2021年6月2日

各位

東京都渋谷区東三丁目22番14号
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

西松建設株式会社（証券コード：1820）による
議案上程の取り下げについて

本日、西松建設株式会社（以下「西松建設」といいます。）が「当社第 84 期定時株主総会付議議案の一部取下げに関するお知らせ」により、西松建設に対する株券等保有割合等の合計が25%を超える株式買増しを行わないことを弊社に要請(以下「本要請」といいます。)する旨の議案（以下「本議案」といいます。）の定時株主総会への上程を取り下げる旨の決定をした旨を公表しました。

弊社は2020年初めから西松建設株式の購入を開始し、自己株式取得や増配、含み益のある不動産や政策保有株式の売却などの株主価値向上策をご提案し、建設的な対話をさせて頂きました。

その後、2021年5月20日に西松建設から、突然、弊社らに対し、本要請を行う旨の文書が送付され、本要請に応じる旨の誓約書（以下「本誓約書」といいます。）を提出するよう強く要請され、本誓約書を提出しなければ、本議案を 6 月開催予定の定時株主総会へ上程する旨を伝えられました。弊社は西松建設の株主価値向上が実現すれば西松建設株式を売却する意向であることは当初から西松建設に対して申し上げており、上場株式の売買は自由であることから、そもそも、このような議案が株主総会に上程されること自体、大いに疑問でしたが、2022年3月期第2四半期決算発表までという期限付きのものであり、株主総会に当該議案が上程されることによって、株主価値が毀損されることを防ぐため、不本意ながら、本誓約書を提出いたしました。これにより、本日、西松建設により、本議案の定時株主総会への上程が取り下げられました。なお、弊社は、本議案について、5月24日に別紙の回答書を西松建設に提出しております。(西松建設に対する守秘義務との関係上、一部回答をマスキングしております。)

弊社は、これまでも西松建設経営陣に伝えてきました通り、西松建設が政策保有株式を売却し、多額の含み益がある保有不動産についてはリートに売却して、バランスシートマネジメント及びROEの向上を行う過程で自己株式取得を行い、全ての株主の皆様の株主価値向上に西松建設経営陣が真摯に向き合ってくださることを望んでおります。西松建設が保有する不動産の含み益は2020年3月期貴社有価証券報告書では約400億円と記載されておりますが、弊社は現状のリートの平均利回りを考慮すると、西松建設が保有不動産をリートに全て売却するとこれを遥かに上回る多額の実現益が発生するものと考えております。

現在、西松建設の株価はPBR1倍を割れているところ、また不動産の含み益はPBRには含

まれていないことから、不動産の含み益を加算したPBR 1倍の株価は現時点の株価よりもはるかに高いと考えております。つまり、現在の株価は企業の清算価値を割り込んでいるということであり、経営者としていち早く改善する努力をしていただきたいと考えております。

以上

別紙　貴社のご質問事項に対するご回答

⑴貴社らとして、最終的に当社に対する持株割合をどの程度まで高めることを予定されているのか、具体的にご教示下さい。

［**ご回答**］

[redacted]弊社らは、2021年9月末までは、貴社の株主価値、企業価値の実現に向けた対応を見守ることとし、貴社株式に対する株券等保有割合が25％超となる追加取得は行わない予定です。また、上記決算発表後も、貴社におかれて適切な企業価値、株主価値向上策が取られていると判断した場合は、株券等保有割合が25％超となる追加取得は行わない予定です。また貴社が9月末ではなくそれから更に数か月、株券保有割合が25％超となる追加取得を待ってほしいということであれば別途弊社宛にご連絡をいただければ、弊社は状況に応じて、応じる予定でおります。

⑵貴社らが当社に対する株券等保有割合を 25%超にまで高めた場合、当社の株主総会における過去の株主の議決権行使比率を勘案すると、当社の株主総会の特別決議事項につき実質的に拒否権を有することになると考えられますが、その場合における当社の経営に対する基本的なご方針を具体的にご教示下さい。

［**ご回答**］

⑴に対するご回答のとおり、現時点では貴社の株券等保有割合を25％超に高める予定はございませんが、弊社は、貴社の企業価値、株主価値向上に資する議案についてはすべて賛成する所存です。

⑶貴社らは、当社に対して、貴社らが2021年4月15日時点で約33.08%の議決権を有し、その経営に対する影響力を高めている大豊建設との間で、経営統合を含むM&Aを行うよう繰り返し提案していたところです(同社が同年5月13日付けで公表した取締役選任議案には、過去に貴社らの訴訟代理人等を務めた弁護士が含まれていると認識しております)。
この点、貴社らにおいて、当該M&Aが当社の企業価値に資すると考えた理由及び大豊建設の大株主である貴社らが当該提案を行うことに関する当社一般株主の皆様との利益相反についての貴社らとしての考え方を具体的にご教示下さい。

［**ご回答**］

現在の建設業界において経営統合は双方にメリットがあると考えており、大豊建設は貴社が統合を検討する場合の検討対象候補の一つとしてご紹介させていただいたに過ぎず、それだけで利益相反が生じるとは考えておりません。
弊社が本年5月12日に貴社の高瀬社長及び河埜副社長と電話会議（以下「5月12日電話会議」といいます。）をさせていただいた際、貴社としては同業他社との統合ではなく異業種との協業により企業価値向上を図りたい旨をお伝えいただき、弊社は、それに対し、その場で了承する旨お答えしております。また、経営統合は双方の経営陣が望まない限り、企業価値向上には資さないと考えている旨もお伝えしております。

