

MOT 勉強会レポート第 17 回

「東芝を会計面から見る」

2017 年 9 月 14 日(木) 開催

1. はじめに

「MOT 勉強会」2017 年度の 5 回目は、さる 9 月 14 日(木)、中央区京橋区民館 2 階の 3 号室にて開催された。

講師は、東京農工大学大学院 MOT 教授の木幡幸弘先生。
講演案内には、

「毎年行って頂いている、財務会計アップデートとして、最近の話題から東芝の事例を取り上げてもらいます。

専門家である木幡先生から詳しく解説して頂きます。」

と書かれていた。

案内にもあるように、毎年この時期に会計をテーマにして開かれる木幡先生の講演である。MOT 勉強会では技術・マネジメント寄りのテーマが多い中で財務会計という異色のテーマであるが、人気講座の一つとのことで、筆者も楽しみにしていた。

会場は満席の盛況ぶりであった。

2. 講演概要

事前に配布された資料はパワーポイント 50 ページの講演資料と A4 ワードで 4 ページの「独立監査法人の監査報告書及び内部統制監査報告書 2017 年 8 月 10 日」。講演はプロジェクターに映し出されたパワーポイントを使って進められた。

内容はボリュームも多く、講演時間の 2 時間をほぼフルに使い切り、質疑応答は懇親会に持ち越された。

2-1. 講演資料の目次

目次内容は以下のとおり。

1. 東芝の沿革
2. Why「海外・M&A」で失敗を重ねたのか?
3. Why「粉飾」に走ったのか?
 - (1) 東芝粉飾手法
 - (2) 東芝財務分析
4. 東芝の今後
5. Appendix
 - (1) 会計基準
 - (2) 監査報告書

2-2. 「東芝の沿革」 ～ WH社とS&W社の買収

東芝の粉飾決算はどのような経緯で行われたか?

そして、どのようにして債務超過を理由に東証2部への降格という道をたどったのか?

キーワードは、WH(ウエスチング・ハウス)とS&W(ストーン&ウェブスター)のM&Aであり、経緯は以下のとおりである。

(1) 2006年10月、東芝によるWH買収

まず、2006年10月の東芝によるWH買収は、適正価格を大幅に超えた6,210億円(適正上限額の2.2倍)でなされた。

これが遠因となって、東芝は2008年/3月期～2014/3月期まで粉飾決算を続けた。

2015年7月には「東芝、粉飾決済に関する第三者委員会調査報告書」が公表されて、粉飾決算の全貌が明らかになった。

(2) 2015年10月、子会社WHが行ったS&W買収

子会社となったWHが行ったS&Wの0円買収も、S&Wが抱えていた多額の損失を見誤っており、翌年2016年3月の決算で東芝はその損失を4,600億円と公表していたが、実際の損失はそれを大きく上回る7,000億円であった。

2017年に入って、S&W社の損失7,000億円があきらかになると、S&W社は破産法申請を行い、東芝は債務超過に陥った。

この結果、2017年8月1日には東芝は債務超過を理由に東証一部から二部へ降格された。

(3) 来年 2018 年 3 月末 東芝の上場廃止の可能性

主要な上場廃止要件は、以下の二つである。

①債務超過

2017年3月末で債務超過に陥っていたが、翌期2018年3月末で債務超過であれば、2期連続の債務超過ということで、上場廃止となる。

②監理・特設注意市場銘柄

粉飾決算により現在「特設注意銘柄」となっているが、改善の見込みのない場合、上場廃止となる。

この講演の2017年9月現在では、2017年3月期の決算書に対する監査報告書が2カ月遅れて、提出期限のギリギリ8月10日に提出された。監査報告書の内容も「限定付適正意見」ではあるが、とりあえず監査法人のお墨付きを得ることができたので、②の要件はクリアしたことになる。

後は①の「債務超過」を解消できるか否かが上場廃止の鍵となる。

※「限定付適正意見」

監査報告書の「限定付適正意見」がかかえる問題点などについては、後述する Appendix の監査基準で触れる。

2-3. Why 「海外・M&A」で失敗を重ねたのか？

東芝に限らず、日本郵便の豪州トール買収、第一三共の印度ランバクシー・ラボラトリーズ買収など、日本企業が海外で行った M&A で次々と問題が起きている。

日本企業の主導する海外 M&A で成功しているのは 2% という見方もあるようだ。何故、日本の企業は、海外の M&A で失敗が多いのだろうか。そこには、共通の要因が見えてくる。

