

東芝の戦略再検討プロセスに対する当社の考え方

2022年3月



3Dインベストメント・パートナーズについて

- 3Dインベストメント・パートナーズは、2015年設立のシンガポールを拠点に日本特化型のバリュー投資を行う独立系資産運用会社
- 投資哲学は「複利的な資本成長を通じた中長期的な価値創造」
- 長期の時間軸に立って集中的な投資を実施

3Dは2016年から東芝の株主であり、保有比率で2番目に大きい株主です。

エグゼクティブ・サマリー	3
SRCプロセスから2分割案に至るまでの過程には多くの疑義があった	
1. SRCプロセスは歪められていた	11
2. SRCの結論は経営陣主導で僅か3か月で覆った	22
3. 2分割案は分割案に反対する株主の意見を「排除」する試みだった	26
4. 株価はSRCプロセスと結論を評価していない	29
3Dの提案	34
3Dの提案や非公開化に対する東芝の見解	38
結論	41
SRC報告書対応表	43
Appendix	47
免責事項	49

エグゼクティブ・サマリー

SRCプロセスは不公正かつ不透明だったため、公正な形で再度やり直す必要がある

株主総会における深刻な不信を受け、東芝経営陣は戦略的選択肢の再検討を誓約した。
しかし、2分割案に至るまでのプロセスは不公正かつ不透明で、株主は不信をもったままである

- 過去10年間の東芝の問題は3つの言葉に集約される： 会計不正、定時総会における議決権集計問題、株主との対話の拒否
- 2021年4月、CVCが東芝に非公開化提案を行い、5,000円の入札価格を提示した¹。
 - 経営陣はCVCの提案に拒否反応を示し、銀行に融資しないように働きかけ²、政府にもCVC提案を止めるよう相談した²
 - 21年の定時株主総会で取締役の信任率が著しく低下したことを受けて、取締役会は株主からの信頼を回復するために、戦略的選択肢を「客観的かつ徹底的」³に見直すための戦略検討委員会(SRC)プロセスを開始した
- SRCの5か月に及ぶ審査プロセスは、選択肢の網羅性と検討過程における客観性を十分に備えられていなかった。
 - 経営陣は提案を受ける環境整備を拒否し、上場維持が最適であると何の根拠もなく主張し、戦略的・金融的投資家による提案を受ける機会を妨げた
 - 経営陣がそのような否定的な姿勢を示す中、どの投資家も提案をできず、非公開化に関して「提案に繋がり得る問い合わせ」³さえ受領できなかった
 - 結果としてSRCプロセスは歪められ、実質的に、所有構造を変えない中での企業価値向上策を検討するに留まった
- 少ない選択肢の中で、SRCは3社への分割案が最適であると結論付けた。その過程では「客観的かつ徹底的」³な検討が行われたと主張した。
 - 三分割案においては、会社法上株主の3分の2の賛成が必要であった
 - 多くの株主や市場関係者、東芝関係者は、3分割案がガバナンス及び事業運営上で有益であるかは疑問であり、最適策であるかは疑わしいとの見方を示した
- 本来必要な3分の2以上の株主の賛成が得られない可能性が出てきたため、東芝は急遽、過半の賛成で済む2社への分割案が最適であるとの見方に変えた。
 - 綱川前CEOは「われわれ経営陣が自らの手で作った再編のスキームを進めていく」⁴と、この変更がSRCではなく経営陣主導で行われたことを公然と認めた
 - たった3か月で結論が変更された事実は、SRCプロセスの不徹底性を示しており、また当日の綱川前CEOの発言⁵は、分割案に反対する株主の意見を「排除」するため2分割案への変更が行われたことを示している
- 投資家が「具体的かつ実現可能性のある真摯な提案」³ができる環境整備をした上で、2分割案含め最適策を検討し、透明性のある開示の下でそれを公表するSRCプロセスの再開こそが、東芝が株主の信頼を再構築するためにすべきことである。

¹ "Japan's Toshiba considers \$20 billion take-private deal," Reuters, 2021/4/6 ² "Toshiba says CVC to 'step aside to await' guidance over offer," Reuters, 2021/4/20

³ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート (和訳)」東芝、2021/11/12 ⁴ 「東芝の綱川社長、株式非公開化は「いばらの道」」Bloomberg、2022/2/28 ⁵ 「臨時株主総会に向けて」東芝、2022/2/14

1875年に創業された東芝は、日本有数の名門企業である

概要

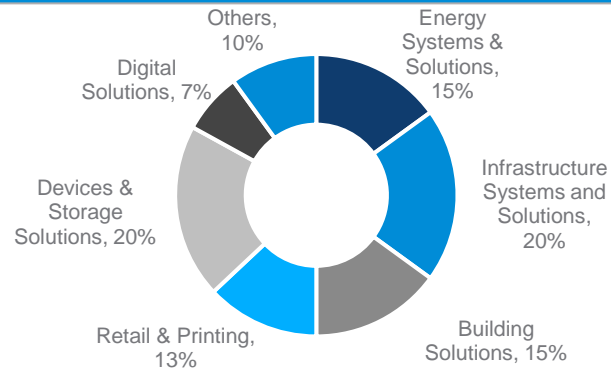
本社	東京
株価 (2/18/2022) ¹	4,579円
時価総額 (2/18/2022) ¹	1.98兆円
戦略委員会の結論報告日	2021年11月12日

- 2015年以降、**度重なる不正会計や議決権集計問題**等の様々なガバナンス上の問題により、東芝経営陣と株主との信頼関係は毀損されてきた。
- 結果、東芝の**株主総利回りは対競合比で長期にわたり大きく劣後**。
- 2021年4月、東芝経営陣は、詳細な情報の開示を拒む一方で、非公開化提案に盛り込むべき「必要な情報」として厳しい条件を付し、**PEファンドが提案をし難い状況を作り出した**。一部では、東芝経営陣が取引銀行に対し、非公開化提案を行ったCVCに融資をしないよう圧力をかけたことも報道されている。
- 2021年6月、定時株主総会における深刻な株主による不信を受けて、東芝取締役会は不信を払拭するために、**戦略委員会(SRC)**の活動範囲に「潜在的な戦略投資家及び金融投資家との対話」を含めた。
- しかし、**SRCプロセスは歪められていた**。営陣が様々な形で強い影響力を有し「客観的かつ徹底的なレビュープロセス」は実施されることはなかった。
- 2021年11月、東芝はSRCによる5ヶ月にわたるレビュープロセスの結論として**会社3分割案**を発表した。
- 僅か3ヶ月後の2022年2月、東芝は特別決議が必要な3分割案を普通決議で済む**2分割案に変更**した。

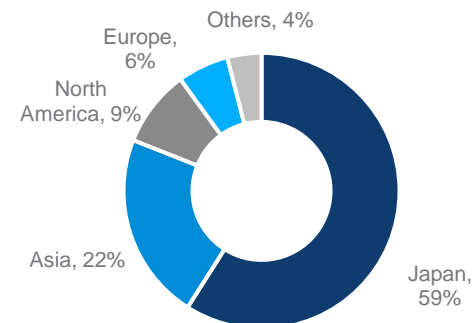
事業セグメント

Energy Systems and Solutions	原子力発電システム、火力発電システム等
Infrastructure Systems & Solutions	公共インフラ、鉄道・産業システム等
Building Solutions	昇降機、照明器具、空調機器等
Retail & Printing Solutions	POSシステム、複合機等
Electronic Devices & Storage Solutions	半導体、ハードディスク装置等
Digital Solutions	デジタルソリューション等
Others	物流サービス、電池等

セグメント別売上構成比²



地域別売上構成比²

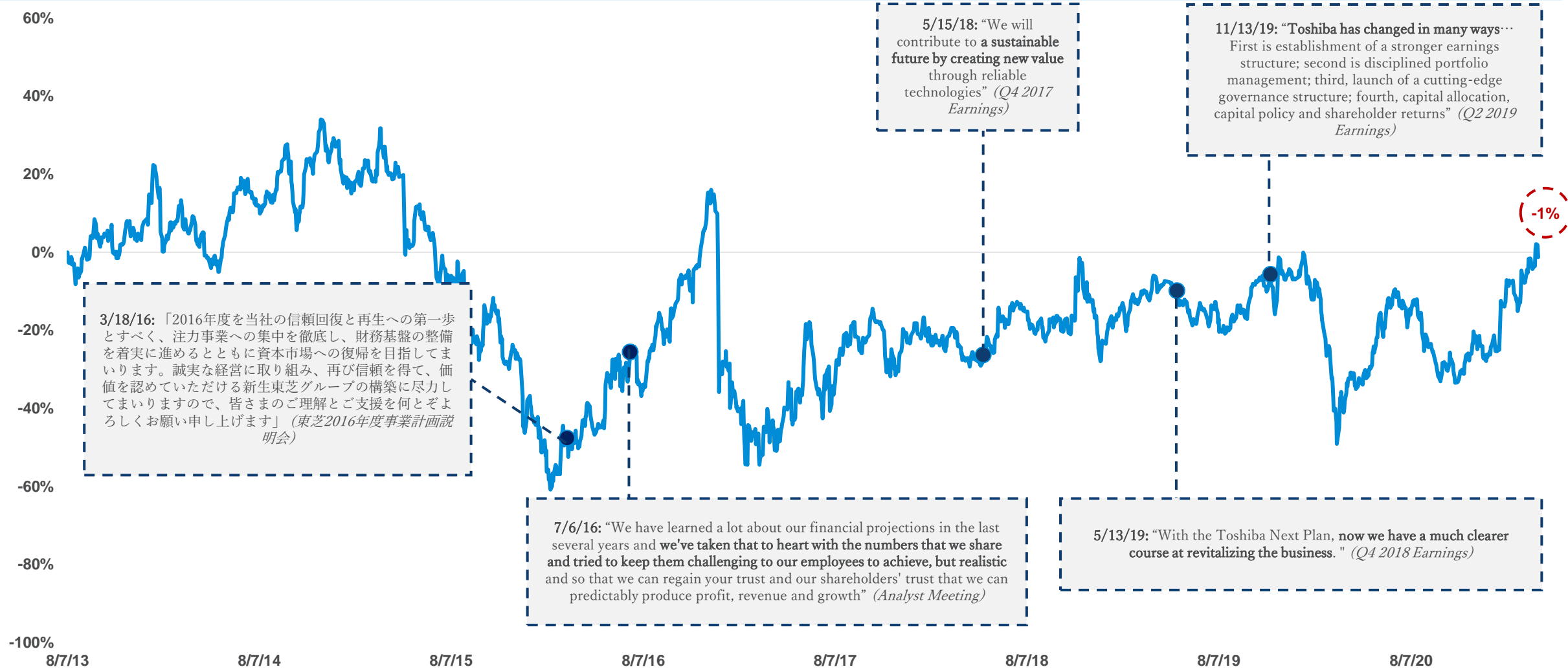


¹ FactSet 2022/2/18時点

² 会社開示資料

東芝経営陣は長年に亘り企業価値を創造できず、信用を失ってきた

2013年度経営方針説明会からCVCによる非公開化提案を受領するまで、
株価は7.5年で横ばいであり、東芝経営陣は企業価値を全く創造してこなかった



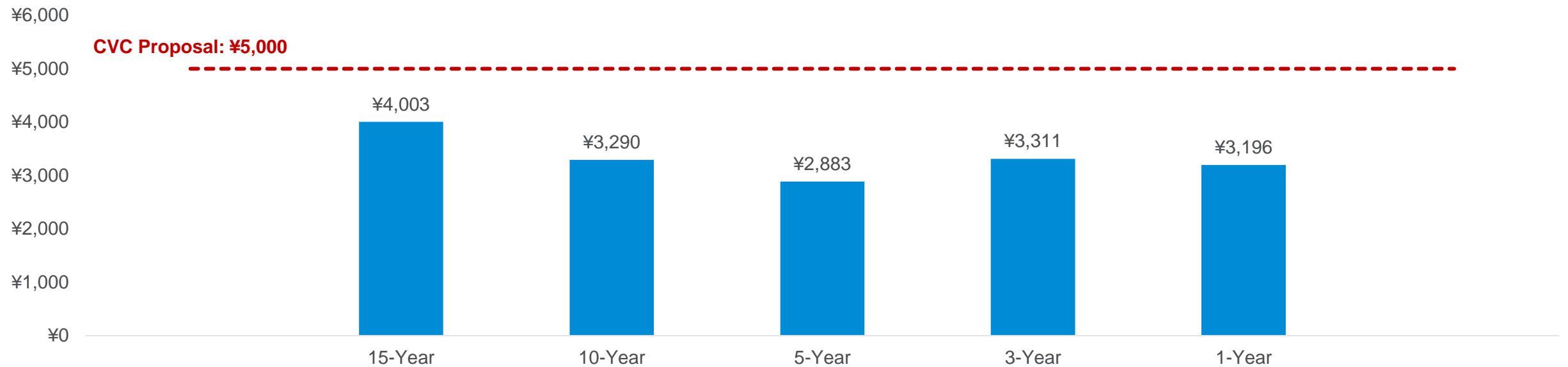
注：2013年8月7日から2021年4月6日(CVCによる非公開化提案が報道される前日)までの株価推移、過去の発言の議事録(日本語版)が入手できなかったため、Factsetが提供する議事録(英語版)から引用

