

2023年5月29日

コスモエネルギーホールディングス株式会社 株主各位

株式会社シティインデックスイレブンス

コスモエネルギーホールディングス株式会社の定時株主総会について

拝啓、時下ますますご清栄のこととお慶び申し上げます。

弊社は、コスモエネルギーホールディングス株式会社（以下「コスモ社」といいます。）の株式を共同保有者分と合わせて議決権で約20%所有する大株主です。

弊社は、4月19日、コスモ社に対し、6月22日開催予定の第8回定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）で審議されるものとして社外取締役1名の選任議案について株主提案を行いました。本株主提案は「再生可能エネルギー事業子会社の上場について真摯に議論を行い、その結果を公表すべきである」という考えに基づくものです。

これに対し、コスモ社は、5月23日付のリリースにおいて、本株主提案に対する反対の意見表明を行うだけでなく、1月11日に導入を決定した大規模買付行為等への対応方針に基づく対抗措置（以下「本買収防衛策」といいます。）について、MOM決議（弊社らの議決権を除く出席株主の議決権の過半数の賛同により承認を得る。）による本買収防衛策の発動の承認に関する議案を上程しました。

このような状況を踏まえ、弊社としましては、コスモ社株主の皆様に対して、本定時株主総会において、以下の通り議決権行使を行っていただきたく、本書簡をお送り致します。

1. **第5号議案**（会社提案：大規模買付行為等への対応方針に基づく対抗措置の発動に関する承認の件）【**買収防衛策**】への「反対」の議決権行使
2. **第2号議案**（会社提案：取締役（監査等委員である者を除く。）6名選任の件）のうち、山田茂代表取締役社長の取締役選任（再任）への「反対」の議決権行使
3. **第6号議案**（株主提案：取締役（監査等委員である者を除く。）1名選任の件）【**弊社提案による渥美陽子氏の社外取締役選任**】への「賛成」の議決権行使

以下のとおり、それぞれの議案に関する弊社の考え方、およびコスモ社の主張は同社の企業価値・株主価値向上に資するものではなく、コスモ社経営陣の自己保身につながるものであり、株主共同の利益の創出とはほど遠いものであると考えられることを説明させていただきます。

1. MOM 決議による大規模買付行為等への対応方針に基づく対抗措置（買収防衛策）の発動に関する承認議案（第 5 号議案）に対する反対の議決権行使について

弊社は、以下の理由により、本定時株主総会において本買収防衛策の発動に関する議案に「反対」するとともに、コスモ社の株主の皆様にも「反対」の議決権行使を行っていただきたいと考えております。

(1) 本買収防衛策の不当性

弊社としては、本買収防衛策の発動に関するコスモ社の主張が明らかに不合理かつ不当であると考えております。

① 発動の是非を判断する機会を株主から奪うものであること

まず、本買収防衛策の発動に関する議案は、保身に走っているコスモ社取締役会にその発動を一任し、具体的状況に応じた発動の是非を判断する機会を株主から奪っている点において、極めて不当なものです。

② コスモ社の株主価値を毀損しているのは、コスモ社経営陣であり、本買収防衛策は、そのような経営陣を守るための保身の手段であること

次に、コスモ社は、本買収防衛策を正当化する理由として、弊社らが提案する (a) 中長期的な石油業界の在り方を考え、製油所の統廃合を含む抜本的な取り組みを行うこと、(b) 再生エネルギー事業子会社の分離独立について議論すること、及び (c) 自己資本目標 6,000 億円を見直して株主還元を充てることがコスモ社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するものであると主張しています。

しかしながら、弊社がコスモ社株式を買い付けてコスモ社経営陣に対して株主価値向上を働きかけるまでは、コスモ社の配当性向は極めて低く、株価も低迷していました。また、現時点においても、コスモ社の株価は PBR 1 倍割れのままであり、株主価値を毀損しているのは、コスモ社経営陣にほかなりません。このように株主価値を毀損する現経営陣の経営を買収防衛策（しかも MOM 決議という不当な手段によるものです。）で守ろうとするのは、経営陣の悪しき保身にほかならないと考えます。これは、コーポレートガバナンスに対する冒瀆であると言わざるを得ません。

