2022 年 11 月 1 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。

貴社からの面談のご要望に応じる形で、本日、三好代表取締役社長及び松田 CFO と面談をさせていただきました。本日の面談で貴社からご提案いただいた内容について十分に理解するため、本日頂いた提案内容、弊社の考え方及び貴社に対するご質問について以下に書かせていただきましたので、ご質問については書面にてご回答いただけますようお願いいたします。書面でご回答いただくのは、無用な誤解などが生じないようにするためです。また、秘密保持契約の有効期限が今月 7 日までですので、ご回答は明日（11 月 2 日）までにいただけますようお願い申し上げます。

<u>貴社のご提案内容</u>

・弊社が 10 月 6 日付書簡でご提案した株主価値向上策の実現として、貴社が保有する野村総研株式を全部売却するとともに、その売却手取金額（550 億円程度）の一部を原資として 400 億円の自己株式取得の公開買付け（以下「本件公開買付け」という。）を行う。本件公開買付けは事前に予告を公表するものとし、公開買付価格は、その予告の公表日から一定日数（10 日から 2 週間程度を想定）経過後の市場価格の終値から 1～2%ディスカウントした価格とする。
・本件公開買付けは、弊社及びその貴社株式共同保有者（以下「弊社ら」という。）が応募契約を締結することを前提として実施する。
・応募契約には、本件公開買付け終了後に弊社らに残った貴社株式は市場で売却すること及びそれ以降は弊社らが貴社株式を取得しない旨の条項を設ける。
・貴社が 2021 年 2 月 1 日に公表した「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（税引き後）がこれ（1200 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。」と公表していた点については、「これ（1200 億円程度）を一定程度超えることとなった場合」を「NRI 株式を全部売却し、売却後の現預金が 600 億円程度になった場合」に改める。
・今後の貴社のファンドに対する出資比率は 20%まで減少させる（現在は 45%程度）。
・ROE を向上させるため、純資産を減らし、ROE を向上させていく。

貴社ご提案についての弊社の考え方

まずは、貴社において株主価値向上策の実施について真摯にご検討いただけたことについて、感謝申し上げます。

弊社としては、貴社が純資産を減らし、ROE を中長期的に高めるために、野村総研株式を全部売却するほか、自己株式取得を実施するという方針を採られたこと自体は、貴社の株主価値向上に資するものであり、歓迎いたします。

一方、弊社が応募契約を結ぶのであれば、貴社は無借金会社であり、保有する資産のほとんどが換金可能資産であることから PBR 1 倍に近い公開買付価格でないと難しいと考えます。加えて、貴社ご提案によれば、応募契約締結の時点で公開買付価格がいくらになるのか定かではないことになりますが、弊社としては、公開買付価格がいくらになるか分からない状態のまま応募契約を締結することはできません。

応募契約の条項については、上場株式を売買するのは自由なのですから、本件公開買付け後に残った株式の市場売却義務やその後には買付けを行わない義務を応募契約の条項として設けるのは、不合理だと考えます。

また、貴社は野村総研株式を全部売却し、保有現預金を約 600 億円にするとのことですが、ファンド未払金額対応分 281 億円（2022 年 9 月末時点）については保有現預金として当面確保される必要があることは理解しますが、それを超える金額については、今後、ファンドに対する出資比率を 45%から 20%まで減少させるのですから、過去に出資したファンドの EXIT や分配から得られる収入を基に新たな出資をすることが可能であり、600 億円もの現預金を確保する必要はないと考えます。

そして、弊社は、貴社においては、全ての株主のために、中長期的に ROE を高め、株主価値向上を実現し、PBR 1 倍以上の株価を達成し続ける必要があると考えております（弊社は、弊社らが EXIT したとしても、残った株主にとって株主価値向上が必要であると考えており、弊社らが EXIT しさえすればよいなどとは考えておりません。）。そのためには、本件公開買付け終了後も、貴社は徹底的な株主還元を行っていくべきであり、特に株価が PBR 1 倍を下回った場合には、貴社が自己株式取得を行うことにより、実質的に、過去に貴社が投資してきたファンド出資分を、その出資額よりも割安な価格で購入することができるということなので、機動的に自己株式取得を行うことを株主の皆様にお約束されるべきです。また、現在、貴社は株主資本配当率 3%をお約束されていますが、野村総研株式の含み益は株主資本に含まれておりません。野村総研株式売却後は、純資産額に対して 3%の配当をお約束されるべきであると考えます。

貴社に対するご質問

・前記「貴社のご提案内容」に記載した内容は、本日、貴社からご提案いただいた内容と相違ないでしょうか。
・本件公開買付けの公開買付価格について、貴社ご提案の決定方式ではなく、応募契約を締結する時点（及び本件公開買付けの実施を公表する時点）において既に確定している金額とし、その金額をPBR 1倍に近い金額とすることをご検討いただけますでしょうか。
・弊社は、前記のとおり、貴社において600億円もの現預金を確保する必要はないと考えていることから、400億円を超える規模での自己株式取得も可能であり、本件公開買付けの規模を400億円よりも大きくすべきであると考えますが、貴社は、この点、どのようにお考えでしょうか。
・本件公開買付け後に残った株式の市場売却義務やその後には買付けを行わない義務を応募契約の条項として設けることについては、ご再考いただけますでしょうか。
・弊社は、前記のとおり、本件公開買付け終了後の貴社の株主価値向上策として、貴社が株主に対して①株価がPBR 1倍を下回る場合には機動的に自己株式取得を行うこと及び②純資産額に対して3%の配当を行うことをコミットすべきであると考えますが、貴社はこの点、どのようにお考えでしょうか。
・貴社は、本件公開買付けの実施については弊社が応募契約を締結することが前提であるとおっしゃっていましたが、仮に弊社が応募契約を締結しないということになったとしても、①野村総研株式を全部売却すること、②純資産を減らし、ROEを高めていくこと、③保有換金可能資産（野村総研株式売却後は現預金）を600億円まで減少させ、これを超える分は自己株式取得等で株主に還元することは、弊社の応募契約に応じるか否かにかかわらず、全株主のための株主価値向上策として実施されるものと考えておりますが、この点、貴社も同じお考えということでよろしいでしょうか。

敬具