

〔論 説〕

東芝株主圧力事件の事例研究

樋口 晴彦

キーワード：組織不祥事，リスク管理，コンプライアンス，企業統治，アクティビスト

はじめに

本稿は、株式会社東芝⁽¹⁾で発生した株主圧力事件の原因構造について分析した事例研究である。東芝執行部は外国投資家をいたずらに敵視し、経済産業省に違法な行政指導をさせることで、外国投資家に圧力をかけて株主権行使を妨害した。本事件の重大な原因として、同社の日本人社外取締役が、圧力行為がなされることを認識していたにもかかわらず、事態を放置していたことが挙げられる。

本稿の事実関係の認定については、東芝調査者（以下、「調査者」）の「調査報告書」（2021年6月10日）（以下、「調査者報告書」）及び東芝ガバナンス強化委員会（以下、「ガバナンス強化委員会」）の「調査報告書」（2021年11月12日）（以下、「委員会報告書」）に主に依拠している。なお、調査者の調査対象には議決権集計問題⁽²⁾が含まれていたが、調査者報告書が「東芝の認識及び関与は認められなかった」（同47頁）との結論を出したため、本稿では取り上げない。

1. 東芝の状況

東芝では2015年に不正会計事件⁽³⁾が発覚したことから、同社株が特設注意市場銘柄に指定された。さらに2017年3月末に原子力事業関連の米国子会社ウェスティングハウス・エレクトリック社（WEC）が経営破綻（負債総額約98億ドル）したため、2017年3月期には2,757億円の債務超過に陥った。東芝は2017年8月に東証二部に指定替えとなり、2018年3月期末までに債務超過を解消できなければ、上場廃止基準に抵触する事態に陥った。

東芝はメモリ事業の売却を試みたが、各国の独占禁止法上の審査に時間がかかり、売却が年度末に間に合わないおそれがあったため、2017年12月に外国投資家向けに約6,000億円の第三者割当増資を実施した。外国法人等（個人を除く）が所有する株式の割合は、2018年3月末時点で72.29%に達した。

その後、一部の外国投資家は株式を売却したが、2020年5月15日時点（第181期定時

(1) 以下、社名で「株式会社」を省略する。

(2) 東芝が議決権行使の集計業務を委託していた三井住友信託銀行において、株主総会前日までに配達された議決権行使書1,139枚を集計しないという不正な処理が行われたもの。

(3) 不正会計事件の詳細については、樋口（2017）を参照されたい。

株主総会の議決権の基準日)でも外国投資家が議決権の62.62%を保有し、東芝としては、株主総会の運営のために彼等と対話することが不可欠であった。外国投資家の中で保有株式数が特に多かったのは以下の5社であり、その中には「アクティビスト」と目されるファンドが含まれていた。

- ・ Effisimo Capital Management Pte Ltd(以下、「エ社」⁽⁴⁾) 15.46%
- ・ 3D Investment Partners Pte. Ltd.(以下、「3D」) 4.13%
- ・ Harvard Management Company, Inc.(以下、「HMC」) 4.43%
- ・ Farallon Capital Management, L.L.C.(以下、「ファラロン」) 6.47%
- ・ King Street Capital Management, L.P.(以下、「キングストリート」) 3.21%

アクティビストとは、自己利益の最大化を目指し、経営陣に積極的に提言を行う投資家のことである。近年、日本で活動するアクティビストが増加⁽⁵⁾しており、その背景として、米国株と比較して日本株には割安感があることや、日本企業が多額の余剰資金を保有していることが指摘されている。

かつてのアクティビストは、相手企業の株式を大量に買い集めて経営の実権を握ろうとしたが、今日では必ずしも株式を大量保有せず、株主提案を通じて影響力を行使する手法が一般的である。機関投資家のスチュワードシップ責任に関する認識が広がり、日本でも『「責任ある機関投資家」の諸原則』(以下、「日本版スチュワードシップ・コード」)が制定されたことで、「昔は株主提案など歯牙にもかけなかった」(大手運用会社役員)機関投資家も、企業価値の向上に結び付く提案には賛成票を入れざるを得なくなった⁽⁶⁾ためである。機関投資家に対して議決権行使の助言をする企業も、アクティビストの株主提案への賛成を推奨するケースが増えている。

そのため、企業側がアクティビストと協議して株主総会前に決着を図るケースが増加し、東芝でも経営企画部を中心に対応に当たっていた。2019年には、アクティビスト側の提案に応じる形で、取締役会の構成を大幅に変更している⁽⁷⁾。さらに東芝では、メモリ事業の売却資金を用いて、アクティビストが要求していた自社株買い(総額約7,000億円)を2018年11月に実施した。しかし、「依然として株価が低迷していたことなどから、外国投資家の中からは、自社株買いやコングロマリット・ディスカウントの解消を求める意見が出つづけており、東芝は、それに対応しなくてはならない状況が続いていた」(委員会報告書11頁)とされる。

東芝側では、東証一部への復帰を果たせば、インデックス投資など長期運用の株主が増え、株価も上昇してアクティビストが保有株式を売却するため、株主対応が安定化すると

(4) エ社は、いわゆる村上ファンド出身のメンバーが2006年に設立した投資ファンド(シンガポール籍)である。

(5) 「日本で活動するアクティビストファンド数も、14年の7社から19年には31社に増えた」(週刊ダイヤモンド2019年12月7日号記事「『黒船』の正体」34頁)。

(6) 前出週刊ダイヤモンド2019年12月7日号記事36頁

(7) 2018年度の東芝の取締役会は計12人により構成され、うち7人の社外取締役はすべて日本人であったため、キングストリートが「東芝の成長にはM&Aなどの知識を持った新たな取締役が必要」と提案した。協議の結果、「当初会社提案に入れようと考えていた取締役候補者を降ろして、キングストリートの推薦する3名とファラロンの推薦する1名の外国籍取締役候補者を会社提案に取り込むことでキングストリートと和解ができ、株主総会ではこの会社提案が可決された」(委員会報告書13頁)とされる。

期待していた。東証一部への復帰申請を2020年2月に行う予定であったが、2019年11月にグループ会社の東芝ITサービスで循環取引事件が発生し、その対応に時間を取られたことで、復帰申請は4月3日にずれ込んだ。

2019年度の東芝の取締役会は計12人の取締役から構成され、社内取締役は綱川智氏（代表執行役社長・COO、2020年4月から取締役会長）・車谷暢昭氏（代表執行役会長・CEO、2020年4月から代表執行役社長・CEO）の2人、残りの10人（小林喜光氏（取締役会議長）、古田佑紀氏、太田順司氏、小林伸行氏、山内卓氏、藤森義明氏、ポール・ブロフ氏、ワイズマン・廣田氏、ジェリー・ブラック氏、レイモンド・ゼイジ氏）が社外取締役であった。指名委員会は小林（喜）氏（委員長）・太田氏・山内氏・藤森氏、監査委員会は太田氏（委員長・常勤）・古田氏・小林（伸）氏・山内氏、報酬委員会は古田氏（委員長）・小林（喜）氏・藤森氏・ブラック氏という構成であった。

2. 東芝ITサービス循環取引事件

東芝ITサービス（以下、「TSC」）は、東芝デジタルソリューションズ（東芝の100%子会社）の100%子会社であり、ITシステムの設計・運用・保守などを業務としている。2019年11月、東京国税局からの通報により、同社が循環取引に関与していたことが判明した。本事件の事実関係については、東芝社内調査メンバー等が作成した「調査報告書（要約版）」（2020年2月14日）（以下、「TSC報告書」）とネットワンシステムズ（以下、「ネ社」）の特別調査委員会が作成した「納品実体のない取引に関する調査最終報告書（開示版）」（2020年3月12日）（以下、「ネ社報告書」）に主に依拠している。

問題の循環取引は、ネ社の営業部門で官公庁担当のシニアマネジャーを務めていたX氏が主導した。事件に関与していた企業（以下、「関与企業」）には、TSCの他に日鉄ソリューションズと富士電機ITソリューションが含まれている。

TSCでは、Y部（営業部門）のZ部長が本取引を担当し、2015年11月から2019年7月まで計26件の循環取引が実行された。金額的には1,250万円から約98億円の案件まで多岐にわたり、循環取引に係る売上合計額は約435億円、利益合計額は約18億円（利益率4.2%）に達した。ちなみに、本事件の後始末として、TSCでは循環取引に係る売上及び売上原価を取り消すとともに、利益分については各社の精算額が確定するまで仮受金に振り替える会計処理を行っている。

各社の循環取引による売上と利益は、表1のとおりである⁽⁸⁾。ネ社の循環取引による売上合計額（約275億円）がTSCや日鉄ソリューションズよりも少なく、また、その利益率が非常に高いのは、取引の一部について利益だけを売上に計上していたことによる。ネ社が平均5%の利益を計上していたと仮定すると、同社の循環取引の総額は約700億円と推計される。

(8) 表1のとおり2015年3月期には、日鉄ソリューションズと富士電機ITソリューションで循環取引の売上に計上する一方で、ネ社では計上していない。これは、売上の認識時期のズレによるものと考えられる。

表1 各社の循環取引による売上と利益

(単位: 百万円)

		2015年 3月期	2016年 3月期	2017年 3月期	2018年 3月期	2019年 3月期	2020年 3月期	計
ネ社	売上		4,278	4,215	7,383	6,555	5,157	27,588
	利益		404	359	882	863	1,038	3,546
	利益率		9.4%	8.5%	11.9%	13.2%	20.1%	12.9%
TSC	売上		1,540	1,678	12,367	6,417	21,526	43,528
	利益		80	95	494	250	904	1,823
	利益率		5.2%	5.7%	4.0%	3.9%	4.2%	4.2%
日鉄 ソリューションズ	売上	643	154	4,658	13,390	10,620	13,497	42,966
	利益	35	9	294	828	639	902	2,709
	利益率	5.4%	5.8%	6.3%	6.2%	6.0%	6.7%	6.3%
富士電機 IT ソリューション	売上	100	3,300	5,800	6,600	5,000	3,400	24,200
	利益	0	200	400	400	300	100	1,400
	利益率	0.0%	6.1%	6.9%	6.1%	6.0%	2.9%	5.8%

(各社の報告書に基づき筆者作成)

2.1 循環取引の態様

X氏は、実際の官公庁案件を落札した業者からネ社が物品調達を依頼されたかのように偽装していた。例えば、X氏が〇社に「落札業者から依頼を受けたので、△社から機器を購入して、弊社に納入して欲しい」と指示し、同様に△社にも「落札業者から依頼を受けたので、弊社から機器を購入して、〇社に販売して欲しい」と指示することにより、ネ社→△社→〇社→ネ社という環状の取引構造が成立する。こうした取引を、案件名や対象機器の内訳を書面上で入れ換える形で繰り返していた。

取引対象はすべて物品(ハード機器)であったが、調達先から顧客に直接納品させる「直送方式」が取られていた。この直送方式では、取引対象の現物は動かず(=当該企業に在庫は発生しない)、伝票だけが受け渡しされることから、架空取引に悪用されることが多い⁽⁹⁾。しかも関与企業は何も付加価値を提供せず、商流に帳簿上で参加し、マージンとして手数料を上乗せする形で利益を上げるという取引内容であった。以下では、ネ社報告書の用例に倣って、この取引を「『商流取引』」と呼ぶ。なお、『商流取引』と形態が似通った取引として「帳合取引⁽¹⁰⁾」が挙げられるが、帳合取引は中小企業と大企業の間で行わ

(9) 在庫が発生する取引で架空取引を行う場合、物品の検収や発送の関係で様々な証憑を偽装しなければいけなくなる上に、在庫管理(棚卸検査)によって不正が露見する可能性も高まるためである。直送方式を悪用した架空取引の実例として、ジーエス・ユアサ循環取引事件が挙げられる(樋口(2011)参照)。

(10) 「取引が確定している二企業の間、高い信用力を有する第三の企業が介入し、この第三の企業が仕入先企業の債権回収リスクを引き受け、さらに販売先企業に対して信用を供与する代わりに、手数料収入を得るという一種の与信取引」(樋口(2008), 3頁)。帳合取引を悪用した不正会計の実例として、加ト吉循環取引事件が挙げられる(樋口(2008)参照)。

れる一種の与信取引であり、『商流取引』とは性質が異なる。

2.2 『商流取引』の問題点

ネ社・日鉄ソリューションズ・富士電機 IT ソリューションの3社は、いずれも2021年3月期の売上額が1,000億円を超え、ITサービス業界では大手である上に、系列も異なっている。これらの中で『商流取引』が実行されていた背景として、官公庁案件の特殊性が挙げられる。

官公庁案件ではシステムの再構築が多いが、官公庁内にはシステム関係に詳しい人材が不足しているため、入札の準備段階としてコンサルティング業務（システムの仕様の設計や調達仕様書の作成を支援する業務）を発注することが通例である。このコンサルティング業務は多大な労力と期間を要する一方で、利益率は低いとされる。また、コンサルティング業務を受注した企業は入札案件について詳細な情報を把握しているが、設計施工分離発注方式のため、自らは入札に参加できない。

そこで利用されていたのが、問題の『商流取引』である。「コンサルティングを担当した業者は、当該入札案件に関する様々な情報を持っていることから、落札した業者が、コンサルティングを担当した業者に対して、（中略）（『商流取引』への）参加を打診してくる傾向にあった。貴社（筆者注：ネ社のこと）としては、（中略）商流取引に応じることで、一定の利益を上げ、当該案件全体としての収益性を高めることができる」（ネ社報告書15頁）とされる。つまり、コンサルティング業務で得た情報の提供と引き換えに、『商流取引』に参加して利益を受領する仕組みである。

こうした取引が慣行化した背景として、もともと官公庁案件では入札参加業者の顔触れが固定化していた上に、同業他社からの調達が広く行われていたことが挙げられる⁽¹¹⁾。しかし、コンサルティング業務で得た情報を他社に提供することは、官公庁との契約における秘密保持義務に抵触する疑いがある。また、入札以前に情報提供がなされていた場合には、独占禁止法第3条の「不当な取引制限」や刑法第96条の6の「公契約関係競売等妨害罪」に該当するおそれもある。コンプライアンス的に大いに疑問があると言わざるを得ない。

ネ社はコンサルティング業務を受注することが多く、『商流取引』についても2005年頃から開始していた。その態様も、「情報提供への対価」という単発の関係から、「業者間での貸し借りの調整」という連続的な関係に発展していた。その証左となるのが、以下の原価付け替え事案である（ネ社報告書30頁）。

2019年に関与企業のA社⁽¹²⁾が入札を予定していたB案件について、A社がネ社に要請して、同案件が赤字とならないようにネ社からの仕入原価の一部をC案件に付け替える

(11) 「中央省庁の入札案件は、様々な困難が伴う一方で利益率は低くなる傾向にあるため、入札参加業者やこれに関与する業者は一定程度固定化されている状況にある上、（中略）システム構築全体を対象とすることが多いため、落札業者1社ですべての製品及び作業を行うことは困難であり、同業他社が商流に関与する傾向にあった」（ネ社報告書34頁）。

(12) ネ社報告書では、関与企業を全て匿名化している。A社は、TSC・日鉄ソリューションズ・富士電機ITソリューションのいずれかと推察される。

ことになった⁽¹³⁾。具体的には、ネ社がC案件に関する『商流取引』で本来の価格に5,376万円を上乗せして、この上乗せ分をB案件でネ社がA社に納入する際に減額する計画だった。要するに、会計原則に違反する原価の付け替えを秘密裏に実行するための便法として、『商流取引』を利用したのである。ちなみに、C案件に関する『商流取引』をネ社が実行した後でA社がB案件を失注したため、A社の了解の下に、この上乗せ分は一旦ネ社に留め置かれた。その後、別の『商流取引』によって関与企業のD社に約4千万円の資金が移動されている（その後の資金移動は不明）⁽¹⁴⁾。

また、『商流取引』以外の手法も使われていた。2019年にネ社が受注した某案件では、やはり赤字となることを防ぐため、ネ社が業務委託先のE社と協議して、発注額を本来の価格よりも4,690万円も減額した。その上で、差額相当分を別案件の架空取引でD社に資金提供し、さらにD社からE社に補填させていた。

このようにネ社と関与企業との間で、『商流取引』等により資金を移動して相互の貸し借り関係を調整するネットワーク（以下、「資金移動ネットワーク」という）が形成され、その幹事役がX氏だったと推察される。「X氏は中央省庁の案件を次々と受注し、ネ社の社内だけでなく、他社からも一目置かれる存在だった。（中略）こうした信頼を逆手に取り、X氏は架空取引を差配していた」⁽¹⁵⁾とのことである。

前述した情報の不正提供の疑いや、原価付け替えという会計上の不正も問題であるが、ITサービス大手企業の間でこうした関係が構築されていたこと自体が不適正と言わざるを得ない。この資金移動ネットワークを利用すれば、官公庁案件の入札における業者間の談合や、それに伴う利益分配が極めて容易になるためである。

2.3 TSC 担当者の関与

国税当局から連絡を受けるまで、TSC社内では循環取引を発見することができなかった。その事情についてTSC報告書は、以下の3点を挙げている。

第一の事情は、ネ社や関与企業が業界大手だったことである。「SIer（筆者注：システムインテグレーター）の業界では大手といえる企業が複数関与しており、TSCとしては、本件取引への信頼度は高い状況であった」（TSC報告書8頁）とされる。ちなみに、決済・入金は期日どおりきちんと行われていた。

