

# 最近の東芝から見えてくるもの —コーポレート・ガバナンス改革は東芝に何をもたらしたか—

日本財務管理学会  
第55回秋季全国大会(近畿大学)  
2022/10/1

立命館大学名誉教授 松村勝弘

## もくじ

1. アクティブファンドに翻弄されている東芝
2. 株主主導の「経営」がもたらす財務行動
  - (1) 株主重視のかけ声の下での日本企業の財務行動
  - (2) 東芝に見られるその究極的財務行動
3. 東芝は主体性を回復できるか、経営者の見栄と決別できるか

本研究はJSPS科研費19K01821(事業内容や企業文化がコーポレート・ガバナンス構造に与える影響に関する実証研究)の助成を受けたものである。

## 「お公家さん」\*2 1. アクティブファンドに翻弄されている東芝

2022年6月28日 総会 \*1

東芝が定時総会で語った取締役候補者13人

社内	島田太郎 (社長兼CEO)
	柳瀬悟郎 (副社長兼COO)
	望月幹夫 元IHI取締役
新任	渡辺章博 M&AアドバイザーのGCA創業者
	宇沢亜弓 監査法人出身
	今井英次郎 ファラロン所属
	ナビール・バンジー エリオット所属
	ポール・フロブ 会計事務所出身
	ワイズマン 広田綾子 投資会社出身
再任	ジェリー・ブラック 元イオン専務執行役
	レイモンド・セイジ ファラロン出身
	橋本勝則 元アキュオン・日本法人副社長
辞任	綿引万里子 元名古屋高裁長官

批判の社外取・綿引氏 辞任

東芝が定時総会で語った取締役候補者13人

社外	島田太郎 (社長兼CEO)
	柳瀬悟郎 (副社長兼COO)
	望月幹夫 元IHI取締役
新任	渡辺章博 M&AアドバイザーのGCA創業者
	宇沢亜弓 監査法人出身
	今井英次郎 ファラロン所属
	ナビール・バンジー エリオット所属
	ポール・フロブ 会計事務所出身
	ワイズマン 広田綾子 投資会社出身
再任	ジェリー・ブラック 元イオン専務執行役
	レイモンド・セイジ ファラロン出身
	橋本勝則 元アキュオン・日本法人副社長
辞任	綿引万里子 元名古屋高裁長官

東芝は役員・定時株主総会を開き、暫く株主「アクティビスト」の投資ファンド幹部が人選をめぐって争った。新体制は非公開化を再編交渉の交渉材料が、2人の株主に対しては社外取締役が再任後、特定のファンド出身者が人選に選ばれた。短期的な批判がある中、短期的な批判は、長期的な批判を保持する株主の利益となる。 (関連記事「お公家さん」)

東芝は役員・定時株主総会を開き、暫く株主「アクティビスト」の投資ファンド幹部が人選をめぐって争った。新体制は非公開化を再編交渉の交渉材料が、2人の株主に対しては社外取締役が再任後、特定のファンド出身者が人選に選ばれた。短期的な批判がある中、短期的な批判は、長期的な批判を保持する株主の利益となる。 (関連記事「お公家さん」)

批判の社外取・綿引氏 辞任

非公開化の再編交渉主導

株主総会

同じファンドから二人の社外取締役選任

「今井氏とバンジー氏については社外取締役だった綿引万里子氏(元名古屋高裁長官、弁護士)が選任によって取締役会の構成が特定の株主に偏ることになると批判していた。」(上掲記事)

取締役会議長に選任

アクティビスト幹部

指名委員長

はアクティビスト幹部 (敬称略)

はアクティビストとの協議を経て受け入れ

## 1. アクティブファンドに翻弄されている東芝

### 取締役会構成の問題点

- 「全13人中.....6人が、ファンドとなんらかの関係がある」(アナリスト)
- 「取締役会構成の多様性、公平性、バランスの良さを欠いていると判断した」(綿引)
- 「加えて、綿引氏は現状の取締役会について『事業経験のある人が欠けたことが、この1年の迷走の一つの原因と考え、私自身も深く反省している』と述べた。」(『Business Journal』2022/6/24)

