



豊田自動織機に関する エリオットの見解

2026年1月27日

注: 本プレゼンテーション資料中における市場データは、
2026年1月18日付で公表された豊田自動織機の株主に向けた
エリオットの公開書簡における市場データの基準日と平仄を
合わせ、2026年1月16日時点を用いている





エリオットの見解の概要

エリオットは、現在の条件では本改定後TOBに
保有する株式を応募する意向はなく、
株主の皆様にも応募しないことを強く推奨します



本改定後TOBに応募しないでください



エリオット・マネジメントについて

当社は1977年に設立され、継続運用されている同種の投資会社の中で最も歴史のある会社の一つ



運用資金約760億ドル⁽¹⁾

多様な市場サイクルを通じて収益は安定しておらず、49年に及ぶ歴史の中でマイナス収益は2年のみ



世界的なプレゼンス

世界中で投資を展開し、フロリダ、コネチカット、ニューヨーク、ロンドン、サンフランシスコにオフィスを構える



セクターに関する専門知識

世界各国でインダストリアル・自動車セクターへの投資を行い、豊富な専門知識および成功実績を有する

当社の投資アプローチ

広範に及ぶデューデリジェンス

経営陣や取締役会との建設的なエンゲージメント

長期的な価値創造

インダストリアル・自動車セクターへの投資事例

DNP

GPC

GOODYEAR

HELLA

HITACHI

Honeywell

HYUNDAI

Sumitomo Corporation

TOSHIBA

注: (1) 2025年6月30日時点



豊田自動織機に関するデュー・デリジェンス

本源的価値の測定および株主価値を最大限に高めるための魅力的な事業計画を策定するために、多大な時間とリソースを投入

大手経営コンサルティングファーム

- ✓ 豊田自動織機の競争上のポジショニング、市場環境、および成長見通しを分析するため、業界大手のグローバル経営コンサルティングファームを起用

元従業員および業界幹部へのインタビュー

- ✓ 豊田自動織機の事業、ポジショニング、および課題の把握にあたり、豊田自動織機の元従業員や業界幹部と数十回にわたりインタビューを実施

資産価値評価の専門家

- ✓ 不動産を含む資産価値の評価にあたり、複数の専門アドバイザリー会社を起用

税務アドバイザー

- ✓ スタンドアローン・プランを含む様々なシナリオにおける税務上の考慮事項を評価するため、大手会計事務所を起用

法務アドバイザー

- ✓ TOBおよびスタンドアローン・プランについて、コーポレート、規制、ガバナンスを含む事項に関する助言を得るため、日本および海外の法律事務所を複数起用

財務・会計アドバイザー

- ✓ 豊田自動織機の財務実績および主要業績指標の評価、ならびに詳細なスタンドアローン・プラン策定の支援を目的として、財務・会計のアドバイザリー会社を起用

本改定後TOBは世界有数の事業を大きく過小評価している

豊田自動織機は世界的な企業であることに加えて価値算定が容易な多額の上場会社株式を保有するが、本改定後TOBは同社の価値を著しく過小評価しており、重大なガバナンス上の問題が存在する

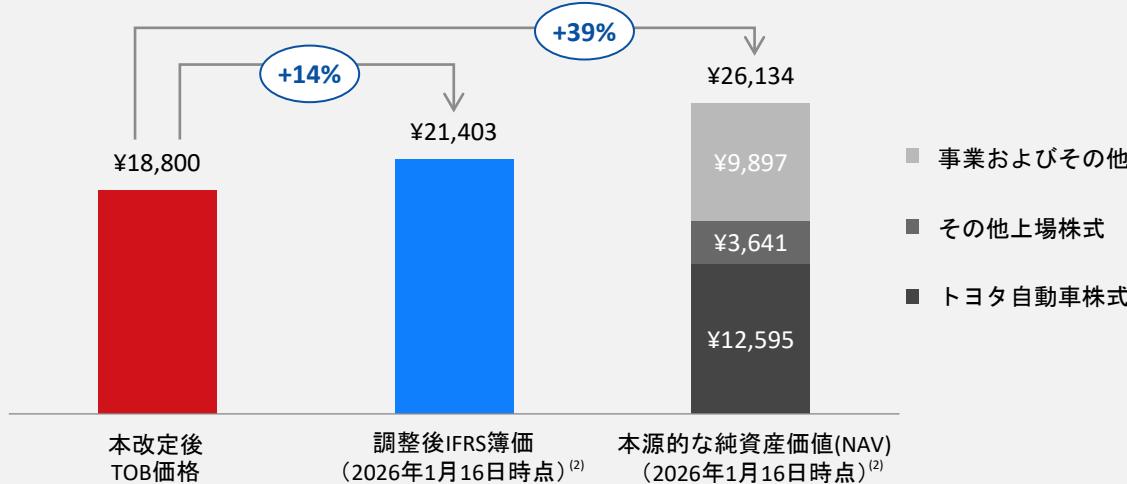
世界有数の事業

- 大手フォークリフトOEMの中で最も高い成長率を記録し、28%の市場シェアを有する明確なマーケットリーダー
- 魅力的な自動化システム市場における強固なポジション

大規模かつ流動性の高い上場会社株式

- トヨタ自動車株式の9%を含む、上場会社株式の大規模なポートフォリオ
- これらの上場会社株式のみで、本改定後TOB価格に基づく税引後価値の85%超を占めている⁽²⁾

豊田自動織機の株式価値（1株あたり）⁽¹⁾



出典: 会社開示資料、Bloomberg、大手経営コンサルティングファーム

注: (1) 詳細はバリュエーションに関するセクション参照、(2) 2026年1月16日時点での税引後（税務に関する詳細はAppendixを参照）、(3) 2026年1月14日、取締役会および特別委員会は、本改定後TOBへの応募を株主に推薦したが、2026年1月9日時点では、従前の1株あたり18,600円の提案はなお「想定する価格水準から乖離」しており、少数株主の確保の観点から「大きく引き上げることが必要」であるとしていた、(4) 本改定後TOBの公表日前日である2026年1月13日、豊田自動織機のNAVは、同日にトヨタ自動車の株価が7.5%上昇したことを主たる要因として、1株あたり1,005円増加した

深刻なガバナンス上の問題

不公正な価格の受容

- 取締役会および特別委員会が、本改定後TOBが豊田自動織機の価値を過小評価していることを認識しながら、なお本取引を支持したことは開示資料から明らか⁽³⁾

- 取締役会および特別委員会は、豊田自動織機が保有する上場会社株式の価値が上昇する前に、18,600円は想定する価格水準から乖離し大きく引き上げることが必要と述べていたにもかかわらず、その数日後18,800円で譲歩⁽⁴⁾

強圧的な取引

- 誤ったマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定
- トヨタグループが少数株主のことを今後も軽視し続けることに対する懸念

価値の不透明化

- 取引後の自己株式取得によって顕在化される多額の価値について説明が不足
- バリュエーションに関する情報開示の不足

利益相反

- 特別委員会および同社のアドバイザーが本取引における公開買付者向け融資にも関与



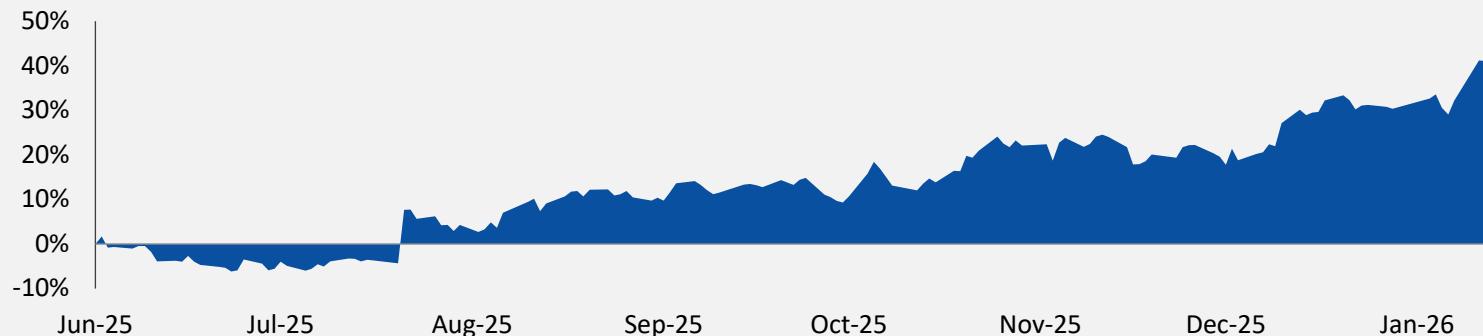
現在までの主要な出来事

2025年6月3日

本日

当初TOBの公表	株式市場における強い反発	ACGAによる書簡	エリオットによる3%超の株式保有の開示	エリオットによる5%超の株式保有の開示	改定後TOBの開始
<ul style="list-style-type: none"> 当初TOB価格は1株あたり16,300円で、NAVおよび市場価格のいずれに対してもディスカウント 複数の手続面およびガバナンス上の問題 特別委員会は、市場価格に対するディスカウントを理由として、株主に対し応募を推奨できないと判断 	<ul style="list-style-type: none"> 多くの市場参加者が取引条件に対する懸念と反対を表明 オアシス・マネジメントが、当初TOB価格が豊田自動織機を過小評価しており、取引に反対する意向を表明 GMOが、ガバナンスが不十分であった結果、不公正な価格となったと指摘 	<ul style="list-style-type: none"> 2025年8月8日、アジア・コーポレート・ガバナンス協会（ACGA）が、豊田自動織機およびトヨタ自動車の取締役会宛てに公開書簡を公表 プロセスおよびガバナンス、ならびに透明性の欠如に関する懸念を表明。これら全てが不公正な価格につながったと指摘 	<ul style="list-style-type: none"> 2025年11月11日付の豊田自動織機の半期報告書で、エリオットの3%超の株式保有が開示される（2025年9月30日時点の保有分） エリオットは当初TOBが豊田自動織機の価値を著しく過小評価しており、プロセスの透明性を欠き、ガバナンス上も問題がある旨の見解を表明 	<ul style="list-style-type: none"> 2025年12月10日付の大口保有報告書において、エリオットは豊田自動織機株式を5%超保有した旨を開示 注：エリオットはその後、2026年1月22日に保有比率の増加を開示し、<u>その増加後の保有比率は、自己株式控除後の発行済株式数に対して7%超</u> 	<ul style="list-style-type: none"> 2026年1月14日、公開買付者が1株あたり18,800円で本改定後TOBの開始を公表 2026年1月15日、エリオットが本取引に反対する旨の声明を公表し、さらに2026年1月18日に公開書簡を公表

6月の当初TOB予告以降、豊田自動織機が保有する上場会社株式の価値は43%増加⁽¹⁾



+43%
増加

豊田自動織機の1株あたりの価値が
税控除後⁽²⁾4,805円
増加したこと
意味する

出典: 会社開示資料、Bloomberg

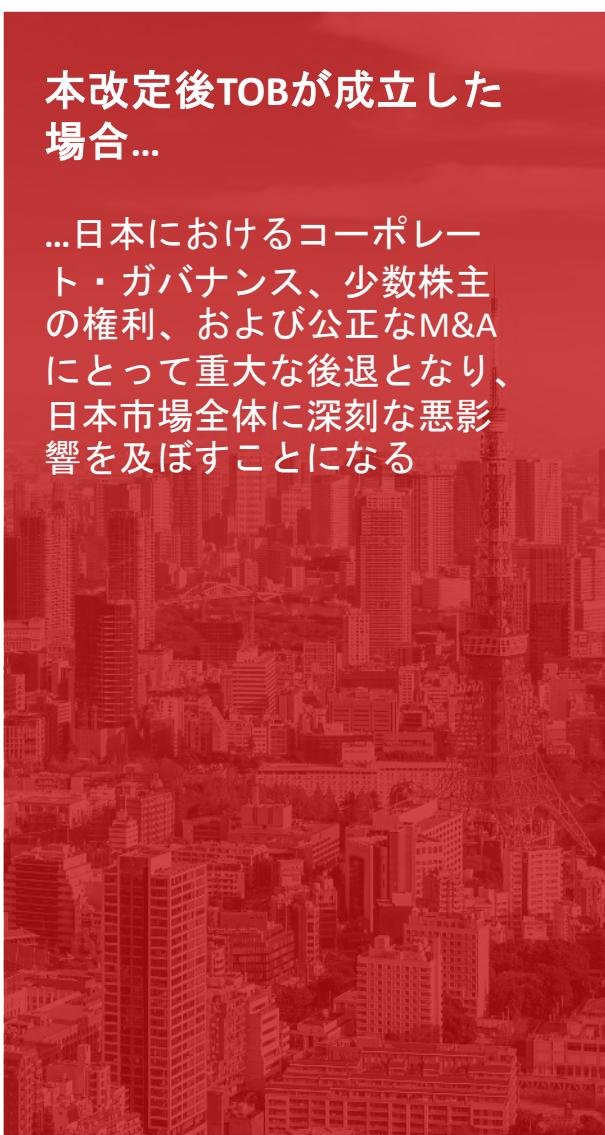
注: (1) 2025年6月3日以降における、豊田自動織機が保有する上場会社株式ポートフォリオの価値の税引前の増加率、(2) 税額算定についてはAppendixを参照



本取引の重要性

本改定後TOBが成立した場合…

…日本におけるコーポレート・ガバナンス、少数株主の権利、および公正なM&Aにとって重大な後退となり、日本市場全体に深刻な悪影響を及ぼすことになる



豊田自動織機の株主にとっての経済的影响

- 国内の資産運用会社や日本の個人投資家を含む株主から、総額で約2.2兆円の価値が収奪され、その価値が不当にトヨタグループに帰属することになる



トヨタグループのガバナンス

- トヨタグループによる大量の持合株式の保有や度重なる不祥事は、コーポレート・ガバナンス不全に起因するものである
- 不十分なガバナンスを容認することは、長期的に見てトヨタグループの株主にとっても不利益である



少数株主の権利

- 支配的な親会社グループによる日本の上場会社の非公開化は、日本市場では一般的に見られるものの、本質的に不公正性を含んでおり、少数株主を保護するための包括的かつ実効的な措置が真に採用されることが求められる
- このように少数株主にとって根本的に不公正な条件の下で本改定後TOBが成立するがあれば、日本に存在する他の215の上場子会社グループに対し、極めて深刻な前例を示すことになる



ガバナンス指針の実効性

- 経産省や東証等による日本のガバナンスに関する指針がこれほど容易に無視され、あるいは不公正な価格を正当化するために形式的・恣意的に利用され得るのであれば、他の企業においてもこれらの指針が遵守されず、または同様に形式的なものに留まるおそれがあり、その結果、市場全体に広く悪影響を与えることになる



バリュエーションへの影響

- 株主の反対があるにもかかわらず不当な取引が強行できるという前例が生じれば、日本企業のバリュエーションや株式市場全体に対する投資家の関心に重大な影響を及ぼすことになる



魅力的な事業と大規模な上場会社株式

豊田自動織機は堅固なコア事業であるフォークリフト事業に加えて高品質かつ多くの資産を有する複数の事業を展開しているほか、大規模な持合株式のポートフォリオも保有している



TOYOTA INDUSTRIES CORPORATION

産業車両

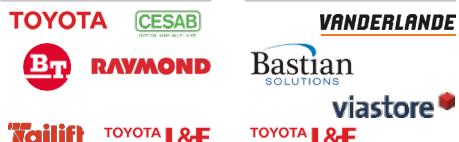
フォークリフト	自動化システム

売上比約80%⁽¹⁾

売上比約20%⁽¹⁾

高品質な
フォークリフト
網羅的な製品
ラインナップ
および関連サービス

広範な
自動化システム
スマート物流領域
を含むソリューション提供



EBITに占める割合⁽²⁾ : 73%

自動車部品



部品群と組立サービスの
包括的な提供

トヨタ自動車の車両組み立てと
エンジンやA/Cコンプレッサー等
の部品生産における
主要サプライヤー

TOYOTA

EBITに占める割合⁽²⁾ : 23%

織維機械・その他



主に織維産業向けの
織機製造

紡績・織機システム、織維の試験
および品質管理ソリューションを
提供

TOYOTA

TRÜTZSCHLER

USTER®
Think quality

EBITに占める割合⁽²⁾ : 4%

持合株式



大規模かつ流動性の高い
上場会社株式の持合い

トヨタ関連企業や他の国内企業との間で株式を持ち合う

約5兆円
上場会社株式の
ポートフォリオの
税引後価値⁽³⁾

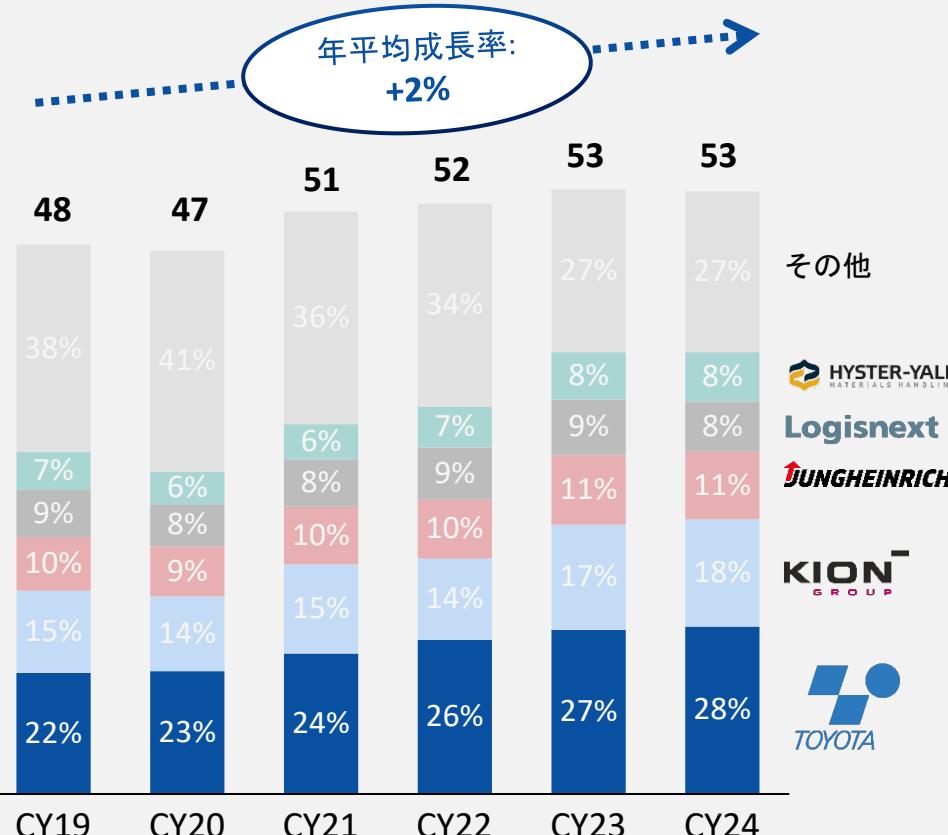
出典: 会社開示資料、大手経営コンサルティングファーム

注: (1) 産業車両事業の売上における割合、(2) 豊田自動織機のFY3/27のEBITにおける割合、(3) 2026年1月16日時点の市場データに基づく算定（税務に関する詳細はAppendixを参照）

