



今こそ責任追及を： 熊谷組のコーポレートガバナンス改善

銘柄コード: 1861 JT
2023年5月29日

www.kumagaicorpgov.com

オアシスから熊谷組の株主の皆様へのメッセージ

熊谷組（1861 JT）は、適切な経営がなされていないゼネコンと言わざるを得ません。
現経営陣は、株主だけでなく、すべてのステークホルダーを失望させていると言わざるを得ません。

櫻野氏が社長の間に、熊谷組はこうなりました。



業績が劣後

- 直近の決算で、熊谷組は再び当初のガイダンスを大幅に下回る収益を計上した。
- 他の建設会社がガイダンス対比98.6%の達成であったのに対して、熊谷組は73.6%の達成にとどまった。
- 熊谷組のROEは、4.7%に低迷し、今後も有意な改善が期待できない。
- 損失工事の受注が続いており、品質管理、リスク管理、設計変更交渉の課題を抱えている。



ガバナンスと経営の監督に問題

- 櫻野社長が熊谷組の取締役役に就任してからも、不祥事が相次ぎ、直近では、2023年に工事の検査不正が明らかになった。
- 熊谷組は、住友林業と資本提携をしているが、成果が出ておらず、少数株主を毀損し続けている。
 - 利益積上げができず、資本提携により生じた25.5%の希薄化はそのまま
 - シナジーは長らく具現化せず、資本提携がもたらす利益への貢献の期待は大幅に低下
 - 資本提携が失敗しているにもかかわらず、熊谷組は住友林業の代表取締役役に熊谷組の取締役会の議席を与え、住友林業による影響力を高めることを是認



資本の配分に失敗

- 熊谷組は、投資目標を達成できず、第三者割当増資で調達した資金を有効に活用できていない。
- 住友林業は他のゼネコンとの案件の方が多い。
- 熊谷組は投資計画の失敗を認めながらも、投資リターンを評価せず、ただひたすら投資をし続けている。
- 熊谷が株主価値を高めるような投資を行うという証拠はほとんどない。
- 熊谷組の株式は過去5年間、全くリターンを生み出さず。
- 熊谷組は、純資産のわずか0.75倍の評価で取引されている。

経営陣は、これまでの運営とガバナンスの失敗の歴史について、今こそ責任を問われなければなりません。
熊谷組は、資本提携と投資計画の戦略双方を見直す必要があります。

OASIS

オアシスは、次の定時株主総会において、株主の皆様以下を推奨します



櫻野泰則社長の取締役への
選任に**反対票**を投じましょう



佐藤建氏の取締役への
選任に**反対票**を投じましょう



20%の自己株式取得に
賛成票を投じましょう



一株当たり188円の配当実施に
賛成票を投じましょう



住友林業との資本提携と
投資計画の見直しに
賛成票を投じましょう

熊谷組のガバナンス改善に向けたオアシスの提案



櫻野泰則社長の取締役への
選任に**反対票**を投じましょう



佐藤建氏の取締役への
選任に**反対票**を投じましょう



20%の自己株式取得に
賛成票を投じましょう



一株当たり188円の配当実施に
賛成票を投じましょう



住友林業との資本提携と
投資計画の見直しに
賛成票を投じましょう



熊谷組の企業概要



- 熊谷組は、福井県福井市で創業した日本の総合建設会社
- 本社は東京都新宿区に置き、東証プライム市場に上場している
- 熊谷組は、トンネル工事や中層住宅建築に特化した、ゼネコン大手

概要

熊谷組の事業

建築事業 住宅、倉庫、オフィスビル、病院、工場、等

土木事業 トンネル、高速道路、橋梁、等

TAIPEI 101



東京湾アクアライン



明石海峡大橋



パークコート神楽坂



山梨リニア実験線

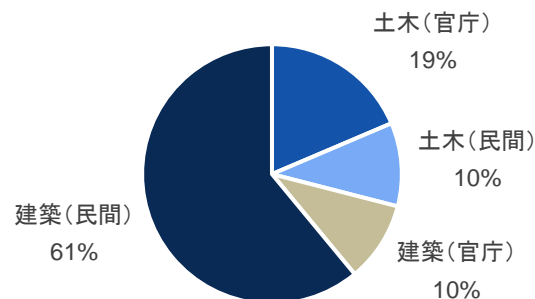


アパホテル



受注高の事業別内訳

国内受注高内訳(2023年3月時点)



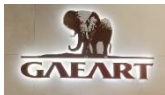


時価総額(十億円)	126.0
企業価値(十億円)	107.2
完成工事高(十億円)	403.5
営業利益(十億円)	11.5
EV/完成工事高	0.26x
EV/営業利益	9.34x
従業員数(2022年3月末時点)	4,338

熊谷組の企業概要(続き)

沿革

1898	福井県にて熊谷組創業
1938	株式会社熊谷組設立
1958	黒四・大町トンネル貫通
1970	東京証券取引所二部上場
1971	東京証券取引所一部指定替え
2001	主要金融機関と4,300億円の債務免除を合意
2003	飛鳥建設と経営統合に向けた協議を開始(2005年に撤回) 主要金融機関と2,684億円の債務免除について合意、 300億円の優先株発行を実施
2004	世界一の超高層ビル(当時)「TAIPEI 101」竣工
2014	優先株式の全株消却完了
2017	住友林業株式会社と業務・資本提携

主要子会社

	売上高
 <p>国内9位の舗装会社 道路建設、舗装、アスファルト合材の製造などを行う</p>	470億円
 <p>台湾での住宅やオフィスビル建設に強みを有する</p>	370億円
 <p>建築リニューアル事業に特化 リノベーション工事、インテリアデザイン、耐震診断などを行う</p>	206億円

熊谷組と関係の深い企業

住友林業

- 熊谷組の筆頭株主で、議決権比率は21%
- 住友林業は熊谷組で1株3,705円(総額347億円)で出資したが、本出資により現在約75億円の損失が発生している
- 住友林業は、熊谷組の取締役会に1議席を有しており、現在、佐藤建取締役(住友林業の代表取締役)が就任している

三井住友銀行

- 住友銀行(三井住友銀行の前身)の頃より熊谷組のメインバンクであり、現在は30億円の貸出を行っている
- 三井住友銀行は、2001年に計4,300億円のうち2,595億円、2003年には計2,684億円のうち2,562億円の債務免除要請を受け入れ、206億円相当の優先株(TIBOR+1.5%)を取得した
- 2014年に、三井住友銀行がアレンジャーとして100億円のシンジケートローン契約を締結(コ・アレンジャー:三井住友信託銀行)(2014年に1.08億円、2017年に2.23億円、2020年に2.10億円の手数料支払が発生)
- 2017年の住友林業に対する第三者割当による新株発行において、SMBC日興証券がアドバイザーを務めた
- 三井住友銀行は熊谷組に対して役員を継続的に派遣



目次

1. なぜ今、熊谷組に対する責任追及が必要なのか：
 - A. 熊谷組の業績は低迷している
 - B. ガバナンスおよび経営監督における失敗
 - I. 熊谷組の度重なる不祥事
 - II. 住友林業との資本業務提携は少数株主の期待を裏切っている
 - C. 熊谷組の投資は失敗している
 - D. 熊谷組の株価は非常に割安
2. 熊谷組のガバナンス改善に向けたオアシスの提案
3. 熊谷組の株主の皆様へのメッセージ: 今こそ責任追及を



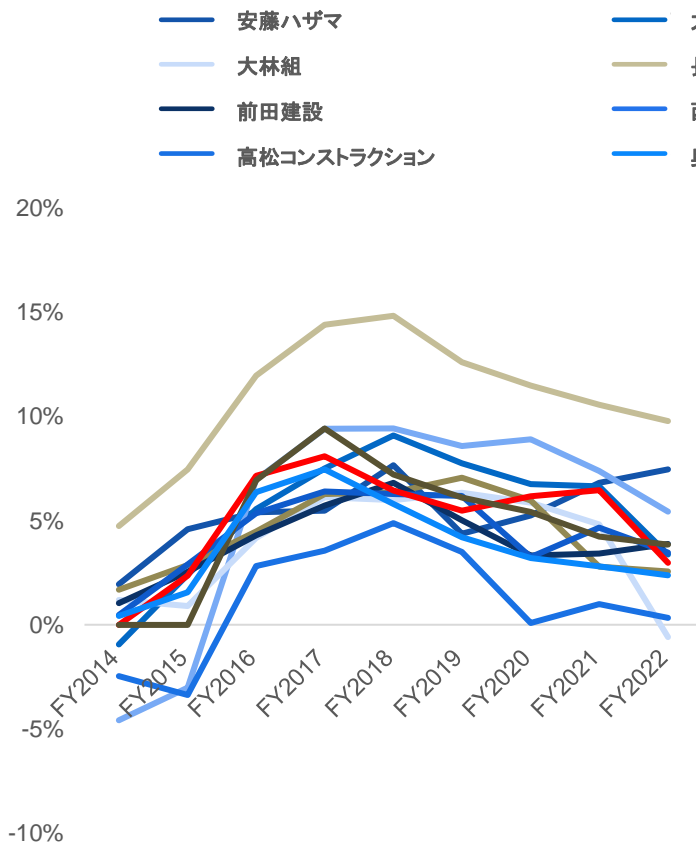
熊谷組の業績は低迷している

経営陣による散漫な経営

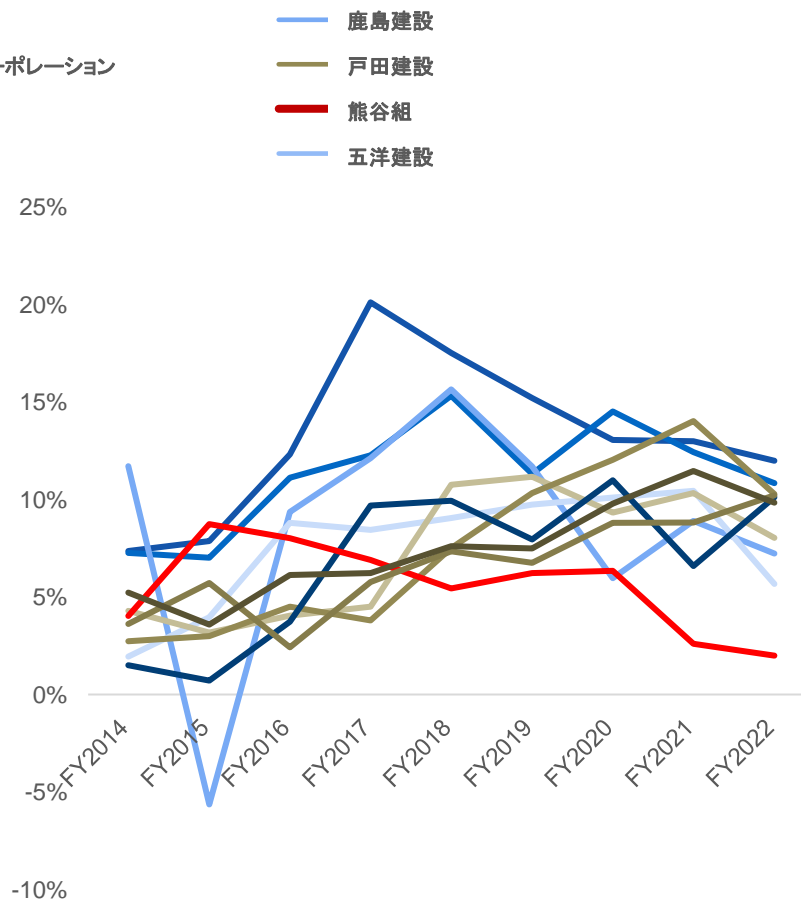
熊谷組の土木事業は利益率の向上が急務

- 熊谷組は、業界最低水準にある土木事業の営業利益率を向上させなくてはならない
- 経営陣は、コア事業である建設事業に注力し、設計変更交渉の改善に取り組むべき

営業利益率(建築事業)



営業利益率(土木事業)



経営陣による散漫な経営 赤字契約も利益率の重荷に

- 熊谷組のプロジェクトマネジメント能力の欠如は、赤字工事の増加に如実に表れている

営業利益率(建築事業)

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
損失案件	0	2	1	1	7

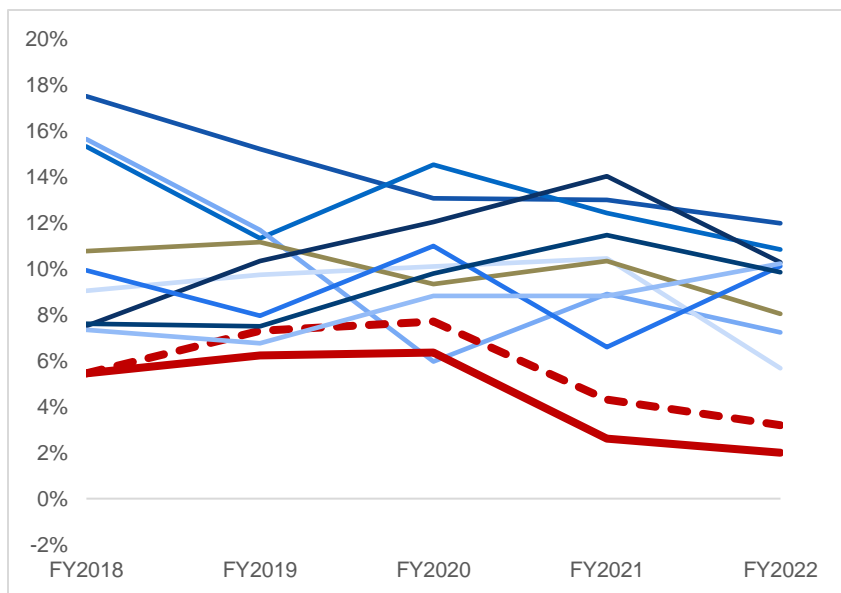
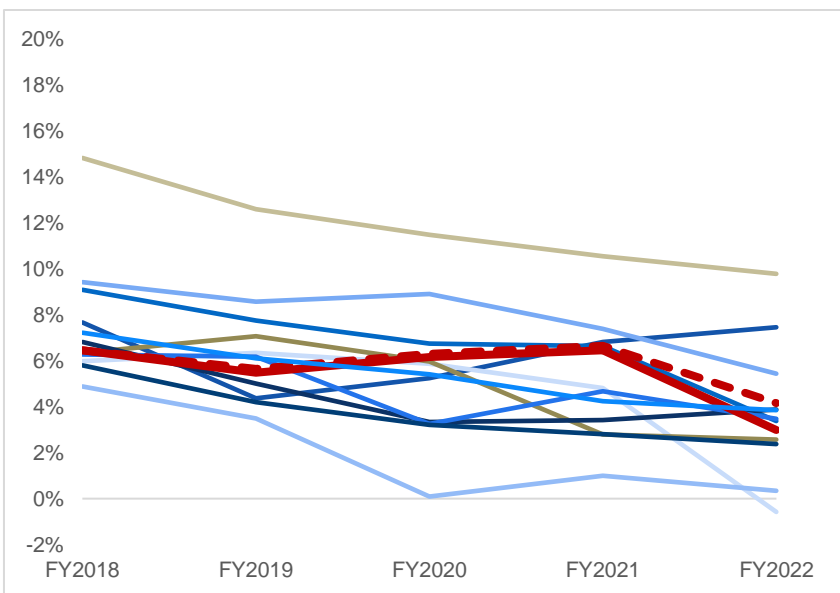
営業利益率(土木事業)

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
損失案件	3	3	2	3	3

安藤ハザマ
 大林組
 前田建設
 熊谷組(調整前)
 五洋建設

大成建設
 長谷工コーポレーション
 西松建設
 高松コンストラクショ

鹿島建設
 戸田建設
 熊谷組
 奥村組

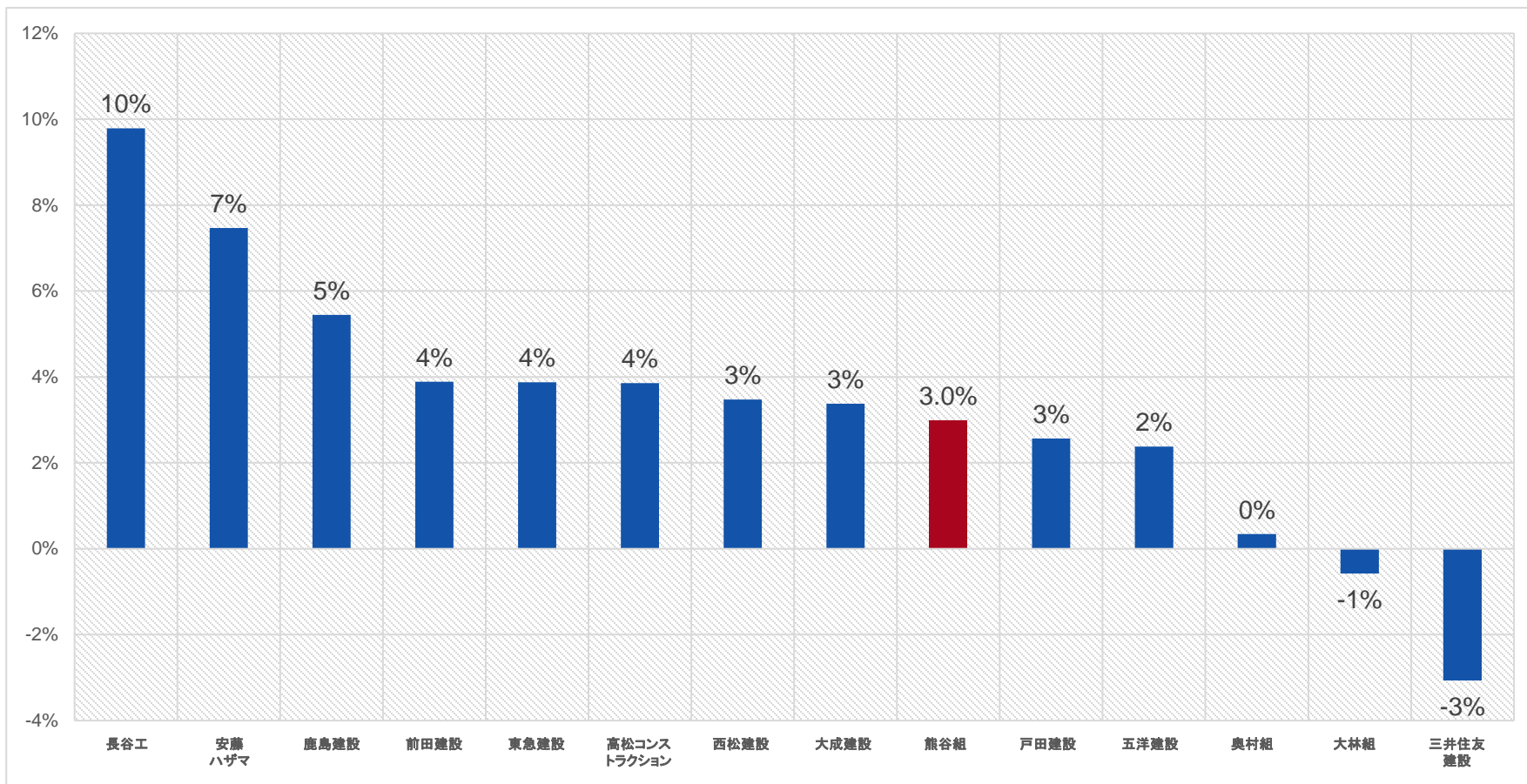


経営陣による散漫な経営

熊谷組の建築事業の利益率は改善の余地がある

- 熊谷組は建築事業において営業利益率5%を目指すべき

営業利益率(建築事業)