(1) 適正価格を大幅に上回った「買収価格」

一般に、M&A の成否を決める要因として、「買収価格」と「M&A 後のシナジー効果増進」がある。

「買収価格」については、妥当な価格の指標として、「EV/EBTDA 倍率」があり、通常 8~10 倍と言われている。

「EV/EVTDA 倍率」は、公開されている財務諸表を元に算出できるものであり、証券取引所の資料を元に、業種別の平均値なども得ることができる。

東芝が WH を買収した当時、WH の妥当な買収価格は、EV/EBTDA 倍率を元にする
と、2,800 億円が上限値であった。

しかし、実際の買収価格は 6,210 億円であり、適正価格上限の実に 2.2 倍の価格である。かなり異常な高額買収であった。

※ のれん

M&A による買収価格と買収企業の資産評価額の差異は、B/S の「のれん」に表示される。「のれん」の取り扱いについては、国際会計基準・日本基準・米国基準で異なることによる問題点もあり、Appendix の(1)会計基準で触れる。

(2) 「買収後のシナジー効果増進」の不足

「買収後のシナジー効果増進」活動とは、「経営関与」や「PMI(買収後の統合作業)」を指す。

東芝は、WH 買収後も WH の経営に全くと言っていいほど関与せず、放任に近かった。2015 年に行われた子会社 WH による S&W 買収も暗黙の了承をするだけで、S&W が抱える巨額の損失(7,000 億円)を見抜けなかった。

2-4. Why 粉飾に走ったのか?

(1) 東芝粉飾手法

東芝の粉飾は、WH 買収の翌々年 2008 年度以降、「費用の先送り」という形で行われた。

例えば、ライフスタイル事業では、当四半期に広告費や物流費のサービスの提供を受けていたにも関わらず、取引先に請求書の発行を翌四半期に遅らせてもらった上で、翌四半期に計上していたといった具合である。

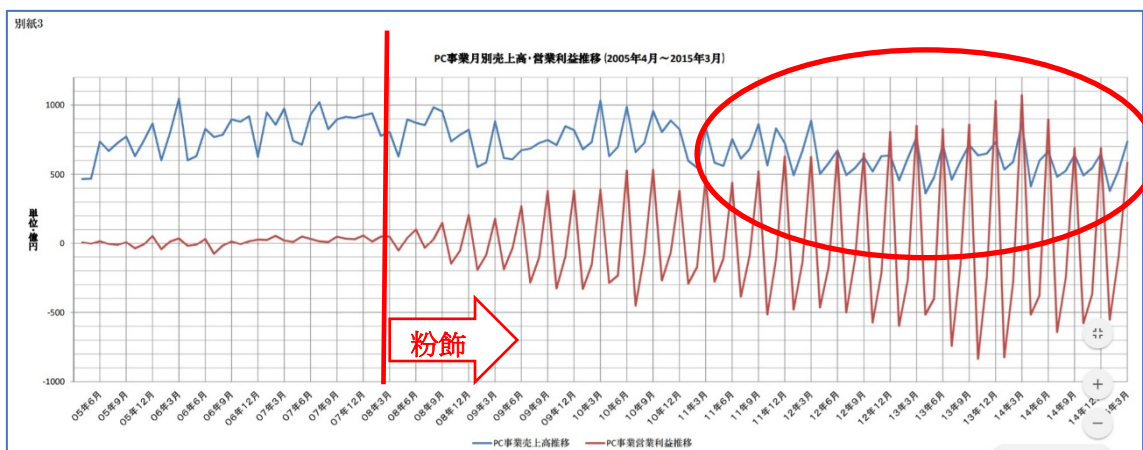
「費用の先送り」を続けると、経営数値は異常な動きを示すようになる。

下図は、PC 事業における「月別売上・営業利益の推移」であるが、2008 年度以降費用の先送りを続けた結果、月別営業利益の変動幅が大きくなり、2012 年 6 月頃から四半期毎に営業利益が売上高を上回るという極めて特徴的なグラフを描く。

しかしながら、粉飾が続いた期間の会計監査でこういった兆候が問題として指摘されることはなかった。

即ち、2015年2月に粉飾が発覚するまでの6年間、東芝を監査した監査法人はこういった兆候を見過ごしており、粉飾を見抜けなかったことになる。

図： 「PC事業 月別売上高・営業利益推移」



【出典】東芝第三者委員会報告書 20150720

注意：赤字箇所は筆者が加筆

(2) 東芝財務分析

講演では、リーマンショック直前の2008年3月期と、子会社WHがS&Wを買収した翌年の2016年3月期のそれぞれについて、木幡先生の「決算書読解チャート」を使った東芝の財務分析が紹介された。

