2022年9月29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。

9月28日に松田CFOから貴社ファンド出資持分を弊社に譲渡することは難しいとのご回答をいただきました。これに関連して申し上げると、貴社は上場企業でありながら、GPとしてファンドへ約4割も出資することをコミットし、このコミットメントに固執するあまり、貴社経営陣の皆様が上場企業としての株主価値向上について真剣に向き合えないことが、問題の根源であると考えております。

以前にもお伝えした通り、GPがファンドに出資を行うのは数%程度が一般的であります。しかるに、貴社は、上場企業でありながら、上記のとおり約4割も出資することをコミットしているため、その利益の多くがGPとしてのファンド出資持分から得られることになり、貴社株主はファンド出資から得られる利益について、貴社に対する法人税等の課税と、株主として配当に対してなされる課税の二重課税を強いられています。これと比して、貴社ファンドにLP出資を行った出資者はパススルー課税で二重課税を回避できるため有利であるという大きな差異が生じており、この歪みが貴社の株価低迷の大きな原因であると言えるでしょう。

このような歪みを改善するためには、①貴社がMBO（マネジメントバイアウト）によって非上場化を行う、または、②貴社経営陣の皆様が上場企業としての株主価値向上に向き合うという二つの方法があると考えておりますが、貴社においてはどちらも真摯にご検討いただけていないように思われます。

一つ目（MBO）については、MBO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、その旨を記した9月12日付け書簡をお送りしましたが、その後、貴社からMBOについての協議の申し入れ等はいただいておりません。仮に貴社がファンド出資持分を弊社に譲渡するのが難しいとしても、弊社としては、貴社経営陣の皆様が貴社株式の100%をPBR1倍に近い形で弊社と共同で取得するスタンダードなMBOについて資金提供のご協力をする用意がありますので、是非ともご検討いただければと考えております。

二つ目（上場企業としての株主価値向上）については、過去3回の面談（8月4日、8月5日、9月8日）の際に申し上げたほか、9月22日付の書簡でもお伝えしたとおり、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」と公表していますが、弊社は、この 1,200 億円という基準値そのものが不合理であると考えております。そもそも、貴社が毎年投資を行うファンド出資についての平均年間必要資金は 150 億円程度であり、1,200 億円という金額はその約 8 年分にも及びます。加えて、貴社が過去に行ってきたファンド出資持分のエグジットや利益分配によって収入を得られるはずですので、1,200 億円という金額が過大であるのは明らかです。過去に出資をコミットしたものは別にしても、今後新たに組成するファンドに対する GP 出資についても約 4 割の出資を行うことをコミットするのはいかがなものでしょうか。そもそもファンドに約 4 割も出資できる現預金（しかもそれを前提としても前記のとおり 1,200 億円という過大な金額）を恒常的に手元に確保しておこうとする考え自体が、上場企業として株主価値を軽視していることの表れと言えます。また、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持分を、出資額よりもずっと割安な価格で購入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。

弊社は貴社の株主名簿を取得させていただきましたが、弊社を含む貴社の株主の 8 割以上は外国人機関投資家や年金基金などの機関投資家であり、これら機関投資家が望むことは貴社が 1,200 億円もの資金を恒常的に手元に確保しておくことではなく、株主価値向上です。特に貴社が保有する約 864 億円もの NRI 株式については、貴社のほとんどの株主は余剰資産であると考えており、これを売却して自己株式取得を行うことによって貴社の株主価値向上に資することを望んでいるのではないでしょうか。MBO を検討されないということであれば、貴社の全ての株主のために、上記自己株式取得について早急に決断され、公表されるべきであると考えます。

なお、貴社が 8 月 15 日に公表された「大規模買付行為等に関する対応方針の導入」（本買収防衛策の導入）についてですが、弊社らが貴社と初めて行った 8 月 5 日の面談の会話の一部を切り取って恣意的に強調した上で、弊社らの貴社の今後の株式への取得方針について事前に確認することなく、本買収防衛策のような重大な決定を行って開示されたのは極めて遺憾です。また、弊社は、貴社に対する 8 月 15 日付け電子メールにおいて、現時点において貴社株式について議決権割合で 20%以上を取得する予定はないことをお伝えしております（8 月 16 日にもその旨を明記した書簡を貴社取締役会宛にお送りしています。）。にもかかわらず、本買収防衛策の導入について撤回する旨を公表されていないのはなぜでしょうか。貴社株主の皆様のことを考えますと、本買収防衛策の導入の撤回について公表されるべきであると考えます。

弊社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することを望んでおります。一方、弊社はインサイダー

情報の伝達は受けたくありませんので、上記のご提案についての貴社の検討状況や検討結果を含めてインサイダー情報に該当する可能性のある情報は弊社にお聞かせいただかず、TDnet での適時開示による公表をしていただくようお願い申し上げます。ただし、今後、貴社がインサイダー情報の伝達の可能性もある踏み込んだ弊社との協議を希望されるということになれば、秘密保持契約を結んだうえで、一定期間（1 週間から 2 週間程度）、貴社との対話の場を持つことに吝かではございません。その場合、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