

2021年6月11日

株式会社シティインデックスイレブンス  
代表取締役 福島啓修 様

西松建設株式会社  
代表取締役社長 高瀬 伸利

### 貴社6月4日付けご質問について

拝啓 益々ご清祥のこととお慶び申し上げます。

貴社から6月4日付けでお送り頂きました質問に対して、以下のとおり当社の考えを申し述べます。

当社の開発・不動産事業は、再開発の種地を含む不動産を保有することにより、建設事業に繋げるといった目的があるほか、建設事業が受注産業であり景気の動向に大きく左右されることから、賃貸収入等による安定的な収益を確保する目的がございます。

当社の開発・不動産事業等に関する具体的な取組み方及びご質問に対する当社としての回答は、以下のとおりです。

#### (質問1)

「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。

#### (回答)

当社の「循環型再投資モデル」は、「社会的ニーズに重きをおいたアセット戦略に基づき、当社の持つ建設ノウハウをはじめ、あらゆる知見を活かした事業組成による建設シナジーを利かせつつ、不動産の物件価値を高める積極投資による安定的ストック収益」と、「経済環境、不動産マーケット環境、物件価値の向上度合い等を十分に見極めつつタイミングの良い時期での（私募リート等も活用した）売却によるフロー収益の最大化」とを組み合わせた上で、売却することで得られる資金を再投資に充当し、安定的なポートフォリオを構築することにあります。

具体的には、社会的ニーズに重きを置いた「くらしづくり」「まちづくり」事業（土地区画整理事業、市街地再開発事業、自社開発事業等）への取り組みにおいては、開発・不動産事業による「開発種地を含む不動産の取得」を切り口に、事業当初より「土木」「建築」「環境・エネルギー」事業との有機的連携及び異業種との協業を進め、西松のスキル、ノウハウの発揮による、社会的ニーズを満たす適正な施工コストの把握、設計・施工技術の活用、事業スケジュールに沿った施工、「くらしづくり」「まちづくり」「脱炭素

社会」の絵姿、コンテンツビジネスもビルトインした価値ある施設運営、「魅力ある新たな不動産資産の創出」など多様なサービスを提供することで、ビジネスチャンス獲得の優位性を確保します。

これにより、「土木事業、建築事業での設計・施工ビジネス」、「環境・エネルギー事業での脱炭素ビジネス」及び「開発・不動産事業での安定的ストック収益及び更なる物件価値向上を実現する不動産バリューアップビジネス」が相互に有機的に連関し、シナジーを創出することが可能になるので、それによって持続的成長の維持と中長期的な企業価値の向上を図ることを目指しています。

## （質問2）

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。

## （回答）

私募リートについては、投資法人への投資家を募るにあたっては旗艦物件が必要であり、また、投資法人へのパイプラインの役割を果たすためには、当社が継続的なサポートを行うことができる証左として、旗艦物件及びそれと投資家から見て適切な組み合わせとなる物件を、投資家の求める期待配当利回りを充足しながら段階的に組み入れる方針を示す必要があります。

また、私募リートの設立にあたっては、金融機関と連携して進めており、投資法人への投資家（上記金融機関とリレーションのある親密機関投資家を想定）を募るにあたり、上記方針を示すことが必要と考えています。

加えて、私募リートは運用期間の定めがないオープンエンドであることから、その継続性が重要となります。また、投資する投資家にとっても、私募リートの継続性及び規模の成長性が大きな関心事項であることから、投資家に対しては、組成した私募リートの継続性及び成長性を説得的な形で示す必要があります。特に、私募リートの資産規模が大きくなるにつれて、募集する必要がある投資口は増加していくことになるため、当初の投資家だけでなく、新規の投資家を募集し続ける必要が生じてきますので、かかる観点からも、私募リートとしての継続性及び成長性をアピールできることが必要であると考えています。

以上のような私募リートについての投資家ニーズを充足することを前提に、現在の当社の資産ポートフォリオの下で、当社を取り巻く四囲の経済環境、不動産マーケット環境、物件価値の向上度合い等を踏まえ、当社としては、「中期経営計画2023」の期間中に、連携する金融機関からの専門的な助言や情報提供をも踏まえて、投資家の求める期待配当利回り、継続性及び成長性に関する情報を幅広く収集しつつ、①私募リートへの組み入れが相応しい物件、②2024年度以降組み入れが可能となる開発途上物件、③保有物件・取得物

件のバリューアップが進むことで組み入れが相応しくなる物件を選別し、それぞれ私募リートに組み入れるのに最適なタイミングを十分に見極めた上で、適宜私募リートへの組み入れを行っていく方針です。

(質問3)

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。

(回答)

私募リートの活用効果を十分に活かすべく、効率的なバランスシートコントロールの観点から、当社としては、投資効率を高めるための一定割合を、当社持分として保有する予定にしております。

(質問4)

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。

(回答)

