時期を5年後ろ倒し（目標達成は2032年）**

> 現在、国内外で84カ所のホテルを、**今後10年で250カ所に広げる**という目標を掲げました。（中略）ＧＩＣが新たに取得するホテルなどの運営受託も狙えると考えています。つまり、攻めに転じるということですね

日経ビジネス「西武HD・後藤社長、プリンスホテル売却で攻めに転換」（2022年4月1日）

2024 **目標達成時期をさらに3年後ろ倒し（目標達成は2035年）**

> ホテルの数も**2035年度までに250まで増やす**ことを目指す（現在86）。その内訳は、海外150、国内100だ（現在は国内60、海外26）。国内は約2倍、海外約5倍に増えることになる

東洋経済オンライン「西武HD『ホテル、鉄道より不動産を成長の軸に』プリンスホテルは資産譲渡、運営受託型に」（2024年1月18日）

運営施設数の成長は、日本国内の平均、及び外資系オペレーターと比較して大きく下回っている[1]

ホテル施設数の推移（2000年＝1.0x、下段は施設数）

	2000年	2010年	2020年	2025年
西武（プリンスホテル）	1.0x 108棟	0.8x 83棟	0.9x 102棟	1.1x 113棟
国内ホテル全体	1.0x 8,110棟	1.2x 9,688棟	1.5x 12,347棟	1.8x 14,730棟
外資系オペレーター	1.0x 38棟	4.1x 154棟	6.4x 244棟	10.7x 405棟

注：[1] 西武は西武運営ホテル（プリンス系含む）の各年末の積み上げ棟数。国内ホテル全体は衛生行政報告例のホテル営業施設数（各年度末、2020年以降は推計）。外資系は主要外資22グループの国内棟数。
出所：e-Stat、西武・プリンスホテルズワールドワイド沿革、各社開示

SREとSPWのディスシナジーについては、資本市場もかねてより指摘しているところです

参加者

NAVをどういうふうに評価してほしいのかについて、ぜひご意見を伺えればと思います。

本来であれば、御社の場合、不動産もさることながらAM、PMも持っています、さらにホテルのオペレーター機能も持っていますという話になってくると、**当然NAVに対しては常にプレミアムでなければおかしい**はずと思いますが、**長い歴史の中でもほぼディスカウント**。

それを打ち破っていくことが、御社を含め不動産業界にとって一番よいことだと思います。

西武HD 不動産事業IRミーティング（2025年12月25日）

参加者

修正PBR②が1倍を超えるかどうかという中で、不動産事業以外の2つの**主力事業がコングロマリットディスカウントになっている**とも考えられる状況について、取締役会でどのような議論をされているか。

不動産をコア事業とする中で、**鉄道や、ホテルのMC拡大がシナジーを生んで本当に企業価値につながるのかどうかが分からない**ため、その辺りの議論の状況を教えていただければと思う。

西武HD 社外取締役IRミーティング（2026年3月9日）

参加者

今、ここは**ディスシナジーになってしまっているのではないか**ともし感じられている点があれば教えていただきたい。

また、不動産事業の中でホテルとして運営していく際に、プリンスホテルブランドを使うのか、あるいは別のブランドを使うのかという判断基準などがあれば教えていただきたい。

西武HD 不動産事業IRミーティング（2026年3月18日）

このような状況を踏まえた西武HDの対応

西武HDは、一株当たりNAV成長率の最大化、及び、自ら描く成長の姿と資本市場からの評価との乖離の解消を目的に、社外取締役を中心に外部の有識者も参画する「キャピタルアロケーション検討委員会」を設置しました