# 東芝の混迷は2015年の不正会計以後も続いているが、今回は

発端

今回の発端

東芝を巡る経緯	
2015年4月	不正会計問題が発覚
16年12月	米原発子会社での巨額損失が発覚、経営危機に
17年12月	約6000億円の増資を実施し、物言ひ体主が引き受け手に
21年4月	CVCが東芝に買収に関する初期提案も、交渉は実質中止に
6月	定時株主総会で元取締役会議長ら2人の再任案が否決
11月	グループ全体を3分割する案を公表
22年2月	3分割案を2分割に修正
3月	臨時株主総会で分割案が否決
4月	分割案の中断を公表。株式非公開化を含む再編案の公募を公表
7月19日	国内ファンドなど4陣営が2次入札に
9~10月ごろ	法的拘束力のある正式な提案を受け付け
秋ごろ	提案を受け入れるかどうかを判断

『日本経済新聞』2022年7月21日号より。

- 2015年の不正会計問題が東芝問題の発端だけれども
- 2017年12月の約6千億円の増資でファンドの資本を取り込んだことが今日に禍根を残している
- 21年総会で永山議長の選任案否決

# 21年総会と臨時株主総会 (22年3月24日)

東芝の取締役は当初案から5人減った(敬称略)

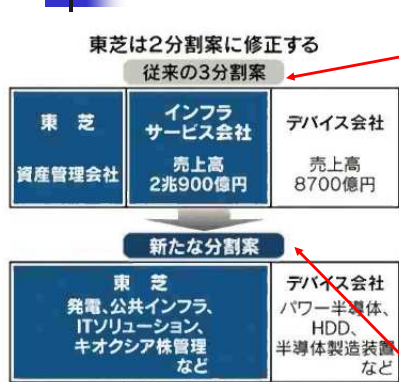
氏名	役職	委員会			戦略委
		指名	監査	報酬	
綱川智社長兼CEO	再任				
藤沢守副社長	新任				
永山浩	取締役会議長、中外製薬名誉会長	否決			
ポール・プロフ	会計事務所出身	再任	○	○	◎
ワイスマン 広田綾子	投資会社出身	再任		○	○
ジェリー・ブラック	イオン顧問	再任	○	◎	○
レイモンド・ゼイジ	投資ファンド出身	再任	◎		○
綿引万里子	元名古屋高裁長官	新任	○	○	○
ジョージ・オルコット	投資銀行出身	新任	○	○	○
橋本勝則	元デューボン副社長	新任	○	◎	○
太田順司	元新日本製鉄常務	撤回			
山内卓	元三井物産副社長	撤回			
小林伸行	公認会計士	否決			

◎委員長 ○委員

日本経済新聞[2021]および東芝発表資料により作成。

- 2021年5月戦略委員会設置を公表
- 委員長には永山氏(当時の取締役会議長・指名委員会委員長)が就任する予定だった
- ところが、2021年6月の総会で永山氏の選任は否決された←「背景にはスチュワードシップ・コードがある」\*
- 投資ファンド・ファロン出身のゼイジ氏が指名委員長に
- アクティビストからすれば、それで重しが取れたのかもしれない

# [戦略委員会主導による]会社三分割提案 (切り離し売却がしやすいようにする提案)と混迷



- 「東芝グループの戦略的再編について」(2021年11月12日東芝発表リリース)
- シンガポールに拠点を置く大株主の資産運用会社[3Dインベストメント]が「結論に至るプロセスが透明性に欠ける」などとして、会社3分割を支持しない意向を公表。(嶋井 [2021])
- 二分割提案に修正

『日本経済新聞』2022年2月5日号

空調子会社[東芝キャリア]は2月に契約済みで売却したが、エレベーターと照明は売却中止(20220602経営方針説明会)

2022年2月7・8日「東芝IR Day」において提案-3社売却提案も

# 二分割提案

新たな2分割案では、半導体を扱う「デバイス」事業のみを分離し、発電機器などの「インフラサービス」は本体に残す。



二分割案推進体制づくりのために、社長交代(綱川→島田)22年3月1日付

- \* 三分割でも二分割でも、いずれにしても、売り食いがしやすい
- \* ファンドはばら売りしたいのか？

# 東芝 株主還元躍起



中長期成長見えず 来月の臨時総会焦点に

- \* 東芝はファンドのご機嫌取りをしたのか。ファンドが経営に介入しているからか。

会社提案も株主提案も両方

# 臨時株主総会での否決 (2022年3月24日)

反対意見

## 東芝分割案を否決 臨時総会、株主提案も

「事業を売ってまで配当を望んでいない」  
 「過去の赤字を切り抜けられたのは、東芝が複数の事業を持っているからだ」  
 「社外取締役が特定の大株主の意向で選ばれ、ファンドにお金が回るよう誘導しているのではないか」  
 「分割案→切り売り→ファンドの資金回収」は将来の収益性・企業価値を向上させないと理解されたのではないか。



