

## なぜ監査委員は再選されなかったのか—東芝 2021年6月総会顛末

※ 本稿は筆者個人の意見を記したものであり、一般社団法人 監査懇話会の公式な見解とは必ずしも一致しません。

2021年6月25日東芝の定時株主総会の取締役選任議案は、当初会社が用意した13名の内、監査委員長だったO氏と監査委員のY氏の2名が最終段階で候補から外され、残った11名の内、取締役会議長のN氏と監査委員のK氏が否決された。つまり、監査委員候補者3名が否決ないし直前に候補から外されたのである。

実は、2021年4月15日には、社長兼CEOのKU氏が辞任している。アクティビスト（物言う株主）（注1）との対立が深まったためとされている。代わりに会長だったTU氏が当面社長兼CEOに就任し、取締役会議長N氏の後任も兼ねた。監査委員は新たに社外取締役の3名が就任した。

2021年6月10日、大株主のエフィッシモ（注2）が推薦する3名の弁護士が、2021年3月18日に開催された臨時株主総会の決議（注3）に基づき調査し「前年の2020年7月31日開催の定時株主総会が公正に運営されたか否か」の調査報告書（A報告書という）が公表された。この報告書によると、「東芝は、株主であるエフィッシモ、3D（注4）及びハーバード・マネジメント・カンパニー（以下HMCと称す）（注5）に対し、不当な影響を与えることにより本定時株主総会にかかる株主の株主提案権や議決権の行使を事実上妨げようと画策したものと認められ・・・本件調査者は、本定時株主総会が公正に運営されたものとは言えないと思料する」（2021年6月10日 調査報告書120ページ）と結論付けた。

これに対応して、2021年6月21日、かねて2021年2月17日に東芝の監査委員会が作成していた「エフィッシモによる株主総会招集請求にかかる監査委員会の見解書」およびその根拠となったNA法律事務所作成の「調査報告書」（B報告書という）を公表した（注6）。

「経産省参与のM氏（注7）がHMCに対して、本件株主総会（2020年7月31日）における議決権行使に関して不当な圧力を掛けていたことを窺わせるものはなく、また、東芝がM氏をして不当な圧力を掛けさせようとするなどして不当な干渉に関与したことは認められなかった」（2021年2月17日調査報告書12ページ）としている。

A報告書は株主とともに会社にも大きな影響を与え、上記のような2021年6月25日の定時株主総会での結論となった。会社は2021年8月6日、2020年7月31日開催の定時株主総会が「公正に運営されたか否か」を再調査すると発表した。

同じ対象の株主総会についての調査で、監査委員会のどこに問題があったのだろうか。

なお、再調査の結果は2021年10月にまとまるとのこと、その結果については、またこの事件簿で紹介したい。

（注1）狙いをつけた企業の株式を取得し、キャッシュの株主還元や収益改善を要求して株価上昇を目論む。世界のアクティビストファンドは過去3年間で年率15%以上のリターンを上げた。いまや世界のアクティビストの保有株の約1割が日本株とみられる。きっかけは、第2次安倍政権下で策定されたコーポレートガバナンス・コードでの「株主の権利の確保」「株主との対話」、さらに2014年策定のスチュ

ワードシップ・コードで機関投資家の企業統治を監視する責任の明確化である。アクティビストに狙われる企業は、少なからず過去の成功にとらわれ、稼いだキャッシュを抱えたまま事業モデルが色あせていることが多い。（「気がつけばアクティビスト天国」（2021.6.21日経新聞））。

東芝は2期連続の債務超過を回避するために2017年末に6,000億円の増資を決定、海外の投資家から資本調達、この中のアクティビストとの対立が先鋭化。2021年3月末で東芝の株主は半数が外国人。内アクティビストは20%（2021.6.25日経新聞）

（注2）エフィッシモ・キャピタル・マネジメント シンガポール籍の投資家。ただし、構成員のほとんどは日本人である。本定時株主総会時（2020.7.31）における議決権の15.46%を保有していた。村上ファンドの出身者が立ち上げた。

（注3）会社法316条（株主総会に提出された資料等の調査）の2項 第297条の規定（株主による招集の請求）により招集された株主総会においては、その決議によって、株式会社の業務及び財産の状況を調査する者を選任することができる。

（注4）3D・インベストメント・パートナーズ シンガポール籍の外国投資家。構成員のほとんどは日本人である。本定時株主総会時における議決権の4.13%を保有していた。

（注5）ハーバード・マネジメント・カンパニー（HMC）。ハーバード大学の基金。本定時株主総会時（2020.7.31）における議決権の4.43%を保有していた。ただし、2021年4月、HMCは東芝株を3Dに売却した。

