



大栗 育夫様
代表取締役会長
長谷工コーポレーション
郵便番号 105-8507
東京都港区
芝2-32-1

2018年6月7日

機関投資家による株主価値の向上に関する推奨

大栗様

当社は現在、Morphic Global Opportunities Fund、Morphic Ethical Equities Fund、Trium Morphic ESG Long-Short Fundがカスタディアンとして、貴社の300,000株を保有しております。当社は、2017年2月からこれらの株式の購入を開始しました。

当社はこれらの持ち分が、貴社が発行なさっている株式の総計と合致しないことを認識しております。しかし、これらは当社各ファンドの大きな部分を占めているため、貴社の実績及び株式は当社ならびに当社のクライアントにとって非常に重要です。

当社は、当社が提起する本件は、長谷工のコーポレートガバナンスと資本管理に関する意思決定に最終的に責任のある取締役会が対処すべきことであると考えているため、代表取締役会長としての大栗さまにこの書面をお送りしています。

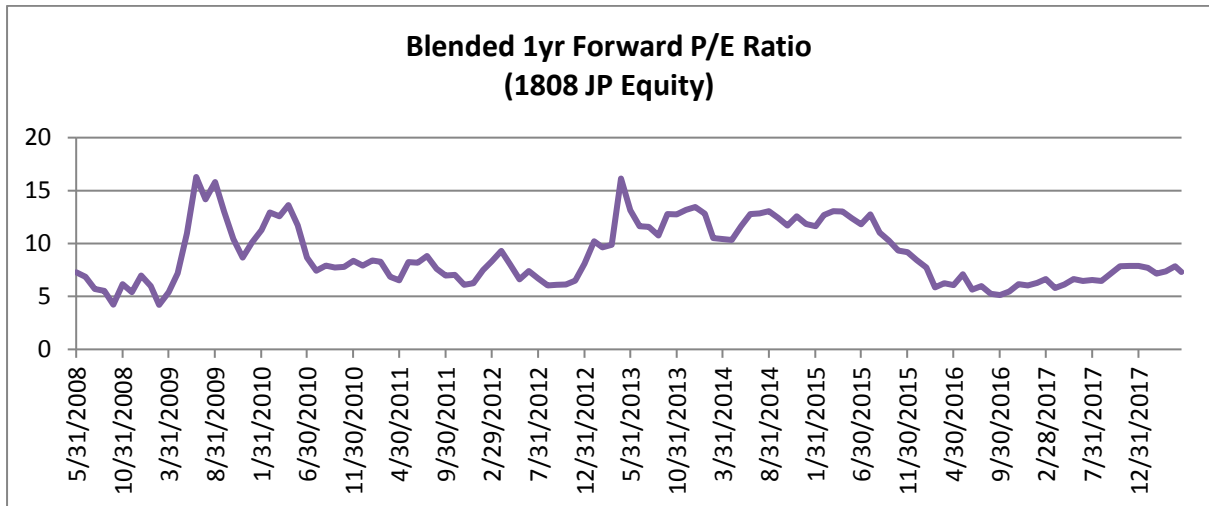
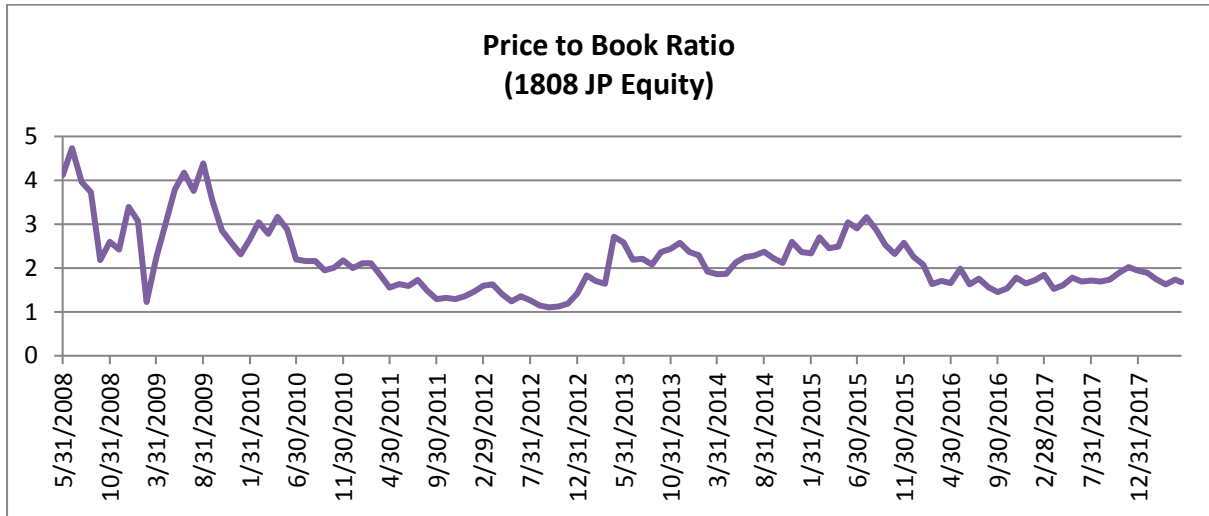
背景

