

松村通信第 1 3 1 号

2022 年 8 月 5 日

松村勝弘

東芝はどうか？

しゃぶりつくされるのか 東芝が海外のアクティブファンドに翻弄されていることはご周知のところである。コーポレート・ガバナンス優等生といわれた東芝がことここにいたった構造的原因は何だったのか、明らかにしなければならないと思う。今ここですべてを論じ尽くすわけには行かないが、さし当たりコーポレート・ガバナンスを唱道したのが外国人機関投資家であったことは間違いない。彼らが「善意」でそれを主張したと考えるのは甘い。「感情もなく合理的な金融市場の見えざる手が粛々と資本効率性を追求する」のは当然で、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)。まさに今、東芝は彼らの手によって骨の髄までしゃぶり尽くされそうになっているといえるのではなかろうか。

実際、2003-2022 年という 20 年間の東芝の増資などによる投資家から会社への資金提供は合計 9,058 億円であるが、この間の配当金合計 5,969 億円、それに市場を通じた株主還元である自己株式の取得による支出額合計は 8,066 億円、したがって、配当+自己株式による株主還元合計額、つまり会社から投資家への還元額は 1 兆 4,036 億円となっており、4,977 億円、約 5 千億円の流出過多となっているのである。東芝は投資家から資金を得ているのではなく、それだけ投資家に資金を提供しているのである(下記参照)。

株式の発行による収入	905,879
配当金の支払金額	△ 596,984
自己株式の取得による支出	△ 806,627
合計(マイナスは払出超過)	△ 497,732

2022 年 5 月 13 日の東芝のリリース「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」によると、「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」という。適正資本の「計算」は示されているが、具体的ではない。それでも 700 億円の特別配当を行うという。

	配当金のみ	自己株考慮
東芝	4.30%	13.73%
三菱電機	2.88%	2.90%
富士電機	2.61%	2.62%
日立製作所	2.23%	2.43%

左表は電機 4 社の対自己資本株主還元率である。東芝が飛び抜けて高いことがわかる。

	総資本営業利益率	総資本回転率	売上高営業利益率
三菱電機	6.41%	1.04	6.13%
日立製作所	5.36%	0.87	6.25%
富士電機	5.06%	0.94	5.43%
東芝	1.59%	0.92	1.65%

しかも左表からわかるとおり、利益率は 4 社中最悪である。それでも、株主に還元しよう

というのである。他方で不正会計の後「東芝は深刻な経営危機に直面した。危機を脱するため、『新性東芝アクションプラン』と名付けたリストラを実施する。その柱は早期退職募集を中心とする 1 万人にのぼる人員整理だった。」(今沢[2016]38 頁)

東芝とアクティブファンド 東芝を巡る経緯について次頁図表が参考になるだろう。

最近の東芝問題の初発は、2015 年に発覚した不正会計問題であることは間違いない。さらにその後 2016 年には米原発子会社ウェスチングハウスの巨額の損失が発覚した。米原発事業で 1 兆円を超す損失計上を迫られていた東芝は、損失を確定して計上すれば債務超過となる。債務超過(17 年 3 月末現在 5529 億円)による上場廃止が懸念されていた。この

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、物言う株主が引き受け手に
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。

上場廃止をなんとかしてでも回避しなければならないと考え、2017年に東芝の半導体メモリ事業を分社化して設立され、2兆円の事業価値があると目されていた東芝メモリ（現キオクシア）を売却して売却益を計上し債務超過を回避しようとした。だが、各国の独占禁止法の審査に6～9カ月要するため、売却が遅れる可能性もあった（日本経済新聞[2017a][2017b]）。

アクティブファンド資金の受け入れ 債務超過を回避し上場維持を図るために、2017年6000億円の増資を決議(11月)・実施(12月)した。その増資に応じたのはエフィシモ・キャピタル・マネジメント、米エリオット・マネジメントといったファンドであった。最終的には「米投資ファンドのベインキャピタルや韓国半導体のSKハイニックスの連合に売却した。」(川崎[2021]) 彼らファンド・海外投資家しか増資に応じてくれなかったわけである*。

*下記記事のように、ファンドを好意的に見る傾向が出てきていることは認識しておくべきだろう。「『物言う株主』がほぼ『敵対的』と見なされてきたのはすでに過去のことだ。企業と投資家の関係は変わってきている。その流れを一気に加速したのが15年から適用されるようになった企業統治指針(コーポレートガバナンス・コード)だ。企業価値の向上施策や株主還元の考え方について、上場企業は株主に対するより明確な説明が求められるようになってきている。」(川上「2015」)

2018年3月期有価証券報告書により、東芝における増資経緯を詳しく見ると、「当社は、機動的かつ迅速な経営判断体制の

整備及び資金調達手段の拡充を通じてメモリ事業の更なる成長を図るため、ベインキャピタル社を軸とする企業コンソーシアムにより組成される買収目的会社である株式会社Pangea(以下「譲受会社」という。)に対して、当社の連結子会社である東芝メモリ(株)(以下「TMC」という。)の全株式を譲渡する旨の株式譲渡契約を譲受会社と締結……2018年6月1日に、譲渡完了……。本件譲渡価格は約2兆3億円であり、譲渡にかかる売却益は約9,700億円となる……。また、当社は譲受会社へ再出資(3,505億円)を実施し……。これにより当社の実質的な出資持分比率は40.2%となり、譲受会社及びTMCは持分法適用会社となる」(160頁)という。

