

## 大王製紙とオリンパスのコーポレートガバナンス：同業他社との比較

太田 浩司

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

### 1. はじめに

現在、わが国企業のガバナンスに関する議論が盛んに行われている。その引き金となったのが、2011年秋に立て続けに発覚した、大王製紙とオリンパスによる不祥事である。次節でその概要を述べるが、前者は会長による多額の会社資金の使い込み、後者は歴代経営者らによる長年にわたる巨額損失の隠ぺいである。ともに、日本の著名企業のトップが係わった事件であっただけに、日本企業のガバナンスに関する疑問の声が、国内外から噴出した。

そもそも、日本のコーポレートガバナンスが諸外国とは異なっており、その実態が、経済協力開発機構 (OECD) や企業年金連合会の提唱する『コーポレート・ガバナンス原則』から大きく乖離しているということは、以前から指摘されていた。それに対して、わが国でも、米国型の「経営の執行と監督の分離」を目的として、02年の商法改正において委員会設置会社の導入を決定したり、07年の金融商品取引法の施行に伴って、「内部統制報告書」制度 (J-SOX法) を導入するなどの法的整備が進められてきた。

しかしながら現実には、委員会設置会社はわが国ではほとんど浸透しておらず、『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書』によれば、東証

上場企業の中で委員会設置会社は、08年で僅か55社に過ぎず、10年ではさらに4社減って51社となっている。また、「内部統制報告書」制度についても、1ページの紋切り型の報告書が年に1回提出されるだけで、大王製紙やオリンパスでは、事件の張本人自らが担当責任者として、自社の内部統制の有効性を保証しているのであるから、制度の実効性については疑問が残るといわざるを得ない。

そこで本稿では、昨今のわが国におけるガバナンス議論の契機となった、大王製紙とオリンパス事件について、その概要を述べた後、両社のガバナンスを、同業他社と比較することによって考察する。

### 2. 大王製紙とオリンパス事件の概要

#### 大王製紙事件

大王製紙事件は、同社の創業者井川伊勢吉の直系の孫で創業家3代目の御曹司である井川意高氏が、個人的に同社の関連会社から100億円もの借入を受け、そのほとんどをカジノのギャンブルで使ったというものである。この事件は、その中心人物である井川意高氏が、筑波大学附属駒場高校から東京大学法学部に進み、若干42歳で大王製紙の代表取締役社長、その4年後には代表取締役



あった。そこで、2000年代中頃に複数の企業買収を行い、桁外れに高額な対価や仲介報酬を支払って、その資金を受け皿ファンドに還元させることにより、銀行への返済に充てさせたのである。

### 3. 大王製紙とオリンパスのガバナンスの特徴

大王製紙とオリンパスの不祥事が大きく取り沙汰された理由に、両社がそれぞれの業界のトップ企業の1つであったことがある。例えば、大王製紙は、東証33業種分類におけるパルプ・紙業界において、11年度の連結売上高で、王子製紙、日本製紙、レンゴーに次いで第4位であり、オリンパスは、精密機器業界における連結売上高で、ニコンに次いで第2位である。そこで本稿では、両社のガバナンスの特徴を把握するために、それ

ぞれの業種の上位4社間で、そのコーポレートガバナンスを比較する。

比較項目は、取締役・監査役会の構成、株主構成、株主還元、情報開示の4つである。取締役・監査役会の構成と株主構成に関する情報は、東証が06年から開示を求めている『コーポレート・ガバナンスに関する報告書』および有価証券報告書から収集し、株主還元と情報開示に関する情報は、日本経済新聞デジタルメディア社の「日経NEEDSコーポレート・ガバナンス評価システム (NEEDS-Cges)」から入手している。なお、このNEEDS-Cgesの情報は、各項目に関する10数個の変数に、適当な重み付けをした総合指標である。

