

【研究論文】

## 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 —

松 村 勝 弘

(立命館大学)

年報 財務管理研究 第34号 2023年4月(抜刷)

日本財務管理学会

## 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 —

松村 勝弘  
(立命館大学)

### 【要旨】

東芝はコーポレート・ガバナンス制度の改革に後押しされて、社外取締役の任用をすすめた。同社は、とりわけ2017年の第三者割当増資をきっかけにアクティブ・ファンドから巨額の資金を取り入れ、そして、社外取締役にアクティブ・ファンド系人材を取り入れた。その結果、東芝は彼らの気に入る株主重視の財務行動をとることになった。本稿はこの点を実証的に明らかにし、なお混迷を続ける東芝の今後を考えてみた。

キーワード：東芝 コーポレート・ガバナンス アクティブ・ファンド 財務行動

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。

### 1. アクティブファンドに翻弄されている東芝

最近の東芝を見ていると、混迷ここに極まれば、の感を抱く。これまで私は、コーポレート・ガバナンスについての研究を続けてきたが、この東芝はコーポレート・ガバナンス制度が抱えている問題点を明らかにするための格好の事例であると考えられる。経営者の主体性喪失がここでは現れている。主体性喪失どころか、外部勢力の食いつにされているというのが実態である。もちろん、その内部にあって、それに抗って苦闘している人びともいるが、未だ「正常化」していないと思われる。今回は私の見るところ、思うところを、紹介してみたい。

2022年の東芝の株主総会では、ファラロンと

いう一つの投資ファンドから2人の社外取締役が選任された。総会で選任された一人の社外取締役綿引万里子氏が、これでは取締役会の構成が特定の株主に偏ると批判して、株主総会での選任後、辞任するという事態となった。なお、総会で選任された取締役13人のうち、2人の社内取締役を除く11人（上記の通り一人がその後辞任）が社外取締役であり、しかも新任の2人はアクティビストの幹部である。辞任した社外取締役を除く10人の社外取締役のうち、アクティビストや投資に関連している人物が5人、会計事務所出身者が2人、実業界出身者3人で、実業界出身者でも財務経理畑出身者が多い。辞任した一人を除く社外取締役全10人のうち6人が、ファンドと何らかの関係があるといわれている。辞任した綿引氏は取締役会について「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」と述べたとされている<sup>(1)</sup>。社外取締役がどういう視点で経営を見ているかおのずと知れるところである。

この異様ともいえる構成になった背景に、2021年の株主総会があり、そして何よりも根本的には2017年暮れの増資をファンドに仰いだことがある<sup>(2)</sup>。そして、2019年6月からはファンド推薦の社外取締役が東芝の経営陣に影響を及ぼし始め、ついに2022年に前述のようなありさまになったのである。

2021年の株主総会では、永山治氏についていうと、彼は当時の取締役会議長でかつ指名委員会委員長であって、21年総会後もそれを継続するという前提での取締役候補者として提案されたが<sup>(3)</sup>、否決されてしまった。東芝は代表執行役社長兼CEOであった綱川智氏を暫定的に取締役会議長に選び、指名委員会委員長には投資ファンド・ファラロン出身のレイモンド・セイジ氏を選んだ。また、2021年5月に永山氏が議長を務める取締役会で取締役会の中に戦略委員会の設置が決議され、永山氏自身が委員長を務める手はずになっていたが、永山氏が否決されたので、戦略委員会委員長には社外取締役でKPMG→香港商社ノーブル・グループ出身のポール・プロフ氏を選ばれることになった。2021年総会後選ばれた戦略委員5人中4人は大手アクティビスト、キング・ストリートの要請で2019年に社外取締役になった人たちだった<sup>(4)</sup>。そして2011年11月に彼らが主導して、切り売りがしやすいように、東芝の3分割案を提案し、それに反対が出ると2022年2月には2分割案に変更した。だが、2022年3月の臨時株主総会ではシンガポールの資産運用会社である3Dインベストメント・パートナーズの請求に基づき上記運用会社が提出した東芝株の非公開化を求める株主提案と会社側提案の2分割案の両方とも否決されることになった。その後、東芝は非公開化を軸に、戦略を公募し、2022年秋1

次審査では国内外のファンド4陣営が通過したが、投資ファンドの日本産業パートナーズ(JIP)が入札の優先交渉権を得、2.2兆円の買収提案をし、全株を買い取って非公開化する方向で進んでいる<sup>(5)</sup>。