フォークリフト市場における世界的なプレゼンス

豊田自動織機のフォークリフト事業は、全主要地域で事業を展開し、成長が最も速いエンドマーケットにも対応することで、グローバル市場でのリーダーシップを示している

世界フォークリフト市場における各OEMのシェア
CY19-CY24⁽¹⁾ (10億ドル)



出典: 大手経営コンサルティングファーム

注: (1) 豊田自動織機の財務データは、業界データと一致させるために暦年に合わせて調整

フォークリフト機械市場で**世界シェアNo.1**

主要メーカーの中で過去5年の**成長率はトップを誇る**

主要地域全てで事業を展開する唯一のOEMであり、**世界需要の6割超を占める2地域でトップシェアを獲得**

成長著しい市場での積極的な事業展開

9%
CY25-CY30 年平均成長率
物流・倉庫業界

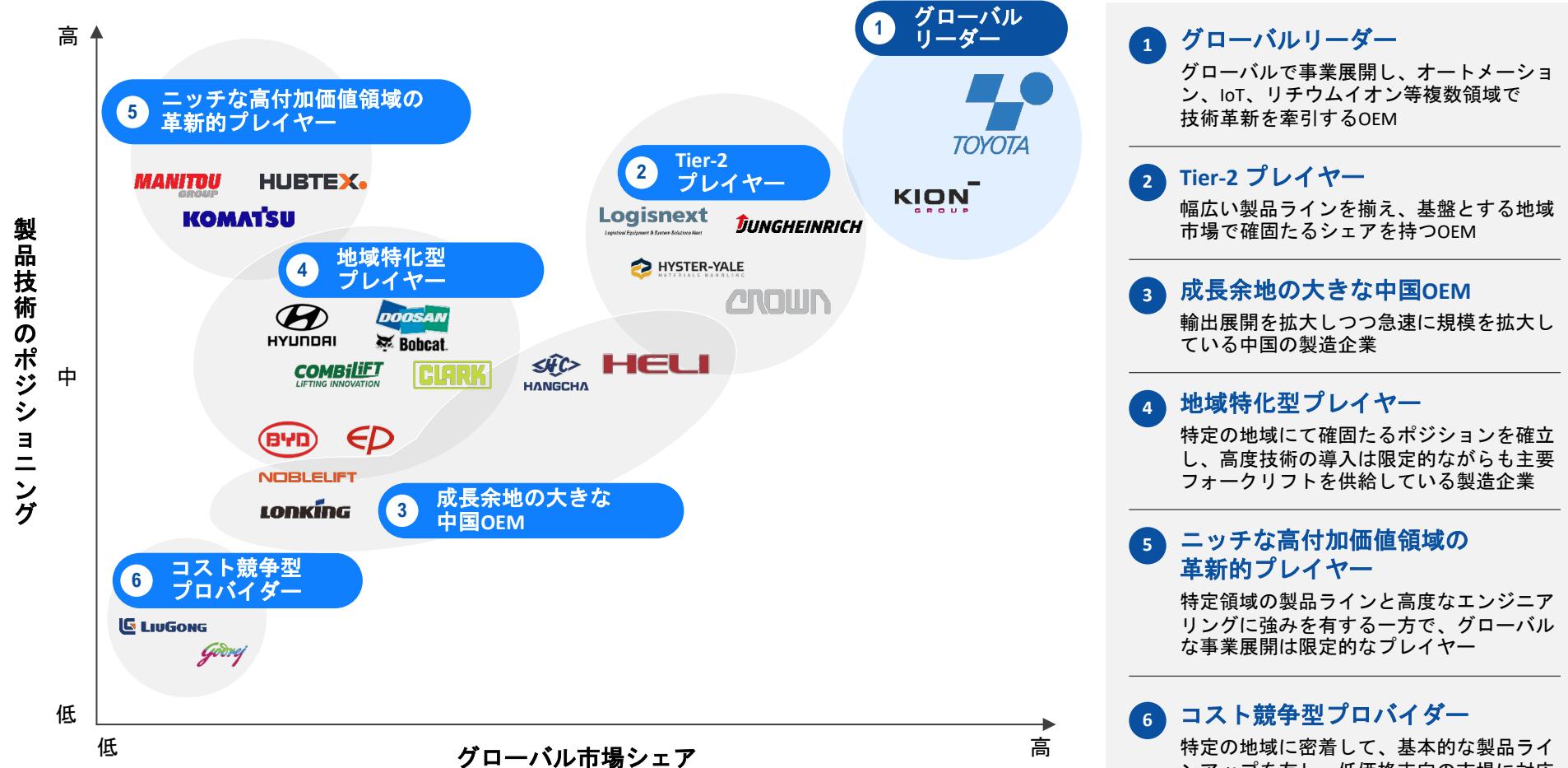
8%
CY25-CY30年平均成長率
自動車業界

8%
CY25-CY30年平均成長率
小売業界

7%
CY25-CY30年平均成長率
食品・飲料業界

フォークリフト市場で極めて魅力的なポジショニング

豊田自動織機はグローバルのフォークリフト市場における確固たるリーダーとして、最も付加価値の高い市場セグメントにおいてポジションを確立

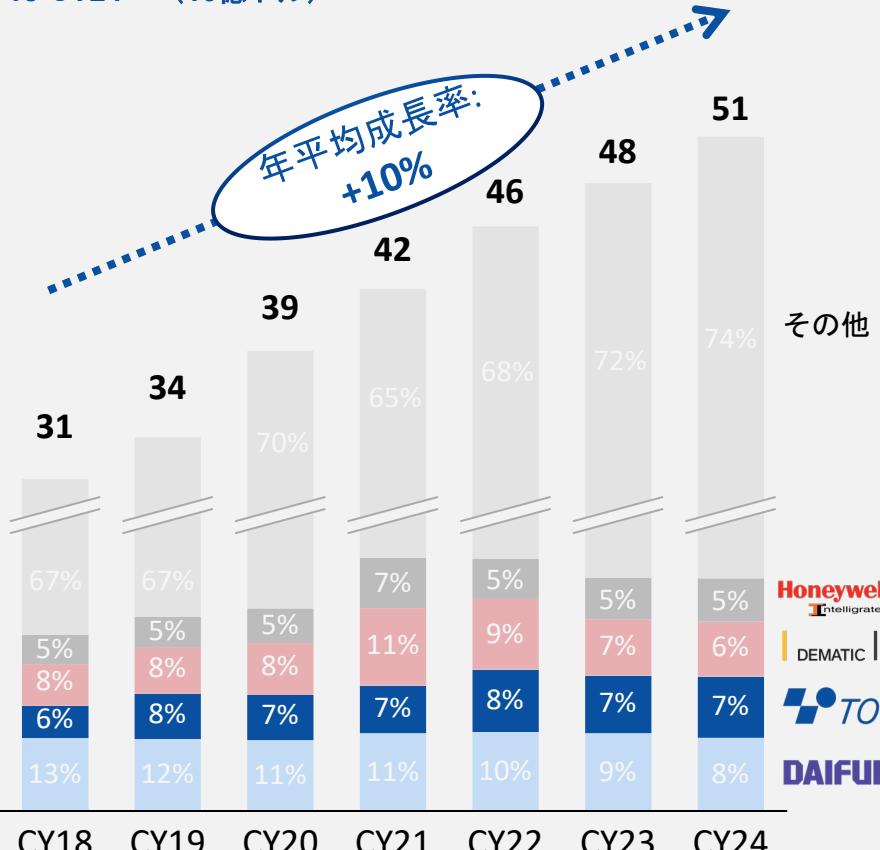


出典: 大手経営コンサルティングファーム

自動化システム事業は、急成長市場で良好な地位を確立

豊田自動織機はマクロ環境の追い風を受けて急成長する自動化システム市場において世界第2位のプレイヤーであり、長年の信頼関係を築いた優良な顧客にサービスを提供

世界自動化システム市場における各OEMのシェア
CY18-CY24⁽¹⁾ (10億ドル)



自動化システム市場で世界シェアNo.2

✓ 労働力不足やECの成長、AI・機械学習の導入加速といった要因が市場成長の強力な追い風になっている

✓ フォークリフト事業と併せて、顧客のCAPEXとOPEXの双方の需要に応えるサービス提供

優良顧客との長年の関係性

豊田自動織機の顧客例

倉庫・物流業界



宅配・郵便業界



空港



出典: 大手経営コンサルティングファーム

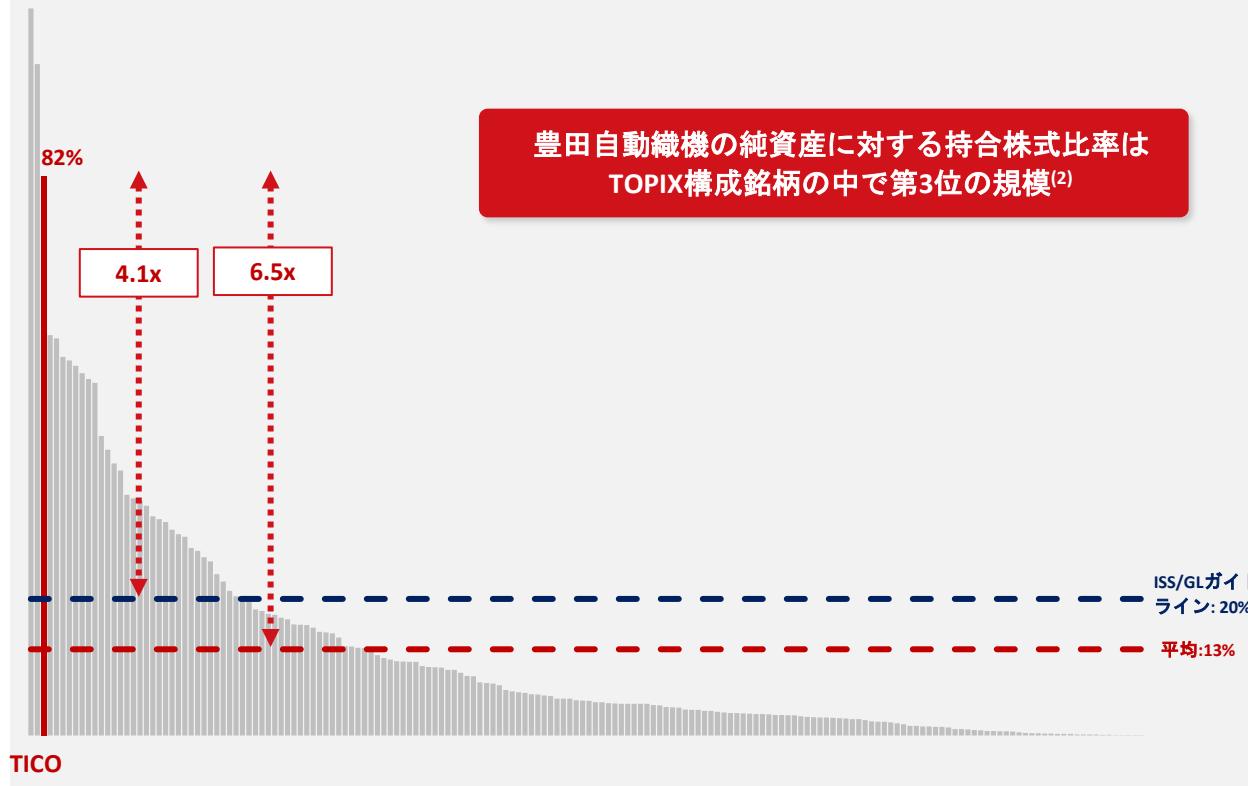
注: (1) 豊田自動織機の財務データは、業界データと一致させるために暦年に合わせて調整



豊田自動織機の突出した持合株式比率の水準

豊田自動織機の純資産に占める持合株式比率は長年にわたりTOPIX全体の中でも最高水準にあり、このような状態を放置してきたことは、ガバナンス不全と資本効率の軽視の表れである

TOPIX構成企業における上場会社株式保有額の純資産比率 (%) (1)(2)



出典: 会社開示資料、Bloomberg、東洋経済、SMBC日興証券、資産運用会社の開示資料（強調は当社による）

注:(1) 株式の市場価値を豊田自動織機の直近四半期時点の純資産で割り戻して算出。他のTOPIX構成銘柄に係る持合株式については、2025年7月時点の数値を第三者が推計したもの。GLはGlass Lewisを指し、GLにおける20%という数値は、基準の中で最も緩やかな閾値を採用。(2) 時価総額が1兆円を超えるTOPIX構成銘柄が母集団



トヨタのようなグループ親会社にとって、持合株式は論争の的となっており、親子上場や恒常的な低評価と並んで問題視されている

Asset Value Investors
2025年4月



企業間で相互に政策株を持ち合うという、日本特有の[トヨタグループに見られる]慣習は、 [...] 株式市場ではコーポレートガバナンス（企業統治）の低下につながると指摘されてきました。

三井住友DSアセットマネジメント
2023年12月



グループ間で多くの株式を持ち合い、少數株主の利益が軽視される懸念だけでなく、これが自動車産業の資本効率性の低迷を招いている、とも言えます。

野村アセットマネジメント
2023年9月

株式の持合いが監督機能の不全と不公正な取引を招いている

不祥事やトヨタ自動車との不公正な取引上の関係は、株式の持合関係と密接に結びついている

トヨタ自動車の利益のために自動車事業へ過剰投資



業界最高水準の資産を有するが、豊田自動織機の少数株主ではなくトヨタ自動車の利益のために運営

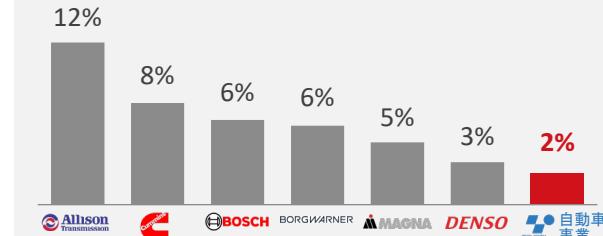
- 自動車事業は実質的にトヨタ自動車の専属サプライヤー
- 現状、この事業はトヨタ自動車の利益のために運営されている
- 最優良の資産に対する巨額投資にもかかわらず、極めて低いリターンしか得られておらず、許容される状態はない



豊田自動織機の株価評価で議論が複雑になる一つの要因は [...] そこから生まれるガバナンス問題 [...] 最大顧客が最大株主であるため、豊田自動織機には利益を最大化するインセンティブが欠如している。

UBS、2022年4月26日

自動車業界におけるROIC平均⁽¹⁾, FY3/20-FY3/25⁽²⁾
(%)



排出ガス不正で露呈した看過できないガバナンス不全



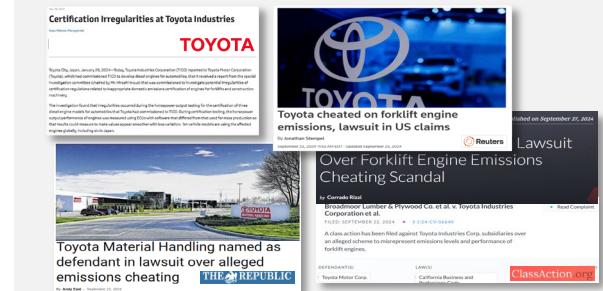
2024年1月の特別調査委員会報告書が排出ガス不正を認定

- 2024年の排出ガス規制違反は、豊田自動織機に適切なガバナンスと管理体制が欠如していることを明確に示している
- 緊急かつ抜本的な対応が必要である



独立調査委員会による調査の結果、豊田自動織機が認証試験において不正を行っていたことが明らかになった。 [...] 一連の不祥事の露呈により、同社の監視体制の在り方に疑問が投げかけられている [...]