第二の事情は、秘匿性の高い案件と説明を受けたため、取引の全体像や最終ユーザーについて詮索しなかったことである。X氏は、「機密性の高い官公庁を最終需要家とするIT機器・ソフトウェアの商流」「サイバーセキュリティの関係で商流など、どこに何を収めるのかは話せない」と説明していた⁽¹⁶⁾。

(13) 発注者との関係構築のために低価格で落ししようとしたが、赤字案件になってしまうと社内で責任を追及されることから、原価の付け替えを企図したと推察される。

(14) 筆者は、企業間の資金移動を円滑に実施するために、D社が資金をプールする役割を担っていたと推察している。

(15) 日経クロステック 2020年2月18日記事「水増し額は累計1000億円超、循環取引の全貌」<<https://xtech.nikkei.com/atcl/nxt/column/18/01211/021700001/>>(2022年2月10日最終確認)

(16) 日経クロステック 2020年2月7日記事「全容が見えてきた7社関与の循環取引、残る疑問は首謀者「某社X氏」の正体」<<https://xtech.nikkei.com/atcl/nxt/column/18/00001/03605/>>(2022年2月10日最終確認)

第三の事情は、Z部長が属人的に本取引を差配していたことである。「Y部においては、部長の社内ローテーションが長期間にわたって行われることがなかったことから、Z氏が長らくY部の部長の座に就いていた。その結果、Z氏にY部における業務が属人化し、その権限が強くなり、Z氏以外の者が本件取引の内容に干渉することが困難な状況が作り出されていた」（TSC報告書8頁）とされる⁽¹⁷⁾。

しかし、これらの事情は枝葉にすぎない。「X氏が仲介する案件は架空取引に限らず、実在する取引もあった」⁽¹⁸⁾とされ、問題の循環取引は、資金移動ネットワークの『商流取引』の中に埋め込まれていたと認められる。もともと『商流取引』自体が資金移動の便法であった以上、関与企業の担当者としては、その内容や実在性について取調べて確認する必要はなかったのである。

循環取引への社員の関与についてTSC報告書は、「Z氏を含めたTSCの役職員による架空取引又は循環取引であった本件取引の組成への主体的な関与やネ社のX氏と共謀しての本件取引の組成への関与は認められなかった」（同5頁）と結論付けた⁽¹⁹⁾。その一方で、Z氏については、「ネ社の要請に従い実態に合わない証憑を作成するなど職責上の注意義務を欠いた行為を行った」（同8頁）とした。

この点について東芝の豊原執行役専務は、「ネ社の（首謀者である）X氏から社内内で必要な書類の作成を求められ、「お客さま（ネ社）からご要望があったので素直に応じざるを得ない」となり応じた」「お客さまに頼まれてついやってしまった」「ネ社との取引は一定量があり重要なお客さま（である）。ご要求に応じてしまった」⁽²⁰⁾と説明している。したがって、Z氏が故意に証憑を偽装していたことは間違いない。Z氏が『商流取引』を属人的に管理していたのは、こうした偽装行為を秘匿するためであろう。

ネ社報告書によれば、関与企業の担当者は、自ら作成すべき見積内訳明細をX氏から受け取る、X氏が偽装した内訳明細を添付できるように見積書の頭紙だけをX氏に送付する、ネ社の購買担当から送付された正規の注文書をX氏が用意した偽装注文書と差し替える、直送方式のため検品をしていないのに検収書や納品確認をX氏に送付するなどの形で、X氏の偽装行為を補助していた。同様にZ氏も、資金移動ネットワークの幹事役であるX氏の指示どおりに動いていたと認められる。

2.4 リスク管理の不備

TSC社内でも、直送方式の取引は珍しいものだった。帳簿上で右から左に商品を流すだけで、4%程度の手数料を獲得できるという点も非常に不自然である。このような取引をTSCが許容していたこと自体にコンプライアンス上の問題がある⁽²¹⁾。

(17) 東芝の豊原執行役専務は、「（Z氏は）同じ業務を10年前後担当していた。かなりのベテランだ」と説明している（日経クロステック2020年2月14日記事「頼まれてつい虚偽の書類を発行」「関与は9社」、東芝が循環取引の実態明かす）。<<https://xtech.nikkei.com/atcl/nxt/news/18/07096/>>（2022年2月10日最終確認）

(18) 前出日経クロステック2020年2月18日記事

(19) 日鉄ソリューションズの調査報告書も、これとほぼ同内容である（日鉄ソリューションズ2020年2月6日発表資料「特別調査委員会の調査結果と業績に与える影響、再発防止策等について」）。

(20) 前出日経クロステック2020年2月14日記事

(21) ちなみにTSCでは、本事件発覚後、『商流取引』をようやく禁止するに至った。

さらにTSCでは、『商流取引』の中に埋め込まれた循環取引の金額が膨張し、経営的に決して軽視できない数字になっていた(表2参照)。2018年3月期には、循環取引分だけで同社の売上の26.7%、営業利益の31.9%に達している。これだけの規模に発達した『商流取引』について、経理部門は勿論のこと、経営幹部も当然に注目していたはずである⁽²²⁾。

表2 TSCの経営指標と循環取引の影響

(単位：記載がないものは百万円)

	2016年3月期	2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期
売上	39,152	37,137	46,274	44,024	60,322
うち循環取引	1,540	1,678	12,367	6,417	21,526
循環取引の比率	3.9%	4.5%	26.7%	14.6%	35.7%
実際の売上	37,612	35,459	33,907	37,607	38,796
営業利益	1,157	2,329	1,548	2,185	5,070
うち循環取引	80	95	494	250	904
循環取引の比率	6.9%	4.1%	31.9%	11.4%	17.8%
実際の営業利益	1,077	2,234	1,054	1,935	4,166

※2020年3月期の売上と営業利益は、実際の数字に循環取引による金額を加えた。

(筆者作成)

IT業界では、過去にもメディア・リンクス事件やニウスコア事件など大規模な循環取引事件が発生していた⁽²³⁾。ネ社についても、同社の部長が2007年のアイ・エクス・アイ循環取引事件に関与するなど、内部統制の甘さが指摘されていた。それにもかかわらず、TSC社内では『商流取引』に対して十分なチェックがなされていなかった。

TSC報告書によれば、「本調査においては、架空取引及び循環取引の可能性を窺わせるような証憑(例えば、TSCの調達先がネ社であるにもかかわらず、販売先から提出された注文書の納品先もネ社になっている等)が複数検出された。(中略)業務フローの中で適切に証憑を確認していれば、本件取引が架空取引及び循環取引である可能性について早期に発見することができた可能性は高かった」(同7頁)とされる。

証憑が確認されなかった事情については、「社内規程の規定上及び運用上の不備」(同7頁)とされ、その詳細は明らかでない。しかし、『商流取引』の性質やその規模を勘案すれば、経理部門や経営幹部が重大な関心を持つのが当然であり、決して「不備」で片づけられる話ではない。TSCは従業員約1,600人という大企業であり、Z氏個人で同社の内部統制機能全体を無力化できるはずもないことから、相当数の関係者がZ氏の行為を黙認

(22) TSC報告書も、「2018年度及び2019年度には本件取引がTSCの売上の相当程度を占めていたことから、TSC内でネ社や〇社が重要な取引先として認知されていた」(同8頁)と認定している。

(23) 「循環取引はIT業界、特にシステムインテグレーターに深く入り込んでいる生活習慣病のようなものだ。(中略)開発完了から代金回収までの期間が長く、恒常的に資金繰りが厳しくなる。「お互いさま」の精神で、資金繰りが厳しい企業が余裕のある企業に架空取引を持ちかける不正は昔からある」(日経クロステック2020年2月21日記事「循環取引に巻き込まれた」は言い逃れにすぎない、IT企業に求められる決断とは)。
<<https://xtech.nikkei.com/atcl/nxt/column/18/01211/022000004/>>(2022年2月10日最終確認)

していたと考えるのが妥当である⁽²⁴⁾。

2.5 業界体質と東芝の宿痾

業界事情について会計評論家の細野祐二氏は、「IT 業界は他業界以上に売り上げ利益を増やしたい動機が潜在的にある。必然的に経営層から現場にかかるプレッシャーは強く、安易に目標を達成する方法として社員が架空取引や循環取引に手を染める」と指摘している⁽²⁵⁾。また、筆者が事情聴取した IT 業界関係者は、「クラウド化の進展によりユーザーが IT ベンダーから調達する割合が減ってきていることから、旧来型の IT ベンダーがシェア獲得のため不正を起こす動機が強くなってきたのではないか」との見解を示した。

TSC 報告書は、「Z 氏は、部長としての個人の評価（賞与算定を含む。）や Y 部の属する組織の TSC 内における業績評価を向上させるために本件取引を推し進めているという意識があったものと思われ（る）」（同 8 頁）と認定している⁽²⁶⁾。資金移動ネットワークによる『商流取引』が、売上や利益の数字の操作に有用だったことは言うまでもない。さらに、経理部門や経営幹部がそれを黙認していた背景として、全社的に業績向上が最優先とされていたと推察される。

親会社の東芝は、数年前に重大な不正会計事件を起こしていた。「東芝では、当期の業績目標の達成を至上課題とする当期利益至上主義が、組織文化のレベルにまで浸透・定着していた。（中略）その当期利益至上主義の組織文化が強すぎたために「組織文化の過剰性のリスク」⁽²⁷⁾が発現し、当期の業績目標の達成を最優先として、経営幹部以下が揃ってコンプライアンスを軽視し、部下に対して過度のプレッシャーをかけ、関係者は自発的に不正会計を発案・実行していた」（樋口（2017）、112 頁）とされる。グループ企業である TSC も、この組織文化の影響を受けていたと考えられる。

不正会計事件後に東芝では再発防止対策を進めたが、組織文化とは「行動及び意思決定の基礎として、組織の構成員が共有する価値観、行動規範及び仮定」（樋口（2012）、194 頁）であり、その変革には相当な期間を要する。本事件当時も、「当期利益至上主義の組織文化」という「東芝の宿痾」が残存していたと推察される。

前述（1. 参照）したとおり 2016 年度に東芝では巨額減損が発生し、経営状態は極度に悪化していた。グループ企業に対し業績改善を求める強いプレッシャーがかかっていたこ

(24) 弁護士の遠藤元一氏も、「今回「巻き込まれた」とする他社はどうか。過去の多くの循環取引の実例や裁判例から見ると、首謀者 1 人だけではなし得ず、積極的な協力者がいるパターンがほとんどだ。（中略）「納める先を明かさない」「取引参加者が『おいしい取引』と感じる」「書面のみで物流に関与しない」などは、いずれも循環取引の典型的な特徴である。これでも組織や担当者が「気付けなかった」という説明は腑に落ちない」と指摘している（前出日経クロステック 2020 年 2 月 21 日記事）。

(25) 前出日経クロステック 2020 年 2 月 21 日記事

(26) ネ社についても、「X 氏が本不正行為を行ったのは、第 1 営業部が大規模な赤字を発生させたことなどから縮小傾向にあった中で、某中央省庁発注の大型案件を X 氏のチームが失注したことから、これを挽回し、第 1 営業部のプレゼンスを上げるためであったとのことであり、その後も、予算の達成が第 1 営業部のプレゼンス向上の生命線であったため、本不正行為を止められなかったとのことである」（ネ社報告書 18 頁）とされる。

(27) 「組織文化が過剰に強いために、コンプライアンスが相対的に軽視され、さらにリスク管理体制の機能も低下することにより、組織不祥事が誘発されるリスク」（樋口（2012）、234 頁）。

とは想像に難くない。しかし、2016年度から2017年度にかけてTSCの実際の売上が対前年度比で減少したため、業績改善の便法として営業部門は『商流取引』にのめり込み、経理部や経営幹部もそれを放置したのではないかと推察される。

『商流取引』の中に循環取引が組み込まれていたことについて、TSC関係者が認識していたかどうかは判然としない。しかし、前述(2.2参照)のとおり『商流取引』の本質は「業者間の貸し借りの調整」であるため、短期間に規模がこれほど膨張したことやTSCが一方的な受益者になっていたことに疑問を感じて当然である。少なくともTSC関係者の一部は、循環取引の可能性があると認識していたのではないだろうか⁽²⁸⁾。

東芝には、親会社としてTSCを監督する責任がある。遅くとも2018年3月期以降は、TSCの業績の中で大きな比率を占めるようになった『商流取引』に注目してしかるべきであった。言い換えれば、『商流取引』に対して特段の調査を行わなかったという点で、東芝グループ内の内部監査機能に何らかの問題があると考えられる。

2.6 不十分な調査に対する批判

日本版ステュワードシップ・コードは、「ステュワードシップ責任」について、「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」と規定する。

企業不祥事が企業価値に甚大なマイナスをもたらすことは周知の事実である。したがって、不祥事の再発防止活動に企業側が不熱心だとすれば、同コードの【原則4】「機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである」に則り、機関投資家が企業側に働きかけることが要請される。

前述のとおり、循環取引にはTSCの営業担当者が深く関与し、経営幹部など相当数の関係者が事情を知りながら黙認していた疑いが非常に強い。資金移動ネットワークによる『商流取引』についても、慎重かつ詳細な調査が必要である。さらに、東芝の「宿痾」である「当期利益至上主義の組織文化」が事件の背後に存在していたとすれば、他のグループ会社にも同様の不祥事が潜在しているおそれがある。

東芝側が第三者委員会を編成せず、社内調査メンバーを中心に本事件を調査し、わずか10頁のTSC報告書でZ氏の注意義務違反と結論付けたことは不適切と言わざるを得ない。当時の東芝は早期の東証一部復帰を目指していたところ、グループ会社で組織的かつ深刻な不正会計事件が発生したとなれば、証券取引所の審査が長引くこと(=東証一部復帰の遅延)が懸念されるため、本事件を矮小化しようとしたと推察される。

これに対して最大株主のエ社は、「TSCの従業員が、架空・循環取引であることを認識しながら主体的に関与した疑いが強く、東芝の内部統制の不備に基づく重大な不祥事であ

(28) TSC報告書も、「Z氏は、通常であればその疑い(筆者注: 架空取引又は循環取引の疑い)を抱くべき状況にあった」(同5頁)と認定している。

るという認識をもつに至りました。それにもかかわらず、東芝においては、真因の究明及びそれに基づく内部統制の再構築が行われておらず、東芝は、誤導的な情報開示を行うことで本件不祥事の問題点を矮小化しているように見受けられます」と厳しく批判した⁽²⁹⁾。東芝の早期の東証一部復帰に拘泥せず、TSC事件の再調査を求めている点で、スチュワードシップ責任の発露と認められる。こうした状況下で、株主圧力事件が発生したのである。

3. 株主圧力事件の事実関係

株主圧力事件に係る事実関係は、以下のとおりである⁽³⁰⁾。

3.1 外為法の規制

外国為替及び外国貿易法（以下、「外為法」）は、「対外取引の正常な発展並びに我が国又は国際社会の平和及び安全の維持を期し、もつて国際収支の均衡及び通貨の安定を図るとともに我が国経済の健全な発展に寄与すること」（第1条）を目的とする法律である。同法は、外国投資家が「指定業種」⁽³¹⁾に関して「対内直接投資等」を行う場合、国の安全の確保等の観点から審査を受けるため、財務大臣及び事業所管大臣への事前届出を義務付けている（第27条第1項）。

経済産業省（以下、「経産省」）における外為法の審査は、貿易経済協力局（以下、「貿易局」）貿易管理部安全保障貿易管理政策課（以下、「安保課」）が所管している（経済産業省組織令第53条）。審査により国の安全等に関わると認められた場合、財務大臣及び事業所管大臣は「対内直接投資等」の変更や中止を勧告し、外国投資家がそれに従わなかった場合には、当該勧告に係る変更や中止を命令することができる（同法第27条第5項・第10項）。さらに、当該命令に違反した場合には、取得した株式の全部又は一部の処分その他必要な措置を命ずることができる（同法第29条第3項）。

2019年に外為法が改正され、「対内直接投資等」に関する規定が厳格化された（2020年5月施行）。本事件当時は、外国投資家が「自己又はその密接関係者を取締役又は監査役に選任する議案について同意すること（議決権比率が1%以上である場合）」及び「会社の経営を実質的に支配又は当該会社の経営に重要な影響を与えるおそれのある事項に係る議案について、外国投資家間の共同議決権行使に係る同意を取得すること（合算して総議決権の10%以上となる場合）」が「対内直接投資等」に含まれていた。

東芝は防衛事業・原子力事業・半導体事業等の「指定業種」に該当する事業を保有する

(29) エ社の法務アドバイザーの國廣正弁護士は、「東芝が公表した調査報告書はわずか10ページで詰めが甘く、不十分。TSCは（他社に）巻き込まれたとして問題を矮小化しており、東芝グループ全体の内部統制上の問題である不祥事の真因に迫ろうとしていない。東芝の姿勢は問題が大きい」と述べている（東洋経済オンライン2020年7月2日記事「東芝 vs モノ言う株主、ガバナンスめぐる攻防戦」）。<<https://toyokeizai.net/articles/-/360271>>（2022年2月10日最終確認）

(30) 本章における月日の表示は、特記のない限り2020年である。

(31) 指定業種として、①国の安全に関する事業（武器、航空機、原子力、宇宙関連、サイバーセキュリティー関連等）、②公の秩序に関する事業（電気、ガス、通信、放送、鉄道等）、③公衆の安全に関する事業（製薬等）、④我が国経済の円滑運営に関する事業（石油、航空運輸、海運等）が挙げられている。

