

# 松村通信第119号

2021年7月3日  
松村勝弘

## 東芝問題を考える

**東芝議長の再任案否決** 6月25日に行われた東芝の定時株主総会で、会社側提案で再任を求められていた永山治取締役会議長（中外製薬名誉会長）の再任案が否決された。反対比率は56%であったという（『日本経済新聞』年2021年6月29号）。日本の上場企業、それも名門企業の株主総会でこれまでこんなことがあったのだろうか。問題の根は深い。今回はこの東芝問題を取り上げてみたい。

実はこの「松村通信」第87号（2016年9月3日 <http://www.ritsumei.ac.jp/~matumura/tsushin/tushin87.pdf>）でも東芝を取り上げた。そのときはいわゆる不正会計問題の根がどこにあるかを論じたものであった。そこでは当時コーポレート・ガバナンス体制で最先端を行っていた東芝でなぜそのようなことが起こったのかを論じたものであった。今回は東芝がアクティビスト、「物言う株主」に翻弄されているという話である。そのどこに問題があるのかを検討してみたい。あちこちに問題を感じるが論点を絞って論じてみたい。結論を言うと「経営の自主性の欠如」という一言に尽きる。

**この間の経緯と問題の整理** この間の経緯を図表にすると下記の通りである。

東芝のイベント		
年	月	出来事
2015	4	不正会計が発覚
	7	歴代3社長が辞任
	9	特設注意市場銘柄に指定
2016	3	再発防止策をまとめる
	6	綱川氏、室町氏に代わり社長に就任
	12	米原発事業で巨額損失が発覚
2017	8	債務超過で東証2部に降格
	10	特注銘柄指定が解除
	12	海外投資ファンド60社から6000億円受け入れ
2018	4	車谷氏東芝社長に
	6	赤字回避のため半導体メモリー事業を売却
2019	3	1兆円黒字
2020	1	子会社で架空取引が発覚
	3	赤字転落
	7	株主総会でアクティブファンドと対立
2021	3	臨時株主総会で調査委員会立ち上げ
	4	車谷社長辞任・後任に綱川氏
	6	調査委員会報告
	6	株主総会で取締役会議長永山氏再任されず

経営の自主性欠如の原因は概ね次の三つからきているといえるであろう。①名門企業の重みに押しつぶされている、②経済産業省と関係（経営者の官頼み・外為法による官による指導）、③アクティビスト・ファンドからの圧力、である。今回の問題はこれら三つの原因

から生じていると言える。

### 名門企業であるため上場維持策にすぎた

原因の第一に、過去経団連会長などを生み出した名門企業であるため、原発企業ウエスチングハウスの巨額の損失から生ずる債務超過を回避して上場維持を図ろうとしたことが上げられる。そのために、メディカルや半導体という優良部門を切り売りして収益を上げなければならなかった。それで企業全体の収益力低下、体力消耗につながった。

2016年3月期には前年の不正会計の膿を出しきり再出発しようという意図から4832億円の赤字を計上した。メディカルシステムズの売却、白物家電の株式の過半を中国美的集団に譲渡する事を決定する一方ライフスタイル部門でリストラを行うなど構造改革を行ったが大幅な減収となった。

2016年末には米国の原子力子会社ウエスチングハウスでの巨額の損失が明らかになり、2017年3月期には5529億円の債務超過となった。債務超過となったことで東芝は8月1日付で1部から2部に降格された。このまま放置しておく2年連続の債務超過となって上場廃止される可能性が高くなった。2017年12月に海外投資ファンド60社から6000億円を受け入れ、増資を行って債務超過を免れた。今回の東芝混乱の原因は、このとき受け入れたアクティビスト・ファンドからの資金がいわば「毒まんじゅう」だったことによると言えるかもしれない。そのアクティビスト・ファンドで最大の出資をしているのが、今回永山議長再任案否決を先導したシンガポールの投資ファンド「エフィッシモ・キャピタル・マネジメント」だった。

**官依存体質** 2019年（2020年5月8日施行）外為法改正は、今回の東芝問題のもう一つの背景としてあげることができる。改正の目的は「日本経済の健全な発展に寄与する対内直接投資を一層促進するとともに、国の安全等を損なうおそれがある投資に適切に対応していくこと」であるとされたが、その中で「上場会社の取得時事前届出の閾値を10%から1%に引き下げたほか、役員への就任及び指定業種に属する事業の譲渡・廃止について、行為時事前届出を導入」したことが、今回の問題につながっている。2020年総会で東芝株15%超を保有して筆頭株主でもあるエフィッシモは、2020年2月に明らかになった循環取引・架空取引を問題視し、ガバナンス強化を図るべきだとして取締役3人の選任を求める株主提案を行った。これが外為法の「事前審査」に抵触し、経産省の姿勢が問われる事態

となった。改正外為法では、外国投資家が日本の安全保障に関わる事業を手がける国内の上場企業株を一定以上取得する場合、事前の届け出を義務づけ、所管の官庁が審査を行うことになっている。原発その他インフラを手がけている東芝株を保有する外国人投資家が取締役または監査役の選任に関する議案を出した場合事前対象となる。

実はエフィッシモの顧問弁護士がわざとエフィッシモ経営陣の今井氏を取締役候補に含めて経産省に態度表明を迫るという挙に出たわけである。経産省は曖昧な決着を望んでいたもので、態度表明を遅らせた。そして、裏でさまざまな画策をしていたようである。

