

2021年6月28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15日付け書簡について

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15日付けでお送り頂きました書簡(以下「本書簡」といいます)に関して、当社の認識と貴社の認識との間に差異があると考えられる点のうち、重要なものについて、以下のとおり当社の考えを申し述べます。尚、本書簡の引用のうち、上記差異が特に表れていると考えている部分について、明確化のために下線を施しております。

1. 本書簡に記載の「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でしょうか。」について

当社は、企業理念「安心して暮らせる持続可能な社会・環境づくり」を実践し、変わりゆくニーズに応じていくために、長期ビジョン『西松-Vision2027』を策定し、「新しい価値をつくる総合力企業」への変革を進めています。

5月11日付けで発表した『中期経営計画2023』では、「総合力企業への変革期」として4つの基本方針である「各事業の“有機的連携”」「環境・エネルギー事業を中心とした、脱炭素社会実現への取り組みの本格化」「異業種のパートナー企業との協業による企業価値の向上」「健全な財務体質を維持しつつ資本効率の高い成長投資により企業価値向上を目指し、骨太な株主還元を実施」を掲げており、各事業が有機的に連携する総合力企業というのは、即ち、「成長してきた土木事業、建築事業、開発・不動産事業、海外事業」、「今後本格的に取り組む環境・エネルギー事業」が有機的に連携し、「社会或いは顧客等のニーズに合わせた多様なサービスが提供出来る企業」と考えています。

その具体例として、当社の6月11日付け「貴社6月4日付けご質問について」と題する書面（以下「6月11日付け当社回答書面」といいます）の質問1への回答において、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）への取り組みについて、言及しております。

かかる事業として既にスタートした事例として、「NCOメトロ神谷町プロジェクト」がありますが、同プロジェクトは、当社と東京地下鉄株式会社様（以下「東京メトロ」といいます）との共同事業であり、当社所有の旧神谷町共同ビルの敷地と東京メトロ所有の神谷町駅1番出入口用地を一体化し、入居者が利用しやすい駅直結かつバリアフリー設備を兼ね備えたオフィスビルを開発したものです。本開発により、神谷町駅中目黒方コンコースにエレベーター及びエスカレーターが整備され、多くのお客様により安全かつ快適にご利用頂いております。

当社は、当該オフィスビルの企画・開発・運営を行っており、東京メトロの駅直結という希少性の高い立地において、当社が持つ企画・設計・施工から建物の運営管理までを一貫して行うパッケージ型ビジネス（所謂ワンストップソリューション）のノウハウを活かすとともに、省エネ技術の導入により、ZEB Readyの認証（省エネ基準50%削減の実現）、建築物省エネ性能表示制度で最高の「ファイブスター」及びCASBEEランク「A」を獲得、エネルギー効率の良い、環境に配慮した安心・安全なオフィスビルとして、フル稼働を継続しております。

このように、当社において、「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」、「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」の実現が可能となり、これらの実現こそが、我々の目指している「新しい価値をつくる総合力企業」の具体的な姿となります。

従いまして、貴社がご指摘の「ゼネコン兼デベロッパー」とは異質のものと考えています。

2. 本書簡に記載の「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。（中略）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。」について

不動産投資については、長期ビジョン『西松-Vision2027』及び『中期経営計画2023』における当社の経営方針に基づいて、「資本効率（ROE）」、「財務健全性（自己資本比

率、D/E レシオ)」、「株主還元 (連結配当性向、自己株式の取得)」、「連結売上高」、「連結営業利益」の指標や考え方に則った上で、取締役会等で決議をした『西松-Vision2027』の「10年間投資計画」、『中期経営計画 2023』の「3ヶ年投資計画」に基づいて意思決定をしております。

不動産の取得に際しては、世界・日本を取り巻く四囲の経済環境、金利、リスク評価、為替動向、不動産マーケット環境、物件立地、価格、利回りの妥当性、物件価値の向上可能性、事業全体の狙い、収益性、将来性、流動性、リスクコントロール、投資リターン等、多面的に十分な検討・検証を行った上で、取締役会等で意思決定しています。また、取得後のパフォーマンスについても、定期的に取り締役会等に報告し、モニタリングしております。

さらに、本年7月1日には、投資に係るリスク・マネジメントを高度化するため、外部有識者を含めた委員で構成する「投資委員会」を設置する予定であり、この委員会において、開発・不動産事業における不動産投資や出資等、環境・エネルギー事業における事業投資やCVC等の投資の事業性、妥当性の審査及びモニタリングを行います。

リスク管理は十分に行っておりますが、今後の環境変化も十分に見極めつつ、必要に応じ、更なる強化を図る考えであります。

尚、他の上場建設会社との比較については、それぞれの各社の戦略に応じたものであり、当社としてのコメントは差し控えさせていただきます。

3. 本書簡に記載の「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 (中略) であることから、リートに売却する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。(中略) 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、不合理な出し惜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。」について

当社は持続的成長と中長期的な企業価値向上を目指しており、『中期経営計画 2023』における「循環型再投資モデル」の考え方に基づき、私募リートを活用していく考えで

す。

当社の「循環型再投資モデル」の内容については、6月11日付け当社回答書面の質問1への回答において既に説明しておりますが、かかる考え方にに基づき、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。

このような前提に立ち、当社としては、6月11日付け当社回答書面の質問2への回答に記載のとおり、当社不動産の私募リートへの組み入れについては、『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分配金利回り、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としております。不動産の（売却）価格は、その客観的交換価値に基づいて一義的に定まるものであるところ、貴社のご見解は、リートに売却した場合と事業法人に売却した場合とで不動産の売却価格が異なるかのような前提に立脚しているように見受けられますが、当社としては、かかる前提自体に疑問を持っていますし、それは措くとしても、当社としては、当社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のためには、貴社がご主張される当社保有に係る不動産の一括売却のお考えよりも、『中期経営計画2023』でお示しした上記の方針の方が適切であると考えております。

4. 本書簡に記載の「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。」について

『中期経営計画2023』でお示ししている3年間で350億円の投資回収については、主に私募リートへの売却を計画しておりますが、この不動産売却の規模感は、当社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点から、現時点では最適な水準であると考えております。

従いまして、1年から2年という短期間で500億円以上の不動産売却という貴社のご提案については、6月11日付け当社回答書面の質問5への回答の趣旨のとおり、①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た上で、トータルで回収資金の最大化を図る機会を失わせるものであること、

②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、③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、拙速に吐き出すことになり、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。

敬具