Nikkei Asia、2024年1月29日



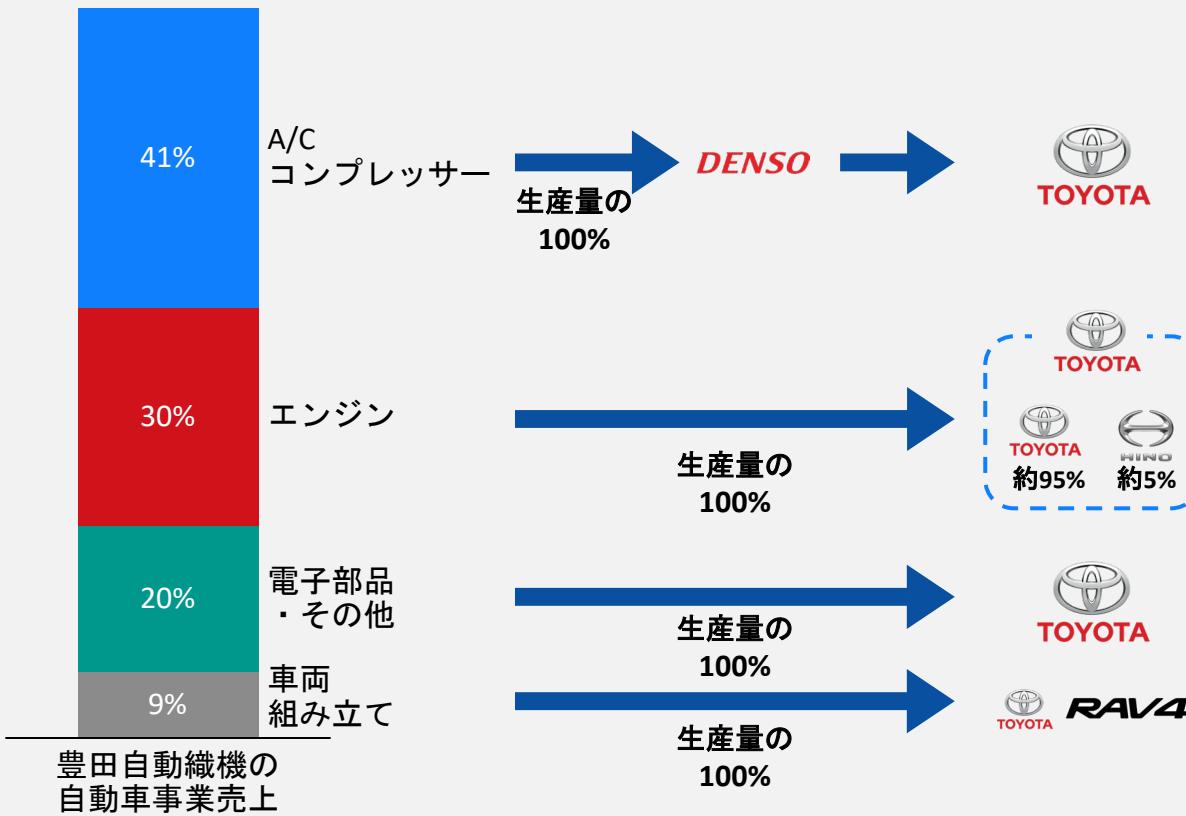
出典: 会社開示資料、大手経営コンサルティングファーム（強調は当社による）

注:(1) 豊田自動織機の開示資料に記載されたNOPAT（税引後営業利益）および総資産に基づいて算出、(2) CY20xxは豊田自動織機の報告におけるFY20xx+1に該当する（例：CY2024は豊田自動織機のCY2025またはFY3/25に該当する）

自動車事業は不十分なガバナンス体制を露呈している

自動車事業はトヨタ自動車の専属サプライヤーとして機能しており、低収益を甘受。豊田自動織機の少数株主ではなくトヨタ自動車の利益を優先するよう設計されたガバナンス構造を浮き彫りにする

豊田自動織機の製品別売上フローチャート（FY3/25）



コメント

- 豊田自動織機は、自社の戦略的・財務的利益ではなく、トヨタ自動車によって投資やロードマップを左右される専属サプライヤーの役割を担う
- 交渉力は不均衡であり、取引条件はトヨタ自動車の競争力を確保するよう設定されている
- 豊田自動織機は実質的にトヨタ自動車のサプライチェーンの補助役であり、価値の創造ではなくトヨタ自動車への価値の移転を促進させている



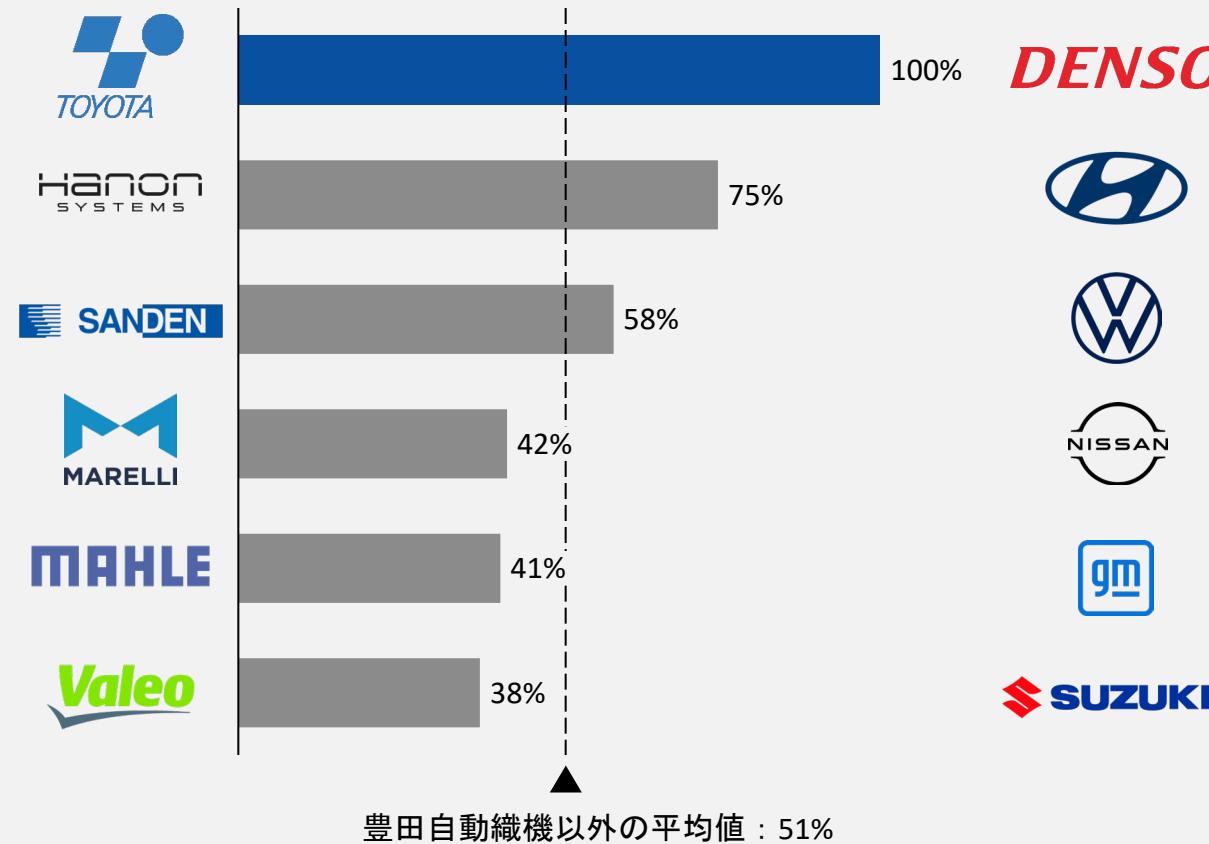
トヨタのみが顧客で低収益の車両・エンジン・部品事業は、ガバナンス(利益を高めるインセンティブがあるか)懸念も加わり現在はディスカウント要因。事業再編の有無が注目。

UBS、2025年5月2日

豊田自動織機とデンソーの関係は問題を抱えている

A/Cコンプレッサー事業では、唯一の顧客であるデンソーが過剰な交渉力を持ち、その結果、低い取引価格および低水準のROICに甘んじている。明確に不均衡な関係であり、根本的な見直しが必要

筆頭顧客向け生産割合⁽¹⁾ (FY3/25)



出典: 会社開示資料、大手経営コンサルティングファーム（強調は当社による）

注: (1) A/Cコンプレッサー事業からの生産販売量の内訳

筆頭顧客

DENSO



SUZUKI

コメント

- デンソーに販売数量を拡大するインセンティブがないため、豊田自動織機のコンプレッサー売上は潜在的能力を下回っている
- 豊田自動織機のコンプレッサー単価は、価格を引き上げる十分なインセンティブがないため抑えられている
- デンソーとの関係は根本的に見直されるべき。もしくは、豊田自動織機は認めできないほど低いROICしか得られないこの事業への投資を停止すべき



過去に豊田自動織機の経営陣は、デンソーに対して豊田自動織機から各OEMへの直接販売を認めるよう求めてきたが、今日に至るまで進展はない

トヨタグループ全体の視点から見ると、現在のデンソーと豊田自動織機の間には、多くの機会損失や非合理性が存在しているのは事実である

元営業企画責任者、自動車部品サプライヤー

排出ガス不正認証問題は重大な懸念を露呈した

2024年の排出ガス不正認証問題は、豊田自動織機が適切なガバナンスおよび管理体制を欠いていたことを示す明白な証拠であり、緊急かつ抜本的な対応が求められる

豊田自動織機の複数のエンジンにおける排出ガス不正認証問題は…

…ガバナンスの脆弱性を示している



2024年1月の特別調査委員会の調査報告書は、豊田自動織機のフォークリフト用ディーゼル・LPGエンジン9機種と自動車用ディーゼルエンジン3機種において排出ガスの不正認証が行われていたことを認めた。その内容には以下が含まれる：

- エンジン性能を誤認させるためのECUソフトウェアの改造
- 排出ガス試験で異なるエンジンの使用
- テスト中の部品の交換
- 測定された排出ガス値の書き換え

その結果：

- 10車両モデルの販売停止と2つのトヨタ生産ラインの一時的な停止
- 2024年のほとんどの期間にわたる日本全土でのフォークリフトの出荷停止
- 日本当局からの規制上・法的な影響、および米国における集団訴訟

出典: 豊田自動織機の特別調査委員会による2024年1月29付報告書

法令を遵守したエンジン開発・生産を推進するための組織や体制の欠如

従業員および管理職におけるコンプライアンス意識の欠如

エンジン事業部の経営陣による排出ガス規制遵守に対する不十分な姿勢

豊田自動織機内の部門間での連携不足および権限の不均衡



当初TOBの取引プロセスにおける重大な欠陥

主要課題

背景

懸念



マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の欠如

- 当初TOBはマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の遵守を主張していたが、取引に対して明らかな利害関係を有するデンソー、アイシンおよび豊田通商をマイノリティに含めている

✖ トヨタグループ以外の株主の42%のみが応募すればTOBが成立するが、これは真のマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を大きく下回る



特別委員会の委員構成

- 特別委員会には、トヨタグループとのビジネスおよびその他関係を有していた委員⁽¹⁾や、10年以上にわたり取締役会に在籍していた委員が含まれる
- 特別委員会が複雑なM&Aを評価することができるか不透明

✖ トヨタグループとの関係や在任期間の長さは、独立性に関する懸念を生じさせる
✖ 適切な経験の欠如は、複雑な取引を独立して評価する能力に対する懸念を生じさせる



ファイナンシャル・アドバイザーの潜在的利益相反

- 特別委員会のファイナンシャル・アドバイザーと取締役会のファイナンシャル・アドバイザーは、いずれも買付者の主要借入先と関連しており、取締役会のファイナンシャル・アドバイザーは取引成立に運動した報酬も受け取る

✖ 当初TOBにおける特別委員会と取締役会のファイナンシャル・アドバイザーはいずれも独立性を欠き、取引の成立に対して大きな利害関係を有する



不十分な公正性担保措置

- 特別委員会と取締役会はそれぞれのファイナンシャル・アドバイザーから株式価値算定書を取得したものの、フェアネス・オピニオンは取得していない
- DCF評価や税務に関する前提の開示がなく、Sum-of-the-parts (SOTP) 評価によるバリュエーション手法も用いられなかった

✖ 取締役会は、経産省指針や東証規則を遵守するための信頼に足る取組みを行っていない
✖ 豊田自動織機が大規模な上場会社株式ポートフォリオを保有していることを踏まえれば最も適切であるにもかかわらず、SOTP評価は用いられなかった



低廉なTOB価格の容認

- 特別委員会と取締役会はマーケット・チェックを実施しなかった
- 豊田自動織機は2025年に、TOB価格を上回る水準で自己株式取得を実施
- 取締役会は他の提案を検討することを契約上制限した⁽²⁾

✖ 当初TOB価格は前日終値を大きく下回り、関連する取引先例と比較しても著しく低い水準
✖ 特別委員会は、当初TOBが各種株価指標に対して大幅なディスカウントとなっていることを認識していたにも関わらず、当初TOBに賛同した

出典: 会社開示資料

注: (1) 東証に提出された豊田自動織機の独立役員届出書およびコーポレート・ガバナンス報告書による、(2) 対抗提案は当初TOBの予定公開買付価格より5%以上高くなければならないという一般的ではない条件が合意されていた

本改定後TOBにおいてもその本質的な欠陥は解消されていない

主要課題

本改定後TOBにおける変更

残る懸念

公開買付けの下限およびマジョリティ・オブ・マイノリティ

- 公開買付けの下限およびマジョリティ・オブ・マイノリティの計算方法には変更なし
- 豊田自動織機は、トヨタ関連会社や保険会社を含む4%の株主⁽¹⁾から「応募する意思」を受領した

✗ 依然として真のマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が付されていない

✗ デンソー、アイシン、豊田通商といった、明らかに当該取引に利害関係を有する当事者を、少数株主の一部として扱うべきだと不誠実に主張する

✗ 関連会社に対する持合株式について、第三者からの法的拘束力のある買付提案があったにもかかわらず、豊田自動織機は本改定後TOBへの影響を理由にこれを拒否した

既存アドバイザーに関する懸念

- 取締役会は、第三者算定機関としてEYストラテジー・アンド・コンサルティングを選任した

✗ 利益相反関係にあり独立性を欠く既存のファイナンシャル・アドバイザーの起用は維持された

公正性担保措置

- 取締役会および特別委員会に対して、アドバイザーから更新された株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンが提出された
- 評価に用いた前提条件が一定程度公表された
- SOTP評価が行われた
- 特別委員会による答申書が開示された

✗ 東京証券取引所の改訂版企業行動規範の遵守を主張しているにもかかわらず、特別委員会の意見は、取引が一般株主にとって「不利益なものではない」と結論づけるに留まり、本改定後TOB価格が、改訂版企業行動規範で要求されている「公正」であることを確認するまでには至っていない

✗ 評価方法の開示は依然として不透明であり、特にSOTP評価の開示に関しては不十分

TOB価格の交渉

- 本改定後TOB価格は、前日の終値や当初TOB予告前の高値に対してわずかなプレミアムを加えた水準である

✗ 本改定後TOB価格は依然としてNAVおよび簿価に対して大幅なディスカウントにある

✗ 豊田自動織機はトヨタグループ企業の株価上昇が織り込まれていると主張するが、その詳細は不明

✗ 交渉経緯はトヨタ自動車の株価が公表日前日に7.5%上昇したことを明確に無視している

6月の予告時点と比べて表面的な改善は見られるものの、
本改定後TOBは依然として経産省指針および東証規則の基本原則の多くを遵守していない

出典:会社開示資料

注:(1) ジェイテクト（0.67%）、愛知製鋼（0.16%）、豊田理化学研究所（0.04%）、愛三工業（0.04%）、トヨタL&F広島（0.03%）、トヨタ瑞浪開発（0.03%）、大豊工業（0.03%）、トヨタ紡織（0.01%）、興和（0.19%）、浅井産業（0.10%）、あいおいニッセイ同和損害保険（1.31%）、三井住友海上火災保険（0.87%）、東京海上日動火災保険（0.67%）



市場参加者からは取引に対して重大な懸念が示されている

本改定後TOBの公表以降、幅広い市場参加者から批判的なコメントが寄せられている

投資家のコメント



当初TOBの予告時点で、推定される公正価値は1株あたり約20,000円だった。過去6か月間で公正価値は上昇しており、我々は1株あたり25,000円以上になる可能性があると考えている。 [...] どのようにして新たな評価水準に至ったのかは依然として不明であり、特に市場ではそれよりかなり高い公正価値が広く見積もられているようである [...]

Nicola Takada Wood、Asset Value Investors、2026年1月16日



トヨタは**豊田自動織機を安く取得しようとしている**[...]

Hugh Sloane、Sloane Robinson Investment Management、2026年1月15日



事業環境は実際には改善しており、競合他社の株価は上昇しており、関税環境も改善していますので、6月3日以降、基礎となる事業価値も上昇していると考えるのが自然です。 [...] **政策保有株式の価値は客観的に1株あたり5,300円上昇しており、この点について外部評価は不要と考えられます。**

Christopher Davis、Mondrian Investment Partners、2026年1月14日

セルサイドおよびその他関係者からのコメント



応募数が下限に達することは困難と見込まれるため、買付条件の引き上げが行われる可能性が高い。**子会社による自己株式取得価格の引上げは、TOB価格の引上げ幅に関するベンチマークとなり、これを踏まえると1株あたり21,000円程度のTOB価格が示唆される。**

United First Partners、2026年1月20日



豊田自動織機の保有するグループ会社株式の価値が、6月以降、1株あたり5,300円増加していることを考慮すると、本改定後TOBは当初TOBよりもむしろ株主にとって不利と言える[...]

Stephen Codrington、Codrington Japan、2026年1月14日



慣っている豊田自動織機の株主との対話から受けた強い印象として、 [...] 15%の上乗せは株主の意向に影響を与えず、1株あたり18,800円のTOB価格は依然として著しく不十分と考えられている。

CLSA (John Seagrim)、2026年1月15日

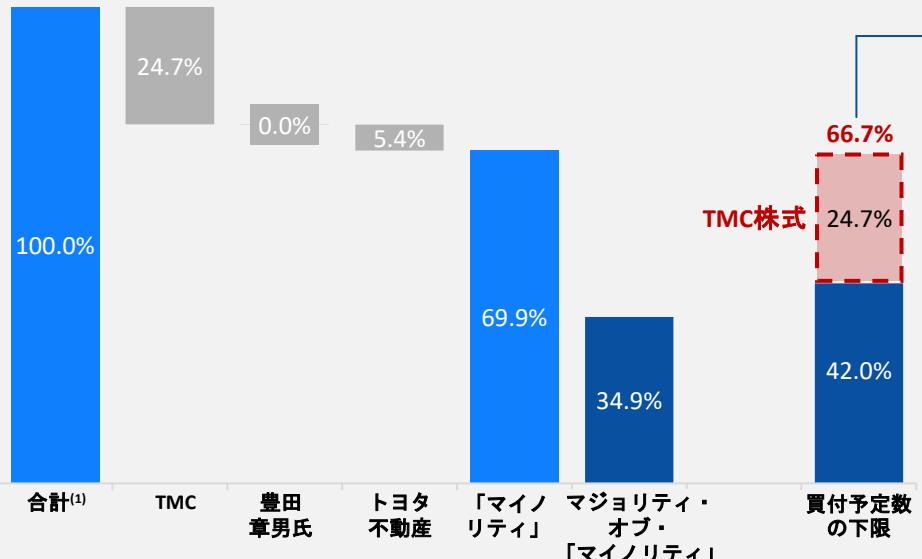
取引プロセスは経産省指針、東証規則およびコーポレートガバナンス・コードを軽視

指針／規則	基本原則	不備
経産省 公正M&A指針	<ul style="list-style-type: none"> 企業価値の向上 公正な取引を通じた一般株主の利益保護の確保 	<ul style="list-style-type: none"> 本改定後TOBによる著しい過小評価 「マジョリティ・オブ・マイノリティ」条件は真的マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を満たさず、公平性担保措置の信頼性に疑義が残る
経産省 企業買収指針	<ul style="list-style-type: none"> 企業価値の向上と全株主の共通利益の確保 取引の透明性を担保することによる適切な情報に基づく株主の意思決定の実現 	<ul style="list-style-type: none"> 少数株主保護と企業価値向上のための措置が不十分 豊田自動織機取締役会および特別委員会による取引および意思決定の主要な側面に関する不透明な開示
東証規則	<ul style="list-style-type: none"> すべての株主に対して公正な取引を確保 充実した適時開示 実効性のある特別委員会と評価プロセスの担保 	<ul style="list-style-type: none"> 新たな東証規則における重要なセーフガードである、特別委員会が本改定後TOB価格の一般株主にとっての公正性を判断することを義務付ける規定が軽視されている
コーポレート ガバナンス・ コード	<ul style="list-style-type: none"> すべての株主の平等な取扱いの確保 	<ul style="list-style-type: none"> 本改定後TOBは、トヨタグループ内の特定の豊田自動織機の株主に有利な形で構成されている一方で、少数株主の利益は無視されている