増資当初から「企業経営者との交渉に手慣れたファンドがどのような要求をしてくるのか。物言う株主は30～40%のリターンを要求することが多い。東芝がまとめる新計画に納得せず、一層のリストラや改革、株主還元を求める可能性がある。綱川智社長は今年[2018年]も厳しいかじ取りを迫られそうだ」(安原[2018])と懸念されていたが、果たしてそれが今や現実となりつつある。

株主総会を巡る混乱 東芝では株主総会を巡る混乱が続いている。2022年6月28日に行われた株主総会だが、その前段階ですでに、混乱の兆しはあった。2021年5月、東芝は戦略委員会の設置を公表した。「永山治氏(中外製薬名誉会長)が議長を務める取締役会で設置が決議された。だが永山氏は同年6月定時総会で再任案が否決される。」(矢尾・広井[2022a])じつは、「戦略委は当初、執行部が提案する事業・財務戦略を検証し、取締役会に推奨する補佐的機能を想定した。委員長には永山が就く予定だった。」(矢尾・広井[2022b])2021年6月の株主総会では永山氏が否決され、かつ社外取締役から選任予定の議長には暫定的に社内の綱川氏が選ばれた。しかも否決、撤回、辞任で当初提案より5人少ない8人の取締役体制となった。次頁図表の通りである。

しかも、戦略委員会からは否決された永山氏が外れ、社外取締役5人が選ばれた。そして「戦略委5人のうち4人が東芝がアクティビスト(もの言う株主)との協議を経て受け入

れた社外取締役が占めることとなり、活動範囲を拡大する。従来は『事業戦略についての執行部からの提案の検証や、取締役会に対する推奨』だったのが、『将来に向けた事業計画を策定する』こととなった。」(八尾・広井[2022a]) 社外役員ばかりの戦略委員会で、確かに社内の経営執行部と協議して決めるとはいえ、このような経営戦略の中核的部分を決定できるのか疑問なしとしない。実際戦略委を中心に提案された三分割案(21年11月)はその後二分割案に変更され(22年2月)、それも3月に行われた臨時株主総会で否決され、ファンドがいったん全株を取得して、非上場・非公開化するという方向に進みつつある。

東芝の取締役は当初案から5人減った(敬称略)		委員会			戦略委
		指名	監査	報酬	
綱川智 社長兼CEO	再任				
畠沢守 副社長	新任				
永山治 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・セイジ 投資ファンド出身	再任	◎			○
綱引万里子 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 辞任				
橋本勝則 元テコポン副社長	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				

日本経済新聞[2021]および東芝発表資料により作成。

株主還元による収益力の低下懸念 東芝はファンドに配慮して株主還元をしているが、それが東芝の企業維持・将来収益力の維持にマイナスになるのではないかと懸念されている。すなわち「東芝が独自の財務規律『適正資本水準』に基づく資本の再配分を始めた。アクティビスト(物言う株主)の要求に応える余剰資本の還元は、戦略投資の制約でもある。」(八尾[2021]) 東芝は「適正資本水準は取締役会が定期的に検証。従来通り、適正資本を超過する部分は株主還元の対象とする」(東芝[2021])としているが、戦略委員会による「分割の見直しや売却で浮いたり得たりした資金は株主還元や成長投資に投じる。株主還元

今後2年間で3000億円を充てる。従来よりも2000億円の増額となる。」(日本経済新聞[2022]) 戦略委の提案は「会社を分割すれば、株主にとって株式が2つに分かれ、1+1が2以上になる可能性がある、さらに事業売却によって大胆な株主還元を踏み込むという、モノ言う株主への配慮が強くにじむ内容でした。……3月24日の臨時株主総会。……会場に集まった多くは一般の個人株主。ふだんは意見を表明することがない彼らがどんな考えを持っているか注目されました。／すると、モノ言う株主とは全く異なる視点から、会社の戦略に反対の意見が挙がりました。……

『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』

いずれもモノ言う株主とは真逆の意見です。さらに社外取締役が経営の重要な意思決定を行うことに対する批判の声も挙がりました。……『このような事態になったのは社外取締役がきちんと仕事をしていないからではないか。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』

採決の結果、会社の提案[分割案]は4割足らずの賛成しか得られず、大差で否決されました。『株主価値の向上』を目的に策定された戦略は、モノ言う株主にも、そして一般の株主にも支持されなかったのです。」(嶋井[2022])

