

# 『まいごばなし』

※スパークスのボトムアップ・リサーチを通じて、  
MY小話として舞妓さんが日本株の情報をお伝えします。  
スパークスの日本株の情報発信レポート



第67号(2011年12月30日)

## 「オリンパス、大王製紙、読売ジャイアンツ」から考える日本企業のガバナンス」

今回は趣向を変えまして座談会形式でお送りします。当社のファンドマネージャー、アナリストから成る3人で上記の問題について議論しました。

「企業がうまく行っているように見える時には気付にくいのですが、失敗から遡って考えてみると「経営者の質」というものは本当に重要だということが良くわかりますね。」

A: まず、各問題の整理をしましょう。オリンパス事件は財テクに失敗して生じた損失を不正な手段で隠したいいわゆる「飛ばし」を行い、その後不当なM&Aを用いて1300億円を超える損失を補填しようとしたことが発覚しました。大王製紙は創業一族である前会長が自身の賭け事などの遊興費として使うために複数の子会社から正式な手続きを経ないで106億円の借入を行い、うち59億円が未返済になっていたことが発覚しました。読売ジャイアンツは球団会長と代表との意思決定をめぐる会社の内紛を公表したものであり犯罪ではありません。

B: では共通点はなんでしょう。

C: 経営陣が長期間にわたって経営に携わっている点や権力がトップに集中している、いわゆるワンマン経営である点は指摘できます。

A: 私が知っている経営陣の長期統治、経営者の強力なリーダーシップがある会社には、非常に優秀な企業が多い印象があります。例えば高収益を上げているロボットメーカーや空気圧機器メーカー、企業買収と経営建て直しで高成長を続けるHDDメーカー、海外展開に注力する製造小売業など経営者のリーダーシップが強い企業文化を育て、世界で活躍する日本を代表する企業になっているといえます。経営陣の長期政権、強力なリーダーシップという特徴はむしろ個性的で魅力的な企業を作り出しているのではありませんか。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

# 『まいごばなし』

※スパークスのボトムアップ・リサーチを通じて、  
MY小話として舞妓さんが日本株の情報をお伝えします。

スパークスの日本株の情報発信レポート

第67号(2011年12月30日)



B:しかし「絶対的権力は、絶対に腐敗する」という英国のアクトン卿の言葉は有名ですよ。投資において企業を評価するうえで、注意して見るべき点があるのではないのでしょうか。例えば私が企業を評価するうえでは、創業家がずっとトップにいる会社については業界内でのトップの評判や資質を測るエピソードなどを同業他社から積極的に情報収集するようにしています。またバランスシートや子会社など企業グループがシンプルで明確な会社を選好するように少し注意力を高めるように心がけていますよ。

C:しかしオリンパスではワンマン経営が不正を招いたのではなく、むしろ不正を隠蔽することで隠蔽担当者の社内政治力が拡大し、不正こそがワンマン経営を招いたと言えませんか。また大王製紙では創業家がファミリー企業等を通じて親会社株を保有することによって、親会社による子会社の統治が困難であった統治形態も不正を起しやすくした一因であると調査委員会の報告書でも言及されていますよ。

B:社外取締役や監査役が機能していない件が散見されますね。経営者の知人が経営者との個人的な関係から就任するケースや、会社に長年勤務してきた社員が十分な自覚なしに就任するケースが多いのではないかと勘繰ってしまいます。いっそのこと裁判員制度のように社外取締役や監査役を公選制にするというのはどうでしょうか。

C:公選制では必要な知識、経験がない人が就任する可能性がありますから、チェックや監査が浅くなり、ますます不正が見抜けにくくなりますよ。むしろ仕組みとしてのコーポレート・ガバナンスの強化をすべきではないでしょうか。

B:仕組みと不正はいたちごっこだと思います。2001年に米国のエンロン事件で巨額の不正経理・不正取引による粉飾決算が明るみになった後、2003年にSOX法が成立しガバナンスに対する制度的な強化が行われました。これに追従し日本でも2008年度に導入されたのが日本版SOX法です。今後も不正を抑止する仕組みを整えていくことも重要ですが、仕組みを強化した挙句に企業活動のダイナミズムの阻害や管理コスト上昇などの社会的コストが上昇しては元も子もありません。結局は仕組みを整えつつ、同時にそもそも不正が起りにくいようにする必要がありますね。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

# 『まいごばなし』

※スパークスのボトムアップ・リサーチを通じて、  
MY小話として舞妓さんが日本株の情報をお伝えします。

スパークスの日本株の情報発信レポート

第67号(2011年12月30日)



A: やはり性悪説に基づいた法整備には限界があるでしょう。不正を起こす気持ちを削ぐことが重要ではありませんか。今回の件もそうですが不正を犯した主体には大きな制裁を与えるべきではないでしょうか。また内部告発者の保護や行為を正当化する世論的な土壌も醸成する必要があるのかもしれない。似たような例では独占禁止法におけるカルテルの課徴金制度がこれに相当すると思います。課徴金の算定額はカルテルを行った場合に生まれる利益よりも大きな額に引き上げること、最初の情報提供者には課徴金を低減させることを導入したことで、カルテルそのものの発生と早期の終息を同時に実現させようとしています。

B: 内部告発者に対する窓口は弁護士会や新聞社などの報道機関でも設けられていますし、大手企業では自社内に相談窓口を設けているところもあるようです。また終身雇用制が崩れてきたこと、転職が一般的になってきたことで、従来のような企業への妄信的な忠誠心は薄れてきているのではないのでしょうか。このような意味では、読売ジャイアンツの内紛の告発騒動も、評価できる点もあるかもしれません。

C: しかし不正を犯した人と制裁を受ける人は同じであるべきだと思うのですが、上場企業の場合は必ずしも一致していないのではないのでしょうか。経営陣の犯した不正で株価が下落し株主に大きな損害が発生しました。しかも上場を廃止されるリスクも議論されています。なにか変ではありませんか。

A: 全てそうとは言い切れないと思います。株主にも適切な取締役を選任するという責任がありませんか。しかし経営陣と株主との情報格差は非常に大きいため、その責任に言及することは現実的に無理があると思います。現実には中間的な立場として銀行のみならず証券会社や証券アナリスト、我々のようなプロの投資家などはもっと不正を抑止することが可能であったのではないかと思います。具体的な不正行為までは外部からではうかがい知れませんが、企業の経営陣と緊張感のある議論を通して経営に規律を求め、株主の顔を具体的にイメージし易くすることで、日本で健全な株式市場を育てることが出来るのではないのでしょうか。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

# 『まいごばなし』

※スパークスのボトムアップ・リサーチを通じて、  
MY小話として舞妓さんが日本株の情報をお伝えします。

スパークスの日本株の情報発信レポート

第67号(2011年12月30日)



B:オリンパスについては、今回の事件がもっと昔に処理、発覚していたとしたら不正を行っていた経営陣ではなく他にふさわしい方がトップに就任し、会社にとってより効率的で、あるべき資本配分が出来ていたのではないかと思ひ、本当に残念に思ひます。今回の事件で株主が被った損失は見た目の株価の下落だけでなく、適切な経営の下で過去20年に可能であったであろう成長機会を失ってきたことこそが最も大きな損失だと言えるかもしれません。

※当コラムは執筆者の見解が含まれている場合があります、スパークス・アセット・マネジメント株式会社の見解と異なることがあります。

※当コラムに掲載された企業は、あくまでも当コラムの内容の理解を深めて頂くためのご参考として掲載したものであり、個別企業を推奨しているものではありません。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。