当社は、大栗様が同社の中核となる建築ビジネスを模範的な方法で管理なさったことを称賛いたします。貴社の、イノウエ トシヒロ氏率いる優れたインベスターリレーションズチームは、今後数年間で、成長率が低下する可能性についての警告に慎重な姿勢でした。しかし、当社は貴社の品質に対する評判により、この環境でも市場シェアを確保し続けるであろうと確信しております。

より最近では、貴社のアネシス部門を関西電力に売却する決定をしたことに非常に満足しております。当社は、2つの理由で良い結果であったと考えております。つまり、これにより非常に収益の低い資産について実質的な利益を得て、さらに貸借対照表を強化する結果となりました。また、経営幹部を解放して、貴社の中核となる日本の建築事業により集中することができます。

しかし、これらの良好な運用上ならびに投資上の決定にもかかわらず、当社は貴社の株価は引き続きあるべき状況よりも低いと考えています。

過去3年間、貴社の株式はPBRとPERで、着実に率を下げってきました。



(出典：ブルームバーグ)

これは、貴社が年初の財務ガイダンスとアナリストの予測を一貫して上回っているにもかかわらず起きています。

当社はまた、貴社の株価は他の大手4社、清水、大林、大成、そして鹿島と比較して入り混じった収益となり、より低い倍率で取引していることも言及します。これは、貴社が、低い規制的、及び実施のリスクが低い優れたビジネスをお持ちであると信ずる事実にもかかわらず起きています。

過去の株価収益率					
	1808 JP	1803 JP	1802 JP	1801 JP	1812 JP
10年	6%	8%	8%	15%	9%
5年	19%	23%	16%	28%	23%
1年	17%	-2%	-7%	31%	9%

YTD	-5%	-6%	-16%	9%	-15%
-----	-----	-----	------	----	------

年度累計 (YTD) を除く年次 (出典：ブルームバーグ、2018年5月23日現在)

当社は、コーポレートガバナンスや資本管理の観点から、一般的に日本の大手ゼネコンの中で最も経営が優れていると言われる大成（1801）は、一貫して全ての期間で上回っていることに注目していただきたく思います。

当社は、この満足のかない株式のパフォーマンスの理由を理解するには、次に関連する問題を検討する必要があると考えます。

- a) 貴社の資本と貸借対照表の管理
- b) 貴社の将来の戦略に関する懸念
- c) 理事会の構成

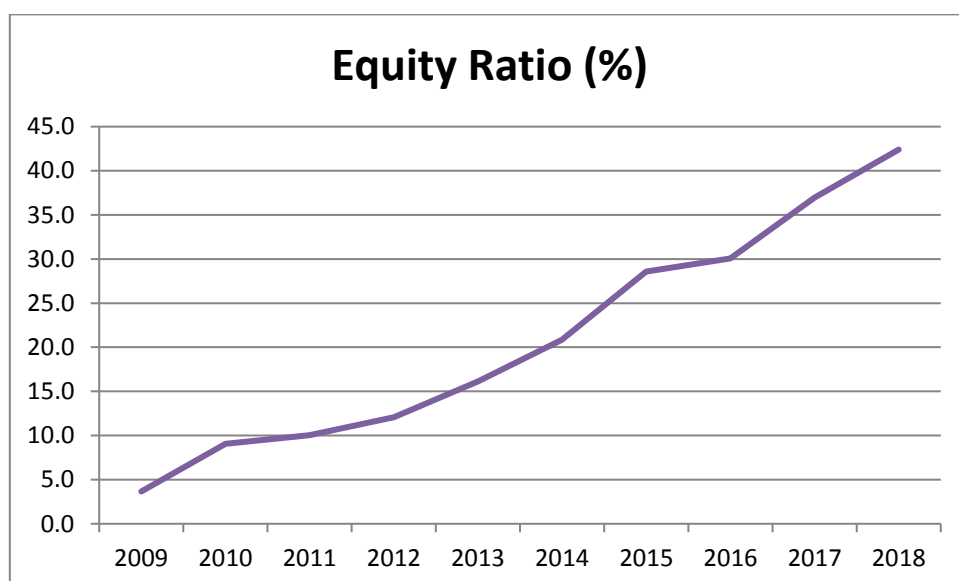
これらについて、それぞれ詳細を見ていきたいと思えます。そして、貴社の威信、そしてすべての株主の体験を向上させる可能性のある方法について、いくつかご提案差し上げて締めくくりたいと思えます。