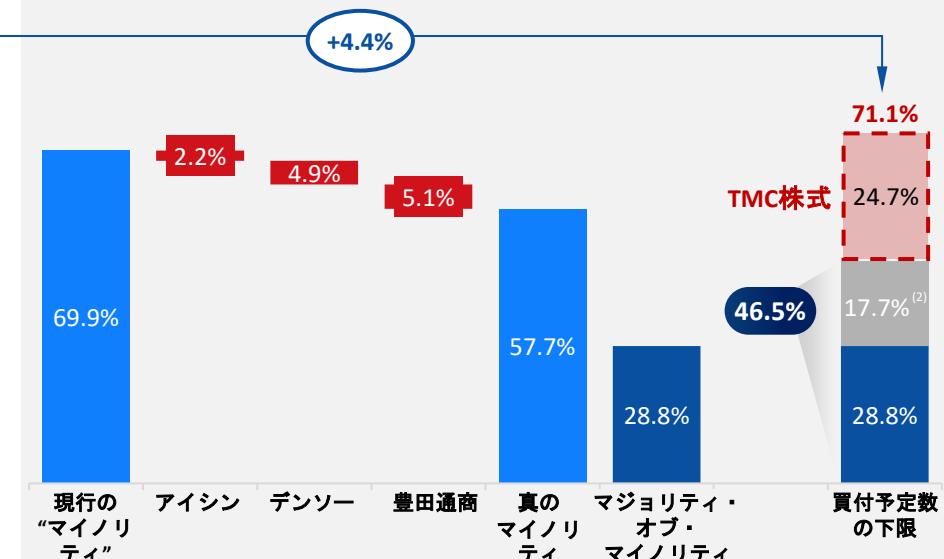
本改定後TOBはマジョリティ・オブ・マイノリティを満たさない

取引の公正性を確保する上で不可欠な真のマジョリティ・オブ・マイノリティを満たすためには、買付予定数の下限を4%超引き上げる必要がある

現在の水準は42.0%であり、マジョリティではない…



…本来のマジョリティは46.5%以上であるべき



アイシン、デンソーおよび豊田通商はいずれもトヨタグループ企業であり、本取引に関与しているにもかかわらず、豊田自動織機はこれらを「マイノリティ」として取り扱うことでマイノリティの合計を69.9%とした

✖ その結果、公正な下限を下回る42.0%が下限として設定された

アイシン、デンソーおよび豊田通商をマジョリティ・オブ・マイノリティの計算で「マジョリティ」として正しく扱うと、実際のマイノリティは57.7%となる

✓ 46.5%が公正な買付予定数の下限である

出典: 会社開示資料

注: (1) 株式数は2025年9月30日時点、(2) 豊田章男氏、トヨタ不動産、アイシン、デンソーおよび豊田通商の合計



本改定後TOBの交渉は多くの疑惑を生じさせる

取締役会と特別委員会は全く不十分な水準のTOBを推奨しており、前日に豊田自動織機の保有する上場会社株式の税引後価値が1株あたり1,000円超増加した事実を完全に無視している

トヨタ不動産と豊田自動織機の取締役会・特別委員会との交渉

日付	当事者	交渉内容
:	:	:
1月8日	トヨタ不動産	トヨタ不動産は、1株あたり18,600円の改定価格を提示
1月9日	豊田自動織機・特別委員会	豊田自動織機の取締役会と特別委員会は、(i)公開買付価格が依然として「想定する価格水準から乖離」していることを確認し、豊田自動織機が保有するトヨタ自動車、アイシン、デンソー、豊田通商の株価上昇に伴う変動リスクを考慮すべきと指摘し、また、(ii)少数株主の利益保護のため、トヨタ不動産に対し公開買付価格を「大きく引き上げること」を要請
1月12日	トヨタ不動産	トヨタ不動産は、1株あたり18,800円の修正提案を提示し、これ以上の価格引き上げの意向はない旨を伝達
1月12日	豊田自動織機・特別委員会	豊田自動織機の取締役会と特別委員会は、少数株主の利益を最大化するため、価格の引上げを再度検討し、再提案するよう要求
1月13日	トヨタ不動産	トヨタ不動産は、これ以上の価格引き上げの余地がない旨回答
1月13日	豊田自動織機・特別委員会	以上の交渉経緯を踏まえ、豊田自動織機は、現在の提示価格がトヨタ不動産の最終かつ最大の提案であり、これ以上の引上げ余地がないと理解し、本提案を受諾する意向をトヨタ不動産に通知

不適切な交渉による主な懸念事項

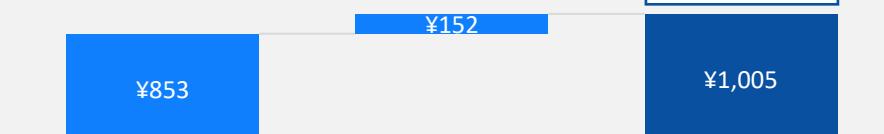
1 豊田自動織機の取締役会と特別委員会は最終的に、本改定後TOB価格である1株あたり18,800円を推奨した。これは、ほんの数日前に彼らが完全に不十分と考え、「想定する価格水準から乖離」していると述べていた価格に対して、わずか200円（1%）高いだけである

2 豊田自動織機が保有する上場会社株式の株価は1月13日に大幅に上昇し（例えばトヨタ自動車は7.5%上昇）、その結果、豊田自動織機の税引後価値は1株あたり1,000円超増加したが、本改定後TOB価格の合意に際して、この増加は全く考慮されなかった

上場会社株式価値の1日の変動額

2026年1月13日

1,005円
1株あたり
価値増加



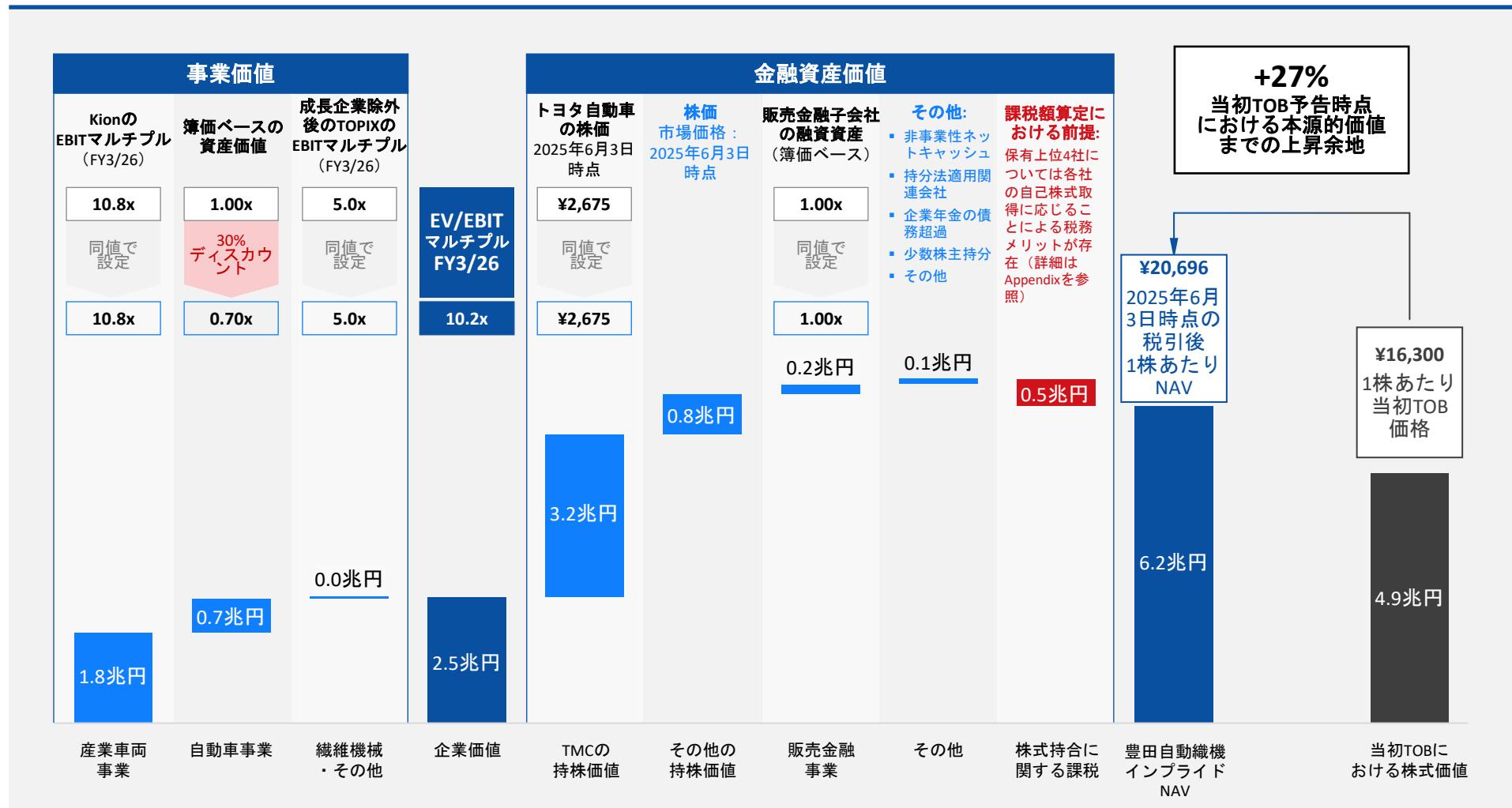
トヨタ自動車株式
の税引き後価値の
増加

他上場企業株式の
税引き後価値の
増加

2026年1月13日
の1日におけるNAV
の変化

出典: 会社開示資料

当初TOBは豊田自動織機を著しく過小評価していた（2025年6月3日時点）



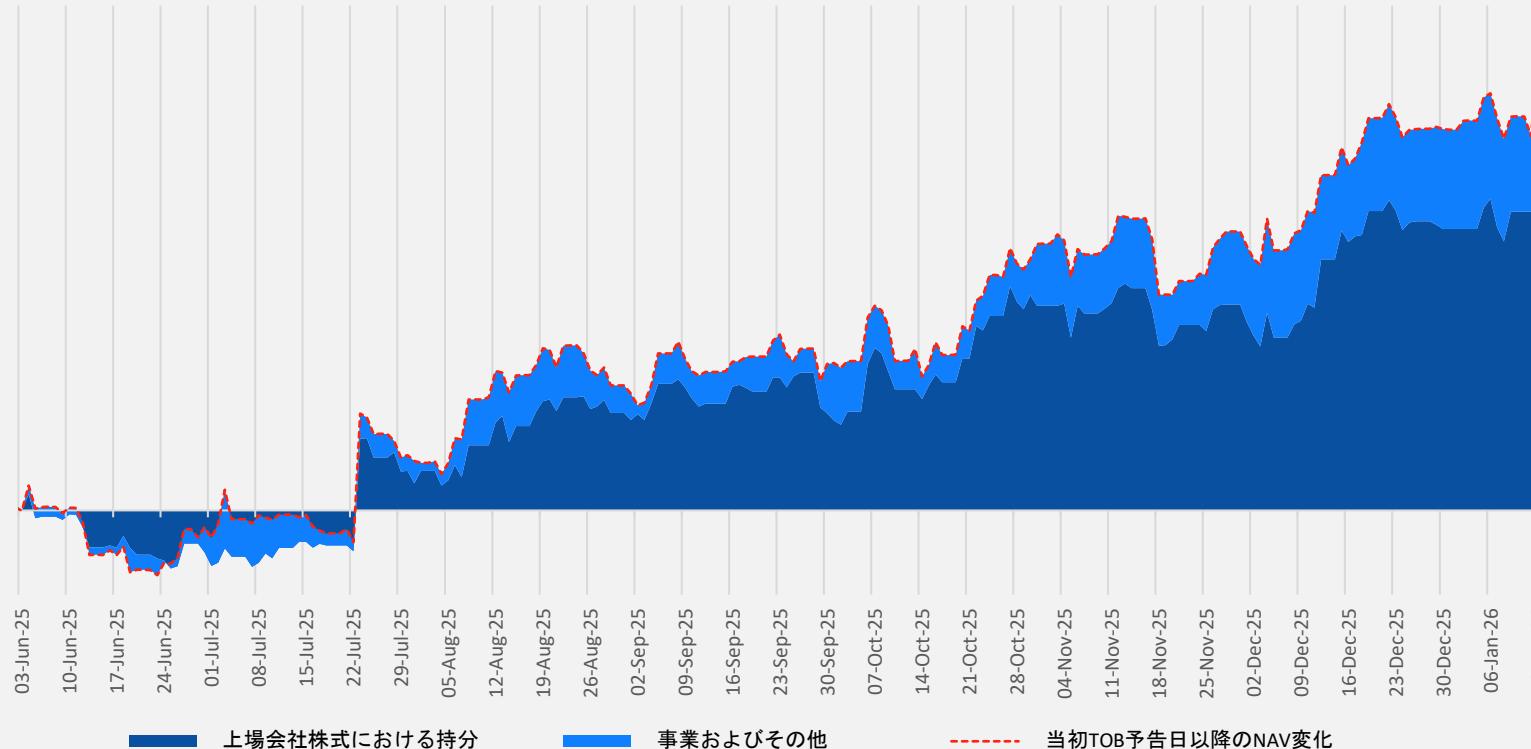
出典: 会社開示資料、Bloomberg

2025年6月以降の市場環境の変化により過小評価幅は拡大

2025年6月3日以降の税引後NAVの遷移
(1株あたり円) ⁽¹⁾

2025年6月の
当初TOB予告時より
**1株あたり
¥5,438上昇**

¥4,805



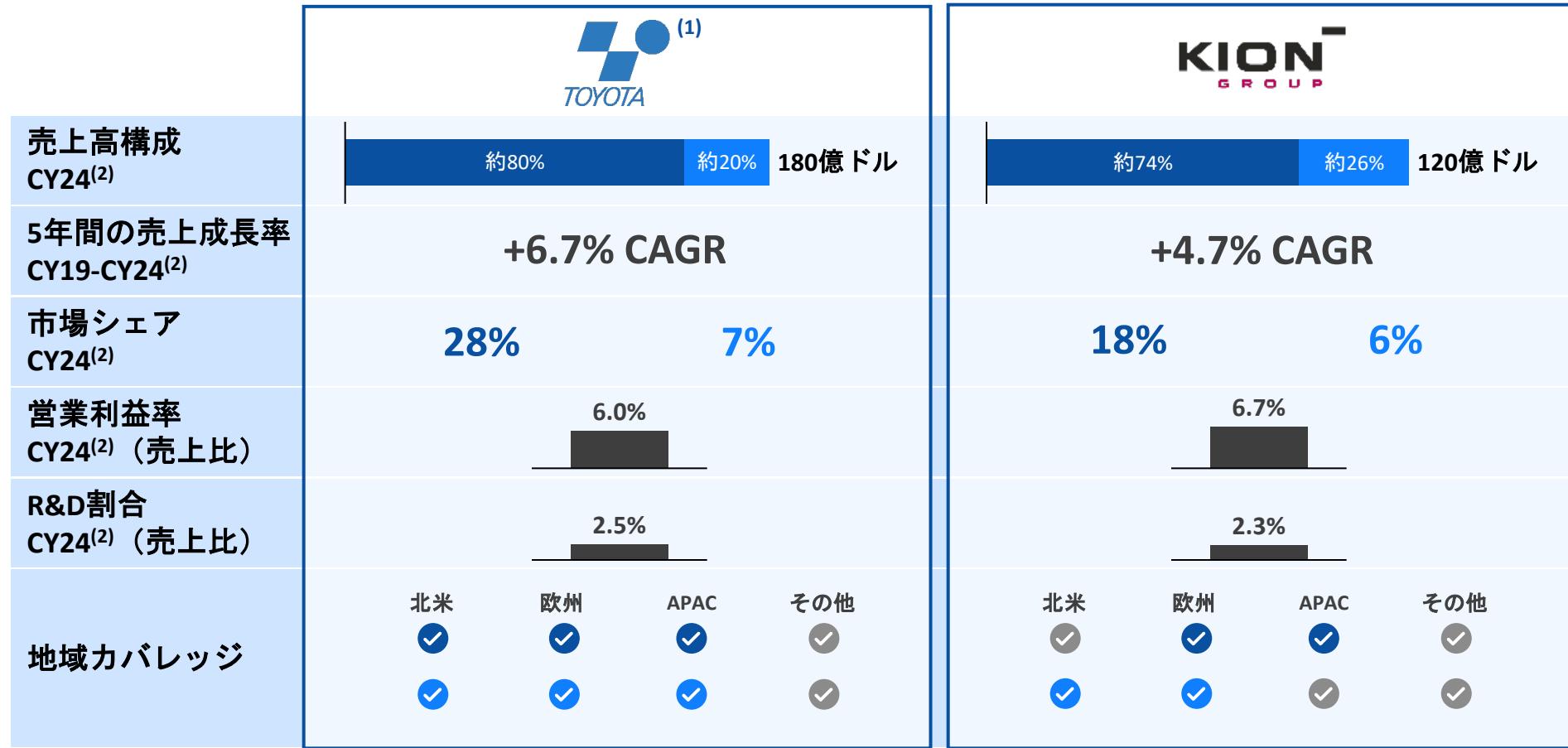
出典: 会社開示資料、Bloomberg

注: (1) 市場データは2026年1月16日時点

豊田自動織機に最も類似する企業も大きく価値を伸ばしている

KIONが最も類似する企業だが、豊田自動織機は市場でのリーダーシップ・成長性・カバレッジの広さの各観点においてKIONより優れている

KIONの株価は2025年6月3日以降+52%上昇⁽³⁾



■ フォークリフト事業および
自動化システム事業

■ フォークリフト事業

■ 自動化システム事業

✓ 注力地域
(フォークリフト事業)

