

(参考訳)

平成 30 年 10 月 3 日

## 株式会社 東芝

取締役、代表執行役会長 CEO 車谷暢昭 様

(写し) 取締役、代表執行役社長 COO 綱川智 様

取締役、代表執行役専務 CFO 平田政善 様

取締役会議長、指名委員会委員兼報酬委員会委員 小林喜光 様

## 東芝 | 潜在価値の実現

車谷様

当社が車谷様と「東芝 | 潜在価値の実現」のプレゼンテーション資料を内覧した 10 月 2 日のミーティングに関し、以下に補足させていただきます。当社は、東芝の株式を現在 6.5% 保有し、大株主の一人として、これまでの豊富な投資経験と分析リソースを用いて、東芝及びその事業につき（資本配分及び 6 月に発表された自社株買いの実施にあたり、東芝が取り得る最適な戦略手段を含む）詳細にわたる評価を行いました。キング・ストリートは、運用資産が 200 億ドルを超えるグローバルな投資家であり、日本に拠点を有し、長期的かつファンダメンタルなリサーチ重視の投資を 23 年間行ってきた実績があります。東芝が再生するにあたり、当社が価値ある知見を提供できるものと信じております。

資本配分は、会社の経営陣及び取締役会が行う意思決定のうち最も重要なものの一つです。歴史的な事業改革に着手するにあたり、多額のネットキャッシュを有するという特異な状況にある東芝にとっては、正にそうであると言えます。当社の分析によれば、東芝が非常に過小評価されており、そのことで今自社株へ投資することにより、巨額の利益を生み出せます。東芝は、2018 年 6 月 13 日に 7,000 億円の自社株買いを発表しましたが、実施の引き続く遅延は、株主の利益を大きく損なうおそれがあります。さらに、公表された取得額は東芝の余剰資金を大幅に下回る額です。

東芝の経営陣、取締役会、株主及びその他全てのステークホルダー（利害関係者）に対し、1.1 兆円の迅速かつ増額された自社株買いにより創出されると考えられる多大な価値を知っていただくために、当社のプレゼンテーション資料を公表します<sup>1</sup> ([www.unlockingtoshibavalue.com](http://www.unlockingtoshibavalue.com) にてアクセス可能)。このような自社株買いが、東芝にとって過剰資本の最高かつ最善の活用方法であります。重要なのは、この前例のない程の機会から十分に受益する為には、可能な限り速やかに、自社株買いを実施することです。当社が最近株式の保有割合を引き上げたことが示すように、当社は東芝の事業には長期的価値があること、そして再び日本を代表する一社としてのステータスを取り戻す能力があることを確信しています。東芝は安倍首相が提唱する、より良いガバナンスと資本の効率的活用を通じた企業活性化の主要な成功例となることができるでしょう。

<sup>1</sup> 本レターは、プレゼンテーション資料（同資料記載のディスクレームー文言を含む）と併せて読まれることを前提としています。本レター及びプレゼンテーション資料（東芝 Next プランの推測された内容を含む）は、当社独自の分析及び東芝により公表された情報のみに基づき作成されています。

当社のプレゼンテーションの主要なポイントを以下に要約いたします。

### 東芝は非常に過小評価されている

当社は東芝が非常に過小評価されていると考えており、そのことからすれば、東芝の自社株買いのタイミングと規模は共に、極めて重要です。東芝が経営する事業は、評価の高い製品を製造し、2.7兆円を超える収益を生み出す大規模で質の高い工業会社を含みます（プレゼンテーション資料のスライド9ご参照）。これらの事業の多くは、安定したリカーリング収益や高い利益率を有し、国内市場の主要プレイヤーであり、また/或いは差別化された技術を有しています。しかし、東芝株の2018年9月27日現在の終値に基づけば、これらの事業の価値が1,070億円であることを示唆するものであり、その本来の価値の5%以下に値します。

東芝は何年にもわたり低い営業利益率に悩まされてきましたが、様々な事業に関して、今後12~24か月の間に利益率を3倍増の5%に上げられる多数の短期的な取り組みがあります。これらの取り組みはスライド31-33に記載されていますが、東芝の事業価値を1.2兆円に増加させることとなります。東芝Nextプランが策定された後、営業利益はグローバルな競争相手に並ぶ水準である約11%までに改善し、事業価値は更に増大し、2.6兆円になるでしょう。当社が推奨するように自社株買いを早期に増額して実施すれば、東芝の株価は11,157円になり得ます（スライド22ご参照）。