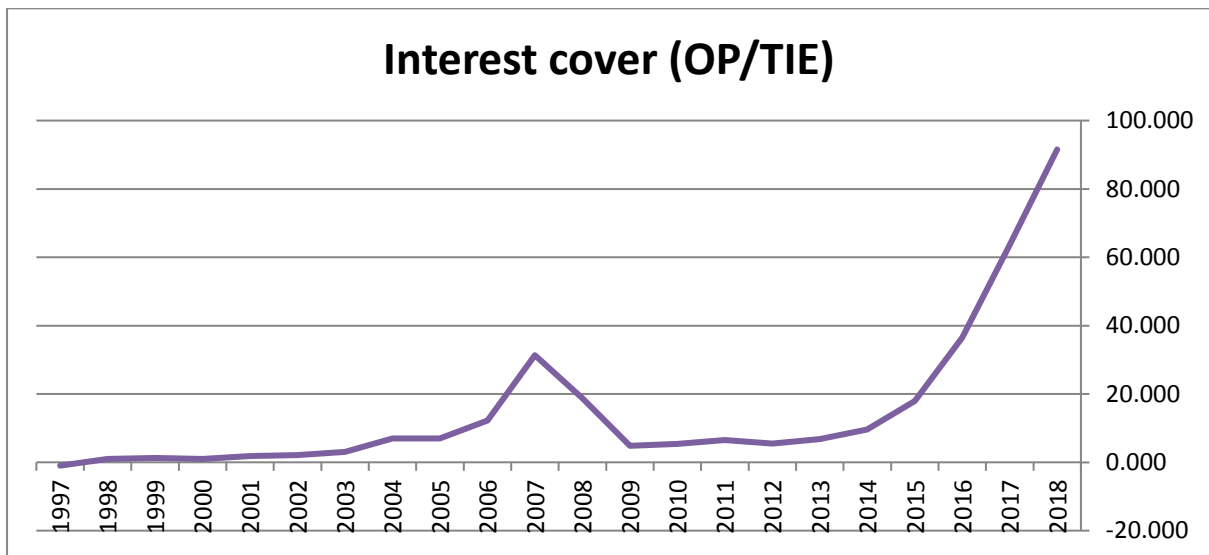
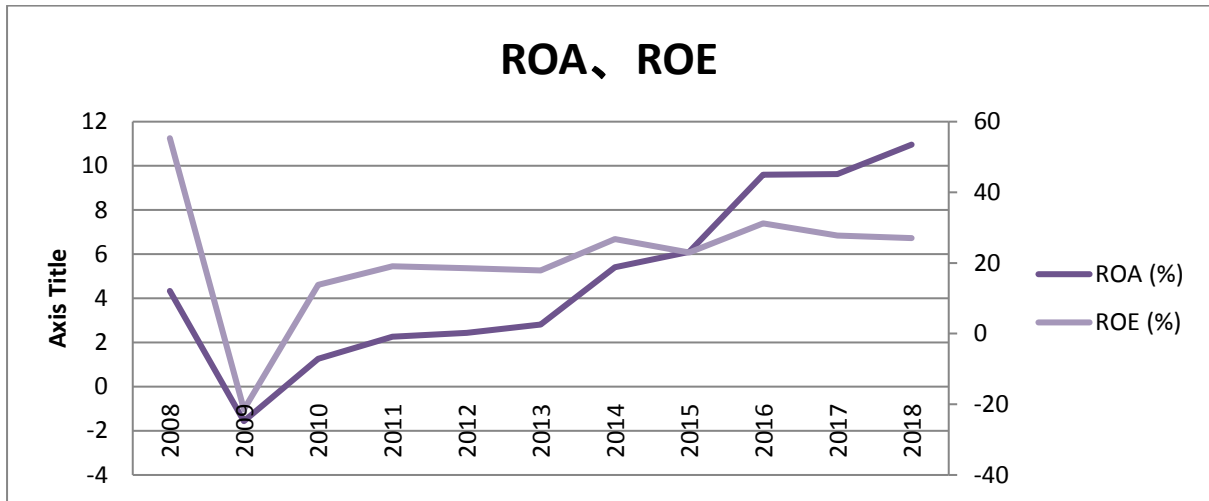
貴社の資本と貸借対照表の管理