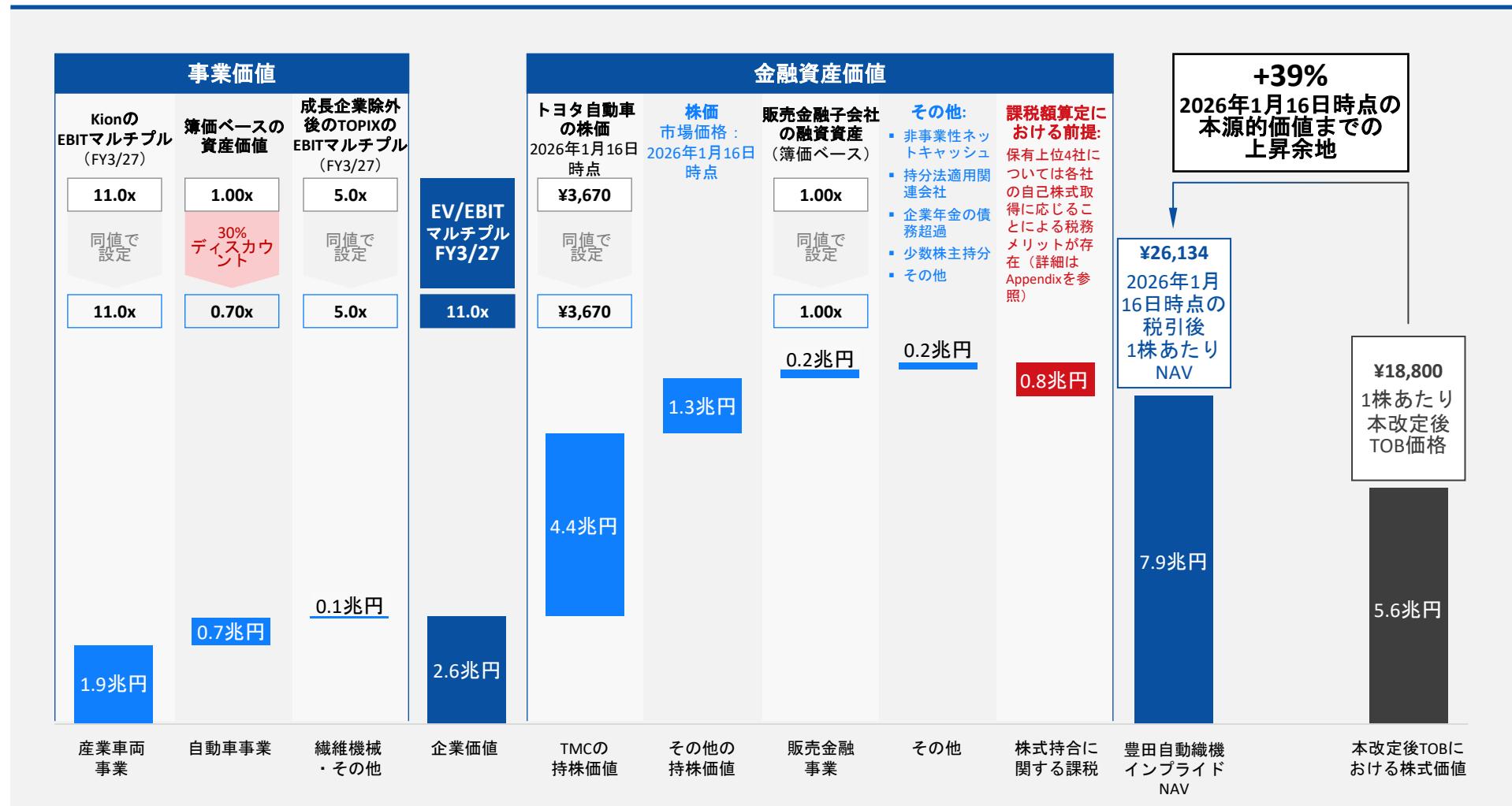
✓ 注力地域
(自動化システム事業)

✓ 事業展開地域

出典:会社開示資料、大手経営コンサルティングファーム

注:(1) 豊田自動織機の産業車両事業のみ（フォークリフト事業および自動化システム事業）、(2) 20xx年は豊田自動織機の報告におけるFY20xx+1に該当する（例：CY2024は豊田自動織機のFY3/25に該当する）、(3) 市場データは2026年1月16日時点

現在の本源的NAVは、本改定後TOB価格を39%上回る



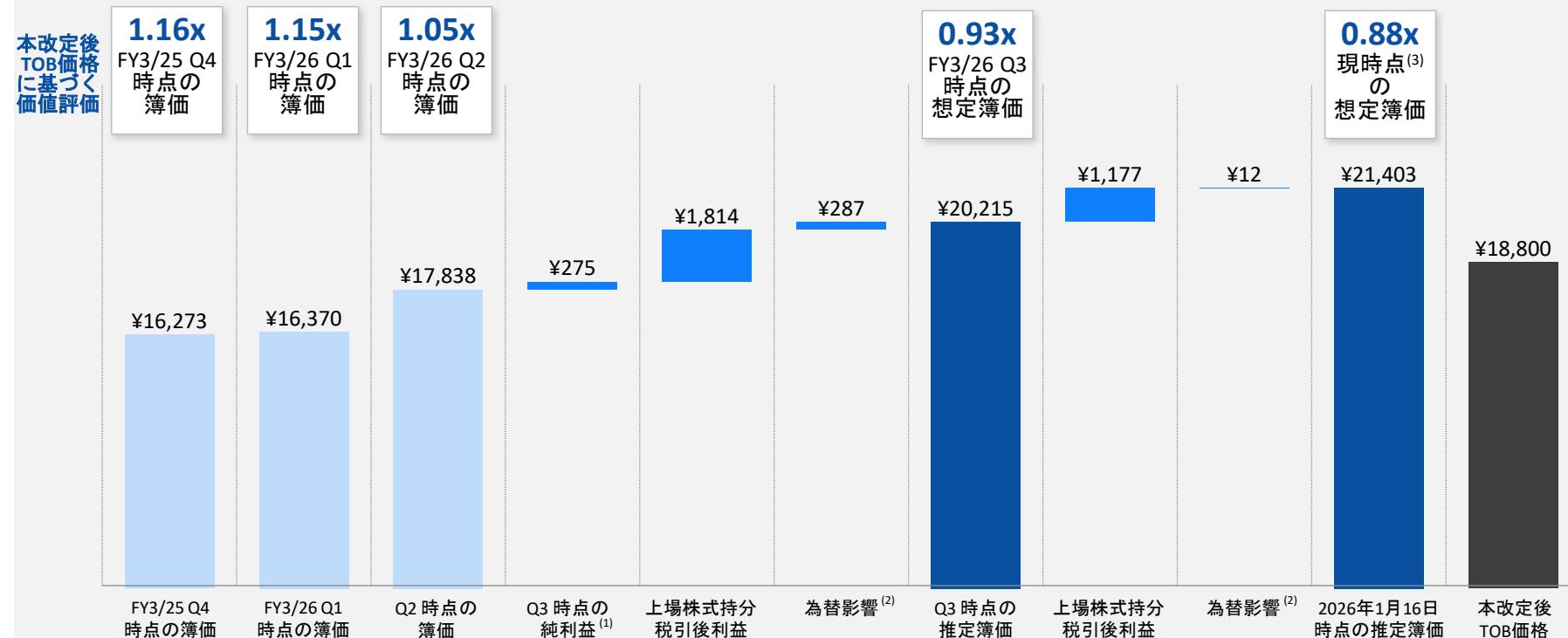


推定簿価は本改定後TOB価格を14%上回る

直近の上場会社株式の価値の増加を考慮すると、本改定後TOB価格は、2026年1月16日時点の1株あたり推定簿価に比べて大幅に割安である

(1株あたり簿価、円)

本試算は参考値。簿価は豊田自動織機の事業価値を正しく反映しておらず、また、簿価には法定税率31%が全額適用されているため、みなし配当課税による税効果は考慮されていない。豊田自動織機はPBR1倍を大きく上回る評価を受けるべきである



出典: 会社開示資料、Bloomberg

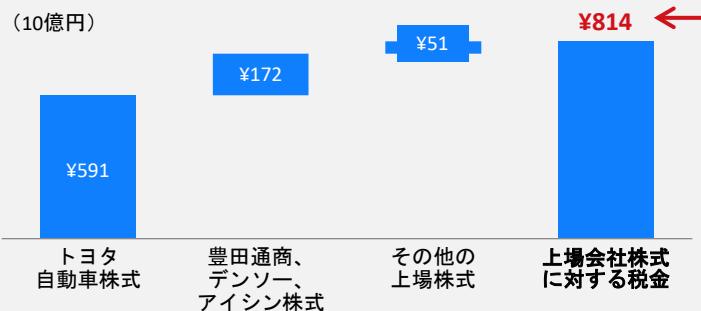
注: (1) FY3/26 Q3のBloombergコンセンサス当期純利益による、(2) 為替影響は過去の為替推移と円建て簿価（包括利益計算書の開示に基づく）との相関に基づき、四半期の為替変動に対する推定による、(3) 2026年1月16日時点

IFRS上の繰延税金負債は実際に支払う税額を過大に見積もっている

本改定後TOBでは約0.8兆円の節税効果が見込まれるが、この利益が少数株主と適切に共有されていない

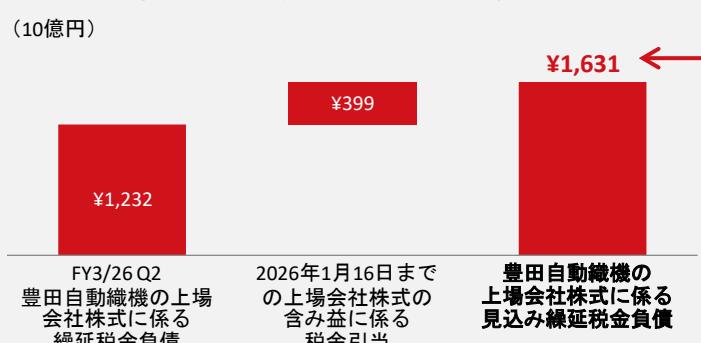
- 本改定後TOBの一環として、豊田自動織機は、保有する上場会社株式（トヨタ自動車、豊田通商、デンソー、アイシン）を各社による自己株式取得を通じてそれぞれの発行会社に売却することが想定されている
- 豊田自動織機は、日本の税制において発行体による自己株式取得に認められている有利な税務上の取り扱いの恩恵を受けることになる
- これにより、豊田自動織機の保有する上場会社株式ポートフォリオの価値の95%超を占める主要3銘柄（トヨタ自動車、豊田通商、デンソー）について、豊田自動織機の税負担は約50%軽減される見込みである
- これらの税金については、豊田自動織機が報告する簿価から控除されている繰延税金負債との比較とあわせて本ページに要約しており、算定の前提となる計算の詳細はAppendixに記載している

NAVに計上された税額控除は、豊田自動織機が発行会社による自己株式取得を通じた株式持合解消を予定していることを反映している⁽¹⁾



豊田自動織機の貸借対照表における繰延税金負債は、2026年1月16日時点の推定額で8,000億円超過大に算定されている。この過剰な税額による簿価の控除額は1株あたり約2,700円に相当する

簿価から控除されている税額は、豊田自動織機の実際の計画を踏まえると明らかに過大である⁽²⁾



発表されたTOBでは、豊田自動織機が非上場化後に、カウンターパートは [...]自己株TOBを計画、税控除の大部分はカウンターパート側のメリットとなる。

UBS、2025年11月20日

買付者らは、豊田自動織機の関与のもと、税務上有利な扱いを受けるTOBを通じて他社に株式を割安で売却することで得られる価値向上分を株主から見えづらくしている [...]

Travis Lundy、2026年1月14日

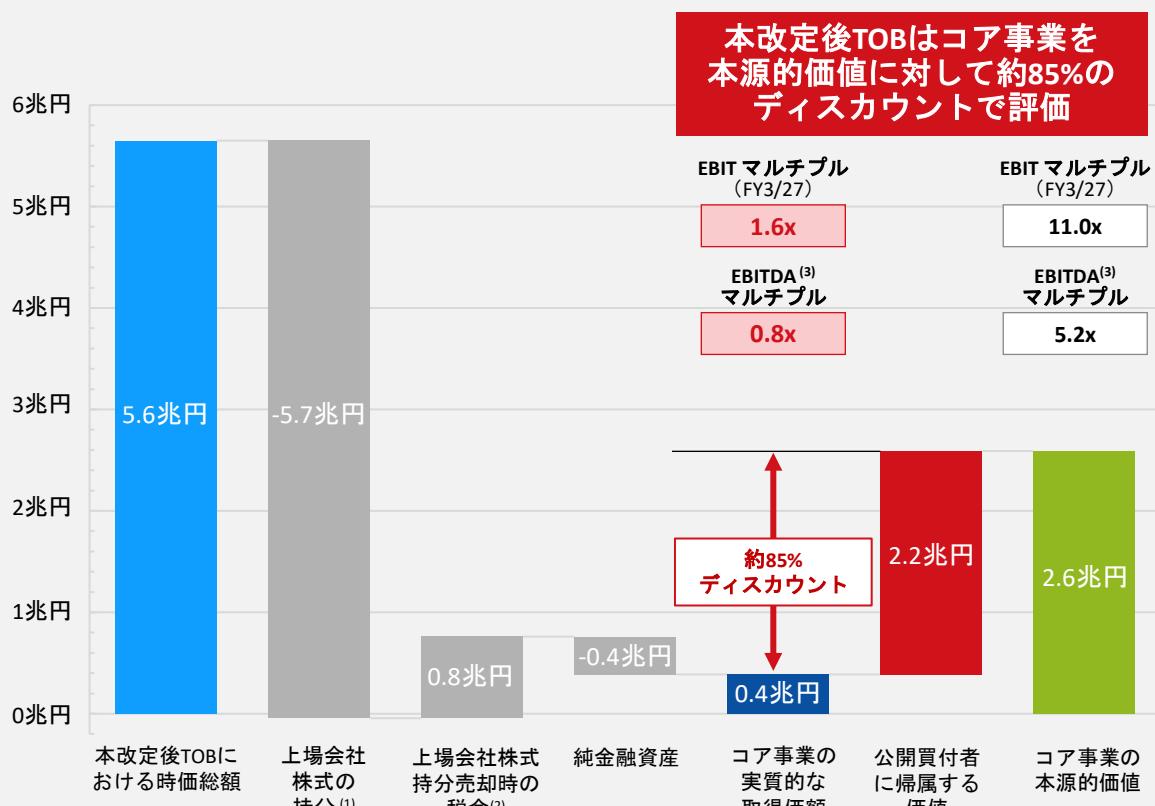
出典: 会社開示資料、Bloomberg、外部税務アドバイザー（強調は当社による）

注:(1) 詳細はAppendixを参照、(2) 豊田自動織機の2025年9月30日時点の繰延税金負債合計1兆3,920億円のうち、上記上場会社株式に関連する部分は、2025年9月30日時点でのこれら株式の総時価（4兆3,910億円）から当該株式の取得原価の推定額（公表明情報から不明な場合は保守的にゼロとした、詳細はAppendix参照）を差し引き、31%の税率を適用して算出された。この分析は2026年1月16時点についても繰り返され（上場会社株式の価値は5兆6,930億円に増加）、同日付の推定繰延税金負債を1兆6,310億円と推定

本改定後TOBでは2.2兆円の価値が公開買付者に帰属

本改定後TOBにおいて公開買付者は、豊田自動織機のコア事業をEBITDAの1倍以下に当たる0.4兆円で取得することになり、これは事業の本源的価値に対して2.2兆円のディスカウントに相当

インプライド事業価値と本源的価値との比較



[...]価格は依然として全く正当化できない。実際、本日の提示価格である18,800円は、6月3日の当初提示価格である16,300円よりも現在さらに大きなディスカウント水準にあると主張できるし、そうすべきである

CLSA (John Seagrim)、2026年1月14日

当社によるNAV分析は、一貫して著しい過小評価を示唆している[...]