出所：Factset、会社開示資料

2021年4月、CVCから非公開化提案を受領し株価は急騰した

CVCが東芝の非公開化に関心を示し、当時の株価水準を大きく上回る価格を提示した

CVC提案受領前¹の東芝の株価(VWAPベース)



“

CVCキャピタル・パートナーズは東芝に200億ドルのオファーを出し、KKRや他のプライベート・エクイティ・ファンドとともに、日本史上最大のバイアウト案件となる可能性のある入札合戦を繰り広げた... CVCの買収提案のニュースと多額のプレミアムが期待されることから、水曜日に東芝の株価は18%上昇した。これにより、株価は同社の金融危機が始まる直前の2016年12月初旬以来の高水準となった。(※3D和訳)”

¹ FactSet 2021/4/6時点(CVCによる非公開化提案が報道される前日)

² “CVC makes \$20bn offer for Toshiba,” *Financial Times*, 2021/4/7

CVCの提案を契機に、株主や世論は非公開化も含む戦略的選択肢の再検討を経営陣に求めた

CVCによる非公開化提案を契機に、株主やメディアは、東芝が非公開化も含め、最も企業価値を高める選択肢を検証すべきであると主張した

FINANCIAL TIMES

2021年4月14日

Toshiba takeover bid tests corporate Japan
Competing bids should be handled in a fair and transparent way

“The way this contest is handled will send a signal to overseas investors on whether Tokyo really is serious about attracting foreign investment and modernising its corporate sector…”

“Toshiba should conduct an open process, allowing various buyers to explain how the company can reform and succeed. The board should then pick the best option. That would **benefit Toshiba and demonstrate that Japanese corporate governance really has changed.**”¹

NIKKEI

2021年4月8日

買収提案が問う東芝ガバナンス改革の真価

「一連の難題に取り組むために独立した検討委員会をつくる選択肢もありうるが、それを決めるのもまた取締役会だ。…東芝は5年余りにわたり企業統治の改革を進めてきた。その到達点といえる現在の東芝の取締役会は、問題が複雑に交差する買収・非公開化を適切に判断できるのか。外資ファンドの買収提案が試すものは、東芝のガバナンス改革の実効性にほかならない。」²

OASIS

2021年4月13日

「提案は東芝が要請したものではないと理解しているが、東芝は株主のために真剣に精査すべき。…東芝に興味を持っている潜在的な買い手のためにも、今回の買収提案の検討手続きを開かれた公正なものにしてほしい。…ガバナンスが機能していることを示す良い機会だ」³
“If the company is open to bids, **we believe there would be other bidders interested in acquiring Toshiba.**”⁴

3D INVESTMENT PARTNERS

2021年4月26日

「かかる不信の連鎖の断絶は、貴社取締役会と経営陣によるガバナンスの健全性の確保と、株主を含む全ステークホルダーからの信頼の回復によって実現されます。…

当社は、大株主として、貴社取締役会に対し、「戦略的選択肢の再検討プロセス」を開始頂くことを要望します。特に、公正かつ適切にプロセスを進めるために、非公開化提案について貴社経営陣が反発しているという極めて深刻な認識の誤りは、実際のアクションを通して明確に否定して頂くことを強く要望します。」⁵

FARALLON

2021年4月12日

「東芝の取締役会には、積極的なマーケット・チェックの実施、独立した特別委員会の設置等の取引の公正性を担保する措置を講じた上で、株式非公開化の提案を真摯に検討し、中長期的な企業価値の最大化を実現する責務があります。我々は、東芝の株主として、取締役会がその責務を適切に果たすことを期待しています」⁶

「我々は、東芝との間で、長年にわたりガバナンスとキャピタルアロケーションの課題について建設的な議論を継続してきました。一般に、株式非公開化は、株主と経営者の利害を一致させることにより、これらを改善する有効な手段の一つになりえます。」⁶

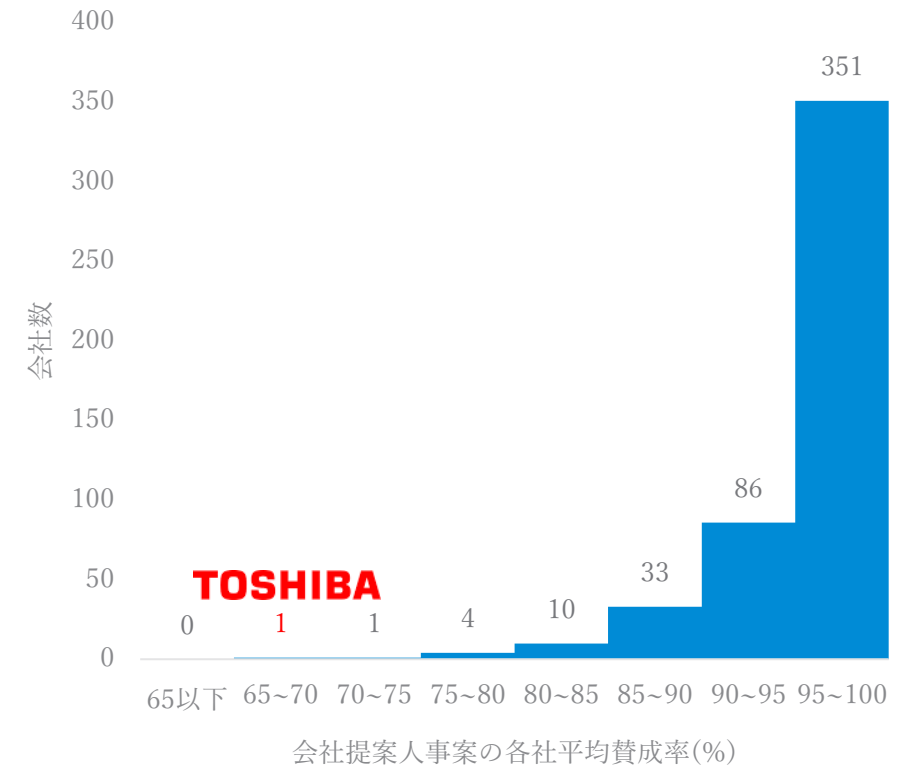
¹The editorial board, “Toshiba takeover bid tests corporate Japan.” *Financial Times* ²「買収提案が問う東芝ガバナンス改革の真価」日本経済新聞 ³「英CVCの東芝買収提案、「安すぎる」と株主の香港ファンド」ロイター通信 ⁴“Toshiba investor Oasis unimpressed by CVC’s \$20 billion offer” REUTERS ⁵「3Dインベストメント・パートナーズ、東芝取締役会に宛て、公開書簡を送付」3Dインベストメント・パートナーズによるプレスリリース ⁶「ファラロン・キャピタル：CVCによる東芝に対する非公開化の提案に関して - 取締役会には「中長期的な企業価値の最大化を実現する責務」が存在」ファラロン・キャピタルによるプレスリリース

株主による深刻な不信を受けて、取締役会は信頼回復のために戦略再検討(SRC)プロセスを開始した

東芝取締役会は21年6月株主総会における深刻な不信任を受けて、株主との信頼関係を回復するために、戦略委員会(“SRC”)による「全面的な見直し」を誓約した

- 東芝の取締役会は21年6月株主総会において極めて低い株主信任しか得られなかった。
 - 取締役の平均賛成率は僅か68%で、同業他社のどの会社よりも著しく低く、TOPIX500中最下位だった
 - TOPIX100社の取締役賛成率は平均97%(2021年)¹
- 深刻な株主による不信を受けて、綱川前CEOは「株主を含めたステークホルダーとの信頼回復に努める」ことを誓約した²。
- 取締役会はSRCの業務に「潜在的投資家との対話」を含めた上で「現在保有する資産について全面的な見直し」をすることを誓約した³。
 - 取締役会はSRCの「活動範囲を拡大」し、「現在保有する資産について全面的な見直し」を行うことを表明³
 - 取締役会はSRCが「潜在的な戦略投資家及び金融投資家との対話」に「先入観を持たず」臨むことを株主に誓約した³
 - この声明は、株主との信頼関係を再構築すべく取締役会が網羅的なSRCプロセスを株主に誓約したものであると当社は解釈し、期待した

会社提案取締役人事案の平均賛成率の分布
(TOPIX500)



*TOPIX500社を対象。2020年7月～2021年6月に開催された株主総会に関する、臨時報告書をもとに当社集計。非公開化した企業は除く。

¹ Proxy Insight

² 「綱川社長「ステークホルダーとの信頼回復に努める」」産経新聞、2021/6/25

³ 「当社取締役会からの声明」東芝、2021/6/25

SRCプロセスから2分割案に至るまでの過程には多くの疑義があった

SRCプロセスから2分割案に至るまでの過程は様々な観点から公平性、透明性に欠けていたため、株主は疑義を持ち続けている

1	SRCプロセスは歪められていた	<ul style="list-style-type: none">▪ SRCは、PEファンドから「提案に繋がり得る問い合わせ」¹さえ受領できていない状態で入札価格を推測して検討を中止し、マイノリティ出資案についても検証が難しい事柄を株主から支持を得られないと主観的に判断し打ち切った。▪ オーナーシップが変化する提案は自由度が高く企業価値をより高める確度が高い。しかし、SRCは詳細な情報提供や提案の募集など、提案を受けるための環境整備を断じて行わなかった。▪ 東芝の経営陣が様々な場面でSRCプロセスに影響を与えていた形跡がある。▪ 内部告発²や報道記事³は、経営陣が未だに、株主や他のステークホルダーへの価値創造よりも自らの利益を最重要視している懸念を抱かせる。
2	SRCの結論は経営陣主導で僅か3か月で覆った	<ul style="list-style-type: none">▪ 5か月に亘る「徹底的な」検討の末、SRCは3分割案が企業価値を最大化する最適な戦略であると発表したが、わずか3か月後、2分割案に修正された。▪ 2分割案への変更はSRCではなく経営陣主導で行われた。▪ 2分割案への変更理由はあまりに初歩的であり、他に目的があると考えざるを得ない。仮に本当に挙げられた項目が変更理由ならば、SRCプロセスにおける検討は極めて稚拙であったと判断せざるを得ない。
3	2分割案は分割案に反対する株主の意見を「排除」する試みだった	<ul style="list-style-type: none">▪ 3分割案で2/3以上の株主の賛成が得られなような状況を受けて、東芝は株主の過半数の承認で済む2分割案を進めることを決定した。▪ 事実、綱川前CEOは、「反対した少数の株主の意向を尊重することになりかね」⁴ないので2分割案に変更したと発言している。▪ また、別のインタビューでも綱川前CEOは2分割案は分割案を「確実に進める」⁵ためのものと回答している。
4	株価はSRCプロセスと結論を評価していない	<ul style="list-style-type: none">▪ 3分割案、2分割案の発表を受けて、株価は下落している。▪ 2分割案発表後の株価は、PEファンドが興味を示している価格帯を大幅に下回る。▪ 依然として、大きなコングロマリット・ディスカウントが存在している。

