調 査 報 告 書

2011 年 12 月 6 日

オリンパス株式会社　第三者委員会

2011年12月6日

オリンパス株式会社　御中

オリンパス株式会社　第三者委員会

委員長	甲斐中辰夫
委員	中込秀樹
委員	有田知徳
委員	須藤修
委員	片山英二
委員	滝口勝昭

目　次

第１　調査の概要 1
１　委員会設置の経緯 1
２　オリンパスによるプレスリリースと委嘱事項の変更 1
（１）オリンパスによるプレスリリース 1
（２）委嘱事項の変更 2
３　本委員会の構成 2
４　調査の目的 3

第２　調査の方法・範囲 3
１　調査の方法 3
２　調査の範囲 3
（１）中心的な調査範囲 3
ア　損失先送り及び損失解消についての実態解明 3
イ　オリンパスのガバナンス体制 4
（２）その他の調査範囲 4
ア　損失処理スキームの特徴 4
イ　調査の着眼点 5
ウ　調査対象とした会社及び調査結果要約 5
エ　その他の類似取引の有無に関する網羅性調査手続及び調査結果要約 6

第３　調査によって判明した事実 7
１　1980 年代における金融資産の運用 7
（１）1980 年代初頭における金融資産の運用 7
（２）1980 年代半ばにおける金融資産の運用 7
（３）下山社長の下での積極的な経営戦略の展開 8
（４）運用担当部署と担当者 8
ア　運用担当部署 8
イ　担当者 9
（５）1980 年代後半における金融資産運用の内容 11
２　金融資産運用による損失の発生と拡大 11
（１）運用による損失の発生 11
（２）運用による損失の拡大 11
ア　損失の拡大 11
イ　損失の挽回策 12
ウ　担当者及び運用報告 12

3　岸本への社長交代と金融資産運用損の引継ぎ……12
（1）岸本社長への交代……12
（2）金融資産運用損にかかる引継ぎ……13
4　岸本社長の下での損失処理策の転換……13
（1）損失処理策転換の契機……13
（2）会計基準の変更……13
（3）会計監査人の要請……14
（4）損失分離スキームの策定……15
ア　損失処理スキームの検討……15
イ　ファンドの創設……15
ウ　買取資金の調達……15
エ　損失分離スキームの急展開……16
オ　損失解消スキームの構想……16
カ　損失分離スキームの策定に関与した者……17
5　菊川社長への交代と損失処理策の継続……17
（1）会社の状況と新たな経営方針……17
（2）損失処理策の継続と菊川への引継ぎ……17
（3）経営陣に対する定期報告……18
6　損失分離スキームの準備……20
（1）損失分離スキーム……20
（2）受け皿ファンドの用意……20
（3）資金の手当て－LGT 銀行等からの融資……20
ア　LGT 銀行との取引開始……20
イ　LGT 銀行との取引残高の増加と特金残高の減少……20
ウ　口座で保有する資産を担保とする貸付け（口座担保貸付け）……21
（4）資金の手当て－事業投資ファンドからの資金……21
7　損失分離スキーム（ヨーロッパ・ルート）……22
（1）関与者……22
ア　オリンパス社内……22
イ　オリンパス社外……22
（2）ファンドの組成と資金移動……23
ア　ファンドの組成……23
イ　資金移動……24
8　損失分離スキーム その２（シンガポール・ルート）……25
（1）関与者……25
ア　オリンパス社内……25