United First Partners、2026年1月18日

投資家は、バリュエーション（豊田自動織機の株式保有の評価および基盤となる事業の価値に関する評価を含む）について懸念を抱き続けている

CLSA、2026年1月14日

出典: 会社開示資料、Bloomberg (強調は当社による)

注:(1) 株式持合の解消は、現時点の市場株価（2026年1月16日時点）を前提とする、(2) 対象となる持合株式については、みなし配当の適用により、キャピタルゲインの約50%が課税対象となる前提、(3) リース費用控除後のEBITDA

想定されるTOB手続き

1

公開買付け (2026年1月15日から 2月12日)

- 公開買付者はTOBを開始し、当該TOBは2026年2月12日に終了する
- アイシン、デンソーおよび豊田通商は応募する一方、トヨタ自動車は税務上の理由のためTOBに応募しない
- 発行済株式の42.0%（下限）を超える株主がTOBに応募した場合、スクイーズアウトの基準である66.7%に到達する見込み



2

大部分の持合株式の解消 (2026年4月中旬から 下旬まで)

- TOBが成立した場合、トヨタ自動車、アイシン、豊田通商はそれぞれ、ディスカウントでの公開買付けを通じた自己株式取得を行い、豊田自動織機はこれに応募することにより株式持合いを解消する
- 豊田自動織機が各社の自己株式取得により得る資金（みなし配当課税制度による節税分含む）は、トヨタ自動車が保有する株式の一部買い戻し資金に充てられる



3

スクイーズアウトを実施する ための臨時株主総会 (2026年5月中旬まで)

- 豊田自動織機は、株式併合を承認するための臨時株主総会を開催する。公開買付けに応募しなかった豊田自動織機の株主（トヨタ自動車を除く）の保有株式は端株（1株未満）となる
- 豊田自動織機は本改定後TOB価格で端数株主をスクイーズアウトできる
- 反対株主は裁判所に対して価格決定の申立てを行うことができる⁽¹⁾



4

上場廃止 (2026年5月中旬から 下旬まで)

- スクイーズアウト後、豊田自動織機の株主はトヨタ自動車と公開買付者のみとなる。豊田自動織機の株式は東京証券取引所および名古屋証券取引所での上場が廃止される



5

残存する大規模な持合株式の 解消 (2026年6月下旬まで)

- 上場廃止後、豊田自動織機はトヨタ自動車が保有する豊田自動織機の株式全てを買戻し、豊田自動織機は公開買付者の完全子会社となる
- デンソーは豊田自動織機の上場廃止後、ディスカウントでの公開買付けを通じた自己株式取得を行い、豊田自動織機は保有するデンソーの株式を応募する



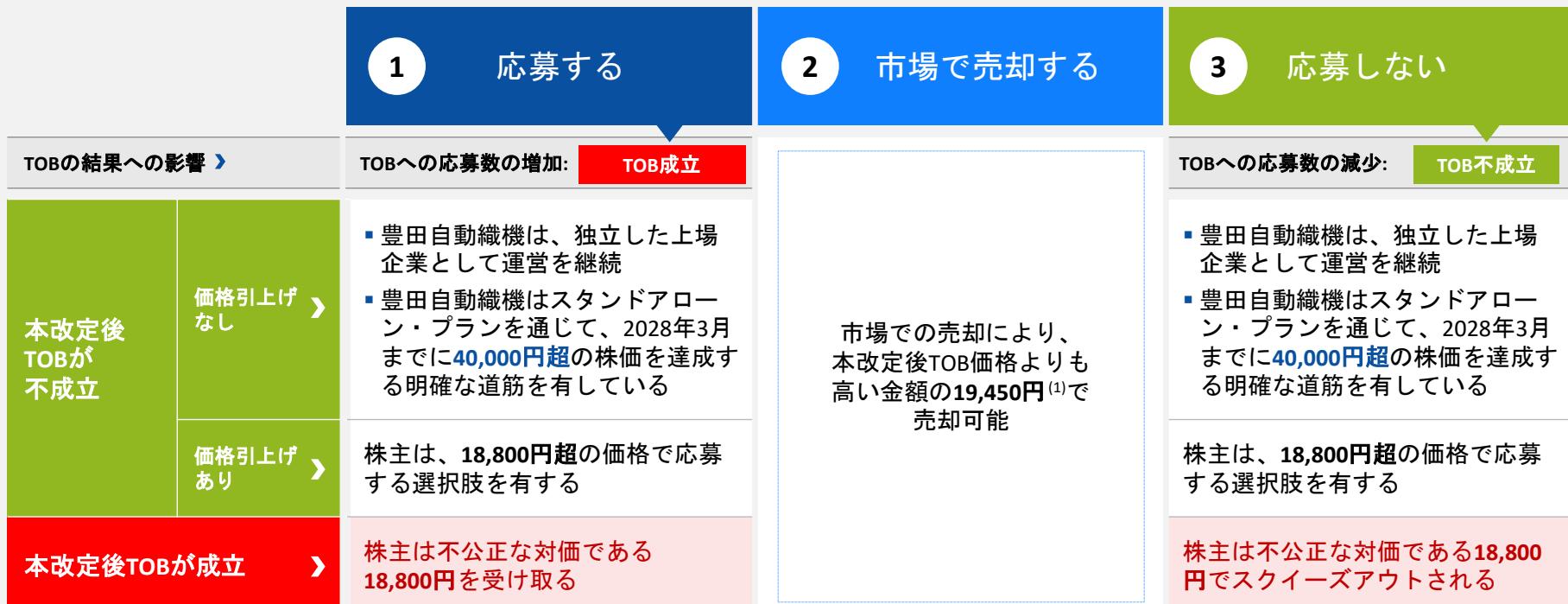
出典: 会社開示資料

注: (1) 株主が裁判所に対して価格決定の申立てを行うためには、臨時株主総会前に会社に対し株式併合に反対する意思を通知し、かつ臨時株主総会において反対する旨の議決権行使を行わなければならない

応募しないことが株主にとって最善の選択

本改定後TOBへの応募は、最も望ましくない結果を招く。応募しないことにより、少数株主は改定された取引価格またはスタンダードローン・プランのいずれかを通じて、豊田自動織機の本源的価値をより享受することが可能

豊田自動織機の株主には3つの選択肢がある



↑
株主が応募するか否かにかかわらず結果は同じとなる。ただし、応募しない場合、

- 1) 現在の条件でのTOBが不成立となる確率が上昇し、
- 2) 価格決定の申立てを行う選択肢が留保される

出典：会社開示資料

注：(1) 市場データは2026年1月16日時点



今後の道筋に関する当社の見解

エリオットは、現在の条件では本改定後TOBに保有する株式を応募する意向はなく、株主の皆様にも応募しないことを強く推奨します



本改定後TOBに応募しないでください

よりよい結果をもたらす3つのシナリオ

1

買付者が公開買付価格を受入可能な水準まで引上げ、公開買付期間を延長⁽¹⁾する

2

買付者が公開買付期間を延長せず、豊田自動織機は非常に魅力的なスタンドアローン・プランを遂行する
(次のセクションを参照)

3

買付者は応募下限を上回る応募を確保し、少数株主はスクイーズアウトにより排除されるが、価格決定の申立てを通じて公正価値を求める選択肢を有する

注: (1) 公開買付期間の延長は、公開買付価格の引上げ時点において同期間の残存営業日が10営業日未満であることを前提とする



より高い価値を提供する スタンドアローン・プラン



スタンドアローン・プランで豊田自動織機の価値を大幅に向上可能

豊田自動織機は、事業成長と企業価値の向上に向け、スタンドアローン・プランを推進する絶好の局面にあります

	現状	目指す姿
 キャピタルアロケーション	<ul style="list-style-type: none">純資産に対する持合株式の比率はTOPIX⁽¹⁾内で3位の規模自動車事業および販売金融事業が、豊田自動織機のROICを大きく押し下げている	<ul style="list-style-type: none">✓ 現在計画されているとおり、トヨタ関連企業間の持合株式の完全な解消を、相互買戻しを通じて進める✓ 自動車事業への過剰投資を止め、金融機関との販売金融JV設立を検討
 オペレーションと収益性	<ul style="list-style-type: none">産業車両事業は世界1位のグローバルリーダーである一方、利益率は標準未満であり、大幅な改善余地がある	<ul style="list-style-type: none">✓ スタンドアローン・プランには、2029年3月期までに実行すべき4つの主な施策が含まれる✓ 約2.5%の収益性向上により、EBITマージンを約8%まで引き上げ
 投資家とのコミュニケーション	<ul style="list-style-type: none">透明性および投資家とのコミュニケーションにおける重大な不備今年度のガイダンスは混乱を招く内容	<ul style="list-style-type: none">✓ 投資家とのコミュニケーションと情報開示を抜本的に改善✓ 今年度の営業利益予想をめぐる混乱を解消する必要がある
 ガバナンス	<ul style="list-style-type: none">排出ガス不正問題、自動車事業への過剰投資、トヨタ自動車・デンソーとの一部関係は、豊田自動織機に深く根付くガバナンス問題を物語る	<ul style="list-style-type: none">✓ 豊田自動織機は、トヨタ自動車の利益ではなく自社および株主の利益を考慮した運営をしなければならない✓ ガバナンスの抜本的な強化が必要
 バリュエーションへの影響	<ul style="list-style-type: none">豊田自動織機の現在のNAVは、スタンドアローン・プランで想定される改善を織り込む前においても1株あたり26,000円超に達する	<ul style="list-style-type: none">✓ スタンドアローン・プランを遂行し、豊田自動織機の運営事業を加速させるとともに、資本配分の改革を実行することで、2028年3月までに1株あたりNAVは40,000円超を実現する

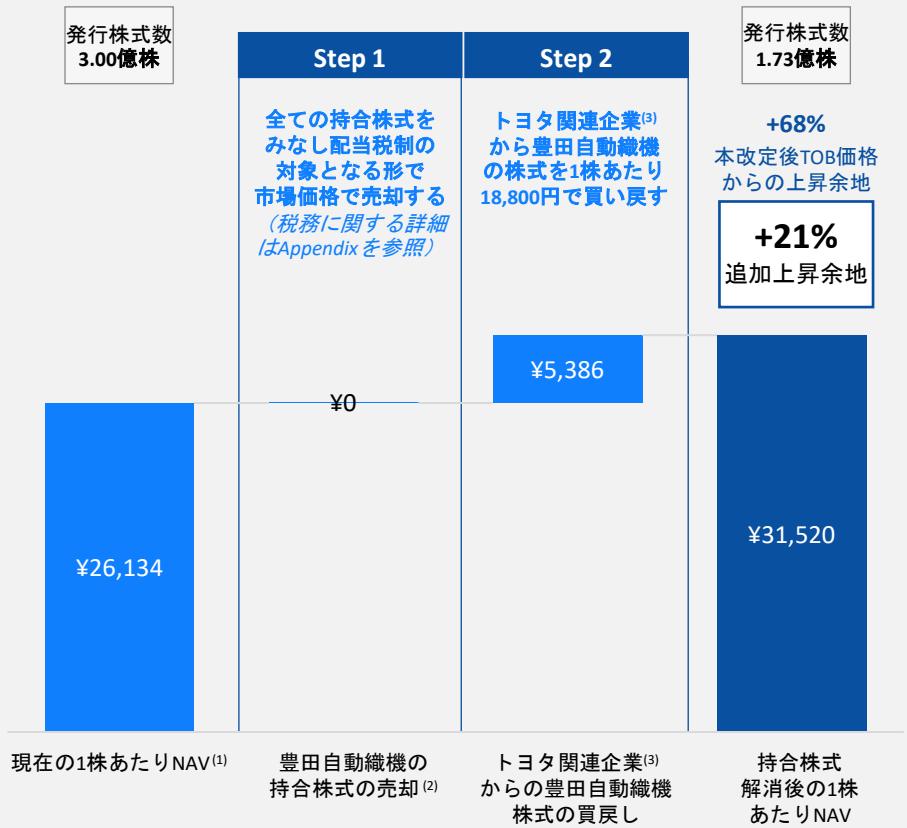
出典:会社開示資料、Bloomberg、東洋経済

注:(1)時価総額が1兆円を超えるTOPIX構成銘柄が母集団

スタンドアローン・プラン(1/2): 持合株式の解消

持合株式の解消によって本源的NAVは21%さらに上昇し、約2.6兆円のネットキャッシュを生み出す
(調整後時価総額の80%に相当)

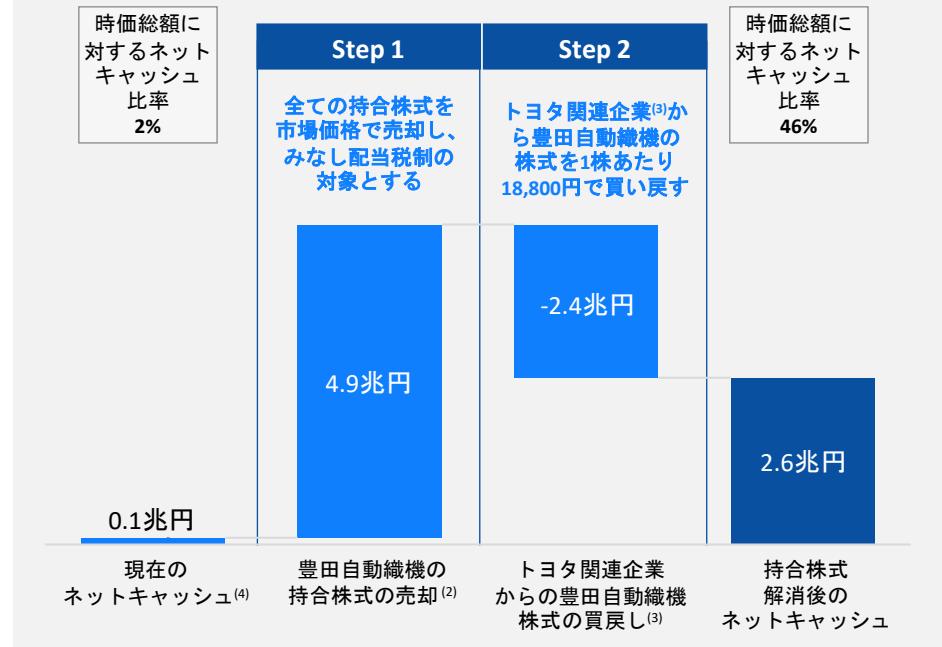
1株あたり税後NAVの増加



出典: 会社開示資料、Bloomberg

注:(1) 市場データは2026年1月16日時点、(2)持合株式の市場価格での売却を前提とする、(3)トヨタ関連企業（トヨタ自動車、デンソー、アイシン、豊田通商、トヨタ不動産）から豊田自動織機の株式を1株あたり18,800円で買い戻すことを前提とする。トヨタ自動車からディスカウント無しで豊田自動織機株式を取得することにより、豊田自動織機がみなし配当税制で得られる税務上のメリットを、トヨタ自動車にも共有する前提、(4)2025年9月時点における豊田自動織機の非事業性ネットキャッシュ（第3四半期における受取配当調整後）、(5)調整後時価総額は、本改定後TOB価格18,800円に買戻し後の発行済株式総数を乗じて試算

キャッシュバランスの変化



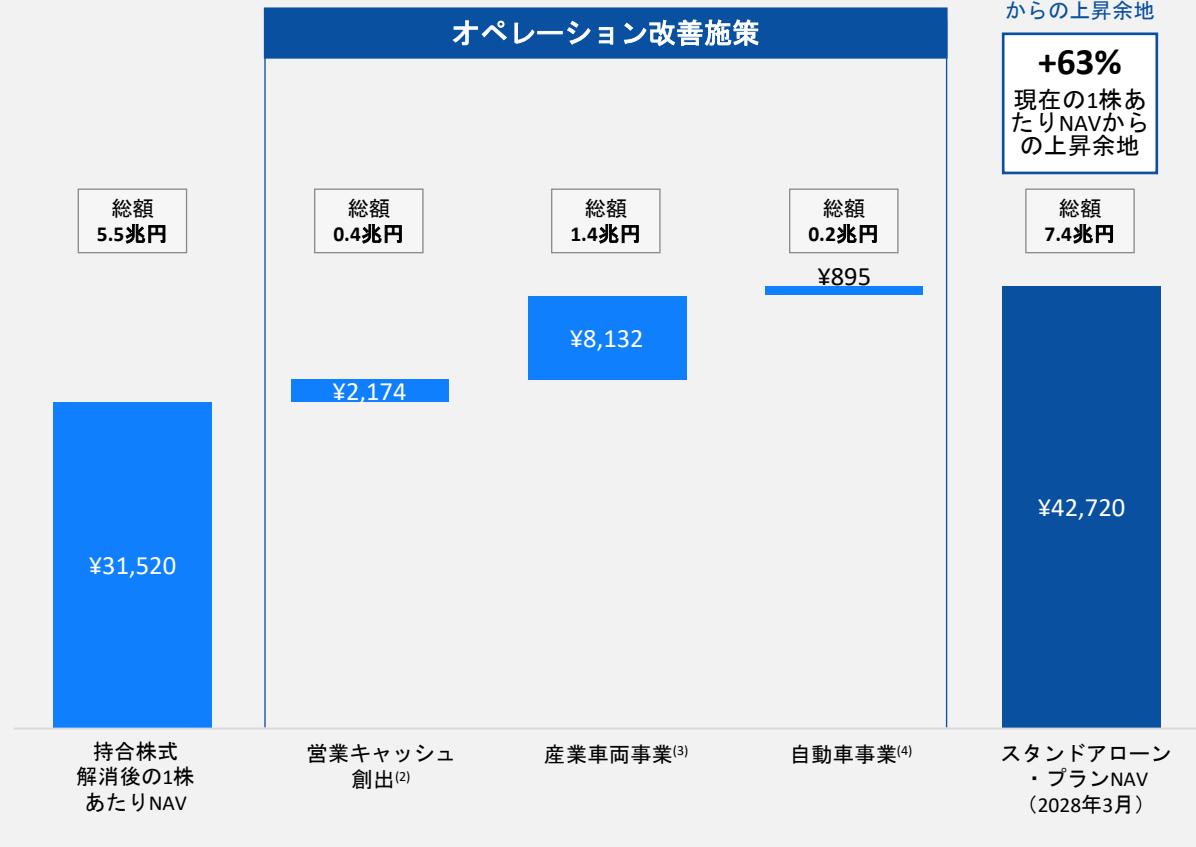
✓ **2.6兆円の現金は、持合株式の解消後において、調整後時価総額⁽⁵⁾の80%に相当する自己株式取得を行うのに十分である**

スタンドアローン・プラン(2/2): 1株あたり40,000円超への道筋

スタンドアローン・プランは、業界をリードする産業車両事業を軸に、より高い利益率と成長率を通じた価値を生み出すべく、オペレーション改善の各種施策を想定

スタンドアローン・プラン⁽¹⁾を通じた価値創造

(1株あたりNAV)



出典: 会社開示資料、Bloomberg

注: (1) NAVの計算は全て税引後で表示、(2)配当金支払いがないこと、およびコンセンサスFCFを前提としている、(3)2028年3月時点の評価は、今後12か月間のEBIT予測（すなわち2029年3月期EBIT）に基づいている、(4)豊田自動織機の自動車部門資産に対し8%のROICを想定し、保守的なEBITDA倍率（リース費用調整後）5倍で評価

スタンドアローン・プランの主な要素



持合株式の解消

市場価格での持合株式の売却



営業キャッシュ創出

2028年3月までの累積キャッシュ



産業車両事業

利益率の大幅改善と継続的な事業成長



自動車事業

ガバナンス上の課題を是正し、許容可能なROIを確保

持合株式は税務上有利に解消可能

スタンダードローン・プランにおいても、本改定後TOBと同様の税制優遇措置が適用される、発行体による自己株式取得の仕組みを活用すべきである

TOBで実施されるストラクチャーは、
スタンダードローン・プランの一部として
実行されるべきである

豊田自動織機が持合株式を維持

概要

豊田自動織機が持合株式を売却せず、現状を維持

メリット・デメリット

✖ 現状は許容し難い

持合株式の相互解消

大手持合先が互いに自己株を買戻す形で相互解消

- ✓ 株式の持合に起因する資本効率の課題を解消
- ～ 一部税負担の発生

持合株式の市場取引を通じた売却

豊田自動織機が現在保有する持合株式を市場で売却

支払税額

該当無し

0.8兆円⁽¹⁾

1.6兆円⁽²⁾

出典:会社開示資料、Bloomberg、外部税務アドバイザー

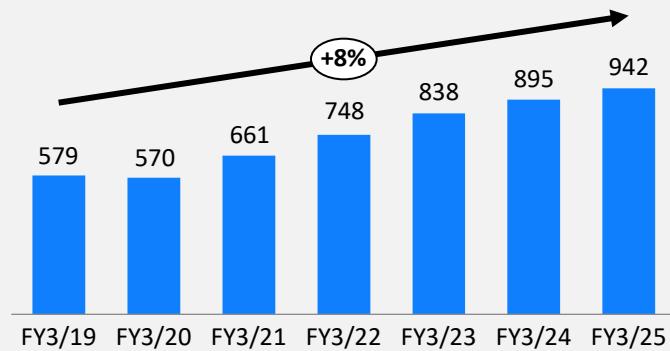
注:(1)持合株式の解消を時価で行い、持合株式解消計画に伴う税制上の優遇措置を適用することを前提とする、(2)持合株式の解消を時価で行い、発行体による買戻しに係る税制上の優遇措置を適用しないことを前提とする

