

2019年7月22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。

さて、弊社は今月上旬に、貴社坂元代表取締役副社長執行役員との面談の機会を設けていただきました。1カ月ほど前から三上代表取締役社長との面談をお願い申し上げており、三上代表取締役社長との面談が実現しなかったのは大変残念ですが、坂元代表取締役からは、貴社が先月開催の定時株主総会によって社外取締役が過半数の取締役会となったこと、監査等委員会設置会社へ移行することとなったことから、きちんと株主との対話を行い株主価値向上に努める旨のご回答をいただきました。弊社は、貴社はバランスシートマネジメント及びROE経営という観点からはいまだ上場企業として不十分な点が多々あると考えており、本書簡の添付資料を基に取締役会の皆様で貴社の上場企業としてのあるべき姿を再考していただきたく、本書簡を送付させていただきます。

貴社が2017年3月に大株主である(株)東芝の保有する貴社株式をTostnet-3で取得以降、貴社の株主構成は大きく変革いたしました。それまでは貴社は東芝の大株主である東芝の意向のみをお気になされていたのかもしれませんが、2019年3月期末時点の株主名簿では、いわゆる持ち合い株主は2割程度であり、年金や外国人投資家、弊社等、の貴社の株主価値向上を切に願う投資家は約8割に上ります。これらの投資家は、貴社に対し、東証一部上場企業の平均ROE 8%を最低ラインとして求めていると考えられます(なお、ROE 8%を達成できていない上場企業の平均PBRは1倍割れ、すなわち清算価値を割っております)。貴社のROEが伊藤レポートでも示された最低ライン8%に達することができていない理由は、偏に貴社が不必要な内部留保を長期間に渡って積み上げてしまったことが原因です。例えば貴社は2000年代前半には現在と同程度の利益(40億円~50億円)だったにもかかわらず、純資産が400億円程度であったことから10%を超えるROEを達成しておりました。しかしながら、貴社はその後約15年程度で純資産が2倍になったにもかかわらず、利益が伸びることはなかったため、ROEは現在5%を切りPBRは0.6~0.7倍程度で推移しております。

貴社は上記を踏まえ、2019年5月29日に事業戦略資料を発表し、今後300億円~400億円の設備投資を行い、2024年3月期にはROE10%を達成する方針を発表いたしました。し

かしながら、弊社は上記事業戦略資料を拝見し、①貴社自己株式よりも割安な投資があるのか、②今後貴社がこれ以上純資産を積み増す必要があるのか、という二つの疑問を持っております。

上記①につきましては、2019年3月期時点貴社のバリュエーションに鑑みると貴社自己株式控除後時価総額約580億円－換金性資産約435億円（現預金＋有価証券）＋有利子負債145億円＝EV290億円÷EBITDA56億円（2019年3月期営業利益38億円＋減価償却費18億円）とEV・EBITDAは約5倍になります。自己株式は貴社が最もそのビジネスを熟知している投資先であり、PBR1倍割れで自己株式取得をすると、同じ取得金額で多数の株式を取得することができ、Shares（株式数）が大幅に減少することから、EPS（1株当たり利益）は飛躍的に向上いたします。このようなEV・EBITDAが5倍以下で魅力的な投資先が、貴社にはあるのでしょうか。また、貴社は事業戦略資料を策定する際に予定設備投資額300～400億円の投資対象が貴社株式より割安か比較されたのでしょうか。貴社の多くの株主は、貴社が投資を行う際に自己株式と他の投資先を比較し、最も割安な投資先に投資することを望んでおります。

上記②につきましては、添付資料1の通り、貴社が現時点で自己株式取得の公開買付を約300億円行い、その後総還元性向100%（内配当性向40%）を2021年3月期から2024年3月期まで実施し、設備投資を約400億円行ったとしても、貴社のネットD/Eレシオは売掛金のファクタリング（売掛債権を譲渡して現金を調達）を原資に自己株式取得を行った場合は0倍、借入金を原資に行った場合は0.31倍となります。東証一部二部の平均D/Eレシオは平均0.6～0.7倍であり、このような自己株式取得を行ったとしても貴社のレバレッジは平均値にすら到達しない状態であります。300億円の自己株式取得及び4年間の総還元性向100%を行い2024年3月期に貴社が想定された営業利益150億円（当期純利益ベースでは100億円～120億円と想定）が達成されれば貴社のROEは18%（当期純利益100億円）～21.9%（当期純利益120億円）へ向上し、貴社EPSは1,394円（当期純利益100億円）～1,799円（当期純利益120億円）へ向上いたします。

また、たとえば、添付資料2の通り、貴社が300億円の自己株式取得を行わず、2020年3月期～2024年3月期に総還元性向100%（うち20/3期配当性向46.6%、21/3期以降配当性向40%、残額を自己株式取得に充てる）を行った場合は、貴社のネットD/Eレシオは0倍であり、貴社が想定された営業利益150億円（当期純利益ベースでは100億円～120億円と想定）が達成されれば貴社のROEは12%（当期純利益100億円）～14.6%（当期純利益120億円）へ向上し、貴社EPSは610円（当期純利益100億円）～760円（当期純利益120億円）へ向上いたします。

上記のように、貴社のバランスシートは中長期にわたって不必要な内部留保を溜め込み続け、過大な純資産となっており、財務面で何ら不安はないにもかかわらず、貴社が今後も毎年約60%近くの利益剰余金（40%程度は配当に還元しているため）を積み増そうとされ

ていることは、大変残念でなりません。昨今のアベノミクス及びコーポレートガバナンス・コードの導入の流れの中で各上場企業は上場企業としての自社のあるべき姿を根本から見直しております。貴社は自社の株主構成が外国人投資家や年金などの機関投資家というROE経営を望む株主へと様変わりしたにもかかわらず、ROE経営による株主価値の向上を軽視してきてしまったのではないのでしょうか。社外取締役が過半数となって貴社の取締役会の体制が変わった今、経営陣の皆様で貴社のバランスシートの理解を深め、本来あるべき適切な純資産額を見極めてください。そして、特に社外取締役の皆様におかれては、株主から経営を委託された上場企業の経営者としてコーポレートガバナンス・コード【基本原則4】の通り、株主に対する受託者責任を果たし、徹底したROE向上策による株主価値向上を行っていただけますようお願いいたします。

なお、以上についての貴社のご検討結果や方向性を伴うご検討状況は、私どもに対する伝達という形ではなく、適時開示による公表によって行っていただきたく、よろしく願い申し上げます。

敬具