2022年9月26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。

弊社といたしましては、貴社と建設的な対話を継続して行うことによって、互いの考えを理解し、貴社の株主価値向上を実現したいと考えております。

9月12日には貴社宛てに、MBO（マネジメントバイアウト）によって非上場化することが貴社の株主価値向上に資するのではないかと考え、書簡をお送りさせていただきましたが、その後、ご返答をいただけてないものの、貴社においては上場企業として、様々な株主価値向上の施策について、検討し、向き合っていただけているものと考えております。

弊社は、これまで貴社に対し、貴社に関する弊社の考え方について面談や書簡を通してご説明を差し上げてまいりましたが、より分かりやすくお伝えすることを目的として、添付資料を作成いたしましたのでご確認ください。

貴社は無借金会社であり、保有する資産のほとんどがNRI株式、ファンドへの出資及び現預金という換金可能資産であります。したがって、PBR 1 倍割れの現状において貴社が自己株式取得を行えば、実質的に、過去に貴社が投資してきたファンド出資分を、出資額よりもずっと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いびつな状態であり、貴社がNRI株式を売却して自己株式取得を行うことは、貴社の株主価値向上に大いに資すると考えております。

また、貴社はGPとしてファンドへ約4割も出資をすることをコミットしていますが、通常のファンドスキームではGPがファンドに出資を行うのは数%が一般的であります。上場企業でありながらファンドのGPとして4割もの出資を行う貴社のような場合には、①株価がPBR1倍を切る場合には、LP出資よりも自己株式購入のほうが安い（自己株式を取得することにより、実質的に過去に投資したファンド出資持分を簿価を下回る価格で購入することになる）という歪みが放置される、②上場企業がファンドに出資すると株主に還元される利益は二重課税（上場企業に対する課税と配当に対する課税）になってしまうことから、株主からするとファンドに直接投資したほうがよい（LP出資者はパススルー課税）という問題が常について回ることになります。これらを改善するには、貴社が非上場化するか、または貴社が貴社株式を常にPBR1倍以上に保つことが必要となります。

しかしながら、貴社は、「今後の株主還元についての方針」の中で、「現預金とNRI株式の時価評価額(税引後)がこれ（1,200億円程度）を一定程度超えることとなった場合には、

自己株式の取得を検討する」と公表しており、この基準値そのものが不合理であるため、上記問題を解決することが難しいのが現状です。そもそも貴社が 2022 年 6 月末時点でファンド未払い金額対応分を含めて現預金を 451 億円保有しており、これは貴社の LP 出資投資額の約 3 年分（年間拠出額は約 150 億円程度）であり、また 1,200 億円はその約 8 年分にも及びます。加えて、過去に貴社が投資してきた出資持ち分がエグジットによって戻ってくることを考えると、1,200 億円という金額が過大であるのは明らかです。従って、弊社は、貴社が保有している現状の NRI 株式分（2022 年 6 月末時点で税引後 622 億円）については余剰であり、NRI 株式を売却し、その手取額の範囲での自己株式取得は貴社の事業継続に影響を与えないと考えております。また、貴社は過去に保有する NRI 株式の一部を、株価が高騰したことを理由に売却しており、現時点で NRI 株式は過去の売却時よりも高値で推移していることも考え合わせると、上場企業として、純資産の半分近くに及ぶ規模で単一銘柄上場株投資を行っているという高いリスクを回避するためにも、早急に NRI 株式を売却するべきではないでしょうか。

弊社としましては、真摯に貴社の株主価値向上を望んでいることから、貴社経営陣の皆様と建設的な対話を行い、株主価値向上を実現したいと考えております。弊社が貴社にご説明差し上げている上記内容は、貴社においてもご理解いただけるものと考えておりますが、ご不明の点がある場合にはお気軽にお問い合わせいただけますようお願いいたします。

敬具