¹ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」東芝、2021/11/12 ² <https://corp.gov.com/wp-content/uploads/2022/02/Toshiba-Darkness.pdf>

³ John Jannarone, "Toshiba's Continued Resistance to Corporate Governance Seen in Rise of Executive - Document." Available at: <https://corp.gov.com/toshibas-continued-resistance-to-corporate-governance-seen-in-rise-of-executive-document/>

⁴ 「臨時株主総会に向けて」東芝、2022/2/14 ⁵ "Toshiba CEO Says Going Private Too Risky as Activists Seek Sale" Bloomberg, 2022/2/27

① SRCプロセスは歪められていた

1 SRCプロセスは歪められていた

	不備	当社の考え方
A	経営陣は非公開化回避のためにSRCプロセスに影響を与えた	<ul style="list-style-type: none">■ CVCが買収提案をしたとき、東芝の経営陣は強く反発し、買収提案を阻止するために働きかけた。■ その後も中心的な経営者は変わっておらず、SRCプロセスを通じて非公開化提案を回避し続けている。
B	SRCプロセスは21年6月に誓約したものと異なっていた	<ul style="list-style-type: none">■ 21年11月に発表した実際のSRCプロセスは、21年6月に株主に誓約したものと大きく異なっていた。
C	SRCは実行可能な企業価値向上策を憶測に基づき協議を打ち切った	<ul style="list-style-type: none">■ 高い価値を提供し得ると判断されたマイノリティ出資案は、「既存株主の支持を得づらい取引ストラクチャー」¹という憶測に基づき協議が打ち切られた。■ 当社の知る限り、SRCはこの結論に至る前に、いかなる株主の意見も聴取していない。
D	SRCは非公開化提案を集めるための環境整備を怠り、憶測に基づき協議を打ち切った	<ul style="list-style-type: none">■ SRCは、戦略的投資家および金融投資家からの買収提案の勧誘を行わず、「提案に繋がり得る問い合わせ」¹さえ受領できないような環境しか提供しなかった。■ そのような初期的な状態で一方的にPEファンドの入札価格を推測し、他の代替案と比較するのではなく「市場の期待水準に比べ」¹て「説得力のあるものではない」¹と協議を中止した。
E	SRCは合理的な説明がない中で3分割案が最適であると結論付けた	<ul style="list-style-type: none">■ SRCは、3社分割案は「当社が現状まま事業を継続するよりも」¹企業価値を高めるとして推奨したが、その理由について合理的な説明はなく、また他の選択肢と比較してより企業価値を高める証拠について何ら示さなかった。（21年6月に誓約していたプロセスにも反する²）

¹「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」東芝、2021/11/12

²「当社取締役会からの声明」東芝、2021/6/25

A CVCからの非公開化提案時、経営陣は拒否反応を示した

CVCから買収提案を受けた際、東芝経営陣は強く反発し、提案を阻止するために働きかけた

- 2021年4月6日、CVCは東芝を1株あたり5,000円（～46ドル）と30%のプレミアムで買収する提案を行った。提案には、取締役会の承認、融資、デューデリジェンスなど、典型的な条件が含まれていたと推測される。
 - CVCは、国内投資家に経営権の過半を委ねる意向を示し、「政府との協議により、最善の形に調整することが可能」であることを示唆した¹
 - 例えば、CVCは、ベインが49.9%の議決権を持つキオクシアの買収と同様のストラクチャーを想定していたものと思われる
 - このニュースを受けて、東芝の株価は1日で約18%上昇した
 - 複数の報道で、KKR、ブルックフィールド、ベインキャピタルも東芝の買収に関心を持っているとされた^{2,3}
- 2021年4月18日、CVCは、「非公開化が当社経営陣及び取締役会の戦略的目的に合致するかについてのガイダンスを待つため暫時検討を中断する」ことを決定した⁴。
 - ロイターの報道によれば、CVCの提案は「東芝の経営陣の強い反発を招き、経営陣は政府や金融機関にその提案に反対するように働きかけた」⁵とのことである
 - これは、2020年の総会で、東芝が株主の議決権行使を妨げるために政府の支援を求めたことと同様の行動を想起させる
- 2021年4月20日、東芝の経営陣は、「上場会社としてのメリットを生かすことが企業価値の向上につながると現時点では確信」しているとするプレスリリースを発表し、「本初期提案が当社の要請によるものでなく、（中略）株式市場においても株価が乱高下するなど混乱を来したことは誠に遺憾」であると強い拒否反応を示した⁶。

A 経営陣は依然として非公開化に反対している

一部の経営陣は特に買収提案に反対しており、SRCプロセスにおいても非公開化に反対していた形跡がある

- 一部の経営陣は特に非公開化に強く反対している。
 - － 平田氏（CFO、東芝歴41年）、畠澤氏（取締役専務執行役員、東芝歴40年）が非公開化に反対しているとの報道がある
 - － 前副社長の豊原氏は三分割案に反対している²が既に辞任しており経営陣における意見力を失っている
- 経営陣はPEファンドへの詳細な情報提供を拒否し、根拠のない理由を挙げて非公開化に対し反対している。
 - － PEファンドはSRCと会合するに留まり、事業や経営を評価するための経営陣との会合がなされた形跡はない³
 - － PEファンドには中期経営計画として開示したものと同程度の単純な、今後の成長をほぼ見込まない財務予測しか与えられなかった⁴
 - － 経営陣は、非公開化について、従業員の採用及び維持、顧客離れなどSRCに対し懸念を示すばかりでPEファンドと確認のための面談さえしなかった³



“主導権を握った戦略委は非上場化も探り、プライベート・エクイティファンド5社とも協議したが、今度は**畠澤とCFO（最高財務責任者）の平田政善ら上席執行役が反対した**。非上場化することになれば買い手となるファンドがデューデリジェンスを実施する。「そうすれば入社以来、一貫して原子力畑を歩んだ畠澤と、東芝転落のきっかけとなった米ウエスチングハウスでCFOを務めた平田の過去の悪事がバレる。2人はそれを恐れた」（関係者）”

－東芝綱川CEO「幻の電撃退任」 2022年2月¹

¹「東芝綱川CEO「幻の電撃退任」」FACTA、2022年2月 ²「東芝分割に懸念 前副社長「非効率」」時事通信、2022/1/11 ³「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」東芝、2021/11/12
⁴「株式会社東芝 取締役・機関投資家 グループミーティング 質疑応答」海外投資家E社・B社による質疑応答、東芝、2021/11/16

A 経営陣は非公開化を回避するためにSRCプロセスに影響を与えた

東芝の開示情報を見るだけでも、経営陣が上場維持に強く固執し、非公開化を遠ざけるような影響をSRCプロセスに与えてきた形跡がある

東芝が用いている表現

“…取締役会は、売却手続きを行うことは慎重な準備と遂行を要し、それが、一方では新中期経営計画の策定作業を行っている執行部にとって大きな負担になり…”¹

“…非上場化が事業に及ぼし得る負の影響について、執行部はSRCに対し懸念を示しました…”¹

“…ファンドが東芝特有の複雑さについてどの程度理解しており、それを適切に価格の算定に織り込むかどうかをSRCが確認できた…”¹

“…上場会社としてのメリットを生かすことが企業価値の向上につながると現時点では確信しております…”²

当社の懸念

- 経営陣の時間的・作業的な負担増を理由に、企業価値をより高めうる買収提案を受ける機会を減ずるべきとの取締役会の判断に合理性はない。
- 非公開化することで従業員の雇用維持が困難になったり、顧客離れが生ずるとの経営陣の主張は推測に基づくものであり、証拠に基づくものではない。
- 東芝は日本有数の名声を誇る企業であり、非公開化になったとしても懸念するような信用を失う事態は想定し難い。
- SRCは、経営陣からの中期経営計画（“MTBP”）のドラフトを受けて、「会社には依然として複雑さが残り、高コスト構造に悩まされるであろう」¹と表現し、東芝特有の複雑さを懸念した。
- SRCは経営陣が示した問題点を、そのままPEファンドの入札価格の推測に適用した。
- 東芝特有の複雑さをそのまま織り込んだ入札価格に基づいて、SRCは「市場の期待水準に比べて説得力のあるものではない」¹と判断し、非公開化の検討を打ち切った。
- 2021年4月、CVCからの買収提案を受けて、東芝は、その時点で何ら戦略的な代替案と比較検討していなかったにも関わらず、上場維持が最も企業価値の向上に寄与すると確信する旨を明言した。
- 経営陣は、上場維持に関して強い固執をし、非公開化を拒否する強いバイアスを持っていたことになる。

¹ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」 東芝、2021/11/12

² 「CVCからの初期提案について」 東芝、2021/4/20

B 実際のSRCプロセスは21年6月に誓約したものと異なっていた

21年6月に取締役会が株主に誓約したプロセスは守られなかった

- 2021年6月、取締役会はSRCが全社に対してだけでなく、一部事業についての買収者とも「先入観なく」対話することを誓約していた。
- 2021年8月、SRC委員長のポール・ブロフ氏は開催されたグループ会議において、戦略投資家及び金融投資家との対話を行う方針であり、一部の資産や事業の売却についても検討対象であることを明言した。



“And if somebody wishes to step forward and make offers for parts of our business as a strategic investor or as a financial investor, then of course, we are able to speak to any credible bidder. If somebody comes in during this process, and makes some kind of proposal as it were, for parts of the business or the whole of the business, we will have that.”¹

- しかし、2021年11月報告書によれば、SRCは検討の初期段階から、一部資産や事業の売却は検討の対象から除外し、東芝「全体」の買収に興味を示す買収者以外とは対話を行っておらず、6月時点で誓約したプロセスと明らかに不整合であった。

21年6月に取締役会が戦略委員会について誓約した事項



SRCは、当社又は当社子会社若しくは当社事業に対する潜在的な戦略投資家及び金融投資家との対話を行います。

-2021年6月25日 当社取締役会からの声明

VS.