ことから、エ社では、前述（1.参照）の第三者割当増資を受けるに当たって、2017年11月に取得時の事前届出書を提出した際に、当局の求めに応じて、次の事項（以下、「誓約事項」）を遵守すると事前届出書に記載していた⁽³²⁾。

（第3項）他の外国投資家によって追加された取締役選任議案等、当該議決権の行使によって、安全保障上重要な製品及び技術に関する事業の経営に影響を与える可能性がある場合には、その内容を、議決権を行使する1週間前までに、安保課に相談すること（調査者報告書78頁）

（第4項）発行済株式総数の10%以上を保有する限り、発行会社及びその子会社の経営陣に係る（議決権行使を除く）人事関与を禁じられ、人事関与の必要が生じた場合、人事関与を行う1か月前までに安保課に安全保障上重要な製品及び技術に関する事業に影響を与えないことを確認すること、結果的に人事関与が安全保障上重要な製品及び技術に関する事業に影響を与える場合、当該行為を撤回することを遵守すること（調査者報告書71頁）

誓約事項の効力については、「遵守しないような場合は、虚偽の事前届出があったとして措置命令（取得した株式や持分の全部又は一部の処分などの必要な措置を命ずるもの）の対象となり得ると考えられていた」（委員会報告書10頁）とされる。

3.2 エ社のケース

最大株主のエ社は、前述（2.6参照）のとおりTSC事件に対する東芝の対応を批判し、株主権の行使を含めて検討するとの姿勢であった。早くも3月6日時点で、誓約事項第4項に基づき、社外取締役選任の株主提案の可否について安保課に相談している。さらにエ社は、3月19日に東芝の全取締役との個別面談を要求し、4月24日から5月19日にかけて太田氏・藤森氏・山内氏・小林（喜）氏、そして車谷社長との電話会議を順次実施した。エ社の動きに強い警戒心を抱いた東芝側は、情報通信機器・電子機器事業等を所管する経産省商務情報政策局（以下、「事務局」）に支援を求め、以下のとおり事態が推移した。

3.2.1 東芝と事務局の打合せ

エ社への対応に関して、東芝側が事務局に相談した状況は以下のとおりである（調査者報告書54-65頁・103頁）⁽³³⁾。

- ・【事実1】3月25日、豊原氏（代表執行役副社長）は、事務局情報産業課のK1課長に対し、エ社がTSC事件を利用して経営陣の更迭等を主張することが予想されるところとして、「株主投票予測を行ったところでは、エ社が会社提案への投票を棄権すると、会社提案の可決がかなり危うくなり、エ社の株主提案を許可すると、かなりの確率でそれが可決される」（委員会報告書14頁）と説明した。その上で豊原氏は、「エ社が株主提案について経産省に申し出た際にはご一報ください」とK1課長に

(32) 「財務省及び事業所管省庁は、審査の過程で、事前届出が出された行為や取引について国の安全等に係る懸念が払拭されない場合、実務上、事前届出を行った外国投資家に対して、対象となる行為や取引に関連する特定の遵守事項を示し、これを届出書に記載するよう要請して調整することがあった」（委員会報告書10頁）。

(33) 文章が煩雑となるのを避けるため、3.2では調査者報告書の関係箇所をまとめて記載する。

依頼した。4月1日にK1課長は、「(東芝とエ社の協議状況は)次官以下幹部に共有済み。官邸・官房長官秘書官にはこれから伝えます」と東芝に連絡した。

- ・【事実2】4月11日、豊原氏は、K1課長及びその上司の大臣官房政策立案総括審議官のK2氏⁽³⁴⁾に対し、「(外為法改正により)『好ましからざる組織、機関』を排除、抑制することが法的に可能なのか」が東芝の関心事と伝えた。既にこの時点で、外為法を活用して経産省がエ社に働きかけることを期待していたと認められる。4月30日及び5月1日、車谷社長は社外取締役の太田氏に架電し、「改正外為法の施行日(5/8)を念頭に於いて、対処したい」「これまで、東芝に寄せられた機関投資家株主の意見や提案等、打ち合わせなどのevidenceを正確に記録したうえで、GW明けに社内、霞が関の合意形成に努めたい」と述べた。
- ・【事実3】5月1日、K2審議官とK1課長が豊原氏・加茂氏(執行役上席常務・経営企画部担当)と協議し、外為法に基づく調査等を求める「申入書」と株主投票予測を提出するよう東芝側に要求した。5月4日に加茂氏は、車谷社長の了解のもとで申入書のドラフトをK2審議官とK1課長に送付した。このドラフトには、「エ社、ファラロン、HMC及び3Dを調査対象に挙げて、今後、事前届出の義務に抵触する疑義もあり得るとし、外為法に基づく立入調査等を含め適時、適切な同法の運用を依頼するなど記載されていた」(委員会報告書15頁)とされる。
- ・【事実4】5月7日、車谷社長・豊原氏・加茂氏・経営企画部T1氏・法務部T2氏が参加して資料「当社株主総会(7月15日予定)に関する状況」を作成し、情報産業課に送付した。同資料には、「本定時株主総会が改正外為法後の最初の総会であり、(中略)改正法の趣旨を貫徹し実効性あるものとするには早急かつ強力な政府の支援が必要」として、エ社や3Dに対しては「売却命令もあり得る」と記載されていた(委員会報告書15-16頁)。

車谷社長は同資料に自ら修正を加え、同11日に菅官房長官に説明した。この修正版資料には、エ社に関して「METIが売却命令も辞さない強い態度で交渉、安定株主化を図る」と記載され、経産省による支援を要請していた。
- ・【事実5】5月8日、加茂氏は経産省への依頼事項を整理する目的で経営企画部に資料「株主別対応、アクションリスト(5月8日)」を送付した。同リストには、エ社に関して「第一アクション 取締役との会談を通じ、事業売却の意向をあぶり出す」「第二アクション METIを中心とした改正外為法対応」と記載されていた。同日の加茂氏のメールによれば、車谷社長は「今回の主役は経産省」「今回は経産省で門前払い出来る可能性も高い」と社内会議で述べた。
- ・【事実6】5月11日、加茂氏は、社外取締役の山内氏とともに、K1課長及びその上司の商務情報政策局長のK3氏とテレビ会談を実施した。会談後に山内氏は、加茂氏とのメールのやり取りの中で、「もう少し経産省が具体的に何を欲しているのかが聞き出したいところですね」「改正外為法というKey Wordも出しましたが、乗ってこなかったですね」と述べた。

(34) K2氏は、かつて情報産業課長を務めた経歴を有する。

- ・【事実7】5月13日、加茂氏は、社外取締役の山内氏・藤森氏とともに、K3局長と再度テレビ会談を実施した。その際に事務局側は、「狭義の安全保障」だけでなく、「広義の安全保障」（東芝のように社会に大きな影響を与える企業が安定して事業を続けられること）も経産省の重大な関心事であり、狭義・広義の安全保障が利益一辺倒の株主によって脅かされる状況は好ましくないと伝えた。
同日、加茂氏は、「エ社ら株主と社外取締役の面談時に外為法の適用のために必要な事項を聞き出す役割」を経産省から依頼されたと山内氏・藤森氏に説明した。遅くともこの段階で、事務局側も外為法による規制を選択肢に入れたと認められる。
- ・【事実8】5月14日、外為法を根拠に経産省がやれることについて加茂氏が問い合わせたところ、法務部のT2氏が外為法の適用は困難と説明した。そのため、豊原氏と加茂氏は、「同法によっては、株主提案や議決権行使をそれほど強く制約することができないと考えるようになっていった」（委員会報告書16頁）とされる。
- ・【事実9】5月15日、取締役選任の株主提案の件で、エ社は安保課から承認の連絡を受けた。そこで、社外取締役の小林（喜）氏との電話会議の中で、エ社が社外取締役選任の株主提案を行うこと及び車谷社長の選任議案に反対することを伝えた。翌16日に豊原氏が経産省に連絡すると、K1課長は「外為法の発動には証拠が不十分なので、引き続いて情報を収集するように」と東芝側に指示した。
- ・【事実10】5月18日、K1課長は、加茂氏に対して申入書の作成とその論理構成のポイントを指示した。翌19日に東芝は「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、外為法第55条の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との申入書を経産省に提出した。
- ・【事実11】5月19日、エ社は、竹内朗氏・杉山忠昭氏・今井陽一郎氏・高坂卓志氏⁽³⁵⁾の4人を社外取締役に選任する議案を東芝に提出し、その報告を受けた車谷社長がK2審議官に連絡した。
- ・【事実12】5月20日、K1課長は自ら作成した「200520 東芝からエフィッシモへの質問」と題する書面を豊原氏・加茂氏に送付した。この質問状は、エ社と東芝が面談する際に「共同議決権行使」「安保事業の売却」など外為法の規制発動につながる発言をエ社側から引き出すように東芝側に指示する内容であった⁽³⁶⁾。

3.2.2 事務局とエ社の接触

事務局はエ社と接触し、以下のとおり働きかけた（調査者報告書65-70頁）。

- ・【事実13】5月22日、財務大臣及び経済産業大臣は、「対内直接投資等に関する命令」第7条第5項に基づき、東芝に対し対内直接投資等の状況に関する報告の提出を求める命令（報告徴求命令）を発した。なお、その前日にK1課長は、「22日に経産・

(35) 今井氏と高坂氏はエ社社員である。竹内氏と杉山氏については注記52で説明する。

(36) 「質問状の趣旨について、加茂氏は、K1課長と話して「文章で投げてでも弁護士の完璧な答えが返ってくるので、面談の際に質問し、ボロを誘引する」ためのものと認識していた」（調査者報告書65頁）。

財務両名義での報告徴収要請が行くと思います。今、両省でいそぎ決裁中」と豊原氏に連絡していた。

- ・【事実14】5月23日、エ社との電話会議においてK1課長は「経済産業省、霞が関、政府全体の組織の一員として申し上げないといけないこともある」と述べた。この時にK1課長は、エ社が同22日に「架空・循環取引を踏まえた協働エンゲージメントのお願い」と題するレター（以下、「協働レター」）を他の株主に送ったことを知り、同レターの交付を求めた。
- ・【事実15】5月24日、エ社との電話会議においてK1課長は「コロナという戦時下で無用のミスコミュニケーションやコストは良くない」、「東芝の一部上場が遅れるのも良くない」と述べた。
- ・【事実16】5月26日、K1課長は、「逆流しないよう」（=エ社に気付かれぬように）と注意した上で、協働レターを加茂氏に送付した。同28日に東芝は、報告徴収命令に対する回答として、「外国投資家による当社株式取得状況について」を提出し、エ社が東芝取締役と接触していること及びエ社が他の株主に協働レターを發出し、共同議決権行使の合意と推察されることを説明した。
- ・【事実17】5月28日、エ社との電話会議においてK1課長は、「株主提案が違った方向で大きな動きになるのは政策的にも市場に対してもマイナスで、一部上場も遅れかねない」「ルール・規制を担当している局（貿易局）が財務省とともに動き始めるらしい」「経営トップへの反対の議決権行使は政策として懸念がある」とエ社の株主提案や議決権行使に対する懸念を説明した。これに対してエ社が、「会社提案取締役の選任に反対しないで欲しいという趣旨なのか」と質問したところ、K1課長は「コロナの非常時に経営トップが比較的短期に代わると不安」と回答した。
- ・【事実18】5月28日、加茂氏はK1課長の指示に従って「反論メモ」を送付した。同メモは、「エ社がK1課長に対して、TSC問題に関する東芝の調査が不十分であるなどと主張した場合を想定して、K1課長からの反論内容を記載したもの」（委員会報告書19頁）であった。同29日、K1課長は加茂氏に連絡し、同メモに対して安保課が「自分たち（筆者注：東芝側）はちゃんとやってきた、非はないと言い過ぎで全く共感できない、この説明をされたら他の株主も賛成しないのではないか」と否定的に反応したと説明した。さらに、安保課を納得させるため、東芝側に積み残しの課題があることを認めた上で、「（その課題に対しエ社提案の社外取締役候補は）リモートでどう寄与できるのか」と問いかけ、「寄与できないのであれば、やはりその背景には事業売却などのヒドゥンアジェンダがあるのではないか、というステップで（エ社を）追い込みたい」と述べた。
- ・【事実19】5月29日午前、K1課長は「安保課からエ社に連絡が行く」と東芝側に伝えた。同日午後、安保課はエ社に対し、誓約事項違反の疑いに関する情報を入手したので、今回の相談手続を見直すと連絡した。6月3日に安保課は、エ社が東芝取締役と面談した件について、経産省の許可を受けていない点で誓約事項違反の疑いがあると連絡し、同5日からエ社の事情聴取を開始した⁽³⁷⁾。この調査は、【事実16】の報告徴収命令に対する東芝の回答を踏まえたものと認められる。
- ・【事実20】5月30日、東芝の指名委員会がエ社提案候補の今井氏・高坂氏と面談し

た。その際に今井氏が「今週は (METI からのコンタクトにより), 今までにないストレスフルな一週間だ」と述べたことを受けて, 指名委員会は豊原氏に対し, 「METI からのコンタクトは想定以上に効果が出ている」「4人の一致した意見として今回の件は十分に交渉可能 (negotiable) と感じた」と説明した。

この時点で東芝執行部と指名委員会が共有した方針は, 商務局からエ社に圧力をかけた上で, 「コンプライアンス有識者会議⁽³⁸⁾」を新設し, その委員にエ社提案候補の竹内氏を選任する」との妥協案を提示し, それでもエ社が応じない場合には, 竹内氏だけを会社提案に組み入れることで株主提案を取り下げさせるという内容であった。この方針は, 「北風と太陽」の寓話の如く, 商務局が「北風」, 東芝が「太陽」の役割でエ社に接することから, 東芝社内では「太陽政策」と呼ばれた。

- ・【事実 21】5月31日に車谷社長と K2 審議官, 6月1日に加茂氏と K1 課長が, 交渉方針の打ち合わせをした。6月2日, 豊原氏は, コンプライアンス有識者会議の設置及び竹内氏と杉山氏の委員就任をエ社に提案したが, エ社からは「両氏はこの提案を辞退した」との連絡があった⁽³⁹⁾。

3.2.3 エ社に対する商務局の圧力

前述の太陽政策に基づき商務局は, 以下のとおりエ社に圧力をかけた (調査者報告書 70-73 頁・78 頁・86 頁)。

- ・【事実 22】6月4日, エ社との電話会議において K1 課長は, 「経産省のみならず政府全体の話として, 外為法含め, 規制当局が事実関係を調査し始めると聞いている。規制当局が本格的に動き始めると止めようがない」と説明した。
- ・【事実 23】6月4日, 車谷社長は人事・総務部の T3 氏に対し, 「エ社推薦の2人を自主的に下ろさせなくてはなりません。竹内弁護士の泣き所を調べてください。花王の方 (杉山氏) も」と指示した。同11日, K2 審議官と K1 課長が東芝本社を訪問し, 車谷社長と面談した。
- ・【事実 24】6月15日, 財務大臣及び経済産業大臣は, 「対内直接投資等に関する命令」第7条第5項に基づき, エ社に対し対内直接投資等の状況に関する報告の提出を求める命令 (報告徴求命令) を発した。その理由として, 東芝取締役との面談が誓約事項第4項に違反する疑いがあること及び協働レターを送付に関し共同議決権行使の同意取得行為の有無について確認する必要があることが挙げられていた。
- ・【事実 25】6月16日, 東芝はエ社と面談して, 指名委員会がエ社提案候補を会社提案に採用しない旨を連絡した。
- ・【事実 26】6月17日, エ社が K1 課長に架電し, 株主提案の変更を検討しているので,

(37) 「安保課とエ社との間では, 同課から1度に数十問に上る膨大な質問が寄せられては, これに回答するというやり取りが数往復行われるなどし, 安保課による外為法に基づく審査が行われていた」(委員会報告書 23 頁)。

(38) コンプライアンス有識者会議の設置理由について東芝代表執行役専務 (法務部担当) の櫻井氏は, 「エ社提案を取り下げさせるための便法」と述べている (調査者報告書 69 頁)。

(39) コンプライアンス有識者会議は7月8日に設置されたが, 外部の有識者として参加したのは, 弁護士小林英明氏と公認会計士の神林比洋雄氏の2人だけである。

経産省の懸念事項を教えてほしいと尋ねた。K1 課長は、「(エ社が) 4名の社外取を送り込み、さらに CEO のポートダウン (取締役からの解任) をするというのは、(中略) 現経営陣のバランスを崩して、自分達が取締役として入って、事業の切り売りをすることが本当の目的だと考えている。これは規制当局も同じ問題意識を持っている。事業の切り売りの結果、安全保障に関する事業への影響を相当懸念している」「エ社が、その懸念は誤解だとして行動を変えるのであれば規制当局や財務省含めて私から説明したい」と回答した。

これに対してエ社が「懸念を持たれること自体がよくないと考えており、株主提案の修正を検討したい」と説明すると、K1 課長は「規制当局は、財務省・政府全体を含めて意思決定している」「エ社がコンプライアンス強化の代替案をくれれば、自分もそれをもって規制当局の方と掛け合う」と述べた。6月18日に K1 課長は、エ社とのやり取りを豊原氏に説明した上で、「エ社が少しびびってきている」と述べた。

