

2020年4月16日

〒105-8001

東京都港区芝浦一丁目1番1号

株式会社東芝

指名委員会委員長 小林 喜光 殿

指名委員会委員 太田 順司 殿

指名委員会委員 山内 卓 殿

指名委員会委員 藤森 義明 殿

250 North Bridge Road  
#13-01 Raffles City Tower, Singapore  
3D Investment Partners Pte. Ltd.

前略

3D Investment Partners Pte. Ltd.（以下「当社」）は、2020年3月31日時点、グループ全体で貴社株式を14,980,699株保有しております。当社は、貴社における経営陣の適格性に関する判断に強い懸念を有しており、2020年6月に第181期定時株主総会の開催が予定されていることを踏まえ、指名委員会の委員である貴殿らに対し、本書簡にて当社の考えをお伝えいたします。

## 1. 指名委員会の役割

ご承知のこととは存じますが、東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」）では、別紙に記載のとおり、取締役会の役割・責務として、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従って、経営陣（特に経営トップ）の人事を行うべきことが明記されています。

また、貴社は、法令及び定款に次ぐ規程として、コーポレートガバナンス・ガイドライン（以下「CGガイドライン」）を定めているところ、別紙に記載のとおり、貴社においては、独立社外取締役によって構成される指名委員会が、取締役の指名基準、執行役の選任基準及び代表執行役の選定基準の決定並びに執行役社長の選定・解職議案の策定を担っており、これらを通じて、経営トップの選定についての全責任を負うこととされています。

## 2. 貴社経営陣のパフォーマンスに対する評価

貴社は、東芝Nextプラン（2018年11月発表）において、その目的がTotal Shareholder Return (TSR)の拡大であることを明示し、2019年6月26日に開催された第180期定時株主総会においても、取締役選任議案を通じてTSRの拡大へのコミットメントを明確にしました。具体的には、現在の経営トップは、代表執行役社長CEOの車谷暢昭氏（以下「車谷氏」）であるところ、

第 180 期定時株主総会の招集通知では、車谷氏を代表執行役会長 CEO 候補者、取締役候補者とした理由について、以下のとおりに記載されています。

「車谷暢昭氏は、2018 年 4 月に代表執行役会長 CEO に就任して以降、今後 5 年間の全社変革計画『東芝 Next プラン』の策定を推進し、2018 年 11 月 8 日にこれを公表しました。当社は、企業価値の最大化を通じて株主価値向上を実現するため、同プランの実行を推進しているところです。また、当社は、Total Shareholder Return (TSR)の拡大を目指して株主還元強化を推進しており 7,000 億円を上限とする自己株式の取得を決定し、現在実行中です。引き続き代表執行役会長 CEO として同プランの実行を担うことが適当と指名委員会として判断いたしました。」

当社としても、東芝 Next プランにおいて、企業価値の最大化を通じ、TSR の拡大を目指すことを貴社が宣言したことについて高く評価し、東芝 Next プランの実行の推進を期待していました。しかしながら、近年、東芝 Next プランの目的である TSR の拡大はまったく実現しておらず、貴社の経営陣は株主からの期待を裏切り続けています。

具体的には、貴社が定義される相対 TSR は以下のとおりです。（東京証券取引所第一部上場の電気機器業種に分類され、直近決算期における売上高が 1 兆円以上の企業のうち、貴社の決算期である 3 月における東京証券取引所での終値に基づく平均時価総額が上位 10 社の企業と貴社を比較）