過去8年間にわたり、貴社の着実な増収は、貴社の総資産利益率（ROA）を見事に上昇させ、株主資本利益率（ROE）の収益を引き上げる助けとなりました。しかし、ここ数年貴社のROEは停滞しています。この主な理由は、貴社の自己資本比率（ER）が、42%以上と記録的なレベルに達していることです。

当社は、この指標、及びROAとROEについて、当社が特定できるデータまで遡って、貴社のERを以下の表に示しています。

また、貴社のインタレスト カバレッジ（IC）を、営業利益（OP）と支払利息合計（TIE）の割合で示します。





(出典：ブルームバーグ)

貴社の2018/19年のガイダンスを組み込んだ、以下の表に示す当社の予測、そして今後2年間のアナリストの予測に基づいて、当社は、今後3年間で貴社のERは46.4%、50.2%、及び52.9%に上昇すると予測しています。その結果、当社は貴社のROEが継続して低下し、ICは高い水準に留まることが期待されます。

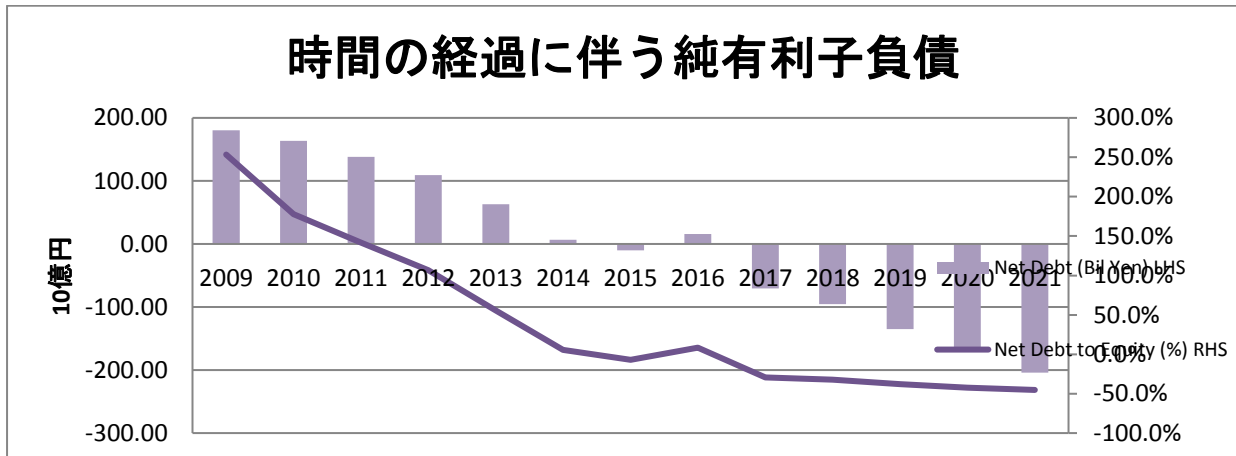
年	ER	ROE	IC
2019年	46.4%	21.1%	94.4x
2020年	50.2%	15.8%	90.4x
2021年	52.9%	14.2%	90.3x

(出典：企業ガイダンス；アナリスト予測；Morphic による計算)

当社は、ROEにおけるこの低下には二重の原因を考えております。

1. 負債が減っている間にも、貸借対照表の現金が蓄積されたその方法。
2. 許容できないほど大きな割合の長谷工の資産と資本が、低いまたはマイナスの収益の子会社に注ぎ込まれている事実。