- ・【事実 27】6月18日、エ社は候補者の1人(高坂氏)を取り下げると東芝に連絡した。同日、K1 課長との電話会議でエ社は、今井氏1人あるいは竹内氏・杉山氏の2人のいずれかを会社提案とすることに東芝側と合意できれば株主提案を取り下げるが、そうでなければ株主提案(3人)を維持すると述べた。これに対して K1 課長は、「財務大臣と経産大臣まで上げて合意してプロセスが進んでいる中で、1名減らしたから大丈夫とはなら(ない)」「自分が昨日述べた懸念は規制当局も持っている」と返答した。
- ・【事実 28】6月19日、K1 課長との電話会議でエ社が「株主提案を3人のまま維持する」と述べると、K1 課長は「社外取締役が10名いる中で4名の社外取を追加で送り込むというのはバランスに違和感があり、その上車谷氏の解任まで求めるとなると、現経営陣のバランスを崩して事業切り売りを行うことが真の目的だと考えられ、規制当局も同じような認識を持っていると思われる」「事業の切り売りとなると、当然、安保事業への影響が出てくるという認識を、規制当局だけではなく政府全体としてもおそらく持っている」と返答した。
- ・【事実 29】6月21日、エ社は、株主提案の候補者を3人のまま維持する旨を東芝に連絡した。同22日、東芝は第181回株主総会を招集した。第2号議案は取締役選任に関する会社提案であり、小林(喜)氏の後任として永山治氏の新任を求める以外は、在任中の取締役11人(車谷社長を含む)の再任という内容であった。さらに東芝の取締役会は、エ社提案への反対を表明するとともに、将来的にキオクシアホールディングスの株式を現金化した際に、手取金純額の過半を株主還元にあてる方針を発表して投資家にアピールした⁽⁴⁰⁾。
- ・【事実 30】7月15日、エ社は、誓約事項第3項に基づき、後述(3.3参照)する3D提案への議決権行使について安保課に確認を求めた。同22日に安保課が、「安全保障上重要な製品及び技術に関する事業に影響を与える可能性のある議決権行使であ

(40) 東芝は2020年10月にキオクシアホールディングスのIPO(新規株式公開)を実施する予定であったが、米中摩擦により主要取引先の中国企業の動向が不安定化したため上場中止を余儀なくされた。

る」と回答したため、エ社は同23日に「3D提案議案に対して議決権を行使しない」と安保課に連絡した。同26日、K1課長がこの情報を東芝側に連絡した。

- ・【事実31】7月27日、安保課は、エ社提案議案について議決権を行使する手続を進めて構わない(=エ社提案候補(今井氏を含む)への賛成を許容する)とエ社に連絡した。同29日にエ社は、会社提案候補のうち車谷氏・太田氏の選任に関して棄権すると東芝に連絡した⁽⁴¹⁾。

7月31日の株主総会では第1号議案と第2号議案(共に会社提案)が可決され、第3号議案(3D提案)と第4号議案(エ社提案)は否決された(今井氏への賛成率は43.43%、竹内氏同41.95%、杉山氏同37.68%)。その背景として、議決権行使助言会社のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ(ISS)とグラス・ルイスが、会社提案に賛成・エ社提案に反対を推奨する意見を表明したことが挙げられる。なお、会社提案の車谷社長は選任されたが、その賛成率は57.96%にとどまり、前年度の99.43%から大幅に減少した。

ちなみに、7月30日にエ社は大量保有報告書に係る変更報告書を提出し、東芝株の一部を売却し、保有比率が9.91%に低下した旨を開示した。その事情についてエ社は、「①国の安全等に影響を与えるとの懸念を払拭すること」「②今井氏が取締役就任した場合にインサイダー取引規制の関係で東芝株式の売買が困難になること」「③東芝の「社外取締役の独立性基準」によれば、議決権の10%以上を保有している会社に在籍している社外取締役は、独立性を有しないと判断されること」を挙げている⁽⁴²⁾。前述(3.1参照)のとおり誓約事項は10%以上の株式保有を条件としているため、今井氏が社外取締役に選任された場合に行動の妨げにならないように予防的に措置したと推察される。

3.2.4 小括

【事実17】【事実22】【事実26】【事実27】【事実28】のとおり、K1課長は外為法による規制について再三言及し、エ社に圧力をかけたと認められる。調査者報告書も、「一連の行為は、エ社を排除すべきアクティビストであると決めつけることから出発して、改正外為法上の当局の権限を発動させ、あるいは、かかる権限を背景とした働きかけによって、エ社の株主提案に対処しようとしていたものと評価できる」と認定している(同104頁)。

3.3 3Dのケース

4月16日に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⁽⁴³⁾」と批判するレターを指名委員会に送付した。さらに4月30日には、社外取締役2人の選任を求める議案(第3号議案)を東芝に提出した。東芝側は3D対策についても事務局に支

(41) 棄権の場合には出席議決権数(母数)に算入されるため、実質的に反対票と同じ効果を持つ。議決権不行使の場合には出席議決権数に算入されない。

(42) 2020年7月30日エ社発表資料「株式会社東芝に関する変更報告書について」。

(43) 事業を多角化している企業において、単体で各事業を営んでいる場合と比較して、市場の評価が低く、株価が下落している状況をさす。その理由として、多様な事業展開に経営者の能力が追いつかず、各種リソースの投入が非効率となってしまうことが挙げられる。

援を求め、以下のとおり事態が推移した。

- ・【事実 32】資料「当社株主総会（7月15日予定）に関する状況」の修正版には、3Dに関して「提案理由に事業売却の促進があることの言質が取り、改正外為法で対応」（調査者報告書61頁）と記載されていた。
- ・【事実 33】5月8日に加茂氏が経営企画部に送付した資料「株主別対応、アクションリスト」には、3Dに関して「取締役推薦の背景を聞き、その中で事業売却の意図をあぶりだす」「METIを中心とした対応に移行」と記載されていた（調査者報告書62頁）。
- ・【事実 34】6月4日、3Dとの電話会議においてK1課長は、「企業の社会貢献等の重視を表面的に繕いながら、実際には全く違う行動を取る投資家も見受けられること、そのような投資家には外為法を始めとする様々な規制を適用していくことを経産省や財務省の中でも話して（いる）」と述べた（調査者報告書74頁）。
- ・【事実 35】6月17日、3Dとの電話会議においてK1課長は、「東芝を巡って、外国のアクティビストとの間で手続上問題が生じたところがあったようであり、それに巻き込まれないようにしてほしい」「東芝のように安全保障上重視されている企業は政府の関心も高く、一部の投資家に厳しい対応をとっている」と述べた（調査者報告書74-75頁）。
- ・【事実 36】6月22日、東芝の取締役会は3D提案に反対であると表明した。

3Dに対する当初のスタンスは、【事実 32】【事実 33】のとおりの外為法による規制も視野に入れていた。しかし実際の事務局の対応は、【事実 34】【事実 35】のとおりの「エ社提案に3Dが賛成すれば、エ社に対する外為法の規制に巻き込まれるリスクがある」とエ社提案への反対を助言するだけで、3D提案の取り下げを要求しなかった。3D提案候補は投資運用経験を持つ人物であるが、会社提案候補のワイズマン氏・ゼイジ氏も同様の経歴を有していたため、他の機関投資家は同調しないと見込んでいたのである⁽⁴⁴⁾。実際にも、3D提案候補はいずれも賛成率31.14%で否決された。

事務局の働きかけに対して3Dは、「エ社の株主提案につき全候補者への賛成の議決権行使を行った場合は、そのことにより経産省から何らかの措置を取られるリスクを感じ、複数回にわたり顧問弁護士に法的リスクのアドバイスを求めていた」（調査者報告書109頁）とされ、外為法による規制を懸念したと認められる。ちなみに、3Dはエ社提案候補の1人について反対の議決権行使をしたが、本人の資質を検討した上で判断した（＝議決権行使の変更を強いられたわけではない）と表明している。

3.4 HMCのケース

3月3日、HMCは東芝に自己株式取得による株主還元を求め、これを実行しない場合には取締役選任議案に反対する旨のレターを送付した。しかし、HMCを友好的と考えていた東芝側が返答しなかったため、態度を硬化させたHMCは、6月1日に「東芝経営陣に深く失望した。3月に送付したレターの検討が不十分なことに強い懸念を抱いている」

(44)「3Dの提案した取締役候補者はスキルが見劣りすること等から、(中略)豊原氏及び加茂氏は、株主提案として残っても、それほど危機感を持っていなかった」（委員会報告書23頁）。

とのレターを送り、その後は東芝との接触を拒絶した。

HMCはエ社にも出資していたことから、両者の連携を懸念した東芝側はK1課長に支援を求めた。K1課長は、HMCとの接点を持つ人物として、ハーバード大学フェローで経産省参与の肩書を持つM氏⁽⁴⁵⁾に交渉を依頼した。M氏はHMCに接触する一方で、東芝からHMCに送付するレターの文案についてコメントを送り、書き直しを要請した。6月22日に豊原氏・加茂氏がK1課長と相談しながら文案の修正を繰り返し、「取締役会で自社株買いを検討する」との内容でM氏が了解したため、同23日に車谷社長がレターに署名してHMCに送付した。

7月23日、K1課長は、株主総会の議決権の集計状況や票読みを随時連絡するよう東芝側に要請した。同24日以降の動きは、以下のとおりである。

- ・【事実37】7月24日、キングストリートが車谷社長に反対する一方で、3Dとエ社の提案候補に賛成したことが判明した。加茂氏は、HMCに車谷社長への賛成とエ社提案候補への反対を依頼する必要があるとK1課長に連絡した。これに対してK1課長は、「明日の夜に、M氏とハーバードがテレカン（筆者注：テレビ会議）出来る見通しです」「（資料を）M氏ともやりとりします」（調査者報告書80頁）と述べた。
- ・【事実38】7月25日、東芝を来訪したK2審議官とK1課長が豊原氏・加茂氏と票読みについて会談し、HMCに味方してもらいたいとの話が繰り返された。同日、M氏がHMCと協議し、その際のHMCの反応についてK1課長に連絡した。
- ・【事実39】7月26日、加茂氏は、「HMCの投票行動として「ベスト」は会社提案を支持し、エ社提案を不支持とすること、「セカンドベスト」は投票しないこと」とK1課長に伝えた。同日、K2審議官が「当局にとっては、（中略）エ社提案全てへの反対票が望ましい」（調査者報告書83頁）とM氏に連絡し、M氏がHMCと再度協議した模様である。
- ・【事実40】7月27日、加茂氏が朝食会で菅官房長官と面談して、「経産省のサポートも得てアクティビストの分断がはかれつつある」（調査者報告書86頁）と説明した。さらに、K2審議官も東芝に関して菅官房長官に報告した。
- ・【事実41】7月29日、加茂氏は「HMCがどう投票したとしても、車谷氏は選任され、3D提案とエ社提案は否決される見込み」とK1課長に連絡した。

HMCは過去の株主総会で必ず議決権を行使していたが、7月31日の株主総会では全議案で議決権を行使しなかった。9月1日、HMCは「株主総会に議決権行使をしなかったのは、総会直前にある人物から連絡を受けたため」とワイズマン氏に連絡し、同4日にも「株主総会前に接触してきた人物は『rogue agent』」「その人が公式な立場なのか非公式な立場なのかを確認する時間がなかったところ、HMCの法律顧問が投票しないようにアドバイスした」とワイズマン氏とブラック氏に説明した（調査者報告書90頁）。9月15日には、フィナンシャルタイムズが「M氏は、東芝と日本政府の深い関係とHMCの投票行動がHMCの評判に影響する可能性について言及した」と報道し、M氏の働きかけ

(45) M氏は2020年3月まで年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の理事兼CIO(最高投資責任者)を務め、2020年4月からはテスラの社外取締役役に就任していた。

を「dark arts」と表現した⁽⁴⁶⁾。

東芝の調査に対して HMC は、「HMC と関係のない人物から、東芝の選挙に関し、望んでもいないミーティングの要請を受け、礼儀としてミーティングに応じたが、そのやり取りは内容も時期も極めて不適切なものであるとわかり、投票をしないことにした」（調査者報告書 92 頁）と述べた。ちなみに、株主総会後に HMC と対話したファラロンも、HMC から「直前の週末に M 氏からアグレッシブな電話があり「脅された（“Threaten”）」「実際に経済産業省が動いているのか調べる時間も余裕もなかったため、やむを得ず議決権行使をしない判断をした」との説明を受けたと証言している（調査者報告書 115 頁）。

以上の情報を総合すると、M 氏が「HMC がエ社提案に賛同した場合、外為法による規制が発動されるリスクがある」と示唆した可能性が高い⁽⁴⁷⁾。調査者報告書も、「（M 氏が）HMC に対して、Fiduciary Duty（信認義務）を考慮してもなお議決権のすべてを不行使にするほどの、HMC の投票行動に関連したリスクの指摘を行ったことが窺える」（同 113 頁）と分析している。

M 氏を交渉役に起用したのは商務局の判断であり、その後も商務局が M 氏と連絡を取り合っていたことから、商務局側には M 氏を通じて HMC の議決権行使に影響を与えようとする意図があったと認められる。また、M 氏は経産省参与の肩書を有していることから、HMC 側が M 氏を「経産省の使者」と受け止めることも当然に予想していたはずである⁽⁴⁸⁾。

その一方で、東芝側が M 氏と直接連絡を取った形跡はなく、豊原氏は「東芝としては頼んでいたわけではなく、METI から東芝の希望順序を聞かれたのでそう言っただけ」（調査者報告書 113 頁）と弁明している。しかし、M 氏が交渉に当たったのは東芝が商務局に支援を求めたためであり、その交渉状況についても東芝側は K1 課長から連絡を受けていた。さらに、M 氏のコメントを踏まえて東芝側がレターを書き直したことを勘案すると、商務局・東芝・M 氏が一体となって HMC に働きかけたと認められる⁽⁴⁹⁾。

4. 東芝側の意図

【事実 29】において東芝の取締役会がエ社提案に反対した理由を整理すると、以下の 4

(46) 「Harvard pressured to support Toshiba chief in ‘dark arts’ campaign」<<https://www.ft.com/content/bdfff63b-93a4-451c-a98f-a22548106327>>

(47) 一部報道によれば、M 氏は「会社提案にノーといえば、（外為法上の）インベスティゲーション（調査）が入りますよ」と HMC に説明したとされる（東洋経済オンライン 2020 年 12 月 28 日記事「東芝が「臨時株主総会」を相次ぎ要求される訳」<<https://toyokeizai.net/articles/-/397226>>（2022 年 2 月 10 日最終確認））。

(48) 「経産省参与の地位にあった M 氏が、一私企業の株主総会直前の時期に、当該企業の外国株主との間で、当該株主総会における当該株主の議決権行使の内容に関して協議を行ったならば、経産省が外国株主に対する規制権限を有することなどを背景として、当該外国株主の議決権行使に関する判断に強い影響を与えるであろうことは容易に予想できる（仮に M 氏が、経産省参与の地位から離れて一私人として協議を行うと述べたとしても、当該株主の受け止め方、及び当該株主に対する影響力は変わらないであろう。）」（調査者報告書 115 頁）。

(49) 調査者報告書によれば、たとえ HMC が賛成したとしても、結果的にエ社提案は否決されていたとのことである。しかし、それによって東芝や商務局の行動が正当化されるわけではない。

点となる⁽⁵⁰⁾。

- ①会社提案候補は、資本市場・企業経営・国際事業・M&Aなどのスキルセットを備えている上に、国際性・ジェンダーなどの多様性も確保している。
- ②会社提案候補には、法律専門家（古田氏）・会計専門家（小林（伸）氏）・企業統治の第一人者（太田氏）・大企業の常勤監査役経験者（山内氏）が含まれ、不祥事の再発防止に十分である。
- ③取締役会の適正規模の観点から、会社提案の12人よりも増やすことは適切でない。
- ④今井氏はエ社の業務執行者であり、利益相反のおそれがある。

このうち理由①と③については、コーポレートガバナンス・コードの【原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】が、取締役会全体としての知識・経験・能力のバランス、ジェンダーや国際性等の多様性と適正規模の両立を求めていることに合致する。理由④も当然の指摘である。しかし理由②については、前述（2.6参照）のとおりTSC事件の対応が不適切だったことから、現取締役には不祥事対応の実務能力や職責遂行の意志の面で疑問があると言わざるを得ない⁽⁵¹⁾。その一方で、エ社提案候補の竹内氏・杉山氏は、TSC事件の再調査や再発防止対策の推進に有用な人材と認められる⁽⁵²⁾。

【事実27】のとおりエ社は、竹内氏・杉山氏の2人を会社提案候補とすれば、株主提案を取り下げるとの妥協案を提示していた。理由③により取締役の総数を増やせないとしても、東芝側には、会社提案候補のうち2人を竹内氏・杉山氏と差し替えてエ社と妥協する選択肢が残っていた。それができなかった事情として、アクティビストの敵視、取締役会の主導権喪失への懸念、TSC事件の再調査への懸念の3点が挙げられる。

4.1 アクティビストの敵視

前述（1.参照）のとおりアクティビストとは、自己利益の最大化を目指して、経営陣に積極的に提言する投資家であるが、短期の利益獲得に執心する「ハゲタカ」だけでなく、中長期的な企業価値向上を目標とする投資家も含まれる。後者は一般株主と利害が一致しているため、経営陣はその提言を真摯に検討すべきである⁽⁵³⁾。

しかし委員会報告書は、車谷社長の姿勢について、「アクティビストは経営のことは分

(50) 2020年6月22日東芝発表資料「第181期定時株主総会の開催及び株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」