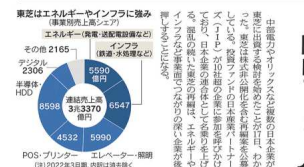
東芝の分割計画を通る経緯

21年11月	東芝が分割計画を発表
22年3月	3日臨時株主総会の招集を請求
22年7月	東芝が3分割案を2分割案に修正
23年3月	島田氏が新社長に、堀川氏は取締役会長に就任

島田社長「価値向上策を検討」

# 臨時株主総会で分割案が否定されたので、非公開化提案受け入れ (2022年4月～)

中部電やオリックスなど



3月	臨時株主総会で分割案が否決
4月	分割案の中断を公表。株式非公開化を含む再編案の公募を公表
7月19日	国内ファンドなど4陣営が2次入札に
9～10月ごろ	法的拘束力のある正式な提案を受け付け
秋ごろ	提案を受け入れるかどうかを判断

『日本経済新聞』2022年7月21日号より。

「BOBの可能性も  
東芝従業員  
の負担で元利返済  
」「負債の規律」

東芝は改正外為法で国  
が特に重要な「コア業種」  
として位置付ける原子力  
事業を抱え、買収には国  
の重点審査が不可欠だ。  
東芝の時価総額は2兆円  
を超えており、買収によ  
る非公開化には資金力や  
国の審査が壁となる。『日  
本経済新聞』二〇二二年九月一八日号

## 東芝に出資検討 国内ファンド10社超に要請

# 2. 株主主導の「経営」がもたらす財務行動

(1) 株主重視のかけ声の下での日本企業の財務行動

図表 従業員への配分の削減と株主への配分増加(全産業・大企業)

(単位：百万円)

	1986-90年度 平均	1991-95年度 平均	増加率	2011-15年度 平均	2016-20年度 平均	増加率
売上高 (1社当たり)	133,521	116,151	-13.0%	106,266	110,158	3.7%
付加価値 (1社当たり)	20,047	18,072	-9.8%	17,457	19,646	12.5%
役員給与+賞与 (1人当り)	12.90	14.58	13.1%	17.86	19.91	11.4%
従業員人件費 (1人当たり)	6.05	6.91	14.2%	6.80	6.98	2.8%
配当 (1社当たり)	759	632	-16.8%	2,298	3,603	56.8%

(注1)大企業は資本金10億円以上の会社であり、小企業は資本金1千万円未満の会社である。

(注2)「法人企業統計調査時系列データ」より作成。

バブル崩壊後も1990年代前半は配当より人件費を重視していたが、2000年代に入ると配当が優先されるようになった。経営者は人件費圧縮という安易な経営手法を採ったことを意味する。

2. 株主主導の「経営」がもたらす財務行動

# 人件費圧縮・株主還元

図表 従業員への配分の削減と株主への配分増加(全産業・大企業)

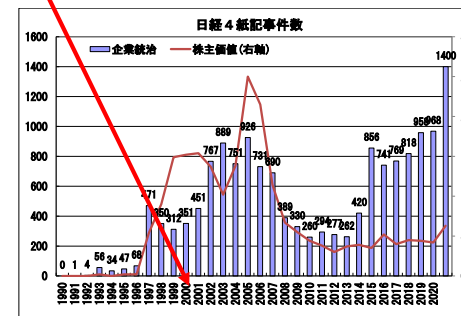
	[1991-95年 度平均]の前5 年度平均との 増加率	[1996-2000 年度平均]の前5 年度平均 との増加率	[2001-05年 度平均]の前5 年度平均との 増加率	[2006-10年 度平均]の前5 年度平均との 増加率	[2011-15年 度平均]の前5 年度平均との 増加率	[2016-20年 度平均]の前5 年度平均との 増加率
従業員人件費 (1人当たり)	14.2%	7.17%	-0.64%	-6.17%	-1.56%	2.78%
配当 (1社当たり)	-16.8%	-7.28%	59.36%	78.10%	38.26%	56.80%

