

東芝機械株式会社 株主の皆様へ

東芝機械株式会社株式の公開買付期間の延長について
～あるべき上場企業の姿を求めて～

2020年2月18日

株式会社シティインデックスイレブンス
株式会社オフィスサポート
株式会社エスグラントコーポレーション

拝啓、時下ますますご清栄のこととお慶び申し上げます。

今般、株式会社シティインデックスイレブンス、株式会社オフィスサポート及び株式会社エスグラントコーポレーション以下「公開買付者グループ」といいます。)は、2020年3月4日までとすることを予定していた東芝機械株式会社(以下「東芝機械」といいます。)株式の公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)の公開買付期間を、3月27日に開催される予定の東芝機械の臨時株主総会終了後である2020年4月16日まで延長することを決定いたしました。

当該延長に伴って、本公開買付けの決済が期末配当の基準日である3月末日を超えるスケジュールとなったため、株主の皆様においては、3月末日の期末配当の権利を獲得後に、本公開買付けに応募することも可能な状況となりました。つまり、本公開買付けに応募される株主の皆様は、期末配当として1株あたり42.5円(予想)を受領する権利を取得後に、本公開買付けに応募することにより、結果として、本公開買付けに係る1株あたりの公開買付価格(3,456円)が42.5円(予想)引き上がったことと同じ経済効果を得ることができる状況となっております。これに対して、公開買付者グループは、皆様から本公開買付けに応募いただいた株式について、3月末日の期末配当分を受領できないことにより、当該期末配当相当額分の損失が発生することになりますが、公開買付者グループは、本公開買付けに対して東芝機械の現経営陣が企図する買収防衛策の発動の是非について、株主の皆様意思を確認する手続を着実に行うことが何よりも重要であると考え、上記損失の発生にかかわらず、3月末日を超えて公開買付期間を延長するとの判断に至りました。

公開買付者グループは、東芝機械が2020年1月17日に公表した大規模買付行為等への対応方針の導入(以下「本買収防衛策」といいます。)について、本買収防衛策が我が国の「有事型買収防衛策」の悪しき先例となることにより、これまで長きにわたり日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展に取り組みられてこられた方々の様々な努力が水の泡となり、我が国の資本市場が世界標準から乖離したものになっていくことを危惧しております。このような不当な買収防衛策により、適法に開始された公開買付けが妨げられるようなことが二度と起こらないように、本買収防衛策の問題点については、現在、金融庁、東京証券取引所、経済産業省に精査いただくべく申し入れを行っており

ます。

以下では、株主の皆様に対して、本公開買付けにかかる公開買付者グループの考え方の要点をご説明し、2020年3月27日に開催される予定の東芝機械の臨時株主総会における株主の皆様による議決権行使の参考にしていただくべく、本書面をお送りいたします。何卒ご一読を賜りますよう宜しくお願い申し上げます。

1. 公開買付者グループによる本公開買付けは東芝機械の経営権を取得することを意図するものではありません。

公開買付者グループは、現時点において東芝機械の議決権を合計12.75%保有しておりますが、本公開買付けは、東芝機械の株式の過半数を取得しようとするものではなく、公開買付者グループは東芝機械の経営権を取得することを意図しておりません。公開買付者グループが意図しているのは、本公開買付けによって東芝機械に対する発言力を強化し、もって、東芝機械の企業価値ないし株主価値の向上を図ることにあります。

公開買付者グループとしては、これまで東芝機械の株価が、株価純資産倍率（PBR）1倍を割り込んで大変割安に放置されてきたところ（2019年1月の最安値時には0.55倍）、東芝機械の現経営陣は、株主価値向上及びROE向上の実現に向けて、真摯に取り組んできたとは言えないと考えています。このことは、東芝機械の坂元代表取締役副社長が2020年1月24日付け日刊工業新聞のインタビュー記事において「ROE(株主資本利益率)目標は概念的な目標に近かった。元々の株主は東芝でそこに目線が向かっていた」と述べていることから明らかであると考えております。公開買付者グループは、これまでに東芝機械の現経営陣に対し、株主価値やROEを向上させるための施策について再三にわたる協議を求めまたは提案をしてきましたが、現経営陣がこれに真摯に応じることはありませんでした。