(51) エ社が車谷社長の選任に反対した件も、TSC事件の対応に関する最高責任者の責任を追及するという点で当然であった。

(52) 竹内氏は、コンプライアンス・内部統制・コーポレートガバナンスなどを専門分野とする弁護士で様々な不祥事の調査に携わった経歴を有する。杉山氏は、花王の法務コンプライアンス部門に長年所属し、執行役員を務めた人物である。東芝側も両氏の力量を否定したわけではなく、理由②に基づき「取締役として選任する必要はない」とした。

(53) 「エ社の投資手法についての説明(中長期的な企業価値の向上に伴う株価の値上り益や配当を享受するために、潜在的企業価値に比べて割安な株式に投資を行うといういわゆるバリュート投資をその投資手法としているというものは、上記の株式取得の経緯やその後の保有状況に照らして不自然なところはない。こうした株主との間では、本来、中長期的な企業価値の向上が会社との共通の目的となっていたはずで、東芝は、企業価値の向上に向けた議論を深めていく努力をすべきであったとの見解は、複数の有識者アドバイザーから示されている」(委員会報告書46頁)。

かっておらず、株価を上げることしか考えていないとの考えを有しており、アクティビストから提案があっても真剣に改善しようとしなかった」との関係者の証言を紹介した上で、「車谷氏は、アクティビストは健全な企業経営とは相容れない無理な要求をする存在であるとの認識の下にファンド系の投資家に対応して（いた）」と認定している（同 47 頁）。このように執行部はアクティビストをいたずらに敵視していたため、エ社に対して非妥協的であり、圧力をかけるという非定常的な方策にも躊躇を感じなかったと推察される。

4.2 取締役会の主導権喪失への懸念

エ社提案について豊原氏や加茂氏は、「東芝の取締役構成につき、自己の推薦する 4 名の増員を行った上で、車谷氏の選任を否決して、取締役を 15 名とするとともに、昨年からの外国籍取締役 4 名とエ社推薦の 4 名との 8 名で過半数を占めることにより、エ社ら外国投資家の意のままに東芝を経営しようとしている」と警戒していた（委員会報告書 17 頁）。【事実 4】の資料「当社株主総会（7 月 15 日予定）に関する状況」にも、「（アクティビストは、）影響力を及ぼせる社外取締役を多数選任させることで効率的に企業をコントロールしようとしている」（委員会報告書 15-16 頁）との記述があり、執行部が取締役会の主導権を失うことを怖れていたと認められる。

会社提案候補は計 12 人であった。このうち 4 人の外国人はキングストリートやファラロンが推した人物であるため、取締役会の勢力図は執行部側 8 人対アクティビスト側 4 人である。もしも車谷氏が否決され、さらにエ社提案候補の 4 人が選任されれば、勢力図は 7 対 8 と逆転し、アクティビスト側が取締役会の主導権を握る状況となる。ちなみに、【事実 20】のとおり執行部が竹内氏だけを会社提案候補に組み込む妥協案を模索したのは、1 人だけならば勢力図は 7 対 5 で、取締役会の主導権を確保できるとの判断によるものであろう⁽⁵⁴⁾。

4.3 TSC 事件の再調査への懸念

エ社提案候補が選任されれば、TSC 事件の再調査を迫られることになる。東芝は早期の東証一部復帰を目指していたが、再調査により組織的かつ深刻な不正会計事件と判明した場合、証券取引所における審査が長引く（＝東証一部復帰が遅延する）ことが懸念された。さらに、Z 氏の注意義務違反と安易に結論付けた件についても関係者の責任を追及されるおそれがあったため、執行部側ではエ社提案の阻止に力を注いだと思量される。

5. 違法性の検討

米国では、1988 年の Blasius 事件⁽⁵⁵⁾において「取締役会の行為が株主の議決権の行使

(54) 【事実 27】のとおりエ社は、竹内氏・杉山氏を会社提案候補に加える妥協案を提示した。その場合には取締役会の勢力図は 7 対 6 となり、引き続き過半数を押さえることが可能にもかかわらず、執行部側はこの案を拒否した。永山氏・古田氏・太田氏・小林（伸）氏が 70 歳超であったため、1 人でも病欠すれば 6 対 6 の同数となる（＝取締役会の議決が出来なくなる）ことを懸念したと推察される。

(55) Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp., 564 A. 2d 651 (Del. Ch. 1988).

に干渉またはこれを妨げることを主要な目的とするものであり、かつ株主が実効的に議決権を行使する十全かつ公正な機会が与えられない場合」には、「たとえ取締役会が、支配権の取得を目指す者が提示している事業計画が会社を害すると誠実に信じ、これを防ぐために議決権の行使に干渉する手段をとった」としても、当該防衛策は違法となると判示されている(田中(2012), 187頁)。

本事件では、これまで解説したように東芝と事務局⁽⁵⁶⁾が共謀して外国投資家の株主権行使を妨害しようとしたと認められる。ただし、日本では企業側の防衛策に対する直接的な法規制が未整備であるため、以下では外為法と行政手続法に則して検討する。なお、3Dに対する圧力は比較的緩やかであること、HMCに対する圧力は詳細が不明であることを勘案し、以下ではエ社のケースのみを対象とする⁽⁵⁷⁾。

5.1 外為法違反の有無

2019年に外為法が改正された際に、国の安全等に関係がない株主権行使を制限するものではなく、また、アクティビストの排除を目的としたものでもないとの国会答弁がなされている⁽⁵⁸⁾。したがって、株主がアクティビストというだけでは、外為法で規制する根拠にはならない。経産省に対する東芝の申入書の内容を整理すると、以下の3点を指摘している。

【指摘①】取締役の選任に関してエ社が会社提案に反対し、さらに株主提案を行ったことは、安全保障上重要な事業の継続的・安定的実施に影響を与える行為である。

【指摘②】エ社が協働レターを他の投資家に送付したことは、事前届出の対象となる「共同議決権行使のための同意取得」に該当する。

【指摘③】エ社が東芝取締役と個別面談したことは、東芝の経営陣に対する人事関与に

(56) 検討対象はあくまで事務局の行為であり、安保課の行為(【事実19】のエ社からの事情聴取や【事実30】の3D提案に対するエ社の議決権行使への反対等)は含まれない。

(57) K1課長がエ社から入手した協働レターを東芝側に提供するなど機微にわたる諸情報を提供していたことは、国家公務員法第100条の「職員は、職務上知ることのできた秘密を漏らしてはならない」に違反している可能性がある。ただし、これらの情報の秘密区分が不明であるため、本稿では取り上げない。

(58) 2019年11月21日の参議院財政金融委員会において、麻生財務大臣と財務省国際局長は、改正外為法の趣旨について以下のとおり答弁した。

(麻生財務大臣)「株主の権利行使に加える制限というのは、この法目的に照らしましても、これは必要最小限なものに限定をしております。(中略)株主による企業との健全かつ建設的な対話というもの、これはもういわゆるコーポレートガバナンスというものを強化して企業の価値を向上するという観点から、これは非常に重要であるという認識には全く変わりはありません。今回の法改正につきましても、いわゆるコーポレートガバナンス改革路線というものの転換でも全くありませんし、アクティビストの排除でもないということは改めて強調させていただきたいと存じます」(下線筆者)。

(財務省国際局長)「今回の法改正に伴う株主の権利の制約が、国の安全等を損なうおそれ、この国の安全を損なうおそれにつながる行為に限定されて、それ以外の株主権の行使、あるいは一般に企業との対話について一切の制限を加えるものではないということを明確にお示しするといった対応を行ってきているところでございます。」「株主総会での提案あるいは役員への就任ということも、あくまでも国の安全等に関わる技術の流出や事業活動の喪失といった事態を防止するということが目的でございますので、この観点から限定されるということで、一般的に国の安全に関係のない株主権の行使について制約を課すというものではございません」。

該当し、安保課の確認を受けずに行ったことは誓約事項第4項に違反する。

これらの指摘事項が正しければ、行政当局がエ社に警告することや、違反状況を是正するために助言することは合法と解される。以下では、各指摘事項について外為法違反を疑うに足る根拠が存在したかどうかを検討する。

【指摘①】については、会社提案に外国投資家が反対又は棄権することは、そもそも外為法の規制対象である「対内直接投資等」に該当しない。したがって、車谷社長の選任に関する会社提案に対し、エ社がどのように議決権を行使しても外為法違反にはならない。また、外国投資家自身又はその関係者を役員に選任する議案に同意することは「対内直接投資等」に該当するが、エ社社員の取締役選任を求める株主提案に関しては、安保課への事前届出が行われていた。

【指摘②】については、エ社が他の投資家に送付した協働レターが、「対内直接投資等」の一つである「会社の経営に重要な影響を与えるおそれのある事項に係る議案について、外国投資家間の共同議決権行使に係る同意を取得すること」に該当するかどうか問題となる。同レターは、TSC事件に関して投資家間で問題意識を共有し、東芝の組織風土の改善のために協働エンゲージメントを行うことを呼びかける内容であった⁽⁵⁹⁾。

日本版スチュワードシップ・コードの【原則4】は、「機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」⁽⁶⁰⁾を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである」と規定している⁽⁶¹⁾。その【指針4-5】は、「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）が有益な場合もあり得る」と解説している。

前述のとおりTSC事件への東芝側の対応は不適切と認められるため、その改善に向けてエ社が他の投資家に協働エンゲージメントを呼びかけることには相当な理由がある。その一方で、協働エンゲージメントの具体的内容として、会社提案の否決やエ社提案の可決に向けて共同議決権行使を求めている場合には、「対内直接投資等」に該当するので事前届出が必要である。しかし協働レターには、「皆様が行うエンゲージメントの内容については私どもが干渉するものではなく、また議決権その他の権利行使を共同で行うことをお願ひするものではありません」（下線筆者）と明記されていた。

ちなみに、会社提案やエ社提案に関する外国投資家の実際の議決権行使を見ても、共同議決権行使の同意が形成されていたとは認めがたい。調査者報告書も、「本件調査の限りでも共同議決権行使の同意や株主提案にあたって連携する動きがあったとの事実は見当た

(59) 協働レターには、「本文書により私どもの問題意識をお伝えすることで、皆様との間で本件不祥事（筆者注：TSC事件のこと）に関する問題意識を共有させていただきたいと考えています。私どもは、投資家間で問題意識を共有したうえで、各自が東芝との間でエンゲージメントを行うことにより、東芝の組織風土の改善をもたらすことができると考えています」と記述されていた。

(60) 日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家と投資先企業の建設的な「目的を持った対話」を「エンゲージメント」と表現している（同6頁）。

(61) 東京証券取引所の「コーポレートガバナンス・コード」（2021年6月11日）も、【基本原則5】に「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである」と規定している。

らなかった」(同95頁)と認定している。

【指摘③】について、エ社は取締役との個別面談を行ったが、面談内容はTSC事件への対応に関するもので、「日本版スチュワードシップ・コード」に基づく投資先企業との建設的な「目的を持った対話」と認められる。東芝側もエ社が具体的にどのような言及をしたのかを明らかにしておらず、個別面談したというだけで「経営陣に対する人事関与」と解するのは無理がある。

以上のとおり、指摘事項のいずれについても、エ社が外為法に違反したと疑うに足る理由が存在したとは認められない。K1課長自身も、【事実9】のとおり「外為法の発動には証拠が不十分」と認識していた。したがって、事務局の行為を外為法違反に対する警告あるいは助言とみなすことはできない。ちなみに、東芝の申入書を受けて安保課が調査したが、結論的には何の処分もされず、【事実31】のとおりエ社の議決権行使が承認されたことから、安保課も外為法上特段の問題はないと判断したと認められる⁽⁶²⁾。

5.2 行政指導の違法性

行政手続法第2条第6号は、「行政機関がその任務又は所掌事務の範囲内において一定の行政目的を実現するため特定の者に一定の作為又は不作為を求める指導、勧告、助言その他の行為であつて処分に該当しないもの」を「行政指導」と定義している。事務局の対応は、前述のとおり外為法に基づく警告に該当しない以上、行政指導と解される。

行政手続法第32条第1項は、「(行政指導は)当該行政機関の任務又は所掌事務の範囲を逸脱してはならない」と規定するが、そもそも情報産業課は外為法の所管部署ではなく、外為法関係の行政指導を行う権限を有していない⁽⁶³⁾。事業所管課として、安保課に情報や所見を提供するという立場にとどまる。安保課が事業所管課を介して行政指導を行うという変則的なケースも論理的にあり得ないわけではないが、【事実24】のとおり安保課はエ社と接触しており、情報産業課に行政指導の代行を依頼したとは考えにくい。

また、K1課長は、安保課から様々な情報を入手しているかのようにエ社に度々説明していたが、以下のとおり安保課から情報産業課への連絡は決して密接でなかった。

- ・株主提案についてエ社は3月6日に安保課に相談したが、【事実1】のとおり3月25日時点で豊原氏が「取締役候補の推薦についてエ社が経産省に申し出た際にはご一報ください」と依頼した際、K1課長はこの相談の件について説明しなかった。K1課長は、安保課から同情報を提供されていなかったと認められる。
- ・【事実9】のとおり株主提案について安保課の承認を受けたエ社は、5月15日に東芝側に通報した。その翌日に東芝側が情報産業課に連絡を入れた際の様子について、

(62) 【事実30】のとおり安保課は、エ社が3D提案に賛成することに対しては、「安全保障上重要な製品及び技術に関する事業に影響を与える可能性がある」と反対した。3Dが「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」と主張していたため、3D提案候補の選任が事業分割につながるおそれがあると判断したと推察される。

(63) 「K1課長は、当時、事務局情報産業課の課長であり、同課の所掌事務(経済産業省組織令85条)に照らし、東芝の株主たる外国投資家と接触する業務上の必要性を有していたか否かについては強い疑念を抱かざるを得ない。(中略)外国投資家たるエ社との接触が貿易局の所掌事務であると考えられることに照らせば、特段の事情のない限り、K1課長の上記の接触は、所掌事務の範囲を逸脱する」(調査者報告書106頁)。

「(K1 課長は)『えっ』と言う感じでした。そこ迄すると思っていなかったようです」(調査者報告書 64 頁)と豊原氏が証言している。K1 課長は、エ社提案を承認した件について安保課から連絡を受けていなかったと認められる⁽⁶⁴⁾。

- ・【事実 18】のとおり K1 課長が東芝に作成させた「反論メモ」に対し、安保課は「全く共感できない」(調査者報告書 67 頁)と否定的に反応した。それまで K1 課長と安保課の間で意見調整がなされていなかったことを示唆している。
- ・【事実 30】のとおり安保課は、7 月 22 日に 3D 提案へのエ社の議決権行使に反対したが、この情報を K1 課長が東芝に連絡したのは 7 月 26 日であった。当時、K1 課長が東芝側と一緒に株主総会の票読みに苦心していたことを考えると、安保課からスムーズに連絡が入っていなかったと認められる。

以上の諸点を勘案すると、外為法所管部署の安保課は、情報産業課の意向に左右されずに対応方針を決定し、また、国家公務員の守秘義務に従って、情報産業課に対する情報提供も限定的だったと認められる⁽⁶⁵⁾。視点を換えれば、K1 課長は安保課と連携を取らず独自に行動していたことになるため、当該行政指導は情報産業課としての所掌事務を逸脱したものと云わざるを得ない。

また、行政手続法第 32 条第 1 項は「(行政指導は)あくまでも相手方の任意の協力によってのみ実現される」と規定し、同法第 34 条は「許認可等をする権限又は許認可等に基づく処分をする権限を有する行政機関が、当該権限を行使することができない場合又は行使する意思がない場合においてする行政指導にあっては、行政指導に携わる者は、当該権限を行使し得る旨を殊更に示すことにより相手方に当該行政指導に従うことを余儀なくさせるようなことをしてはならない」⁽⁶⁶⁾と規定している。外為法上の処分を行う意向が安保課になかった以上、K1 課長が外為法の規制を示唆して圧力をかけたことは、これらの条文に明白に違反している⁽⁶⁷⁾。この行為は、刑法第 223 条の強要罪(未遂)に該当するおそれもある。

5.3 委員会報告書に対する批判

委員会報告書は、「外為法に基づく規制の可能性を背景として、株主提案権又は議決権の行使に圧力をかけたかのように見える点がないわけではない」(同 33-34 頁)と述べる一方で、「K1 課長の行為が外為法の趣旨を逸脱して株主提案権又は議決権行使を制約する

(64) 【事実 11】のとおり 5 月 19 日に車谷社長がエ社提案について K2 審議官に連絡した際にも、「経産省は準備不足感あり」(調査者報告書 64 頁)との印象を受けたとされる。

(65) 外為法担当は複雑膨大な専門知識の蓄積を必要とする一方で、必ずしも「日の当たる部署」ではなかったことから、ベテランのノンキャリア官僚の牙城とされており、事務局のキャリア官僚でも容喙することが難しかった模様である。

(66) この禁止行為については、「本来権限を行使できない又は行使する意思がないのに、行政指導に従わなければ、すぐにも当該権限を行使するようなことを示唆したり、当該権限に基づいて何らかの不利益な取扱いを行い得るようなことを暗示する等、殊更に権限を有することを利用して相手方に行政指導に従わざるを得ないように仕向けること」(行政管理研究センター(2016)、248 頁)と解説されている。

(67) 筆者が事情聴取した某大手企業関係者によれば、経産省の事業所管部署から要望があれば、企業側がすぐそれに対応するのは当然という一種の慣行が存在するとのことである。K1 課長もそうした状況に馴染んでいたために、行政指導の適法性や所掌事務の限界について十分に意識していなかったのではないだろうか。