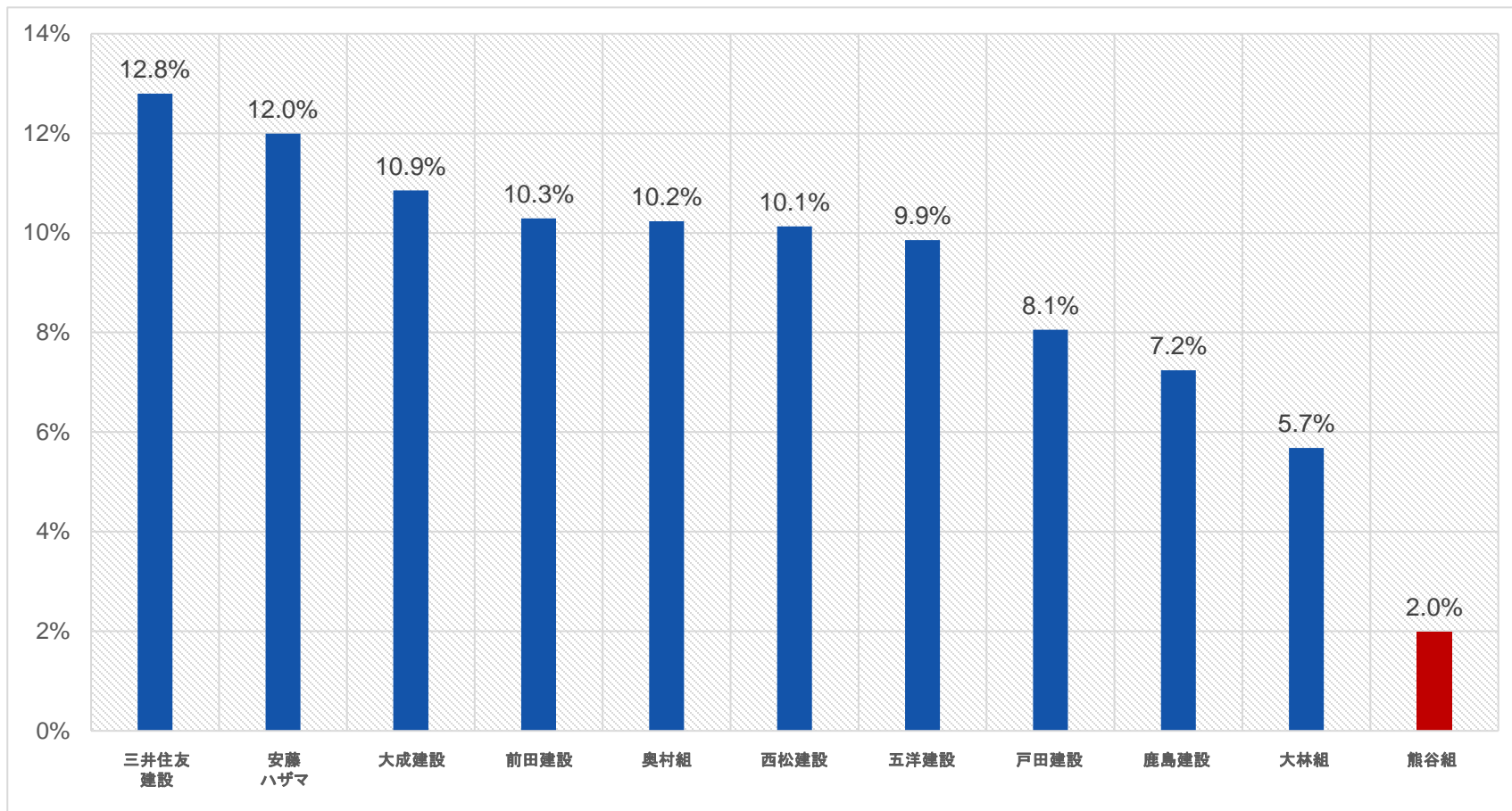


経営陣による散漫な経営

熊谷組の土木事業の利益率は同業他社と比べると著しく低い

- 熊谷組の経営陣は、土木事業の営業利益率を最低でも9%に向上しなくてはならない
- 経営陣は土木事業へ十分な経営監督を行えず

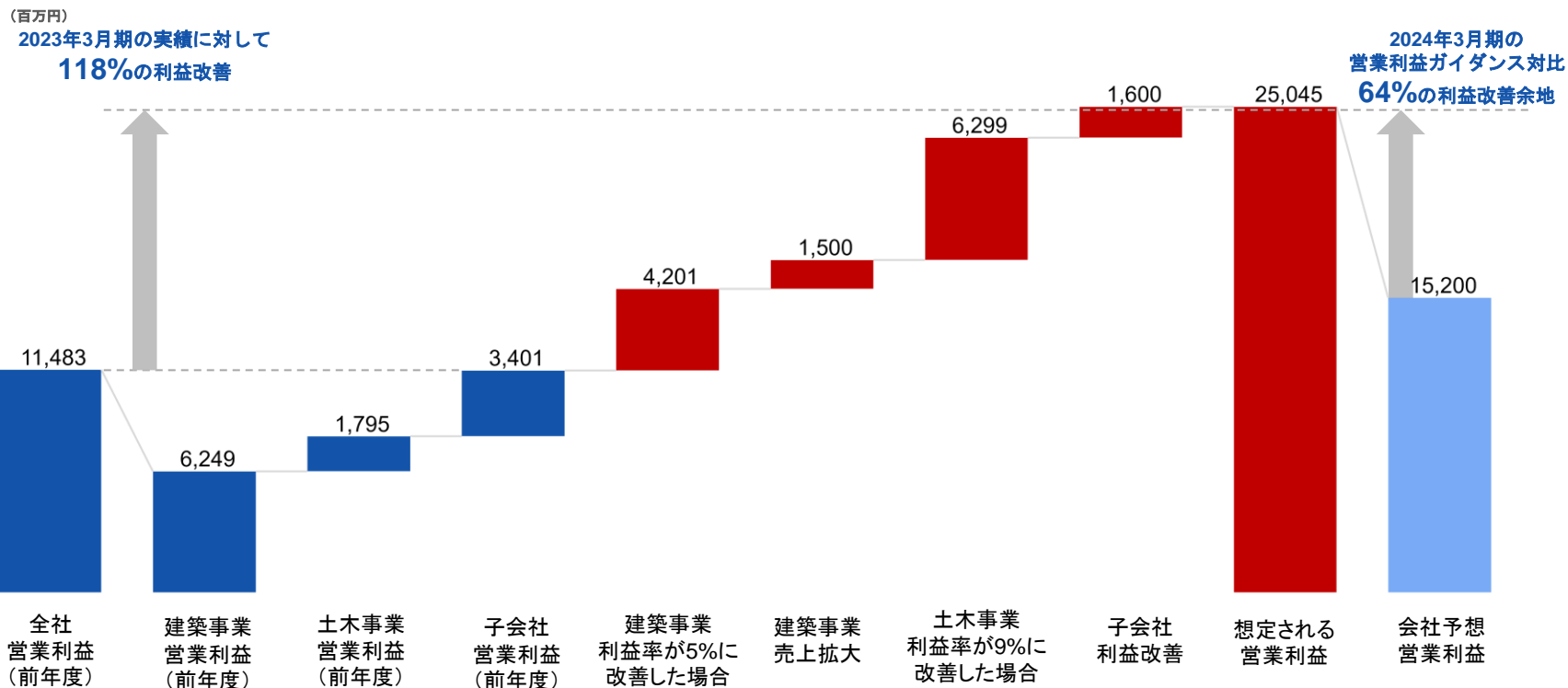
営業利益率(土木事業)



経営陣による散漫な経営

熊谷組の営業利益は少なくとも64%増加の余地がある

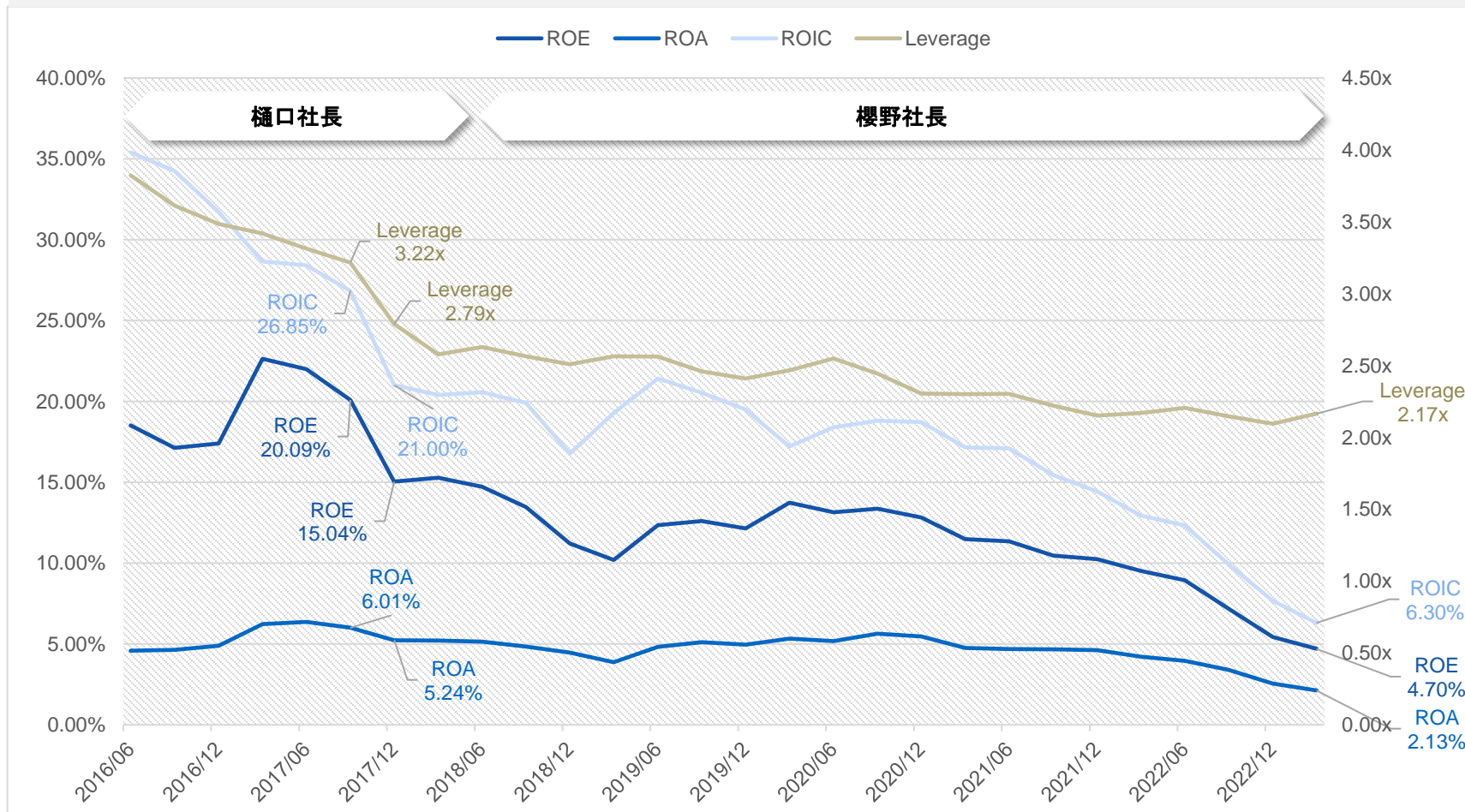
営業利益の改善余地



経営陣による散漫な経営 右肩下がりの業績指標

- 櫻野社長率いる経営陣が熊谷組の業績改善に失敗していることは、各種指標からも明らか

熊谷組の過去業績



経営陣による散漫な経営

中期経営計画目標の未達が続いている

- 熊谷組は2017年11月に住友林業への株式売却を実施し、株式は希薄化した
- この希薄化を合理化するために、熊谷組は非常に強気な中期経営計画を発表した
- しかし、熊谷組は一貫して中期経営計画の目標を達成できていない

中期経営計画の達成度合い(計画目標 vs. 実績)

		FY2017 A	FY2018 A	FY2019 A	FY2020 A	FY2021 A	FY2022 A	FY 2023E
売上高	希薄化時に開示した経営計画	-	400,000	-	460,000	-	500,000	-
	中期経営計画	-	-	-	460,000	-	-	470,000
	実績	374,019	389,058	436,151	450,232	425,216	403,502	433,100*
	達成の有無	-	-	-	×	-	×	-
営業利益	希薄化時に開示した経営計画	-	24,000	-	33,000	-	50,000	-
	中期経営計画	-	-	-	33,000	-	-	-
	実績	23,041	26,464	25,440	28,069	22,743	11,483	15,200*
	達成の有無	-	-	-	×	-	×	-
経常利益	希薄化時に開示した経営計画	-	-	-	-	-	-	-
	中期経営計画	15,400	-	-	-	-	-	33,000
	実績	22,682	26,553	25,718	28,400	23,732	12,236	15,700*
	達成の有無	-	-	-	-	-	-	-

経営陣による散漫な経営

熊谷組は保守的に設定された会社予想値にすら届いていない

櫻野社長の下での会社予想の達成度合い(会社予想値 vs. 実績)

		FY2017実績	FY2018実績	FY2019実績	FY2020実績	FY2021実績	FY2022実績	FY2023予想
売上(連結)	会社予想	-	400,000	426,000	438,000	451,000	442,000	433,100
	会社予想(修正後)	-	395,000	-	438,500		408,000	
	実績	374,019	389,058	436,151	450,232	425,216	403,502	
	ガイダンス達成の有無	-	✖	✓	✓	✖	✖	
営業利益(連結)	会社予想	-	24,000	28,000	25,500	27,000	23,200	15,200
	会社予想(修正後)	-	25,000	-	26,500		15,600	
	実績	23,041	26,464	25,440	28,069	22,743	11,483	
	ガイダンス達成の有無	-	✓	✖	✓	✖	✖	
純利益(連結)	会社予想		16,500	19,000	175,000	18,600	16,200	
	会社予想(修正後)			20,300	176,000		11,000	
	実績	15,783	13,312	19,447	179,250	15,850	7,973	
	ガイダンス達成の有無		✖	✖	✓	✖	✖	
受注高(単体) 土木	会社予想		130,000	110,000	105,000	110,000	115,000	110,000
	会社予想(修正後)		143,000					
	実績	381,800	155,800	92,400	100,100	110,800	101,300	
	ガイダンス達成の有無		✓	✖	✖	✓	✖	
受注高(単体) 建築	会社予想		240,000	240,000	190,000	220,000	245,000	245,000
	会社予想(修正後)		262,000					
	実績		298,100	229,700	181,400	239,300	247,200	
	ガイダンス達成の有無		✓	✖	✖	✓	✓	

