



コスモと激しい応酬を繰り広げるシティインデックスイレブンスとは？



旧村上ファンド系アクティビストファンド・シティインデックスイレブンス（東京都渋谷区）と、コスモエネルギーホールディングス<5021>が、激しくぶつかっています。シティは、コスモが2022年3月期と2023年3月期の株主帰属純利益が2,069億円に上っているにも関わらず、株主に還元した金額がわずか88億円（総還元性向は4%）だったことを問題視。剰余自己資本を株主に還元するよう要請しました。

コスモ側は、シティが経営陣に対して脅しともとれる発言をし、不信感を抱くに至ったとして、シティとコスモのこれまでの対話内容を2023年3月23日に公開しました。

シティインデックスイレブンスとはどのような会社なのでしょう？この記事では以下の情報が得られます。

・シティインデックスイレブンスの業績・コスモエネルギーホールディングスとの対立の内容

シティの要求を飲んだジャフコ

シティインデックスイレブンスは、レノ（東京都渋谷区）などの資産運用会社と連携して投資をするアクティビストファンド。シティ代表の福島啓修氏は1982年に早稲田大学を卒業し、金融会社にて投資銀行部門・商品開発・リスク管理などを経験しました。2013年にレノに入社。現在はシティとともにレノの代表も務めています。

コスモが公開した資料では、村上世彰氏が積極的に対話に関与する様子が描かれており、シティは村上氏が主体となって活動していると考えられます。

最近の投資の成功事例として挙げられるのが、ベンチャーキャピタルのジャフコグループ<8595>とのやり取りでしょう。

ジャフコは2022年8月15日にシティが15%弱の株式を保有していることを明らかにしました。

もともと野村ホールディングス<8604>の持分法適用会社だったジャフコは、野村総合研究所<4307>との株式の持ち合い化を進めていました。2018年3月に持ち合いは解消されたものの、ジャフコは野村総研の株式を保有し続けていました。2022年3月末の段階で株式の評価額は691億円。シティはこれを見逃しませんでした。野村総研の株式を売り払い、自社株買いをするよう迫ったのです。

ジャフコは新株予約権の無償割当による買収防衛策を導入するなど、シティ側と徹底抗戦する構えを見せました。しかし、シティの提案内容が経営方針と合致したとして、態度を軟化。2023年1月に1株2,500円で自社株公開買い付けを実施し、シティがこれに応じました。更にジャフコは2023年3月期末配当を100円から150円へと増額修正しています。

シティがジャフコ株を仕込み始めた2022年6月ごろの株価は1,200円台。1年かからない内に、2倍以上

の値を付けて売却したことになります。

シティが本格的に利益を出したのは、活発に活動するようになった2020年5月期から。2022年7月期（2022年2-7月）の純利益は254億6,300万円でした。

※シティインデックスイレブンスの決算公告より筆者作成

コスモ経営陣に「僕はもちろん全員の首を切りにいきます」と言い放つ村上氏

シティインデックスイレブンスは、2023年2月22日に公開した「3月23日に発表されるコスモエネルギーホールディングス株式会社の第7次連結中期経営計画に関する弊社の考え方について」において、コスモのPBRが1倍以上になることを強く望んでいると記しています。

シティを含む旧村上ファンド系が重視するのがPBR。2023年に入って東証がPBR1倍割れを是正する要請を出したことから、今後の活動にも弾みがつくのは間違いありません。

シティは継続的にPBRが1倍を割っている上場企業は、本質的な企業価値向上に対する取り組みを早急に進める必要があるとし、コスモに対して資本政策の推進と再生エネルギー事業のスピンオフを進言しています。

コスモは総額320億円の転換社債が株式に転換されたことにより、発行済株式が増加。純資産額は2022年12月末時点で6,559億円となりました。シティは主力の石油事業において、急激な原油価格の下落や円高があったとしても、見込まれる純損失は1,500億円程度であり、自己資本目標額は5,000億円程度が最大との考えを示しました。

それを超える余剰自己資本は株主に還元することを求めています。

また、コスモが再生エネルギー事業についての説明責任を果たしていないといえます。コスモは再生可能エネルギー事業の売電量や陸上、洋上風力の稼働状況などを公表していますが、シティは投資基準、採算基準など株主にとって必要な情報が足りないということです。

※決算説明資料より

再生エネルギー事業がグループ傘下にある限り割安なPREでしか評価がされないため、スピンオフを求めました。再生エネルギー事業の2022年3月期のセグメント利益は35億円。コスモのPERで評価すると60億円程度に留まるものの、スピンオフをすると理想的には25倍程度で評価されるため、2,450億円の評価額を目指すことができるとしています。

コスモの経営陣はこの要請に猛反発しています。2023年1月11日に大規模買い付け者以外の株主へ新株予約権の無償割当を行う買収防衛策を導入しました。

2023年3月23日に公開した「株式会社シティインデックスイレブンスらとのこれまでの対話の経緯及びスピンオフに関する当社の考え方について」では、シティが終始一貫して建設的な提案を継続してきたかのように振舞っていると批判しました。

公開した資料には、村上世彰氏が中心となって展開される対話の内容が生々しく記録されています。村上氏はコスモの株式を20%以上取得することを一方的に宣言しました。それをコスモの経営陣が止めようとする「今年の株主総会で買収防衛策をかけてください。それで結構です。ただ、やるのなら血みどろになっちゃいます。短期的な買収防衛策をやられたら僕はもちろん全員の首を切りにいきます」と脅し文句を並べたといえます。

■シティインデックスイレブンスとの対話の一部

※「株式会社シティインデックスイレブンスらとこれまでの対話の経緯及びスピンオフに関する当社の考えについて」より

コスモ側はシティが印象操作を行っていることを問題視し、他の株主に対して適切に判断することを求めました。

また、再生エネルギー事業においては、潜在的な成長力をマーケットで適切に評価されること自体には異論がないものの、スピンオフをすることよりもグループ傘下で経営資源を集約することが企業価値最大化につながるとしています。

事業規模も成長途上にあり、独立することによって成長できる会社ではないとの認識も示しました。

シティは2022年11月15日にコスモ株を1.1%買い増し、保有比率を19.81%まで引き上げていました。

買収防衛策を導入して反発したのは、ジャフコと全く同じ反応です。ジャフコは3カ月ほどで共同歩調をとるようになりました。シティとコスモはどこで決着をつけるのか。注目が集まります。

【訂正とお詫び】記事中に「シティインデックスイレブンスは、レノ（東京都渋谷区）、エフィッシモ・キャピタル・マネージメント（シンガポール）などの資産運用会社と連携して投資をするアクティビストファンド」とありましたが、エフィッシモ社より「事業の開始以来、シティインデックスイレブンス、レノ、村上世彰氏、その他の村上氏が支配する会社などとの間にいかなる資本関係、人的関係、取引関係、協力関係も有しておらず、連携して投資をしたという事実もありません」との指摘を受けました。事実誤認がありましたので、該当部分を削除します。関係者ならびに読者の皆様にご迷惑をおかけしたことをお詫び申し上げます。

麦とホップ@ビールを飲む理由