(2) 買収防衛策の承認を MOM 決議によることの不当性

① 我が国における MOM 決議による買収防衛策は、2021 年に株式会社東京機械製作所で実施された以外には実例が見当たらず、しかも、株式会社東京機械製作所のケースは、買収防衛策の導入が公表された後も市場買付けが継続されて保有割合が約 40% に達したという極めて特殊なケースです。MOM 決議については、経済産業省が立ち上げた「公正な買収の在り方に関する研究会」の指針原案では、「このような決議に基づく対抗措置の発動が濫用されてはならず、これが許容されるのは、買収の態様等（買収手法の強圧

性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての事案の特殊事情も踏まえて、非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない」と書かれております。

一方、弊社の場合は、別紙「弊社とコスモ社との書面での対話の経緯（株式取得に関するものに限定）」の通り、コスモ社株式取得についての弊社の方針については、2022年4月に株式取得を開始して以降、コスモ社に何度も説明を行い、コスモ社株式の追加取得を行う場合には事前に本買収防衛策所定の手続きを取ることや、本定時株主総会まではコスモ社株式の追加取得は行わない方針であり、その後に追加取得を行うかどうかについては現時点において何ら決定しているものではないことを伝えてまいりました。弊社がコスモ社株式を追加取得することすら決定しておらず、強圧性や株主意思確認の時間的制約も存在しないにもかかわらず、コスモ社が MOM 決議を強行することはあってはならないと考えております。

なお、コスモ社は、弊社らの外為法上の事前届出における将来的な上限枠が 29.97%（ないしは、外為法上、実質的な取得許可がなされた 39.96%）であるとして、弊社らはその上限枠までのコスモ社株式の大規模買付け行為等に着手する蓋然性が高いと述べていますが、弊社のコスモ社に対する5月1日付け書簡において、弊社らの外為法上の事前届出における実質的な上限枠は22.9%に過ぎないことを説明しているにもかかわらず、これを無視しています。

② また、MOM 決議による本買収防衛策において持ち合いの株式の議決権行使を排除していないこともコスモ社経営陣による自己保身によるものと考えます。コスモ社における広義の持ち合い比率は議決権で 22.02%（事業会社 9.06%、銀行 6.03%、生損保 6.93%）にも上ります。そして、MOM 決議が行われれば、広義の持ち合い株主は経営陣に有利な議決権行使をする可能性が高いものと考えられます。買収者の議決権を排除するのであれば、このような広義の持ち合い株主の議決権も同時に排除されなければ、MOM 決議は本来想定されているような公正な決議とはならず、経営陣の保身に使われることは明らかです（この点、「公正な買収の在り方に関する研究会」第4回の事務局説明資料37頁にも、「株主の構成として与党株主が多い場合、与党株主が賛成することで経営陣の保身に繋がるということはある」との大手機関投資家の意見が記載されています。）。広義の持ち合い株主の議決権行使が排除されないというのであれば、弊社らの議決権も排除されるべきではありません。

③ 前述のとおり、コスモ社は、弊社らが提案している (a) 中長期的な石油業界の在り方を考え、製油所の統廃合を含む抜本的な取り組みを行うこと、(b) 再生可能エネルギー事業子会社の分離独立について議論すること、及び(c) 自己資本目標 6,000 億円を見直して株主還元を充てることがコスモ社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するものであるとして本買収防衛策を正当化していますが、これらの提案がコスモ社の企業価値

や株主価値を毀損するものであるのか、それとも、コスモ社の企業価値や株主価値を向上させるものであるのかは、株主の多数の意思を反映して決すべきことであり、経営陣の意に反する大株主を排除して決すべきものではありません。本買収防衛策は、経営陣の意に沿わない大株主を排除して重要な経営方針を経営陣の意のままに行おうとするものであり、許されるべきものではありません。