出所: 熊谷組

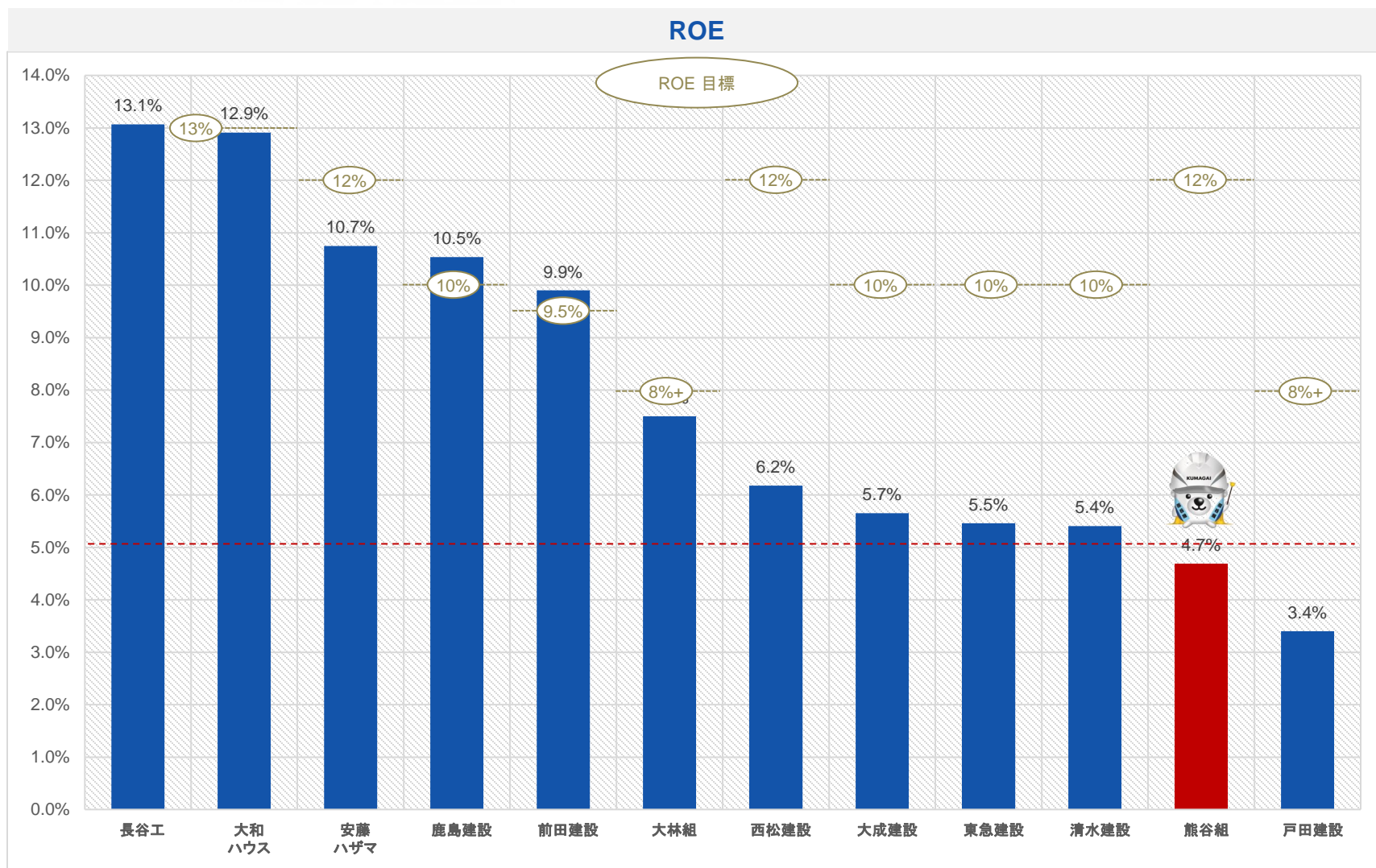
年度は翌年3月期を指す(例: FY2023は2024年3月期)

FY2023は2023年5月に公表された最新の会社予想値を掲載

2023年6月3日: 一部資料に間違いがあり修正いたしました

経営陣による散漫な経営

ROEは同業他社比で低く、最低水準の5%にも届かない





ガバナンスおよび経営監督における失敗：
熊谷組の度重なる不祥事

最近の不祥事でガバナンスに対する疑問が浮上



北海道新幹線のトンネル工事 熊谷組など4社がうその報告

2023年5月3日 16時36分



熊谷組の最近の不祥事

時期	事象
2016年2月	熊谷組が設計・施工した横浜のアパートで施工不良が判明し、最終的には熊谷の費用で建て替えが必要となった
2016年2月	ガイアート(熊谷組の子会社)が東北の道路舗装事業談合で公正取引委員会から刑事告発される
2017年4月	農地復旧工事を巡る談合疑惑で公正取引委員会が熊谷組を立ち入り検査
2023年5月	北海道新幹線のトンネル工事の虚偽報告

NOMURA

当社は虚偽報告の発生原因を試験員が手薄だった点を挙げており、野村ではコンプライアンス面に加えてキャパシティや工程の管理にも課題があったと考える。最近、同業他社でも虚偽報告の事案が発覚したが、深刻化する人手不足やリスク管理の甘さが問題発生につながっている可能性はあろう。

また、今回の事案により鉄道・運輸機構から一定期間の入札参加資格を停止する措置がなされる可能性にも留意したい。

MIZUHO

みずほ証券では、北海道という地理的な特性を考慮する必要があるものの、人手不足という建設業界における慢性的な問題による影響が顕在化した可能性があると考え。建設業では2024年4月より時間外労働の上限規制の適用が控えていることを踏まえると、ゼネコンが従来よりも厳しい事業環境に置かれるリスクも考えられる。

人手不足問題を放置することで顕在化する経営リスク

- 熊谷組は2020年以降、有価証券報告書で建設技能労働者が不足するリスクに言及
- しかし、熊谷組の経営陣は建設技術者の人手不足への経営の監督が不足、結果、試験者不足の問題を理由とする不祥事が発生

有価証券報告書2020年3月期 【事業等のリスク】 (3) 建設技能労働者の不足
建設業界における技能労働者は、高齢化が進むとともに若年層の入職率・定着率が伸びず、減少傾向にある。中長期的に高齢者の大量離職が見込まれるなか、技術継承へ向けた将来の担い手の確保・育成が喫緊の課題となっている。今後、技能労働者の減少がさらに進んだ場合、他社との人材獲得競争が激化し労務費が高騰するとともに、人員を確保できないことに伴う施工能力の縮小により、受注高が減少する可能性がある。

労働人口の不足と戦い続けねばならない日本社会

建設業界(2021年)

建設業界の熟練労働者の**需要**：
550,713人



建設業界の熟練労働者人口：
491,084人

不足: 59,629人

建設業界(2030年)

建設業界の熟練労働者の**想定需要**：
553,501人



予想される建設業界の熟練労働者人口：
521,657人

不足: 31,844人



ガバナンスおよび経営監督における失敗：
住友林業との資本業務提携は
少数株主の期待を裏切っている

住友林業との資本業務提携の概要

資本業務提携の概要

熊谷組		住友林業	
発行体	熊谷組	発行体	住友林業
公表日	2017年11月9日	公表日	2017年11月9日
払込期日	2017年11月28日	払込期日	2017年11月28日
割当株式数	9,361,200 株	割当株式数	5,197,500 株
発行価額	1株当たり 3,705円	発行価額	1株当たり 1,924円
現在の株価	1株当たり 2,888円	現在の株価	1株当たり 3,130円
資金調達額	34,683,246,000円	資金調達額	9,999,990,000円
発行諸費用	110,000,000円	発行諸費用	44,000,000円
資金調達額(費用除く)	34,573,246,000円	資金調達額(費用除く)	9,955,990,000円
割当先	住友林業	割当先	熊谷組
希薄化率	25.54%	希薄化率	2.94%
株価騰落率	-22.0%	株価騰落率	+62.6%



熊谷組は住友林業の株式取得のために
100億円を投資(現在の持ち分評価:163億円)

住友林業は熊谷組の株式取得のために
345億円を支払い(現在の持ち分評価:270億円)



- ✓ 資本提携
- ✓ 業務提携
- ✓ 住友林業が非業務執行の取締役(非常勤)を派遣

住友林業との資本業務提携は、株主をはじめ全てのステークホルダーに損害を与えている

株主提案に関する書面受領および当社取締役会意見に関するお知らせ 2023年 5月12日

本提携は、資本提携を裏付けとする強固かつ長期的なパートナー関係を背景に、近接した事業分野において各々の強みを掛け合わせた協業を行うことを通じて各種のシナジーを産み出すことを企図するもので、

