

中国株暴落、ギリシャ危機の共鳴 円高が来る／東芝の闇

# 週刊エコノミスト

2015 特大号  
7/21  
毎日新聞出版  
特別定価670円

# 円高が来る

中国株暴落、ギリシャ危機の共鳴

米利上げ後は  
「ドル安」

1ドル=102円も

2015年度  
下期為替総予想

今年が最後の円安



徹底究明  
**東芝の闇**

エコノミスト・リポート

大阪都構想住民投票の教訓

都市対抗野球特集

2015

7.21

CONTENTS

2

デザイナー 浅野 康弘

# 東芝の闇



## 94 リーマン危機と「3.11」が招いた決算不能と予算必達の呪縛

■本誌取材班

- 98 アナリストの視点 電力と半導体事業の深淵

■若林 秀樹

- 100 覆面座談会 試される企業統治改革の本気度

- 102 不適切会計の舞台裏 生き残りかけ巧妙化する粉飾

■藤森 徹

“粉飾”の見抜き方3カ条 信用調査マンは不正をこう見抜く

- 42 R.O.E 経営や投資指標としては不適切

■藤田 勉

- 44 企業統治 議決権行使助言会社の独占の弊害

■鈴木 裕

- 46 医療機器 外資系が席卷のコンタクトレンズ

■日諸 恵利

- 106 金融 規制強化が地銀再編を促進する可能性

■鈴木 利光

## World Watch

- 78 ワシントンDC 白人優位の象徴「南軍旗」で波紋 ■及川 正也

- 79 中国視察 史上最悪の長江客船転覆 ■北村 豊

- 80 N.Y./カリフォルニア/英国

- 81 台湾/インド/ミャンマー

- 82 韓国/ブラジル/タンザニア

- 83 論壇・論調 ギリシャのユーロ離脱は怖くない ■増谷 栄一

## Viewpoint

- 3 闘論席 ■池谷 裕二

- 19 グローバルマネー ギリシャ不安とFRBの利上げへの“執念”

- 48 日本人のための第一次世界大戦史 ⑤ 鉄道の誕生 ■板谷 敏彦

- 54 学者に聞け! 視点争点 「医師不足」問題は存在しているのか ■河口 洋行

- 56 言言語

- 76 名門高校の校風と人脈 ⑯ 宇都宮女子高校/大田原高校(栃木県) ■猪熊 建夫

- 84 海外企業を買う ⑮ ベライソン・コミュニケーションズ ■福田 千春

- 86 サイエンス最前線 ⑮ 環境DNA ■加納 圭

- 88 東奔西走 突発的ではない「報道圧力」発言 ■与良 正男

- 114 景気観測 低成長が長引くリスクも ■杏村 秀樹

- 116 グラフは語る ㉚ 世界景気の悪化で米金利上昇も ■市岡 繁男

- 117 オフィス・自宅で3分間ヨガ道場 ㉑ オフィス編 頭痛がする ■監修・綿本 彰

- 120 アートな時間 映画 [人生スイッチ]

- 121 舞台 [障子の国のティンカーベル]

- 122 ウォール・ストリート・ジャーナルで学ぶ経済英語 “cross default”

## Market

- 108 向こう2週間の材料/今週のポイント

- 109 東京市場 ■藤戸 則弘/NY市場 ■小野 雅史/週間マーケット

- 110 欧州株/為替/原油/長期金利

- 111 マーケット指標

- 112 経済データ

- 105 定期購読・デジタルサービスのご案内

## 書評

- 70 『経済学の宇宙』

- 『ノー・タイム・トゥ・ルーズ』

- 72 話題の本/週間ランキング

- 73 読書日記 ■町田 康

- 74 歴史書の棚/出版業界事情

- 69 次号予告/編集後記

本誌に掲載している記事は、原則として執筆者個人の見解であり、それぞれが所属する組織の見解ではありません

11 エコノミスト

2015.7.21

## 東芝

芝はこれまで、半導体市場の「シリコンサイクル」の好不況に翻弄され、ITバブル崩壊やリーマン・ショックでも財務危機に瀕したが、その都度、選択と集中で立ち直ってきた。また、古くは、1987年の東芝機械によるココム（対共産圏輸出調整委員会）規制違反事件や、99年のノートパソコンのフロッピーディスク不具合による米国での訴訟（和解金1100億円）もあつた。しかし、それを糧として体制を強化、逆に国際社会での人脈を築いた。これらはいわば「外患」だったが、今回の不適切会計問題は「内憂」であり重苦しい。