21年11月に戦略委員会により発表された結論とその経緯



SRCによる検討の初期段階から、(中略) 戦略投資家が東芝全体の買収に興味を示す可能性は低いであろうと判断しました。
当該ファンドが東芝からの資産・事業の売却についてのみ興味を示したため、今後東芝を取り巻く状況が当該ファンドの興味によりかなうものになるまで待つよう伝えました。

-2021年11月12日
当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート (和訳)³

¹ Statements by Paul J. Brough, Group Meeting, 2021/8/16 ² 「当社取締役会からの声明」東芝、2021/6/25

³ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート (和訳)」東芝、2021/11/12

C SRCは実行可能な企業価値向上策があったにも関わらず、憶測に基づき協議を打ち切った

SRCが経営陣の計画よりも価値を創出し得ると判断したマイノリティ出資案は、「既存株主の支持を得づらい」との憶測に基づき、早々に協議が打ち切られた

- SRCは当時、マイノリティ出資案が執行部の案に比べ、より良いものであると考えたにも関わらず、最終的に、「取引ストラクチャーが株主の支持を得づらい」という憶測に基づき協議を打ち切った。¹
- しかし、以下に示すとおり、この判断は、恣意的であり、正当性に欠ける。
 - 関連領域に精通した著名なPEファンドと提携するというコンセプトは、一般に株主にとって関心が高いものであり、企業価値を創造する確度が高い
 - 「株主の支持が得づらい」ことを打ち切った唯一の理由に挙げているが、3Dが知る限りにおいて、決断前に既存株主から何らインプットを得ていない



…ある1社は協議の初期段階から、東芝の上場を維持しつつ、自身は少数株主として出資する意思を表明していました。その他のファンドは完全な非上場化により強く興味を示しており、その前提で出資を考えていましたが、その内の1社は協議が進展する過程でマイノリティ出資についても興味を示し始めました。

SRCは、東芝が単独で事業を継続する、という執行部の案と比べ、この選択肢がより良いものであると考えました

同社は既存株主の皆様の支持を得づらい取引ストラクチャーしか示すことができませんでした

このファンドも、（中略）他の一般株主の皆様の利益と完全に整合した形での投資ストラクチャーについて合意に至ることは難しいであろうと見受けられました。

—2021年11月12日 当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）¹

¹ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」東芝、2021/11/12

SRCは非公開化提案が可能になるような環境整備を行わず、
「提案に繋がり得る問い合わせ」さえ受領できないようなプロセスにしてしまった

SRCはPEファンドに対し
「真摯な提案」を求めていた

- 報道によると、複数のPEファンドが買収に強い興味を示した。
- SRCは「具体的かつ実現可能性のある真摯な提案」を求めていた。

“ 取締役会及びSRCは、具体的かつ実現可能性のある真摯な提案を歓迎し、（中略）しっかりと検討すると常に申し上げてきました。

—2021年11月12日当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）¹

一方、提案に必要な
環境整備を行わなかった

- SRCは何が「真摯な提案」なのか説明していない
- 「具体的かつ実現可能性のある」提案を求め一方で、そのために必要な詳細な情報提供や経営陣との面談の機会などをPEファンドに提供しなかった。

“ 不相応な時間とリソースを費やして正式なデュー・ディリジェンスの機会を提供することは必ずしも適切な対応とは言えないと判断しました。

—2022年2月14日臨時株主総会の開催及び株主提案に対する当社取締役意見に関するお知らせ²

正式なデュー・ディリジェンスを経た、入念に準備された競争入札プロセスは行われていない

—2021年11月12日当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）¹

結果、「問い合わせ」さえ
受領できなかった

- 東芝の協力が無い以上、「真摯な」提案にはなり得ず、データ提供が無い以上、「具体的かつ実現可能性のある」提案にはなり得ず、正式な提案がなかったのは、当然の結果であった。
- 「問い合わせ」さえ受領できないプロセスは異常である。

“ SRCの発足以降、当社全体についての提案や、かかる提案に繋がり得る問い合わせは受領しておらず、それを拒否もしていません

—2021年11月12日当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）¹

¹ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」東芝、2021/11/12

² 「2022年2月14日臨時株主総会の開催及び株主提案に対する当社取締役意見に関するお知らせ」東芝、2022/2/14

D SRCの非公開化提案に関する対話は提案を受けないよう巧妙に練られたものだった

提案を求めていることを明確にし、「清算」価格としていくら出すかを教えて欲しい、という対話姿勢には、「買収」価格を含む提案を間違っても受け取りたくないという姿勢が透けて見える

- ポール・ブロフ氏は投資家向けのカンファレンスにおいて、提案を求めていなかったこと、清算価格を聴取していたことを明らかにした。
- 「真摯な提案」は拒絶しないとする一方で、間違っても「買収」価格を含む提案を受け取らないよう、細心の注意を払っていたようである。



ポール・ブロフ氏
SRC委員長

“

We didn't ask... people to bid for the business. We asked them what would the clearing price would be for this transaction. We have never said no to any incoming offer if it was a bona fide proposal for the company.

Question:. ... So you haven't received a bona fide proposal for the company because you haven't requested one?

“

Not since April.

Question:. ... Have you solicited any conditional or unconditional bids in the past few months?

“

... In that process, we did not receive or ask for solicited or unsolicited bids per se. ²



ジェリー・ブラック
SRC委員

¹ "Toshiba Corporation – Meeting between directors and a group of investors Q&A Session" Toshiba, November 15, 2021

² "Toshiba Corporation – Meeting between directors and a group of investors Q&A Session" Toshiba, November 16, 2021

D SRCは協議の初期段階で、入札価格を一方的に推測して検討を中止した

SRCは「問い合わせ」さえ受領できていない段階で入札価格を推測し、他の代替策と比較することなく、メディアで報道される市場の期待水準に満たないとして協議を打ち切った

SRCは入札価格を一方的に推測し、報道ベースの市場の期待値と比較して検討を中止した



先方がどの程度の価格水準で非上場化が実現可能と考えているかについて、意義のある視点を得ることができた

SRCは、当該価格のレンジは、それまでにメディアで報道されていた市場の期待水準に比べて説得力のあるものではないと認識しました

—2021年11月12日 当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）¹

- SRCは、情報開示を行うことで、より精緻な入札価格を得られたはずなのに、それを行わなかった
- PEファンドの入札価格と比較されるべきは、SRCプロセスにおける代替策が達成できる株価水準なのに、恣意的にメディアで報道される市場の期待水準（当然に現在の株価より高い）と比較し、魅力的でないとして検討を中止した。
- SRCプロセスにおけるこの欠陥は極めて重大である。「提案に繋がり得る問い合わせ」さえ得られていない状態で入札価格を一方的に推測し、期待に沿わないとして協議を打ち切った事実は、PEファンドとの協議の発展性を断絶した。協議が続けば得られたはずの、より精緻な入札価格の提示や応札による価格上昇の恩恵を排除しており、文字通り株主に機会損失をもたらしている。

¹ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」 東芝、2021/11/12

SRCはなぜ3分割案が最も企業価値を向上させるのかについて、定量的かつ合理的な説明を行わなかった

- 2021年11月、SRCは3分割案が「当社が現状のまま事業を継続するよりも」企業価値を高めるため、最適な戦略的選択肢であると結論付けた。
 - しかし、2021年11月時点においては、分割後の各社の事業計画は非開示で、どのように企業価値が高められるのか定量的な説明は皆無だった
 - また、現状のまま事業を継続するよりも、なぜ3分割することで価値が高まるのか、それを示す客観的な評価や定量的な検証は皆無だった
- そもそも、21年6月時点で、SRCは非公開化やマイノリティ出資等をベンチマークに東芝自身の計画と比較すると誓約していたにも関わらず、3社分割案を最終的な結論にする中で他の戦略的選択肢と比較した形跡はない。

21年6月に取締役会がSRCについて誓約した事項



(中略) 潜在的な戦略投資家及び金融投資家との対話を行います。当社は
(中略) 当社自身の手で実現できる能力と比較するためのベンチマークとする

— 2021年6月25日 当社取締役会からの声明

VS.

21年11月にSRCにより発表された結論とその経緯



これら3社は、当社が現状のまま事業を継続するよりもはるかに確実かつ効果的に株主価値を顕在化すべく、より整理され、より特化した会社となります

— 2021年11月12日 当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート (和訳)²

¹ 「当社取締役会からの声明」 東芝、2021/6/25

² 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート (和訳)」 東芝、2021/11/12

② SRCの結論は経営陣主導で僅か3か月で覆った

2 結論の発表後、たった3ヶ月でSRCの結論は覆ってしまった

SRCは3分割に至るまでに「客観的かつ徹底的」¹にあらゆる選択肢を評価したと主張していたが、その結論は僅か3か月で覆ってしまった



2022年11月、5ヶ月に及ぶプロセスを経て、SRCは3分割案が最善の策であると発表した

“ SRCとしては、このスピノフ計画は他の戦略的オプションと比べ、より優れた価値創造ポテンシャルをより高い確度でもたらし、東芝の株主の皆様及びその他のステークホルダーにメリットをもたらすと判断しました”¹



僅か3か月後の2022年2月、東芝は結論を覆し2分割案が最善の策であると主張している

“ 当社を2つの独立した企業に分割し、非注力事業を外部化することが、当社ならびに当社の株主、お客様・取引先・従業員にとって最善であり長期的利益を実現すると判断しました”²

「客観的かつ徹底的」なSRCプロセスで導き出された結論が、なぜ僅か3か月で覆ってしまうのだろうか？

¹ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピノフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」東芝、2021/11/12

² 「東芝グループの企業価値向上に向けた戦略的再編に関する進捗について」東芝、2022/2/7

2 2分割案への変更はSRCではなく経営陣が主導した

綱川前CEOは2分割案へ変更したのは経営陣であることを明確にした



“

綱川社長は22日のインタビューで、東芝の今後の進路は非公開化と「われわれ経営陣が自らの手で作った再編のスキームを進めていく二者択一」だと指摘。非公開化を選択肢として排除することはしないと述べた。”¹

Bloomberg

¹ 「東芝の綱川社長、株式非公開化は「いばらの道」」 *Bloomberg*, 2022/2/28

2 東芝が2分割案変更の背景として挙げた項目はあまりに初歩的だった

2分割案への変更理由として挙げられた項目はあまりに初歩的であり、本当の理由であるとは信じがたい。
仮に本当の理由ならば、SRCプロセスにおける検討は極めて稚拙であったと判断せざるを得ない

東芝が述べた「当初想定していなかった考慮すべき点」¹

“…3社に分割した場合の**財務構成**に比して、2分割に留めたほうが安定的な財務構成の担保が可能になり…”¹

“…3分割と比較して、2分割に留めることで、構築が必要な経営体制が2つに減少し、規律ある**ガバナンス体制**を構築しやすくなります”¹

“…3分割に比べ、2分割の方が**大幅に費用を削減できる**ことが判明しました”¹

“上場審査における負担についても、2社を上場させる場合と、1社のみを上場させる場合では、実際の**業務負担は大幅に減少**することになり、実務担当者の負担軽減になります”¹

当社の懸念

- 財務構成などの基本的な項目は、最初に検討すべき項目である。
- なぜこのような基礎的な問題がSRCプロセスで取り上げられなかったのか、理解に苦しむ。
- 経営体制の数を減らすことがガバナンスを強化するという東芝の論理が成り立つのであれば、最適な施策は単一の経営機構、単一のオーナーに会社を売却することが最も優れたガバナンス体制を作ることになる。
- そもそも、なぜこのような考えがある中で、綱川前CEOは3分割案のメリットとして「ガバナンス構造の改善」を第一に挙げていた²のか、理解しがたい。
- 分割コストの算出は、文字通り最初に検討すべき項目であり、SRCの検討期間中及び検討後3か月が経過するまでその事実気付かなかったということは、容易には信じ難い。
- 上場会社が減れば上場審査の負担が減るのは当然であり、2分割案変更のたった4つの理由の中に、なぜこのような低レベルな理由が入っているのか理解に苦しむ。

¹「臨時株主総会の開催及び株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」東芝、2022/2/14

²「株主価値向上に向けた東芝の変革」スクリプトP10、東芝、2021/11/12

③ 2分割案は分割案に反対する株主の意見を「排除」する試みだった

3 2分割案への変更は、分割案に反対する株主の意見を「排除」する試みであった

綱川前CEOは、公然と「3分割案に反対した少数の株主の意向が反映されないよう、普通決議で足りる2分割案にした」と同趣旨の発言を行った

3分割案は株主の3分の2の賛成が必要であった

- SRCは、3分割案は「優れた価値創造ポテンシャル」を「高い確度」でもたらずと結論付けた¹
- 「（東芝本体の）減資のための特別決議が必要」（畠沢守副社長）²
- 3Dだけでなく、他の大株主もそのような大規模なコーポレートアクションを行う際には2/3以上の株主信任を得るべきだと主張