ことを目的とした違法行為に当たると評価することは困難である」と認定した(同32頁)。その理由について、「情報産業課は、エ社の株主提案が、東芝の取締役会の構成の変化をもたらし、事業の継続に影響を及ぼすなど、国の安全等に影響を与える可能性があり、また、共同議決権行使の可能性や誓約事項違反の可能性もあるとの行政判断の下に、取下げ等の働き掛けを行ったとみるのが相当である(る)」(同32頁)と説明している。しかし、外為法所管部署でない情報産業課は、「国の安全等に影響を与える可能性」「共同議決権行使の可能性」「誓約事項違反の可能性」について行政判断を下す立場になく、また、「取下げ等の働き掛け」という行政指導を実施する権限も有していなかった。

また、エ社提案が「国の安全等に影響を与える可能性」の根拠も希薄である。委員会報告書の所論は、「①エ社提案候補が取締役に就任する」→「②アクティビスト側の取締役が取締役の過半数を占める」→「③東芝の経営の安定が害される」→「④事業売却や機密流出などの危険が生じる」とするものであるが、①から④までには相当な論理の飛躍がある⁽⁶⁸⁾。

ガバナンス強化委員会は、東芝側がアクティビストをいたずらに敵視していたと批判しているが、同委員会自体にもそうした傾向があるのではないだろうか。ちなみに、前述のとおり K1 課長の行為は行政指導に該当するにもかかわらず、委員会報告書は行政手続法についてまったく言及していない。ガバナンス強化委員会を構成する法律家たちが、この基本的な論点に言及しなかったことは不可解である。

5.4 東芝と事務局の関係

エ社に圧力をかけたのは、決して K1 課長の独断ではなかった。【事実2】【事実3】【事実6】【事実7】【事実11】【事実21】【事実23】【事実38】【事実39】【事実40】を見る限り、K3 局長と K2 審議官も東芝への支援について了解しており、事務局として組織的に実行されたと認められる。

ちなみに、東芝がアクティビスト対策に関して事務局の支援を受けるのも、今回が最初ではなかった。前述(注記7参照)のとおりキングストリートが取締役の入れ替えを要求した際にも、当初は取締役候補を7人も推薦したため、「要求が Too much なのではないかなどと(経産省が)強く言った」(調査者報告書56頁)とされる。キングストリートは共同創業者のジャック・ヒギンス氏も推薦したが、「外資乗っ取りに敏感な経済産業省もヒギンス氏の取締役就任には反対したとされ、結果的に同氏は候補者リストから外れた」⁽⁶⁹⁾とのことである。

事務局が東芝の安保関連事業の売却や機密流出を懸念していたとしても、外為法所管部署の安保課との連携が不足していた点に鑑みると、それだけが動機とは考えにくい。委員会報告書は、「歴史的、伝統的な経産省との関わりを背景として、経産省との緊密な情報

(68) この点については、委員会報告書も「有識者アドバイザーからは、米国のCFIUS(筆者注:対米外国投資委員会)による規制の実例などを念頭において、事業売却等の安全保障上の問題に直接関わる事象が生じていないのに、行政庁が取締役選任に関する株主提案や議決権行使を制限しようとするのが安全保障上の目的に基づくものといえるのであろうかとの疑問を呈する意見もあった」(同34頁)としている。

(69) 日経ビジネス2019年6月17号記事「特集 正しい社長の辞めさせ方」39頁

交換や相談をいわば当然のことと考え、それを頼りにするといった東芝の企業風土にも問題があった」(同 50 頁。傍点筆者)と説明している。

官庁の事業所管部署は、担当企業を監督するだけでなく、その健全育成も業務としているため、政策立案・行政指導・補助金交付など様々な形で担当企業の面倒を見る一方で、企業側でも政策への協力や天下りの受け入れなどの形で事業所管部署の便宜を図るという相互関係が形成される。その結果、事業担当部署には、重要な担当企業から依頼を受けた場合には出来る限り支援しなければいけないという保護者意識が生じがちである。

東芝と事務局の関係は特に濃厚だった⁽⁷⁰⁾。東芝による WEC の買収は、経産省の「原子力政策大綱」(2005 年決定)とその具体策である「原子力立国計画」(2006 年決定)が原子力発電の拡大や原子力産業の国際展開を提唱したことに呼応していた。その結果として東芝が経営危機に陥ると、メモリ事業の売却を巡って事務局長がウエスタンデジタルとの交渉に乗り出している。本件の株主総会で事務局が東芝を支援したことも、その延長線上にある。さらに今回は、外為法改正後のアクティビスト対応のモデルケースとして注目されていたため、担当者として気負いがちな状況であった。

これまで経産省は、日本企業に対して企業統治の旗振り役を務めてきた。それにもかかわらず、事務局が企業統治の原則に違背する行動を取ったばかりか、本事件に関して省内の調査さえ実施しなかったことは衝撃的と言わざるを得ない⁽⁷¹⁾。

6. 執行部の責任

東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コード(2021 年 6 月版)は、【基本原則 1 株主の権利・平等性の確保】において「上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである」と規定し、【補充原則 1-1 ③】は「上場会社は、株主の権利の重要性を踏まえ、その権利行使を事実上妨げることをしないよう配慮すべきである」と解説している。

会社側が株主提案に反対の場合、その取り下げや否決に向けて活動することは許されるが、株主の権利をいたずらに侵害しないように「社会通念上許容される範囲」に限定しなければならない⁽⁷²⁾。事務局の行為が前述のとおり違法である以上、事務局と共謀関係にある東芝の行為もコーポレートガバナンス・コードに違反する。

(70) 筆者が事情聴取した某大手企業関係者によれば、経産省の事業所管部署は企業の役職者を呼びつけることが通例であり、【事実 23】や【事実 38】のように経産省幹部が企業側に向かうことは異例で、東芝と事務局の特別な関係に驚いたとのことである。

(71) 「梶山弘志経産相は(6 月)15 日の記者会見で経産省として独自に調査する考えを否定。東芝に関する一連の言動も「経産省の政策として当然のことを行っているまで」と開き直った。(中略)「国の経済安保上重要」という言葉を繰り返し、今後も東芝への外為法上の監督を続ける姿勢を示す」(東洋経済オンライン 2021 年 6 月 16 日記事「東芝、「株主への圧力問題」で判明した経産省の影」<<https://toyokeizai.net/articles/-/434485>>(2022 年 2 月 10 日最終確認))。

(72) 「一般に、会社が提案を予定している議案に反する株主提案の申出がされた場合には、株主提案を取り下げさせ、又はこれが否決されるように行動することは、執行役の職務であり、その手段、方法については、執行役に裁量があり、社会通念上許容される範囲を逸脱しない手段、方法による限りにおいては、行政庁を含む第三者に協力を求めることも違法とはいえない」(委員会報告書 37 頁)。

執行部の豊原氏・加茂氏はK1課長と頻繁に連絡を取り、エ社にどのように圧力をかけたかについても承知していた。ただし、一般的に公務員は適法な行動を取ると見做されているため、善管注意義務違反を認定するには、当該行為が違法とされるおそれが高いことを当人が認識し、あるいは十分に認識可能であったことが必要とされる。

この点に関しては、【事実8】のとおり5月14日に加茂氏が問い合わせをした際に、前述(5.1参照)した申入書の内容に対して、法務部のT2氏が以下のとおり説明した事実がある(調査者報告書63頁)⁽⁷³⁾。

- ・(【指摘①】関係)「会社提案に反対又は棄権する行為は『対内直接投資等』の定義に該当しないため行政の権限の範囲外と解さざるを得ず、現実的にも『反対票の行使』を『国の安全等』に結びつけることも実際上は不可能」
- ・(【指摘②】関係)「外為法の適用について、投資家間での意思連絡等、議決権の共同行使の合意を示唆する証拠がないと難しい」

この説明を受けて豊原氏と加茂氏は、「株主提案や議決権行使をそれほど強く制約することができないと考えるようになっていった」(委員会報告書16頁)とされる。さらにK1課長自身も、【事実9】のとおり「外為法の発動には証拠が不十分」と豊原氏に連絡していた。【事実20】のとおり太陽政策を方針としたのは、外為法違反で押し切ることは不可能と認識されていたためである。したがって、外為法の規制を示唆してエ社に圧力をかけることが行政指導として適正かどうか、東芝側でも疑問に感じてしかるべき状況であった。豊原氏と加茂氏は、善管注意義務違反の疑いが非常に強い。

車谷氏は、「(事務局とのやり取りについて)豊原と加茂との間でどう分担したかは知らないし、自分は関わっていない。報告も受けていない」(調査者報告書106頁)と弁明した⁽⁷⁴⁾。しかし、【事実2】【事実3】【事実4】【事実5】【事実21】【事実23】に鑑みると、事務局と共謀してエ社対策を進めることを車谷氏が了解していたと認められる⁽⁷⁵⁾。さらに、株主対応について車谷氏は頻繁に報告を受けていたことから、委員会報告書は「車谷氏は、本件一連の行為の大筋を認識し、少なくともこれを事後的に承認していたものとみることができる」(同43頁)と認定している⁽⁷⁶⁾。したがって、車谷氏も善管注意義務違反の疑いが強いと言わざるを得ない。

(73) 【指摘③】については、エ社と社外取締役の会談内容を具体的に分析した形跡がなく、東芝側でも無理筋の主張と当初から認識していた模様である。

(74) 「車谷氏が在任中に使用していた会社貸与の携帯電話は、通話履歴、登録電話番号、及びSMSデータのほぼすべてが復元不可能な状態で返却され(た)」(調査者報告書53頁)。

(75) 「エ社の株主提案の取下げ又はその否決に向けて、経済安全保障の観点からする経産省の行政的働き掛けに期待して、東芝の株主対応を進めるという方向性は、車谷氏が主体的に関与して、執行部内において決められたものとみるのが相当である」(委員会報告書43頁)。

(76) 「(5月上・中旬頃の)車谷氏に対する業務報告等については、加茂氏から車谷氏への株主対応の状況を含めた報告が1日に1回くらい行われており、また、車谷氏、豊原氏、加茂氏、経企T1氏、法務T2氏及び人総T3氏をメンバーとする株主対応の状況等についての打合せがほぼ週に1回以上行われ、同打合せは6月半ば以降は毎日ないし2日に1回程度の頻度となっていた」(委員会報告書17頁)。

7. 企業統治の機能不全

当時の東芝の取締役は12人中10人が社外取締役であり、大手企業経営者・弁護士（元裁判官）・公認会計士など様々な経歴の「大物」が名を連ね、うち4人は外国人であった。取締役会の運営面でも、月例の取締役会に加えて、取締役評議会（全取締役が参加して意見を交換）が毎月開催され、株主からのレターや株主提案等の情報は取締役会用ポータルサイトで共有されていた。外形的には日本企業における企業統治の好例と見做されていたが、以下のとおり実際には機能不全に陥っていた。

7.1 株主総会前の対応

【事実3】【事実10】の申入書、【事実4】の資料「当社株主総会（7月15日予定）に関する状況」、【事実5】【事実33】の資料「株主別対応アクションリスト」は、取締役会用ポータルサイトに掲載されず、また、執行部と経産省とのやり取りも取締役会に説明されなかった。その点では、本事件に関して取締役会が情報不足だったことは否めない。

その一方で、委員会報告書が、「一部の日本国籍取締役が、東芝の執行役と経産省との間で株主提案への対応等をめぐって行われた情報交換や相談のごく一部について、断片的に認識していた（にすぎない）」（同18-19頁。傍点筆者）と認定したことは不適切である。以下のとおり太田氏・山内氏・藤森氏（いずれも指名委員）は、執行部が外為法による対応の準備を進めていることを早い段階で認識していた。

- ・【事実2】のとおりの4月30日及び5月1日に太田氏は、車谷社長から「改正外為法の施行日（5/8）を念頭に於いて、対処したい」「GW明けに社内、霞が関の合意形成に努めたい」との説明を受けた（調査者報告書56頁）。
- ・【事実6】のとおりの5月11日に山内氏は、事務局との会談後に加茂氏とやり取りしたメールの中で、「改正外為法というKey Wordも出しましたが、乗ってこなかったですね」と自ら述べた（調査者報告書62頁）。
- ・【事実7】のとおりの5月13日に加茂氏は、山内氏・藤森氏に対し、「エ社との面談時に外為法適用のために必要な事項を聞き出す役割」を経産省から依頼されたと説明した。この依頼に対して山内氏・藤森氏が反発した形跡はなく、エ社から外為法違反の言質を取ることに協力する意向だったと認められる。

指名委員会としても、【事実20】のとおりの5月30日時点で執行部と太陽政策を共有し、事務局がエ社に圧力をかけることを認識していた。例えば太田氏は、「（エ社も）霞が関からの影響を十分に認識していますので、落としどころは探ると思います。今後の交渉結果に注目しています」（調査者報告書69頁）と述べており、経産省の圧力が奏功することを期待していた。しかし、エ社に圧力をかけることは、通常の株主対策の範疇から大きく外れている。指名委員会は詳しく事情を聴取するとともに、取締役会にも報告すべきであったが、執行部に同調して事態を放置した。

さらに太田氏・山内氏は、他の日本人社外取締役に対して「TSC問題やコンプライアンスについて説明して理解を得たはずなのに、エ社が唐突に株主提案を行った」と説明した。その結果、日本人社外取締役の多くは「エ社が東芝の中長期的成長に反する経営関与をしようとしているのではないか」という危機感を抱き、この株主提案は受け入れられない

という認識を持つようになっていった」(委員会報告書18頁)「(エ社の)提案は受け入れられないとの共通認識の下に、執行役が、同提案を取り下げさせ、又はこれが否決されるよう行動することを支持する姿勢であった」(前同45頁)とされる。

しかし、この説明は意図的なミスリーディングであった可能性が高い。前述のとおり執行部から説明を受けていた太田氏たちは、エ社が簡単に引き下がらないと承知していたはずである。また、太田氏たちとの電話会議でエ社が株主提案の説明をしなかったのは、まだ安保課の了解を得ていなかったためであった⁽⁷⁷⁾。

7.2 株主総会後の対応

株主総会後も、監査委員会や取締役会は、以下のとおり不適切な対応を続けた。

7.2.1 第三者委員会の設置の拒否

第181回株主総会に関する疑惑が浮上したことにより、2020年9月23日にエ社は、総会が公正に運営されたか否かを調査するための第三者委員会の設置を求めた。しかし、監査委員会と取締役会はこの要求を受け入れなかった。

この件について監査委員長の太田氏は、「第三者委員会設置要請について、取締役会でも議論したが、執行サイドが当時行っていたHMCとの数回の対話の中でも議決権行使への圧力に関する話題は全く出ておらず、(中略)これに応じないとの結論になった」(調査者報告書91頁)と説明した。しかし、前述(3.4参照)のとおりワイズマン氏やブラック氏がHMCから聴取した内容は既に報告されていた上に、9月15日に「不当な圧力」を示唆するフィナンシャルタイムズの報道も行われており、太田氏の説明は詭弁と言わざるを得ない。

第三者委員会の設置を拒否されたエ社は、12月17日、会社法第316条第2項に基づき「会社の業務及び財産の状況を調査する者」を選任するための臨時株主総会の招集を請求した。同23日にはロイターが「今夏の東芝株主総会、経産省参加がハーバード大基金に干渉＝関係者」と題する記事を報道した⁽⁷⁸⁾。

7.2.2 不適切な調査補助者の選定

2021年1月22日、監査委員会は、「HMCの議決権行使への不当な干渉があったとすれば、それに東芝が関与したかどうか」に範囲を限定して調査することを決定した。しかし、調査の補助者に選んだのは、かねてから執行部に法的助言を提供してきた西村あさひ法律事務所であった。

同法律事務所を選任した事情について監査委員長の太田氏は、「短期間で十分な調査を行ってもらうには大規模でこうした調査業務の経験が豊富な同法律事務所に依頼することが望ましく、執行サイドが日頃相談している弁護士との間でウォールを立てて同じ事務所に所属する別の弁護士に調査させれば問題ないと考えて依頼した」(調査者報告書91頁)

(77) もしもエ社が5月15日以前に太田氏たちに株主提案を説明したとすれば、そのことが「外為法違反の言質」として経産省に通報されたであろう。

(78) <<https://jp.reuters.com/article/idJPKBN28X0PW>>

と説明した。しかし、不祥事調査の経験を積んだ大規模法律事務所は他にも存在し、西村あさひ法律事務所を敢えて選任する理由は薄弱である。さらに、車谷社長など経営上層部に関する調査も必要と考えられる以上、エ社が要請したとおり第三者委員会を設置すべきであり、太田氏の説明は詭弁と言わざるを得ない。

7.2.3 調査者選任議案への反対

1月29日、東芝は念願の東証一部復帰を果たしたが、総会運営の調査を巡る混乱は続いていた。太田氏は、西村あさひ法律事務所の調査と並行して、1月下旬から2月上旬にかけて、調査対象となったメールを全件閲読した。これらのメールは、「豊原氏及び加茂氏と経産省とのやり取りの多くの部分が認識できるものであった」（委員会報告書30頁）とされる。しかし太田氏は、そうした情報を取締役に提供しなかった。