今回の発端は、証券取引等監視委員会（SESC）への内部通報などされる。6月25日の株主総会では2月12日時点で既にSESCから調査

987年の東芝機械によるココム（対共産圏輸出調整委員会）規制違反事件や、99年のノートパソコンのフロッピーディスク不具合による米国での訴訟（和解金1100億円）もあつた。しかし、それを糧として体制を強化、逆に国際社会での人脈を築いた。これらはいわば「外患」だったが、今回の不適切会計問題は「内憂」であり重苦しい。

# リストラ事業の空白が生んだ電力と半導体事業の深淵

## アナリストの視点

東芝の不適切会計問題は、組織再編による各部門へのプレッシャーや、電力と半導体の2大事業に集中し過ぎたことも背景にありそうだ。

若林 秀樹

（サークルクロス「ポレーション主席アナリスト）

第三は、リストラの影響だ。半導

を受けていたことが明らかになつた。4月3日に会計処理について特別調査委員会を設置。当時は、「2013年度の単独の工事進行基準の会計処理につき調査が必要」とし、單

年度のみであつたため、多くのアナリストはよくある不備で影響は軽微だろうと考えていた。その社風は融通無碍で、脇の甘さがあるからだ。

今後は、第三者委員会の結果発表、8月に15年3月期の決算発表、有価証券報告書提出。9月末までに臨時株主総会、新体制も決まる予定だ。

事件の関心はその影響額から、不適切会計の原因、責任問題と処分の有無、さらにトップ人事も含めた新体制がどうなるかへと移っている。オリンパスの損失隠し事件のような組織ぐるみの粉飾はなさそうだが、一定のケジメが必要かもしれない。

問題の背景は、第一に田中久雄社長も認めたように各事業部門へのプレッシャーである。

### 組織再編も原因

13年当時は、電機メーカー各社の業績が回復し、ついに日立製作所も90年度以来の最高益を更新した時だ。東芝にも89年度の最高営業利益3159億円を更新したいという焦りがあつたのではないか。メモリー

事業が好調で期初計画を上回る営業利益2908億円であったが、原子力事業が足を引っ張った。東芝と米電力会社NRGエナジーが出資する「ニューカリア・インベーション・ノースアメリカ（NINA）」の減損310億円など原子力関連の一時費用600億円前後を含むものであり、

年秋に大きなセグメント変更をした。社会インフラ事業グループが、「電力社会インフラ」と「コミュニケーション・ソリューション」に分けられた。また、パソコンとテレビは「ライフスタイル」に統合された。

今回問題となつたスマートメータ（次世代電力計）は社会インフラ、ETC（高速道路の自動料金収受システム）はコミュニケーション・ソリューションという別々の部門だ。そうした組織再編も影響しただろう。14年夏にはCFO（最高財務責任者）が、液晶事業トップを務め短期ビジネスも長期ビジネスも理解する久保誠氏から、財務一筋の前田恵造氏に交代し、経理哲学に微妙な差があつたのではないか。再編のなかで、「赤字が続ければリストラされる」というプレッシャーが強くなつただろう。

これがなければ余裕で最高益を更新していた。途中までは何とか最高益を更新しようと頑張るなかで、各事業部門へ圧力がかかった可能性がある。もちろん、リーマン後や3・11後の財務危機回避もあるだろう。

田中社長は13年6月に就任し、13年秋に大きなセグメント変更をした。社会インフラ事業グループが、「電力社会インフラ」と「コミュニケーション・ソリューション」に分けられた。また、パソコンとテレビは「ライフスタイル」に統合された。

組織に遠心力がかかる東芝



Bloomberg

体ではまさに工場閉鎖というリストラに伴い、顧客に迷惑をかけないよう而在庫を積み上げ、顧客がある(一定価格での販売期待がある)ゆえ在庫評価を変えなかつたことが裏目に出たのだろう。

## 2大事業に遠心力

遠因は3点指摘できる。

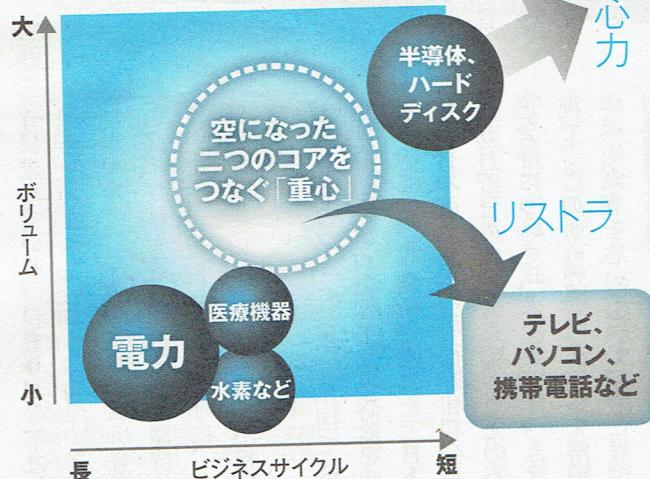
第一は、企業の個性をビジネスサイクルとボリュームで定量化し、事業ポートフォリオに生かす「経営重心」理論でいえば、東芝は半導体と電力という特性の異なる二つのコアに過度に選択と集中を進めてしまった。この30年は、それそれが補完合意ながらうまくやつてきた。これ