当社の企業価値向上ひいては一般株主の利益に資するものと考えており、

特定の大株主を不当に優遇するものではないと考えております。

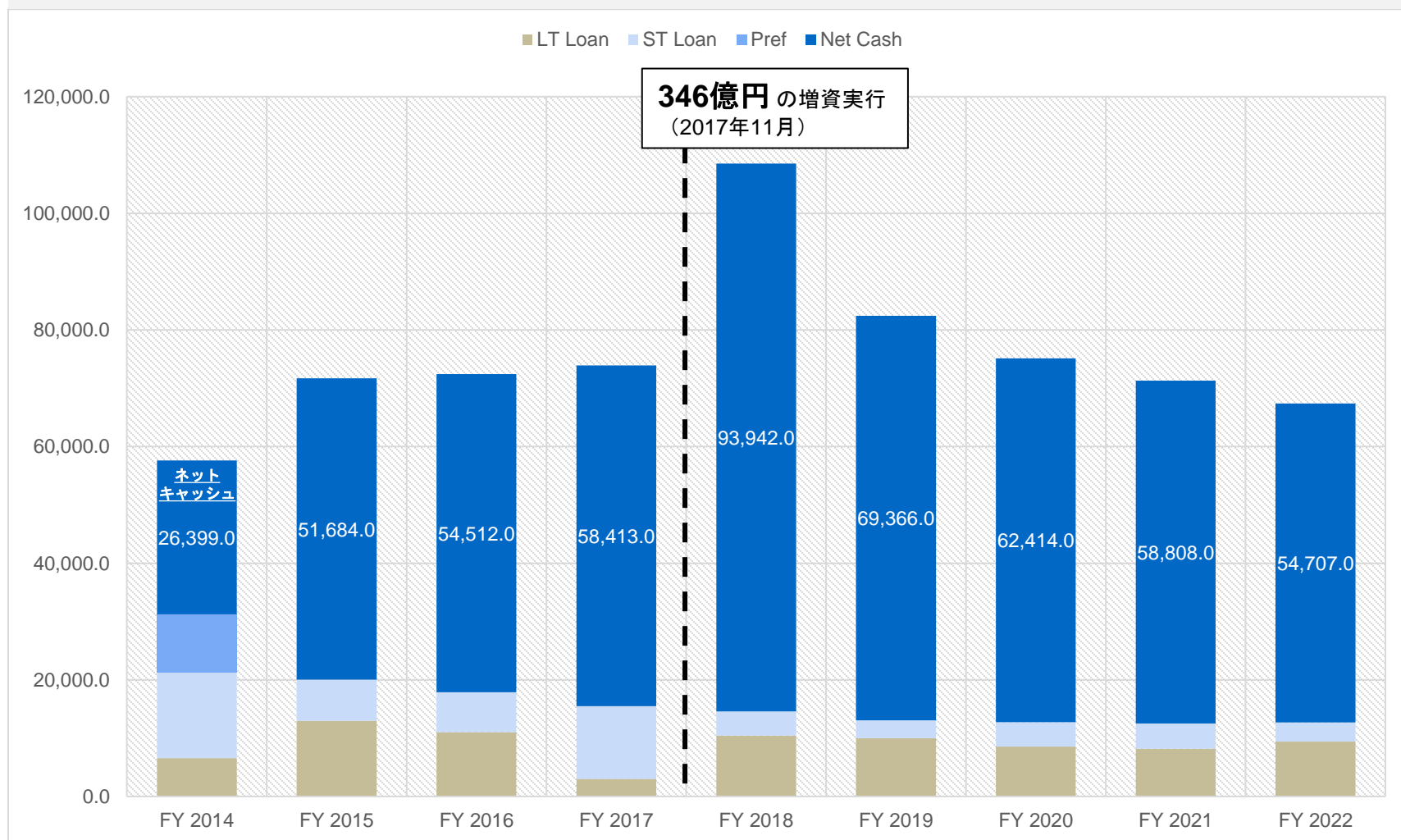
しかしながら、実態は真逆です。

熊谷組の株価パフォーマンス



熊谷組は第三者割当を実施したが、当時、資金ニーズはなし

ネットキャッシュの状況

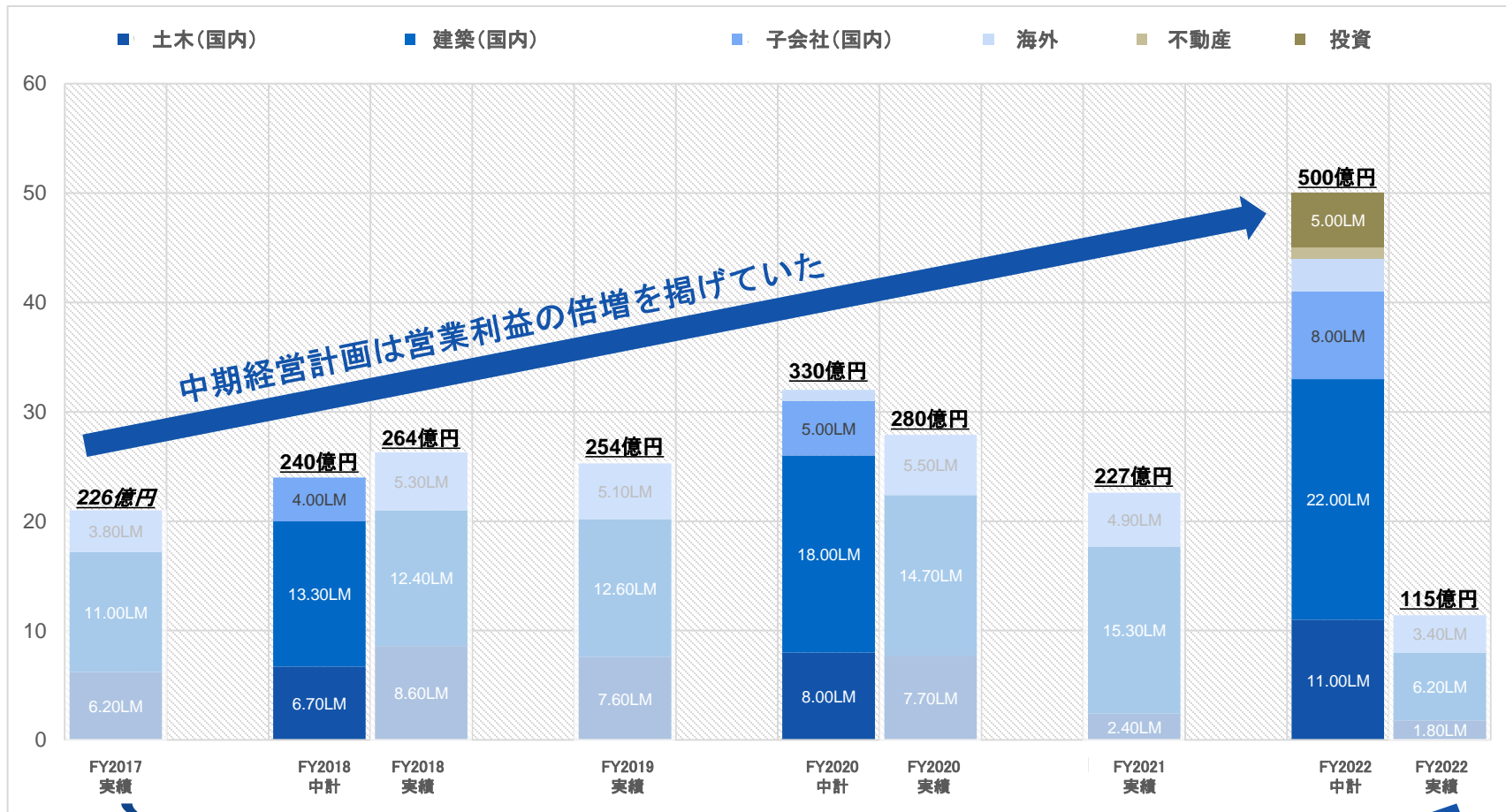


資本提携は結果を生み出せていない 提携当初より設定されていた非現実的な目標

第三者割当増資を公表した2017年度時点で設定されていた営業利益目標

当時の中期経営計画

大幅な増益計画が第三者割当増資による希薄化を正当化する主な理由

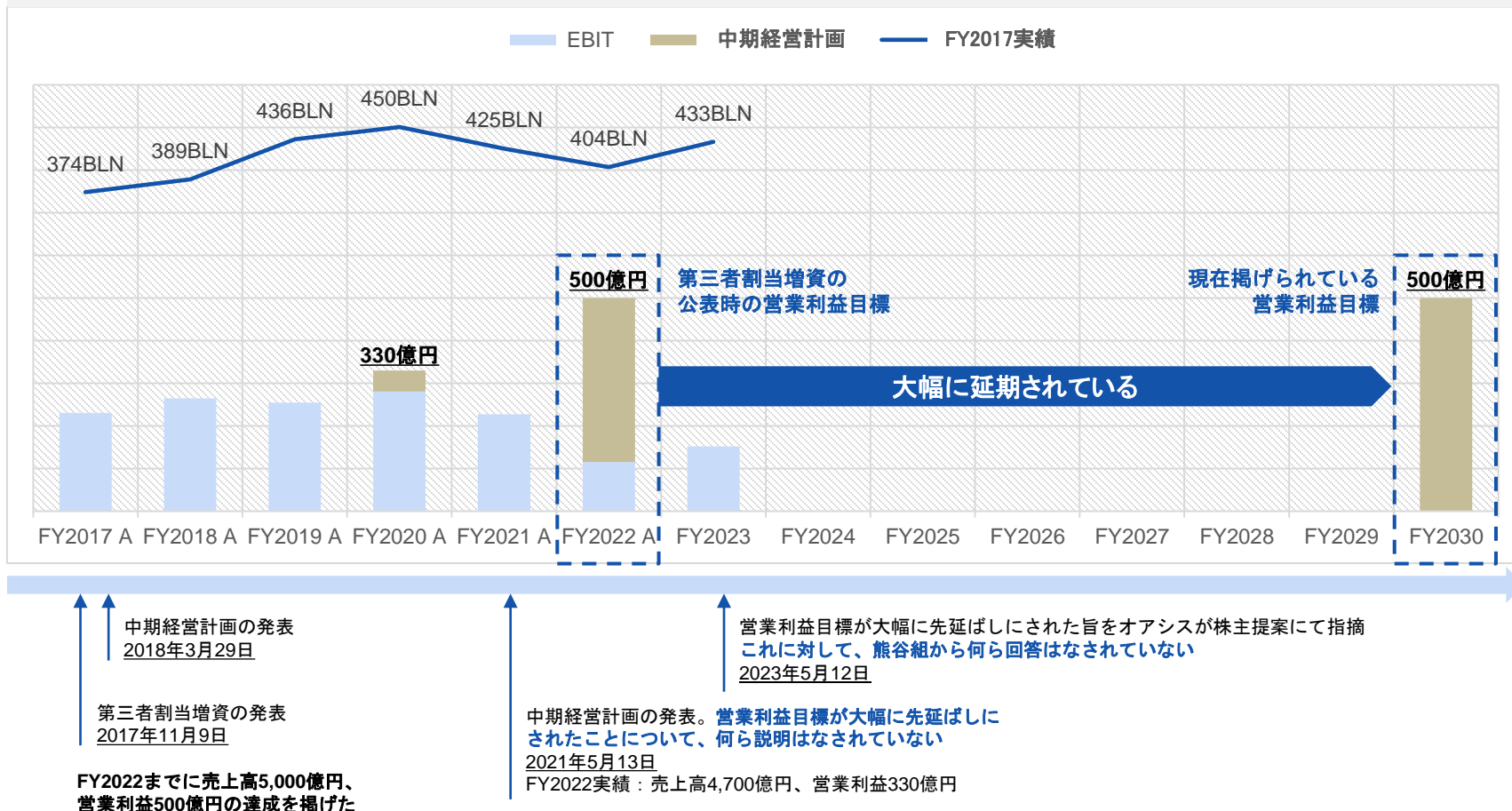


実際には、営業利益は半減

資本提携は結果を生み出せていない 経営陣は当初の目標を8年も先延ばしに

- 熊谷組の経営陣が第三者割当を正当化する利益目標を先送りしたことについて、株主は何ら説明を受けていない

熊谷組の売上高および営業利益



25%の希薄化を合理化できるシナジーは果たして生まれたか？ 資本提携から生まれるとされたシナジーのチェックリスト

熊谷組と住友林業が発表したシナジーの一覧

25%の希薄化を補うだけのシナジーがあったか？
シナジー創出による5年後の目標利益

1	<p>木化・緑化関連建設事業</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 中大規模木造建築の商業施設と公共施設をはじめとする、木化・緑化関連の市場を確立し、圧倒的な地位の確立を目指す ・ 両社がこれまで培ってきた知見や専門性の高い人材を融合させた組織体制を整備する ・ お互いの知見を持ち寄り、一定規模以上の施設計画において、緑化の誘導も検討されているエリアでの再開発に積極的に関与し、洗練された景観を活かしたまちづくり 		
2	<p>再生可能エネルギー事業</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ バイオマス発電事業の総額300億円規模の投資。 ・ JV：住友林業：プロジェクト組成、燃料供給、発電所運営 熊谷組：発電所および関連施設の建設 ・ 風力発電所及びその他の再生可能エネルギー 		
3	<p>海外事業</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 台湾、ベトナム、ミャンマーなど、熊谷組が得意とする地域を中心に、建設・開発分野で協業する。 ・ こうした熊谷組の現地ネットワークと住友林業の持つ木材活用や住宅緑化の知見を活用し、住宅・建築・都市開発という協働を行う。 		<p>2023年3月期に 60億円 の利益を創出</p>
4	<p>周辺事業領域(ヘルスケア・開発商品販売他)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 熊谷組の台湾での強力なネットワークに加え、アジア地域を中心とした海外でのヘルスケア施設事業での協業 ・ 熊谷組が共同開発した製品の国内外での共同販売を検討します。 歩行器「フローラテンダー」、鉄骨造に使用する「エースアップ」など 		
5	<p>共同研究開発(新工法・部材・ロボティクス他)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 木造・鉄骨・鉄筋コンクリートのハイブリッド建築をはじめ、大・中規模の木造建築の新工法を開発する。 ・ 建設作業を支援するロボット分野の研究開発、建設現場での省エネ・コスト削減のための研究開発。 		

25%の希薄化を合理化できるシナジーは果たして生まれたか？

資本提携から生まれるとされたシナジーのチェックリスト

熊谷組と住友林業が発表していたシナジーの一覧

		25%の希薄化を補うだけのシナジーがあったか？	5年後の結果
1	木化・緑化関連建設事業 <ul style="list-style-type: none"> 熊谷組の中高層木造建築の数は、ゼネコンの中では平均的な数。 竹中、前田、清水の方が中・大規模木造建築の実績が多い(各社、林業会社との資本提携はなし) 住友林業は2021年に前田建設工業と中規模木造建築を2件JVで施工。鹿島とも1件。熊谷とも1件。 オアシスは熊谷組のK&Eおよび、住友林業ホームテックとの共同プロジェクトの十分な数の成功事例を見出せず >>> 資本提携では、木造建築で圧倒的な地位を得ることができず 	✘	十分なシナジー ・利益創出なし
2	再生可能エネルギー事業 <ul style="list-style-type: none"> 小さな共同プロジェクトだけ: 熊谷組が、住友林業から樹木を買って、ブラック・パーク・ペレット工場を建てて製造するだけにとどまる。 熊谷組は、バイオマス発電所を一基建設したが、自社所有で受注案件ではない 熊谷組は、バイオマス発電所の建設には力を入れていない 熊谷組と住友林業は、再生可能エネルギーの共同事業は行っていない 住友林業は、以前からレノバが再生可能エネルギーのパートナーであり、レノバ株の9.7%を保有 >>> 熊谷組は、再生可能エネルギーの分野でシナジーを創出できず。 	✘	十分なシナジー ・利益創出なし
3	海外事業 <ul style="list-style-type: none"> 台湾: 台湾は、熊谷組が建築・土木ともに実績を有するため、シナジーの創出を想定されたが、現時点でも、住友林業は台湾にオフィスすら開かず。>>> 台湾でシナジーなし ベトナム: シナジーは見られず。熊谷組は、ホーチミン市内の住友林業のミッドタウン・プロジェクトに施工上のアドバイスをしているにとどまる。住友林業は、ベトナムには現地のパートナーがおり、同社とプロジェクトを進めている >>> 現状、事業提携規模の協力(技術上のアドバイス)しか見られず。 タイ: 熊谷組は技術上のアドバイスを住友林業に行う。>>> 現状、事業提携規模の協力(技術上のアドバイス)しか見られず。 インドネシア: 熊谷組は住友林業とジャカルタ・クニンガンでの住宅プロジェクトに共同投資 >>> インドネシアで共同投資を行ったに過ぎない。 >>> 株主にとって、大幅な希薄化を合理化できるほどのシナジーがあるとはいえない。 	✘	十分なシナジー ・利益創出なし
4	周辺事業領域(ヘルスケア、開発商品販売他) <ul style="list-style-type: none"> ファテックはヘルスケア製品の販売会社であるが、売上高が減少し、利益は増加していない。 >>> 目標に掲げていた住友林業の販売網を介した販売の成果は見えず。 熊谷組は住友林業の子会社が運用する米国不動産ファンドの住宅開発ファンドと、中層木造ビルファンドに出資 >>> 米国の住宅開発プロジェクトに投資が必要であった理由が不明。 まだ木造ビルへの投資メリットは理解できるが、これらの建物は熊谷組ではなく現地企業が施工している状況。 	✘	十分なシナジー ・利益創出なし
5	共同研究開発(新工法・部材・ロボティクス他) <ul style="list-style-type: none"> オアシスは、熊谷組の研究開発発表をすべて精査したが、資本提携発表以降に住友林業が関与した研究開発の発表は、47件中わずか2件のみだった。>>> 現在の共同研究開発の程度から見て、業務提携で事足りると考える。 	✘	十分なシナジー ・利益創出なし

再生可能エネルギー事業

住友林業は熊谷組ではなく長谷工を指名

- 住友林業は最新のバイオマス発電プロジェクトにおいて、熊谷組ではなく長谷工を指名

住友林業株式会社と株式会社熊谷組の業務・資本提携 再生可能エネルギー事業
 国内外において両社での再生可能エネルギー事業案件の組成を目指します。バイオマス発電事業では、総事業費300億円程度の案件を組成していくことを計画しており、共同出資で新会社を設立して、住友林業が主に案件の組成や燃料の供給・発電所の運営を担い、熊谷組が主に発電所等の関連施設を施工することを検討しています。この他にも風力発電等、再生可能エネルギー事業全般で連携していきます。

結果：合併会社は設立されず、住友林業と熊谷組はお互い別の事業者と事業を推進

 SUMITOMO FORESTRY

住友林業のバイオマス発電所プロジェクト一覧

住友林業は最新のバイオマス発電プロジェクトにおいて、長谷工を指名している（EPC事業者：住友重工）

公表日	発電所名	出資者	発電容量
2011年2月	川崎バイオマスエネルギー	住友林業、住友共同電力、フルハン EPO	33MW
2016年12月	紋別バイオマスエネルギー	住友林業、住友共同電力	50MW
2017年5月	苫小牧バイオマスエネルギー	住友林業、住友商事、岩倉、北海道ガス	5.9MW
2018年6月	苅田バイオマスエネルギー	 住友林業、レノバ、ヴェオリア、九州エレックなど	75MW
2020年10月	社の都バイオマスエネルギー	 住友林業、レノバ、ユナイテッドコーポレーション、みずほリースなど	75MW
2022年6月	生駒プロジェクト	 住友林業、NTTアノードエナジー、東京センチュリー、長谷工など	9.9MW
合計			250MW

 KUMAGAI GUMI

熊谷組のバイオマス発電所プロジェクト一覧

熊谷組は、住友林業のバイオマス発電プロジェクトに事業者として関与したことがない

公表日	発電所名	出資者	発電容量
2020年7月	飯館バイオパートナーズ	 神鋼環境ソリューション、東京電力ホールディングスなど	7.5MW

再生可能エネルギー事業

住友林業はレノバ、長谷工と協力関係

- ・ 住友林業は、再生可能エネルギー事業におけるより強力な事業パートナーとして、2016年以降レノバとの関係を深めている
- ・ 更に、輸入材を使用するバイオマス発電所は固定買取価格(FIT)が低い一方、国産ペレットを使用するバイオマス発電所はバイオマス燃料の安定供給が難しいという問題を抱える
- ・ 熊谷組の再生可能エネルギー事業において、住友林業との資本提携によるメリットは一切ない

住友林業によるレノバの増資引き受けおよび業務提携契約の締結について 2016年5月26日

このたびの業務提携によって、両社は、再生可能エネルギー事業やバイオマス燃料開発を国内で展開するのみならず、海外市場においても積極的に事業拡大を図ります。また山間部の風力発電開発においては、発電施設を建設する為に必要となる専用道を森林施業でも有効利用するなど、周辺山林の一体開発を念頭に置いた先進的なビジネスモデルを構築し、森林の価値向上と地域の活性化を目指してまいります。



レノバのバイオマス発電所プロジェクト一覧

運転開始	発電所名	出資者	発電容量
2016年7月	秋田バイオマス	レノバ、ユナイテッド計画、フォレストエナジー	20.5MW
2021年6月	荻田バイオマス	◆ SUMITOMO FORESTRY 住友林業、レノバ、九電みらいエナジーなど	75MW
2023年5月	石巻ひばり野バイオマス	レノバ、東京ガス、ユナイテッド計画、みずほリース	75MW
2023年5月	徳島津田バイオマス	レノバ、大阪ガスなど	74.8MW
2023年7月	御前崎港バイオマス	レノバ、中部電力、鈴与商事、三菱電機クレジット	75MW
2023年11月	仙台蒲生バイオマス	◆ SUMITOMO FORESTRY 住友林業、レノバ、ユナイテッド計画、みずほリースなど	75MW
2024年12月	唐津バイオマス	レノバ、東邦ガス、JA三井リース	49.9MW
合計			445MW

バイオマス発電所事業におけるレノバ／長谷工／熊谷組の比較

	RENVA レノバ	HASEKO Corporation 長谷工コーポレーション	KUMAGAI GUMI 熊谷組
バイオマス発電所の総発電容量	445MW	--	7.5MW
発電所数	7カ所	59カ所	1カ所
住友林業との共同プロジェクト数	2件	1件	0件
住友林業の保有比率	9.3%	なし	20.64%
住友林業による投資額	2016年5月に10億円	なし	2017年11月に347億円
住友林業の保有持分の時価	145.5億円	なし	260.2億円

ブラックバークペレットの製造は住友林業に利するばかり 熊谷組の中核事業と関連性はなし

- 熊谷組は、ブラックバークペレットの製造のために30億円規模のペレット製造工場の建設計画を発表した
- 熊谷組は、火力発電所でのバイオマス混焼は発電の脱炭素化に向けて重要な役割を果たすと主張しているが、その実現は2030年までと予想されている
- 熊谷組がブラックバークペレットの製造というリスクの高い投資をする理由は、中核事業との関連性がないためと思われる
- むしろ、熊谷組がブラックバークペレットを製造することは、熊谷組の中核事業とあまりにもかけ離れ、事業リスクであると考えられるため、断念するほうが賢明である
- 住友林業からのバーク材の調達には業務提携としては十分で、これだけ希薄化を招いてまで資本提携をする理由にはならない

ブラックバークペレットの製造



SUMITOMO FORESTRY

樹皮を主原料とする
バーク材の供給



KUMAGAI GUMI

愛媛県西条市の工場での
ブラックバークペレットの製造に
30億円を出資



火力発電所

木化・緑化関連建設事業

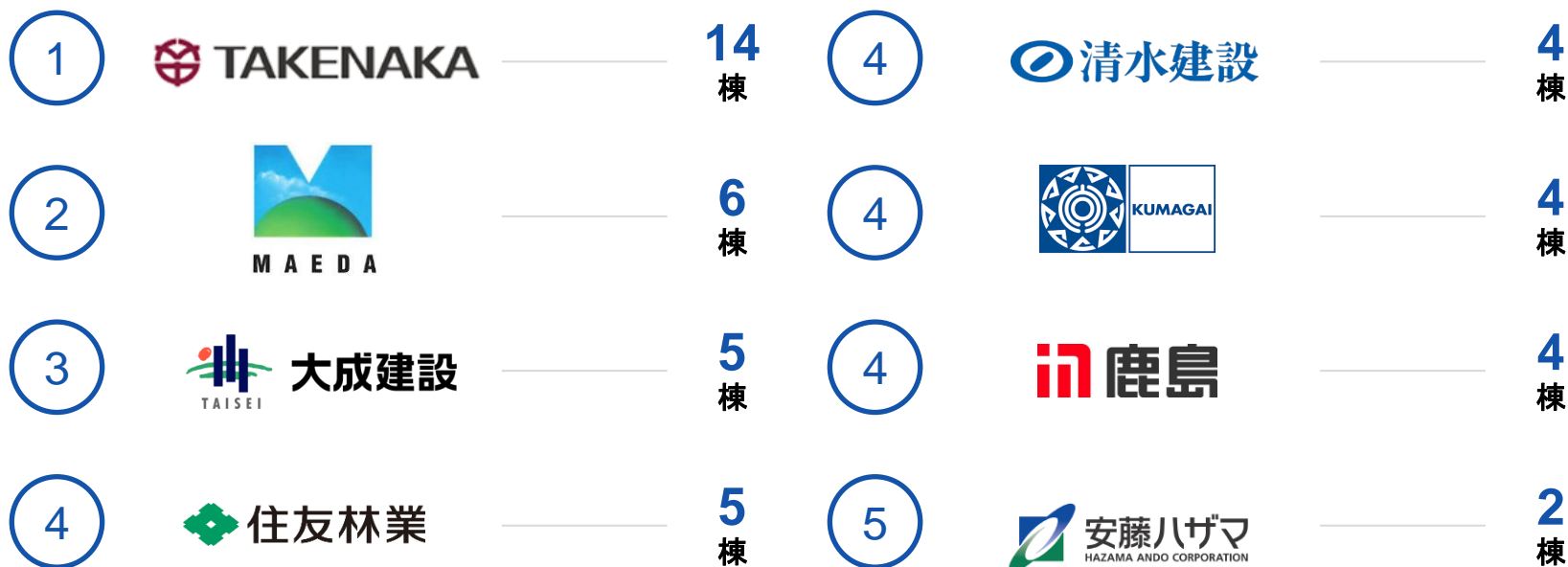
住友林業は熊谷組でなく前田建設を指名

- ・ 前田建設が、住友林業の木造建築のパートナー先として優先される
- ・ 住友林業・熊谷組の資本提携は、木造建築で圧倒的な地位を獲得するには至っていない

住友林業株式会社と株式会社熊谷組の業務・資本提携—木化・緑化関連建設事業

中大規模木造建築物をはじめとした、木化・緑化関連建設事業という新しい市場において他社との差別化を図り、圧倒的な地位の確立を目指します。そのために、両社がこれまで培ってきた知見や専門性の高い人材を融合させた組織体制の整備を進めます。お互いの知見を持ち寄り、一定規模以上の施設計画において、緑化の誘導も検討されているエリアでの再開発に積極的に関与し、洗練された景観を活かしたまちづくりを進めてまいります。

