

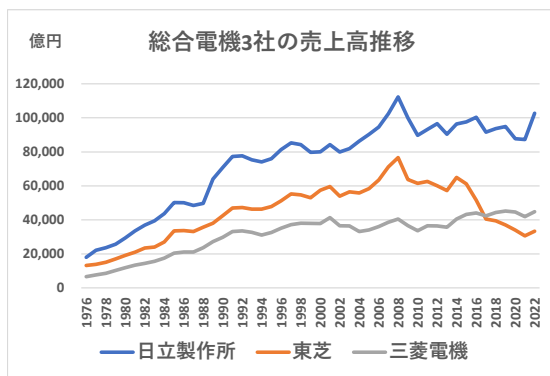
# 松村通信第 1 2 9 号

2022 年 6 月 19 日

松村勝弘

## 最近の東芝を見ていて

**東芝の混迷** 東芝というと、私などの年代は「サザエさん」を思い出します。日曜午後 6 時半に放送されていたのを思い出します。そして同じ日曜日午後 9 時からは「東芝日曜劇場」というのもありました。そんなこともあって身近な企業でした。当社は日立製作所、三菱電機と並んで総合電機メーカーとしてよく知られています。発電などの産業用機器といった重電部門と家電など軽電部門の両方を手がけているので総合電機メーカーというわけです。



東芝は、上図からわかるように、2015 年の不正会計問題以前は、総合電機第二位ではありましたが、石坂泰三、土光敏夫という 2 人のトップが経団連会長、いわゆる財界総理を務めたという名門企業です。経団連会長は 15 代にわたっていますが、一企業から二人も出しているのは新日本製鐵三人、トヨタ自動車二人の三社だけです。いかに名門意識が高いかがうかがい知れます。総合電機三社の社風を表した言葉があります。昔から総合電機メーカー 3 社を比較して、「野武士」の日立製作所、「殿様」の三菱電機、「お公家さん」の東芝と評されていました。考えて見ますと、私のゼミの卒業生を見てもそうですが、日立に入っていますが、東芝や三菱には行っていません。やはり立命は野武士なんですね。

ところが最近、東芝に関してはよい話が聞

こえてきません。2015 年には不正会計が問題となり、2016 年には原発子会社の巨額の損失が発覚し、赤字回避のために東芝メディカルを 6600 億円で売却し、2018 年には虎の子の東芝メモリを約 2 兆円で売却しました。

2022 年 5 月 14 日の日本経済新聞に「東芝、取締役候補出せず 公表延期 企業統治の混乱続く」という記事が掲載されていました。東芝はここ数年決算発表の遅れなどが相次いでおり、混乱していることがよくわかります。そしてやっと 2 週間遅れで取締役候補が発表されましたが、混乱はなお続きそうです。

**アクティビスト** 東芝は 6 月の総会に諮る取締役候補者をようやく決めたが、取締役候補者 13 人中 6 人がアクティビスト（物言う株主）関係者だった。これに対してバランスを欠くと一部社外取締役が批判していることが報じられました。他方、「東芝が 28 日に開催する定時株主総会を巡り、米議決権行使助言会社大手のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（ISS）とグラスルイスが、会社提案の取締役候補全 13 人の選任に『賛成』を推奨したことがわかった。候補者には物言う株主（アクティビスト）の投資ファンド幹部 2 人が含まれ、東芝は社外取締役で指名委員会委員の綿引万里子氏（元名古屋高裁長官、弁護士）が 2 人を候補とすることに反対したと招集通知に注記していた。」（『日本経済新聞』2022 年 6 月 14 日号）今年の株主総会も混乱するかもしれない。

アクティビストは東芝株の非公開化を求めています。アクティビスト出身の東芝取締役の矛盾した行動が下記のように報じられました。「東芝の社外取締役で指名委員会の委員長を務めるレイモンド・ゼイジ氏は 17 日、東芝が [3 月] 24 日に開く臨時株主総会で諮る株主提案に、株主として賛成すると明らかにした。株主提案は株式の非公開化などを積極検討するよう求めるもので、東芝は会社として反対を表明している。会社の方針決定に関わった取締役が逆の意思を表明する異