反対する少数の株主の意向が反映されないよう、過半の賛成で足りる2分割案に変更

- 綱川前CEOは2分割の理由を説明する際、2/3で可決される決議では過半数が賛成しても否決され「反対した少数の株主の意向を尊重することになりかね」ないと述べた³
- 同日綱川前CEOは「日本の法令に基づけば普通決議で諮るのが普通」であると発言⁴
- 以上の発言は、東芝の分割案に反対する少数株主の意向を「排除」するために承認ハードルを過半数に引き下げたと言っているに等しい

経営陣は形式的な理由を挙げて株主への説明責任を放棄している

- 3分割案から2分割案への突然の変更は余りに唐突であった
- 変更理由として挙げている4つの理由は余りに初歩的で、SRCがそれらについて検討していなかったと主張するには無理がある
- 真の理由は他にあるように見え、経営陣は株主への説明責任を放棄している



過半数の株主の意思を尊重すべきであると考えていることです。仮に特別決議を決め、賛成票が過半数以上、3分の2未満となった場合、第1号議案に賛成した過半数の株主の意向よりも反対した少数の株主の意向を尊重することになりかねません³

- 綱川 智 前代表執行役社長CEO

¹ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」東芝、2021/11/12

² 「東芝経営陣、物言う株主に反撃開始」日経ビジネス、2022/2/15 ³ 「臨時株主総会に向けて」東芝、2022/2/14

⁴ 「分割案「2分の1賛成へ努力」」日経新聞、2022/2/14

綱川前CEOは、3分割案から2分割案への変更は、コアビジネスのバリューに変化を与えるものではなく、
確実に分割案を進めるためである、と明言した

Bloomberg

“Question: You announced a 3-company split last November but revised it to 2 companies. Why did you revise this and what is the benefit?”



“

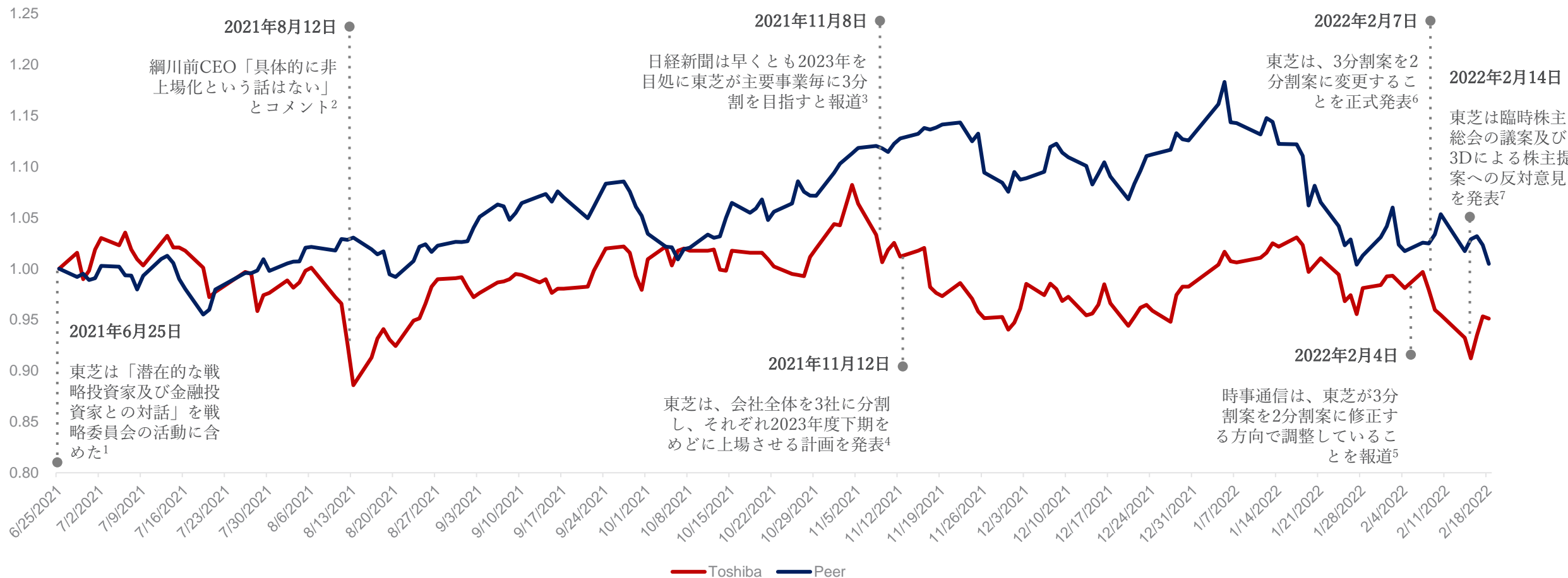
The reason for the revision from the three to two company split plan is to aim for certainty and security … There isn't much difference in improving the value of core businesses whether it is divided into three companies or two.¹

¹ “Toshiba CEO Says Going Private Too Risky as Activists Seek Sale” *Bloomberg*, 2022/2/28

④ 株価はSRCプロセスと結論を評価していない

4 SRCプロセス開始後の株価パフォーマンスは他社に劣後している

21年6月25日にSRCが業務対象を拡大して以降、東芝の株価パフォーマンスは同業他社に劣後し続けている



¹「当社取締役会からの声明」東芝 ²東芝 2021年度第1四半期決算説明会、ブルームバーグ ³「東芝が事業別に3社に分割 総合電機に幕、それぞれ上場」日経新聞 ⁴「東芝、23年度に上場3社へ分割 新中計発表」日経新聞

⁵「3分割案、2分割に修正 東芝、子会社売却も検討」時事通信 ⁶「(開示事項の経過) 東芝グループの戦略的再編について」東芝

⁷「臨時株主総会の開催及び株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」東芝

4 株主だけでなく市場関係者、東芝関係者もSRCプロセスに疑義を呈している

株主だけでなく、市場関係者や東芝関係者もSRCプロセスやその結論について疑義を抱いている



2021年11月

3Dインベストメント・パートナーズ、東芝戦略委員会及び取締役会に宛て、公開書簡を送付

「当社は、スピンオフは「長年に亘る課題」を何ら解決しないことから、高い確率で、同様の問題を抱えた「小さな東芝」を3つ生み出すことになると考えています。東芝は過去20年間、執行部の指揮の下、企業価値を創出できていません。厳しい表現を用いれば、スピンオフによって、この悪しき企業文化がより色濃く継承されるリスクさえあると考えています。また、スピンオフが可能になるまでの二年間、東芝は、戦略不在のコングロマリット企業として、再び低迷するのではないかと、懸念しています。」



2021年11月

3分割案「2年後では遅すぎる」、東芝株主のオアシスが批判

「私が不満に感じているのは、分割までに必要な時間です。確かにスピンオフでも東芝の価値は高まると思いますが、価値が上がるまでに時間がかかりすぎる。株主にとっても、全従業員にとってもです。もっと短期間で（企業価値の向上策を）実施することが重要です。」

「PEファンドが（東芝を買収して非上場化した場合に）行うような改革を、東芝自身で行うのであれば、社内で様々な変革が必要になります。実現への方策を示してほしい。」

「もし（スピンオフ後に東芝を成長させるための）包括的な計画がないならば、PEファンドに売却した方がいいビッド（東芝株を売却するための入札方式）になることもありうると思います。そうなれば東芝の価値が上がることもあるでしょう」



2022年1月

ファラロン・キャピタル: 東芝に対してステークホルダーとの信頼関係の再構築を要請

「ファラロンは、東芝が会社3分割案に多大な時間、コスト、経営資源を費やす前に、臨時株主総会において議決権の3分の2の承認基準で株主の承認を得るべきであると考えています。」

「ファラロンは、東芝の問題の核心は、経営陣と株主間の信頼関係の欠如であり、それが4年間の長期にわたる対立に繋がっていると考えています。ガバナンスの失敗が繰り返された後でも、株主がこのような自明のことを指摘せざるを得ない状況にあることは事態を更に悪化させるものです。株主の信頼を得られないままの会社3分割案の実施は、現在の東芝と同じ問題を抱えた3つの独立した会社を作ることに他なりません。」



2022年2月

東芝、労組が「投資拡大」要求 3分割案で成長見えず

「東芝の労働組合は、会社の3分割で従業員にメリットが出るのか具体的に示すよう、会社側に要望を出した。東芝は2023年度下期に3分割し、そこでスピンオフする2社の上場を果たす計画だが、それ以降のプランを示していない。とくに組合は「将来に向けた投資」が滞っていることを憂慮。投資額を抑え込んでいる社内ルールを緩め、成長戦略を示すよう求めている。」

「会計不祥事を乗り越えたのに何を軸に成長したい会社なのか将来像が見えない」

「そろそろスピンオフ以上の中身が必要」



2022年1月

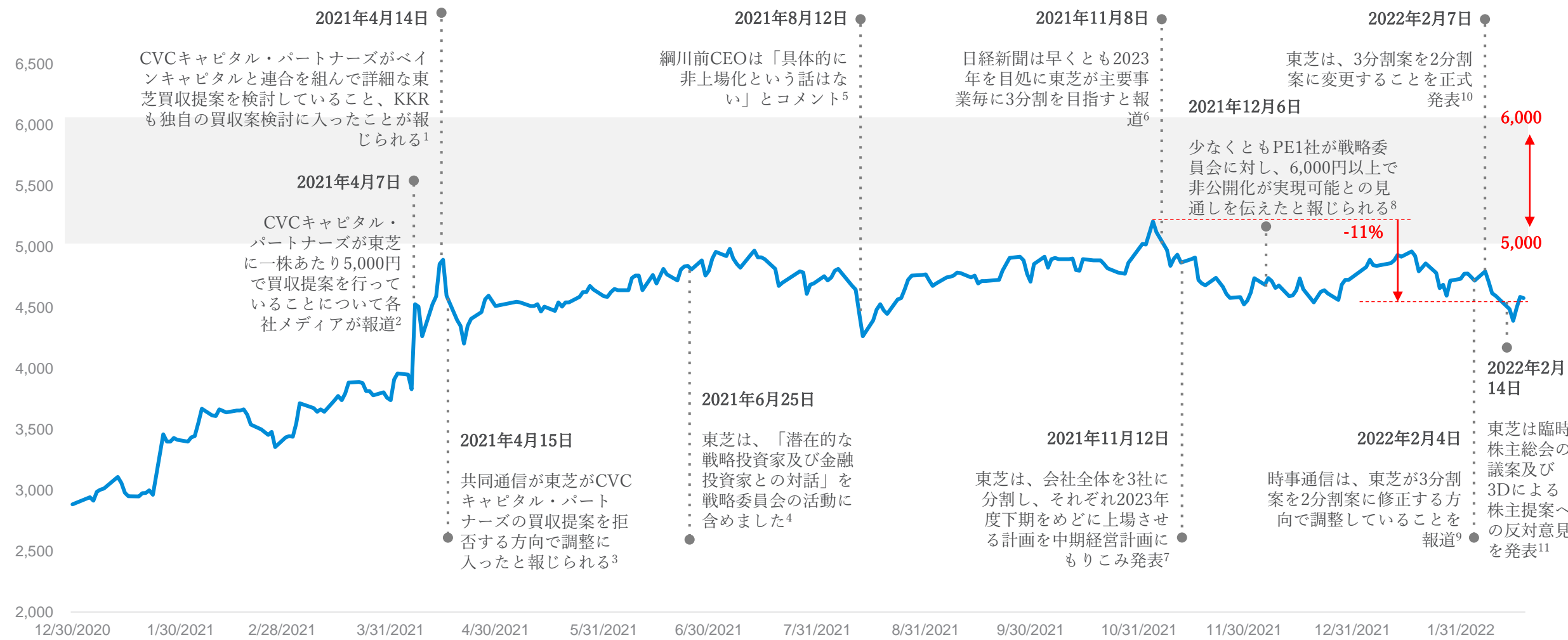
東芝は株主と経営陣の利害不一致、分割「結論ありき」=企業年金連合会

「北後氏は、東芝が会社分割を決めた過程を「結論ありきの印象」と問題視。同社の企業統治や経営陣の説明責任を巡る問題は、3社に分割しても解決しないと指摘した。」「その上で、株主の利益を代弁する取締役会が経営陣を刷新し、企業価値の最大化を図るべきとの考えを示した。」