日本国内の中大規模木造建築物におけるゼネコン施工数ランキング



木化・緑化関連建設事業

住友林業の主要な事業パートナーは、熊谷組ではなく前田建設

- 住友林業は前田建設を事業パートナーとして指名しているプロジェクトの方が多い
- 住友林業と熊谷組の資本提携は、住友林業が事業パートナーを選定する際に、前田建設や鹿島建設に比べて熊谷組を優先的に指名するといった結果に繋がっていない

住友林業株式会社と株式会社熊谷組の業務・資本提携-木化・緑化関連建設事業

中大規模木造建築物をはじめとした、木化・緑化関連建設事業という新しい市場において他社との差別化を図り、圧倒的な地位の確立を目指します。そのために、両社がこれまで培ってきた知見や専門性の高い人材を融合させた組織体制の整備を進めます。お互いの知見を持ち寄り、一定規模以上の施設計画において、緑化の誘導も検討されているエリアでの再開発に積極的に関与し、洗練された景観を活かしたまちづくりを進めてまいります。

中大規模木造建築物における、住友林業の事業パートナー

JV (住友林業・前田建設) 竣工	JV (住友林業・鹿島建設) 竣工	JV (住友林業・熊谷組) 着工	
			
 桐朋学園宗次ホール (2021年3月) - 21億円	 桐朋学園大学 仙川キャンパス (2021年3月)	 ジューテック本社ビル (2023年3月)	 KAGAプロジェクト (2023年6月竣工予定)

木化・緑化関連建設事業

木造建築事業のために資本提携は必要ない

国内の主要な竣工済み木造建築物一覧

都道府県	市	施主	物件名	受注者	木造構造工事	竣工
北海道	白老	製菓会社	mother's+	竹中工務店	藤寿産業	2020年2月
宮城県	仙台	三菱地所	アパートメントハウス「パークウッド高森」	竹中工務店	--	2019年2月
千葉県	柏	医療法人	新柏クリニック	竹中工務店	齋藤木材	2016年1月
東京	千代田区	野村不動産	シェアハウス「ブラウド神田駿河台」	竹中工務店	--	2021年3月
東京	江東	株式会社竹中工務店	「FLATS WOODS 仙石」	竹中工務店	--	2021年3月
東京	江東	株式会社竹中工務店	「FLATS WOODS 木場」	竹中工務店	--	2020年2月
東京	中央区	ヒューリック株式会社	HULIC & New GINZA8	竹中工務店	--	2021年10月
東京	江東	公的機関	有明西校	竹中工務店	齋藤木材	2018年2月
東京	豊島区	星野リゾート	星野リゾート OMO5東京大塚	竹中工務店	--	2018年2月
長野県	大町	サントリー	北アルプス工場(受付)	竹中工務店	--	2019年7月
兵庫県	神戸	兵庫県森林組合連合会	事務局「兵庫県森林会館」	竹中工務店	--	2019年1月
兵庫県	尼崎	株式会社タクマ	タクマビル新館(研修センター)	竹中工務店	銘建工業	2020年10月
高知	高知	公的機関	オフィス	竹中工務店	サカワ	2016年9月
東京	八王子	中央大学	中央大学 多摩キャンパス 学部	竹中工務店	--	2021年2月
青森	板柳	公的機関	板柳町立中学校	前田	--	2020年1月
岩手県	気仙	公的機関	住田町役場	前田	中東	2014年8月
東京	調布市	桐朋学園	桐朋学園大学仙川キャンパス	住友林業・前田JV	--	2021年3月
東京	調布市	桐朋学園	桐朋学園宗次ホール	住友林業・前田JV	--	2021年3月
福井	三方上中	公的機関	ヴァーヴ ミュージアム	前田	--	2018年5月
兵庫県	淡路	パナソニック	禪坊	前田	--	2022年3月
千葉県	市川	昭和学院	Shool	大成	銘建工業	2021年11月
神奈川県	横浜	大成	テクノロジーセンター	大成	銘建工業	2019年8月
神奈川県	鎌倉	栄光学園	学校	大成	--	1905年7月
京都	京丹波	公的機関	オフィス	大成	日本建材	2021年8月
大阪	鶴見	日本財団	ホスピス	大成	--	1905年7月
北海道	札幌	三菱地所	「ザ ロイヤルパーク キャンパス 札幌大通公園」	清水建設	物林	2021年7月
東京	江東	公的機関	有明GYM-EX	清水建設	--	2019年10月
山梨	鶴	保健科学大学	保健科学大学	清水建設	七保	2016年2月
愛知県	名古屋	清水建設株式会社	「アネシス茶屋ヶ坂」	清水建設	銘建工業	2020年2月
東京	国分寺	国分寺フレーザーライフ	フレーザーライフ本社	住友林業	中東	2017年7月
大阪	岸和田	金井	カナイグループ岸和田営業所	住友林業	住友林業	2018年3月
東京	千代田区	上智大学	上智大学四谷キャンパス	住友林業	住友林業	2022年9月
福井	福井	熊谷組	オフィス	熊谷組	住友林業	2021年7月
東京	渋谷区	野村不動産	H10 青山	熊谷組	--	2022年10月
宮崎	日向	公的機関	日向市役所本庁舎	熊谷組	--	2018年2月
山口	長門	公的機関	長門市役所本庁舎	熊谷組	--	2019年7月
東京	港	ジューテック	オフィス	鹿島・住友林業JV	住友林業	2023年3月
岩手県	雫石	セイコー	グランドセイコースタジオ雫石	鹿島	橘木材	2020年5月
東京	千代田区	神田明神	神田明神文化センター	鹿島	住友林業	2018年11月
静岡県	静岡県	公的機関	木の花アリーナ	鹿島	鹿島建設	2015年3月
福島	国見	公的機関	オフィス	安藤ハザマ	齋藤木材	2015年3月
熊本	天草	公的機関	オフィス	安藤ハザマ	Woody Farm	2019年4月
神奈川県	横浜	大林組株式会社	「ポートプラス」	大林組	--	2020年3月
愛知県	名古屋	タマディックホールディングス	オフィス「タマディック名古屋ビルディング株式会社」	大林組	--	2021年11月
東京	江東	大東建託株式会社	事務所「ルーフラッグ」	東急建設	--	2020年3月

住友林業と熊谷組の共同事業はほとんど存在しない

- 台湾、ベトナム、その他の地域におけるプロジェクトの当初計画にもかかわらず、海外事業での住友林業と熊谷組の間には実質的な相乗効果はなかった

住友林業株式会社と株式会社熊谷組の業務・資本提携-海外事業

熊谷組が強みを持つ台湾、ベトナム及びミャンマー等の地域を中心に工事・開発分野の協働を想定しています。熊谷組は1970年代より台湾での建築事業に積極的に参画しており、台北のランドマーク・TAIPEI101をはじめ、数々の注目度の高い案件の施工実績があります。こうした熊谷組の現地ネットワークと、住友林業が持つ「木」や「緑」の知見を活かした住宅事業での実績に基づき、住宅のみならず建設及び都市開発等、幅広い分野で連携します。

海外事業の現況

アメリカ



US Real Estate Fund investment

熊谷組は住友林業の不動産ファンドに出資したが、熊谷組の少数株主にとって**メリットがない**と考えられる。住友林業から株式調達を実施し、その資金を住友林業のファンドに再出資している。このキャッシュの循環は、住友林業の事業を成長させる上で住友林業にとっては有益だが、熊谷組の中核事業には何のメリットもなく、少数株主を不当に扱っている。

インドネシア



Kuningan Project in Indonesia

住友林業と熊谷組はインドネシアの高層ビルプロジェクトに共同出資した。熊谷は22億円を出資。熊谷組は施工アドバイスを行うも、施工会社には熊谷組ではない現地企業を選ばれた。

タイ

タイでは共同プロジェクトは**存在しない**。熊谷組は住友林業の建築プロジェクトに対して建築アドバイスのみを行っている。施工はいずれも熊谷組ではなくローカル企業。

ベトナム

ベトナムでは共同プロジェクトは**存在しない**。

台湾

台湾では共同プロジェクトは**存在しない**。住友林業は最終的に台湾に事務所の開設すらしなかった。

資本提携は住友林業にとってメリットがあるものの熊谷組およびその他の少数株主にとって利益はない

台湾

住友林業は台湾では何もしていない

- 熊谷組の海外事業の主要な展開先は台湾
- 住友林業は台湾での協業の機会が存在するにもかかわらず、現在に至るまで台湾には事務所の開設を行っていない

資本提携締結時点
での海外事業に
関する主張

- 熊谷組が強みを持つ**台湾**、ベトナム及びミャンマー等の地域を中心に**工事・開発分野**で協働を想定
- こうした熊谷組の現地ネットワークと、住友林業が持つ「木」や「緑」の知見を活かした住宅事業での実績に基づき、住宅のみならず建設及び都市開発等、幅広い分野で連携する



台湾における熊谷組

- 台湾で多数の施工実績を持つ華熊營造股份有限公司(台湾熊谷)

1969年	台湾に德基(達見)ダムを建設
1974年	台湾・台北市に華熊營造股份有限公司(台湾熊谷)を設立。
1983年	台湾熊谷が台北に51階建てオフィスビルを建設
1990年~	熊谷台湾が台湾にUMCの製造工場を複数建設
2005年	熊谷台湾が台北101を建設
2018年	熊谷台湾が高級住宅「陶朱隱園」を建設
	他にも複数の建設プロジェクトが進行中...



陶朱隱園



台北101



德基(達見)ダム



台湾熊谷の進行中のプロジェクト(例)

住友林業

台湾における住友林業

- 住友林業は台湾で事業を行っていない
- 住友林業は熊谷組と資本提携後も、台湾に事務所の開設さえしていない

ベトナム シナジー効果はほぼなし



ベトナムにおける熊谷組

- 熊谷組は、太陽光発電所を保有するベトナムのBinh Dinh TTP Energy & High Technology (BDE社)の株式をセカンダリーで30%取得
- 洋上風力発電所のプロジェクトのデューデリジェンスが現在進行中
- ODAプロジェクトを複数手掛ける



ベトナムにおける住友林業

住友林業のベトナムにおける事業

木材輸入事業

- | | |
|--------------|--|
| 2012年
7月 | ベトナムからの木材輸入を目的としてSumitomo Forestry (Vietnam) Company Limited (70% Sumitomo Forestry Singapore, Ltd., 30%: Vina Eco Board)を設立 |
| 2017年
10月 | インテリア建材会社An Cuong Wood-Working JSCと資本業務提携契約を締結 |
| 2019年
1月 | 内装建材会社An Cuong Wood-Working JSCへ追加出資、出資比率を20%へ引き上げ |

不動産開発事業

- | | |
|-------------|---|
| 2015年
9月 | ベトナム・フーミーフン地区で住友林業、大和ハウス工業、野村不動産の初の不動産開発共同複合プロジェクト「ミッドタウン」を発表 |
| 2023年
4月 | Kim Oanh(地元不動産開発会社)とホーチミン市郊外で低層住宅開発を発表 |

シナジー効果:熊谷組は不動産プロジェクトに関して、施工管理の面のアドバイスを行っている程度

住友林業はベトナムでのプロジェクトにおいて熊谷組とは提携していない



住友林業の不動産開発事業

インドネシア 共同プロジェクトが1件

- 住友林業と熊谷組は、インドネシアの高層ビルプロジェクト1件に共同出資

クニンガンプロジェクト – 住友林業と熊谷組の共同プロジェクト

 SUMITOMO FORESTRY (SINGAPORE) LTD.

51% 20.6百万ドル

 KUMAGAI GUMI

49% 19.85百万ドル

SFKG Property Asia Pte. Ltd.
合計 40.5百万ドル

49%

 sinarmas land

28%

ALAS KUSUMA LAND

23%

クニンガンプロジェクト



名前	クニンガンプロジェクト(仮称)
位置	インドネシア・ジャカルタ、クニンガン
施工業者	現地建設会社
総戸数(予定)	900戸(予定) 内訳: 住宅500戸、商業用400戸
敷地面積	約10,000㎡
延床面積(予定)	約50,000㎡
建築・階数	RC造 住宅35階建て+商業施設27階建て(予定)
工期	2021~2024年(予定)
販売開始	2021年初(予定)

米国

熊谷組は、住友林業の米国不動産ファンドに出資

- 住友林業とその100%子会社の米Crescent Communities, LLCが運用する、米国不動産私募ファンドに投資（投資額は非公開）
- 同ファンドは、米国で4棟の住宅を開発・運用しているが、中大規模木造建築物とは全く関係ない
- 熊谷組は米国での事業展開はしていない

熊谷組が投資しているクレセント社ファンドが保有している資産

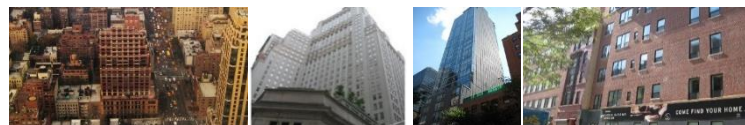
物件名	 NOVEL BEACH PARK APARTMENTS	 NOVEL 14th Street	 NOVEL River District	 NOVEL North Buckhead	 SOUTHSTONE YARDS OFFICE-B
住所	5450 Bay Center Dr, Tampa, Florida, USA	2601 14th Street NW Washington, DC, USA	Asheville, NC, USA	Georgia, Atlanta, USA	Frisco, Texas, USA
建設時の熊谷組の関与	なし	なし	なし	なし	なし

熊谷組から住友林業への資金の流れ



当該取引等に関する疑問

- 熊谷組は米国での建築事業を行っていないが、熊谷組のコア事業にとってのメリットは何か
- 熊谷組の少数株主にとってのメリットは何か
- 熊谷組による当該投資に対して、住友林業から徴収されている信託報酬はいくらか



熊谷組は米国や豪州の不動産に30年間投資し、損失を出している

住友林業との共同研究開発はほとんど行われていない (1/2)...

2017年11月9日 業務・資本提携を締結 - 共同研究開発 -

中大規模木造建築事業における新たな付加価値の創造を目指し、木造と鉄骨造・鉄筋コンクリート造のハイブリッド構造をはじめとした新工法や、部材の開発を行います。また、建設作業を支援するロボティクス分野をはじめ、建設現場の省力化・合理化のための研究開発を両社で進めます。

結果:住友林業が関与するプロジェクトは48件中わずか2件のみ

住友林業との資本提携後の熊谷組の研究開発一覧

リリース日	トピック	開発者・参画パートナー
2017/11/20	「木造建築の3時間耐火」にめど	熊谷組が開発
2018/1/31	不整地運搬車(クローラキャリア)の自動走行技術の開発	KATO HICOM JMUディフェンスシステムズ
2018/2/19	建方精度管理システム「建方キング」の開発	きんそく
2018/3/15	Virtual Reality(VR)を活用した風環境可視化技術の開発	熊谷組が開発
2018/4/10	山岳トンネル完全機械化技術「新KM21TM」	JIMテクノロジー
2018/4/17	次世代無人化施工技術 拡張型高機能遠隔操作室の開発	熊谷組が単独で開発
2018/7/2	木造CLT壁でJIS最高の遮音等級を達成	熊谷組が開発
2018/10/10	木造CLT床で高い床衝撃音遮断性能を達成	熊谷組が開発
2018/12/28	CSM工法の掘削精度計測システムの開発	熊谷組が開発
2019/1/30	JAXAと共同研究契約を締結	住友林業、光洋機械産業、加藤製作所、JAXA
2019/2/8	「コッター床版工法」の事業化に向けた共同事業契約を締結	ガイアート、オリエンタル白石、ジオスター
2019/3/22	床コンクリートのひび割れ自動計測ロボットを開発	倉敷紡績
2019/4/4	AI制御による不整地運搬車(クローラキャリア)の自動走行技術の開発	SOINN
2019/4/17	地盤アンカー工法におけるアンカー定着層確認技術の開発	熊谷組が開発
2019/4/25	斜面対策工事に特化した「のり面CIM」の開発	熊谷組が開発
2019/11/15	無人化施工VR技術の開発 シンクロアスリートの無人化施工技術への適用	国立高等専門学校機構東京工業高等専門学校
2019/12/2	微生物を利用したCO2変換技術の開発	茨城大学、芝浦工業大学、電力中央研究所
2019/12/20	小断面トンネル自動吹付機システムの開発	熊谷組が開発
2020/3/9	人工知能画像解析を応用した「配筋検査システム」の共同研究開発	建設会社20社で共同研究
2020/3/26	「木造CLT複合壁の遮音性能」の大臣認定取得	熊谷組が単独で開発
2020/6/17	「異種強度を打ち分けた鉄筋コンクリート梁工法の 設計法および施工方法」の構造的評価を取得	浅沼組、奥村組、熊谷組、五洋建設、鉄建建設、矢作建設工業

住友林業との共同研究開発はほとんど行われていない (2/2)...