詳細な分析は紙面の都合で割愛するが、見えてきたのは、粉飾で隠されていた財務状況の悪化と、事業リスクであり、総括すると以下のような内容であった。

2008年3月期の東芝は、財務安全性に問題をかかえつつも、総合評点が6/8点でBクラス(全クラスはA~Dの4クラス)と平均的な成績であった。

しかし、2016年3月期には、収益性、成長性、財務安全性、キャッシュフローの全ての評価項目で悪化しており、総合評点は4/8点でCクラスに降格していた。

簡単にいうと、東芝の評価は、2008年度から8年間で松竹梅の竹から梅に降格したことになる。

しかも、前半の6年間は、粉飾決算が行われており、投資家はもとより東京

証券取引所をはじめとする多くの利害関係者が、実態を正しく知ることができずにいたというのだから、驚きである。

(3) 2008 年以降、東芝が粉飾に走った原因

東芝は、リーマンショック前の 2008 年 3 月決算時点で、人件費等固定費割合が高いため利益率は低く、また自己資本比率の低い会社であった。

金融機関からの借り入れも、即時返済を求められてもおかしくない状況に陥った。

当時の再建策としては、リストラによる人件費削減など固定費削減を地道に行うべきであったが、粉飾という安易な道を選んだ。

メインバンクは財務制限条項などを盾に東芝に強く言える立場でありながら、結局東芝を指導することなく放置したことも東芝が粉飾に走る遠因となった。

2-4. 東芝の今後

冒頭述べたとおり、上場廃止の可能性も残る東芝であるが、事業継続を前提に考えると、東芝の今後の事業戦略の選択肢はかなり限られてくる。

今後の東芝は財務がますます脆弱になり、半導体事業リスクが高いなどの理由からハイリスクもとれない。従って、今後は社会インフラ事業のような、リスクの低い事業に専念せざるを得ないであろう。

2-5. Appendix

(1) 会計基準

日本では、三つの会計基準(日本基準・国際会計基準(以下、IFRS)・米国基準)の使用が認められている。

東芝は 1970 年代からニューヨーク証券取引所に上場しており、東証で公開する財務諸表も米国会計基準を使用している。

IFRS と日本基準の内容はほぼ同じであるが、主に異なるのは「のれん」や「固定資産の再評価」の扱いである。

特に M&A で問題となるのは、「のれん」の扱い方で、日本基準では「のれん」を 20 年以内に定額償却する旨定めているが、IFRS や米国基準では「のれん」を償却しないと定めている。

その結果、M&A 実施後、IFRS で計算した利益の方が日本基準のそれを上回る傾向がある。

日本基準はかつて橋本内閣時代に IFRS に沿う形で大幅に改変されたが、その後、世界中で M&A が活発化すると、M&A を推進する企業から利益を出し辛いのれん償却に対する批判があつまり、IFRS や米国基準が押し切られる形で、のれんの償却を不要とするにいたった。

日本基準は、そのような波に乗り遅れているというだけで、ことさら健全会計を志向しているというわけではない。

(2) 監査報告書

監査報告書の「限定付適正意見」は、限定付きの根拠の説明が不十分であり、判りづらいとの批判がある。

昨今、そのような批判にこたえて、監査報告書がこれまでの「短文」形式から「長文」形式のものに変化するという流れがある。

ヨーロッパやマレーシアなど既に「長文」形式を取り入れている国もあり、日本も近く「長文」形式の監査報告書になる予定である。

「長文」形式の監査報告書で、肝となるが「Key about Matters」と呼ばれる段落箇所である。

「Key about Matters」では、経営者の裁量の余地のある項目および金銭的重要性の高い項目が対象となり、より詳細な説明が求められることになる。

所感

1. M&A への批判的視点を教わった

イノベーションを梃に進化し続けようとする企業にとって、M&A は有用な手段である。企業の M&A がメディアで華々しく取り上げられるとき、経営者や経営幹部の描くバラ色の未来に我々は目を向けがちである。

木幡先生の講義を通じて、M&A に対する論理的かつ批判的な視点、検証する視点を教えていただいたと思った。

2. 決算書類読解チャート

木幡先生の「決算書類読解チャート」を使った東芝の財務分析は、大変面白かった。公開資料を使って、企業の収益性、成長性、財務安全性などの評価を定量的に積み上げていく手法はとても説得力があり、迫力も感じた。

財務諸表の数字だけではなく、監査報告書の記述の重要性も改めて認識させられた。

一方で、客観的な手順で評価したはずの2016年3月期の評価が4段階クラス中3位のCクラスに納まったのは意外であった。自分が今いる2017年の秋の視点で結果論として見ているせいかもしれないが、2016年の時点で最下位のDクラスと評されないことに違和感を感じた。

3. M&Aの成否要件

「買収価格」と「買収後のシナジー効果増進」という視点を教えていただいた。

「日本人はM&Aがなぜ下手なのか?」といった議論は、ここMOT勉強会でも幾度か話題に挙がったが、そのような疑問に答える糸口として、この二つの視点が重要であると感じた。

一方で、海外でのM&Aを多数成功させてきた日本人経営者として、日本電産会長の永守重信氏が紹介されていたが、こういった成功例からも学ぶべきであると思った。

くしくも、このレポートを書きあげている最中に、前東芝会長の西村泰三氏の逝去が報じられていた。

東芝のWH買収や日本郵便の豪州トール買収といった大型買収は氏の指導によって行われたとの記述をネットのあちらこちらで目にしただけに、感慨深いものを感じた。

監修 加藤美治、執筆 石垣純