

コスモエネルギーホールディングス株式会社  
第8回定時株主総会について

# 参考：MOM（マジョリティオブマイノリティ）決議とは

文字通り「少数派の過半数」を意味します。本件では、本買収防衛策の発動に関する株主総会の意思決定に際し、買収者と重要な利害関係を共通にしない（すなわち、弊社らを除く）一般株主が保有する株式の過半数を得ることを決議要件とするものです。

## MOM決議は極めて例外的な状況に限られますが

- MOM決議を設定することで対象会社の提案（対抗措置の発動等）に賛成する株主の比率が増えるものであり、決議要件を設定するのは対象会社であることからすれば、**対象会社として承認が得やすいと考える決議要件が恣意的に設定されるおそれが存在する**ため、これが許容されるのは以下のような**非常に例外的かつ限定的**な場合に限られる\*。
  - 1 買収者が急速な市場内買付けを行うことにより、市場の株主に情報開示の問題、時間の問題、売り急ぎの問題が生じる場合
  - 2 買収者が大量保有報告制度など買収に関連する法令に重大な違反をした場合

## 弊社はいずれにも該当しないことは明らかです

- 1 ● 弊社は株式取得を開始して以降、コスモ社に対して何度も説明を行い、今後の追加取得に際しては買収防衛策所定の手続きを取ること、定時株主総会までは追加取得は行わないこと、を伝えてきました。
  - また、株主総会後の追加取得について現時点で何ら決定しているものではないことも伝えてきました。
  - さらに、外為法上弊社は5月1日付け書簡において実質的な上限枠が22.9%に過ぎないことを説明しています。
- 2 ● 弊社らは大量保有報告制度、外為法等の各種法令を遵守しております。

# 株主の皆様への議決権行使のお願い

コスモ社は、株主提案に対する反対の意見表明だけでなく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※による本買収防衛策の発動の承認に関する議案を上程いたしました。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、以下の通り議決権の行使をお願いします。

※弊社ら及びコスモ社利害関係者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。なお弊社らの議決権は総議決権数の約20%も除外されるのに対し、コスモ社利害関係者として議決権行使から除外されるのは役員持株会及び取締役の一定の親族のみで、わずか3,485株分に過ぎず、コスモ社の広義の持ち合い株主は議決権行使から除外されません。

## 1. 第5号議案に「**反対**」の議決権行使をお願いします

- 第5号議案とは「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」です

## 2. 第2号議案のうち山田茂代表取締役社長の取締役選任(再任)に「**反対**」の議決権行使をお願いします

- 第2号議案とは「取締役（監査等委員である者を除く。）6名選任の件」です

## 3. 第6号議案への「**賛成**」の議決権行使をお願いします

- 第6号議案とは「取締役（監査等委員である者を除く。）1名選任の件」です。
- 渥美陽子氏を取締役候補者とした弊社からの株主提案です。

## 1－(1)：本買収防衛策について

コスモ社経営陣は、第7次中計発表後もPBR1倍割れが継続している事実を棚上げしたまま、弊社提案を切り捨て、アンフェアに排除しようとしています。これは経営陣の保身に他なりません。

### コスモ社経営陣は株主の権利を守ろうとしているでしょうか？

- 買収防衛策発動の是非は**本来、株主が個別具体的な状況に応じて判断すべきもの**です。
- 本買収防衛策の発動に関する議案は、コスモ社取締役会にその**発動を一任させようとするもの**です。

### 弊社の提案は「企業価値ないし株主共同の利益を毀損する」ものでしょうか？

- コスモ社によれば弊社らが提案しているのは(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であり、これらは企業価値ないし株主共同の利益を毀損する、とのこと。
- その判断は、コスモ社経営陣の独断ではなく、株主の多数の意思を反映して決されるべきものです。

### コスモ社経営陣が企業価値・株主価値を向上させているでしょうか？

- 弊社がエンゲージメントを行うまで、コスモ社の**総還元性向は10%未満でした**。
- **第7次中計が発表されたあとも、PBRは1倍に遠く及びません**。
  - － 総還元性向は60%がコミットされましたが、必要自己資本がこれまでの4,000億円から6,000億円とされ、再生可能エネルギー事業子会社についてはグループ一体運営を継続するとされました。

# 参考：コスモ社のPBR・株価の推移

弊社がコスモ社に対してエンゲージメントを開始した2022年3月以降、株価は上昇傾向にあるものの、転換社債の転換、合理的な説明なき自己資本蓄積等によりPBRは停滞しています。