### 自社株買いを迅速に実施しなくてはならない

東芝はこの6月に発表した7,000億円の自社株買いを未だ実施していません。当社はこの進展しない状況に不満を抱いており、東芝が即時に自社株買いを実施することがいかに重要か、いくら強調してもし足りません。現在の過小評価された株価からすれば、東芝が早く自社株買いを行えば行うほど、東芝への利益が大きくなります。遅延又は非効率的な自社株買いの実施は購入価格を上昇させる結果を招き、結果的に株主の利益を大きく損なうこととなります。

タイミングの影響については、現在の株価水準で買い戻せた場合には、短期的な取り組み実行後の株価が100%、東芝Nextプランの実行によりグローバルな競争相手に並ぶ水準まで利益率を上げることに成功したと仮定すれば、中長期的には株価が240%超上昇することになり得ます（スライド22ご参照）。これらの取り組みを実行するまで**自社株買いを先延ばしにすれば、このような株価の上昇は半減します。**

自社株買いを適時に全額実施する手法は幾つかあり、いずれでも東芝の株式価値を飛躍的に上昇させます。当社としては、東芝が単一取引で即時に株式を減らすことができ、最も低い買取価格（税金調整後ベース）となり、そして実施時のリスクを最小化する加速型自社株買いプログラム（「ASR」）が最も効率的な手法であると考えています（スライド19と112-114ご参照）。いかなる手法を採用したかにかかわらず、東芝が、自らの再生に投資することにより得られる巨額の利益を享受する為には、可能な限り速やかに自社株買いを全額行うことが必要不可欠です。監査済みの第二四半期臨時計算書類が取締役会で承認され、11月に予定されている東芝Nextプランが発表された後、東芝は即時に自社株買いを開始し、実施することを当社は強く求めます。

### 自社株買いを大幅に増額しなくてはならない

自社株買いのタイミングを早めることが最も重要ですが、その規模を拡大させることも不可欠です。この数か月間、多くのミーティングや書簡において車谷様に対し、東芝が有する余剰資本の規模及び東芝の価値が非常に過小評価されている現状からすれば、公表された7,000億円の自社株買い額は著しく不十分であると明確に述べてきました。

東芝は合計1.8兆円の現金、及び一株1,833円に相当する約1.2兆円のネットキャッシュを保有しています（スライド21ご参照）。自社株買いから得られる並はずれた利益は、その他の投資選択では到底

及びません。従って、可能な限り多くの余剰資本がこの投資選択に充てられるべきです。当社は、自社株買い計画を最低でも 1.1 兆円に増額させることにつき、現実的な障害はないものと強く信じています。この増額は東芝の資本配分を最適化し、東芝の発行済株式総数を減少させ、そして適切に実施された東芝 Next プランと組み合わせれば、長期的には株価が大いに上昇する結果となり得ます。

**1.1 兆円の自社株買い後も、東芝は非常に堅実な財務指標を維持するでしょう**（スライド 11 と 23 ご参照）。7,000 億円の現金を保持し、競合相手よりも低い財務レバレッジを維持し、将来の自社株買いや配当を行う十分な余力を持ち続けます。適正な信用格付を取得する重要性を理解していますが、R&I 社は、東芝がより高い信用格付を得る為には、追加余剰資金の保持よりも、収益性と利益の安定性が鍵となることを公表しています。構造改革費用や LNG 契約によるいかなる損失にも追加の余剰資金は必要ありません。さらに、非事業資産（例えば、政策保有株式や不動産）もネットキャッシュ及び配当原資を大幅に増加させる為に流動化されるべきです（スライド 49-53 ご参照）。

### 全てのステークホルダーの利益になる

**東芝 Next プランを達成すると共に、1.1 兆円規模の自社株買いを迅速に行うことは、従業員、サプライヤー、顧客、規制当局及び銀行を含む全てのステークホルダーの利益となります**（スライド 13 ご参照）。これに加え、当社が推奨する自社株買いは、コーポレートガバナンス改革と資本のより良く、効率的な活用によって日本の企業を活性化するという安倍首相の「第 3 の矢」及び「伊藤レポート」の狙いと一致します（スライド 12 ご参照）。

### 結論

本レターで要約し、プレゼンテーション資料で詳細に述べた当社の提言を採用することにより、東芝の株主に対して持続的な価値を創出させるとともに、東芝を産業と技術の象徴として、日本企業を代表する存在に復活させるでしょう。

**当社は、東芝の経営陣と取締役会がこの歴史的な機会を十分に活用し、1.1 兆円に増額された自社株買いの迅速な実施により、巨額の利益を実現化させることを強く要請します。**

当社の考えや資料につき、さらに詳細な協議をいつでもさせて頂く用意ができています。当社は大衆投資家であり、取引を制約する未公表の重要情報を受領できないことを申し添えます。

以上、よろしくお願ひ申し上げます。

キング・ストリート・キャピタル・マネージメント L.P.