2022 年 11 月 3 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。

本日付の貴社からのご回答を拝見しました。以下に、これについて弊社の考え方を下記に述べさせていただきます。これを踏まえて、明日（11 月 4 日）、面談を行わせていただけますようお願いいたします。貴社のご回答については、上場株式の売買の自由を否定するなど本書簡に記載した以外にも承服いたしかねる点がございますが、それらについては、必要に応じて今後の面談等の際にご説明を差し上げ、協議を行いたいと考えております。

弊社は、投資家として、株価が割安である株式を取得し、その後、株主価値が十分に実現され、適正な株価になれば、これを売却することを基本としております。貴社株式についても、正しい資本政策によって貴社の株主価値が十分に実現され、適正な株価になれば（貴社株式に関しては、PBR 1 倍程度の株価が適正な株価であると考えています。）、株式を売却することは問題ありません。ただし、11 月 1 日付け書簡にも書かせていただいたとおり、弊社らが EXIT できさえすればよいとは考えておらず、他の株主についての株主価値の実現も必要であると考えております。

したがって、弊社が応募契約を結ぶことができるのは、下記のような条件が満たされた場合となります。なお、繰り返しになりますが、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自体は、貴社の全株主の株主価値向上に資するものとして歓迎しており、弊社が応募契約に応じるか否かにかかわらず、全株主のために実施されるべきであると考えます。

① PBR 1 倍に近い公開買付価格であること（応募契約締結時点で価格が確定していること）
② 今後はファンドに対する出資比率を 20%まで減少させるのですから（これについてはより一層減少させても構わないと考えます。また、貴社の株価が PBR 1 倍を割る場合には、11 月 1 日付け書簡にも書かせていただいた理由により、ファンド出資ではなく自己株式取得を優先すべきであると考えます。）、既にコミットしたファンド未払金額対応分 281 億円（2022 年 9 月末時点）以外の出資については、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適宜検討すべ

きであると考えます。よって、「株主還元についての方針」で記載した 1200 億円は 600 億円程度ではなく、300 億円程度でも問題ないと考えます。また今回の自己株式取得は、これにより貴社の株式の売却する全ての株主が売却できる程度の規模であるべきだと考えており、貴社の外国人投資家の割合を考えると、400 億円では不足すると考えます。

③ 貴社は、自己株式取得実行後も、貴社の株価が継続的に PBR 1 倍を超えるような適切な資本政策を実現すべきであると考えます。具体的には、過去のように、現預金や野村総研株式などの資産を溜め込むことをせず、また、保有資産をどのように活用するのか、株主への説明を怠るのではなく、適切なレベルのキャッシュポジションと、キャッシュフローについても明確な説明がなされるべきであると考えます。そして、今後も、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、純資産額に対して 3%の配当を行うこと（過去は、野村総研株式の含み益があったことから、純資産と株主資本の差異が大幅にありました。これについては野村総研株式売却後はほとんどなくなることは理解しております。）が必要です。

敬具