

各位

2023年1月27日

コスモエネルギーホールディングスの第七次中期経営計画についての弊社らの考え方

株式会社シティインデックスイレブンス

株式会社シティインデックスイレブンス及び弊社の共同保有者（以下合わせて「弊社ら」といいます。）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」といいます。）に対して、これまで様々な株主価値向上策を提案してまいりました。そして、弊社は、コスモに対し、2023年1月23日付で質問事項を送付し（弊社ホームページに掲載している資料「1月23日付コスモ宛質問」）、同月26日付でコスモから回答がありました。その回答内容は、未公表の重要事実の伝達となる可能性があることなどの理由で、個別に回答を行うことは控えるというものでした。コスモは2023年3月に第七次中期経営計画（以下「中期経営計画」といいます。）の発表を予定しており、弊社らは、コスモの中長期的な株主価値向上の実現を目的として、コスモに対して、後記の3点を真摯に検討したうえで、中期経営計画に方針を記載するとともに株主に対してのコミットメントを表明いただくよう、株主として求めてまいります。

これに関連して、弊社は、コスモが1月24日付で開示したプレスリリースにおいて弊社らがコスモに対して「自社株買いを求めた」ことを強く非難していることについて大変違和感を覚えております。コスモが掲げる自己資本目標は過去3回の中期経営計画期間（約13年間）にわたり4,000億円を大きく上回ったことはありませんが、直近においては原油価格の高騰、石油精製・販売の利益向上化（これはコスモの自助努力というよりは出光・昭和シェルが合併したことによる効果が大変大きいと考えております。）、転換社債の株式への転換により、大きく自己資本が増加しました。本来、上場企業は、ROEの改善のためには、「利益を高める」という事業面での努力に加え、株主資本（Equity）を減らしていくことが重要であり、適切な資本政策を推進することが必要です。PBR1倍未満でできるだけ多くの自己株式取得を行うことは、EPS（一株当たり利益）、BPS（一株当たり純資産）の飛躍的向上につながります。少なくとも、転換社債が株式に転換されてしまった約320億円分については、現在、株価が割安に推移している以上、中期経営計画の発表を待つことなく、速やかに自己株式取得を実行すべきです。

弊社は、コスモの中期経営計画を拝見したうえで、今後の対応方針を決める予定ですが、中期経営計画がコスモの株主価値向上に十分に資するものではないと判断した場合には、下記の3点について実行することの可否を本年6月開催予定のコスモの定時株主総会において株主の皆様にご質問にしたいと考えております。

① 再生エネルギー事業

コスモは、洋上風力、陸上風力を2030年までに150万kwまで拡大し、経常利益200億円を目指すとしています。しかしながら、弊社は、コスモの現状の技術力、企業規模等を考慮すると、2021年12月の秋田県由利本荘市の公募案件のように、想定を超えて失注する可能性があり、競争力が高い事業者が多く存在する中でオペレーターとして選定され続けることや現状のコスモの計画である150万Kwまでの拡大が見込めるほど再生エネルギー事業への投資を続けることは困難も想定されると考えております。

弊社は、コスモが再生エネルギー事業に投資を行うこと自体は従前より賛成をしておりますが、コスモの企業規模やコスモが現状評価されているバリュエーション（PER3倍）と再生エネルギー事業の業界バリュエーション（PER25倍）との比較から、コスモが再生エネルギー事業について一定の体制を構築した後は子会社として上場させて、他人資本を調達・活用し、スケールする必要があることを訴えてまいりました。

この点、弊社は、再生エネルギー事業子会社についてはコスモ株主に対してその当該子会社株式の一部を現物分配することができるのではないかと考えております。この手法によれば、コスモは再生エネルギー子会社を上場させ、売却することによる課税を節約でき、また、数年後の当該子会社の上場の際に、コスモとコスモの株主が保有する当該子会社株式の一部を売出しの対象とすることで、コスモとコスモの株主の双方が売却資金を得ることができ、かつ、当該子会社は上場をしながらコスモのグループ会社として、その企業価値を向上していくことができると考えております。