以下の表では、貴社の純負債と近年の負債比率、そして経営指針、そして収益と配当に関するアナリストの予測に基づいてどこに向かっているかの当社の予測を示しています。



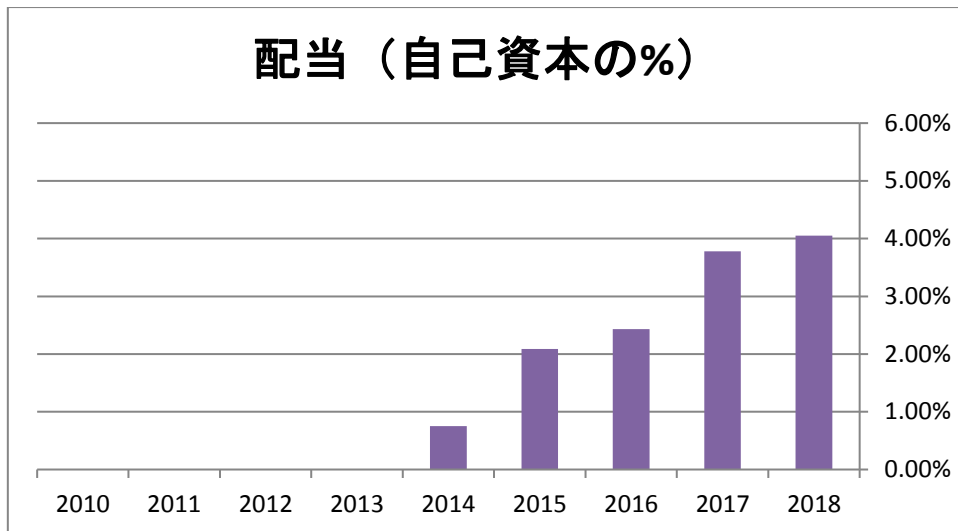
(出典：企業ガイダンス；アナリスト予測；Morphic による計算)

この主な理由は、貴社が自社株を買い戻すことに消極的であることと、その非常に低い配当性向にあります。

長谷工の2018/19年の配当性向は20%未満であり、これはTOPIX指標に含まれる企業の平均支払い率30%を大きく下回ります。これはまた、大成による30%の配当性向よりもはるかに下回っています。

長谷工の配当性向はまた、その株主資本のパーセンテージとしても非常に低いと言えます。

以下の表は、配当で長谷工が各年に支払った総額を追跡したもので、年度末の株主資本のパーセンテージで示しています。



(出典：ブルームバーグ)

当社は、長谷工が資本レベル35%以上またはインタレストカバレッジ10倍以上で経営を行う必要はないと考えており、これらのレベルに近い貸借対照表を管理できるステップによって、投資家にかなりの価値を付加し、さらに次の点について貴社に備えをなお残すことになると思われま

- I) 有機的成長（成長シナリオ）、
- II) 循環的な利益の低下（循環的な後退のシナリオ）

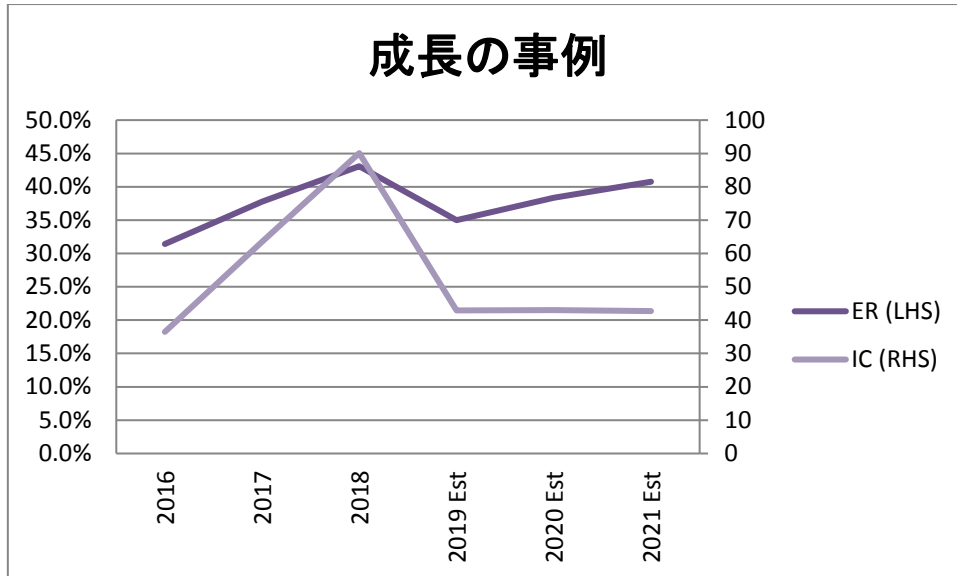
貴社が今後3年間で10%収入を増やすことを前提に成長シナリオをテストします。このケースをより慎重なものにするため、営業利益率が1%低下することも想定しています。