⑷貴社らは、上記⑶以外にも、貴社らが建設会社株式を10社程度保有していると述べた上で、当社と他の建設会社との統合について提案をしていたところですが、当社としては、中期経営計画2023に定めるとおり、異業種のパートナー企業との協業により、持続的な成長と中長期的な企業価値及び株主共同の利益の向

上を目指していくべきであると考えており、現時点では同業種である建設会社との統合については検討しておりません。この点、貴社らにおいて、当該統合が当社の企業価値に資すると考えた理由及び統合の相手先候補となり得る建設会社株式を多数保有する貴社らが当該提案を行うことに関する当社一般株主の皆様との利益相反についての貴社らとしての考え方を具体的にご教示下さい。

［**ご回答**］
上記(3)のご質問に対するご回答と同様です。

(5)貴社らは、当社に対して、いわゆるマネジメント・バイアウトの実施についても検討を行うよう要請しておりましたが、当該マネジメント・バイアウトの実施が当社の企業価値に資すると考えた理由について具体的にご教示下さい。

［**ご回答**］
上場企業の最大のメリットは資本市場を通じた資金調達であり、貴社の場合、多額の内部留保を抱えていることから直接金融を通じた資金調達の必要性がないことからマネジメント・バイアウトも一つの株主価値向上策ではないかと思い、ご提案させていただきました。しかしながら、貴社経営陣の皆様としてはマネジメント・バイアウトについては考えないとのことでしたので、それを了承する旨をお伝えしております。

(6)中期経営計画2023に対する貴社らとしての評価につき具体的にご教示下さい。

［**ご回答**］
中期経営計画における資本政策については骨太な株主還元を打ち出していただいたと考えており、大変感謝いたしております。一方で、弊社が書簡で重ねてご提案していた不動産の売却については、中期経営計画2023において、今後3年間でわずか350億円分を売却するのみとなっております。弊社は、徐々に不動産をリートに売却されるよりも一括売却をされた方が、バランスシートマネジメント及び税効果の観点からより株主価値向上に資すると考えており、貴社の不動産事業については、更に理解を深めたいと考えており、追加のIR面談を依頼しておりますので、是非とも面談をいただけますようお願いいたします。

(7)貴社らは、当社に対して、当社の所有する不動産の売却等を原資とした、最大で2000億円規模もの大規模な自社株買いを提案しておりますこの点、貴社らが、当該大規模な自社株買いが当社の企業価値に資すると考えた理由について具体的にご教示下さい。

［**ご回答**］
弊社は貴社に対して2000億円規模もの大規模な自己株式取得を要請しておりません。弊社は、多額のネットキャッシュを保有する貴社の財務状況を貴社経営陣の皆様にご説明する趣旨で、「極端に言えば」という前置きを述べた上で、最大で2,000億円の自己株式取得も可能であるとお話したに過ぎません。2,000億円の自己株式取得を要請したものではないことは、高瀬社長及び河埜副社長にもご理解いただけていると思います。

(8)貴社らは、当社に対する持株比率を3分の1超に高めたいとする理由として、当社が自社株TOBを行った場合に一段と有利な税効果を享受することが可能となる点を挙げておられますが、仮に当社が自社株TOBを行う場合における価格水準としてはどの程度の水準を想定しておられるのか、ご教示下さい。

［**ご回答**］
弊社が保有比率を3分の1超に高めたいと5月12日電話会議にて発言したのは、弊社の株券等保有割合が25％

超になることによって貴社の株主総会の特別決議事項につき実質的に拒否権を有することになることを貴社がご心配されていたことから、弊社が株券等保有割合を高めたい理由として配当等を計上するときに持株比率を3分の1超にすることによって有利な税効果を得られることを考えており、特別決議での拒否権を発動したりする目的ではないのでご安心してくださいという文脈でのものです。前記（1）のご質問に対するご回答のとおり、弊社は現時点で貴社に対する株券等保有割合を25%超に高める予定はございません。また、弊社は、上場企業はPBR 1倍を下回る株価である場合は、積極的に自己株式取得を行うべきであると考えます。PBR１倍を割っているということは、現在の株価が企業の清算価値を割り込んでいるということであり、経営者としていち早く改善する努力をすべきであると考えており、貴社の場合、保有不動産に多額の含み益があることから、その含み益（2020年3月期貴社有価証券報告書では約400億円）を加算した上でのPBR 1倍は、上場企業として最低でも達成いただきたいと考えております。

⑼貴社らは、当社の所有する不動産の売却等を原資とした、大規模な自社株買いをご提案されていますが、当社保有の不動産の売却方法として想定されているものを具体的にご教示下さい。

［**ご回答**］
前記⑺のご質問に対するご回答の通り、弊社は貴社に対して2000億円規模もの大規模な自己株式取得を要請しておりません。なお、不動産の売却方法としては、過去に送付させていただきました書簡の通り、単純に外部に売却をするか、適切なレバレッジ・持ち分でREITなどに組み入れてオフバランスを行うことを想定しております。