(注)「法人企業統計」

人件費優先、配当は後

配当優先、人件費削減

バブル崩壊後も人件費は優先されていたが、2000年代に入ると人件費を削減してでも配当を増やすようになった。その分水嶺は、コーポレート・ガバナンスや株主価値が叫ばれ始めた2000年前後であった。



## 2. 株主主導の「経営」がもたらす財務行動 (2) 東芝に見られるその究極的財務行動

- 2021年11月12日オンライン記者会見で  
「綱川智社長は会見の冒頭の11分の間に、『**株主価値**』『**株主還元**』を15回連呼。『会社解体ではなく、未来に向けた進化だ』と強弁した。」(『BUSINESS JOURNAL』2021.12.22より)
- 20211112プレスリリース「東芝グループの戦略的再編について」  

POSレジ等々を扱う

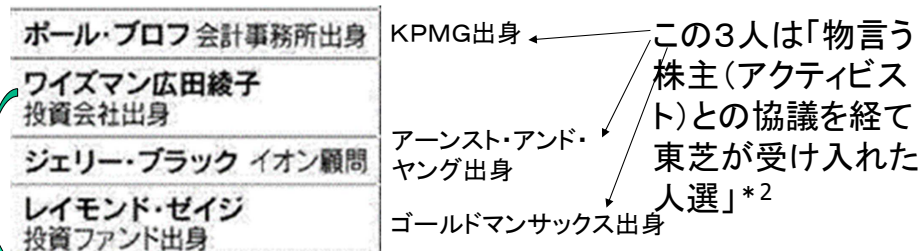
「東芝は、キオクシアと東芝テックの株式を保有します。今般のスピノフに伴い、キオクシア株式会社については、株主価値の最大化を図りつつ、実務上可能な限り速やかに現金化し、手取り金純額についてはスピノフの円滑な遂行を妨げない範囲で、**全額株主還元**に充当します。」

13

2. 株主主導の「経営」がもたらす財務行動

## 21年6月、東芝の社外取締役4人が連名で出した声明

「私たちは過去2年間、東芝の取締役を務めています。その間、**株主還元**の向上を目指し、東芝の**ガバナンス**を改善するために多大な時間と労力を費やしてきました。……私たちは、東芝が将来、**財務実績とガバナンス**が改善することを期待」\*1



ニューヨークの独立系投資顧問会社であるHorizon Kinetics LLC(旧Horizon Asset Management LLC)シニア・バイス・プレジデント、シニア・ポートフォリオ・マネージャー兼アジア戦略担当ディレクター\*3

14

2. 株主主導の「経営」がもたらす財務行動

## 東芝は投資家からの受け入れより多額の払い出し(株主還元)をしている

2017年3月期原子力事業減損約6千億円、債務超過で上場廃止の危機 メモリ売却益で危機解決を目論んだが、中国による承認が予定より大幅に遅れたため、急遽ファンドへの第三者割当増資(約6千億円、2017年12月)で2018年3月期のを債務超過を回避し、その後2018年6月に売却完了し、2019年3月期にメモリ売却益計上、1兆5千億円弱のキャッシュが流入したので、2019年3月期と2020年3月期に合わせて約7千億円の自社株取得を行った。

株式の発行による収入	573,447
配当金の支払金額	△ 355,401
自己株式の取得による支出	△ 801,591
合計(マイナスは払出超過)	△ 583,545

日経NEEDSより作成。

「投資家は「suck Japan to the very marrow(本格的に没落する前に骨の髄までしゃぶりつくす)」ものであるという」(スズキ[2022]98頁)

15

2. 株主主導の「経営」がもたらす財務行動

## 重電4社比較: 利益と株主還元

2013-22年平均の利益率と設備投資				2013-22年平均の自己資本配当率		
	総資本営業利益率	売上高営業利益率	対売上高設備投資		配当金のみ	自己株考慮
東芝	6.41%	6.13%	4.79%	東芝	4.30%	13.73%
三菱電機	5.36%	6.25%	5.11%	三菱電機	2.88%	2.90%
日立製作所	5.06%	5.43%	4.72%	富士電機	2.61%	2.62%
富士電機	1.59%	1.65%	2.36%	日立製作所	2.23%	2.43%

(注1) 対売上高設備投資 = 設備投資(有形固定資産増加額 + 有形固定資産減価償却費) ÷ 売上高  
 (注2) 日経NEEDSより作成。

利益率では最下位の東芝が、株主還元(配当金と自己株取得)ではトップ、ということは、儲かってないけど株主には大判振る舞いをしているわけ。しかも設備投資は絞り込んでいる。まさに、「株主資本主義の最先端」と言えるのではなかろうか。