2. 山田茂代表取締役社長の取締役選任議案（第2号議案）に対する反対の議決権行使について

コスモ社には以下に掲げる重大な問題があり、山田代表取締役社長はコスモ社の経営のトップとしてこれらの問題について最大の責任を負うものであって、コスモ社の取締役として不適任であると考えますので、弊社は、山田社長の取締役選任議案に「反対」とともに、コスモ社の株主の皆様にも「反対」の議決権行使を行っていただきたいと考えております。

(1) 必要自己資本水準を1.5倍（4,000億円から6,000億円）に引き上げ、そのことについて株主に対する説明責任を果たしていないこと

コスモ社は2011年3月期から2023年3月期にかけての過去13年間において自己資本目標が4,000億円であったにもかかわらず、第7次中期経営計画において、突如1.5倍である6,000億円に引き上げました。コスモ社は、その理由について抽象的な説明に終始し、具体的、定量的な説明は一切行っていません。

3月23日の第7次中期経営計画説明会において、複数のアナリストから自己資本についての考え方を問われ、それに対して山田氏は「従前は石油精製の在庫評価リスクを中心に注視してきたが、他のセグメントについても当社が考えていた以上にリスクがある。定量的にお示しすることは難しいが、特に石油開発と再生可能エネルギーセグメントにおいてそれに対応した自己資本の積み上げが必要という結論」と回答する一方、「洋上風力発電については、莫大な投資が発生するわけではない。（中略）資本的に大きなリスクがあるわけではないと考えている」と矛盾した回答をする等、6,000億円という自己資本目標を正当化するためにその場しのぎの回答をしたようにも思われます。

(2) 再生エネルギー事業子会社について、コスモ社グループ内にとどめることに固執し、上場について真摯に検討しようとしなかったこと

コスモ社は、再生エネルギー事業子会社について、「再生エネルギー事業をバリューチェーン全体で成長させていくことこそが当社の企業価値最大化につながる」という考え方に固執し、再生エネルギー事業子会社の上場について取締役会で真摯に議論しようとしません。先日、NTTはJERAと組み、再生可能エネルギーを手掛けるグリーンパワーインベス

トメント（GPI）を約 3,000 億円で共同買収するとの報道がありましたが、同社の直近の売上高、純利益がそれぞれ 83 億円、11 億円であるのに対し、コスモ社の再生可能エネルギー事業子会社の 2022 年度の売上高、経常利益がそれぞれ 122 億円、26 億円であることに鑑みれば、コスモ社の再生エネルギー事業子会社の潜在的な価値は相当高いと考えます。再生エネルギー事業子会社は、コスモ社グループに留まる限り、その価値が適正に評価されないことを考えると、再生可能エネルギー事業の分離・上場を一つの選択肢として取締役会で真摯に議論すべきであり、そのような議論すら否定するコスモ社の現経営陣の考え方は、コスモ社の株主価値を著しく損なっているのではないかと考えます。もし分離・上場が選択肢ではないのであれば、再生エネルギー事業の子会社の価値がコスモ社にきちんと反映され、コスモ社が PBR1 倍以上となるための具体策について、株主に説明すべきですが、それも行われなままです。

(3) 石油業界の中長期的なビジョンに基づく製油所の統廃合について検討しないこと

コスモ社は、石油業界の中長期的なビジョンに基づく製油所の統廃合について検討しようとしません。山田代表取締役社長も、Bloomberg の取材（5 月 24 日付けの記事）に対して、製油所の統廃合に関して「検討だけならいいじゃないかと思う人がいるかもしれないが、製油所の統廃合はデリケートな話」、現時点で必要がないのに検討することで「ひいては企業価値の毀損（きそん）に繋がる危機感を感じている」とコメントしています。石油精製品の需要が今後急激に減少していくことが確実視されているにもかかわらず、製油所の統廃合に関して検討すら避けようとする姿勢は、コスモ社や石油業界の将来よりも自身の在任中は何事もなく乗り切りたいという自己保身の表れではないかとの疑念を抱かざるを得ません。