目的		次期中期経営計画策定の柱となる最適なキャピタルアロケーションを検討し、「**1株当たりNAV成長率の最大化**」に向けた資本規律と投資優先順位を確立すること
役割		取締役会の諮問機関として、社外取締役の知見および外部有識者の専門性を活用し、取締役会における実効的な議論・監督に資する検討を行うこと
テーマ		グループ全事業を対象とした資本規律・経営指標の再定義や、不動産、ホテル・レジャー、都市交通・沿線の各事業及び主要不動産に関わる資本配分・リソース配分の検証・優先順位付け、事業ポートフォリオ最適化策や主要不動産の具体的なバリューアッププラン
委員	社外取締役×4名	**辻廣 雅文（委員長）**：ダイヤモンド社 週刊ダイヤモンド編集長→取締役→帝京大学教授（現任）／2018年～西武HD社外取締役
		有馬 充美：第一勧業銀行→みずほ銀行執行役員（国際営業部長）／髙島屋・キヤノン社外取締役／2021年～西武HD社外取締役
		池田 唯一：大蔵省→金融庁総務企画局長→日本銀行理事／2024年～西武HD社外取締役
		新井 佐恵子：公認会計士→IRI取締役CFO→IRI USA CEO／花王・コニカミノルタ社外役員／2026年～西武HD社外取締役
	社内取締役×3名	**西山 隆一郎**：第一勧業銀行→2009年西武HD入社→広報部長→経営企画本部長→2023年～西武HD代表取締役社長（現 CEO兼COO）
		石原 雅行：日興證券→日興アセットマネジメント（CIO・CRO）→PAG不動産投資顧問社長→2024年西武HD入社→現 常務執行役員
		原田 武夫：1995年西武鉄道入社→西武HD経営戦略部長・社長室長→現 取締役上席執行役員 経営企画本部長
	外部有識者×2名	**服部 暢達**：日産自動車→ゴールドマン・サックスMD→一橋大・早稲田大・慶應大 客員教授／アイン社外取締役・博報堂DY顧問
		戸田 淳：三菱銀行→外資系投資銀行MD（モルガン・スタンレー等）→プロロジス・リート副社長CFO→現 レインメーカーズ代表

当社は、同委員会が、資本市場の指摘する課題に正面から向き合い、一株当たりNAV成長への道筋を示すことで資本市場からの信認を獲得し、そのもとで計画を実行することで、西武HDの企業価値が飛躍的に高まることを期待します

出所：西武HD「キャピタルアロケーション検討委員会の設置に関するお知らせ」

Appendix

各上場会社の年平均ネット投資額及びNAVの計算方法

会社名	年平均ネット投資額	NAV
西武HD	2024年度～2035年度までのキャピタルアロケーションにおける都心再開発7,200億円、リゾート開発840億円、新規物件取得や企業価値向上M&A等2,400億円、ホテル改装・海外M&A3,000億円及び主要ホテルバリューアップ500億円の合計額から、紀尾井町流動化に係る税後キャッシュイン3,200億円を減じ、年換算した値。なお、都心再開発とリゾート開発については、同社の過去のQ&Aを踏まえ、工事費の上振れとしてそれぞれの開示数値（6,000億円及び700億円）から4～5割に満たない20%増加することを見込む。	同社が開示する1株当たりNAV4,376円に、自己株式除く発行済み株式数254百万株を乗じた値。
平和不動産	「中期経営計画『WAY2040 Stage 1』」（2026年3月31日更新版）にて2024年度～2026年度のキャピタルアロケーションとして掲げる再開発投資400億円、物件取得投資230億円、CAPEX170億円の合計額から物件売却収入370億円を減じて、年換算した値。	同社が開示する1株当たりNAV3,334円に、自己株式除く発行済み株式数66百万株を乗じた値。
ヒューリック	「中長期経営計画（2026～2036）」（2026年2月3日）にて開示する2026年～2029年における不動産事業に係るネット投資額2,800億円を年換算した値。	同社株主資本に賃貸等不動産の税後含み益を加算して算出。
野村不動産HD	「経営計画（長期経営方針・3か年計画（2026/3期～2028/3期））」のキャピタルアロケーション計画にて開示する投資2兆500億円と回収1兆7,000億円から、分譲住宅及び戦略投資に係るものを除いたうえでネット投資額を計算し、年換算した値。	同社が開示する1株当たりNAV1,193円に、自己株式除く発行済み株式数856百万株を乗じた値。
三菱地所	「2025年度（2026年3月期）決算IR Data Book」にて、2020年3月期から2030年までの10年間におけるネット投資額（累計）が2～3兆円程度を見込むとの開示より、10年間で2.5兆円と仮定し、年換算した値。	同社株主資本に賃貸等不動産、棚卸資産及びエクイティ出資の税後含み益を加算した値6兆9,406億円とした。なお、棚卸資産及びエクイティ出資の税後含み益がNAVに与える影響は2026年8月3日付日本経済新聞記事を参考に算出。
住友不動産	「第十次中期経営計画（2026/3～2028/3）」にて第十次3か年計画キャッシュアロケーションとして開示する成長投資7,000億円と分譲マンション投資5,000億円の合計から、分譲マンション売却収入7,000億円を減じ、年換算した値。	同社株主資本に賃貸等不動産の税後含み益を加算して算出。
東急不動産HD	「中期経営計画2030」（2025年5月9日）にて開示する2025年度～2030年度のネット投資額1兆円に関して、グロス投資額合計3兆8,000億円の内訳であるオフィス・商業施設への投資額7,000億円が占める比率で按分し、年換算した値。	同社が開示する1株当たりNAV1,739円に、自己株式除く発行済み株式数713百万株を乗じた値。
東京建物	「中期経営計画（2025年度-2027年度）」（2025年1月16日）にて3年間のキャッシュアロケーションとして掲げるネット投資1,400億円に関して、グロス投資合計1兆2,800億円の内訳である大規模再開発2,000億円が占める比率で按分し、年換算した値。	同社が開示する修正BPS4,852円に、自己株式除く発行済み株式数207百万株を乗じた値。
三井不動産	「長期経営方針『&INNOVATION2030』」にて同社が2024年度～2026年度の累計キャッシュアロケーションの想定として開示するコア事業への成長投資2兆円から資産回収2兆円を減じて年換算した値。	1株当たりNAVは2,541.5円（2026年8月3日付日本経済新聞記事）に自己株式除く発行済み株式数2,691百万株を乗じた値。