原子力という出身母体の気質や価値観の違いが大きいのではないか。

第二は、カンパニー制のあり方だ。そのトップは、収益(損益計算書)の責任は問われるが、資産状態(貸借対照表)では在庫と設備投資は注意しても、在庫の中身やバランスシートの右側

(負債と純資産)は気にしないだろう。

選択と集中で2大事業をつなぐ事業がなくなった  
(現在の東芝の事業バランス)



(出所)筆者作成

今まで、新しい経営トップには、日立の川村隆氏(09~10年に社長)が社会インフラ事業に選択と集中を行つた以上の改革が必要であり、西田氏や佐々木氏などのOBにも影響力がある超大物、あるいは外部からとしても、半導体事業をよくわかりグローバルな視点がある経験者が望ましいだろう。



エコノミスト

期サイクル・大ボリューム」というリスクを取る一方、電力事業では米傘下におさめた。原発事業は長期にわたって安全性を確保し受注数も少なかったため、半導体事業とは時間軸も数量も異なる。東芝はこうした真逆のリスクを取ってきた。いわば、一つの屋根の下で「シリコンバレー」と「江戸幕府」が共存状態だったわけであり、それが限界となってきたのかもしれない。

不仲が指摘される西田厚聰氏(05~09年まで社長)と佐々木則夫氏(09~13年)も、それぞれシリコンバレーと江戸幕府の差ほど、パソコンと

第三は、ハイテク業界におけるサプライチェーン(部品の供給網)の複雑化である。関連企業が増えるなかで、粉飾の余地が生まれやすい。また、特に今後は、オープンイノベーションが進むなかで、パートナーとの開発費など「サンク・コスト(埋

れてきた半導体と電力の2コア制を廃止する必要性まではないだろう。ただ、その場合、あまりに異なる事業ゆえに、CEOを2人にするなど斬新な工夫が必要だろう。また、カンパニー制では、BS項目も配分し、PLだけでなく、BSも常に意識すべきだろう。

また、新しい経営トップには、日立の川村隆氏(09~10年に社長)が社会インフラ事業に選択と集中を行つた以上の改革が必要であり、西田氏や佐々木氏などのOBにも影響力がある超大物、あるいは外部からとしても、半導体事業をよくわかりグローバルな視点がある経験者が望ましいだろう。

BS項目である。工事進行基準では体制だろう。営業利益の減額幅については1000億~1500億円程度と推定する。当初公表された500億円の分母(単独中心の工事進行全額対象のもの)が単年で1・7兆円、3年間で5兆円。よって、発生確率は1%、これを海外や連結子会社に適用し、半導体やパソコンの在庫などの影響額を加えて推計している。ただ、それ以上に膨らむ可能性もあり、さらに、特別損失や繰り延べ税金資産などのBS項目が修正される可能性もある。

体制について、奇跡的に維持されてきた半導体と電力の2コア制を廃止する必要性まではないだろう。ただ、その場合、あまりに異なる事業ゆえに、CEOを2人にするなど斬新な工夫が必要だろう。また、カンパニー制では、BS項目も配分し、PLだけでなく、BSも常に意識すべきだろう。

また、新しい経営トップには、日

今後の焦点は、最終的な金額と新体制だろう。営業利益の減額幅について

1000億~1500億円程度と推定する。当初公表された500億円の分母(単独中心の工事進行全額対象のもの)が単年で1・7兆円、3年間で5兆円。よって、発生確率は1%、これを海外や連結子会社に適用し、半導体やパソコンの在庫などの影響額を加えて推計している。ただ、それ以上に膨らむ可能性もあり、さらに、特別損失や繰り延べ税金資産などのBS項目が修正される可能性もある。

体制について、奇跡的に維持され

てきた半導体と電力の2コア制を

廃止する必要性まではないだろう。

ただ、その場合、あまりに異なる事

業ゆえに、CEOを2人にするなど斬新な工夫が必要だろう。また、カ

ンパニー制では、BS項目も配分し、

PLだけでなく、BSも常に意識す

べきだろう。

また、新しい経営トップには、日

立の川村隆氏(09~10年に社長)が

社会インフラ事業に選択と集中を行つた以上の改革が必要であり、西田

氏や佐々木氏などのOBにも影響力

がある超大物、あるいは外部からと

しても、半導体事業をよくわかりグ

ローバルな視点がある経験者が望ま

しいだろう。