(4) 経営陣の保身のための不当な本買収防衛策について、MOM 決議という不適切な方法で承認を得ようとしていること

前述のとおり、コスモ社は、経営陣の保身のための不当な本買収防衛策について、MOM 決議という不適切な方法で承認を得ようとしています。

3. 弊社提案（株主提案）の社外取締役 1 名選任議案（第 6 号議案）に関するコスモ社の反対意見に対する弊社の考え方及び本議案への賛成の議決権行使について

以下のとおり、本議案に対するコスモ社の反対意見には理由がなく、コスモ社の株主の皆様には「賛成」の議決権行使を行っていただきたいと考えております。

コスモ社が本議案に反対する理由として挙げているのは「(i)当社が提案する取締役会体制が当社の企業価値及び株主価値の向上並びにガバナンスの観点から適切な体制であると考えられること、(ii)渥美氏には当社グループ事業への理解も窺われず、「再生可能エネルギー事業子会社の上場について取締役会で議論すべきである」という点を主張するのみで、指名・報酬委員会との面談を断った姿勢にも照らすと、当社グループ事業について、当社取締役と具体的かつ建設的な議論をすることが期待できず、当社の企業価値向上に資するとは考えられないこと、(iii)渥美氏が当社の中長期的な企業価値や一般株主の利益を犠牲にして、村上氏らの個人的利益を図る可能性も否定できないこと」の3点です。(i)は本議案に反対する理由にならないのみならず、前述のように不当な本買収防衛策を不適切な MOM 決議によって承認を得ることについてコスモ社取締役会において全会一致で可決されたことを考えると、コスモ社の体制がガバナンスの観点から適切なものとは言えないことは明かです。また、(ii)(iii)に関しては、以下の通りであり、本議案に対する反対理由として不相当です。

- ① 渥美氏はコスモ社からの面談を断ったのではなく、コスモ社側による恣意的な情報の取捨選択の懸念があるため透明性を担保すべく、コスモ社に対し、コスモ社の株主に公開されるウェビナー等の形式での実施を申し入れたのであり、密室での面談にこだわり、株主に公開されるのであれば面談を実施しないと判断したのはコスモ社側であること。
- ② 代わりに実施された書面での質疑応答においては、質問そのものが、守秘義務を負う弁護士のプロフェッショナリズムを愚弄するものや、「村上氏らとの密接な関係があること」を前提としその証拠集めをしようとするもの、コスモ社側の説明が未だ十分でない第7次中計に対し渥美氏からの確認や質問の機会も与えずに実現可能性や代替策を答えさせるものなど、あまりに不遜、高圧的で、真摯な態度とは言えないものであったこと。
- ③ それでもなお、渥美氏からコスモ社に対して次のように回答をしているところ（弊社は再生可能エネルギー事業子会社の上場が望ましいという立場であるところ、渥美氏は「(現時点で)フラットです」という立場です。)、コスモ社は、これについて一切言及していないこと。

「当職は、現時点において、貴社子会社をスピノフして上場すべきか否かという点についてはフラットです」「CI11が主張する、高PERが期待できる再生可能エネルギー事業が親会社の低PERで評価されていることが看過しがたく、株主価値が毀損されているのではないかという主張は理解できますし、打開策としてスピノフがあり得るのではないかという主張はもっともであると感じるところです」「貴社の言う『それほど大きな資本支出』と言うのがどの程度の資本支出なのか、人的交流と言うのは親子会社関係を維持しなければならないものなのか、子会社が有していない需給調整や販売の機能について、独自にそれらの機能を獲得しようとするのとどれくらいのコス

トがかかるのか、業務提携等で打開する方法はないのかといった疑問に何も答えることもないまま、市場において高く評価される可能性を秘める子会社について、スピノフは『検討するに値しない』と切り捨てることはいかがなものでしょうか」