## 主要な弊社のエンゲージメントとコスモ社の対応 / コスモ社のPBR推移

**1 アブダビ政府系ファンドの株式売出(22/3/9)**  
弊社はコスモ社株式の取得以前より売出の株価への影響を懸念し、非公式にコスモ社に対応の助言したものの、コスモ社は何らの手当てをすることなく、結果株価は大きく下落。

**2 総還元性向を50%とすることの公表(22/5/12)**  
弊社による大量保有報告書の提出後、コスモ社は総還元性向を業界他社水準まで引き上げることを公表。

**3 転換社債買入の公表(22/11/10)**  
弊社は転換社債の転換による株式の希薄化を回避するため買入を要請。コスモ社は十分な対応をせず、最終的に320億円の転換を招き、株価及びPBR水準は停滞。

**4 第7次中計の公表(23/3/23)**  
弊社はあるべき自己資本水準の公表、再生エネルギー事業上場の検討等を再三要請。しかしPBR1倍に向けた本質的な取り組みは示されず、依然として株価はPBR1倍を下回る。



## 1 – (2) : MOM決議方式を採用したことについて

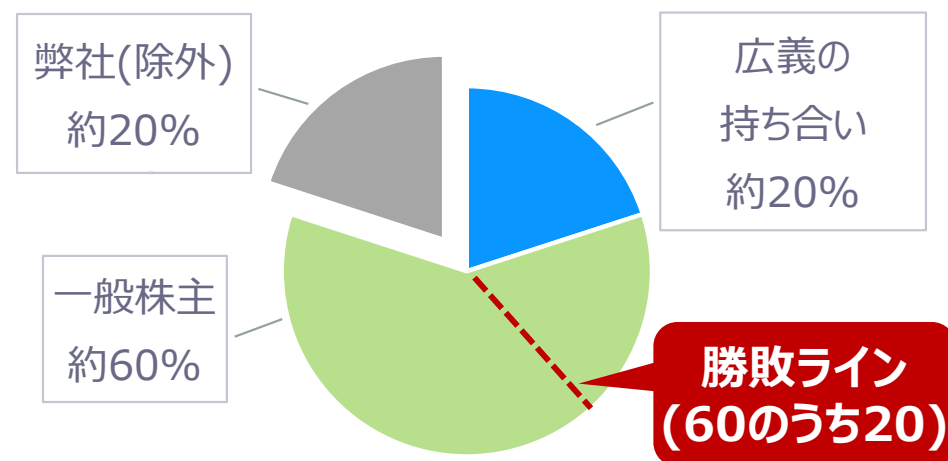
MOM決議方式が妥当性を認められるのは、非常に例外的かつ限定的な場合に限られます。本件への適用は完全なる濫用であり、現実の状況を合わせて見れば横暴な強行採択です。

### 弊社らの議決権を除く決議が妥当でしょうか？

- 株式取得を開始して以降、何度も説明を行い、今後の追加取得に際しては買収防衛策所定の手続きを取ること、定時株主総会までは追加取得は行わないこと、を伝えてきました。
- 株主総会後の追加取得について現時点で何ら決定しているものではないことも伝えてきました。
- また、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39.96%)であることを大規模買付け行為等に着手する蓋然性の根拠としていますが、弊社は5月1日付け書簡において実質的な上限枠が22.9%に過ぎないことを説明しています。
  - **コスモ社はこれをあえて無視しています。**

### 「一般株主の賛否を問う」ものでしょうか？

- 山田社長は、「一般株主の賛否を問いたい」と5月24日、ロイター社インタビューに対して回答しています。
- **現実には、60のうちの20を取れば可決です。**



- 弊社らを除外するならば、広義の持ち合い株主の議決権も排除されなければ、公正な決議とはなりません。

## 2-(1)：必要自己資本についての説明責任

山田氏は、必要自己資本を4,000億円から6,000億円へと一挙に増額させたことについて、何ら具体的・定量的な説明を行っていません。

過去13年間において4,000億円とされていたものが今回急に6,000億円となるものでしょうか？

- 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は4,000億円でした。
- 第7次中期経営計画において、**突如その1.5倍である6,000億円に引き上げられました。**
- 数字の議論であるにもかかわらず、具体的・定量的な説明は一切行われていません。

先入観なく、客観的に、数字のみで算定された結果が6,000億円だったのでしょうか？

- 第7次中計説明会において複数のアナリストから質問された山田氏は「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」と回答する一方で、「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**矛盾した回答をしています。**