2月5日に太田氏は、「不当な圧力」について問い合わせるメールをHMCに送信し、10日までに回答するよう求めた。同9日にHMCは「(M氏との)やり取りは内容も時期も極めて不適切なものであるとわかり、投票をしないことにした」（調査者報告書92頁）と回答している。しかし太田氏と古田氏は、その回答を待たずに、同6日に4人の外国人取締役と面談し、西村あさひ法律事務所の報告書（以下、「NA報告書」）のドラフトとそれを踏まえた監査委員会の見解を説明した。同8日には、NA報告書のドラフトの英訳が外国人取締役に提供された。肝心のHMCの回答を入手する以前にNA報告書や監査委員会の見解が仕上がっていたのは、「結論ありき」の調査だったことを示唆している。

2月17日に監査委員会は、エ社の調査者選任議案に反対するよう株主に推奨するとの見解を取締役に提出した。その理由として、NA報告書が「HMCに対し不当な圧力がかけられていたと窺わせるものはない」と認定したことを挙げている。しかし、2月9日のHMC回答は不当な圧力を示唆していた上に、NA報告書も東芝と経産省の密接な関係について以下のとおり指摘していた。

- ・「(経産省の要請に応じて)東芝内においても、外国投資家の要望・提案等について改正外為法上取り得る措置に関する検討が行われた」（同8頁）。
- ・「(5月)19日、東芝は経産省に対して申入書を提出し、同月22日、東芝に対する本件報告徴収命令が行われ、同月28日、東芝は、外国投資家による東芝株式取得状況やその他の関連資料を経産省に提出した。その後も、東芝は、経産省の求めに応じるなどして、本件株主総会に向けた外国投資家とのエンゲージメントの概要や、票読みに関し、経産省に伝えていた」（同9頁）。
- ・「7月に入ってから、豊原氏及び加茂氏は、(中略)経産省がM氏に対してインプットするためのものとして、本件株主総会に関する状況について、経産省に対して情報提供を行い、他方、経産省からは、東芝の票読みに関するM氏のコメント等、断片的な情報を共有されていた」（同10頁）。
- ・「7月下旬以降、豊原氏及び加茂氏は、経産省に対し、東芝の票読みや、株主とのコミュニケーション等の東芝の対応状況について伝達する一方、経産省から、HMCの投票行動に関する予測について伝達されたり、M氏がHMCと面談をする予定である等の断片的な情報を伝達されるなどし、また、経産省からの求めに応じ、HMCの投票行動を場合分けして、各場合における他の株主の票読み情報に基づく

計算結果を伝達するなどした」(同10頁)。

通常の文書読解能力があれば、東芝と経産省の共謀を推認するのに十分な内容である。山内氏が、「NA報告書を開示すれば、『経産省が総会の票読みやアクティビスト株主の動向を徹に入り細に入り聴取してきていたこと、および経産省がM氏と密接な関係にあり、東芝が経産省に提供した情報がM氏に流れていたこと、およびM氏がHMCにコンタクトすることを知っていた』ということになる」(調査者報告書94頁)として、NA報告書の非公開を求めるメールを太田氏に送るほどであった⁽⁷⁹⁾。

それにもかかわらず、監査委員会がさらに踏み込んだ調査を実施せず、前述の見解を取締役に提出したことは不適切である。また、NA報告書の本文はわずか10頁で、監査委員以外の社外取締役も読み込むことが容易だったことを勘案すると、取締役会が監査委員会の見解に安易に依拠して、調査者選任議案への反対を決議したことも不適切と言わざるを得ない。

その後、3月18日開催の臨時株主総会で調査者選任議案が可決された(賛成率57.9%)。今度はISSとグラス・ルイスが賛成に回ったためである。調査範囲は、「第181期定時株主総会が公正に運営されたか否かに関連して、調査者が必要と認める一切の事項」とされた⁽⁸⁰⁾。

7.3 東芝経営陣の迷走

4月7日、CVCキャピタル・パートナーズ(以下、「CVC」)が東芝に買収提案を行うとの報道がなされた。アクティビストとの対立が続いているため、TOBにより東芝を非上場化して経営判断を迅速化することが狙いという内容であった。

これに対して東芝側は「今後、詳細情報を求め、慎重に検討してまいります」⁽⁸¹⁾と表明したが、同9日に取締役会議長の永山氏が「(CVCの)提案は、当社の要請によるものではなく、当社の事業等に関する詳細な検討を経た上で行われているものでもありません。

(中略)検討には相応の時間を要し、複雑性を伴うものと考えられます」と否定的なニュアンスのコメントを発表した⁽⁸²⁾。この永山氏コメントは、買収提案に関して取締役会の

(79) 山内氏は、非公開の理由を「国家安全保障に関わる機微情報」(調査者報告書94頁)とする案を太田氏に説明している。実際にも、調査者報告書が発表されるまでNA報告書は公開されなかった。

(80) 上村(2021)は、この調査者の選任に対して「制度の趣旨に反する濫用的なもの」(同2頁)と批判した。その所論を整理すると、①会社法第316条第2項は少数株主の保護のために設けられた規定である、②会社法第358条と比較すると、制度的な保障がない、③調査者報告書は「およそ法的に意味のある事由自体が何も明らかにされていない」(同3頁)ため、そもそも不正を疑うに足る状況ではなかったの3点となる。

しかし、会社の最高意思決定機関である株主総会の決議を矮小化するような見解には賛成できない。個別に見ても、①②は今後の立法政策上の問題であって、現行の会社法の条文をエ社が活用することを批判するのは不適切である。さらに言えば、エ社はTSC事件の再調査を東芝側によって拒否され続けており、その意味では少数株主と同様の苦境にあったと認められ、こうした非常手段に訴えるのもやむを得なかった。③については、経産省の協力が得られないという苦しい状況下で、調査者報告書は法的に重要な数々の事実を明らかにしたと筆者は高く評価している。筆者としては、上村氏がどうしてこのような論文を発表したのか不可解と言わざるを得ない。

(81) 2021年4月7日東芝発表資料「一部報道について」

(82) 2021年4月9日東芝発表資料「買収提案に関する当社取締役会議長のコメントについて」

中で十分な議論が行われていなかったことを示唆している。

当時、株主圧力事件に対する批判が高まっていた上に、調査者の調査結果が発表されれば、第182回株主総会で車谷社長が選任される可能性は低かった。車谷社長は前職がCVC日本法人の会長だったことから、CVCによるTOBで東芝を非上場化することで、この危機を乗り切ろうとしたと推察される⁽⁸³⁾。ちなみにCVCの提案書には、「現在のマネジメント体制の維持」⁽⁸⁴⁾と記述されていた。

しかし、上場廃止は東証一部復帰を目指してきた従来の経営方針と正反対である上に、CVCが2兆円超の買収資金を調達できるのか、外為法の審査をクリアできるのかも不明であり、取締役会の同意を得ることは出来なかった。取締役会の信任を失った車谷氏は4月14日に辞任を発表し、取締役会長の綱川氏が暫定的に代表執行役社長・CEOに就任した。同19日、CVCは買収の検討を中断する旨を東芝に連絡した。

5月14日、東芝は第182期株主総会に向けて役員候補を提示し、その中には取締役候補として太田氏・山内氏、執行役候補として豊原氏・加茂氏が含まれていた⁽⁸⁵⁾。しかし6月10日に調査者報告書が提出されたことを受けて、同13日に東芝は「(調査者報告書の)第181期定時株主総会が公正に運営されたものとは言えないというご指摘については真摯に受け止めております」と発表し、この4人を役員候補から外した⁽⁸⁶⁾。

6月25日開催の第182期株主総会では、会社提案候補のうち永山氏・小林(伸)氏の選任が否決された。永山氏への賛成率は43.7%、小林(伸)氏は同25.3%にとどまり、アクティビストだけでなく、一般の機関投資家が反対に回ったことを示している。永山氏については、取締役会議長という立場に加えて、指名委員長として一旦は太田氏等を役員候補としたことが問題視されたと推察される⁽⁸⁷⁾。その結果、綱川氏が暫定的に取締役会議長(代表執行役社長・CEOを兼務)に就任した。

7.4 社外取締役の問題点

中長期的な企業価値向上を目標とするアクティビストは一般株主と利害が一致しており、取締役会としては、その提言を真摯に受け止める姿勢が必要であった。しかし実際には、これまで述べてきたように指名委員会は太陽政策を了解し、監査委員会は不適切な対応を続け、取締役会は監査委員会の見解を安易に受け入れた。このように企業統治が機能不全に陥った事情として、以下の問題点が認められる。

(83)「関係者は、社内で車谷氏が「非上場化」の選択肢を口にするのがあったと明かす。「車谷氏が『保身』のためにCVCと非上場化に動いたと外からみられても仕方がない」(関係者)」(日経ビジネス2021年4月19日号記事「東芝、「非上場化」へ3つの関門」13頁)。

(84) 週刊東洋経済2021年5月22日号記事「トップ辞任でも課題はそのまま「次」が見えない不安」40頁

(85) 古田氏と藤森氏は会社提案候補から外れた。在任6年の古田氏の退任は順当と考えられるが、藤森氏が在任2年で退任したのは、後述(7.4.1参照)するように車谷氏のCVC時代の同僚であったためと推察される。

(86) 2021年6月13日東芝発表資料「調査報告書を受けた当社の対応等について」

(87) 指名委員会委員は、永山氏(委員長)・太田氏・山内氏・藤森氏・ワイズマン氏の5人であった。なお、ワイズマン氏は選任されたが、賛成票は56.3%にとどまった。

7.4.1 日本人社外取締役

当時の日本人社外取締役7人の氏名と経歴は、以下のとおりである。

- ・小林喜光氏 2015年9月就任(2020年7月退任) 元三菱ケミカルホールディングス社長・元経済同友会代表幹事
- ・永山治氏 2020年7月就任 中外製薬名誉会長
- ・古田佑紀氏 2015年9月就任 弁護士・元最高裁判事
- ・太田順司氏 2018年6月就任 日本証券業協会副会長・元新日本製鐵取締役
- ・小林伸行氏 2019年6月就任 公認会計士・元東陽監査法人代表社員
- ・山内卓氏 2019年6月就任 元三井物産副社長・常勤監査役
- ・藤森義明氏 2019年6月就任 元日本ゼネラル・エレクトリック社長・元LIXIL社長

このうち永山氏を除く6人は、指名委員又は監査委員としての職務でも不適切な判断を下した責任がある⁽⁸⁸⁾。特に太田氏については、監査委員長・常勤社外取締役として他の社外取締役を先導する立場であったこと、本事件に関して相当な情報を入手していたこと、ミスリーディングな説明により日本人社外取締役の意見をエ社提案への反対に誘導したこと等を勘案すると、善管注意義務違反の疑いがある。

樋口(2017)は、不正会計事件後の再発防止対策の一環として東芝が常勤社外取締役を設置した件について、「常勤(監査)委員は、当然のことながら、東芝からの報酬に対する依存度が高まるとともに、会社側との接触も頻繁とならざるを得ない。その結果として、社外取締役の最も重要な要素である独立性に悪影響が及ぶこと、すなわち「社外取締役の社内化」が懸念される」(同202頁)と指摘した。太田氏の行動を見る限り、まさにそのとおりの展開になったと言わざるを得ない。

小林(喜)氏と古田氏は、不正会計事件直後の2015年9月に経営刷新のため社外取締役に就任した。しかし、指名委員長の小林(喜)氏は、不正会計やWEC問題の巨額損失に関与していたS氏⁽⁸⁹⁾を2016年度に取締役・代表執行役に選任するという重大な判断ミスを犯した。また、監査委員の古田氏は、WEC問題について様々な報道がなされていたのに放置し、後に東芝が重大な苦境に陥る一因になった。その意味では、この2人は実績面でも社外取締役としての能力に疑問符がつく人物であり、本事件当時まで留任していたこと自体に問題があると言えよう。

藤森氏は、2017年2月から英国投資ファンドCVCキャピタル・パートナーズ日本法人の最高顧問であったが、車谷社長は2017年5月から2018年3月まで同社の会長を務めており、両人には交友関係があったと推察される。その意味では、藤森氏はその独立性に疑問があり、そもそも社外取締役に選任されるべき人物ではなかった。また、山内氏については、太田氏と同窓(一橋大学商学部の5年後輩)であることや、三井物産で金属部門を長く担当し、その大口取引先が新日本製鐵(現日本製鉄)だったことなどから、太田氏と

(88) 永山氏にも、取締役の1人として、後述する外国人社外取締役と同レベルの不作為責任があることは否定できない。

(89) 不正会計事件に関するS氏の責任については、樋口(2017)の164-165頁を参照されたい。ちなみにS氏は、WEC問題で巨額損失が発覚したことを受けて2017年2月に取締役を辞任した。

かねてから交友があった可能性が高い。

7.4.2 外国人社外取締役

太田氏は日本人社外取締役と連絡を取り、「エ社提案はコンプライアンス問題にかこつけて東芝に対する経営関与を狙いとしている」との共通認識を形成したが、「外国籍取締役4名は、このような危機感や認識は持っておらず、日本国籍の取締役との間でエ社の意図や危機感について会話がされることはなかった」（委員会報告書18頁）とされる。本事件の発覚以前には、外国人社外取締役に対して関係情報の提供はまったく行われていなかった。彼等はアクティビストの推薦により選任された人物であるため、アクティビスト側に情報が流れることが懸念されたと推察される。

しかし、エ社が株主提案を提出した5月19日以降は、TSC事件の対応をエ社が問題視していることを外国人取締役も認識可能であった。また、HMCが不当な圧力を示唆した件は外国人取締役にも連絡されていた上に、前述（7.2.3参照）のとおりNA報告書は東芝と経産省の共謀を推認するのに十分な内容であった。しかし外国人取締役は、TSC事件や本事件について掘り下げた調査を要求せず、取締役会が調査者選任議案への反対を決議した際にも異議を唱えなかった。ある程度の情報を入手しながら特段の行動を起こさなかった点で、外国人取締役にも一定の不作為責任があることは否めない。

委員会報告書によれば、太田氏が「東芝の事業範囲の広さや特に安全保障との関連などから経産省と密接な関係を維持する必要がある」（委員会報告書30頁）と外国人取締役を説得したとされる⁽⁹⁰⁾。しかし本来であれば、日本の特殊性を強調する太田氏に対し、外国人取締役はグローバルな観点から疑問を提起し、さらなる情報提供と取締役会での議論を求めるべきであった。

それが出来なかったのは、日本の事情に不案内であることの引け目や、語学力の不足⁽⁹¹⁾により外為法の仕組みを理解出来ず、あるいは日本人取締役との議論を躊躇したことが一因と推察される⁽⁹²⁾。さらに、キングストリートやファラロンから推薦された人物であるためエ社に対しては冷淡だった、あるいは経歴的に戦略策定には熱心だが、経営の監視・監督には関心が薄かったという可能性も否定できない。

7.4.3 小括

樋口（2014）は、企業統治が健全に機能していない企業では内部統制が形骸化することが必然として、このリスクを「企業統治の機能不全による組織不祥事リスク」と名付け、「企業統治が機能不全に陥っているために、内部統制が無力化して組織不祥事が誘発され

(90) 太田氏は、「(NA報告書を読んだ)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もらって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（から経産省に付度してそのような事実は外にできるだけ出さない。）という姿勢」（調査者報告書119頁。傍点筆者）であった。

(91) 委員会報告書には「報告徴求命令については、英訳が間に合わなかったこともあって、外国籍取締役の理解を得るのに手間取った」（同18頁）との記載があり、少なくとも一部の外国人取締役は日本語の読解能力がなかったと認められる。

(92) ただしワイズマン氏については、国際基督教大学卒で日本語の会話にも特段の支障はないとのことである。

るリスク」と定義した⁽⁹³⁾。本事件でも、企業統治の機能不全が重大原因の一つと認められる。

企業統治が機能不全に陥った理由は、前述のとおり社外取締役の選任や構成が不適切で、特に日本人社外取締役に執行部寄りの人物が多かったことである。東芝は、以前の不正会計事件でも、「(東芝の社外取締役の選任は、) 弁護士・経営者・元外交官・学者各1人が「粹」として固定され、人物本位ではなかった上に、特に監査委員については、会計実務について知識が乏しい弁護士・元外交官が就任」「大王製紙やオリンパスと同様に東芝でも、社外役員に対して企業統治の役割を果たすことをそもそも期待しておらず、会社側の言いなりとなる人物を選定していたと考えられる」(樋口(2017), 135-136頁)」と批判されている。

東芝では、不正会計事件後に企業統治についても再発防止対策を実施したが、その実状については、「企業統治の強化を掲げて社外取締役の人数を増やしたが、その人選については、これらの反省点を反映したとは言い難い」(樋口(2017), 200頁)「社外取締役の人数は増えたが、多忙や経営能力不足などの問題がある人物が大半である」(前同207頁)と指摘されている。不正会計事件の反省が足りず、徹底した企業統治改革を実施できなかったことが本事件を引き起こしたと言えよう⁽⁹⁴⁾。

8. 事件の原因メカニズム

本事件の原因メカニズムを三分類・因果表示法にしたがって整理すると、以下のとおりとなる(図1参照)⁽⁹⁵⁾。

① 直接原因

原因 A 事務局に違法な行政指導を行わせて、外国投資家の株主権行使を妨害したこと

② I種潜在的原因

原因 B 企業統治の機能不全

③ II種潜在的原因

原因 C アクティビストの敵視と東証一部復帰の渴望(原因 D・Gの背景)

原因 D TSC事件の矮小化(原因 Eの背景)

(93) この定義では、監視の不備による執行部の暴走という態様が明確でないため、「企業統治が機能不全に陥っているために、経営者が暴走あるいは内部統制が無力化して組織不祥事が誘発されるリスク」と改訂する。