- ④ コスモ社は、弊社らが大豊建設株式会社の大株主であった時に、渥美氏が同社の社外取締役就任に就任したことと、その後において同社が実施した自社株公開買付けに弊社が応募したことを強引に関連づけ、渥美氏の独立性を疑問視し、利益相反のおそれがあると言及している。しかしながら、渥美氏については、上記の自社株公開買付け終了後に開催された2022年6月の定時株主総会で「独立した客観的立場からの監督機能と経営全般に対する法務的知見からの助言がなされ、当社の社外取締役としての職責を果たせるものと判断」されることとして取締役選任議案が会社提案で上程されて再任決議されており、会社、株主双方から信任を得ていること。

以上①～④の事実とコスモ社の反対理由 (ii) (iii)を対照させれば明らかであるように、コスモ社取締役会には、ゼロベースでオープンな議論を行うことを徹底的に忌避し、自らの先入観や偏見・思い込みで都合の良いごくごく部分的な事実のみフィルタリングして既定の結論と直結させようとする体質が、おそろしいほど強固に定着しています。

弊社が渥美氏を取締役として適任であると考えている理由の一つはまさにこの点にあります。渥美氏は、そのご経験、思考力の強さ、パーソナリティ、インテグリティをもって、ご自身以外の全員が反対意見を唱えたとしても、公正で真つ当な意見を主張し、再考を促すことのできる稀有な方です。

コスモ社および株主にとっていま本当に重要なことは、Aという主張とBという主張の目先の勝ち負けではなく、時間は掛かっても、取締役会が正常な議論を行うようになり、十分なガバナンスが効くように変化し、適切なタイミングで適切な経営判断を下すことができるようになることだと考えています。そう考えているからこそ、弊社は渥美氏を社外取締役候補として推薦しております。

なお、弊社は、本株主総会について議決権の代理行使の勧誘（委任状の勧誘）を行う予定はなく、本書面についても議決権の代理行使の勧誘を行う意図はありません。

敬具

別紙：弊社とコスモ社との書面での対話の経緯（株式取得に関するものに限定）

日時	対話の経緯
2022年4月20日	コスモ社より、その理由を示すことなく、現時点において、弊社らが大量保有報告書ベースで20%以上のコスモ社株式を保有することは想定しておらず、20%以上のコスモ社株式の買い増しを差し控えることを求める書簡を受領。
2022年4月21日	弊社は、コスモ社に対して、理由が全く示されないまま買い増しを控えることを求めた意図を説明するよう要請。
2022年4月26日	コスモ社（山田取締役常務執行役員(当時)）より、我が国におけるエネルギーの安定供給という観点から、広く多くの方々に株主になっていただきたい、またコスモ社において企業価値・株主価値の向上について真剣に議論している、との説明があったことから、弊社は、多くの株主の皆様も納得のいくような株主価値を向上させていく道筋が公表されることを前提として、大量保有報告書ベースで20%以上のコスモ社株式の取得予定が無いことを伝達。
2022年10月25日	弊社は、コスモ社に対して、600億円の転換社債が転換されることによって、発行済み株式数が増加し、BPS、EPSが減少、ROEも低下することになるため、転換社債についてはコスモ社の株主価値向上のためにコスモ社において買い取りを行うべきと考えていることを伝達。 また、コスモ社が多くの株主の皆様も納得のいくような株主価値を向上させていく道筋を公表されることを前提として、大量保有報告書ベースで20%以上のコスモ社株式を取得する予定がないことを再度伝達。
2022年11月14日	弊社は、コスモ社に対して、コスモ社が額面で241.5億円の転換社債の買い入れを発表したことについて、株主価値向上に資する取り組みであり、感謝の意を伝達。 また、買い入れが行われずに転換されると思われる転換社債残存額面約234.9億円分相当による発行済み株式の増加分を勘案して、大量保有報告書ベースで20%に達しない限度でコスモ社株式を購入する予定であることを伝達。
2023年1月11日	コスモ社は、弊社らが「大量保有報告書ベースで20%以上の当社株式の買付行為を行う可能性が相応に高いものと合理的に判断できる」ことなどを理由として、弊社らを対象とした本買収防衛策の導入を取締役会で決議し、公表。