このような背景のもと、当社は、貴社が一株あたり平均1,700円で7,800万株を買い戻すことで、株主に現金で1,300億円を配分することにより、資本率を35%にまで下げたと仮定します。

この仮定でも、配当を引き上げるまたはさらに買い戻しを行わない限り、当社は2021年3月までに、貴社の資本率が許容できないほど高い40%にまで上昇すると算出します。貴社のROEは、2019年3月に34%に回復しますが、その後21%に戻ります。

当社は、貴社の平均金利も2017/18年の1%弱から、これらの年それぞれで2%に上昇すると仮定しています。貴社のインタレストカバレッジ（営業利益と利息費用の割合）は、42倍に留まります。

¹ R&Iの貴社の信用格付けは2013年3月から少なくとも BBB+ Stable であり、この時期のインタレストカバレッジは6.8x、自己資本率はわずか24%で、これらのレベルでも非常に適切に資本が充実していることを意味しています。

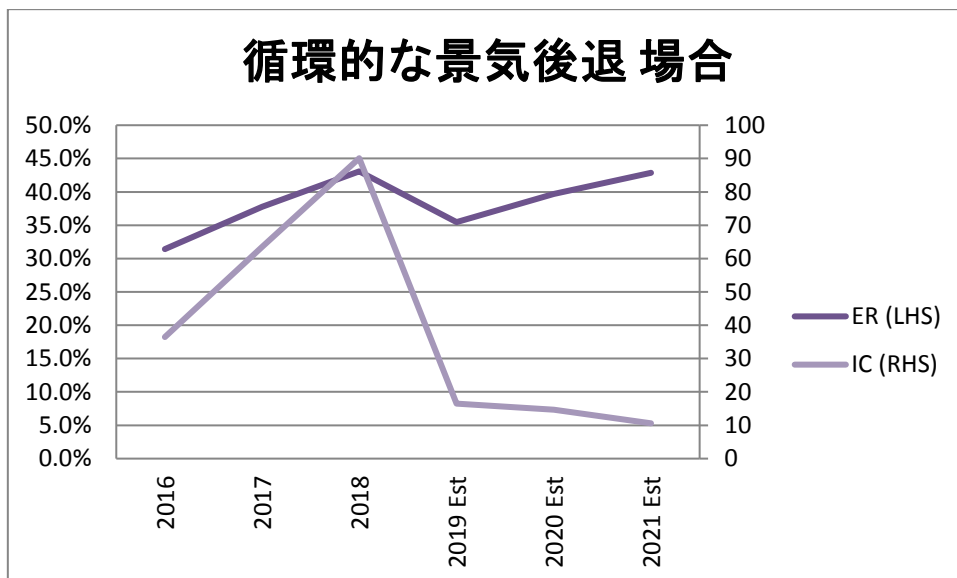


(出典：企業ガイダンス；アナリスト予測；Morphic による計算)

循環的な利益の低下シナリオは、収益の10%減、売上総利益の5%ポイント減によって、現在の2018/19会計年度の営業利益が600億円しか達成できず、その後数年収益が10%減少したと仮定してテストします。当社は、貴社の平均金利も2017/18年の1%弱から、これらの年それぞれで3%に上昇すると仮定しています。

当社は再び、貴社が一株あたり平均1,700円で7,800万株を買い戻すことで、株主に現金で1,300億円を配分することにより、資本率を35%にまで下げたと仮定します。

この場合、貴社の資本率は当初35%まで下がりますが、インタレストカバレッジ（営業利益と利息費用の割合）は、依然として10倍以上であり、2015年3月までよりも高くなります。



(出典：企業ガイダンス；アナリスト予測；Morphic による計算)

当社は、これは貴社の貸借対照表が間違いなく強いだけでなく、強すぎることを示しています。これが意味することは、市場は貴社が貸借対照表に保持している現金に価値があると考えておらず、過去10年間で達成した総負債の削減はほとんど評価していません。

