

2019年4月18日

東芝機械株式会社
取締役会御中

株式会社オフィスサポート
代表取締役 池田 龍哉



拝啓

時下益々ご清栄のこととお慶び申し上げます。

4月15日に貴社三上代表取締役社長と弊社大株主である村上世彰との面談の機会を設けていただき誠にありがとうございました。上記面談の中で、貴社は5月頃に中期経営計画を開示される予定である旨をお聞きしました。中期経営計画は上場企業における株主への中長期的なコミットメントであり、弊社は貴社大株主として中期経営計画策定において下記3点にご留意いただきたいと考えております。

① 投資のあるべき姿

前記面談にて貴社三上代表取締役社長から、今後貴社としてはM&Aなどの企業成長戦略を重視したい旨を伺いました。しかしながら、現時点で貴社のROE向上に資する投資先が貴社自己株式以外に市場に存在するのことは甚だ疑問に思われます。貴社株価はPBR 0.6倍～PBR 0.7倍で推移しており、EV（自己株式を除く時価総額－営業債権債務含むネットキャッシュ）/EBITDA倍率においても約4倍でございます。貴社がPBR 1倍未満でできるだけ多くの自己株式取得を行うことでEPSは飛躍的に向上いたします。また貴社経営陣の皆さまはどの投資対象先よりも自身の会社のことをお分かりになっていると思われます。これらに鑑みると貴社経営陣の皆さまにとって自己株式よりも割安で魅力的な投資対象が現実的に存在するとは思えません。今後貴社が設備投資やM&Aなどを行う際には、これらの成長投資が自己株式よりも割安かどうか比較したうえで行う旨を貴社中期経営計画に明記いただけますようお願いいたします。このような比較を行わず、IRR8%未満（レバレッジをかけない場合、貴社株式は貴社2019年3月期予想純利益40億円÷自己株式控除後時価総額550億円＝7.3%のリターンが出る投資対象になります。3割のレバレッジをかけると予想純利益40億円÷（自己株式控除後時価総額550億円×0.7）＝10.3%のリターンが出る投資対象となります。）の投資を行った場合、それは貴社の株主価値を向上させるのではなく毀損するものであると考えます。

② 適切な自己資本の額

前記面談の中で、貴社よりROEを経営指標として重要視されている旨を伺いました。ご存知の通り、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。貴社の継続的な株主価値向上のため、IRR 8%を超え、貴社当期純利益の向上に資する投資であれば、実行していただきたいと考えております。それに加えて、弊社は貴社大株主として、貴社経営陣の皆様に、貴社が既存事業を継続的に運営するのに必要な自己資本額 (Equity) についてご検討のうえご認識いただき、その金額を超える部分については自己株式取得などの株主還元により縮減を行っていただきたいと存じます。「事業運営を継続的に行うために必要な自己資本額」と「予想される様々なリスクに対応すべき自己資本額」は、分けて考える必要があり、後者については、リスク管理の観点から、売掛金などのデフォルト確率から導かれる回収不能額の期待値や、貴社工場などの固定資産の自然災害等による損失の発生確率から導かれる損失額の期待値などをもとに必要最低自己資本額を導き出します。例えば貴社は 2000 年度以降当期純利益が赤字になったことは 2 回のみであり、この赤字額も 20 億円程度であります。対して 2000 年度以降に稼ぎ出した当期純利益額は累計約 860 億円に上ります。このように、実現可能性が 0 に近いリスクばかりに着目するのではなく、様々なリスクを定量的に分析し、リスクが発生しても重大な支障なく事業運営を継続的に進めるために必要な自己資本額を中期経営計画において明らかにしていただけるようお願いいたします。

弊社が考える貴社が継続的に既存事業を重大な支障なく運営するのに必要な自己資本額は、約 300 億円～400 億円であり、約 400～500 億円の自己株式取得を実行し、徹底的な ROE 向上策を行えば、貴社の ROE は 10%～13%へと改善すると考えております。また、2000 年代前半には貴社の純資産が約 400 億円であったことから貴社は 10%を超える ROE を容易に達成しておりました。貴社はこの 10 数年間、株主に還元すべきであった利益を溜め込み続け、それに伴い貴社 ROE は不必要に低下してしまったのではないのでしょうか。

③ 経営陣の皆さまによる株主目線の経営

前記面談でもお話しさせていただいた通り、貴社経営陣の皆さまが保有する貴社株式は少なく、12 名の取締役の皆様のご合計株数は 21 万 9 千株 (株式併合前) です。弊社といたしましては貴社中期経営計画の公表において、①、②と同時に貴社経営陣の皆さまの積極的な譲渡制限付株式報酬制度やストックオプション制度の導入を公表していただき、中長期的に貴社経営陣の皆様が株主と同じ目線で株主価値向上策を実施していただけることを期待しております。

また、本年 6 月開催予定の定時株主総会で期限が訪れる買収防衛策については、貴社の現状の株主構成では継続議案の可決は難しいと思われるところ、定時株主総会を待たず取締役会決議にて早急に廃止をいただけますようお願いいたします。釈迦に説法ではございますが、最大の買収防衛策は株主価値を向上させることとさせていただきます。

なお、弊社はインサイダー情報の伝達を受けたくはございませんので、本書簡に関するご回答（検討状況や方向性についてのご連絡を含みます）については弊社に対して伝達されるのではなく、公表（具体的には TDnet における適時開示）という形でお願い申し上げます。

敬具