2023年1月12日	弊社は、コスモ社に対して、本買収防衛策所定の手続きを経ることなくコスモ社株式を買い増す予定がないことを伝達。また、同日プレスリリースにより弊社らの考え方を公開。
2023年1月23日	弊社は、コスモ社に対して、コスモ社が2023年3月に予定している第7次中期経営計画の公表までの間は、コスモ社株式を追加取得する予定がないことを伝達。
2023年3月29日	弊社は、コスモ社に対して、本定時株主総会后最初に開催される取締役会の終結時をもって有効期限が到来する本買収防衛策について、有効期限を延長する意思の有無につき回答を要請。
2023年4月4日	コスモ社は、弊社らが本定時株主総会后も含め、少なくとも一定期間買い増しを行わない旨を書面によって誓約することなどを条件として、本買収防衛策の継続要否を検討すると回答。
2023年4月5日	弊社は、コスモ社に対して、従前より要請していた①再生エネルギー事業子会社の上場について取締役会で真摯に議論を行うこと、または②PBR1倍割れを解消するための具体的な改善策を5月の通期決算発表の際に示すことを再度要請。当該要請に対してコスモ社がいずれも実行しないのであれば、「再生エネルギー事業子会社の上場について取締役会で真摯に議論し、その議論の結果を公表すること」を公約とする社外取締役1名選任の株主提案を行うことを検討することを伝達。 併せて、上記株主提案を検討していることも踏まえ、本定時株主総会までコスモ社株式取得の予定はないことを伝達。
2023年4月28日	コスモ社より、弊社らの外為法上の対内直接投資の事前届出においてのコスモ社株式取得上限比率40%程度となったか否かなどに関して、その事実関係を確認する書簡を受領。
2023年5月1日	弊社は、外為法の対内直接投資の届出上、形式的には弊社らのコスモ社株式の取得上限が40%となったことは事実であるものの、その一部は弊社グループ内の株式移動に利用され、また一部は期間経過で失効するものであることから（4月14日付EDINETに開示されている変更報告書参照。）、実質的な取得上限は22.9%であること、また、弊社らは、本定時株主総会まではコスモ社株式の追加取得は行わない方針であること及び追加取得する場合は事前に本買収防衛策所定の手続きを取る所存であるとする、従来の方針について変更がないことを伝達。 更に、弊社は、コスモ社が本買収防衛策を延長する場合は、本定時株主総会において延長の承認決議（MOM決議ではない通常の普通決議）を得ることになるのかを、コスモ社に対して照会。

2023年5月2日	<p>コスモ社より、本買収防衛策延長の承認決議に関する弊社からの質問に関して、弊社による、本定時株主総会後のコスモ社株式追加取得の意向を確認する必要があると回答。</p> <p>また、コスモ社は、弊社らに対し、本年12月31日までの間、本買収防衛策に規定される大規模買付行為等を行わないことを誓約することの可否を照会。</p>
2023年5月8日	<p>弊社は、本定時株主総会まではコスモ社株式の追加取得は行わない方針であること、その後の追加取得の可能性については、現時点で何ら決定しているものではないこと、コスモ社が弊社との間で建設的な対話を行い、株主価値向上に資する提案を示すことを予定しているのであれば、コスモ社株式の追加取得を行わない期間を本定時株主総会開催日の1か月後まで延長することを前向きに検討することを伝達。</p>
2023年5月23日	<p>コスモ社は、「大規模買付行為等への対応方針に基づく対抗措置発動に関する当社定時株主総会における株主意思確認の議案上程についてのお知らせ」に記載の通り、本買収防衛策の発動に関する議案を本定時株主総会に上程し、その決議要件をMOM決議とすることを公表。</p>