このような金融をバックグラウンドにもつ社外取締役中心の取締役会構成になったのは、やはり、2017年に当時ウエスチングハウスの減損による債務超過で上場廃止に迫られていた東芝が上場維持を画策し、ゴールドマン・サックスの迅速な対応による増資で債務超過を免れようとしたからである。このように、アクティビスト・ファンドなどファンド資金を取り入れた結果、大株主にずらっとファンドの名前がならぶようになり、彼らの意見を聞かざるを得なくなった。その結果何が起こったか。それはまさに、株主中心主義の経営の典型的な事象が結果したのであった。

## 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

かつての日本企業は経営者・従業員の共同体だと言われていた。その結果業績悪化したら、まずは経営者の減給、株主に対する減配を行い、それでも対処できないときに始めて従業員の減給やリストラを行うというのが常であった。それに対して株主重視体制の下では、従業員への人件費を切り下げてでも配当を維持することが至上命題となった。

図表1からわかるように、1986-90年の平均数値と1991-95年平均数値を「法人企業統計調査」によって拾い出し、その金額を見ると、確かにこの間売上高は減少し業績は悪化しているが、従業員の人件費はむしろ増やしているが配当は減らしている。1990年代前半までは日本の経営が健在

であったといえる。ところが最近の数値を見ると、すなわち、2011-15年平均数値と2016-20年平均数値を比較すると、売上高こそやや改善を見せているが、配当は大幅に増えているものの、従業員の人件費の増加率はそれほどでもない。

これを、1990年以後を続けて5年平均ごとに人件費と配当に焦点を当てて見ると、2000年までは配当を減らしても人件費を増やそうとしていたのに対して、2000年度以後2015年度までの数値を見ると、人件費を減らしても配当を増やしているのがわかる。2016年以後もその延長線上にあることがわかる。コーポレート・ガバナンスが叫ばれたのも2000年前後がその境界であることは周知のところである。

## (2) 東芝に見られるその究極的財務行動

2017年暮れの約7,000億円の第三者割当増資の後、東芝メモリの売却で得た資金を自社株取得で

株主に還元するなど、巨額の株主還元策が行われることになった。キャッシュフロー計算書で計算してみると、増資後の2018年から2022年3月にかけて、自社株取得に8,011億円、配当金に1,872億円、合計9,883億円を株主に還元しているのである。さらに、2022年度は700億円の特別配当を計画している。これらすべてが増資に応じたファンドの懐に入るわけではないが、すでにファンドは株式を一部手放して回収もしており、なお多くの株式を所有しこれによって東芝経営陣に圧力をかけているといえる。

図表3からわかるように、電機4社では利益率最低の東芝が最高の配当率となっており、しかも、自社株取得による株主還元を考慮すると、段違いの株主還元をしている、それも利益率最低の東芝が最高の株主還元をしていることがわかる。株主重視ここに極まれりと言える。図表4からわかることは、東芝と株主との間の資金のやりとり

図表1 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人当たり）	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。

図表2 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）「法人企業統計調査時系列データ」より作成。

は、明らかに東芝の持ち出し超過であって、この10年間の数値を見ると、東芝は株主から得ている資金より多くの資金を株主に支払っているのである。

さらに図表5からわかることは、東芝といえども、2000年頃までは配当よりも人件費を重視していたことがわかる。2013年までは製造原価明細書が個別データではあるが公表されていたので、製造原価に含まれる労務費と販売費及び一般管理に含まれている人件費を合計して人件費をほ

ぼ網羅的に計算できたが、今や製造原価明細書の公表が免除され公開されていない。やむを得ず販売費及び一般管理費中の人件費だけで計算しているので、データの連続性は確保できていない。それでも同じベースのものだけを比較している。そこから、近年の配当重視、人件費軽視の状況は明らかである。

ただし、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。個々の従業員の人件費が大幅ダウンしては今後の経営に悪影響が出る。残留した個々の従業員の収入を大幅に削減することはできない（後継図表6参照）。

図表3 2013-22年月期平均の利益率と自己資本配当率

	総資本営業利益率	自己資本配当率	
		配当のみ	自社株取得考慮
三菱電機	6.41%	2.88%	13.73%
日立製作所	5.36%	2.23%	2.43%
富士電機	5.06%	2.61%	2.62%
東芝	1.59%	2.23%	2.43%

(注) 日経NEEDSより作成。

図表4 キャッシュロー計算書からみた東芝と投資家の関係 (2013-22年数値)

(単位: 百万円)

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

(注) 日経NEEDSより作成。

### 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>(6)</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<sup>(7)</sup>。コーポレート・ガバナンス改革の優等生といわれた東芝の諸制度も内実を伴っていなかったというべきだろう<sup>(8)</sup>。2015年の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）などと言うトップの言葉にもそれが表