「戦略委員会が分割案に決めた過程を説明しているが、結果ありきという印象を受ける。非公開化について真摯（しんし）な提案があれば検討すると言いつつ、PEファンドには経営陣とミーティングする機会すら提供せず、価格を含む正式な提案の機会を設けなかったと理解している」

4 3分割案や2分割案の発表を受けて、株価は下落している

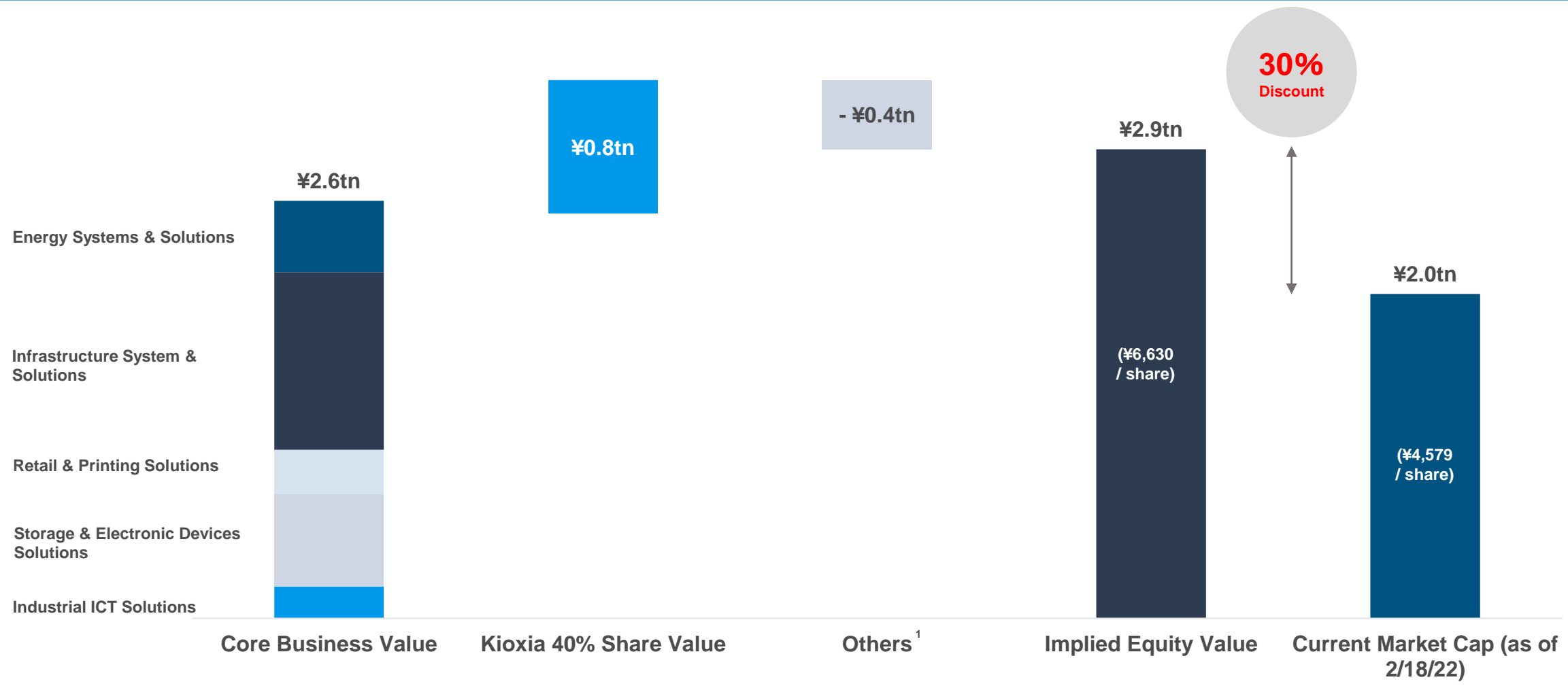
SRCが進捗を発表する度に株価は下落した。二分割案発表後の株価は、PEファンドから提示された参考価格5,000~6,000円を大幅に下回っている



¹「東芝へのCVC買収提案、1株当たり5000円＝株価は6年ぶり高値」ブルームバーグ ²「東芝買収案、英CVCが米ベインと連合 KKRも検討」日経新聞 ³「東芝、買収提案を拒否へ」共同通信 ⁴「当社取締役会からの声明」東芝 ⁵東芝 2021年度第1四半期決算説明会、ブルームバーグ ⁶「東芝が事業別に3社に分割 総合電機に幕、それぞれ上場」日経新聞 ⁷「東芝、23年度に上場3社へ分割 新中計発表」日経新聞 ⁸「東芝と株主の溝広がる、PEファンドの非上場化案選択せず＝関係者」ロイター通信 ⁹「3分割案、2分割に修正 東芝、子会社売却も検討」時事通信 ¹⁰「(開示事項の経過) 東芝グループの戦略的再編について」東芝 ¹¹「臨時株主総会の開催及び株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」東芝

4 2分割案発表後も、依然として大きなコングロマリットディスカウントがある

2022年2月18日時点、東芝は未だ本質的価値から30%ディスカウントされて取引されている



出所：会社開示資料、3D予測、Bloomberg
¹ "Others" = investment securities book value, unutilized tax loss carried forward, minority interests (Toshiba Tec, Toshiba Carrier, Toshiba Elevator), pension liabilities, net debt.

3Dの提案

3Dは一貫して公正で透明性があるSRCプロセスを求めてきた

3Dは、経営陣がSRCのプロセスに大きな影響を与え、特定の戦略的選択肢が排除されることを常に懸念していたため、公正で透明性のあるプロセスを一貫して求めてきた

2021

- 2021/4/26 3Dは東芝の取締役会に公開書簡を送付
 - 買収候補者からの提案を募集することを要望
 - 全選択肢を網羅的に検討し、最善策を選択するよう要望
 - 全ステークホルダーに対し、プロセスの過程と結果において透明性を確保するよう要望
- 2021/8/4 3DはSRCに対し公正で透明性のあるプロセスを要望する私的書簡を送付
 - PEファンドが未だ提案の機会を受領できていないことに関する懸念を表明
 - フィナンシャル・アドバイザーの範囲にファンドに提案を働きかける行為が含まれていないことに懸念を表明
 - ファンドにデータを開示して提案が可能な環境整備をし、透明性を持ったプロセスを行って欲しいと要望
- 2021/11/24 3DはSRC及び取締役会に公開書簡を送付
 - SRCのプロセス及び結論に対する懸念を表明
 - SRCに対し、潜在的な買収者がデータや経営陣にアクセスし、詳細な提案を作成できる環境整備をするように要望

2022

- 2021/12/16 3Dは株主提案を実施
 - 3分割案の実行において2/3以上の賛成を求める定款変更議案
 - 非公開化・マイノリティ出資に関する検討を明確に含み、より開示を徹底したSRCプロセスの開始に関する勧告的決議案
- 2022/1/6 3Dは臨時株主総会の招集を請求
 - 臨時株主総会を招集するよう正式に請求
- 2022/2/21 3Dは定款変更議案を取り下げ
 - 3分割案が2分割案に変更されたため、定款変更議案を取り下げ

3Dの株主提案は、真に公正で透明性があるSRCプロセスの再実施である

3Dが提案するSRCプロセスは、公正性と透明性を確保でき、株主からの信頼の再構築を可能とする

株主提案

戦略委員会及び取締役会における 戦略の再検討の件

(1) 議案の要領

戦略委員会及び取締役会は、すべての企業価値向上策を既に推奨されている戦略的再編と比較・評価するため、検討手続を継続する。検討手続においては、(i) 非公開化又はマイノリティ出資に関して積極的に検討を行い、(ii) すべての検討内容、受領した提案及び検討結果の詳細を株主に対して定期的に報告するものとする。

考え方

- 非公開化やマイノリティ出資に関する提案の募集をSRCの範囲に明確に含めることにより、確実に提案の募集が行われる。
- 株主がそれを支持していることが明確になるので、潜在的な戦略投資家や金融投資家は、敵対的買収者として扱われないことを確信した上で提案できる。
- 募集及び検討過程が透明性を持って開示されるため、経営陣の恣意性を排除できる。
- 公平かつ透明性を持ったプロセスにより、株主は疑義を抱き得ず、どのような結論であっても信任できる。
- 東芝の根本的な問題である株主から経営陣に対する信頼感の欠如が、公正かつ透明性の高いプロセスを通して解決される。

3Dが提案するSRCプロセスは企業価値を高める可能性が高く、確実に株主の不信を払拭する

*当社の提案はより優れた企業価値向上策に行き着く可能性が高く、
透明性の高いプロセスによって株主の信頼を確実に高める*

- 当社の提案が承認された場合、格段に網羅性が増したSRCプロセスが実行される。
- 透明性を持った検討状況の開示により、経営陣のバイアスから解放された、より客観的なSRCプロセスが可能となる。
- それらのSRCプロセスは、網羅性と客観性が向上しているため、高い確率で二分割案よりも企業価値を高める施策を見つけられる。
- 公正かつ透明性の高いプロセスであるため、SRCの結論に対して株主が疑念を抱く余地が少なくなる。そのため、結論が何であるかに関わらず、株主の東芝取締役会および経営陣に対する不信感は払拭される。

3Dの提案や非公開化に対する東芝の見解

3Dの提案に対する東芝の見解は合理性がない

SRCプロセスを擁護する東芝の試みは、事実によって裏付けられていない

東芝の見解

SRCプロセスはSRCが「週次で18回協議」¹し、「外部者と50回以上協議」¹したことから、「徹底的かつ包括的」²であった

潜在的な買収者との協議は、「先方がどの程度の価格水準で非上場化が実現可能と考えているかについて意義のある視点を得ることができた」¹ので、十分行った

デュー・デリジェンスの機会の提供を拒否することは、「売却手続きを行った場合には」²「結論ありきになってしまう」²ので、妥当である

SRCプロセスに関して「情報のすべてを子細に開示することは極めて非現実的」²である

3Dの考え

- 会議の回数は、その検討の網羅性や徹底性を証明するものではない。
- SRCの分析と結論には明らかな不備がある。例えば、三分割案は「現状のまま事業を継続するよりも」²企業価値を高めると判断されており、少数株主出資などの代替案と比較されていない。また早期に2分割案に修正しており、SRC自身も当時の結論が最適ではなかったことを認めている。
- 分割計画の発表後、東芝の株価は下落しており、そのプロセスが期待外れだったことは疑いようのない事実である。
- SRCは「提案に繋がり得る問い合わせ」²さえ受領できないような環境しか整備できなかった。
- 何ら詳細なデータも与えられていないPEファンドが、非公開化時の入札価格を正確に見積もれていたはずがなく、初期的な状況で高い価格を提示するインセンティブもないため、「提案に繋がり得る問い合わせ」さえ受領できていない状況下でSRCが入札価格を推測することは、論理上無理がある。
- 潜在的な買収者に対してデュー・デリジェンスの機会を提供しても、必ずしも売却が必然になるわけではない。
- 非公開化の提案を受領できていないのに、全ての戦略的選択肢を検討したとのSRCの主張は無理がある。
- プロセス上、SRCは最も付加価値の高い戦略的代替案を早い段階で排除したことになる。それはすべての戦略的代替案を検討するという声明と完全に矛盾している。
- 3Dが要求する透明性を持った情報開示は、既にユニゾホールディングスが実施済みである。
- 株主は東芝の取締役会と経営陣を全く信用していないことから、少なくとも同程度の透明性が必要である。