住友林業との資本提携後の熊谷組の研究開発一覧(続き)

リリース日	トピック	開発者・参画パートナー
2020/8/6	建方精度管理システム「建方キングE」の開発『特許出願中』DX: デジタルトランスフォーメーション技術で 計測から出来形図作成まで建方業務を省力化	きんそく
2020/10/30	CELBIC(環境配慮型BFコンクリート) ゼネコン13社で建設材料技術性能証明を取得し、普及展開へ	ゼネコン13社
2020/12/1	KMLAセンサーの開発	熊谷組が開発
2020/12/4	連続練りミキサを使った速硬性モルタル吹付けシステム FC(Fast Compact)ライナーを開発	熊谷組が開発
2020/12/10	熊谷組とNEC、ローカル5Gを活用した 無人化施工に向けて実証実験を実施 ～4K映像、建設機械の動きの伝送およびVR遠隔操作に成功～	NEC
2020/12/17	小断面トンネル積込みシステムの開発伝送およびVR遠隔操作に成功～	栗田鑿岩機、相模コンベヤー工業、株式会社クロダテック、株式会社マクニカ
2021/1/29	『熊谷組鉄骨梁橋座屈補剛工法』の開発 一床スラブによる上フランジ拘束効果を考慮した横補剛一	熊谷組が開発に着手
2021/2/25	地震後の建物の継続使用に配慮した 復旧しやすい鉄筋コンクリート造梁の構築手法を実証	東京工業大学
2021/3/17	断熱耐火λ-WOOD®(柱)の1～3時間耐火の大臣認定取得	熊谷組が開発
2021/4/19	電子受容体を利用した油含有土壌の省力低コスト嫌気処理法の開発	熊谷組が開発
2021/5/20	水中作業のICT 技術 小型水中バックホウの開発 一水中ガイダンスシステムの導入一	極東建設
2021/8/30	熊谷組、チェプロの統合型ERP「建設WAO」で基幹システムを全面刷新へ - 業務とデータの統合管理により、DXを推進 -	チェプロ
2021/9/2	河川内の橋梁更新工事で橋梁の撤去・更新と棧橋の構築に同じガーダーを用いる工法「KPYダブルユースガーダー工法」を開発 ～ 環境にやさしい橋梁更新工法で、しかも工期短縮や工事費の縮減を実現 ～	横河ブリッジ
2021/10/7	橋梁床版切断工法「切り方じょうず」の開発	誠和ダイア
2021/12/13	国産パーク材原料「ブラックパークベレット」開発に成功 「地域の林業を 地域のエネルギーに」 ～カーボンニュートラル実現と電力安定供給の貢献を目指し、まずは2022年四国から～	清本鐵工
2021/12/23	熊谷組と酒井重工業、JIG-SAW、自律走行式振動ローラを活用した実証実験を実施	酒井重工業、JIG-SAW
2022/1/28	優れた床衝撃音遮断性能を実現した波型中空合成スラブ「サイレントLFR」を開発	フジモリ産業
2022/2/4	Allによる車両走路侵入者検知システムの開発	熊谷組が開発
2022/3/4	解体分離を可能とする木質耐火部材「環境配慮型λ-WOOD」の開発 ～ 中大規模木造建築における持続可能な資源活用を視野 ～	熊谷組が開発
2022/3/23	耐震性の高い木質座屈拘束ブレースを共同開発 ～ 中大規模木造建築へも積極導入 ～	住友林業
2022/6/10	CLTを用いた「木質耐震垂れ壁構法」を開発 ～ 鉄骨造とのハイブリッド構造に積極採用を目指す ～	東京大学、銘建工業
2022/8/22	ローカル5Gを活用した無人化施工の実証実験を開始 ～技術研究所屋外実験ヤードでの遠隔操作と自動運転を実施～	京セラ、NEC
2022/9/1	『基礎SC化工法(KSCP工法)』の開発 一杭基礎のパイルキャップをSC化し施工の合理化を図る一	熊谷組が開発
2022/11/9	「アースドリル工法(場所打ちコンクリート杭)における掘削抵抗測定技術」を開発 ～ 現場でのリアルタイム計測による支持層確認技術を目指す ～	雄正工業
2022/12/20	熊谷組、生産性向上に資する サプライチェーンマネジメントシステムを開発	熊谷組が開発
2023/3/7	「環境配慮型λ-WOOD II」柱・梁の1～2時間耐火大臣認定を取得	熊谷組が開発

熊谷組への支配を強める住友林業



- 1 住友林業との資本提携は熊谷組の株主に何ら価値をもたらしていない
- 2 熊谷組の取締役である佐藤氏は、住友林業の代表取締役である
- 3 佐藤氏の経営管理におけるスキルは、熊谷組にとって必要な要件ではない

佐藤 建 (67)

- 住友林業 現 代表取締役、執行役員副社長
- 熊谷組現 (独立でない) 非常勤取締役

さとう たつる
佐藤 建 (1955年12月14日生)

新任 非業務執行

■ 略歴、当社における地位及び担当並びに重要な兼職の状況

1978年 4月	住友林業株式会社入社	2013年 4月	同社常務執行役員
2008年10月	同社住宅事業本部住宅管理部長	2013年 6月	同社取締役
2011年 4月	同社人事部長	2016年 4月	同社専務執行役員
2011年 6月	同社理事	2018年 4月	同社代表取締役 (現任)
2012年 4月	同社総務部長	2018年 4月	同社執行役員副社長 (現任)
2012年 6月	同社執行役員	2018年 6月	当社監査役 (現任)

- 熊谷組の櫻野社長はオアシスに対し、熊谷組は住友林業から独立した立場でありたいと説明した。そうであるならば、なぜ熊谷組は住友林業出身者に取締役の座を譲る必要があるのだろうか
- 取締役は、すべての株主のための働きが期待されている。熊谷組の経営陣が価値の希薄化に対処できない限り、株主が株主総会で佐藤建氏の選任を支持する理由はない

⊗ 住友林業出身の佐藤建氏の選任
に**反対票**を投じましょう

資本業務提携の見直しが喫緊の課題

- これまでのところ、住友林業との資本提携は、株主を害するだけであり、何ら意味のある利益をもたらしていない。住友林業が熊谷組を実質的に支配している結果、熊谷組の業績は同業他社を著しく下回っている。資本業務提携の目的は、単純な業務提携によって達成可能。
- 現在の資本業務提携は、他のすべての株主にとって害であり、熊谷組の業績指標および投資収益が悪化し続けている現状を放置することは、もはや容認できない

**熊谷組の経営陣は、住友林業との資本業務提携の解消、
もしくは住友林業による完全子会社化のいずれかを選択しなくてはならない**

選択肢1 資本業務提携の解消

熊谷組は、住友林業が保有する熊谷組株式を現金対価で買い戻し、現在住友林業に保有されている自社株式を消却すべき

- 熊谷組が保有している163億円分住友林業の株式を売却
- 住友林業が保有している270億円分の熊谷組の株式を買入消却(うち、163億円は上記売却より、107億円は手持ち資金)
- 木造建築事業の促進に向け業務提携契約を締結



住友林業

選択肢2 住友林業の完全子会社になる

熊谷組と住友林業の双方が、両社の将来のために提携が不可欠であると考えるのであれば、住友林業は熊谷組を完全に買収すべき
完全子会社化は以下の通り、ステークホルダーにとってメリットがある:

- 熊谷組の事業の将来性が保証される
- 住友林業は上場企業のため、上場企業としてのステータスを維持可能
- 前田建設(インフロニア)や鹿島建設とのJVよりも優先的に住友林業の木造建築事業に参画
- 住友林業の豊富な経営資源を活用でき、案件獲得の際の入札時に有利に働く
- 従業員の活躍の場が広がる



熊谷組の投資は失敗している

熊谷組の投資計画およびその実行の履歴 (1/3)

- 熊谷組は2017年および2018年11月にそれぞれ積極的な投資計画を公表

熊谷組の投資計画の概要

	中期経営計画 FY2018 -FY2020	中期経営計画 FY2021 -FY2023
公表時期	2018/03/29	2021/05/13
現預金+政策保有株	1,146億円	783億円
予算合計	600億円	400億円
国内/海外アライアンス	230億円 <ul style="list-style-type: none"> 木造建築 インフラ大更新 海外における事業パートナー 	10億円
再生可能エネルギー/PFI等	70億円	120億円
PPP/PFI/コンセッション事業	水力発電所、有料道路	30億円 PFIへの参画
再生可能エネルギー事業	バイオマス発電	90億円 二次エネルギーの発電所、洋上風力発電所、自己昇降式作業台船(SEP船)
国内不動産	210億円 <ul style="list-style-type: none"> 飯田橋の土地 不動産の賃貸 	200億円
海外不動産	30億円 台湾やミャンマー等での不動産開発	
技術開発等	60億円 木造建築技術、ZEB技術、無人化施工技術、IT関連、人材開発関連	
連結子会社の設備投資額		

2022年3月
70億円
の利益の創出

熊谷組の投資計画およびその実行の履歴 (2/3)

- 熊谷組は積極的な投資計画を発表するも、それを実行するには至っていない

実行状況チェックシート

	中期経営計画 FY2018 -FY2020	実行された投資	中期経営計画 FY2021 -FY2023	実行された投資	実行された投資合計
公表時期	2018/03/29	FY2020時点	2021/05/13	FY2022時点	FY2022時点
現預金+政策保有株	1,146億円		783億円		
予算合計	600億円	150億円	400億円	130億円	280億円
国内/海外アライアンス	230億円	なし	10億円	0	0
再生可能エネルギー/PFI等	70億円	0	120億円	19億円	19億円
PPP/PFI/コンセッション事業			30億円	5億円 PFI-トンネル(香港)等	5億円
再生可能エネルギー事業			90億円	14億円 2億-太陽光発電(静岡) 2億-バイオマス発電所 10億-太陽光発電所(ベトナム)	14億円
国内不動産	210億円	53億円 土地(飯田橋)	2円00億	42億円 土地(飯田橋)、賃貸用不動産	95億円 65億 土地(飯田橋) 30億 賃貸用不動産
海外不動産	30億円	7億円 台湾熊谷の増資	?	27億円 20億-インドネシアクニンガンプロジェクト 7億-熊谷インドの増資	34億円
技術開発等	60億円	51億円	?	7億円	58億円 デジタル化の研究開発費
連結子会社の設備投資額		不明	?		20億円
予算合計				約30億円 -住友林業の保有する不動産ファンド(アメリカ)	約30億円

2022年3月時点で
創出された利益は

ゼロ

熊谷組の投資計画およびその実行の履歴 (3/3)

- 熊谷組は公表した投資計画を達成できていない

投資実行状況のチェック

	5年間に実施した投資の合計	期待されるリターン	株主価値を向上させたか? CoE = 8%	中核事業への貢献
投資額合計	280億円			
M&国内/海外アライアンス	0	--	--	買収実績なし
PFIへの参画	5億円 PFI - トンネル(香港)	不明		有
太陽光発電所(静岡)	2億円 - 太陽光発電所(静岡)	約6%	株式価値を毀損	無
バイオマス発電所	2億円 - バイオマス発電所	不明		無
太陽光発電所(ベトナム)	10億 - セカンダリー市場で太陽光発電所の持ち分30%を取得	Around 10-11% (USD base)		無 ベトナムの固定価格買取制度が終了 ベトナムのEPC市場は非常に割安
土地(飯田橋)	65億円	オアシス推測:0-2%	株式価値を毀損	有(但し非常に長い期間を要する)
不動産用賃貸	30億円	4-5%	株式価値を毀損	無
子会社への出資(台湾)	7億円	不明	--	有 (但し台湾における開発プロジェクトの参加は見られず)
子会社への出資(インド)	7億円	不明	--	有 (但しインドにおける開発プロジェクトの参加は見られず)
住友林業の事業への出資共同プロジェクト(インドネシア・ジャカルタ)	20億円	?	?	? 熊谷組は当該プロジェクトの運営に携わっているのか不明
住友林業のプロジェクトへの共同出資プロジェクト(アメリカ)	30億円	非公開	?	無 熊谷組はアメリカにおいて事業を保有していない
デジタル化研究開発	58億円	--	--	有
連結子会社への設備投資	20億円	--	--	有

35% の投資
= 価値を毀損

42% の投資
= 中核事業とは無関係、または説明の
欠如

熊谷組はM&Aを全く実施していない

- 建設技術者が不足する現状において、施工管理能力の拡大には競合他社の買収が不可欠
- 熊谷はM&Aに230億円を支出する計画を公表したが、結果として一切実施されなかった

住友林業株式会社との資本業務提携に基づく第三者割当による新株式発行及び自己株式の処分並びに主要株主、主要株主である筆頭株主及びその他の関係会社の異動に関するお知らせ (2017年11月9日)

設計・デザイン・施工会社へのM&A・アライアンス費用

住友林業との業務提携における木化・緑化関連建築事業では、「木」及び「緑」の活用を基本とした建築物や住宅の建築を行うため、各設計・デザイン・施工会社との連携を検討しており、そのためのM&A・アライアンス費用に充当します。

建設業界におけるM&A一覧

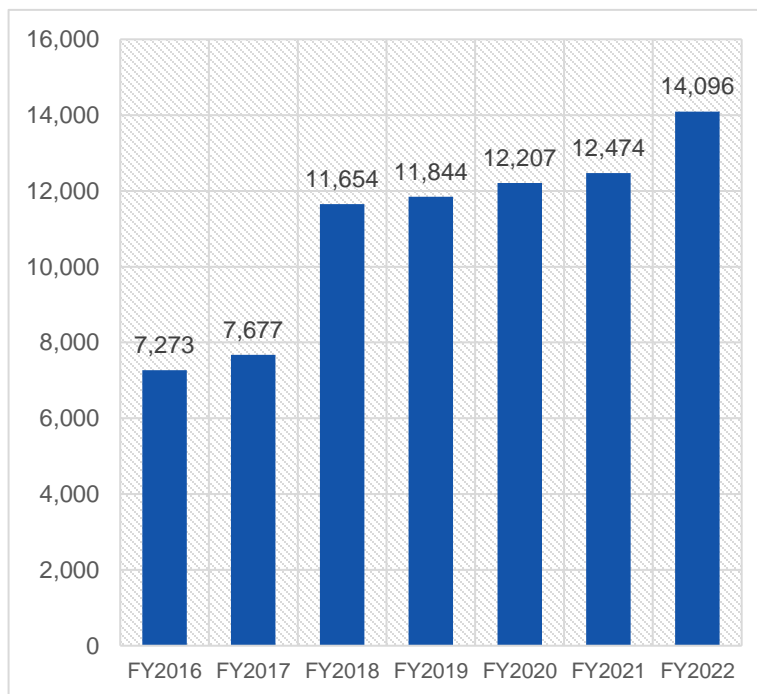
公表日	買収ターゲット	買収者	規模
09/07/2021	 <small>この道の先に</small> NIPPO NIPPO	 ENEOS GS、ENEOS	2,040億円
02/24/2021	 <small>前田道路株式会社</small> 前田道路	 INFRONEER Holdings Inc. インフロニア	810億円
05/09/2019	 CHIYODA CORPORATION 千代田化工建設	 三菱商事 三菱商事	700億円
01/27/2022	 西武建設 西武建設	 MIRAIT ONE ミライトHD	620億円
05/08/2018	 NDS NDS	 COMSYS.HD コムシスHD	370億円
03/22/2022	 東洋建設 東洋建設	 INFRONEER Holdings Inc. インフロニア	370億円

熊谷組によるM&Aは一件も行われず

飯田橋の大型土地投資はレバレッジを活用すべき

- 熊谷組は、飯田橋で土地を買い続けており、この地域の土地を購入することで飯田橋の再開発への関与に繋がると主張
- 基本的な投資原則に反し、レバレッジを活用せず株主資本のみで投資を行っている
- 下宮比町は2022年7月に再開発準備組合が結成され、今後5年以内に新たな施設の着工が予定されている
- しかし、他のエリア(筑土八幡町、津久戸町、揚場町、新小川町)の再開発は更に期間(7-10年)を要する。このように、熊谷組のプロジェクトのスケジュールは大幅に長引いている
- オアシスが土地の状況を確認したところ、熊谷組が所有していると確認された不動産はすべて、レバレッジを活用せず投資されている。
- 不動産担保付きの借入は、最も安価な資金調達方法の一つ。新株発行よりも遥かに安上がりであることは明らか。

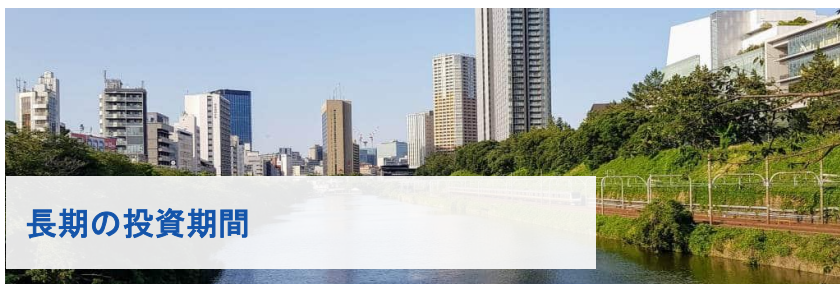
熊谷組の貸借対照表上の土地(百万円)



飯田橋の大型土地投資はレバレッジを活用すべき(続き)

株主提案に関する書面受領および当社取締役会意見に関するお知らせ 2023年5月12日

進捗としては、当社が参画している東京都新宿区下宮比町地区の再開発に関し、2022年7月には再開発準備組合が設立される等着実に進展をみております。また、インフラ大更新に対応し、高速道路リニューアル工事等に向けて新たに開発した技術などは既に収益に貢献しているほか、海外不動産開発事業、再生可能エネルギー事業なども今般の投資計画完了後より徐々に収益貢献が始まり、中長期的な安定収益の獲得に寄与することを見込んでおります。