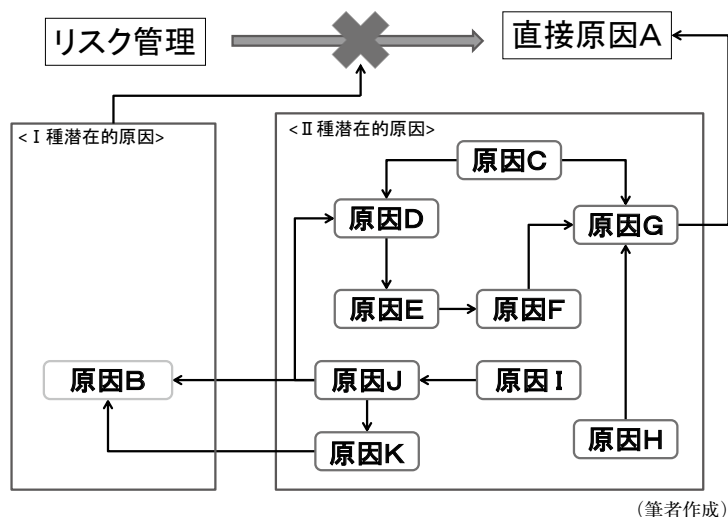
(94) 不祥事発生後の再発防止対策が機能していないケースは決して少なくない。樋口(2016)はこの問題を「再発防止対策の空洞化のリスク」と名付け、「不祥事対応の早期決着を優先して広報的観点から対策を立案・実施するために、再発防止対策が機能不全に陥るリスク」(同92頁)と定義した。

(95) 三分類・因果表示法は、組織不祥事の原因メカニズムを包括的に理解するために、筆者が樋口(2011c)で考案したフレームワークである。組織不祥事の原因を直接原因とI種・II種潜在的原因に分類した上で、因果関係の連鎖の中で一段階上流側に位置することを「背景」と付記し、原因メカニズムの図示に当たっては、矢印の方向で背景を表示する。

直接原因とは、組織不祥事を発現させる直接の引き金となった問題行動であり、何らかの違反行為が組織不祥事を構成するケースでは、当該違反行為自体が直接原因となる。潜在的原因とは、直接原因を誘発又は助長した因果関係に連なる組織上の問題点であり、直接原因の発生を防止するためのリスク管理の不備に関するI種潜在的原因と、それ以外のII種潜在的原因に大別される。詳しくは樋口(2011c)を参照されたい。

- 原因 E エ社の株主提案（原因 F の背景）
- 原因 F 取締役会での主導権喪失に対する懸念（原因 G の背景）
- 原因 G 太陽政策の決定（原因 A の背景）
- 原因 H 東芝と商務局の長期にわたる密接な関係（原因 G の背景）
- 原因 I 不正会計事件に対する反省の欠如（原因 J の背景）
- 原因 J 不適切な社外取締役の選任（原因 B・D・K の背景）
- 原因 K 外国人社外取締役の疎外（原因 B の背景）

図1 事件の原因メカニズム



9. 企業統治論への問題提起

日本では、近年、会社法や証券取引所の規制の形でガバナンスの枠組みが整備され、社外役員数が増加するなど企業統治の形式面はそれなりに進展したが、制度が整備されたからといって、それが実際に機能しているとは限らない。この点について樋口（2013a）は、「現実の企業統治は必ずしも本来期待されていた姿に至っておらず、「羊頭狗肉」の感が否めないのである。今後の企業統治論は、こうした諸問題に対して実証的な研究を進め、単なる制度論から「制度を機能させるための理論」へと進化していくことが必要である」（同 79 頁）と問題提起した。

本事件に関しては、東芝の取締役会が企業統治上の問題を抱えていることは、エ社の主張をもとに TSC 事件への対応を分析すれば容易に把握できたにもかかわらず、議決権行使助言会社の ISS とグラス・ルイスは、会社提案に賛成・エ社提案に反対を推奨する意見を表明した。その理由として、取締役候補者 12 人中 10 人が社外取締役で、取締役会内部のスキルセット等も確保されていることを重視していた。このように社外役員の外形に目を向けているだけでは、企業統治の実質を評価することは困難と言わざるを得ない⁽⁹⁶⁾。

企業統治の機能不全が組織不祥事を誘発したケースとして、新銀行東京経営悪化事件(樋

口(2011b)参照)・大王製紙特別背任事件(樋口(2013b)参照)・オリンパス不正会計事件(樋口(2014)参照)・東芝不正会計事件(樋口(2017)参照)・DeNA著作権法違反事件(樋口(2019a)参照)・LIXILのCEO解任事件(樋口(2019b)参照)・関西電力コンプライアンス違反事件(樋口(2020a)参照)・スルガ銀行不正融資事件(樋口(2020a)・(2021c)参照)が挙げられる。樋口(2021a)・(2021b)は、これらの事例研究で得られた知見を総括し、『社外役員の3要件』として「経営者からの独立性」「経営に対する監視能力」「職責の自覚」を提示するとともに、『社外役員を選任する際の留意点』(以下、『留意点』)⁽⁹⁷⁾を提言した。

本稿では、企業統治の実質に関する議論をさらに深化させるため、また、機関投資家や議決権行使助言会社の判断の一助とするため、本事件の教訓を踏まえて、社外役員の選任に関して以下の4件を問題提起する。

9.1 「大物」社外役員に対する疑問

日本企業には、大企業の元経営者や著名人を社外役員に選任する傾向が認められるが、そうした「大物」が社外役員として適任とは限らない。東芝では、本事件だけでなく不正会計事件当時も「大物」の社外取締役が揃っていたが、企業統治が機能不全に陥っていた。「大物」社外役員の問題として、当人が高齢であることや、様々な役職を掛け持ちして当該企業の社外役員としての活動時間を十分に確保できないことが挙げられる。また、「大物」の多くは既存の日本組織における成功者であるため、当人の性格や経営手法の面で執行部との親和性が高く、予定調和に陥りがちなのではないかと考えられる⁽⁹⁸⁾。

本事件に関しても、古田氏は当時78歳と高齢であり、財界人の小林(喜)氏・藤森氏

(96) 2021年版助言方針として、ISSは「監査役会設置会社について、取締役会全体の1/3以上の社外取締役がない場合、経営トップの取締役に對し反対を推奨」、グラス・ルイスは「東証一部・二部上場企業について、女性役員が1人もいない場合、ジェンダー・ダイバーシティ欠如の責任があると思われる取締役に對し反対を推奨」と発表している。

(97) 《要件1》経営者からの独立性 いざとなれば経営者を解任できるように、経営者からの独立性を確保すること
 【提言①】経営者と密接な交友関係がある者を社外役員に登用してはならない。
 【提言②】社外役員としての収入に執着しない人物の選出に配慮すべきである。
 【提言③】社外役員の報酬額を年額1千万円以下に抑えるべきである。
 【提言④】社外役員の報酬をインセンティブ型とすべきではない。
 【提言⑤】同一組織出身者の社外役員への選任を原則的に禁止すべきである。
 【提言⑥】社外役員の在任期間を最長6年程度に制限すべきである。
 《要件2》経営に対する監視能力 経営上の諸問題を認識できるように、経営に関する基礎知識(特に会計知識)を持つとともに、関連情報の収集や経営者との対話等に所要の時間とエナジーを投入できること
 【提言⑦】社外役員の過半数が会計の基礎知識を有するべきである。
 【提言⑧】社外役員の構成で固定的な「枠」を設けるべきではない。
 【提言⑨】75歳以上の者を社外役員に選任すべきではない。
 【提言⑩】社外役員の兼任数を制限すべきである。
 【提言⑪】女性や外国人の社外役員を特別扱いすべきではない。
 《要件3》職責の自覚 社外役員という孤かな立場にひるまず、自分の職責を果たす強い気持ちを持つこと
 【提言⑫】社外役員候補者のモニタリングモデルの理解度を確認すべきである。
 【提言⑬】社外役員の選任に際し、個人として活動した経験・発言力・質問力を特に重視すべきである。
 【提言⑭】社外役員の選任に際し、役員経験がないことを排除理由としてはならない。

は様々な役職を掛け持ちしていた。『留意点』では、「大物」であることが社外役員の要件とされないように、「【提言⑭】社外役員の選任に際し、役員経験がないことを排除理由としてはならない」とした上で、「【提言⑨】75歳以上の者を社外役員に選任すべきではない」「【提言⑩】社外役員の兼任数を制限すべきである」としている。

ちなみに、兼任数が多すぎて活動時間が不足する問題は、女性の社外役員にも当てはまる。コーポレートガバナンス・コードの【原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】がジェンダー面での多様性を取締役会に求めているため、女性社外役員が引く手数多となり、社外役員を掛け持ちするケースが珍しくないためである⁽⁹⁹⁾。

9.2 社外役員の多様性に対する疑問

コーポレートガバナンス・コードの【原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】が取締役会の多様性を求めているため、外国人社外役員の数も増加しつつある。しかし、社外役員として経営に対する監視・監督を実施するには、様々な文書に目を通したり、社員から事情聴取したりすることが不可欠である。いまだに多くの日本企業では、社内文書の多くが日本語で作成され、社員の英語力も不十分であることを勧告すると、外国人社外役員にとって言葉や文化の障壁は非常に大きいと言わざるを得ない。

本事件において東芝の外国人社外取締役が、ある程度の情報を把握した後も特段の対応を行わなかったのは、日本の事情に不案内であることや語学力の不足が一因と推察される。日本企業で外国人社外役員の数をいたずらに増やすことは、その意図に反して企業統治の形骸化につながるおそれがあると言わざるを得ない。

9.3 常勤社外役員に対する疑問

本事件で太田氏は明らかに執行部寄りの姿勢であり、樋口（2017）が指摘した「常勤社外取締役の社内化」の問題が発生していた。また、太田氏の前任者の佐藤良二氏についても、2016年度の会計監査の際に東芝側の主張を押し通そうとした事実が認められる⁽¹⁰⁰⁾。これらの反省を踏まえると、常勤社外役員を設置することは、その意図に反して企業統治の形骸化につながるおそれがあると言わざるを得ない。

ちなみに、コーポレートガバナンス・コードの【補充原則4-8②】は「筆頭独立社外取締役」の選任を求めているが、これに関しても同様である。「筆頭独立社外取締役」が他

(98) さらに樋口（2021c）は、「大物」は「大物ぶろうとする」ために、執行部側に対し物分かりが良く、コンプライアンスよりも社内政治を重んじる傾向があるように思えてならない」と指摘している。

(99) LIXILのCEO解任事件では、CEO解任決議を巡って取締役会が紛糾した際に、女性社外取締役のW氏が、所用により途中退席するという失態を犯した。このW氏は、小説家としての本業に加えて、マスメディアのコメンテーターとしても活躍し、さらにLIXIL以外にも日本たばこ産業・日本取引所グループ・三菱自動車工業の社外取締役も兼任していた（樋口（2019b）参照）。

(100) この件について樋口（2017）は、「(会計監査人との調整が難航したのは、)原子力事業の巨額損失について東芝側の主張した会計処理に大きな問題があったためである。この件について社外取締役の取るべき姿勢としては、会計監査人を支援するか、せめて中立を守るべきである。それにもかかわらず、(佐藤氏が)あたかも「もう一人のCFO」であるかのように、東芝の代弁者と化していることは問題と言わざるを得ない」（同203頁）と厳しく批判した。

の社外役員の意見を特定方向に誘導あるいは少数意見を封殺したり、他の社外役員の間に「筆頭独立社外取締役」に対する依存心や遠慮が生じたりするリスクが懸念される。

9.4 社外役員の実績評価の欠落

本事件では、前述(7.4.1参照)のとおり小林(喜)氏と古田氏は社外取締役就任直後に重大な判断ミスを行っていたにもかかわらず、その後も二人が留任していたことが企業統治の機能不全の一因と認められる。ある企業の社外役員として失敗した人物が、他企業では引き続き社外役員を務めているケースも珍しくない⁽¹⁰¹⁾。このように社外役員に寛容なのは、そもそも社外役員に多くを期待していないという企業側の姿勢の表れである。

現実問題として社外役員としての実績を評価することは容易ではないが、取締役会への出席率のような外形面だけで評価するのはあまりに浅薄である。企業不祥事の発生などにより社外役員として重大な判断ミスを行ったことが明らかになった人物は、社外役員に不適格として排除する仕組みを設計すべきであろう。

おわりに

東芝では、本事件の発覚後に非上場化を巡って車谷氏が辞任し、さらに株主総会で取締役会議長の永山氏の選任が否決され、綱川氏が暫定的に取締役会議長・代表執行役社長・CEOに就任した。しかし、綱川氏の後任となるCEOが選任されないまま、2021年11月に東芝執行部は、同社を本体・インフラサービス社・デバイス社に三分割する戦略的再編計画を唐突に発表した。これに反発して一部のアクティビストが計画撤回を求めると、翌年2月に計画を二分割(本体(インフラ事業を含む)・デバイス社)に変更したが、3月24日に開かれた臨時株主総会では、この二分割案も否決されるに至った。なお、綱川氏は臨時株主総会直前の3月1日に代表執行役社長・CEOを辞任し、その後任に執行役上席常務兼東芝デジタルソリューションズ社長の島田太郎氏(2018年10月東芝入社)が就任した。

このように東芝の経営が混迷の度を深めている背景として、車谷氏に代わるリーダーが検討されていなかったという指名委員会の職務懈怠が挙げられる。さらに言えば、指名委員会が執行部のエ社対策の動きを把握した段階で制止していれば、あるいは監査委員会がTSC事件をしっかりと調査していれば、そもそもこのような事態に陥ることはなかったはずである。企業統治の機能不全の代償はあまりに大きいと言わざるを得ない。

[参考資料]

上村達男(2021)『東芝調査報告書に関する見解』<<https://www.shojihomu-portal.jp/article?articleId=16091448>>

株式会社東芝調査者(2021)『調査報告書』(2021年6月10日)(調査者報告書)

(101) 前述(注記99参照)のとおりLIXIL事件で失敗したW氏は、その後も有名企業3社の社外取締役を続投し、うち1社では指名委員長を務めている。

- 株式会社東芝ガバナンス強化委員会（2021）『調査報告書』（2021年11月12日）（委員会報告書）
- 行政管理研究センター（2016）『逐条解説行政手続法』ぎょうせい
- 田中亘（2012）『企業買収と防衛策』商事法務
- 東芝社内調査メンバー等（2020）『調査報告書（要約版）』（TSC報告書）
- 西村あさひ法律事務所（2021）『調査報告書』（NA報告書）
- 樋口晴彦（2008）「組織文化論による企業不祥事の分析 —株式会社加ト吉の不適切取引に関して—」『ARIMASS研究年報』第6号, 1-15頁
- 樋口晴彦（2011a）「ジーエス・ユアサ循環取引事件」『捜査研究』60(2), 86-95頁
- 樋口晴彦（2011b）「新銀行東京の経営悪化事案に関する事例分析」『CUC policy studies review』29, 13-27頁
- 樋口晴彦（2011c）「組織不祥事の原因メカニズムの分析 —18事例に関する三分類・因果表示法を用いた分析と原因の類型化—」『CUC Policy Studies Review』30号, 13-24頁
- 樋口晴彦（2012）『組織不祥事研究 —組織不祥事を引き起こす潜在的原因の解明—』白桃書房
- 樋口晴彦（2013a）「日本における社外取締役の現状と課題 —その独立性と機能の確保を中心に—」『千葉商大紀要』50(2), 63-82頁
- 樋口晴彦（2013b）「大王製紙会長による特別背任事件の事例研究」『千葉商大論叢』51(1), 159-174頁
- 樋口晴彦（2014）「オリンパス不正会計事件の事例研究」『千葉商大論叢』51(2), 189-231頁
- 樋口晴彦（2016）「東洋ゴム工業の免震ゴム事件等の事例研究」『千葉商大紀要』54(1), 57-98頁
- 樋口晴彦（2017）『東芝不正会計事件の研究 —不正を正当化する心理と組織—』白桃書房
- 樋口晴彦（2019a）『ベンチャーの経営変革の障害』白桃書房
- 樋口晴彦（2019b）「LIXIL・CEO解任事件に見るガバナンス強化の課題」『リスクマネジメント Today』22(5), 11-13頁
- 樋口晴彦（2020a）「関西電力のコンプライアンス違反事件の事例研究」『千葉商大紀要』58(1), 31-54頁
- 樋口晴彦（2020b）「スルガ銀行不正融資事件の事例研究Ⅰ」『千葉商大論叢』58(2), 273-310頁
- 樋口晴彦（2021a）「社外役員を選任する際の留意点（前編）」会社法務 A2Z(174), 54-57頁
- 樋口晴彦（2021b）「社外役員を選任する際の留意点（後編）」会社法務 A2Z(175), 48-51頁
- 樋口晴彦（2021c）「スルガ銀行不正融資事件の事例研究Ⅱ」『千葉商大論叢』58(3), 105-150頁

（2022.4.11 受稿, 2022.6.9 受理）

— Abstract —

Study of the Infringement Case against Shareholder Rights in Toshiba Co.

The study focused on analyzing the infringement case against shareholder rights in Toshiba Co. Toshiba's executive team was mischievously hostile to foreign investors, and obstructed their exercise of shareholder rights by letting the Ministry of Economy, Trade and Industry to make illegal administrative guidance. The most serious cause of this incident is that the Japanese outside directors were aware of the collusion between Toshiba and METI, but left the situation without taking appropriate actions.