今般、公開買付者が本公開買付けを行うことを決定するに至った最大の理由は、株主の皆様に対しては、一般株主を軽視してきた東芝機械の現経営陣のもとで割安に放置されてきた東芝機械株式会社についてPBR1倍という株価で売却の機会を提供させていただくとともに、東芝機械の現経営陣に対しては、株主価値向上やROE向上といった株主の正当な関心・懸念に必要な関心を払うようにするためのコーポレート・ガバナンスの改善が必要であると考えたことにあります。

公開買付者グループは、上場企業における最良の買収防衛は、株主価値を向上させ、株価を高く維持することであると考えております。現在、公開買付者グループが行っている本公開買付けの公開買付価格はPBR1倍であり、これは東芝機械の解散価値に等しい値段です。東芝機械の現経営陣が株価をPBR1倍以上にできるのであれば、買収防衛策は本来必要ではないはずであり、東芝機械の現経営陣がこれまでに公開買付者グループとの間で建設的な対話を選択しようとせず、解散価値以上に株価を上げることを真剣に議論することなく、買収防衛策を導入し維持することを決定されたことは、東芝機械の現経営陣が株価をPBR1倍以上にできないということを認めたことであり、非常に残念に思います。

2. 公開買付者グループは、東芝機械の経営陣は企業価値向上と株主価値向上策に真摯に取り組むべきであると考えます。

公開買付者グループは、上場企業は、社会の公器として、従業員、取引先、ビジネスパートナーそして株主といった全てのステークホルダーに対する責任がある中で、株主に対しては、事業の競争力の強化や、資産効率の向上を通して ROE を向上し、自社の株価を中長期に渡り上昇させていくための株主価値向上策に取り組む責務があるものと考えております。

株主価値向上策とは、徹底的な ROE 向上策であり、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。利益を高めるには、「IRR 8%を超え、当期純利益の向上に資する M&A や設備投資であれば実行する」などといった投資に対する定量的な精査を行ったうえで、資本を活用し企業価値を向上する必要があります。

今般、東芝機械は、本公開買付けの開始後、2020 年 2 月 4 日に新しく中期経営計画「経営改革プラン」を公表し、「2023 年度に営業利益率 8%、ROE8.5%を目指す」ことを明らかにしましたが、東芝機械は、過去 10 年間、中期経営計画の目標を一度も達成できていないばかりでなく、9 回にも渡って、中期経営計画の目標値を塗り替えることで (中期経営計画の期間中に新たな中期経営計画に塗り替え) 責任を曖昧にする不誠実な経営を行い、利益剰余金を積み増し、株主への還元及び成長投資を怠ってきました。かかる過去の経緯を踏まえると、今回の新しい「経営改革プラン」については、現経営陣に対して真摯に取り組むことにより確実に達成することを求めていく必要があります。本公開買付けに反対している現経営陣の保身を図るための単なる一時的又は表面的な施策ではないことを注視し続けていく必要があります。

一方で、今回の新しい中期経営計画「経営改革プラン」は、現在、東証一部平均 ROE が 8.5%を超える中、4 年後の 2023 年度に目指す姿が ROE8.5%であり、目標としては未だ低すぎる水準にあります。2014 年 8 月に経済産業省が公表した伊藤邦雄一橋大学教授を座長として取り纏められたいわゆる「伊藤レポート」には、「グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限 8%を上回る ROE を達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも『最低限』であり 8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである。」と記載されております。東芝機械においては、2000 年度末時点において 402 億円だった純資産が 2018 年度末までにかけて 429 億円も増額し、その結果、2018 年度末時点の純資産額が 831 億円にまで達した一方で、売上高と営業利益は、2018 年度で売上高 1,174 億円、営業利益 38 億円に留まり、2000 年度の売上高 1,273 億円、営業利益 44 億円と比較して大きく変わっていません。これはつまり現在の東芝機械の事業規模に対して保有している純資産が過大であることを意味しています。東芝機械が ROE8.5%を達成するためには、その保有する内部留保について、留保する必要がある資金の水準を明確にした上で、それ以外の不必要な内部留保については、ROE を向上するための事業投資に用いるか、又は、一定の株主還元が必要です。また、東芝機械は、当時の金利が現在よりはるかに高かった 2000 年度において、有利子負債を活用して利益を稼ぎ出しておりました。約 20 年前の経営陣が徹底的な ROE 向上策を実行していたにもかかわらず、現在の経営陣はなぜそ

