

2021年6月15日

西松建設株式会社

代表取締役社長 高瀬 伸利様

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



拝啓

時下益々ご清栄のこととお慶び申し上げます。

6月11日付け「貴社6月4日付けご質問について」（以下「本書簡」といいます。）を拝見しました。しかしながら、本書簡では、結局のところ、貴社の本業と不動産事業の有機的な連携及びシナジーとは具体的に何なのかというご説明がなく、大変残念に思っております。貴社の中長期ビジョンはゼネコン兼デベロッパーなののでしょうか。本書簡では、建設事業は景気の動向に大きく左右されるが、不動産事業は安定的な収益を確保できると書かれていますが、不動産事業こそ景気の動向によって不動産価格が大きく下落し、貴社の純資産を大きく毀損する可能性がございます。現実不動産保有や造注のために資産を拡大していた建設会社はバブル崩壊に伴う価値下落・信用収縮により財務が悪化し長期不振あるいは他社との統合や傘下入りの道を辿りました。市況が不安定な時期に不動産のリスクエクスポージャーを高めるのは大変危険な判断だと思います。売上規模や総資産規模を考慮すると、現在、貴社以上に不動産のエクスポージャーを高めている上場建設会社は見当たりません。本書簡における投資リターン（倍率、利回り、年数）に対する意識の希薄さについて、強い懸念を抱いております。

また質問（4）に対するご回答から、税効果についてはご納得いただいていると考えております。質問（4）に対するご回答では「弊社の議論が弊社が貴社が組成する私募リートに投資家になるということ为前提とした議論」だと書かれておりますが、弊社はそのような前提を置いておらず、貴社は弊社の質問をご理解いただいていないと思います。弊社がお伝えしたいのは、そもそも①リートは賃料収入に対する税効果が高く、また②リートのバリュエーションは高く評価されており、オフィス系や総合系の平均FFO利回りは5%を下回る水準であり、これは上場企業のPERに換算すると、28.5倍以上（5%はつまりPERで20倍以上、ただし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が、貴社の実行税率は30%であることから20倍÷70%の28.5倍以上）であることから、リートに売却の方がよいということです。貴社が今後不動産賃貸収入を稼ぐことにより、賃貸収入の税引後利益が市場でPER28.5倍以上で確実に評価されるというならば、質問（4）に対する回答について納得いたしますが、そのような高いバリュエーションで評価されることは難しいのではないのでしょうか。であれば、不動産をリートに売却し、現時点で売却益を計上するほうが余程貴社の株主価値向上には資するのではないのでしょうか。なおこの議論は貴社が、資本市場からの現実の評価

を認識し、それを最大化することが結局のところ貴社の中長期的な企業価値の向上に資することを説明しようとするものです。

貴社が事業会社として不適切な資産、すなわち求められる投資リターンの観点から妥当ではない賃貸不動産を継続保有していることを資本市場が評価していない現状である一方、リート市場において当該資産は、事業会社が保有しているよりも相対的に高く評価されるものであるため、賃貸不動産の事業会社からリートへの売却は、貴社および貴社株主にとってはより高い価値の具現化と妥当な投資リターン追求の機会（成長投資 and/or バランスシート圧縮というアクション）であり、同時に貴社リートおよびその投資家（貴社を含む）にとっては利益獲得機会であり成長機会（＝価値向上）であると言えます。貴社の株主価値が向上することは中長期的な企業価値向上に直接に資するものであり、ご回答にある「賃料収入の外部流出」が必ずしも貴社や貴社株主にとって中長期的企業価値を喪失するものとは言えないこと、更に言えば、不合理な出し借しみをせず客観的な判断軸に基づいた大胆な判断を断行することが株主価値向上に効果的であることを、今一度ご検討いただきたいと考えております。

また、弊社は、貴社が保有している虎ノ門ヒルズなどは既にその価値が顕在化しており、これ以上のバリューアップは難しいと思われることから売却に適していると考えており、貴社が中期経営計画で示している3年間で350億円の不動産売却ではなく、1年から2年をかけて500億円以上の不動産を売却できるのではないかと考えております。

以上の通り、弊社は貴社が行っている不動産事業に関して、いまだに多くの疑問を持っておりますが、弊社といたしましては、1年以内に貴社が保有する不動産全てを確実に売却してほしいと要請しているわけではなく、貴社の不動産事業について大株主としてさらなる理解を深めたいと考えており、是非とも面談の場を設けていただけないでしょうか（本件に関する面談のご依頼は5月12日の電話会議及び5月24日付書簡でも行っております。）。

なお、本書簡では、文末に「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」と書かれています。これは明らかに弁護士が作成した文章であり、事実と反する誤った内容で、かつ、いたずらに敵対的に構えるもので、建設的対話にとって有害であるとしか言えません。弊社は、大株主として、貴社の事業について理解を深めるために質問を行っているにもかかわらず、貴社取締役会の皆様が保身のために弁護士費用等を費やすことにより、株主価値の毀損を継続されることをやめていただけますようお願い申し上げます。

敬具