賃貸不動産を当社が保有する場合の賃料収入に対する課税とそれをリートが保有する場合の賃料収入に対する課税については、ご指摘のとおりですが、後者の場合には当社は賃料収入を得られなくなるため、当社の企業価値という観点からは、リートに当社不動産を保有させた方が有利との議論は成り立ちません<sup>1</sup>。したがって、貴社のご指摘の趣旨は、賃貸不動産を事業会社が保有する場合における当該事業会社の株主にとっての税効果とそれをリートが保有する場合の当該リートの投資家にとっての税効果が異なる（二重課税かパス・スルー課税かという問題）というものと存じますが、そのこと自体については、特に否定するものではありません。しかしながら、その場合において、当社保有に係る賃貸不動産をリートに保有させた方が有利であるとの議論は、当社の株主と当該リートの投資家とが全く同一である場合にのみ成り立つ議論であり、当社の株主と私募リートの投資家とは構成が全く異なることとなりますので、その場合には、（私募リートの投資家にならない）当社の一般株主にとっては、当社保有に係る賃貸不動産をリートが保有した方が有利であるということにはならないものと考えられます。それ故、貴社の議論は、貴社が、

<sup>1</sup> ちなみに、当社保有に係る賃貸不動産を当社が組成したリートに売却し、当社が当該リートの持分を保有する場合には、受取配当益金不算入の適用はない（租税特別措置法67条の15第4項）ため、賃貸収入を原資とする収益についての当社にとっての税効果は同じであり、しかも、リートの導管性要件の維持のためには、当社は当該リートの持分の50%超を保有することはできない（租税特別措置法67条の15第1項2号ニ、同法施行令39条の32の3第5項）ため、私募リートを組成したとしても、当社は現在の賃貸不動産からの賃料収入の50%以上を失うこととなります。

当社が組成する私募リートに投資家になるということを当然の前提とした議論に他ならないものと思われませんが、当社としては、株主のうち貴社のみを特別扱いすることはできないと考えております。

以上をひとまず措くとしても、当社保有の不動産をリートに組み入れた場合には、当該不動産の売却益を一時的に計上できるとしても、当該不動産から上がる賃貸収益は、当社保有の持分に対応する部分を除き、社外に流出することになり、当社の持続的な成長や中長期的な企業価値という視点からすると、不利に働く場合も出てくると考えております。

また、当社保有の不動産の中には、契約等の関係で売却に制約がある物件も多く含まれるためリートへの売却実現自体が極めて困難な物件もありますし、更なるバリューアップを図ることが可能な開発途上の物件等もございますので、当社としては、貴社のご主張のように、当社保有の不動産を一括して売却することが、当社の持続的な成長や中長期的な企業価値の向上に資するとは考えておりません。

それ故、当社としては、いかなる不動産をいかなるタイミングでリートに組み入れるべきか（又は組み入れないべきか）は、中長期的な視野に立って、その時々における当社を取り巻く四囲の経済環境、不動産マーケット環境、物件価値の向上度合い等を踏まえ、慎重に見極めていくべきものと考えております。

#### （質問5）

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か。

#### （回答）

貴社らが提案の「一括で全額をリートに売却すること」については、（質問4）についてのご回答でも記載しておりますとおり、当社保有の不動産の中には、そもそも契約等の関係で売却に制約のある物件も多く含まれるため、実現自体が極めて困難ですし、更なるバリューアップを図ることが可能な開発途上の物件等もございますので、貴社らにかかるご提案自体、当社の持続的な成長や中長期的な企業価値の向上に資するとは考えておりません。

貴社らのご提案に従い、当社保有の不動産を「一括で売却する」ことは、①コロナ禍、そしてアフターコロナにおける事業環境やマーケットが不透明な現況において、様々な経営上のリスクを孕むものであり、アフターコロナにおいて不動産マーケットの状況や物件価値の向上度合い等を十分に見極めし、トータルで回収資金の最大化を図ることが最終的に株主利益の最大化に繋がる最適な手法であるにもかかわらず、その機会を失われせるものであり、②（質問2）についてのご回答でも記載しておりますとおり、私募リートへの投資家にとって、リートの継続性及び成長性を示すことが必要であるにもかかわらず、それが困難となり、「循環型再投資モデル」の実現が難しくなること、更には、③短期で、これまでの蓄積、そして更なる価値成長を目指している数々の物件を、道半ばにして全て

ワンタイムで吐き出すことになることは、当社の今後における成長の種や原資を喪失させるものであること等々に鑑みると、当社の持続的な成長や中長期的な企業価値向上を大きく妨げるものでしかないと考えます。

当社としては、「中期経営計画2023」でお示しした「循環型再投資モデル」こそが、当社の持続的な成長や中長期的な企業価値の向上に資するものと考えております。

なお、貴社からは、当社保有に係る賃貸不動産の全てと上場有価証券の全てを売却した場合の試算をお示し頂いておりますが、当該試算の前提として数多くの誤りや実現困難な仮定が置かれていることをひとまず措くとしても、上記売却による収入金額を、当社有利子負債全額の弁済と、当社発行済株式総数の約22.60%にも相当する1,256万2,111株（これは、2021年5月31日付けの貴社の大量保有報告書の変更報告書に記載された、貴社らが保有されている当社株券等の総数である1,326万8,800株の約94.67%に当たります）の当社の現時点における株価（6月10日の終値は3,395円）を1,000円以上も上回る1株当たり4,500円での自社株買い（総額565億円）に充当するものとされている点は、貴社らによる当社株式の取得が、「会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合」（いわゆるニッポン放送事件についての東京高決平成17年3月23日判例時報1899号56頁参照）なのではないかとの懸念を生じさせるものであり、当社としては甚だ遺憾に存している点を申し添えさせていただきます。

敬具