証券コード	企業名	TSR (キャピタルゲインと配当を合わせた総合投資利回り)		
		19年度 (19年3月29日～20年3月31日)	東芝Nextプラン発表以降 (18年11月7日～20年3月31日)	車谷氏代表執行役会長就任以降 (18年3月30日～20年3月31日)
6758	ソニー	38.2%	5.2%	24.8%
6981	村田製作所	-0.7%	-13.7%	12.7%
6594	日本電産	-20.0%	-21.3%	-31.6%
8035	東京エレクトロン	27.2%	31.8%	1.7%
7751	キヤノン	-26.6%	-26.5%	-38.8%
6501	日立製作所	-12.3%	-10.8%	-18.4%
6503	三菱電機	-6.2%	-7.5%	-21.5%
6971	京セラ	-1.4%	5.6%	6.7%
6752	パナソニック	-13.5%	-30.1%	-45.8%
6702	富士通	22.2%	40.2%	49.0%
	時価総額加重平均TSR	5.8%	-2.4%	-2.4%
6502	東芝	-32.5%	-29.0%	-22.7%
	相対TSR	-38.3%	-26.5%	-20.4%
	11社中の東芝順位	11位	10位	8位

「相対 TSR=貴社 TSR-比較対象企業群の時価総額加重平均 TSR」とすると、相対 TSR は、車谷氏代表執行役会長就任以降で-20.4% (11 社中 8 位)、東芝 Next プラン発表以降で-26.5% (11 社中 10 位)、2019 年度で-38.3% (11 社中 11 位) となり、貴社の絶対的な TSR と相対 TSR 共に惨憺たる結果となっています。

貴社自身が TSR の拡大を目指すとしておきながら、このような客観的な結果となっていることから、端的に貴社経営陣のパフォーマンスが極めて低かったと評価せざるを得ません。

指名委員会は、経営陣（特に経営トップ）の人事を検討するに当たって、近年の当社の TSR の状況をどのように評価していますでしょうか。上記のとおり、客観的な結果が出ている以上、仮に指名委員会が貴社経営陣のパフォーマンスを相応に評価しているのだとすれば、なぜその

ような評価をしているのかを貴社の株主及び株式市場に対して説明し、納得を得る必要があります。

しかしながら、貴社が株主とそのような対話を行った形跡はなく、また、貴社の株価が継続して低迷していることからすれば、株式市場に対する説明も不十分であると指摘せざるを得ません。

### 3. 経営陣の適格性と指名委員会における検討

上記1.で記載したとおり、指名委員会は、客観性・適時性・透明性ある手続に従って、経営陣（特に経営トップ）の人事を行う必要があります。

貴社が推進している東芝 Next プランでは、TSRの拡大を目的としている以上、経営陣の適格性はTSRを拡大することができるか否かが基準となるはずであり、実際に、指名委員会が第180期定時株主総会に際して車谷氏を経営トップとして適当であると判断したのも、東芝 Next プランの実行を担うのが適当であるということが根拠になっていました。

したがって、2020年6月に第181期定時株主総会における会社提案の取締役選任議案の決定、並びに、同株主総会後の執行役及び執行役員の人事に当たっては、近年のTSRに対する評価に関して徹底した議論を行った上で、TSRを拡大するための具体的な戦略を策定し、その戦略を実行するのに適切な人材の経営陣への登用を進めていただく必要があります。

第180期定時株主総会以降、貴社が具体的に行った施策は、上場子会社である東芝プラントシステム株式会社、株式会社ニューフレアテクノロジー及び西芝電機株式会社の完全子会社化のみでした。貴社における最も大きな問題点は、コングロマリット・ディスカウントが生じている点にあります。コングロマリット・ディスカウントが生じる主な背景として、資本コスト以下の低ROICの投資が活発に行われ、株主価値が毀損されるのではないかと、株式市場の懸念があります。貴社による上場子会社3社の完全子会社化は、コングロマリット・ディスカウントの解消と相反する施策です。