同時に、市場は貴社の低い配当性向を耐え難いと思っており、ROEの低下傾向に落胆しています。

以下で説明するように、当社はまた貸借対照表の現金のレベルは、価値を下げる可能性のある、現在コアでない事業の一つの買収もしくは拡張に当てられるのではないかと市場を不安にさせる材料であると考えます。

貴社の将来の戦略に関する懸念

貴社の他の株主、貴社に投資を考える人々、または株式ブローカーのアナリストとのやり取りでは、貴社が劣っている分野にビジネスを広げるのではないかとの懸念を常に耳にします。

この懸念は、一部は長谷工のその歴史、貴社のIRチームのコメント、そしてもう一部は既知の、日本企業の理事会によく見られる、株主価値を高める方法として収益の増加を優先させる残念な傾向に由来しています。

投資家は貴社がどのようなコアでないビジネス、特に不動産管理、高齢者ホーム、またはハワイの不動産開発などに拡大して欲しいとは思っていないとは言えます。

これらのビジネスからの現在ならびに過去の収益は、非常に不満の残るものであり、これらのビジネスが、たとえその規模を倍にしても、将来より良い見通しを維持する証拠がありません。

当社はまた、OP、RP、及びNPのガイダンスの違いについての質問に対する、イノウエさんからすでにいただいている回答に基づいて、貴社には過去の高齢者施設への投資に対するさらなる減損損失を認識する必要があることにも言及します。

もちろん、2017/18年、貴社はハワイの不動産開発資産に関連する遺産問題について、20億円の資金調達を余儀なくされました。

ご承知の通り、日本のコーポレートガバナンスコードに提案されている変更の最新草案は、資本コストを考慮したビジネス戦略を策定する必要があります。最近の機関投資家向けのメモでSMBC日興証券は次のように述べています。

「ROIC (投下資本利益率) - WACC (加重平均資本コスト) スプレッドに応じた株グループごとの相対的なパフォーマンスを測定すると、ここ数年で、幅広いスプレッドの株とそうでない株の間のパフォーマンスギャップが急速に開いていることがわかった。」

当社の観点から言えば、アネシスを成長させるのではなく、売却するという、理事会の非常に合理的で価値を付加する決定に幾らか安堵しております。しかし、当社は、貴社の残りのコアでないビジネスへのアプローチについて懸念を完全に一掃できずにおり、公正価格の推定額が2,000円以上の株価が大幅に下げている原因は、これに対する市場の不安で説明ができると考えております。

また、当社はブルームバークの貴社のWACC予測8.4%に基づいて、新規ならびに未知の事業を開始するにあたって継承するリスクがあるため、長谷工はROICが少なくとも2パーセントポイントこれよりも上回る、または10%とならない限り一切の事業の多様化もしくは買収を考慮してはならないと考えています。

対照的に、M&Aの形式として、しかしデューデリジェンスや購入後の統合リスクがなく、そして管理にプレミアムを支払う必要のない株式買戻しを検討されることをお勧めします。

ハワイ資産に特に言及すれば、市場は売却を歓迎すると考えております。これにより、当社が確認する限り、継続した貴社のリソースを消耗させ、20年以上前の経営陣が残した中核ではない案件によるさらなる損失を防ぐことができます。貴社のこの部門に関する本年度のガイダンスは、再びこの期間に損失をだすことが示されていることに留意してください。

長谷工不動産ホールディングス（2018年3月ROE 0.8%、2019年3月のガイダンスでROE 0.3%）、生活科学（2018年3月ROE -3.4%、2018年3月のガイダンス3.4%）、そしてHaseko America（2018年3月 ROE -8.5%、2019年3月ガイダンス ROE -2.5%）など、ROEの低いセグメントを手放すことができれば、即座にメリットがあるでしょう。これらのセグメントが貴社の2018年5月の「財務諸表の要約」に示されている株式価値で売却された場合、617億円をリリースし、長期負債を削減し、株式買戻しのための能力と、配当を増やすことに利用できると推定しています。

理事会の構成

当社の見解では、長谷工はより現代的な理事会の構成パターンへ移行することで利益を得ると考えています。

現在の理事会³は全員が男性であり、現在と過去の貴社の経営陣が完全に占めており、年齢が高く、現在の資本市場や資本管理の知識を示すことができるメンバーが不足しています。