- 熊谷組は飯田橋再開発に係る受注獲得を理由に土地を購入しているが、この地域の大半ではまだ再開発準備組合すら設立されておらず、再開発までは7~10年かかる
- 株主に対する当初の説明では、5年程度の期間中に再開発受注による利益貢献が見込めるとのことだった
- 熊谷組はレバレッジを活用して効率的に投資を行う必要がある
- 結果として、いずれの投資も収益率は資本コストを下回っており、株主に価値をもたらすことができなかった



- 1990~2000年の不動産投資の失敗を受け、熊谷組は不動産事業をニューリアルプロパティとしてスピノフ
- 熊谷組はノンコア事業を遂行するために十分なキャパシティを有していない

賃貸用不動産 価値破壊的なもう一つの投資

- 熊谷組は、第三者割当てで得た資金から、賃貸用不動産の取得に30億円を投じているが、レバレッジを活用すべきだった
- 投資利回りはわずかに4-5%であり、熊谷組の株主資本コストより低いため、これらの投資は企業価値を毀損する

定禅寺パークビル

- 熊谷組は2022年8月に47%を取得
- 賃貸用不動産として使われている



スカイハイツトーカイ

- 熊谷組は東神奈川にあるスカイハイツトーカイの商業エリア複数カ所を取得



熊谷組が 斯様な投資すべき ではない理由

1

レバレッジが効いておらず、資本効率が悪い

熊谷組はこれらの不動産投資において借入を活用していない
その結果、これらの投資収益率は資本コストに満たず、株主に価値を生み出していない

2

熊谷組には不動産投資のプロがいない

1990~2000年の不動産投資の失敗を受け、熊谷組は不動産事業をニューリアルプロパティとしてスピンオフ。熊谷組はノンコア事業を遂行するために十分なキャパシティを有していない。レバレッジを全く活用せずに投資を行っているのは、不動産投資のプロがいないことの表れ

3

熊谷組は建設会社である

熊谷組は建設会社であり、株主は建設会社である熊谷組の株式に投資している
熊谷組は株主資本で賃貸用不動産を購入し、株主の利益を希薄化させるべきではない

熊谷組は投資計画がうまくいっていないことを認めているが、それでもお構いなしにそのまま投資を続けている

熊谷組は投資計画がうまくいっていないことを認めている。それにもかかわらず、投資計画を中断や見直しを行うことなく、同じプロジェクトに何の理由もなく投資し続けている

“

なお投資計画には競合者の存在する資産購入や環境変化によるリスクの再検討等により、その執行が当初想定通りに進まない案件もありますが、投資計画の遂行は、当社の長期的・持続的成長のために必要であり、時期にずれが生じようとも事業の組み立てを適切に再構築した上で実施し継続すべきものと考えております。

”

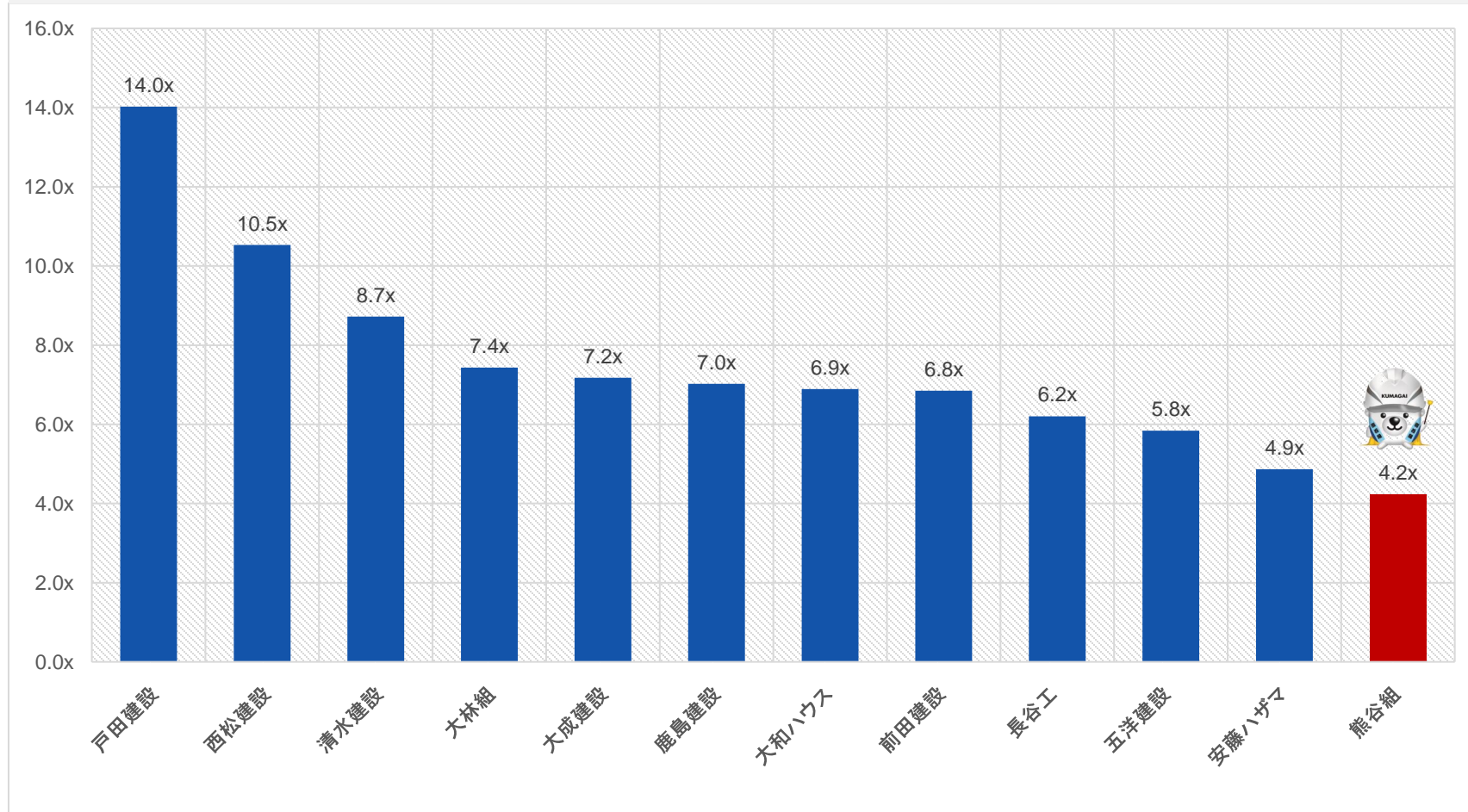


熊谷組の株価は非常に割安

熊谷組は割安

- 熊谷組は国内で最も割安な総合建設会社の一つ

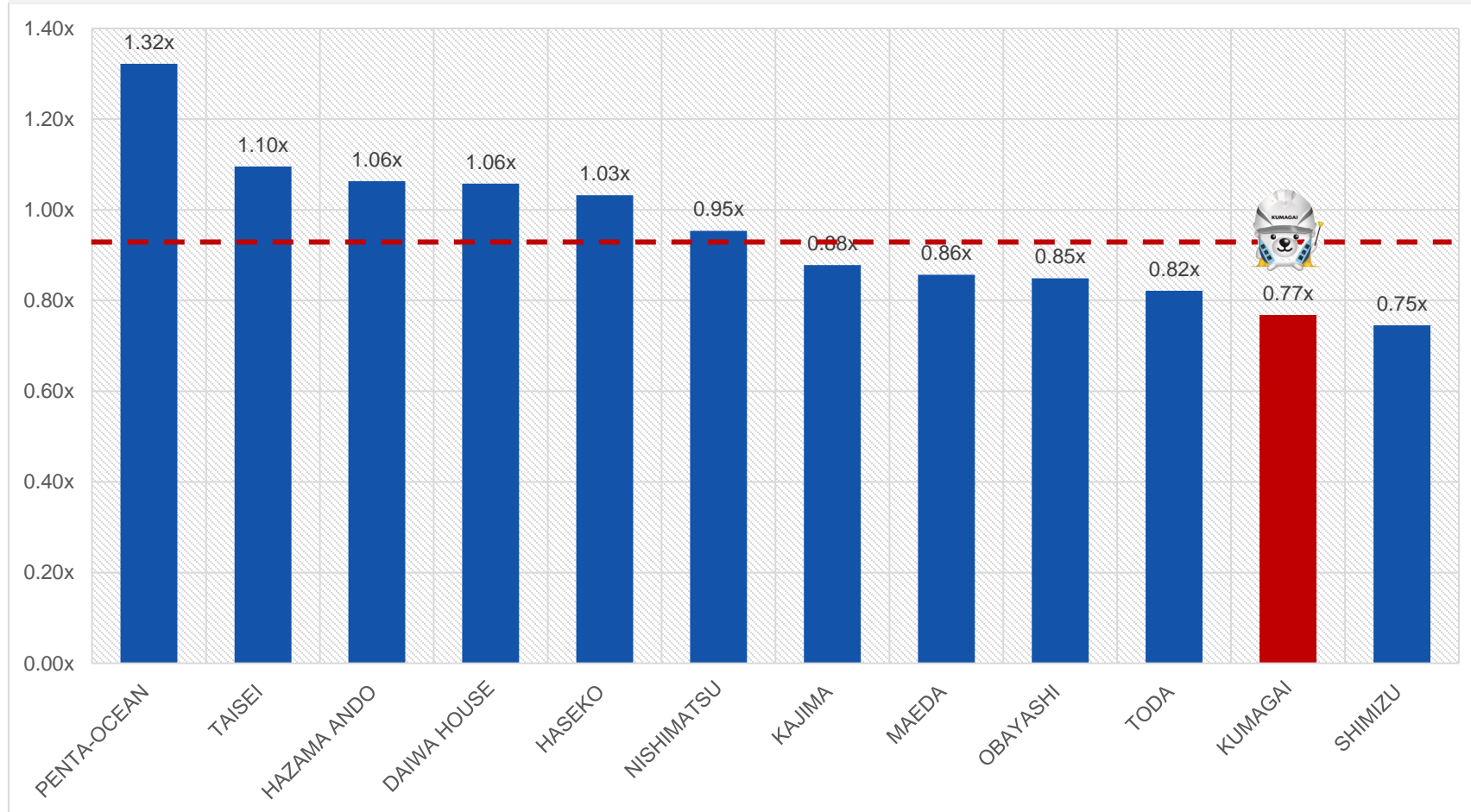
EV / FY1 EBITDA 倍率



熊谷組は割安(続き)

- 安藤ハザマが株主還元を強化したことで、熊谷組は日本で最も割安な建設会社の一社になった

PBR(株価純資産倍率)



熊谷組のPBRは1倍を割っている

資料 1



**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**

Exchange & beyond
株式会社東京証券取引所 上場部
2023年3月31日



© 2023 Tokyo Stock Exchange, Inc.

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ます。

目標とする指標は、自社の状況を踏まえて設定してください。なお、目標の設定に当たっては、具体的な到達水準・到達時期を示す方法のほか、目指すレンジを示す方法や、ROEやEPS(1株当たり利益)の成長率など変化率のトレンドを示す形も考えられます。

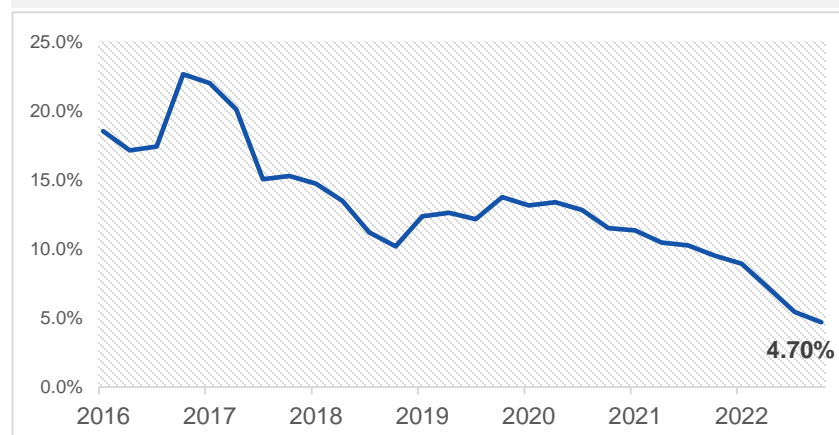
PBR1倍割れは、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆される1つの目安と考えられます。他方で、既に1倍を超えている場合でも、更なる向上に向けた目標設定を行うことが考えられます。現状の資本収益性や市場評価について、既に十分な水準が実現しており、改善の必要がないと考える場合には、改善に向けた方針や目標に代えて、その旨を示すことが考えられます。

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
東京証券取引所

熊谷組の過去のPBR推移



熊谷組の過去のROE推移



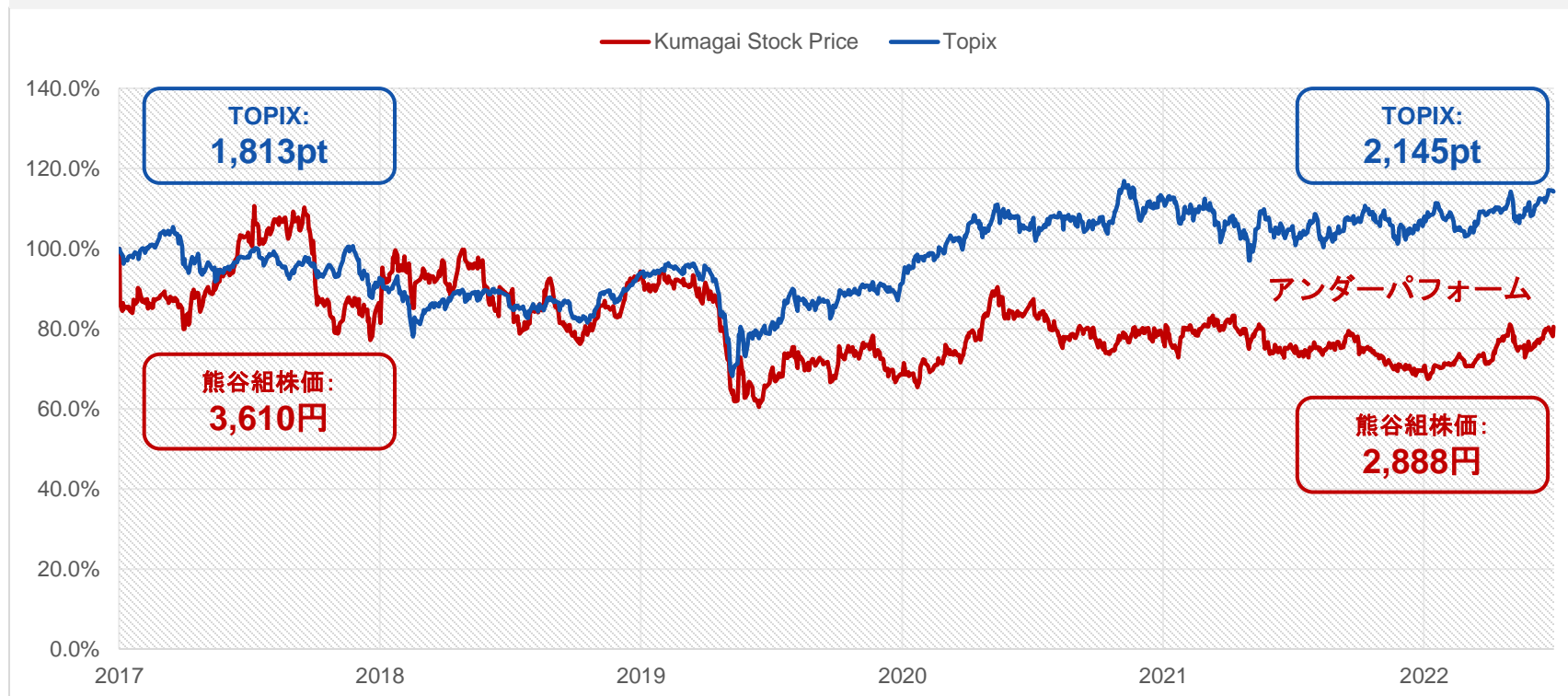
熊谷組の株価収益率は市場を下回る

- 2017年11月に実施した25%相当の希薄化以降、熊谷組の株価は回復していない

株主提案に関する書面受領および当社取締役会意見に関するお知らせ 2023年5月12日

本提携は、資本提携を裏付けとする強固かつ長期的なパートナー関係を背景に、近接した事業分野において各々の強みを掛け合わせた協業を行うことを通じて各種のシナジーを産み出すことを企図するもので、**当社の企業価値向上ひいては一般株主の利益に資するものと考えており、特定の大株主を不当に優遇するものではないと考えております。**

熊谷組のTOPIX対比相対株価推移(2017年11月9日の株価を基に標準化)





熊谷組のガバナンス改善に向けたオアシスの提案

熊谷組のガバナンス改善に向けたオアシスの提案



櫻野泰則社長の取締役への
選任に**反対票**を投じましょう



佐藤建氏の取締役への
選任に**反対票**を投じましょう



20%の自己株式取得に
賛成票を投じましょう



一株当たり188円の配当実施に
賛成票を投じましょう



住友林業との資本提携と
投資計画の見直しに
賛成票を投じましょう

オアシスの推奨する議決権行使



櫻野社長の選任に
反対票を投じましょう

希薄化をもたらす資本提携の失敗、不適切な投資の実績、業績の低下、度重なる目標未達、および中核事業への注力の欠如から、オアシスは株主に対し、直ちに経営陣に責任を追及すべく、代表取締役の櫻野氏の再任議案に反対票を投じることを推奨いたします。