経済産業省は、成長投資を積極的に行うためには、事業ポートフォリオの新陳代謝、特にスピノフや事業売却等によるノンコア事業の切出しが重要であるものの、日本の大企業全体としては、必ずしも十分には行われていないのが現状であるといった問題意識の下、「事業再編研究会」を設置し、2020年1月31日から研究会を重ねており、2020年6月末を目途に経済産業省名にて実務指針を策定・公表することを目指しているとのことです([https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyosaihen/pdf/001\\_03\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyosaihen/pdf/001_03_00.pdf))。事業再編研究会では、日本企業において事業ポートフォリオの新陳代謝、特にノンコア事業の切出しが進みにくい背景・要因を明らかにした上で、事業再編を積極的に行っている企業の取組を参考にしつつ、経営陣における適切なインセンティブ、取締役会による監督機能の発揮、投資家とのエンゲージメントへの対応、事業評価の仕組みの構築と開示等の在り方について検討を行うこととされています。

そして、第1回事業再編研究会における経済産業省による事務局説明資料（資料5）([https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyosaihen/pdf/001\\_05\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyosaihen/pdf/001_05_00.pdf))では、日本企業は低収益

セグメントを抱え込む傾向があり、東証1部の主要企業では、事業セグメントが多いほどPER（株価収益率）が低くなる傾向があるとの指摘が行われています（資料5・9ページ）。経済産業省が指摘しているこのような問題点は、貴社において典型的に発生しており、貴社においては、ノンコア事業を切り出すどころか、ノンコア事業を積極的に取り込む施策を実行しているのです。貴社の施策を株式市場が評価していないことは、貴社の株価が継続的に低迷していることから明らかです。

以上のような現状を踏まえ、指名委員会が経営陣の人事を検討するに当たっては、TSRの拡大が進んでいない原因の究明とその原因を解消するための具体的な施策の検討が必須となりますし、貴社がTSRを「キャピタルゲインと配当を合わせた、株主にとっての総合投資利回り」と定義し、株価に連動させた指標としている以上、TSRの拡大が株式市場の理解なしには達成し得ないことは明らかです。したがって、指名委員会及び貴社がTSR拡大のための具体的な施策を検討するに当たっては、株主との対話を積極的に行い、株主の視点から評価される内容とすることも不可欠です。

#### 4. 最後に

当社は、継続的に貴社経営陣及び指名委員会の委員を含む社外取締役の皆様と積極的な対話を行うことを希望しています。

東芝Nextプランの目的であるTSRの拡大の推進という点で、貴社と当社の考えは完全に一致しています。当社は貴社の株主及び株式市場からの貴社の見え方について十分な情報提供を行うことができ、また、TSR拡大のための有意義な議論を行うことができると確信しています。

指名委員会が、名実ともにCGコード及びCGガイドラインに沿って貴社経営陣の適格性を判断するため、是非、株主との対話を積極的に進めていただければと存じます。

草々

● コーポレートガバナンス・コード

【原則 4-3. 取締役会の役割・責務(3)】

取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべきである。

(以下、省略)

【補充原則 4-3①】

取締役会は、経営陣幹部の選任や解任について、会社の業績等の評価を踏まえ、公正かつ透明性の高い手続に従い、適切に実行すべきである。

【補充原則 4-3②】

取締役会は、CEO の選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えた CEO を選任すべきである。

【補充原則 4-3③】

取締役会は、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEO がその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEO を解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべきである。

● コーポレートガバナンス・ガイドライン

【2条】

本ガイドラインは、法令及び定款に次ぐ規程であり、社内の他の規程に優先して適用される。

【3条5号】

当社は、指名委員会を中心に、経営トップの適格性の基準の明確化と具体的な候補者の適格性を適切に判断できる仕組みを構築する。

【16条1項】

指名委員会は、株主総会に上程する取締役選任議案の内容を含む法令に定められた事項を決定するほか、以下の事項を決定する。

- ①取締役指名基準
- ②社外取締役の独立性基準
- ③執行役社長の選定・解職議案の策定
- ④指名・監査・報酬各委員会委員の選定・解職議案の策定

- ⑤執行役社長の後継者計画（サクセッションプラン）の策定
- ⑥執行役の選任基準及び代表執行役の選定基準」