16

数字でのつじつま合わせをした上で、売り食いで得たキャッシュで自社株取得で株主還元

## 株主還元のための「操作」?

2017年12月約6千億円の増資 (単位:百万円)

連結資本勘定計算書			
	資本金	資本剰余金	利益剰余金
2018年3月31日	499,999	357,153	223,615
2018年度			
資本金から資本剰余金へ振替	△ 299,999	299,999	
資本剰余金から利益剰余金へ振替		△ 657,794	657,794
当期純利益(含:東芝メモリ売却益9,700億円)			1,013,256
自己株取得			△ 392,450
その他増減	44	642	26,248
2019年3月31日	200,044	0	1,528,463
2019年度			
資本剰余金から利益剰余金へ振替		67,213	△ 67,213
上場子会社株式公開買付		△ 66,093	
配当金			△ 10,112
当期純損失			△ 114,633
自己株取得			△ 304,828
その他増減	131	△ 1,120	△ 446
2020年3月31日	200,175	0	1,031,231

17

## 追加の株主還元

東芝ニュースリリース「株主還元方針、特別配当に係る基準日の設定及び2022年度の配当予想に関するお知らせ」2022年5月13日\*1

### 2. 追加の株主還元について

今般、2022年3月期決算の結果と2023年3月期の業績見通しを踏まえ、適正資本水準\*2を検証した結果、上記にてお知らせする剰余金の配当(期末)控除後で約700億円が当該適正資本水準を超えるものと、取締役会として確認いたしました。

この検証の結果を踏まえた追加の株主還元の実施は、現在非公開化を含む戦略的選択肢の検討を進めている状況であることに鑑み、その全てを2022年6月30日を基準日とする1株当たり160円の剰余金の配当(特別配当)にて行うことを決定しました。|

### 3. 基準日設定及び2022年度の配当予想について

上記の通り、2022年6月30日を基準日とする剰余金の配当(特別配当)を1株当たり160円と予想いたしました。

基準日	1株当たり配当金(円)			
	特別配当 (6月30日)	第2四半期 (9月30日)	期末 (3月31日)	年間
当期予想	160円	60円	70円	290円
前期実績 (2022年3月期)	110円	40円	70円	220円

18

## 東芝もバブル崩壊後すぐには株主より従業員を大切にしていた

図表 東芝の過去30年間の人件費と配当の増減

	[1986-90年平均]から[1991-95年平均]への増加率	[1991-95年平均]から[1996-2000年平均]への増加率	[1996-2000年平均]から[2001-05年平均]への増加率	[2001-05年平均]から[2006-10年平均]への増加率	[2014-16年平均]から[2017-19年平均]への増加率	[2017-19年平均]から[2020-22年平均]への増加率
従業員人件費	25.1%	3.2%	-23.5%	-34.6%	-42.2%	-68.1%
配当	30.5%	-21.8%	-46.2%	-64.7%	-67.9%	2488.5%
自社株取得を含めた株主還元					2244.8%	4.5%

(注) 人件費は2013年までは個別の製造原価明細書と損益計算書により集計し、それ以後は損益計算書数値の販売費及び一般管理費の数値のみにより、また、配当金は1株当たり配当金に期末の発行株式総数を乗じて計算した。

今や株主還元優先

### 給与は競合他社と比べて遜色ない —東芝、日立、三菱電機の給与・待遇—

	東芝	日立製作所	三菱電機
平均年間給与	892.3万円	896.9万円	806.7万円
平均年齢	45.6歳	42.7歳	41.1歳
30歳平均月間賃金	32.57万円	無回答	32.25万円
年間総労働時間	2042.1時間	1819.0時間	1983.0時間
月間残業時間	26.7時間	7.7時間	23.5時間
年間有休取得日数	13.5日	17.2日	17日