佐藤建氏の選任に
反対票を投じましょう

株主平等原則の観点から、住友林業に取締役の座を与えることは容認できません。住友林業との資本提携が株主にとって価値を生み出していない以上、この提案を受け入れる正当な理由がないためです。佐藤氏は熊谷組の現非常勤取締役（社外取締役でない）であり、住友林業の代表取締役を務めております。同氏が全株主の利益のためではなく、住友林業のために働くことは明らかです。そのため、オアシスは株主に対し、佐藤氏の取締役の再任議案に反対票を投じることを推奨いたします。



20%の自己株式取得に
賛成票を投じましょう

第三者割当増資以降、熊谷組の株価は常に20%のアンダーパフォームとなっています。今こそ、企業価値を毀損している資本提携がもたらした25%の希薄化を、自己株式取得により是正すべきです。オアシスは株主に対し、20%の自己株式取得を実施する株主提案に賛成票を投じることを推奨いたします。



一株当たり188円の配当
実施に**賛成票**を投じま
しょう

熊谷組は少なくとも4000億円の収益を生み出す建設キャパシティを有しており、少なくとも5%の営業利益率を実現することが可能です。そのため、法人税を差し引いた後、熊谷組は少なくとも140億円の純利益を創出できます。それゆえオアシスは1株あたり188円の配当案を提案しており、これは総額82億円の配当となります。これは熊谷組の建設能力をもってしてはむしろ控えめといえます。配当後でも、熊谷組には人手不足問題やデジタル化に対処するためのリソースが豊富に残ります。



戦略検討委員会の設置に
賛成票を投じましょう

不十分な投資計画と資本提携の失敗を鑑み、熊谷組は成長戦略、投資戦略、および熊谷の経営主導権について戦略的な見直しを行うべきであるとオアシスは考えています。このため、オアシスは外部専門家から構成される戦略検討委員会を設置する株主提案を提出しました。これまでのところ、住友林業との資本提携は株主価値を毀損するのみで、なんら利益をもたらしていません。住友林業が熊谷組に対して実質的な支配力を持っているため、熊谷組の業績は同業他社を下回っています。資本提携を締結せずとも、単純な業務提携で、この目的は達成できたはずですが、現在の資本提携は、住友林業以外のすべての株主にとって有害であり、現状維持はもはや容認できません。熊谷組の経営指標と投資収益は悪化の一途をたどっており、熊谷組の経営陣は資本提携を解消するか、住友林業の完全連結子会社となるかのどちらかの方向性で模索すべきです。これらの選択肢を評価するには、戦略的検討委員会が必要です。

櫻野泰則社長の再任に対して反対

01
25%の希薄化された株価が5年以上が経過してもそのまま



02
資本提携後、計画の実行が不十分



03
投資の計画と実行が不十分



04
財務指標の悪化



05
ROEが5%未満と簿価割れの低水準



06
中核事業への注力の欠如による不祥事の発生



07
純資産の13.4%を超える229億円相当の政策保有株式の保有



さくらの やすのり
櫻野 泰則 (1957年7月2日生)

再任

■ 略歴、当社における地位及び担当並びに重要な兼職の状況

1981年4月	当社入社	2014年4月	当社経営管理本部長
2010年4月	当社管理本部人事部長	2014年4月	当社経営管理本部経営企画部長
2011年4月	当社執行役員	2015年4月	当社経営企画本部長
2012年4月	当社企画室担当	2016年4月	当社経営企画本部ダイバーシティ推進室長
2012年4月	当社広報室担当	2017年4月	当社専務取締役
2012年4月	当社CSR推進室担当	2017年4月	当社専務執行役員
2012年6月	当社取締役	2018年4月	当社取締役社長(現任)
2012年7月	当社企画室長	2018年4月	当社執行役員社長(現任)
2014年4月	当社常務取締役		
2014年4月	当社常務執行役員		

政策保有株式(百万円)

住友林業	16,374
京急電鉄	2,067
東海旅客鉄道	2,128
阪急阪神ホールディングス	897
西日本旅客鉄道	599
ジオスター	359
名古屋鉄道	237
平和堂	210
ヨネックス	72
日本管財ホールディングス	109
カーリットホールディングス	51
保有株式	23,101
純資産	169,860
比率	13.6%

佐藤建氏の再任に対して反対

01 住友林業との資本提携は熊谷組の少数株主に何の価値も提供していない



佐藤 建 (67)

- 住友林業 現 代表取締役、執行役員副社長
- 熊谷組 現 (独立でない) 非常勤取締役

さ と う た つ づ
佐藤 建 (1955年12月14日生)

新任 非業務執行

■ 略歴、当社における地位及び担当並びに重要な兼職の状況

1978年 4月	住友林業株式会社入社	2013年 4月	同社常務執行役員
2008年10月	同社住宅事業本部住宅管理部長	2013年 6月	同社取締役
2011年 4月	同社人事部長	2016年 4月	同社専務執行役員
2011年 6月	同社理事	2018年 4月	同社代表取締役 (現任)
2012年 4月	同社総務部長	2018年 4月	同社執行役員副社長 (現任)
2012年 6月	同社執行役員	2018年 6月	当社監査役 (現任)

02 佐藤氏は住友林業の代表取締役でもあるが、これは明らかな利益相反である



03 佐藤氏のスキルセット(経営管理)は熊谷組にとって必要要件ではない



- 熊谷組の櫻野社長はオアシスに対し、熊谷組は住友林業から独立したいと説明した。そうであるならば、なぜ熊谷組は住友林業出身者に取締役の座を譲る必要があるのだろうか。
- 取締役は、すべての株主のためのはたらきが期待されています。熊谷組の経営陣が価値の希薄化に対処できない限り、株主は株主総会で佐藤建氏の任命を支持する理由はありません。

住友林業出身の佐藤建氏の選任
に**反対票**を投じましょう



住友林業は、事業パートナーに熊谷組ではなく他社を選択

木造建築

再生可能エネルギー

前田建設

100年をつくる会社
鹿島

RENOVA
長谷工 コーポレーション
HASEN

一株当たり188円の配当実施に賛成

01
熊谷組は、資本コストを下回るリターン投資で企業価値を破壊するのではなく、配当を増やすべき



02
一株当たり188円の配当は、正常な状態の純利益水準に比して配当性向60%以下



03
熊谷組は潤沢な現金に加え、賃貸用不動産や政策保有株式を有する。一株当たり188円の配当を支払うことは、熊谷組の強固なバランスシートにおいては容易

04
増配の結果、経営陣は中核事業の立て直しに注力せざるを得なくなる



正常時の当期純利益に対する配当性向:

調整後配当性向は **58%**

熊谷組は、少なくとも4,000億円の売上を生み出す建設能力を有する。国内の建設会社は最低でも5%程度の営業利益率を確保できるとすると、熊谷組は税引後利益で最低でも140億円を妥当に生み出すことができる。オアシスが提案しているのは、一株当たり188円の配当であり、配当支払総額は約82億円のため、平準後配当性向は58%と計算される

過剰に堅固なバランスシート

熊谷組は550億円相当の遊休資産を保有: ネットキャッシュ188億円、政策保有株式227億円、賃貸用不動産(レバレッジなし)30億円、飯田橋の土地(レバレッジなし)65億円、米国不動産ファンドへの出資持分30億円、ベトナム太陽光発電所の30%持分10億円あるほか、十分な借入余地

株主価値を毀損する
現行の投資案件



230億円相当の自己株式取得(20%)に賛成

01 熊谷組はノンコア事業に投資しており、その収益率は資本コストを下回る



02 熊谷組は、再生可能エネルギー事業として発電所の保有を諦めている



03 熊谷組の経営陣は25.5%の希薄化を許容し、それを是正するための増益を成し遂げていない



04 2031年3月までの経営目標の先送りからも明らかなように、熊谷組の経営陣には株主価値向上へのコミットメントがない。株主は櫻野社長在任中に、希薄化の是正を要求する



05 資本業務提携を締結しているにもかかわらず、住友林業はプロジェクト共同事業者に他社ばかり採用している。意味のあるシナジーが近い将来に実現されることは、残念ながら期待できない



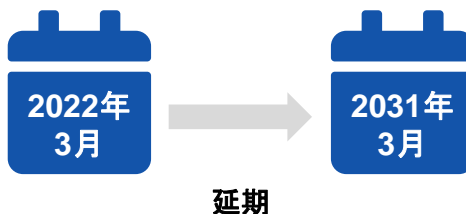
06 熊谷組は、賃貸用不動産や政策保有株を売却、もしくは借入を行うことで希薄化を是正することが可能



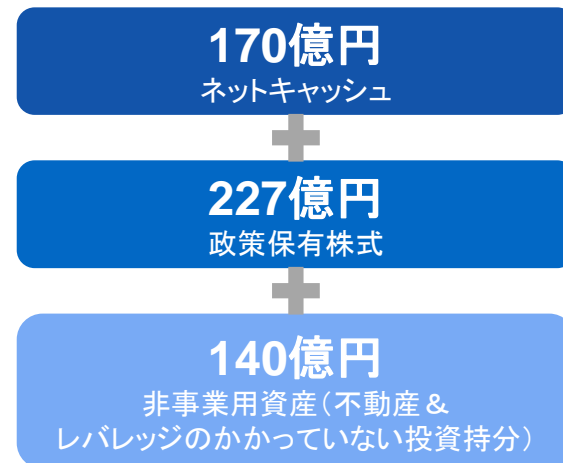
価値破壊的な投資



利益目標500億円の先延ばし



550億円相当の遊休資産



戦略検討委員会の設置に賛成票を投じましょう

×

2017年に第三者割当増資を実施した際、熊谷組の経営陣は5年間で利益を倍増させ、希薄化を是正すると約束していた。しかし、熊谷組の事業成長戦略の結果、**営業利益は114億円にとどまり、これは目標として掲げていた500億円を著しく下回るのみならず、第三者割当当時の営業利益250億円にも満たない水準だった**

×

住友林業は資本提携先である熊谷組ではなく、その競合他社と常に協業している。株主は、**住友林業との資本提携を維持する正当な理由を見出すことはできない**

×

熊谷組の株主は、**熊谷組の株価パフォーマンスに満足していない**

×

熊谷組は、**建設業以外の事業や投資を十分に分析・執行する能力を有していない**

×

住友林業に買収されることは、熊谷組にとってはメリットがある一方、住友林業の株式を買い戻して独立することも可能。
しかし、現状維持を続けていても、**株主価値を生み出すことはできない**

熊谷組は、投資計画、事業戦略、住友林業との資本提携や成長戦略を検討するため、**戦略検討委員会を設置する必要がある**

大手議決権行使助言会社は、 過度な希薄化および株式の持ち合いに反対している

議決権行使助言会社の希薄化に対する見解



株主の利益に反する行為

取締役選任議案を検討する際には、
下記のような株主の利益に反する行為も考慮する。

- ・ 株主総会決議のない買収防衛策の導入
- ・ 株主総会決議のない過度な希薄化を伴う第三者割当増資
- ・ 合理的な説明のない大規模な公募増資
- ・ 過半数の支持を得た株主提案を無視した場合

2023年版 日本向け議決権行使助言基準

政策保有株式に関する議決権行使基準



取締役選任

監査役設置会社においては、
下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。

- ・ いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる場合（政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合）、経営トップである取締役

2023年版 日本向け議決権行使助言基準



Increase in Authorised Shares 発行可能株式総数の増加

グラス・ルイスは、十分な株式資本は、企業運営するにあたって、大変重要なものである。十分な株式資本は、経営陣の敏速な決断と効率的な会社運営を可能にさせると考える。ただし、発行可能株式総数の増加は、既存株式の希薄化に繋がる可能性があり、株主の承認を受けることが重要であると考えます。

- ・ 事業目的の資金調達：
当該企業の現金持高や他手段で融資を獲得する方法があるか調査をする。また、株式を用いた資金調達が、過去に行われたかを確認する。

前述の通り、発行可能株式総数の増加は、既存株式の希薄化につながる可能性がある。さらに、買収防衛目的で利用する余地がある場合、将来株主となり得る、潜在的な投資家の投資意欲を抑制する恐れがある。したがって、企業側の説明が不十分と判断した場合、または、開示された必要とする用途には過剰と考えられる場合は原則として反対助言を行う。

Glass Lewis 2023年 助言方針



Excessive Strategic Shareholding 過剰な政策保有株式

原則として、前年度の有価証券報告書で開示された「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が、連結純資産と比較して10%以上の場合、取締役会議長に反対助言を行う。国際会計基準を採用している企業の場合、資本合計と比較する。この方針に使用する情報は、前年度の有価証券報告書の数値を使用するが、この方針に関連する直近の数値を開示している企業については、その最新の数値を使用して精査する。ただし、この方針には例外規定が制定されているが、2023年2月1日以降に開催される株主総会より、この規定内容が変更となる。具体的には、上記基準値を超える政策保有株式を保有していると確認できる場合であっても、明確な縮減目標値と期日を含む縮減計画が開示されている場合、または、政策保有株式の保有比率が、対連結純資産の10%以上20%未満の場合には、当該企業の過去5年間の自己資本利益率（ROE）の平均値が5%以上である場合、反対助言を控える、と変更する。

Glass Lewis 2023年 助言方針

熊谷組の株主の皆様へのメッセージ: 今こそ責任追及を

熊谷組は、経営の失敗に苦しんでいる建設会社
現行の経営体制の下、株主に限らず、全てのステークホルダーを失望させ続けている

現経営陣は、業務上およびガバナンス上の失敗について今すぐ責任を取るべき
熊谷組は、資本提携および投資計画の両面で経営戦略を見直す必要がある

OASIS

オアシスは次回の定時株主総会において、株主の皆様以下の投票行動を推奨



櫻野泰則社長の取締役への
選任に**反対票**を投じましょう



佐藤建氏の取締役への
選任に**反対票**を投じましょう



20%の自己株式取得に
賛成票を投じましょう



一株当たり188円の配当実施に
賛成票を投じましょう



住友林業との資本提携と
投資計画の見直しに
賛成票を投じましょう



熊谷組のコーポレートガバナンス改善に ご協力をお願いいたします

ご質問等ございましたら、下記までお問い合わせください:

info@kumagaicorpgov.com

Legal Disclaimer

本プレゼンテーション資料に記載される情報と意見は、Oasis Management Company Ltd(以下、「オアシス」といいます)が情報提供目的またはご参考に供する目的でのみ提供するものであり、財務、法律、税務、投資、会計、監査等の専門家の助言として解釈されるべきものではありません。本プレゼンテーション資料及びそこに記載される情報と意見は、機密事項に関わる内容を含んでおり、オアシスが意図した受領者に対してのみ提供されるものです。従って、オアシスの書面による明示的な同意なしにいかなる形式でも転送又は再頒布することを禁止致します。本プレゼンテーション資料には、歴史的事実以外の情報である将来の見通しに関する情報が含まれている場合があります。そのような情報は、とりわけ、予測等が含まれる場合があります。本プレゼンテーション資料に記載されている予測等が実現する保証はありません。

本プレゼンテーション資料に記載された情報と意見は、当該資料に記載される発行日におけるものであり、予告なく変わることがあります。これらの情報と意見は、オアシスが信頼しうると判断した情報に依拠して作成されています。オアシスは、本プレゼンテーション資料に記載された情報と意見の正確性を確保するための合理的な努力が払われたと確信していますが、当該情報と意見の正確性、完全性、信頼性について、明示的にも黙示的にも、一切表明または保証するものではありません。また、本プレゼンテーション資料に記載された情報と意見は、利用者の判断において利用されるものであり、オアシスは、当該情報と意見が、当該利用目的に適合することについて、明示的にも黙示的にも、一切表明または保証するものでもありません。オアシス及びその従業員、役員、関連会社、又はオアシスにより管理若しくは運営される投資ファンドは、本プレゼンテーション資料及びそこに記載された一切の情報と意見の全部または一部に起因して、またはその他の何らかの形で関連して生じた直接的、間接的、懲罰的、偶発的、特別あるいは派生的な損害及び損失(逸失利益の減少を含みます。)について、契約、不法行為その他の法律構成にかかわらず、一切の責任を負いません。オアシスは、本プレゼンテーション資料に記載された情報又は意見について、その改定または追加情報を提供する、または誤りを修正する義務を一切負いません。

オアシスは、本プレゼンテーション資料に含まれる情報について、商標権、著作権その他の知的財産権を有する場合があります。”Oasis”及びその他オアシスのロゴは、オアシスが有する商標権、著作権その他の知的財産権により保護されています。その他の会社名、製品及びロゴは、当該第三者が有する商標権、著作権その他の知的財産権により保護されています。本プレゼンテーション資料を提供することは、本資料に含まれる又は本資料に関連する知的財産権の利用を許可するものではありません。

本プレゼンテーション資料は、受領者に対して、オアシスと共同して特定の会社の株券その他の金融商品取引法における大量保有の状況等に関する開示制度の対象となる有価証券を取得し、若しくは譲渡し、又は議決権その他の権利を行使することを勧誘あるいは要請するものではありません。そのような共同行動をとる株主は大量保有の状況等に関する開示制度の共同保有者とみなされ、共同保有者は一般への情報開示のために合算した保有株式数を関係当局に報告しなければなりません。オアシスは、そのような報告が必要とされる共同保有者としての合意を明示的に締結する例外的な場合を除き、共同保有者としての報告義務を発生させる一切の行為を行わず、本プレゼンテーション資料その他の開示(書面及び口頭を含み、また媒体は問いません。)若しくは本ウェブサイトを通じた自らの見解及び意見の公表、その他の株主と意見交換を行う行為はかかる意図を有するものではないことをご了承ください。これらの資料は、オアシスの意見、解釈又は見通しを表明するものであり、オアシスは、オアシスが管理若しくは運営するファンドの投資アドバイザーとしての地位に基づきかかる行為を行っています。