2020年7月31日の株主総会では、会社側提案の取締役が承認され、エフィッシモ提案の取締役3名、もう一つのファンドである3Dの提案する取締役2名は否決された。会社側提案が承認されたとはいえ、とりわけ社長の車谷氏への賛成票は57.96%と低いものであった。2019年3月末時点の海外投資家の株式保有比率は69.82%であったから、彼らの投票によっては否決されかねない危うい薄氷を踏む想いの投票結果だったと言える。

このときの株主総会前に東芝経営陣と経産省との間での画策があったのではないかと思ったエフィッシモが臨時株主総会の開催を要求し、2021年3月に開かれた臨時株主総会で、エフィッシモの息のかかった弁護士による調査委員会が立ち上げられ、その調査委員会報告は21年6月10日に発表された。その調査委員会報告書では、東芝経営陣と経産省との詳細なやりとりが白日の下にさらされる事になった。

車谷社長は、三井住友フィナンシャルグループ副社長三井住友銀行副頭取を経て英CVCキャピタル・パートナーズ日本法人会長に転じ、東芝が東証一部から二部に降格させられた時である2018年4月に会長(20年4月より社長)兼CEOとして「再建人」の白羽の矢が立ったという。そして「着任後はさっそく財務再建策に着手し、海外原子力事業からの撤退、半導体事業(現キオクシアHD)一部売却による2兆円の資金調達、白物家電およびパソコン部門の売却。2000年3月期には営業利益で前期の約4倍となる1305億円を計上し、21年1月に同社念願であった3年半ぶりの東証一部復帰を果たした」(大関暁夫「所詮はバンカー経営者 東芝・車谷前社長はなぜ引き際を誤ったのか?」2021年5月12日J-CAST会社ウォッチ <https://www.j-cast.com/kaisha/2021/05/12411147.html?p=all>) やり手であった。

エフィッシモ主導で調査委員会が立ち上がって、不利になるとみた車谷社長と、同じくCVC顧問でもある東芝社外取締役の藤森氏とともに、古巣である英投資ファンドCVCキャピタル・パートナーズによる東芝買収提案(東芝株全株を買い取り、非公開化し、「物言う

株主」の影響を受けない経営体制への移行を支援すると同時に、車谷氏を含む現経営陣の維持)に乗った。だが20年4月に社長となって権限が集中していた車谷氏への社内の反発から東芝社長を事実上解任されることになってしまった。21年4月14日車谷氏は東芝取締役代表執行役社長兼最高経営責任者(CEO)を辞任した。

**2021年株主総会** 車谷氏の辞任を受けて、社長に復帰した綱川氏であったが、東芝混迷は収まりそうにない。4月19日にはCVCの買収提案は撤回されたが、6月10日には、臨時株主総会で任命された弁護士たちによる調査報告書が公表され、東芝経営陣と経産省との内々のやりとりが表沙汰になった。多くの株主がこれを読んで、東芝経営陣への反発を強めたと思われる。なにより、外部弁護士による調査委員会に先立ち、東芝の監査委員会の調査報告書が2月17日に取締役会に提出されていたがそこでは問題なしとされていたこともあって、株主の反発を招いた。21年総会で東芝経営陣から提案されていた取締役候補の中から、当時の監査委員会委員長の太

低賛成比率が相次いだ(敬称略)		賛成比率
綱川智社長兼CEO	再任	77.96(90.96)
嵐沢守副社長	新任	66(-)
永山治		
取締役会議長、中外製薬名誉会長	否決	44(98)
ポール・プロフ会計事務所出身	再任	88(77)
ワイズマン広田織子	再任	56(77)
投資会社出身		
ジェリー・ブラックイオン顧問	再任	78(77)
レイモンド・ゼイジ	再任	88(70)
投資ファンド出身		
役員 総引万里子元名古屋高経長官	新任	77(-)
ジョージ・オルコット	新任	68(-)
投資銀行出身		
橋本勝則元デューポン副社長	辞任	77(-)
小林伸行公認会計士	否決	25(86)

(注)カッコ内は20年総会での賛成比率  
(備考)『日本経済新聞』2021年6月29日号より

田氏と委員の山内氏を外したが、株主総会で、もう一人の監査委員であった小林氏と全体のトップである永山取締役会議長が責任を問われる形で否決された。結論を急ごう。この間の動きを見てみると、経営者の当事者能力の欠如が目につく。名門企業の名に押しつぶされそうになっている経営陣、官庁の動向に左右される経営陣、外部株主に振り回されている経営陣、コーポレートガバナンスについて、年来、とりわけ近年経営者の主体性こそが重要であると主張している私から見ると、何をしているんだと言いたくなる。早稲田大学の上村達男名誉教授が指摘するように「日本はファンドのやりたい放題の状況」(小原擁「日本が『ファンドの遊び場』に 東芝問題で露呈した法制度の不備」2021.4.28 日経ビジネス 電子版 <https://business.nikkei.com/atcl/NBD/19/depth/01050/>) だ。いまや、経営者の主体性を取り戻すことが、先決であると感じる。

**HP, FBを見て下さい。又何でも意見を。**  
 皆様のご意見を歓迎します。HP (<http://www.ritsumei.ac.jp/~matumura/>) もご覧下さい。  
**フェイスブック**もやってます。また、メールで意見交換しましょう。メールをよこして下さい ([matumura@mba.ritsumei.ac.jp](mailto:matumura@mba.ritsumei.ac.jp))。