図表5 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。

れている。

バブル崩壊後日本企業は二つの制度改革に迫られたが、その一つであるコーポレート・ガバナンスが外向きの改革であるとすれば、もう一つのマネジメント改革、すなわち「成果主義の人事制度」でも東芝は流行に左右された<sup>(9)</sup>。西室社長時代の1999年の社内改革で「全社的経営改革運動・MI（マネジメントイノベーション）で掲げた目標の一つが『成果主義重視の企業文化の醸成』だった。」<sup>(10)</sup> 目標管理もそれが経営者・従業員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けば問題はないが、経営者の見栄のための数値をつくり出すためのレスポンスであれば、問題は大きい。

だから、いくら人件費削減を図るとしても、従業員のモチベーションを失わせるような削減はできないのである。まさに、「耐えて残った社員こそ東芝最大の“資産”」なのである<sup>(11)</sup>。実際、図表6に見られるように、東芝の人件費などは「競合他社と比べて遜色ない」といわれているのは、その表れであろう。新社長島田太郎氏も「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』ということですよ」<sup>(12)</sup>と述べているが、その言葉を信じたい。

しかし、アクティブ・ファンド主導で社内制度がつくられ、経営が行われている東芝では、2022年3月期の『有価証券報告書』によると、経営陣に対する連結報酬等の総額（来年度以降支給分に係る費用計上額を含み、その大半が株式報酬である非金銭的報酬を含む）は、綱川智前社長5.23億円（うち業績連動報酬2.81億円で54%）、畠澤守副社長2.92億円（うち業績連動報酬1.24億円で42%）、島田太郎現社長2.92億円（うち業績連動報酬8.0億円で42%）が掲示されている<sup>(13)</sup>。まさに、島田社長の「私心で動くことは一切あってはならない」という決意にもかかわらず、私心をくすぐる報酬体系となっているのである。

田中一弘教授の次の言葉を想起しておくべきだろう。「経営トップが利益や株価のことばかり考えて、従業員への配慮や雇用に対する責任感をないがしろにすれば、付加価値の最大の源泉である従業員のモチベーションや会社へのコミットメントは下がり、企業の競争力は損なわれる。自己の金銭欲を過度に正当化すれば、『不正をしてでも私腹を肥やす』ことへの抵抗感は薄れがちになり、不祥事を誘発する。」<sup>(14)</sup> 東芝は前途多難である。

図表6 東芝の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
年間平均給与	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歳	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

（原注）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。

（注）緒方欽一「12万人社員の最新懐事情」『週刊東洋経済』2022年8月27日号、70頁。

(注)

- (1) Business Journal 編集部 [2022]。
- (2) 「『数年前に東芝がおとなしく、上場廃止を受け入れれば、こんな醜態をさらすことはなかった』。こう語るの、2016～17年の東芝の経営危機に関わったコンサルティング会社の幹部だ」という(千駄木「2021」)。
- (3) 東芝 [2021] 87 頁。
- (4) 藤原 [2022] 51 頁。
- (5) 「日本経済新聞」2022 年 11 月 8 日号ほか。東芝株が買収・非公開化される際、ファンドは JIP などの TOB 提案者に高値で売り抜けることができる。それだけではなく、TOB をしかける側に回る陣営は自己資金だけではなく負債をも利用して LBO をしかけて東芝株を全株買い取り、非公開化し、その後リストラなどで、収益力を改善した東芝株の再上場で資金回収できる。しかし LBO で負債を利用すると、将来その負債の元利返済の負担は東芝従業員に負わせることになる。まさに、ファイナンス論の教科書通りの展開となる。コーポレート・ガバナンス論では、これを「負債の規律」と称しているわけである。これが外圧によって従業員を苦しめるものになるのか、従業員が主体的に負債返済に取り組んで、自立を勝ち取るようになるのか、今後の推移を見守りたい。「買収のために借り入れた額は、最終的に東芝の負債となり、非上場化後のキャッシュフローで返さなければならない。」(東芝問題取材班 [2022])
- (6) 「民間企業 1 社の株主総会への国の関与」が指摘されている(『日本経済新聞』WEB 版 [2021])。また、2021 年 11 月の東芝のガバナンス強化委員会報告書(要約版) 48 頁は、東芝は「経産省に依存しすぎ」と報告している。
- (7) それは西室泰三時代から始まっていた。西室が分社化構想を日経にリークした際、山本副社長が「社内カンパニー制」という代案を具申した際の西室の態度を見て「マスコミに大きく報じさせて、改革しているポーズを取りただけなのではないか」と疑ったという(大鹿康明 [2018] 73 頁)。外面のよさを気にする西室社長の見栄が窺われる。また、傍流出身だった社長がマスコミなど外からの力を利用して権力を強化しようとした面も見られる(同上、76 頁)。
- (8) 「『事ここに至る東芝の転換点を作ったのは 1996 年に社長となった西室泰三(81)です』…東芝の社内改革でも、委員会等設置会社(現在の指名委員会等設置会社)に移行したのは日本企業としては比較的早く 03 年だった。西室はコーポ