れを実行できないのでしょうか。

なお、この点について、公開買付者グループは、公開買付期間の延長に先立ち、東芝機械の独立委員会に対して「貴社が事業運営を継続的に進めるために必要な自己資本額は現時点でいくら位だとお考えでしょうか（約●億円という形でご回答願います。）。」というご質問をしたところ、独立委員会からはご回答いただかず、東芝機械の執行側（経営陣）から「今期末時点の見込みである 840 億円は自己資本として適正な水準であると考えております。」とのご回答がありました。

公開買付者グループは東芝機械が 2000 年台前半において純資産が 400 億円から 500 億円程度だったのにもかかわらず、現在以上の売上及び営業利益を確保していたことから、事業運営を継続的に進めるための必要な自己資本額は 400 億円から 500 億円程度だと考えており、東芝機械の経営陣の皆様の見解とは異なっております。また東芝機械が 2 月 4 日に「経営改革プラン」を公表した後も、東芝機械株式が PBR 1 倍である弊社公開買付価格を上回ることなく、2 月 5 日の終値は前日終値よりも 10 円安い 3390 円で引け、上記ご回答が開示された 2 月 18 日の終値は前日終値より 85 円安い 3260 円で引けるなど株主の皆様が現経営陣の経営戦略に納得されていないことは明らかなです。現経営陣は成長投資に関しては原則として自己資本で対応すべきであると考えているようですが、予想されるリスク額に鑑みても IRR 8.5%を優に達成できる投資対象が存在するのでしょうか。現経営陣は「経営改革プラン」において ROE 8.5%をコミットされているため、IRR 8.5%以上を達成できる投資対象でない場合、それは東芝機械の株主価値を向上されるのではなく毀損するものであると考えます。現状の株価は PBR 1 倍割れと割安に放置されており、現株主の皆様は「経営改革プラン」に懐疑的であると考えられるため、東芝機械経営陣の皆様が「経営改革プラン」を本当に達成できると考えているのであれば、買収防衛策によって本公開買付けを阻止しようとするのではなく、株主の皆様売却機会を失わせないためにも、経営陣の皆様が東芝機械株式をリスクを取って取得し、所有と経営を一致させ、非上場会社となって抜本的改革の断行と企業価値の向上を図ることも選択肢の 1 つとして検討されてはいかがでしょうか。

3. 本公開買付けに対する買収防衛策発動の是非については株主の皆様と裁判所の判断を仰ぐこととします。

これまで公開買付者グループは、東芝機械の経営陣と対話の場を持つことを試み、度重なる面談の申し入れを行ってきました。しかし、代表取締役会長である飯村幸生氏とは 1 度もお会いすることはできず、また、代表取締役社長の三上高弘氏との面談は 1 回のみで、その後は公開買付者グループからの面談のお申し入れをお受けいただくことはありませんでした。

公開買付者グループは、上場企業における最良の買収防衛は、株主価値を向上させ、株価を高く維持することであると考えております。東芝機械の現経営陣は、東芝機械の株価を低迷させて放置し、企業価値そして全ての株主の株主価値や ROE の向上のための施策を十分に実施せず、株主である公開買付者グループの協議の求めや提案に対しても真摯に応じることがなかったにもかかわらず、本公開買付けが開始されることを認識するや株主意思を踏まえて昨年廃止したばかりの買収防衛策を

取締役会の決議のみで導入するなど、上場企業として極めて不適切な行動をとっていることは誠に遺憾というほかありません。

今般、公開買付者が本公開買付けを行うことを決定するに至った最大の理由は、東芝機械の現経営陣に対して、株主価値向上や ROE 向上といった株主の正当な関心・懸念に必要な関心を払うようにするためのコーポレート・ガバナンスの改善が必要であると考えたことにあります。