(注) 平均年間給与と平均年齢は2021年度、そのほかは20年度(出所)「CSR企業総覧(雇用・人材活用編)」、各社有価証券報告書を基に東洋経済作成

リストラで人員は削減されて人件費は引き下げられるが、残留した従業員の士気阻喪は避けなければならない。

右図は上記とも関わっているが、また東芝の将来とも関わっている。

## 3. 東芝は主体性を回復できるか、経営者の見栄と決別できるか

- 官依存体質を含め<sup>1)</sup>、元来東芝は主体的経営において弱さがあった。外形重視(株式市場・投資家重視と言い換えることができるかも知れない)の風潮があったのではなかったか。会計不正の調査報告書において「こんな数字は、はずかしくて公表できない」(222頁)などと言う言葉にそれが表れている。目標管理もそれが経営者の主体性が保たれている限りは問題はないかも知れないが、それが外形・投資家への見栄えを重視するとき、問題含みとなる。チャレンジ・レスポンスも従業員の主体性でチャレンジが行われていれば問題はないが、経営者の見栄のための数値をつくり出すためのチャレンジ・レスポンスであれば、問題は大きい。

20

## コーポレート・ガバナンス「先進企業」という見栄を張り続けるか、主体性を取り戻せるか

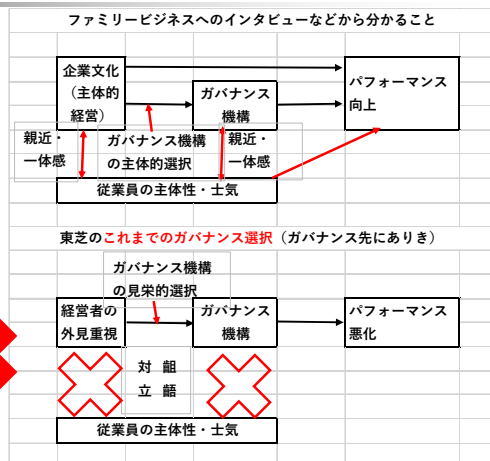
そして、東芝の将来は？

問題は山積しているが、島田社長の舵取りにかかっている

耐えて残った社員こそ東芝最大の“資産”



それとも企業の主体性を取り戻すか



今後も経営者の見栄を選択するか

## 島田社長の舵取りは？

**PROFILE**

[しまだ・たろう] 1966年、大阪府生まれ。90年甲南大学理学部（現在は理工学部）卒、新明和工業入社。99年米SDRC（後にUGSコーポレーションとシーメンスAGと合併）入社、2010年シーメンスPLMソフトウェア日本法人社長兼米国本社副社長。15年シーメンス専務執行役員。18年東芝入社、19年東芝デジタルソリューションズ取締役常務、20年東芝データ代表取締役CEO、東芝執行役上席常務。22年3月東芝代表執行役社長兼CEO、6月から取締役にも就任。



「東芝の社長は大役ですから、最も大切なのは『私心で動くことは一切あってはならない』ということです。」(42頁)  
その言葉を信じたい。

コア事業は時代で変わる。大切なのは「コアバリュー」。

「動機善なりや、私心なかりしか」(稲盛和夫)

## 私心をくすぐる報酬制度

氏名	役員区分	会社区分	今年度報酬(百万円)			過年度開示の報酬に係る費用計上額との差異(百万円)	連結報酬等の総額(百万円)*1
			今年度支給確定額	来年度以降支給分に係る費用計上額(今年度見積計上分)	今年度報酬小計		
網川 智	取締役	提出会社	11	-	11	-	523
	執行役	提出会社	255	257	512	-	
島澤 守	執行役	提出会社	140	101	241	3	292
	取締役	東芝エネルギーシステムズ株	15	8	24	25	
島田 太郎	執行役	提出会社	38	27	65	2	191
	取締役	東芝デジタルソリューションズ株	74	33	107	18	

業績連動報酬の株式・現金の支給割合は株式割合60%、現金割合40%。なお、2019年3月期まで1億円以上の報酬の役員はいなかった(有報より)

このうち半分前後が非金銭的報酬であり、かつ業績連動報酬がかなりを占める

## 新しい資本主義実現会議関連の会議

- 人的資本経営 ～人材の価値を最大限に引き出す～ (METI/経済産業省)
- 人的資本経営コンソーシアム 「人材を『資本』として捉え、その価値を最大限に引き出すことで、中長期的な企業価値向上につなげる『人的資本経営』への注目が高まっています。」(設立趣意書より)
- これまでの検討状況 持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会(2020年1月～)
- 人的資本経営の実現に向けた検討会(2021年7月～)
- 関連イベント「人的資本経営という変革への道筋」オンラインセミナー(2022年3月)
- 非財務情報可視化研究会「人的資本可視化指針」(2022/8/30)

これらが、島田東芝社長にとっての追い風となるか？



ご清聴  
ありがとうございました

