2022年8月9日

ジャフコグループ株式会社
取締役会 御中

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　時下ますますご清栄のことお慶び申し上げます。

8月5日には豊貴会長、三好代表取締役社長とのご面談の機会をいただき、ありがとうございました。本面談では貴社における様々な株主価値向上策についてざっくばらんに意見交換をさせていただき、貴社においても株主価値向上を実現すべく、真摯にご対応いただいているものと考えております。本面談においては、貴社が保有する野村総研株式について、オプションを駆使することで、リスクをコントロールしながら容易に現金化をすることが可能な旨をご説明させていただきました。本件については、別途資料を用いて松田様にご説明を差し上げる所存です。

一方、弊社は本面談を通して、貴社は上場企業として様々な課題を抱えていると思いました。貴社は無借金会社であり、保有する資産が野村総研株式及びジャフコのファンドへの出資、現預金とほぼ換金可能資産であるのにもかかわらず、一株当たり純資産を大きく割って株価が推移しております。このような状況の中、貴社が、いまだにファンド出資分の5割近くをコミットすることに固執していることに違和感を覚えます。現在貴社の株価がPBR 1倍割れで推移しているということは、貴社が自己株式取得を行えば、過去に貴社が投資してきたジャフコのファンド出資分を、出資額よりもはるかに割安な価格で購入することができる状態になっているということです。貴社はそれでもなお、今後投資するためのファンドコミット額として約1200億円もの手元キャッシュフローを保つことに固執し、株主価値が毀損している状態を放置しております。貴社がGPとしてLP出資をコミットするとしてもその比率はせいぜい1割程度であるべきではないでしょうか。また現在の株価では貴社経営陣の皆様にとって自己株式よりも割安で魅力的な投資対象が現実的に存在するとは思えません。本来、企業における投資活動とは「投資可能キャッシュが創出される都度、最善のリターンを創出する先に投資する」ことであり、このサイクルを繰り返すことでROEの向上が持続され、企業価値が向上します。貴社が割安な株式価値を放置し、上記のような比較を行わずに自己株式取得よりもROE向上に資さない投資を行った場合、それは貴社の株主価値を向上させるのではなく毀損することになります。

また、自己株式取得についてはPBR 1倍未満では機動的に実施いただくことをお約束いただけますようお願いいたします。釈迦に説法ではございますが、自己株式取得は、PBRが

低く、株価が低迷しているときには EPS（一株当たり利益）や BPS（一株当たり純資産）の向上に飛躍的に貢献いたします。PBR 1 倍未満であれば、少ない金額で多くの株式を取得することが可能であり、これにより自己株式控除後の発行済株式が減少し、EPS（一株当たり利益）が向上し、また BPS（一株当たり純資産）が向上します。時価総額は EPS×PER、BPS×PBR によって構成されているため、株価が飛躍的に向上いたします。また PBR 1 倍を下回る株価である場合は、そ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す。

上記のような貴社の状況を踏まえ、弊社は次の①、②のとおり 2 点、ご提案をさせていただきます。

① 貴社の株式が今後貴社が投資をされようとしているファンド出資よりもはるかに割安に推移しているという歪な状況を改善するため、貴社において徹底的な自己株式取得を行いたいというのであれば、弊社は貴社にそのための資金を提供する用意があります。具体的には、株主によるコミットメントローンのような形で貴社が常に資金調達を行いたい場合には株主に社債を割り当てるオプションを保有するなどの方法があるのではないかと考えております。この点、特定の株主に対する有利発行となってはいけないため、ストラクチャーについてはぜひ議論をさせていただきたいと考えております。

② 貴社が上場企業として様々な株主価値向上策を模索し、それを実行した後もなお、貴社の株式が PBR 1 倍を超えない場合には、貴社の経営陣の皆様による MBO（マネジメントバイアウト）を検討する余地があるのではないかと考えております。この場合においても弊社は貴社に資金を提供する用意があります。具体的には貴社が MBO を行う場合の資金を 100%提供し、非上場化後、数年かけてキャッシュフローを得た後で、貴社の経営陣の皆様が弊社の保有する貴社株式を購入するようなスキームか、または、非上場化後、貴社経営陣の皆様はジャフコファンドのファンドマネジメントカンパニー（会社分割などで分社化）のみを無償でバイアウトし、弊社はこのバイアウト後に上場有価証券（野村総研株式など）及び未上場有価証券（ジャフコ出資分）等のみが残された貴社を保有するという手法もあるのではないかと考えております。どちらの手法も貴社の株式が PBR1 倍以下で推移している場合には、可能な手法であると考えております。

なお、本書簡についてのご回答（ご検討状況を含みます。）は、事前に一定期間の守秘義務契約を結んだ上で①、②に関する協議を行う場合を除き、弊社に対して直接伝達されるのではなく、適時開示による公表の形でお願い申し上げます。上記の守秘義務契約を結んだ場

合、当該協議においてインサイダー情報の伝達が行われたときは、その一定期間が終了するまでに、貴社が当該情報を白紙にするか、または当該情報を公表することにより弊社に対するインサイダー取引規制を解除していただくことが条件となります。

敬具