レートガバナンス改革に積極的な経営者とみられていた。…だが今振り返ると、西室時代から始まった改革は内実が伴わないものだった。」(安井 [2017] 17 頁)

- (9) 「企業を構成する二つのサブシステム、コーポレート・ガバナンスと人材マネジメントの間には制度的補完性の関係が成立することが指摘できる」といわれている(労働政策研究・研修機構 [2007] 14 頁)。
- (10) 溝上 [2015] 58 頁。なお、松村 [2016-2017] も参照されたい。
- (11) 磯貝 [2022] 46 頁。
- (12) 同上 42 頁。
- (13) 東芝 [2022] 101 頁。
- (14) 田中 [2014] 179 頁。

参考文献

- Business Journal 編集部 [2022] 「東芝、取締役が投資ファンドの利益代弁者たちに牛耳られる」『Business Journal』2022/6/24, <https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/bizjournal/business/bizjournal-bj-303312>。
- 磯貝高行 [2022] 「編集長インタビュー 島田太郎」『日経ビジネス』2022 年 9 月 12 日。
- 大鹿康明 [2018] 「東芝の悲劇」幻冬舎文庫。
- 千駄木穂波 [2021] 「どうなる東芝：買収攻勢へ『バンドラの箱』開く、混乱の起点はメンツ重視の上場維持」nippon.com2021.04.30, <https://www.nippon.com/ja/in-depth/d00707/?pnnum=1#>。
- 田中一弘 [2014] 「『良心』から企業統治を考える——日本的経営の倫理」東洋経済新報社。
- 東芝 [2021] 『2021 年 3 月期東芝有価証券報告書』。
- 東芝 [2022] 『2022 年 3 月期東芝有価証券報告書』。
- 東芝問題取材班 [2022] 「『スクープ』オリックスが東芝に約 3000 億円を出資へ JIP 陣営」『日経ビジネス』WEB 版、2022 年 10 月 21 日, <https://business.nikkei.com/atcl/gen/19/00112/102100117/?P=2>。
- 『日本経済新聞』WEB 版 [2021] 「『東芝総会、国が介入』報告書指摘 経産省は 5 月に否定」、2021 年 6 月 10 日, <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUA10A7F0Q1A610C2000000/>。
- 藤原宏成 [2022] 「同床異夢が続く取締役会」『週刊東洋経済』2022 年 8 月 27 日号。
- 松村勝弘 [2016-2017] 「東芝不正会計事件はなぜ起こったのか」『証券経済学会年報』別冊第 51 号 ([https://www.sess.jp/publish/annual\\_sv/sv\\_51.html](https://www.sess.jp/publish/annual_sv/sv_51.html))。
- 溝上憲文 [2015] 「不正を生んだ人事・評価給」『週刊東洋経済』2015 年 9 月 26 日号。

労働政策研究・研修機構 [2007] 『日本の企業と雇用  
——長期雇用と成果主義のゆくえ』 ([https://  
www.jil.go.jp/institute/project/series/2007/05/  
index.html](https://www.jil.go.jp/institute/project/series/2007/05/index.html))。

安井孝之 [2017] 「男の嫉妬は陰にこもる 東芝崩壊  
を招いた“ダメ社長”たち」『AERA』2017年04  
月17日。



# What Can We See from Toshiba These Days?

## —What Corporate Governance Reform Brought to Toshiba—

Katsuhiro Matsumura  
(Ritsumeikan University)

### Abstract

Toshiba promoted the appointment of outside directors, boosted by the reform of its corporate governance system. The company took in a huge amount of funds from active funds, particularly in the wake of the third-party allocation of shares in 2017, and recruited active fund personnel as outside directors. As a result, Toshiba has taken a shareholder-friendly financial move they like. This paper empirically clarifies this point and considers the future of Toshiba, which continues to be confused.

**Keywords:** Toshiba, corporate governance, active fund, financial policy