株主還元により将来の収益力が低下することは長期的保有により安定配当を求める一般株主には望ましくないと考えられたわけである。

経営の視点はどこへ行った? 「東芝が採用する『指名委員会等設置会社』では本来、執行が会社の業務を担い、取締役はそれを監督する。戦略委は監督のはずの社外取締役が事業計画まで策定した。」(矢尾・広井[2022b]) 一体東芝の経営の視点はどこにあるのか。経営者の主体性が一向に見えてこない。経営者は株主のほうばかりを向いていて経営の現場を見ていない。株式の非上場化のために東芝株を全株一括買い取りすると表明したベインキャピタルの杉本氏も東芝経営陣に対して「ガバナンス(企業統治)の問題でなかなか事業の

方に時間が取れていない。大変かわいそうだと思っている」と言っているほどである（大辺[2022]）。東芝経営陣は経営行動に注力できていないわけである。欧米でも少し前からアクティビスト（物言う株主）の行動に疑問が提起されているのである。すなわち「近年、欧米ではアクティビスト（物言う株主）資本主義、四半期資本主義といった市場や企業のショートターミズム（短期志向）をいかに克服するかという議論が展開されている。」（加賀谷[2015]）

欧米でも株主主導の経営には疑問が提起されているのである。「株主アクティビズム、すなわちアクティビスト株主が対象会社の株式のブロックを取得し、会社の経営方針を変更するよう圧力をかける現象が増加し、その結果、日本企業を含む世界中の企業に求められていた組織改革が促進され、株主のリターンは増加した。しかし、株主のリターンの増加は、企業の長期的な成果と株主利益を超えたステークホルダーの利益を犠牲にしてもたらされたものであるとの見方もある。」（コリン・メイヤー[2021]vii頁）

「見方もある」どころか、従業員などステークホルダーの犠牲のうえに株主利益の増加が図られた。まさに「物言う株主の行動こそまさに取締役の行動に最も影響力をおよぼす」（同上 209頁）。経営陣の行動は彼らに制約され、自由な意思決定ができない（同上 309頁）。ここ東芝でもそうである。

東芝はどこへ向かうのだろうか。「株式会社を株主主権論から解放することによって、現代社会における株式会社の役割に関する新たな探究の時代の到来が予感される。」（同上 423頁）

・スズキ トモ[2022]『「新しい資本主義」のアカウンティング「利益」に囚われた成熟経済社会のアポリア』中央経済社。

・今沢真[2016]「東芝 終わりになき危機」毎日新聞出版。

・日本経済新聞[2017a]「東芝、上場廃止回避を優先、WD、先端半導体確保に焦り」『日本経済新聞』2017年8月30日号。

・日本経済新聞[2017b]「東芝、6000億円増資決議、債務超過回避、上場維持へ」『日本経済新聞』2017年11月20日号。

・川崎健「2021」「東芝買収、もろ刃の官頼み、CVC・政府系の連携想定」『日本経済新聞』2021年4月10日号。

・川上梓[2015]「帰ってきた『物言う株主』、村上氏提案を黒田電気が否決、企業統治元年、対話力の重み増す（ビジネスTODAY）」『日本経済新聞』2015年8月22日号。

・安原和枝[2018]「2018企業どう動く（上）つかめワンチャンス——東芝、動く「物言う株主」、ノーに戦々恐々」『日本経済新聞』2018年1月1日号。

・矢尾隆行、広井洋一郎[2022a]「東芝再編、空転の1年、分割主導の社外取が特別委に、非公開化検討に影響も、信頼回復なお未知数。」『日本経済新聞』2022年4月9日号。

・矢尾隆行、広井洋一郎[2022b]「東芝空転の1年（上）統治混乱、定まらぬ針路 事業計画、社外取が握る 新議長、執行と歩調意欲」『日本経済新聞』2022年6月30日号。

・日本経済新聞[2021]「東芝、統治改革の要欠く、後任探し難航必至、永山氏再任否決、取締役1人、選任後に辞任」『日本経済新聞』2021年6月26日号。

・日本経済新聞[2022]「東芝、株主還元躍起、中長期の成長見えず、来月の臨時総会が焦点に。」『日本経済新聞』2022年2月8日号。

・嶋井健太[2022]「東芝 “分割中断” その先に何が？」『NHKWEB ビジネス特集』2022年4月8日、<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20220408/k10013572911000.html>。

・矢尾隆行[2021]「東芝、戦略投資に制約、「適正資本」導入、1500億円株主還元、成長と両立、打ち出せるか」『日本経済新聞』2021年9月23日号。

・東芝[2021]「東芝グループの株主価値最大化に向けて」<https://kabuyoho.jp/discloseDetail?rid=20210301471708&pid=140120210301471708>

・大辺暢[2022]「ペイン日本代表、東芝に買収提案検討『切り売り考えず』」『日経 WEB 版』2022年4月19日、<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUC192J20Z10C22A4000000/?unlock=1>。

・加賀谷哲之[2015]「企業統治何が必要か（中）——経営改革、投資家の視点で（経済教室）」『日本経済新聞』2015年9月4日号。

・コリン・メイヤー、宮島英昭監訳[2021]『株式会社規範のコペルニクスの転回』東洋経済新報社、2021年。

HP, FBを見て下さい。又何でも意見を。皆さん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います。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)。