公開買付者グループとしては、本公開買付けは、公開買付者グループの発言権を強化し、東芝機械の企業価値や株主価値の向上を実現するための有効な手段であると信じており、何ら不当なものではないものと考えておりますが、本公開買付けの当否については株主の皆様にご判断いただくことが妥当であると考えたため、冒頭に述べたような損失の発生にかかわらず、本公開買付けを延長することを決断しました。

公開買付者グループとしては、臨時株主総会における決議の内容を踏まえ、また必要に応じて裁判所の判断も仰いだ上で、本公開買付けについて最終的な判断をしたいと考えています。

なお、本件においても問題となっているいわゆる買収防衛策は、経営陣の保身のために利用される疑念を払拭することができないものであり、東京証券取引が公表したコーポレートガバナンス・コードにおいても、買収防衛策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならず、また、上場会社は株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではないものとされています。

東芝機械の現経営陣は、公開買付者グループが本公開買付けを開始する予定であることを 2020 年 1 月 17 日に認識するや否や、2019 年 6 月に株主の意思を踏まえて廃止したばかりの買収防衛策を取締役会決議のみで恣意的かつ濫用的に復活させるとともに、本公開買付けを中止させるために、今日に至るまでなりふり構わず、不正確な情報を開示し、本公開買付けが不当であるとの印象を与えるための印象操作を意図的に行っていると疑わざるを得ないような様々な手段を講じています。

公開買付者グループは、東芝機械の取締役会より、東芝機械とのやりとりを公開で行うことを要求されたことから、東芝機械とのやりとりを、東芝機械からの書簡を含め、全て株式会社オフィスサポートのホームページに公表していますが、これに対して、東芝機械は、そのホームページ上において公表する情報を恣意的に取捨選択し、東芝機械の発表を中心に掲載しています。そのため、これまでの公開買付者グループと東芝機械とのやり取りの詳細については、株式会社オフィスサポートのホームページ (<http://officesupport.bz>) をご参照いただくことを強く推奨します。

また、前述のとおり、これまで東芝機械において、過去 10 年間、中期経営計画の目標を一度も達成できていないばかりでなく、9 回にも渡って、中期経営計画の目標値を塗り替えることで（中期経営計画の期間中に新たな中期経営計画に塗り替え）責任を曖昧にする不誠実な経営を行ってきた経緯を踏まえると、東芝機械の現経営陣が 2020 年 2 月 4 日に新しく公表した中期経営計画「経営改革プラン」については、その内容を検証のうえ、現経営陣による真摯な取組みを求めていく必要があります、本公開買付けに反対している現経営陣の保身を図るための単なる一時的又は表面的な施策ではないことを確認する必要があります。しかしながら、東芝機械の飯村会長は 2 月 4 日の日本経済新聞のインタビューにて、「中期経営計画については 5 日以降、主要な機関投資家には個別に説明をし、我々

の考えを理解してもらえよう努める。」とご回答されていますが、公開買付者グループが、「経営改革プラン」についての説明を求めため東芝機械の取締役会に面談の申し入れを行ったところ、東芝機械からは「他の株主様と取扱いを異にして特別に貴社に対してのみ中期経営計画の説明を個別に行うことはできかねます。」とご回答をいただきました。公開買付者グループは東芝機械の筆頭株主であるにもかかわらず、このような差別的な取扱いをされることはコーポレートガバナンス・コード基本原則 1【株主の権利・平等性の確保】に違反している疑いのあるものですが、「経営改革プラン」の内容の合理性について説明をしようとしないう東芝機械の現経営陣の姿勢は残念というほかありません。

株主の皆様においては、本公開買付けに対する買収防衛策の導入及びその発動の是非について慎重にご判断いただきたいと考えております。

最後に、株主の皆様においては、東芝機械の企業価値ないし株主価値の向上を実現するため、そして、我が国における株式の自由な取引実務に悪しき前例を残さないようにするため、また、我が国の資本市場を世界標準から乖離したものにしないようにするため、臨時株主総会における本買収防衛策の導入及び発動の議案については反対票を投じていただけますようお願い申し上げます。

敬具