再び、SMBC日興の提案されている日本のコーポレートガバナンスコードの変更についてのコメント⁴を引用すると、

「もう一つの重要なポイントは、より多くの女性の取締役を任命することである。女性の取締役が多い企業はROEが高い傾向がある。」

³ 当社は、提案されているナガサキ マミ氏の理事会への登用について、当社は彼女の選出に投票する予定です。

⁴ 2018年5月18日 SMBC日興「オープニングベル」

SMBC日興のコメントは、大部分の先進国の学術研究に基づいており、より多様性のある理事会の企業は、低いリスクでより優れた収益を上げており、市場が高く評価していることを示しています。

理事会の多様性は性別以外にも及びますが、執行取締役と非執行取締役がうまく混じっていることにも及びます。つまり独立した後者を圧倒的多数とすることであり、この場合、長谷工の元従業員であってはなりません。さらに、その理事会に建築業界の経験がある執行取締役と非執行取締役を揃えることは重要であると考えられる一方で、当社は、独立した、現代の資本管理の知識がある非執行取締役も必要であると考えます。

これらの問題に対処するため、何ができるか？

当社は、次の手段を講じることで、長谷工はその企業イメージと株主還元を着実に改善することができると考えています。

- 1) 収益増加よりも、一株あたりの利益を増加させること、およびROEの維持ならびに向上に重きを置いた戦略に公にコミットする
- 2) 公に、直ちに一株あたりの明白な帳簿価格が増加しない、または貴社のWACCよりも、ROICが2パーセンテージポイント上回らない新規事業に投資もしくはは買収を行わないことを公に宣言する
- 3) すべての中核でない事業を見直し、少なくともROICがWACC程度を達成しないものを売却する
- 4) 以下のように理事会の構成を修正する
 - a. 過半数の独立した、非執行取締役
 - b. 少なくとも女性を3人含む
 - c. 次の経験を持つ非執行取締役を含む
 - i. グローバル経営コンサルティング
 - ii. 投資銀行
- 5) ERを最低25%、最高35%までに管理する努力をする
- 6) 少なくとも380億円分、最高2,000万株の株式買戻しと、一株あたり最高1,900円で株を買うことを発表する
- 7) 株式買戻しの目標を、貴社のERが30%を上回る間、少なくとも四半期ごとに更新する
- 8) 直ちに配当性向を収益の30%に増やす

当社は、これらの変化により、長谷工は将来の課題や機会にうまく対処できるようになると信じています。再び、SMBC日興から引用すると

「当社は、これらのアプローチに対する変化が株価のパフォーマンスに直接的な影響を与えるかどうか調べた。ガバナンスへのアプローチを変更した企業は、堅実な業績を実現した。」⁵

⁵ 2018年5月18日 SMBC日興「オープニングベル」

当社が期待した通りに、これらの変化が、絶対的、および同業他社との相対的な意味の両方で、長谷工株の永久的な再評価に繋がった場合、株式交換および現金による非希薄化買収を行う準備が整い、これを理事会が監視することで、市場にこれらの決定は信頼できる根拠があるという自信を与えます。

当社は、これらの意見と要望に対するご回答をただけることを楽しみにしております。本フィードバックについて貴社のタイムラインを早期に示していただけると助かりますが、当社としましては、6月30日以前に、詳細なご回答をいただきますことを希望いたします。

ご質問などございましたら、お気軽にお問い合わせください。私共は、東京でお会いしてこれらの課題について話し合い、推奨いたしました資本管理の課題を裏付けるために当社が実施したモデリングをご覧いただきたいと考えております。

敬具



Jack Lowenstein (ジャック・ローウェンシュタイン)

マネージングディレクター

重要注意事項

この文書は情報の提供のみを目的としており、Morphic Asset Management Pty Ltd (“Morphic”) (ACN 155 937 901) (AFSL 419916)による証券の購入もしくは販売に関する提示もしくは勧誘を意図したものではありません。これには投資目的、財務状況、または特定の人物の特定のニーズを考慮したものではありません。事実の記述は、Morphicが信頼できると信ずる情報源から、およびこれに基づいて入手したものです。Morphicはその正確さについて保証するものではなく、いずれかの当該の情報が不完全もしくは要約されている可能性があります。含まれる全ての意見ならびに予測は、この文書の日付時点のMorphicの判断であり、予告なしに変更される場合があります。