## 2-(2)：再エネ事業子会社の体制について

山田氏は、「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」との考えに不合理に執着し、広い視点での真摯な議論ができません。

### 直近の買収事例をどう見ているのでしょうか？

- 5月18日、NTTアノードエナジー株式会社と株式会社JERAは、株式会社グリーンパワーインベストメント(GPI)を共同で取得すると発表しました。
- 報道によれば買収価格は**約3,000億円**とのこと です。
- GPIの直近売上高、純利益がそれぞれ83億円、11億円であるのに対し、コスモ社の再エネ事業子会社の2022年度売上高、経常利益はそれぞれ122億円、26億円と、**GPI以上に評価される可能性もある**と考えられます。

### この価値は、いつ・どのようにコスモ社株式に反映されるのでしょうか？

- 再エネ事業子会社は、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ません。
- もし分離・上場が選択肢ではないのであれば、その適正価値がコスモ社に反映され、コスモ社株価がPBR1倍以上の水準となるための具体策や実現タイミングについて、株主に説明すべきです。



## 2-(3)：中長期的な製油所統廃合について

山田氏は、現状にしか興味を示さず、コスモ社に近い将来確実に訪れる環境変化に向き合うことができません。

### 製油所統廃合の検討が企業価値の毀損に繋がるでしょうか？

- 山田氏は、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」と回答し、それに加え、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に繋がる危機感を感じている」とコメントしています。
- **同業他社においては既に、将来を見据えて、定量的に需要減少を前提とした計画が策定されています。**

### 現状維持を前提としていて、本当に間に合うのでしょうか？

- 製油所の統廃合は現実的に、近隣主要納入先や同業他社との協議、跡地の利用方法決定、地元の理解浸透などに、**相当の時間を必要とする難しいテーマ**です。
- 山田氏は、**自分の社長としての在任期間中はコスモ社が現有の設備体制で高稼働を維持できるから、それでよい**と考えているのかも知れません。
- 将来のコスモ社や石油業界の在り方が示されていないことに、株主やステークホルダーは不安を感じています。

## 2-(4)：本買収防衛策・MOM決議について

山田氏は、専ら自らの保身のため、不当な買収防衛策を不適切な採決方法で強行可決しようとしています。

「自らの短期的な利益のみを追求し、中長期的な企業価値を犠牲に」しているのは誰でしょうか？

- 本定時株主総会招集通知には弊社について「自らの短期的な利益のみを追求し、中長期的な企業価値を犠牲に」と複数回記載されています
- 繰り返しとなりますが、コスモ社によれば弊社らが提案しているのは(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であり、これらは企業価値ないし株主共同の利益を毀損する、とのこと。
- 本買収防衛策をMOM決議で採択しようとすることは、株主から提案を受けている真因を黙殺し、**経営陣がコスモ社および自身らの現状維持と保身を最重要視していることに他なりません。**

## 3：コスモ社の反対意見について

コスモ社の反対意見は、真つ当な理由を伴っていません。

### 反対意見の理由として挙げられている内容は

- 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
- 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
- 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

### いずれも理由になりません

反対理由になりません。また不当な本買収防衛策を不適切なMOM決議で諮ることを全会一致で可決された事実に鑑みると、「**ガバナンスの観点から適切な体制**」とは考えられません。

以下の**事実が意図的に無視・歪曲されています**。

- ① 「面談を断った」のは密室での開催にこだわったコスモ社側であること
- ② 書面での質問内容は目に余るものであったこと
- ③ それでもなお渥美氏が回答したなかで、再エネ事業子会社の上場是非についての「現時点でフラットです」との考えを表明したこと
- ④ 渥美氏は大豊建設の自社株公開買付け終了後の定時株主総会でも会社提案で再任決議されており、会社・株主双方から信認を得ていること

以上の事実から、反対理由は不相当です。

## 3：渥美氏の選任について

現状のコスモ社取締役役会が閉鎖的であるからこそ、渥美氏の選任が必要であると考えます。

### コスモ社取締役役会の体質は閉鎖的

今回の株主総会に関する一連の決議だけを見ても、コスモ社取締役役会には以下のような**閉鎖的な体質**が定着していることが明らかです。

- ゼロベースでオープンな議論を行うことを忌避する
- 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をフィルタリングして既定の結論と直結させようとする
- 妨げとなるものは徹底的に強行に排除する

### 体質改善に向けて渥美氏が必要

渥美氏はそのご経験、思考力、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、目先の勝ち負けではなく、**時間は掛かっても、取締役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**です。

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。