¹ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」 東芝、2021/11/12

² 「臨時株主総会の開催及び株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」 東芝、2022/2/14

非公開化に反対する東芝の見解は合理性がない

東芝の見解

“There isn’t much difference in improving the value of core businesses whether Toshiba is divided into three companies or two.”¹

“…There are disadvantages to going private. It is irresponsible to choose such an option as a manager knowing there are such disadvantages.”¹

“The process of going private may take longer than spinning off.”¹

“Foreign-affiliated funds will do levered buyouts, so borrowing will be increased… There will be concern about how borrowing will be prioritized, because it will not be used for future investment.”¹

“…The most important thing is whether we can keep employees and avoid an outflow of human resources.”¹

3Dの考え

- 「2分割案」は価値創造に寄与しないという発言は、SRCが誓約した「株主の皆様及びその他重要なステークホルダーのために価値を最大化させる」³という内容と矛盾している。
- 2分割と3分割で価値創造に差が生まれないのに、なぜ2分割案に移行する必要があったのか？

- 綱川前CEOは「非公開化には欠点がある」ので経営陣として選択できないとしているが、非公開化か会社分割かを「選択」するのは取締役会であり、経営陣ではない。

- 「非公開化が分割案よりも時間がかかる」という事実が仮にあったとしても、非公開化の方が価値を創造するならば選択すべきである。
- 東芝の分割案は2023年下期完了予定である。非公開化にそれ以上時間がかかるという主張は合理性に欠ける。

- 「借入金が増加し将来への投資が減る」という主張は、事実と反している。過去、技術・研究集約型の企業で非公開化やPE傘下によって事業の成長投資が減らなかった例は多く存在する。東芝の旧子会社のキオクシアは正にその一社である。

- 「非公開化によって従業員が流出する」という主張は、事実と反している。1998年から2015年までの間に非公開化された日本企業において、従業員数は非公開化後にむしろ増加したという調査がある²
- 経営陣はSRCのプロセスにおいて同じ懸念を示していた。対して、SRCは、PEファンドから「過去の事例ではそのようなリスクを完全ではないがほとんどを軽減できたという経験を共有された」と述べており、その事実を無視している³

¹ “Toshiba CEO Says Going Private Too Risky as Activists Seek Sale” *Bloomberg*, 2022/2/28

² Source: Georg Blind and Stefania Lottani von Mandach, “Private Equity Buyouts in Japan: Effects on Employment Numbers,” *Journal of The Japanese and International Economics*, October 2021.

³ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」東芝、2021/11/12

結論

SRCプロセスは不公正かつ不透明だったため、公正な形で再度やり直す必要がある

株主総会における深刻な不信を受け、東芝経営陣は戦略的選択肢の再検討を誓約した。
しかし、2分割案に至るまでのプロセスは不公正かつ不透明で、株主は不信をもったままである

- 過去10年間の東芝の問題は3つの言葉に集約される： 会計不正、定時総会における議決権集計問題、株主との対話の拒否
- 2021年4月、CVCが東芝に非公開化提案を行い、5,000円の入札価格を提示した¹。
 - 経営陣はCVCの提案に拒否反応を示し、銀行に融資しないように働きかけ²、政府にもCVC提案を止めるよう相談した²
 - 21年の定時株主総会で取締役の信任率が著しく低下したことを受けて、取締役会は株主からの信頼を回復するために、戦略的選択肢を「客観的かつ徹底的」³に見直すための戦略検討委員会(SRC)プロセスを開始した
- SRCの5か月に及ぶ審査プロセスは、選択肢の網羅性と検討過程における客観性を十分に備えられていなかった。
 - 経営陣は提案を受ける環境整備を拒否し、上場維持が最適であると何の根拠もなく主張し、戦略的・金融的投資家による提案を受ける機会を妨げた
 - 経営陣がそのような否定的な姿勢を示す中、どの投資家も提案をできず、非公開化に関して「提案に繋がり得る問い合わせ」³さえ受領できなかった
 - 結果としてSRCプロセスは歪められ、実質的に、所有構造を変えない中での企業価値向上策を検討するに留まった
- 少ない選択肢の中で、SRCは3社への分割案が最適であると結論付けた。その過程では「客観的かつ徹底的」³な検討が行われたと主張した。
 - 三分割案においては、会社法上株主の3分の2の賛成が必要であった
 - 多くの株主や市場関係者、東芝関係者は、3分割案がガバナンス及び事業運営上で有益であるかは疑問であり、最適策であるかは疑わしいとの見方を示した
- 本来必要な3分の2以上の株主の賛成が得られない可能性が出てきたため、東芝は急遽、過半の賛成で済む2社への分割案が最適であるとの見方に変えた。
 - 綱川前CEOは「われわれ経営陣が自らの手で作った再編のスキームを進めていく」⁴と、この変更がSRCではなく経営陣主導で行われたことを公然と認めた
 - たった3か月で結論が変更された事実は、SRCプロセスの不徹底性を示しており、また当日の綱川前CEOの発言⁵は、分割案に反対する株主の意見を「排除」するため2分割案への変更が行われたことを示している
- 投資家が「具体的かつ実現可能性のある真摯な提案」³ができる環境整備をした上で、2分割案含め最適策を検討し、透明性のある開示の下でそれを公表するSRCプロセスの再開こそが、東芝が株主の信頼を再構築するためにすべきことである。

¹ "Japan's Toshiba considers \$20 billion take-private deal," Reuters, 2021/4/6 ² "Toshiba says CVC to 'step aside to await' guidance over offer," Reuters, 2021/4/20

³ 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート (和訳)」東芝、2021/11/12 ⁴ 「東芝の綱川社長、株式非公開化は「いばらの道」」Bloomberg、2022/2/28 ⁵ 「臨時株主総会に向けて」東芝、2022/2/14

SRC報告書対応表

SRC報告書対応表①

SRC報告書における記載	レビュープロセスの不備	SRCによる意思決定の不備
戦略・金融投資家とのエンゲージメントの不備 – 6月に誓約したプロセスとの不整合		
<p>2021年6月25日報告書¹ 「SRCは、当社又は当社子会社若しくは当社事業に対する潜在的な戦略投資家及び金融投資家との対話を行います」</p> <p>2021年11月12日報告書² 「SRCによる検討の初期段階から、(中略)戦略投資家が東芝全体の買収に興味を示す可能性は低いであろうと判断しました。」</p> <p>「執行部はこれら投資家が、新たな計画が進むにつれて将来考えられる資産・事業の売却における買い手候補である限りにおいて、それら投資家とのエンゲージメントを継続して参ります。」</p> <p>「当該ファンドが東芝からの資産・事業の売却についてのみ興味を示したため、今後東芝を取り巻く状況が当該ファンドの興味によりかなうものになるまで待つよう伝えました」</p>	<p>2021年6月時点においては、全社に対してだけではなく、一部事業についての買収者との対話も行う旨、誓約していた。</p> <p>しかし、2021年11月報告書によれば、検討の初期段階から、一部資産・一部事業の売却については「将来考えられる」として、検討の対象から排除し、東芝「全体」の買収に興味を示す買収者以外とは対話を行っていない。6月時点で誓約したプロセスと明らかに不整合。</p>	
マイノリティ出資案の検討プロセスの不備 – 株主の不支持というSRCの主観的な推測に基づいた一方的な検討の打ち切り		
<p>2021年11月12日報告書² 「SRCは、東芝が単独で事業を継続する、という執行部の案と比べ、この選択肢がより良いものであると考えました」</p> <p>「同社は既存株主の皆様の支持を得づらい取引ストラクチャーしか示すことができませんでした」</p> <p>「このファンドも、(中略)他の一般株主の皆様の利益と完全に整合した形での投資ストラクチャーについて合意に至ることは難しいであろうと見受けられました。」</p>		<p>SRCは当時、マイノリティ出資案が執行部の案に比べ、より良いものであると考えたにも関わらず、最終的に、「取引ストラクチャーが株主の支持を得づらい」という検証困難な事柄に対し、主観的な判断を下し、一方的に検討を中止している。</p> <p>また、「他の一般株主の皆様の利益と完全に整合した形での投資ストラクチャー」がいかなる投資ストラクチャーを指しているか不明であり、具体的に想定している投資ストラクチャーがあるのであれば、それを明らかにすべきである。</p>

¹ 「当社取締役会からの声明」 東芝、2021/6/25

² 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート (和訳)」 東芝、2021/11/12

SRC報告書対応表②

SRC報告書における記載	レビュープロセスの不備	SRCによる意思決定の不備
非上場化案の検討プロセスの不備① - 提案を受領するために必要な環境の不整備		
<p>2021年11月12日報告書² 「取締役会及びSRCは、<u>具体的かつ実現可能性のある真摯な提案を歓迎し、(中略)しっかりと検討すると常に申し上げてきました</u>」</p> <p>「<u>正式なデュー・ディリジェンスを経た、入念に準備された競争入札プロセスは行われていない</u>」</p> <p>「SRCの発足以降、<u>当社全体についての提案や、かかる提案に繋がりが得る問い合わせは受領しておらず、それを拒否もしていません</u>」</p>	<p>「<u>具体的かつ実現可能性のある真摯な提案</u>」がどのようなものか、<u>示すことはなかった</u>。</p> <p>精度の高い提案を求める一方で、それを作成するために<u>必要なDD環境は提供しなかった</u>。</p> <p>報道では、複数のPEファンドが買収に強い興味を示していた。しかし、「<u>提案に繋がりが得る問い合わせ</u>」さえ受領できなかった。その事実だけ見ても、何らかプロセスに本質的な問題があったと考えざるを得ないが、<u>SRCは全くその背景について検証していない</u>。</p>	
非上場化案の検討プロセスの不備② - 結論ありきの不均衡なミーティング機会の提供		
<p>2021年11月12日報告書² 「8月から10月にかけて<u>25回以上のミーティング</u>が行われ、(中略)協議を行いました」</p> <p>「実績があると判断したファンド5社と<u>初期的な協議</u>を行い、(中略)ファンド4社と<u>第2段階目の協議</u>を行い、(中略)それら4社のファンドについて、(中略)10月と11月に<u>第3段階目の交渉</u>」</p>	<p>マイノリティ出資では25回以上のミーティングが行われたのに、より企業価値を大幅に変動させ得る非上場化案について、3回しかミーティングを実施していない。</p> <p><u>始めから結論ありき(非上場化案は検討しない)でのプロセス</u>であった可能性を色濃く疑わせる。</p>	
非上場化案の検討プロセスの不備③ - 入札価格の主観的な推測と、それに基づいた一方的な検討の打ち切り		
<p>2021年11月12日報告書² 「先方がどの程度の価格水準で非上場化が実現可能と考えているかについて、<u>意義のある視点を獲得することができた</u>」</p> <p>「SRCは、当該価格のレンジは、それまでにメディアで報道されていた<u>市場の期待水準に比べて説得力のあるものではないと認識しました</u>」</p>	<p>PEファンドにDDの機会を与えず、提案に繋がりが得る問い合わせさえ受領できていないような初期的な議論を以て、<u>非上場化案について徹底的に検討したとは言えない</u>。</p>	<p>提案に繋がりが得る問い合わせさえ受領できていない中で、SRCが<u>主観的に入札価格を推測し、その価格では株主の目線に合わないとして一方的に検討を中止</u>しており、その判断は全く客観性に欠けている。</p>