自動車事業への過剰投資を停止

豊田自動織機は、トヨタ自動車の利益のために自動車事業へ過剰投資を行ってきた。豊田自動織機は、今後は自社の利益を優先し、許容できるリターンを生まない事業への投資を止めるべきである

- 豊田自動織機はトヨタ自動車にとっての重要なサプライヤーであり、トヨタ自動車の主導的地位を確保するために投資を継続している
 - トップ車両ライン向けのNo.1工場
 - HEVの主導的地位を支えるエンジン
 - コンプレッサーの独占供給
- 一方的な関係性により不利な価格条件が生じ、豊田自動織機のROICが許容できない水準まで低下している
- 経済性が許容可能な水準となり、豊田自動織機の一桁台後半の資本コストを上回るまで、豊田自動織機は今後の投資を停止すべき

豊田自動織機の自動車事業の投資額
(10億円)



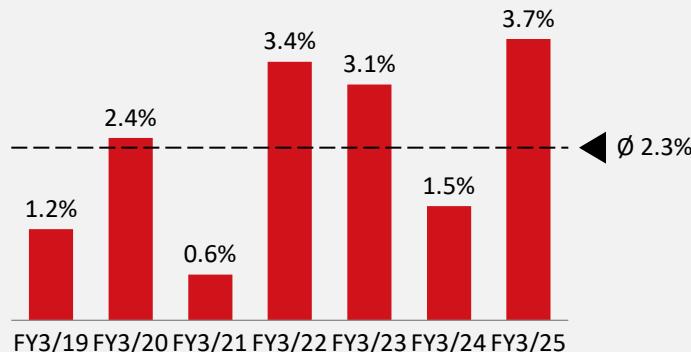
トヨタ自動車と豊田自動織機の関係性に関する市場評価



トヨタ自動車との価格交渉において、豊田自動織機は値下げに対して守勢に立つ。コスト増分の転嫁は認められるものの、それ以上の価格引き上げを実施する権限は豊田自動織機はない。

元自動車部品サプライヤー幹部

豊田自動織機の自動車事業のROIC⁽¹⁾
(%)



豊田自動織機のガソリン・ディーゼルエンジンの売上構成比は、顧客（主にトヨタ自動車の顧客）の生産計画に左右される。近年、豊田自動織機は、トヨタ向けのTNGAガソリンエンジンの生産量拡大に注力している

元自動車部品サプライヤー幹部

出典:会社開示資料

注: (1) ROICは、豊田自動織機のセグメント報告で開示されたNOPATおよび総資産に基づいて計算

販売金融事業はJVとして分社化することが可能

豊田自動織機は、Hyster-Yaleの前例に倣い、販売金融事業において銀行とのパートナーシップを模索することができる

事例紹介:

Hyster-YaleとWells Fargo

の20:80のJV設立



- **目的:** Hyster-Yaleのフォークリフト顧客に対し、融資（分割払い、リース、ディーラー向けの在庫融資など）を提供
- **所有構成:** Wells Fargoが80%、Hyster-Yaleが20%
- **設立経緯:** 1997年に開始。4度の延長修正と年次自動更新（いずれかの当事者が180日前までに通知しない限り）
- **貸借対照表:** 融資やリースはJVの貸借対照表に計上され、Hyster-Yaleによる連結の対象外
- **Hyster-Yaleへのメリット:**
 - **アセットライト:** 貸借対照表の負担を軽減し、より高ROICの事業投資に資金を振り向けられる
 - **顧客浸透率向上:** ディーラーは競争力のあるリースや融資を引き続き提供可能になり、販売促進に繋がる
 - **収益源:** Hyster-Yale は合弁利益の持分（約20%）に加え、設備販売の増加による間接的な利益率改善を享受

出典:会社開示資料、大手経営コンサルティングファーム

銀行との同様のパートナーシップで
豊田自動織機が得るメリット



銀行パートナーと運営体制を維持し、
営業支援の継続を確保する



与信リスク審査における銀行
パートナーの専門性の活用



大幅なROIC向上を実現できる
アセットライトモデルへの移行



販売金融事業を連結対象から除外することによる、豊田自動織機の財務諸表の明瞭化

産業車両事業における利益成長の大きな機会

2029年3月期までに豊田自動織機のEBITマージン約8%を達成する、魅力的な中期機会が存在

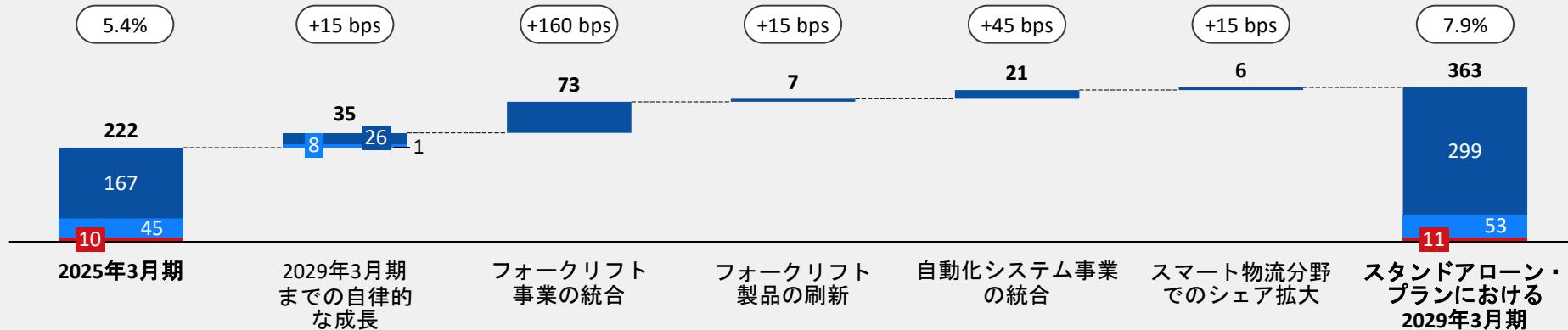
豊田自動織機の売上改善施策

(10億円)



豊田自動織機のEBIT改善施策

(10億円)



(X%) EBITマージン ■ 産業車両 ▲ 自動車 ■ その他⁽¹⁾

出典: 大手経営コンサルティングファーム

注: (1) 繊維機械セグメント並びにその他および除外項目を含む

フォークリフト事業の統合

豊田自動織機はフォークリフト市場におけるグローバルリーダーとして強固なブランド力を有しているが、地域やブランドごとの事業活動は一貫していない

 フォークリフト事業の統合により、調達最適化、研究開発の効率化、その他業務改善を通じて、**利益率の改善が可能**

+1.60%
営業利益率
改善

機会の背景とその根拠



■ 豊田自動織機のフォークリフトのサービスおよび販売代理店ネットワーク展開地域

- 豊田自動織機はグローバルに生産拠点を展開し、幅広いブランドポートフォリオを有するが、事業活動は地域やブランドごとに異なる
 - 販売・マーケティング機能はブランドごとに独立して運営されている
 - 生産は現地生産・現地供給が前提で、調達戦略も地域単位で組織されている
- 豊田自動織機は、ローカライズによる強みは維持するべき一方、販売・マーケティングや研究開発・エンジニアリングといったバックオフィス機能を統合することで、**利益率の改善を実現できる**

アプローチと施策の概要

- マーケティング施策を統合・効率化する（例：グローバルで1社または2社のパートナーに外部支出を集約）
- グローバル購買部門を通じて、**直接費・間接費の支出を効率化**
- ブランド間で**エンジニアリング・研究開発を標準化・統合**
- **設計・部品標準化を推進し、製品の複雑性を低減**

中価格帯フォークリフト製品群の刷新

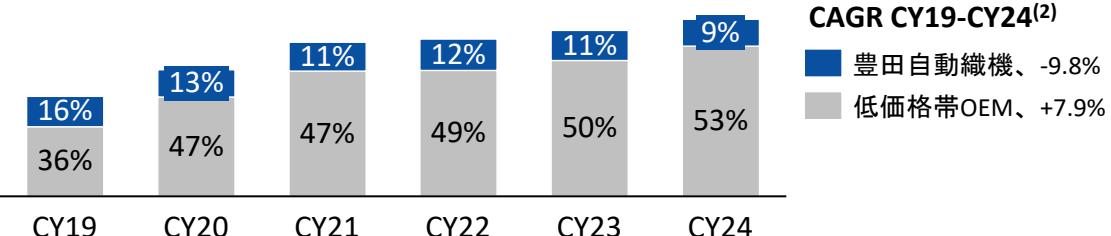
豊田自動織機はプレミアムおよび高付加価値フォークリフト市場で優位に立つ一方、中価格帯製品がより重要となる地域で市場シェアを低下させている

 中価格帯製品群の見直しは、成長市場におけるシェアを維持するためには必要であり、低コストOEMからの圧力が高まるAPACおよびEMEAにおいて特に重要

+0.15%
営業利益率
改善

機会の背景とその根拠

EMEA・APACにおける豊田自動織機と低価格帯OEM⁽¹⁾の市場シェア推移 (年間の納入台数ベース)



- 豊田自動織機はプレミアム・高付加価値のフォークリフトセグメントで支配的なポジションにあるが、発展途上国で一部シェアを失っている
- 豊田自動織機は、中価格帯のフォークリフトメーカーであるTailiftを買収したが業績は芳しくない
- 主要競合はこの領域の参入に成功している（例: KIONはAPACでシェア維持、JHIはEPと提携）一方で、HeliやHangchaといった低価格帯のOEMが市場を主導する
- 豊田自動織機の中価格帯製品見直しにより、獲得可能な市場の拡大、価格ミックスの強化、そして低価格帯のアジアOEMへの対抗が可能となる

出典: 会社開示資料、大手経営コンサルティングファーム

注: (1) EP Equipment、Anhui (Heli) Forklift Truck Group、Hangcha Group、BYD、Noblelift、およびLonking Forkliftを含む、(2) CY20xxは豊田自動織機の報告におけるFY20xx+1に該当する（例：CY2024は豊田自動織機のFY3/25に該当する）

アプローチと施策の概要

成長中の中価格帯領域の競合企業と提携し、この領域に迅速に参入して地位を確立
(JungheinrichとEPの提携モデルに倣うことを検討)

サービスやアフターサポートに関しては、既存のフォークリフト事業の基盤を選択的に活用する

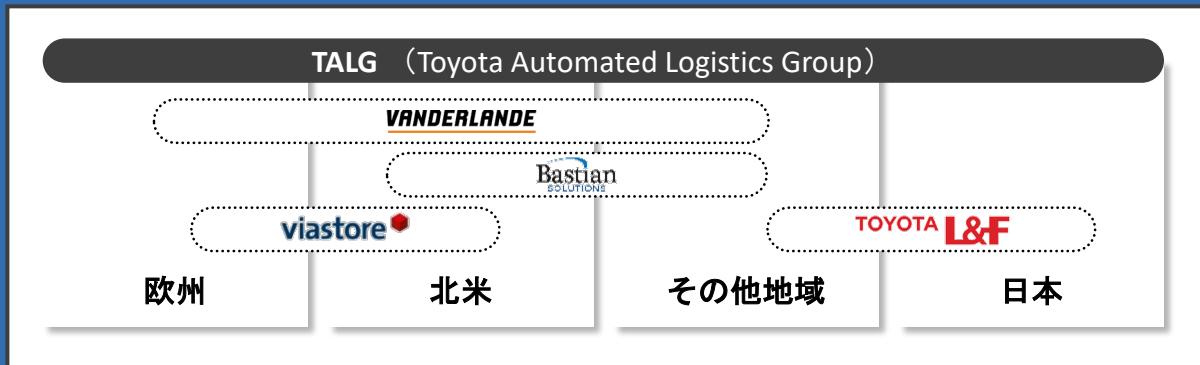
自動化システム事業の統合

自動化システム事業に関する豊田自動織機の4ブランド間には、現在未活用の統合の可能性が存在する

 自動化システム事業の統合により、豊田自動織機は利益率を改善することが可能

+0.45%
営業利益率
改善

機会の背景とその根拠



- 4ブランド間で実現された相互依存性やシナジーは限定的:
 - 研究開発、生産、販売・マーケティングは各ブランドが独立して運営
 - 売上面での統合も限定的（設備やシステムの相互供給、適用可能な場合の小規模なクロスセルに留まる）
- TALG傘下に統合されたものの、実現されたシナジーは依然として限定的であり大きな機会損失が浮き彫りとなっている

アプローチと施策の概要

- 自動化システム事業の各ブランドの製品およびシステムの複雑性を低減
- ブランド間の調達戦略を最適化（例：低コスト国からの調達の拡大や、調達の集中によるスケールメリットを通じた最適化）
- サポート機能と研究開発を集約し、バックエンド業務を統合

自動化システム事業のスマート物流領域でのシェア拡大

自動化システム事業の中でも、ソフトウェアおよびスマート物流の分野は高収益で付加価値の高い領域である一方、豊田自動織機は現状その潜在的価値を十分に活用できていない

- ✓ 自動化システム事業におけるスマート物流領域の比率を高めることで、豊田自動織機はより高付加価値なセグメントに参入し、価値を顕在化できる

+0.15%
営業利益率
改善

機会の背景とその根拠



- 豊田自動織機の自動化システム事業は、従来プロジェクトベースで資本集約型の自動化システムに依存してきた
- Viastoreには一部ソフトウェア機能が存在するものの、十分に活用されておらず、ブランド横断的な統合も進んでいない
- 同業他社（Swisslog、Körber）は、スマート物流企業としての地位を確立
- スマート物流領域に注力することで、より収益性の高い付加価値市場で成長し、利益率の拡大が見込まれる

アプローチと施策の概要

- ソフトウェアおよび物流領域での機能を更に拡充する
- Viastoreのソフトウェアプラットフォームをブランド横断で統合する
- スマートソリューションを推進するために、TALG内に専任組織を組成する（より独立した組織を検討）
- プロジェクトベースからモジュール型ソフトウェア提供へと事業モデルを転換し、価格設定と市場投入においてソフトとハードを切り離す

不十分な投資家とのコミュニケーション

スタンダードローン・プランは、市場とのコミュニケーションを大幅に改善していくための好機



市場関係者の見解

主要課題	懸念	市場関係者の見解	解決策
不十分な財務報告	<ul style="list-style-type: none">当年度および中期見通しの内容が表層的販売金融事業の報告が不十分	<p>豊田自動織機の発表には、財務予測、割引率、税務上の前提の開示が一切ない[...] ACGA、2025年7月</p>	<ul style="list-style-type: none">明確な前提と目標に基づいた詳細な当年度および中期の計画さらに詳細な財務報告
透明性の欠如	<ul style="list-style-type: none">トヨタ自動車からの圧力によって、投資家は価格設定や交渉のダイナミクスについて推測せざるを得ない状況不動産やその他資産の価値に関する開示が不足	<p>豊田自動織機には、土地やその他の保有資産に多大な隠れた資産価値が存在する。 会社役員育成機構 CEO (Nick Benes)、2025年6月</p>	<ul style="list-style-type: none">トヨタ関連企業との取引を行う際に、その条件と根拠を明確化資産基盤とその市場価値に関する完全な開示
投資家エンゲージメントの欠如	<ul style="list-style-type: none">豊田自動織機の経営陣による一般株主との継続的な対話が欠如	<p>トップマネジメントと投資家・株主との対話は企業価値向上プロセスのエンジンであり、私共はこれを少なくとも四半期に1回程度の頻度を確保して頂くことを希望します。 Dalton Investmentsによる豊田自動織機宛て書簡、2024年5月</p>	<ul style="list-style-type: none">豊田自動織機へ大規模な投資を行っている少数株主とトップマネジメント間で頻繁なエンゲージメントを行うことに対してコミット
グループの複雑性	<ul style="list-style-type: none">大規模な金融資産を抱える極めて複雑な企業グループ産業事業・金融事業・投資事業の混在で財務が歪められている	<p>(豊田自動織機の)歴史的に低迷してきた市場評価は、そのガバナンスと所有構造の直接的な結果であり、したがって取引評価の基準として用いるべきではない。</p> <p>GMO、2025年5月</p>	<ul style="list-style-type: none">持合株式を解消し、販売金融事業のためのパートナーとなる金融機関を見つけることで、企業の構造を簡素化

出典: 会社開示資料、メディア報道

営業利益予想は一見過度に保守的で誤解を招く可能性がある

豊田自動織機の2026年3月期の営業利益ガイダンスは、為替の誤りおよび過度な保守性により、大幅かつ繰り返し過小に見積もられてきた。また、多額の一過性費用で、誤解を招きやすくなっている

2026年3月期の営業利益予想は、当初から過度に保守的だった…

豊田自動織機 2025年3月期 決算説明資料より抜粋

(2025年4月25日)



…現在は、多額の一過性費用を織り込むことで押し下げられている

豊田自動織機 2026年3月期第2四半期決算説明資料より抜粋

(2025年10月31日)

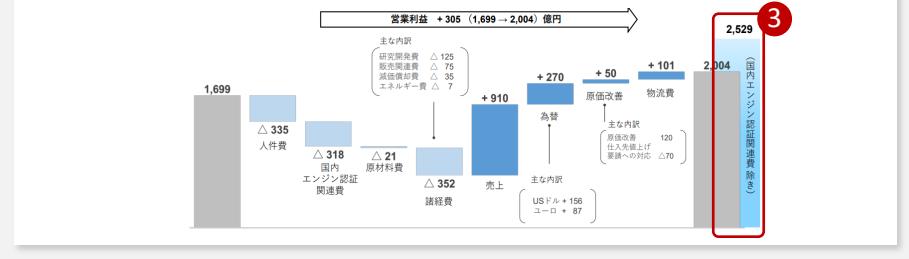


- ① 豊田自動織機の当初のガイダンスでは、論理的または事実に基づく明確な根拠がないにもかかわらず、1ドル=135円という為替の前提が用いられており、このことが利益予想を大きく押し下げる結果となっている
実際の為替レートは、当該ガイダンス時点においてすでに約2年間にわたりこの水準を大きく上回って推移していたため、豊田自動織機は第2四半期決算において為替前提を145円へ引き上げたが、それでもなお、直近の155~160円の取引レンジを大きく下回る水準にとどまっている