免責事項

免責事項

このプレゼンテーション資料及びこのプレゼンテーション資料に含まれている情報（以下総称して「本プレゼンテーション」）は、株式会社西武ホールディングス（以下「西武HD」）に関する情報共有及び意見交換のために提供されるものです。3D Investment Partners Pte Ltd.は、西武HDの株式を保有するファンド（以下「3Dファンズ」）の資産運用会社です。

本プレゼンテーションでは、西武HDの事業、資本構成、取締役会、ガバナンス体制に限定した、3D Investment Partners Pte Ltd.及びその関連会社並びにそれらの関係者（以下総称して「3DIP」）の評価、推定及び意見を示しています。3D Investment Partners Pte Ltd.は、3Dファンズの資産運用会社としての立場からのみ、評価、推定及び意見を示しています。
なお、本プレゼンテーションは、西武HDの検討又は判断についての問題点の一部を例示的に整理したものであり、3DIP及び3Dファンズの主張がこれらに限定されるものではありません。また、本プレゼンテーションにおける3DIP及び3Dファンズの意見は、西武HDの検討又は判断について確定的な見解を示すものではなく、3DIP及び3Dファンズが行い得る法的主張を何ら制限するものではありません。

本プレゼンテーションは、西武HDの株主総会における取締役選任議案又は他の議案に関する議決権の行使又はその他の行為について、3DIPと共同で株主の権利（議決権を含みますが、これに限りません。）を行使することを勧誘又は要請するものではありません。3DIPは、自らの評価、推定及び意見を表明する行為又は本プレゼンテーションにおいて若しくは本プレゼンテーションを通じて行う他の株主との対話により、日本法（又はその他の適用がある法律）に基づき、共同保有者・特別関係者・密接関係者として取り扱われる意図又は合意がないことを明確にします。

3DIPは、西武HDの株主が保有する議決権の行使につき、西武HDの株主を代理する権限を受任する意思はありません。

3DIPは、西武HD及び西武HDグループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、3DIPが、自ら又は他の西武HDの株主を通じて、西武HDの株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIPは、西武HD及び西武HDグループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことや具体的な施策の実施を求めること及び自律的な各種施策の実施を阻むことを目的とする意思を有していません。

本プレゼンテーションは、いかなる取引、サービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品を購入し若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、何らかの取引を実行すること若しくは（条件が記載されているか否かを問わず）その他の行為を避けるべきことを推奨するものではなく、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません。

本プレゼンテーションは、情報提供のみを目的としたものであり、その他のいかなる目的のためにも、いかなる人にも依拠することはできません。また、本プレゼンテーションは、取引、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言、提案（株主提案権の行使や委任状勧誘を示唆する提案を含む）若しくは招請でもありません。

本プレゼンテーションは、3DIPが独自に収集した情報及び公表されている情報（いずれも3DIPは別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。3DIPは、日本の金融商品取引法が規定するインサイダー情報（以下「インサイダー情報」）を受領しておらず、また、本プレゼンテーションにはいかなるインサイダー情報も記載していません。

本プレゼンテーションには「将来の見通しに関する記述」が含まれています。特定の将来の見通しに関する記述は、過去又は現在の事実に厳密には関連していない記述であり、「かもしれない」、「でしょう」、「想定します」、「信じます」、「予想します」、「計画します」、「推定します」、「見込んでいます」、「目標とします」、「予想します」、「求めています」、「し得ます」といった表現やこれらと同等の用語を用いたその他の変化形、否定形、類似表現の一切を含んでいます。