¹ 「当社取締役会からの声明」 東芝、2021/6/25

² 「当社取締役会の戦略委員会による、スピンオフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート (和訳)」 東芝、2021/11/12

SRC報告書対応表③

SRC報告書における記載	レビュープロセスの不備	SRCによる意思決定の不備
スピノフ計画案の検討プロセスの不備 – 6月に誓約した判断基準との不整合		
<p>2021年6月25日報告書¹ 「(中略)潜在的な戦略投資家及び金融投資家との対話を行います。当社は(中略)当社自身の手で実現できる能力と<u>比較するためのベンチマークとする</u>」</p> <p>2021年11月12日報告書² 「これら3社は、<u>当社が現状のまま事業を継続するよりも</u>はるかに確実かつ効果的に株主価値を顕在化すべく、より整理され、より特化した会社となります」</p>		<p>2021年6月時点において、SRCは、潜在的な買収者との対話を、利益を伴った成長及び高い株主還元を当社自身の手で実現できる能力と比較するためのベンチマークとする、と誓約していた。</p> <p>しかし、2021年11月に出てきた結論は、3社に分割した後の各社における具体的な事業計画を明らかにしないまま、当社が現状のまま事業を継続するよりもはるかに確実かつ効果的に株主価値を顕在化できることを前提にしており、潜在的な買収者との比較をまったく行わないまま3社分割の合理性を判断しており、2021年6月に誓約された判断基準と不整合。</p>

¹ 「当社取締役会からの声明」 東芝、2021/6/25

² 「当社取締役会の戦略委員会による、スピノフ計画に至るプロセスについての株主の皆様へのアップデート（和訳）」 東芝、2021/11/12

Appendix

「情報のすべてを子細に開示することは極めて非現実的」¹であるとする東芝の見解は根拠に基づいていない

各スポンサー候補者との協議状況及び結果



①フォートレス	<ul style="list-style-type: none"> 本日発表した「サッポロ合同会社による当社株券に対する公開買付けに関する意見表明(反対)のお知らせ」をご参照ください
②ブラックストーン	<ul style="list-style-type: none"> 提示された公開買付予定価格5,000円は評価できる水準 ブラックストーンの間では、当社グループの一部の資産を分離し、当社グループの従業員が中心となって、新たな事業会社として運営していくスキームが検討されていたところ、かかるスキームを実行するための条件に関する協議において、スキームの実現性が確実であると判断できず。 これまでのブラックストーンとの協議内容は、株主共同の利益の観点及び企業価値の維持・向上の観点からも、㈱チトセア投資による公開買付けに比し、劣後していることから、ブラックストーンからの買収提案に係る協議を終了することを決議
③海外ファンドC社(ローンスター)	<ul style="list-style-type: none"> 本日発表した「株式会社チトセア投資による当社株券に対する公開買付けに関する意見表明(賛同)のお知らせ」をご参照ください
④国内ファンドE社	<ul style="list-style-type: none"> 公開買付予定価格5,000円を検討するとともに、要求リターン確定及びExitの確約による従業員保護スキームを検討中 要求リターン水準からして従業員保護の観点での優位性はあるものの、資金調達に係る信憑性に常に疑義があることから、E社からの買収提案に係る協議を終了することを決議
⑤国内事業会社F社	<ul style="list-style-type: none"> 公開買付予定価格5,000円(+α)、国内オフィスの太宗・ホテルの一部を保有するとともに、国内オフィスの一部・ホテルの太宗・海外オフィスを保有する会社を独立させ、従業員を継続雇用するスキームにつき、詳細を協議 一連の取組完了後の新会社の事業継続にリスクがあり、銀行からの融資確約が得られず資金調達ができていないことから、F社からの買収提案に係る協議を終了することを決議
⑥他のスポンサー候補	<ul style="list-style-type: none"> 本日時点において、海外ファンドA社及びB社との協議は行われておらず、スポンサー候補として消滅 海外ファンドD社は、令和元年(2019年)11月24日の時点で、買収提案の提示が困難な状況で、スポンサー候補として消滅

㈱チトセア投資との令和元年(2019年)12月22日付の公開買付契約書に基づき、上記スポンサー候補との協議終了を通知予定

- 令和元年(2019年)12月22日公表の「公開買付けに係るスポンサー候補者との協議結果について」をご参照ください。

1

Copyright (C) 2019 UNIZO Holdings Company, Limited All Rights Reserved.

免責事項

Disclaimer (1/2)

このプレゼンテーション資料及びこのプレゼンテーション資料に含まれている情報（以下総称して「本プレゼンテーション」）は、株式会社東芝（以下「東芝」）の株主のために提供されるものです。3D Investment Partners Pte Ltd.は、東芝の株式を保有するファンド（以下「3Dファンズ」）の資産運用会社です。

本プレゼンテーションでは、東芝の事業、資本構成、取締役会、ガバナンス体制に限定した、3D Investment Partners Pte Ltd.の評価、推定及び意見を示しています。3D Investment Partners Pte Ltd.は、3Dファンズの資産運用会社としての立場からのみ、評価、推定及び意見を示しています。

本プレゼンテーションは、東芝の2022年3月24日開催予定の臨時株主総会における議案に関する議決権の行使又はその他の行為について、3D Investment Partners Pte Ltd.及びその関連会社並びにそれらの関係者（以下「3DIP」）と共同で株主の権利（議決権を含みますが、これに限りません。）を行使することを勧誘又は要請するものではありません。3DIPは、自らの評価、推定及び意見を表明する行為又は本プレゼンテーションにおいて若しくは本プレゼンテーションを通じて行う他の株主との対話により、日本法（又はその他の適用がある法律）に基づき、共同保有者として取り扱われる意図又は合意がないことを明確にします。

3DIPは、東芝の株主が保有する議決権の行使につき、東芝の株主を代理する権限を受任する意思はありません。

3DIPは、東芝及び東芝グループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、3DIPが、自ら又は他の貴社の株主を通じて、貴社の株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIPは、東芝及び東芝グループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

本プレゼンテーションは、いかなるサービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品の購入し若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、何らかの取引を実行すること若しくは（条件が記載されているか否かを問わず）その他の行為を避けるべきことを推奨するものではなく、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません。

本プレゼンテーションは、情報提供のみを目的としたものであり、その他のいかなる目的のためにも、いかなる人にも依拠することはできません。また、本プレゼンテーションは、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言でもありません。

本プレゼンテーションは、公表されている情報（3DIPは別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。3DIPは、日本の金融商品取引法が規定するインサイダー情報（以下「インサイダー情報」）を受領しておらず、また、本プレゼンテーションにはいかなるインサイダー情報も記載していません。

本プレゼンテーションには「将来の見通しに関する記述」が含まれています。特定の将来の見通しに関する記述は、過去又は現在の事実と厳密には関連していない記述であり、「かもしれない」、「でしょう」、「想定します」、「信じます」、「予想します」、「計画します」、「推定します」、「見込んでいます」、「目標とします」、「予想します」、「求めています」、「し得ます」といった表現やこれらと同等の用語を用いたその他の変化形、否定形、類似表現の一切を含んでいます。

同様に、3DIPの目的、計画、事業戦略、目標などを記載した記述は、将来を見据えたものです。本プレゼンテーションに記載されている業績見通し等の将来に関する記述は、3DIPが本プレゼンテーションの作成時点で入手している情報及び合理的であると判断する一定の前提に基づいた、3DIPの意図、認識、期待、推定、仮定及び評価に基づいています。これらの記述は、将来の業績を保証するものではなく、リスク、不確実性、仮定その他予測することが困難な要素を含んでおり、3DIPのコントロールの範囲内ではなく、実際の業績と大きく異なる可能性があります。したがって、実際の業績などがこれらの業績見通しとは大きく異なる結果となり得ます。そのため、実際の結果を予測するものとして将来に関する記述に依拠すべきではなく、実際の結果は将来に関する記述として記載され、又は示唆されたものと大きく異なる可能性があります。3DIPは、新たな情報、将来の展開その他の結果にかかわらず、将来の予想に関する記述を更新して公表したり、修正する義務を負いません。

Disclaimer (2/2)

3DIPは、本プレゼンテーションに記載された情報が正確で信頼できるものであると信じていますが、3DIPは、当該情報や記載されている東芝及びその他の企業に関する記述、口頭でのコミュニケーションについての正確性、完全性又は信頼性について何らの表明又は保証を行うものではありません。また、3DIPは、これらの記述やコミュニケーション（それについての不正確性や欠落も含みます）についてのいかなる責任を負うものではありません。なお、公開会社については、公開会社又はその内部者が保有する非公開情報のうち、当該公開会社が公開していない情報が存在する場合があります。したがって、本プレゼンテーションに記載されている全ての情報は、何らかの保証をするものではなく、「現状のまま」で表示されており、3DIPはその情報の正確性、完全性又は適時性や、使用した結果について何らの表明も暗示的に行うものではありません。自ら専門家の助言を得て、関連する問題に関して自ら評価を行ってください。3DIPは、本プレゼンテーションに含まれる情報（それについての不正確性や欠落も含みます）の全部もしくは一部の使用やそれに関連して発生したいかなる損失に対しても、いかなる義務又は責任も負いません。いかなる投資も、完全な資本の喪失を含む重大なリスクを伴います。いかなる予測や見積もりも、単に説明を目的としたものであり、想定される損益の上限を示したものとして捉えるべきではありません。3DIPは、いかなる人に通知することなく、本プレゼンテーションの全部又は一部を変更することができますが、本プレゼンテーションにおける修正、更新、追加情報若しくは資料を提供する義務、又は不正確を訂正する義務は負いません。

本プレゼンテーションには、ニュース報道又はその他の第三者情報源（「第三者資料」）からのコンテンツ若しくは引用、又はそれらへのハイパーリンクが含まれ得ます。本プレゼンテーションにおける第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIPが独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIPの見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIPとは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本プレゼンテーションに第三者資料を提供することは、3DIPが第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して3DIPが表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

本プレゼンテーションの英語版に記載される（他の者に帰属しない）3DIPが作成した情報で、英語版と本プレゼンテーションの日本語版とが一致しない場合、別途の明示がない限り、日本語版の意味が優先されます。

3DIPは、現在、東芝グループの有価証券を実質的に保有し、及び／又は経済的利害関係を有しており、将来においても保有し、または経済的利害関係を有する可能性があります。3DIPは、東芝グループに対する投資について、継続的に、また、様々な要因に応じて、東芝グループの財政状態及び戦略的方向性、東芝との協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、東芝グループの有価証券の購入又は売却を希望する価格で実行する可能性など、いつでも（3DIPがポジションを得た後の公開市場又は非公開の取引を含みます）、売買、カバー、ヘッジ、又は投資の形態や実体（東芝の有価証券を含みます）を、関係法令で許容されるいかなる方法によっても、変更する可能性があります。また、そのような変更について他者に通知する義務を明示的に負うものではありません。また、3DIPは、東芝に対する投資に関して適当と判断するいかなる行動も取る権利を留保します。この行動は、取締役会、経営陣又は他の投資家とのコミュニケーションを含みますが、これに限られません。

本プレゼンテーション及びその内容は3DIPの著作物です。本プレゼンテーションで言及されるすべての登録された又は登録されていないサービスマーク、商標及び商号は、それぞれの所有者の財産であり、3DIPによる本プレゼンテーションの使用は、これらのサービスマーク、商標及び商号の所有者との提携又は所有者による承認を意味するものではありません。いかなる場合においても、3DIPは、本プレゼンテーションの使用から生じる、直接的又は間接的な特別損害、付随的損害又は派生的損害（逸失利益を含む）について、いかなる当事者に対しても責任を負わないものとします。

本プレゼンテーションに記載された内容は、予告なく変更・更新されることがありますので、ご注意ください。本プレゼンテーションを読むたびに全ての内容をご確認ください。