（注6）東芝は、「行政当局の公務の執行状況を含む第三者の行為に関して言及がなされているため、これまで開示していなかった」としていたが、A報告書を受領、そのなかに行政当局の公務の執行状況を含む第三者の行為について言及がなされており、当社が公表しない理由がなくなったので公表する。

（2021.6.21法律事務所作成の調査報告書及び監査委員会作成の見解書の開示）

（注7）M氏はハーバード大学のフェローとしてHMCとも接点がある人物として経産省からその名前が挙げられた。

## 1. 2020年7月31日定時株主総会での攻防

では、2020年7月31日の定時株主総会に戻ってみよう。

エフィッシモは、2020年1月に開示された東芝ITサービスの架空・循環取引に強い関心を持ち、3名の取締役選任議案提出とKU氏の選任議案に反対を投じる旨の意向であった。

3Dは、東芝の最大の問題点は「コングロマリット・ディスカウント」であり、多様な事業で資本コスト以下の投下資本利益率の投資が行われていると指摘し、取締役2名の選任を提案した。

これに対して東芝は、経産省に、複数の外国投資家によって同時期に重複した提案がなされ、かつ当該提案は総体としてコア業種を含む事業の継続的安定的実施に影響を与え、又は事業譲渡につながるものであることなどを理由として、外為法55条の8（注8）に基づく調査による事実関係の確認などを含む適切な措置を求める旨の「申入書」を提出した。

（注8）外為法55条の8（その他の報告）この法律で別に規定するもののほか、主務大臣は、この法律の目的を達成するため必要な限度において、政令で定めるところにより、この法律の適用を受ける取引、行為若しくは支払等を行い、若しくは行った者又は関係人に対し、当該取引、行為又は支払等の内容その他当該取引、行為又は支払等に関連する事項についての報告を求めることができる。

この申入書を受けて、経産省はエフィッシモ等のアクティビストに圧力を掛けて、株主

の議決権行使を制限したと A 報告書の作成者は分析している。しかし、エフィッシモ及び 3 D は取締役候補を議案提出することは止めなかった。

問題は、HMC がどう出るかであった。経産省は HMC との交渉役として参与の M 氏を立てて交渉させた。結果、HMC は権利行使を断念した。2020 年株主総会后、その M 氏と東芝の関係が問題となり、東芝の監査委員会が法律事務所を起用して調査を行い、東芝は、M 氏に接触することはしていないという結論を出したということである。

## 2. エフィッシモ調査報告書 (A) と監査委員会調査報告書 (B) の違い

A 報告書は、全部で 121 ページ、内 HMC の議決権行使に係る圧力問題として 11 ページにわたって東芝、経産省及び経産省参与 M 氏のやり取りの詳細が書かれている。そのほか『圧力問題』に関する本定時株主総会終結後の動き」の中に HMC に関する記載が 5 ページほど載っており、このほか、エフィッシモ及び 3 D その他の株主についての議決権行使に対する圧力問題について、関連事項を含め、やりとりの詳細が書かれている。

そして、次のような結論に至った。

「特に（2020 年 7 月 31 日開催予定の定時株主総会を 5 日後に控えた）7 月 26 日夜の協議にあたっては、HMC の投票に関する具体的な意向を把握し、それが東芝の経営陣にとって不都合であるために、議決権をすべて行使しないことを選択肢に含む形で、東芝の要望どおりに変更させることを意図して、経産省といわば一体となって、具体的には（経産省の）K1 課長を介して経産省参与の地位にある M 氏に対して HMC との交渉を行うことを事実上依頼したことは不当な影響により株主の権利行使を事実上妨げることを画策したものと見え、コーポレートガバナンス・コードの規定なども考慮すれば、本定時株主総会は公正に運営されたものとは言えないと思料する。」

一方、B 報告書は、東芝の監査委員会の見解書を含め全部で 17 ページ、内「HMC・東芝間の本件株主総会前のコミュニケーション状況」については 4 ページ、その他調査方法及び監査委員会の見解 4 ページである。結果的に、東芝と HMC 間の面談は HMC に拒絶され、レターのやり取りが 2、3 度往復したと記されている。そして、M 氏に関しては次のように述べている。

「HMC の件に関し、東芝は、M 氏との間で直接的にやり取りをするコミュニケーションチャンネルを有さず、M 氏の行動や M 氏と HMC との間のやり取りについては、経産省から断片的に情報を得るのみであったことが窺われ、東芝は M 氏と直接的なコミュニケーションを行っていないと考えられる。」

そして次のように結論付けた。

「しかしながら、経産省と東芝との間のやり取りにおいても、依頼、仲介、協議等が行われたことを示す証拠は見当たらなかった。・本件調査において確認した証拠の限りにおいて M 氏から HMC に対する何らかの圧力行使があったことを窺わせるものもなく、そうした行為があったと東芝が認識していたことを窺わせるものもなかった。」

