

2019年5月20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。

貴社が発表された決算速報、中期経営計画及び買収防衛策廃止の開示を拝見いたしました。記念配当による増配及び買収防衛策の廃止をご決断いただき、誠にありがとうございます。しかしながら、貴社が発表された中期経営計画は、弊社が4月18日に送付させていただきました書簡（以下「前回書簡」といいます。）をご理解いただいた上でのものとは思えません。

まず、前回書簡の「①投資のあるべき姿」でも書かせていただいた通り、本来設備投資やM&Aなどは貴社の自己株式とどちらが割安で、より貴社の株主価値向上に資するか比較検討の上で、投資を行うべきであります。貴社は中期経営計画において「新中期経営計画中に、国内・海外工場を中心に300～400億円規模の投資計画を検討」と記載されておりますが、これら投資計画は本当に現在の貴社の自己株式（株価PBR0.7倍、EV/EBITDA4倍）を取得するよりも、貴社の企業価値向上に資するのでしょうか。

現在貴社はFY21年営業利益95億円、FY23年営業利益150億円の売上・利益計画案を立てられております。しかしながら、300億円～400億円という過大な設備投資を行った場合、減価償却費も膨らむことになるので、FY23年に営業利益が150億円以上計上されることは到底思えません。貴社が計画されている設備投資によって貴社の営業利益がどれだけ向上するのか、各設備投資が前回書簡に記載いたしましたIRR8%以上という基準を満たすのかについて定量的に検証された上で、中期経営計画を公表されているのか大変危惧しております。貴社取締役会の皆様は株主総会における選任により株主に経営を委託された取締役です。また、中期経営計画は上場企業の経営陣の株主に対する中長期的なコミットメントです。貴社経営陣の皆様が、投資計画について貴社株主価値向上にどれだけ資するのかについて定量的分析を行わないまま投資を実行し、その後、IRR8%以上という基準を満たす利益が生まれない場合には、弊社を含む多くの機関投資家は貴社株主総会において取締役選任議案に反対することになるでしょう。また、繰り返しになりますが、上場企業における全ての投資は常に自己株式（貴社自己株式は3割のレバレッジをかけて投資を行うと予想純利益44億円÷（自己株式控除後時価総額650億円×0.7）=9.6%のリターンが出る投資対象となります。）と比較し、どちらが割安であるか、どちらがより株主価値向上に資するかについて定量的に判断し、自己株式の方が割安である場合には自己株式を取得するべ

きであり、本来はこのような投資行動が上場企業のあるべき姿です。

前回書簡にて指摘させていただきました「②適切な自己資本の額」については、貴社中期経営計画は、ROE について言及はあるものの純資産の圧縮や株主還元については特段触れられておりません。貴社は、FY23 年、現時点から 4 年後に ROE10%を目指される旨を記載されておりますが、東証一部の上場企業平均 ROE は 2017 年度以降 10%を超えており、2014 年に経済産業省が提出した「伊藤レポート」でも最低限 8%の ROE を達成することに各企業はコミットすべきであると記載されております。貴社の掲げる FY23 年、ROE10%の目標は上場企業が 4 年後に掲げるべき目標ではなく、早急に達成しなくてはならない最低ラインとも言うべき東証一部上場企業の平均 ROE 水準であり、大変残念でなりません。

貴社は、コーポレートガバナンス・コードにて政策保有株式の縮減を促されているにもかかわらず、いまだに政策保有株式を約 80 億円、貴社の事業戦略上保有の必要性が見えない持分適用法株式会社であるニューフレアテクノロジー株式を約 120 億円保有しております。これらの貴社の株主価値向上に資さない資産は早急に売却し、設備投資や M&A 等は、自己株式よりも割安で IRR が高い場合にのみ行い、資産売却や一定のレバレッジをかけることによって生まれた余剰資金を自己株式取得に充てる等のバランスシートマネジメントを行うことによって貴社の ROE は飛躍的に向上します。弊社はこれまで貴社に何度もお伝えしている通り、貴社の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するなど徹底的な ROE 向上策を行えば、貴社の ROE は FY23 年を待つことなく、10%～13%へと改善いたします。

弊社は、余剰資金を全て自己株式取得のみに活用してほしいとお伝えしているわけではなく、貴社の自己株式が現時点で PBR 1 倍以下を大幅に切る割安な状態で推移している中で、貴社の自己株式との比較無く、投資を決定するのをやめていただきたいとお伝えしたいのです。株主価値向上には適切な資本政策およびバランスシートマネジメントが必須であります。弊社は、貴社三上代表取締役社長に貴社が今後目指すべきバランスシート、D/E レシオ、またそれらによって導き出される ROE について、ご説明を差し上げ、主要なステークホルダーの一員として貴社と対話を行い、適切な協働によって貴社の株主価値向上のお手伝いをさせていただきたいと考えております。追って弊社から日程についてご連絡を差し上げますので、ご面談の機会を設けていただけますよう、お願いいたします。

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）という形をお願い申し上げます。

敬具