#### 大王製紙のガバナンス

図表1は、大王製紙のコーポレートガバナンス

図表1 大王製紙とその同業他社のコーポレートガバナンス

	大王製紙	王子製紙	日本製紙	レンゴー
<b>&lt;企業属性&gt;</b>				
連結売上高	4,101億	11,801億	10,998億	4,748億
連結従業員	7,465人	21,987人	13,834人	12,267人
時価総額 (2011.5.26)	723億	3,853億	2,015億	1,460億
<b>&lt;取締役・監査役会&gt;</b>				
<b>組織形態</b>				
	監査役設置	監査役設置	監査役設置	監査役設置
定款上の取締役の員数	20名	上限なし	10名	18名
定款上の取締役の任期	2年	1年	1年	1年
取締役会の議長	社長	会長	会長	社長
取締役の人数	14名	12名	10名	16名
社外取締役の人数	0名	2名	0名	1名
(そのうち独立役員の数)	(0名)	(2名)	(0名)	(0名)
定款上の監査役の数	5名	上限なし	4名	5名
監査役の数	5名	4名	4名	5名
社外監査役の数	3名	2名	2名	3名
(そのうち独立役員の数)	(1名)	(2名)	(1名)	(3名)
独立役員比率	5.3%	25.0%	7.1%	14.3%
<b>&lt;株主構成&gt;</b>				
外国人持株比率	3.2%	15.1%	18.6%	13.6%
機関投資家持株比率	5.9%	31.8%	39.0%	32.1%
小口株主持株比率	8.9%	17.0%	13.7%	10.5%
少数特定株主持株比率	38.2%	33.9%	35.7%	40.9%
<b>&lt;株主還元&gt;</b>				
NEEDS-Cges (100点換算)	35点	70点	62点	68点
<b>&lt;情報開示&gt;</b>				
NEEDS-Cges (100点換算)	58点	57点	52点	54点

(出所) 2011年6-7月提出の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」、2011年3月期有価証券報告書およびコーポレート・ガバナンス評価システム (NEEDS-Cges) より筆者作成。



図表2 オリパスとその同業他社のコーポレートガバナンス

	オリパス	ニコン	HOYA	テルモ
<b>&lt;企業属性&gt;</b>				
連結売上高	8,471億	8,875億	4,135億	3,282億
連結従業員	34,391人	24,409人	36,574人	14,761人
時価総額(2011.5.26)	6,711億	7,324億	7,090億	9,426億
<b>&lt;取締役・監査役会&gt;</b>				
組織形態	監査役設置	監査役設置	委員会設置*	監査役設置
定款上の取締役の員数	15名	15名	10名	15名
定款上の取締役の任期	1年	1年	1年	1年
取締役会の議長	会長	会長	社長	会長
取締役の人数	15名	12名	8名	14名
社外取締役の人数	3名	2名	5名	3名
(そのうち独立役員的人数)	(0名)	(2名)	(5名)	(3名)
定款上の監査役の員数	4名	5名	3名以上	5名
監査役の人数	4名	5名	5名	4名
社外監査役の人数	2名	3名	5名	2名
(そのうち独立役員的人数)	(1名)	(3名)	(5名)	(2名)
独立役員比率	5.3%	29.4%	76.9%	27.8%
<b>&lt;株主構成&gt;</b>				
外国人持株比率	27.7%	32.2%	52.5%	25.0%
機関投資家持株比率	42.0%	45.7%	64.3%	35.9%
小口株主持株比率	4.8%	5.4%	8.9%	5.8%
少数特定株主持株比率	41.1%	41.9%	30.9%	42.6%
<b>&lt;株主還元&gt;</b>				
Cges指標(100点換算)	62点	62点	65点	66点
<b>&lt;情報開示&gt;</b>				
Cges指標(100点換算)	56点	64点	69点	58点

(出所) 2011年6-7月提出の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」、2011年3月期有価証券報告書およびコーポレート・ガバナンス評価システム(NEEDS-Cges)より筆者作成。

\*委員会設置会社の場合は監査委員会が設置され、その構成は取締役3人以上でその過半数が社外取締役でなければならない。

述べた後で、両社のガバナンスを同業他社と比較している。

両社のガバナンスの共通の特徴としては、同業他社と比べて独立役員比率が低いということが挙げられる。大王製紙では社外取締役自体を選任しておらず、オリパスについても社外取締役は3人いるものの、独立社外取締役は皆無である。監査役についても同様で、独立社外監査役は両社とも1人ずつであり、同業他社と比べて見劣りのするものとなっている。そもそも、大王製紙とオリパスで独立役員が1人いるというのは、「上場内国株券の発行者は、一般株主保護のため、独立役員を1名以上確保しなければならない」という東証の有価証券上場規定(436条の2)に従って

いるからであって、上場会社として最低限の基準をクリアしているに過ぎないのである。

この独立役員に関連する最近の動向として、昨年12月に、法務省の法制審議会会社法制部会から『会社法制の見直しに関する中間試案』が公表され、社外取締役の選任の義務付けや、社外役員要件の若干の厳格化が試案として示された。これに対して、東証や日本証券アナリスト協会は賛成の意を表しているが、日本経団連は強硬な反対意見を述べて、現状維持を主張している。筆者としては、中間試案でさえも物足りなく感じており、さらに一步踏み込んだ、独立社外取締役の選任の義務付け、あるいは全ての社外監査役が独立役員であるという要件を課すという案が望ましいと考