- ② コンプレッサー、フォークリフトおよびスマート物流に対する構造的な需要を踏まえると、数量および稼働率は過小に見積もられているよう見える。競合他社（KION、Jungheinrich、Hyster-Yale）はより高い利益率を見込む予想を示しており、業界全体としての価格決定力を示唆している
売上成長による営業利益への寄与は上期実績で219億円のプラスであったにも関わらず、豊田自動織機は通期の見通しを引き下げ、売り上げ成長による営業利益成長はプラス50億円としており、下期でのマイナス効果を見込んでいる

- ③ 豊田自動織機は直近の決算において、「エンジン認証関連費」として巨額の一時費用を計上し、その後、同社の当年度営業利益ガイダンスを従前の1,800億円から1,000億円へと引き下げた
また、豊田自動織機はこれまでの決算説明資料において、同様のエンジン認証関連費用を一過性項目として除外した「調整後営業利益」を示していたが、今回に限ってその調整後営業利益を提示していない

豊田自動織機の2024年3月期の決算説明資料



出典:会社開示資料、大手経営コンサルティングファーム



Appendix



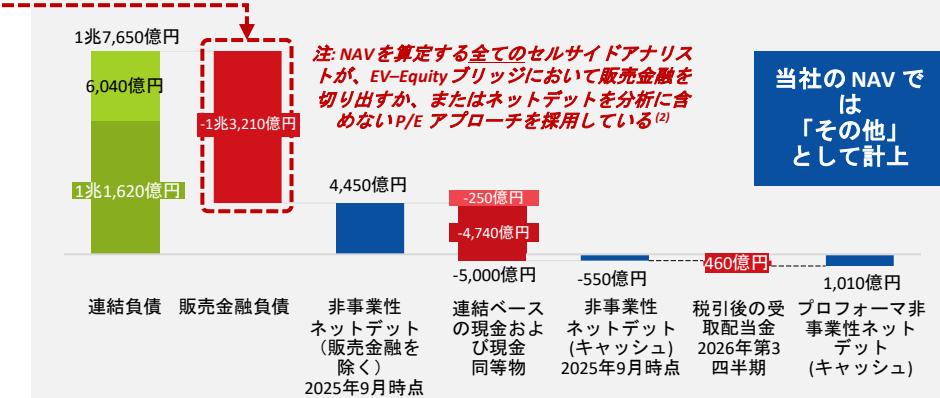
NAVにおける販売金融事業およびネットデットの取扱い

豊田自動織機の貸借対照表報告は、大規模な販売金融事業によって歪められている。当該事業はビジネスモデルにおいて銀行に類似しており、NAVにおいて別途考慮する必要がある

販売金融事業



ネットデット・（キャッシュ）ブリッジ



豊田自動織機2025年9月補足資料（5頁）より抜粋⁽¹⁾

(3) 販売金融

			'24/3月期'				'25/3月期'				'26/3月期'				
			4Q末	1Q末	2Q末	3Q末	4Q末	1Q末	2Q末	3Q末	4Q末(予想)	1Q末	2Q末	3Q末	4Q末(予想)
資産	北米	期末残高(億円)	9,234	10,018	8,967	10,060	9,580	9,398	9,698	-	9,800	-	-	-	-
欧州		期末残高(億円)	3,896	4,251	4,083	4,337	4,413	4,719	4,880	-	4,700	-	-	-	-
その他		期末残高(億円)	593	634	596	653	614	638	685	-	700	-	-	-	-
販売金融資産残高 計		期末残高(億円)	13,723	14,903	13,646	15,050	14,607	14,755	15,263	-	15,200	-	-	-	-
負債	コマーシャル・ペーパー	期末残高(億円)	1,333	2,396	2,126	2,144	1,693	1,791	1,982	-	1,600	-	-	-	-
	社債	期末残高(億円)	3,022	3,487	3,317	3,814	3,709	3,553	3,579	-	4,700	-	-	-	-
	銀行借入ほか	期末残高(億円)	7,596	7,113	6,477	7,162	7,296	7,531	7,647	-	6,900	-	-	-	-
販売金融借入残高 計		期末残高(億円)	11,951	12,996	11,920	13,120	12,697	12,876	13,208	-	13,200	-	-	-	-
収益性	税引前利益 (億円)		334			327					-				
	営業資産税引前利率*	%	2.7%			2.3%					-				

* 税引前利益 ÷ 販売金融資産残高 (平均)

豊田自動織機2025年9月中間期連結決算（4-5頁）より抜粋

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2025年3月31日)	当中間連結会計期間 (2025年9月30日)
資産		
流動資産		
現金及び現金同等物	378,455	474,391
預入期間が3ヶ月超の定期預金	89,747	25,247
負債		
流動負債		
社債及び借入金	497,293	603,711
非流動負債		
社債及び借入金	1,232,789	1,161,591

出典: 会社開示資料、Bloomberg

注: (1) 強調は弊社による、(2) 当社が入手可能な全てのセルサイドアナリストのモデルおよびレポートに基づく



上場株式持分に関する税務上の負担軽減

本改定後TOBのスキームの下、豊田自動織機は、持合株式関係を解消するにあたり、発行会社による自己株式取得による税制優遇措置の恩恵を受ける。当社のNAVは当該税制優遇措置を織り込んでいる

主要な大規模持合株式を自己株式取得により解消する際の、極めて有利な税務スキーム

(10億円)

	発行体の自己株式取得によって売却する際の税金											豊田自動織機に 帰属する価値											
	市場価値	時価総額	%保有比率	豊田自動織機の 持分価値	豊田自動織機の 持分価値	資本の 払い戻し分	みなし配当	非課税部分	課税対象の みなし配当	資本の 払い戻し分	見積取得原価 ⁽²⁾	課税所得	実効税率	見積納税額	税引後価値								
トヨタ自動車	¥47,800	9.1%	¥4,376	¥4,376	-	¥97	=	¥4,278	x	50%	=	¥2,139	+	¥97	-	¥306	=	¥1,931	x	31%	=	¥591	¥3,785
豊田通商	¥6,400	11.2%	¥720	¥720	-	¥24	=	¥695	x	50%	=	¥348	+	¥24	-	¥28	=	¥344	x	31%	=	¥105	¥614
デンソー	¥6,200	5.8%	¥359	¥359	-	¥25	=	¥334	x	50%	=	¥167	+	¥25	-	¥29	=	¥163	x	31%	=	¥50	¥309
アイシン	¥2,300	3.2%	¥71	¥71	-	¥3	=	¥68	x	20%	=	¥55	+	¥3	-	¥4	=	¥54	x	31%	=	¥17	¥55
その他の上場株式				¥167											保守的に¥0		¥167	x	31%	=	¥51	¥116	
豊田自動織機の上場会社株式の持分				¥5,693														¥814		¥4,879			

税務処理

- 本改定後TOBの一環として、豊田自動織機はトヨタ自動車、豊田通商、デンソー、アイシンの各社に対し、自己株式取得を通じて保有株式を売却する見込みである。豊田自動織機によるこれらの持合株式の売却は、自己株式取得に適用される有利な税制措置の恩恵を受ける。自己株式取得は、この種の持合株式関係の解消を促進するよう設計されている
- 自己株式取得における豊田自動織機の保有株式の売却金額は、少額の資本の払い戻し分⁽¹⁾と、大部分のみなし配当所得として扱われる金額に分類される。豊田自動織機の発行体に対する保有比率が5%未満の場合（アイシン）、かかるみなし配当所得の20%が非課税となり、保有比率が5%超かつ33%未満の場合（トヨタ自動車、豊田通商、デンソー）、50%が非課税となる
- さらに、豊田自動織機はこれらの持合株式の売却時に取得原価を控除して課税される。取得原価は外部からの税務分析を用いて個別に算定（開示資料に基づく推定値）⁽²⁾

出典: 会社開示資料、Bloomberg、外部税務アドバイザー（強調は当社による）

注: (1)自己株式取得にかかる資本の払い戻し分の金額は、発行会社が開示する資本金、資本剰余金、その他資本剰余金、発行済株式数等に基づき推計、(2)豊田自動織機が保有する上場株式に係る総取得価格は、豊田自動織機が開示する帳簿価額（公正価値）、評価差額、有効税率等に基づき推計し、その総取得原価を各銘柄の公正価値比率に応じて按分することで、各上場株式の取得原価を推計している。なお、トヨタ自動車、豊田通商、デンソー、アイシンを除く小規模保有分については、保守的に取得原価をゼロと仮定している



豊田自動織機の1株あたり簿価は、
 [...] 税務上の観点からすると、この取引がもたらす利益を過小評価している可能性がある [...]

— Travis Lundy、2026年1月14日



用語の定義

用語	定義
取締役会	豊田自動織機の取締役会
買付者; 公開買付者	トヨタ不動産が約99.5%、豊田章男氏が約0.5%を間接的に保有する完全子会社であり、その直接親会社に対してトヨタ自動車が8,000億円の優先株式を保有する予定
コーポレートガバナンス・コード	東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2021年6月11日公表）
CY25; 2025	CY25（または2025）は、2025年12月31日に終了した1年間。他の年度も同様
FY3/25	FY3/25は、2025年3月31日に終了した会計年度。他の年度も同様
経産省指針	経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針」および「企業買収における行動指針」
経産省公正M&A指針	2019年6月28日公表の経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」
経産省企業買収指針	2023年8月31日公表の経済産業省「企業買収における行動指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」
当初TOB	2025年6月3日に公表された、買付者による豊田自動織機のすべての普通株式（トヨタ自動車および豊田自動織機の自己株式を除く）を1株あたり16,300円で取得するために提案された公開買付け
本改定後TOB	2026年1月14日に公表された、買付者による豊田自動織機のすべての普通株式（トヨタ自動車および豊田自動織機の自己株式を除く）を1株あたり18,800円で取得するために提案された公開買付け
特別委員会; SC	当初TOBおよび改定後TOBに関連してTICOが設置した特別委員会
スタンドアローン・プラン	エリオットが提案する豊田自動織機のスタンドアローン・プラン
TICO; 豊田自動織機	株式会社豊田自動織機
TMC; トヨタ自動車	トヨタ自動車株式会社
トヨタ関連企業; グループ会社	トヨタ自動車株式会社、豊田通商株式会社、株式会社デンソー、アイシン株式会社、その他トヨタグループ内の関連会社
トヨタ不動産; 不動産	トヨタ不動産株式会社
トヨタグループ	トヨタの関連会社全体
東証規則	2025年7月公表の東京証券取引所「MBOや支配株主による完全子会社化に関する上場制度の見直し等」および「会社情報適時開示ガイドブック」



免責事項

本書は、英国の金融行動監視機構（以下「FCA」といいます。）より権限を付与され、規制を受けるELLIOTT ADVISORS (UK) LIMITED（以下「EAUK」といいます。）および、ELLIOTT INVESTMENT MANAGEMENT L.P.（以下「EIMLP」といいます。）が発行するものです。本書のいかなる内容も、EAUK およびEIMLPが直接または間接的に助言を提供するファンド（以下「ELLIOTT FUNDS」といいます。）を推奨するものではなくまたは推奨することを意図したものではなく、また、推奨するものと解釈することはできません。

本書は、協議および情報提供のみを目的とするものです。本書において明示される見解は、EAUK、EIMLPおよびそれらの関係会社（以下「ELLIOTT MANAGEMENT」と総称します。）の本書時点の意見です。ELLIOTT MANAGEMENTは、本書に記載した見解を、いつでも、理由を問わず変更または修正する権利を留保しており、また本書に記載した情報を、訂正・更新もしくは修正し、または追加の資料を提供する義務を負うものではありません。

本書に記載の全ての情報は、株式会社豊田自動織機（以下「対象会社」といいます。）に関する公開情報およびELLIOTT MANAGEMENTによる一般に入手可能な情報の分析に基づくものです。公開情報には、対象会社及びその他の情報源による公的届出書類及び開示資料が含まれます。ELLIOTT MANAGEMENTは、公開情報として入手可能な全てのデータおよび情報の正確性および完全性について、独自の検証を行なうことなく依拠し、前提としており、かかるデータおよび情報の正確性について何ら表明または保証するものではありません。ELLIOTT MANAGEMENTは、知られればELLIOTT MANAGEMENTの見解をええ得る、対象会社に関する秘密情報その他の非公開情報がある可能性を認識しています。

ELLIOTT MANAGEMENTまたはその取締役、役員、従業員、代理人およびアドバイザー（以下「ELLIOTT関係者」といいます。）は、明示または黙示を問わず、以下の事項に関して、一切の表明、保証または約束を行なわず、また一切の責任、債務または注意義務を負いません。(I) 本書に記載の情報および意見が正確、公平、完全、または最新であるかどうかを含む、本書および本書の内容について、(II) 本書の日付後に、本書に含まれる情報および見解の更新またはその他の方法による、本書の受信者に対する追加情報の提供について（ELLIOTT関係者はどのような義務を負うものではありません）、および(III) ELLIOTT MANAGEMENTの投資プロセス、または投資目的が達成されるか、または成功する可能性があるか、あるいはELLIOTT MANAGEMENTの投資が利益を上げるか、または損失を被らないかについて。過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。法律で許容される範囲において、ELLIOTT関係者のいずれも、直接的、間接的、派生的であるかの如何を問わず、いかなる損失（本書に依拠したことに関連または起因して生じた利益の減少、損害、費用、請求、経費を含みますが、これに限りません。）に対しても責任を負いません。

本書に含まれるヒストリカルな情報を除き、本書に記載の情報および

見解には、とりわけ対象会社の営業成績に関連して用意された対象会社の業績、対象会社の株式、債務その他対象会社の株式価値に関する有価証券（以下「対象会社株式等」といいます。）の評価、一般的な経済および市場の状況、その他の将来の事象に関する見積りや予測を含む、将来予測に関する記述が含まれる場合があります。すべての将来予測に関する記述、見積り、予測は、本質的に不確実で、かつ重大な経済的、競争的、その他の不確実性および偶發的原因の影響を受けるものであり、かかる記載は、いずれも説明のみを目的としています。実際の結果は、予測可能または予測不可能な要因により、本書の記載と大きく異なる場合があります。対象会社の株式等が本書において示唆される価格で取引されることについては、いかなる保証もありません。また、本書の見積、予測もしくは仮定が正しいまたは正しいことが証明される保証はありません。

本書は、情報提供のみを目的としたものであり、(A) 有価証券その他の金融商品の売買の申込みもしくは申込みの勧誘、または有価証券その他の金融商品に係る投資事業への参加もしくは投資サービスへの申込みの勧誘を構成するものではなく、また、その発行によりいかなる法規関係も発生させるものではなく、(B) 英国での2000年金融サービス市場法（その後の改正も含みます。）に規定される「FINANCIAL PROMOTION」、(C) FCAハンドブック（以下「FCAハンドブック」といいます。）に定義される「INVESTMENT ADVICE」、(D) FCAハンドブックに定義される「INVESTMENT RESEARCH」、(E) 欧州連合規則596/2014および2018年のEU離脱法（以下「2018年EU離脱法」といいます。）第8条に基づき発せられた規制による改正を含む2018年EU離脱法第3条により英国内法の一部としての欧州連合規則596/2014に定義される「INVESTMENT RECOMMENDATION」、(F) 日本の金融商品取引法（以下「金商法」といいます。）第28条第3項第1号に定義される「投資助言業」、(G) 金商法第28条第4項に定義される「投資運用業」、または(H) ファイナンシャル・プロモーション、投資助言、またはいずれかの商品、募集もしくは投資への参加に対する勧誘もしくは推奨に該当するものではありません。本書に含まれるいかなる情報も、ELLIOTT MANAGEMENTによる推奨と解釈されではありません。本書は、法律、税務、投資、財務等に関する助言ではなく、また助言と解釈されるものでもありません。各受信者においては、法的事項および本書に定める情報に関するその他の事項については、自己的法律顧問ならびに税務および財務アドバイザーに相談してください。本書は、包括的であることはまたは対象会社、対象会社の株式等もしくは本書の記載事項の評価に関連し得るすべての情報を含むことを謳うものではありません。

本書の提供により、ELLIOTT MANAGEMENTおよびその他の者との間に合意、契約、了解その他の法的関係が発生することではなく、発生したとみなされることもあります。ELLIOTT MANAGEMENTは、本書の受信者のためにまたはその代理人として行動するものではなく、また、いかなる助言またはサービスを提供するものではありません。ELLIOTT MANAGEMENTは、いかなる者に対しても、本書の主題に関連する助言を提供する責任を負いません。本書の受信者は、行動方針を決定す

る前に、関連するリスクおよび影響を検討し、必要と思われる場合は、自らの独立したアドバイザーと協議する必要があります。

ELLIOTT FUNDSは、対象会社に対して直接的または間接的に投資している場合があります。したがって、ELLIOTT MANAGEMENTはELLIOTT FUNDSの対象会社に関するポジションの収益性に利害関係を有しています。ELLIOTT MANAGEMENTは利益相反関係を有している可能性があり、本書は中立的なものと見なされてはなりません。本書のいかなる記述も、ELLIOTT MANAGEMENTの現在もしくは将来の取引、投票その他の意図を示唆するものではなく、それらはいつでも変更される可能性があります。ELLIOTT MANAGEMENTは、本書のいかなる記載にもかかわらず、いつでもその取引、議決権行使の予定を変更する権利を留保します。

ELLIOTT MANAGEMENTは、継続的に対象会社への投資を見直す意向です。対象会社の財務状況、戦略的方向性、対象会社との協議の結果、全体的な市場環境、ELLIOTT MANAGEMENTが利用可能なその他の投資機会、および希望する取引価格による対象会社株式等の取引可能性を含む様々な要因に応じて、ELLIOTT MANAGEMENTは、売買、カバー、ヘッジ、またはその他の方法により、投資（対象会社株式等に対するものを含みます。）の形態または実態の変更を、法律で認められてる範囲および方法で、ELLIOTT MANAGEMENTのポジション開始以降いつでも（公開市場または相対取引において）行なうことができ、そのような変更を他者に通知する義務を負うものではありません。ELLIOTT MANAGEMENTはまた、自己による対象会社への投資について、適切と判断した行動をとる権利を留保します。

ELLIOTT MANAGEMENTは、いかなる第三者からも本書に含まれる記述または情報の使用に対する許可を求めたり取得したりしていません。本書における記述または情報は、本書に記載された見解を当該第三者が支持していることを示すものではありません。本書で使用されているすべての商標および商号は、それぞれの所有者の独占的な財産です。

ELLIOTT®

Elliott Advisors (UK) Ltd

6th Floor Park House

116 Park Street

London W1K 6AF

UNITED KINGDOM

www.elliottmgmt.com