なお、エフィッシモと 3 D についてのやり取りは書かれていない。

## 3. 報告書の情報源

A 報告書は東芝役員・社員計 7 人のメールなど電子ファイル約 78 万件を対象としデジタルフォレンジックや幹部ら 9 人への聞き取りを行った。

B 報告書は、東芝監査役会は、外部の法律事務所を起用し、東芝幹部 3 人への聞き取りやメール 3 万件などから調査した。

#### 4. 報告書を受け取った側の反応

A 報告書についてエフィッシモは、「株主総会の公正な運営は、株式会社制度の根幹をなすもので、東芝において根幹を揺るがしかねない問題が生じていることに、強い危機感を有する。コーポレート・ガバナンスの抜本的な改善を行い、株主に対する説明責任及び結果責任を果たしていくべきだと考える」との声明を発表した（2021.6.18 日経新聞）。

B 報告書について、取締役会議長 N 氏（2021 年 6 月定時株主総会において取締役候補として否決）は「取締役会にも提示されており拝見していた。当時は内容に疑問を感じる必要性はあまり感じず、妥当であると認めた」と述べ、「(A 報告書を見て) 監査委員会の機能が十分に働いていないという指摘も受けている」と語った（2021.6.15 日経新聞）。

また、新たに社長兼 CEO になった TU 氏は、「(A 報告書に対しては) 重く受け止める。(アクティビストからの批判については) 株主の権利を軽視するようなことを行なった。(B 報告書が「問題なし」としたことについては) 結論が違うのは、A 報告書の調査人による調査では外部からも広く情報提供を受けておりデータ自体が異なるためだ。調査の対象とした範囲も違っていた。いずれにせよ真摯に受け止め、再度調査をする」と述べた（2021.6.26 日経新聞）。

#### 5. A 報告書作成者からの東芝監査委員会に対する指摘

「東芝の監査委員会は（メールを）目にしたが、その部分に踏み込んで調査したり社内でも報告したりということではなく、けん制機能が十分に働いていないような要素がみられた。」（2021.6.11 日経新聞「東芝総会問題 調査者の一問一答」）

「監査委員会は、アクティビスト排除に向けた経産省との不適切な協働関係の存在を窺わせる内容を含むと考えられる報告書の本文や特にメールそのものを閲読していても、また、外国籍取締役が東芝と経産省との密接な関係に驚嘆の声を上げててもそれは当然のことであって外国人にはわからない、東芝のような企業は経産省とうまくやっていかなければならないという姿勢だったことが（監査委員長の）O 氏のヒアリングでも窺えた。」（A 報告書 119 ページの注 117）

#### **私のコメントー監査委員会の立場**

監査委員会が「独立した組織か、否か」を株主は見ている。東芝の取締役は 2020 年 7 月 30 日現在で全員で 13 名、内、東芝生え抜きの取締役は会長の TU 氏一人だけで、銀行出身の KU 氏が社長で、これ以外の 11 名は全員社外取締役であった。内 4 名が外国人であった。

これで、十分な議論ができるのだろうか、と思う。このよう中での議論、そして採決、4 人の監査委員は独立性を保つことができるのだろうか。社外取締役が一堂に会して、議論することができたであろうか。社外取締役は、数を増やせばよいというものではなからう。

エフィッシモなどの株主は、株主の権利行使に対する態度から KU 氏や N 氏をその指導者として取締役候補から外した。

そして、監査委員長の O 氏、監査委員の Y 氏、K 氏が外れた。

A 報告書には、監査委員会が株主の権利行使を妨げる行為を知りうる機会があったにもかかわらず、突っ込んだ調査をしていないと指摘された。

まず、調査の目的が違うように思う。A 報告書は、株主の権利行使が妨げられたのでは

ないか、という立場から、妨げられたという株主からの聞き取りを詳細に行っている。

B報告書は、株主からの疑問に対して、監査委員会は、外部の法律事務所に丸投げしてしまって、株主に「どうだったのか」と聞くだけ、聞かれた方は「会社と一体になっている監査委員会」に対してまともな回答はしないという姿勢であったようである。

出てきた回答は、分量と中身に雲泥の差があった。

一般的に、監査役の調査についても、考えさせられることである。形だけを整えて、「監査しました。問題はなかった」ということでは済まされないということを知るべきである。その調査の前に、「監査役は会社から独立しているか」ということを確認しなければならない。

また、それと併せて、アクティビストに狙われやすい体質かどうかを検証し、もしそうだとするならば、経営改革を提言すべきであろう。