

開発・不動産事業における「循環型再投資モデル」としてお考えの全体像を教えてください。特に以下の疑問点について理解できるようなご説明をお願いします。

- 西松建設がリートに売却するものは何か（2021年度から2023年度で350億円売却予定）、外部売却するものは何か、売却せずに西松建設が継続保有するものは何か。またその基準はどのようなものか。
- 私募リートに不動産を売却する際、西松建設もリート持ち分を保有する予定か
- 中期経営計画2023には2023年度の賃貸事業の売上総利益は45億円となっているが、賃貸収入は税効果の観点からリートで計上したほうが企業価値に資すると考えるが西松建設が賃貸収入を計上する理由はなぜか。

上記質問に加え、貴社が保有する不動産約1,481億円（2020年3月期有価証券報告書時点）について、一括で全額をリートに売却しないのはなぜでしょうか。（参考資料1）賃貸不動産の全て、及び政策保有株式の全てを売却する場合1,715億円の現金（賃貸不動産については2020年3月期末の有価証券報告書時点における含み益を税後で売却した場合で計算しておりますが、弊社は貴社が保有する含み益は、有価証券報告書に記載されているよりも多いと考えております。）を得ることができます。この現金を、有利子負債の全額を返済し、残りを自己株式の取得に充てるとROEは9.5%までに向上し、貴社は無借金会社になります。

また、リートは一定の要件を満たすことで、法人税がほとんどかからない特典が認められているため、税効果等を勘案すると、今後西松建設にて計上される予定であった賃貸収入の課税は大幅に減少いたします。（参考資料2）貴社中期経営計画期間中に計上される賃貸事業の法人税は三年間で36億円程度かと思いますが、リートで保有した場合、期中利益の課税が大きく抑制できます。

上記質問についてのご回答は、重要事実に該当しない範囲でご回答ください。

参考資料 1

賃貸不動産の全て、および政策保有株式の全てを売却することで1,715億円の現金を得ることが出来る。有利子負債の全額を返済し、残りを自己株式の取得に充てるとROEは9.5%に向上。

2021/3末 BS

資産 4,724億円	負債 2,649億円 〔うち有利子負債 1,150億円〕
	純資産 2,075億円
不動産含み益	300億円※1

ROE : 7.2%※5

EPS : 313.8円※6



以下を売却し1,715億円を現金化

- 賃貸不動産の全て: 1,402億円※2
- 政策保有株式の全て: 313億円※3

1,715億円を以下に充当

- 有利子負債全額返済: 1,150億円
- 自己株式の取得: 565億円※4

提案内容実施後

資産 3,309億円	負債 1,499億円 〔有利子負債ゼロ〕
	純資産 1,810億円

ROE : 9.5%※5

EPS : 407.4円※7

※1) 賃貸不動産についての2020/3末時点有報における時価簿価差額(含み益)379億円を税後換算して300億円と考える

※2) 上記同様の時価1,481億円分を評価額通りに売却し、79億円(=379-300)課税後で、1,402億円を現金化したと考える

※3) 即時換価可能な上場有価証券を、2021/3末時価通りに売却して現金化したと考える。含み益によるBS右側(繰延税金負債、評価差額)は適正に反映済みとするが税金負債は不明なので評価差額の1/2と仮定。
2021/3末時点投資有価証券446億円のうち上場有価証券の額は短信では不明であるため20.3有報で判明する上場有価証券以外80億円を除いた366億円と見做し、評価差額106億円×1/2=53億円課税後で313億円を現金化したと考える

※4) 株価4,500円で12,562,111株を取得したとする

※5) 2021/3期当期純利益172億円を適用

※6) 2021/3期末発行済55,591,502株-自己株890,792株=54,700,710株を適用

※7) 54,700,710株-12,562,111株=42,138,599株適用

参考資料 2

賃貸不動産はREITで保有することで期中利益の課税が大きく抑制できる。3年間、粗利40~45億円程度の賃貸物件を保有すると、32.5億円の差が生じる。

貴社計画での課税額シミュレーション

		2022/3期	2023/3期	2024/3期	
西松建設が 直接保有	賃貸事業粗利 ^{※1}	40.0	42.5	45.0	
	償却費・経費 10%(仮定)	4.0	4.3	4.5	
	税前利益	36.0	38.3	40.5	
	法人税等 31.5% ^{※2}	11.3	12.0	12.8	
REITが保有	法人税等 3.15% ^{※3}	1.1	1.2	1.3	

3年間で
36.1億円

↕
32.5億円
↕

3年間で
3.6億円

※1) 貴社中計における2020年度37億円→23年度45億円から。期中は段階的に伸びる形で想定。

※2) 2021/3期貴社実効税率を適用

※3) 税前利益額の90%以上を配当する場合には、配当部分は課税免除。よって、最大の10%×貴社の現在の実効税率=3.15%で試算。