また、最近、日本ではスピノフによる税制優遇措置が活用された事例があります。

スピノフ税制の活用ケースとしては、2020年3月に、コシダカホールディングスが株式を株主に現物配当する方法により当社の連結子会社であったカーブスホールディングスをスピノフしております。また、2023年1月23日、株式会社メルコホールディングスは同社の連結子会社であるシマダヤ株式会社の全株式を株主に現物配当することを発表し、国内で2例目の事例となる見込みです。スピノフ税制では企業の特定事業を切り出して独立会社とする「スピノフ」のうち、一定のものを適格組織再編として位置づけ、スピノフを行う際に譲渡損益や配当について課税を繰り延べることができます。

以上を踏まえ、弊社は、低いバリュエーション水準で放置されている再生エネルギー事業に関し、中長期的な成長及び企業価値の向上を目指した資本政策を中期経営計画において明らかにしていただきたいと考えております。

② 株主還元について

コスモが掲げる自己資本目標は、過去3回の中期経営計画期間（約13年間）にわたり4,000億円を大きく上回ったことはありませんでした。また、2023年1月12日に開示した「コスモエネルギーホールディングス株式会社による大規模買付行為等への対応方針の導入に対する弊社らの考え方について」に記載の通り、弊社としては、コスモにおいて想定しうる最悪の市況変化が生じた場合においても、4,000億円の自己資本はリスクバッファとして十分な水準にあると考えております。

また、弊社が2023年1月20日に開示した「コスモエネルギーホールディングス株式会社との対話の経緯及び同社に対する弊社の考え方について」（以下「1月20日付リリース」といいます。）に記載の通り、弊社は、4,000億円という自己資本目標を立てていたコスモに対して、リスクバッファとして自己資本がいくら必要であるかの算定根拠を示すことを求めてまいりましたが、現時点において明確な回答は得られていません。

弊社は、コスモにおいて今後多額の成長投資が必要になるのは、再生エネルギー事業のみであると考えております。仮にこれまでの自己資本目標である4,000億円よりも余裕を持たせ、環境対応等のバッファを考慮しても、自己資本目標は5,000億円程度が最大であると考えます。

したがって、弊社は、コスモに対し、中期経営計画における自己資本目標は5,000億円を上限とし、当期純利益のうち自己資本5,000億円を超える部分については、その100%相当を株主還元にあてる方針とすることを求めます。

③ 製油所の削減について

日本国内の石油製品需要は、今後継続的に減少の一途をたどることが見込まれており、カーボンニュートラル宣言等によりそのスピードが速まっています。現在、国内に21か所300万BDほどの精製能力があり、2030年までに6製油所減の100万BD相当を削減、2050年には全国で5か所程度の製油所が残るだけになるとも考えられております。かかる状況において、業界他社においても、過剰な精製能力を抱えており、精製能力の削減または製油所の閉鎖を含めた、製油所の再編に取り組みざるを得ないといわれています。

この点、コスモにおいても置かれている状況に変わりはありません。弊社は、コスモにおいて安定した利益が出ているうちに抜本的な再編にかかる取り組みを開始することが、日本の中長期的なエネルギーの安定供給を実現するために必須であると考えております。

したがって、どの精油所に競争力があるかを徹底的に精査したうえで、製油所の閉鎖または業界他社の保有する製油所との統合を含めた方向性及びそのマイルストーンを中期経営計画において明らかにし、株主に対してコミットすることを求めます。

弊社らは、1月20日付リリースに記載の通り、コスモ本来の価値について、経常的に年間1,000億円の経常利益及び年間500億円の当期純利益が出る体質となっていることや、再生エネルギー事業の価値が純資産額に反映されていないことを考慮し、PBR1倍に近いものであると考えており、上述の3点についてのコスモの株主に対するコミットメントを通じ、これを実現していくことが可能であると考えております。

弊社らといたしましては、コスモの大株主として、コスモの株主価値向上策についての建設的な対話を今後も継続して行っていきたいと考えております。

以上