例の状況になっている。」(『日本経済新聞』2022年3月18日号) 綿引氏の反対理由もその辺りにありそうです。アクティビストは非公開化で売り抜けて儲けようとしているのでしょう。

**アクティビストに何ができるか** アクティビスト＝物言う株主とは、要は投資家です。投資家・株主はリターンを得ることを狙っています。リターンとは配当金と株式の値上がり益を指しますが、何といても値上がり益を狙っています。もちろん企業収益が高まれば、株価も上昇し(本来的な企業価値向上)、値上がり益が手にはいります。でも、アクティビストはそんな悠長なことで満足しません。手取り早く株価が上がることを狙っています。売った買ったで儲けようとしています。彼らこそ株主資本主義の立役者です。

じつは、私もMBA修了生の話に乗っかって、中小企業の事業再生により、企業価値向上を目指す会社に出資したことがあります。彼は財務では辣腕を振るうことはできますが、会社の現場での企業価値向上は上手でないのを見て知りました。従業員の自発性を重視し、彼ら彼女らの心からの創意工夫を引き出すことが必要なのに、それが下手なのを知りました。要は短期決戦は得意だけれども、時間をかけてじっくり構えるのが苦手だと見ました。その経験からもファンドに本来的な企業価値向上を期待できないと思っています。学者やファンドは成果主義のような「理屈」しか知らないと思います。生々しい従業員の実態を踏まえた、時間をかけた経営改善が彼らにはできないと思っています。ファンド投資家と社内の技術者とでは時間軸がちがいます。東芝でもそうなっていると思っています。

この5月末、アクティビスト KKR が主導して非公開化し企業再生を図っていた、かつて日産と関係があったマレリが KKR の手に負えなくなって私的整理をせざるを得なくなったいわゆるマレリショックが起きました。「東芝は非公開化によって、短期的な利益を求めるアクティビストとの対立構造に終止符を打てる。だが、東芝の将来像や成長性がはっきりしないにもかかわらず、外部ファンドなどによる買収、非公開化ありきで突き

進むことが長期的に見て再建につながるのか。疑問は尽きない」といわれています(岡田達也「東芝の非公開化に影落とす KKR の『マレリショック』」『日経ビジネスオンライン』2022.05.30、<https://business.nikkei.com/atcl/gen/19/00112/052600078/1P=2>)。

**経営者の主体性喪失** ここに至るまでの東芝経営をめぐる経緯を整理しておこう。第一は2015年の会計不正の発覚とその後の混乱です。第二が米原子力子会社における巨額損失の発覚です。第三がその結果生じた債務超過→上場廃止を恐れた経営陣がファンドから資金を取り入れたことです。その結果が今日の東芝経営陣の主体性喪失です。「力を持つ投資家が利益を要求するとき、現代のCEOはほとんどが従う」(ジェイク・ローゼンフェルド 川添節子訳『給料はあなたの価値なのか 賃金と経済にまつわる神話を解く』みすず書房、2022年2月、221頁)とはよくいったものです。

ここ数年の東芝経営陣の混迷ぶりをみてみると、彼らは主体的な経営行動を取れていないことがわかります。その根は深いと思っています。すでに1996年に西室泰三氏が社長に選ばれてから、彼はその顔を社内より外、とりわけ株主に向けて、カンパニー制採用、委員会等設置会社への移行、執行役員制採用と矢継ぎ早に、いわゆるコーポレート・ガバナンスの優等生ぶりを発揮して、社内での権力強化に邁進しました。社外の力を利用して社内での権力を奪取・強化したのです。その後継のトップの多くがその影響を受けました。その結果が不正会計事件であり、ファンドからの資金導入であったと思います。東芝経営陣は現場をわかっていないのだと思います。株主・投資家の歓心を買おうとして分社化や売却、そしてリストラを行い、現場は疲弊しています。従業員に支えられていないから社外の投資家の要求に立ち向かうことができているのだらうと思います。混迷は当分続きそうです。6月28日の株主総会など今後もフォローしていきたいと思っています。

**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))。