免責事項

同様に、3DIPの目的、計画、事業戦略、目標などを記載した記述は、将来を見据えたものです。本プレゼンテーションに記載されている業績見通し等の将来に関する記述は、3DIPが本プレゼンテーションの作成時点で入手している情報及び合理的であると判断する一定の前提に基づいた、3DIPの意図、認識、期待、推定、仮定及び評価に基づいています。これらの記述は、将来の業績を保証するものではなく、リスク、不確実性、仮定その他予測することが困難な要素を含んでおり、3DIPのコントロールの範囲内ではなく、実際の業績と大きく異なる可能性があります。したがって、実際の業績などがこれらの業績見通しとは大きく異なる結果となり得ます。そのため、実際の結果を予測するものとして将来に関する記述に依拠するべきではなく、実際の結果は将来に関する記述として記載され、又は示唆されたものと大きく異なる可能性があります。3DIPは、新たな情報、将来の展開その他の結果にかかわらず、将来の予想に関する記述を更新して公表したり、修正する義務を負いません。

3DIPは、本プレゼンテーションに記載された情報が正確で信頼できるものであると信じていますが、3DIPは、当該情報や記載されている西武HDグループ及びその他の企業に関する記述、口頭でのコミュニケーションについての正確性、完全性又は信頼性について何らの表明又は保証を行うものではありません。また、3DIPは、これらの記述やコミュニケーション（それについての不正確性や欠落も含みます。）についてのいかなる責任を負うものではありません。なお、公開会社については、公開会社又はその内部者が保有する非公開情報のうち、当該公開会社が公開していない情報が存在する場合があります。したがって、本プレゼンテーションに記載されている全ての情報は、何らかの保証をするものではなく、「現状のまま」で表示されており、3DIPはその情報の正確性、完全性又は適時性や、使用した結果について何らの表明も暗示的に行うものではありません。自ら専門家の助言を得て、関連する問題に関して自ら評価を行ってください。3DIPは、本プレゼンテーションに含まれる情報（それについての不正確性や欠落も含みます。）の全部若しくは一部の使用やそれに関連して発生したいかなる損失に対しても、いかなる義務又は責任も負いません。いかなる投資も、完全な資本の喪失を含む重大なリスクを伴います。いかなる予測や見積もりも、単に説明を目的としたものであり、想定される損益の上限を示したものとして捉えるべきではありません。3DIPは、いかなる人に通知することなく、本プレゼンテーションの全部又は一部を変更することができますが、本プレゼンテーションにおける修正、更新、追加情報若しくは資料を提供する義務、又は不正確を訂正する義務は負いません。
本プレゼンテーションには、ニュース報道又はその他の公開の第三者情報源（「第三者資料」）からのコンテンツ若しくは引用、又はそれらへのハイパーリンクが含まれ得ます。本プレゼンテーションにおける第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIPが独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIPの見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIPとは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本プレゼンテーションに第三者資料を提供することは、3DIPが第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して3DIPが表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

本プレゼンテーションの英語版に記載される（他の者に帰属しない）3DIPが作成した情報で、英語版と本プレゼンテーションの日本語版とが一致しない場合、別途の明示がない限り、日本語版の意味が優先されます。
3DIPは、現在、西武HDグループの有価証券を実質的に保有し、及び／又は経済的利害関係を有しており、将来においても保有し、または経済的利害関係を有する可能性があります。3DIPは、西武HDグループに対する投資について、継続的に、また、様々な要因に応じて、西武HDグループの財政状態及び戦略的方向性、西武HDとの協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、西武HDグループの有価証券の購入又は売却を希望する価格で実行する可能性など、いつでも（3DIPがポジションを得た後の公開市場又は非公開の取引を含みます。）、売買、カバー、ヘッジ、又は投資の形態や実体（西武HDの有価証券を含みます。）を、関係法令で許容されるいかなる方法によっても、変更する可能性があり、また、そのような変更について他者に通知する義務を明示的に負うものではありません。また、3DIPは、西武HDに対する投資に関して適当と判断するいかなる行動も取る権利を留保します。この行動は、取締役会、経営陣又は他の投資家とのコミュニケーションを含みますが、これに限られません。

本プレゼンテーション及びその内容は3DIPの著作物です。本プレゼンテーションで言及されるすべての登録された又は登録されていないサービスマーク、商標及び商号は、それぞれの所有者の財産であり、3DIPによる本プレゼンテーションの使用は、これらのサービスマーク、商標及び商号の所有者との提携又は所有者による承認を意味するものではありません。いかなる場合においても、3DIPは、本プレゼンテーションの使用から生じる、直接的又は間接的な特別損害、付随的損害又は派生的損害（逸失利益を含みます。）について、いかなる当事者に対しても責任を負わないものとします。

本プレゼンテーションに記載された内容は、予告なく変更・更新されることがありますので、ご注意ください。本プレゼンテーションを読むたびに全ての内容をご確認ください。