イ　オリンパス社外……25
（2）ファンドの組成と資金移動……25
ア　ファンドの組成……25
イ　SG Bond に対する出資前の資金移動……26
ウ　SG Bond に対する出資以後の資金移動……27
（3）シンガポール・ルートの損失分離スキーム図……28
9　損失分離スキーム　その3（国内ルート）……28
（1）関与者……28
ア　オリンパス社内……28
イ　オリンパス社外……28
（2）ファンドの設定と資金移動……29
ア　オリンパス社内における検討・決定……29
イ　事業投資ファンドの設定契約……29
ウ　中途償還による返金……30
（3）投資先の決定及びジェネラル・パートナーからオリンパスへの報告……30
（4）QP への送金……31
（5）国内ルート（事業投資ファンド利用）に関するスキーム図……32
10　損失分離スキームのまとめ……32
11　損失解消のための模索……32
（1）2000 年 3 月期～2002 年 3 月期……33
（2）2003 年 3 月期～2004 年 3 月期……34
（3）2005 年 3 月期～2006 年 3 月期……34
（4）2007 年 3 月期～2011 年 3 月期……34
12　新規事業展開とその損失解消スキームとしての利用……34
（1）事業投資ファンドの投資状況……34
（2）本件国内 3 社の発掘……35
（3）本件国内 3 社を用いた損失解消スキームの策定……36
（4）本件国内 3 社を用いた損失の解消……37
ア　Neo らによる本件国内 3 社への出資……37
イ　GCNVV らの株式買取り……37
ウ　GCNVV の中途解約……42
エ　オリンパスらの株式買取り……43
（5）Neo らが得た株式売却資金の還流とファンドの損失の一部解消……47
ア　株式売却資金の還流……47
イ　Neo 及び ITV がオリンパスに売却した本件国内 3 社の株式代金の流れ……47
ウ　DD 及び GT が OFH（オリンパス）に売却した本件国内 3 社の株式代金の流れ

.....47
エ　あずさ監査法人とのやりとり.....48
（6）小括.....48
13　医療事業分野での大型買収案件とその解消スキームとしての利用.....49
（1）ジャイラス買収を利用した損失解消スキームの概要.....49
（2）M&Aによる事業拡大戦略と投資損失埋め合わせの画策.....49
（3）ジャイラス社買収とFA報酬としての株式オプションとワラントの付与.....50
ア　FA契約の締結.....50
イ　FA契約の内容.....50
ウ　修正FA契約の締結.....53
エ　修正FA契約の内容.....53
オ　修正FA契約の紙面決裁.....56
カ　専門家の選定.....56
キ　必要経費について.....57
ク　ジャイラスの買収価格の決定.....57
ケ　ジャイラス買収、FA契約及び修正FA契約の取締役会承認.....58
コ　修正FA契約に基づく報酬払込み.....59
サ　ジャイラス買収成立（英国裁判所の許可、上場廃止）.....59
シ　コールオプション契約の締結.....59
ス　取締役会におけるジャイラスの買収完了報告.....60
（4）ジャイラスの資本再編と、これに伴う配当優先株の付与及びワラントの買取り 60
ア　株式オプションの現金精算（Cash Settlement of Option）に係る合意の締結 60
イ　ジャイラスの資本再編についての検討.....61
ウ　株式オプション買取りの対価についての検討.....62
エ　配当優先株発行、及びワラント買取りの取締役会決議.....63
オ　株式引受契約（Share Subscription Agreement）及び同修正契約（Supplement to Share Subscription Agreement）の締結.....64
（5）配当優先株の6億2000万ドルでの買取り.....65
ア　Axamによる配当優先株の買取要請と配当優先株の評価.....65
イ　取締役会における配当優先株の買取承認.....65
ウ　あずさ監査法人とのやりとり.....66
エ　配当優先株の買取決議の取消.....67
オ　配当優先株買取りにあたっての会計処理についての検討.....67
カ　取締役会における配当優先株買取承認、買取りの契約締結及び実施.....68
（6）Axes、Axam及びアクシーズ・ジャパンへの支払額の総括.....70
（7）支払額の最終処理　～損失解消スキームの完了～.....72

ア　Axam からオリンパスへの資金移動 72
イ　支払額の会計上の処理　～のれんの利用～ 75
１４　損失解消のまとめ 75
１５　岸本及び菊川の関与について 75
（１）岸本について 75
（２）菊川について 76

第４　調査判明事実に基づく金額的影響の分析・検討 77
１　会計の観点から捉えた損失処理スキームの概要 77
（１）損失の分離に必要な資金の捻出 77
（２）損失のファンドへの分離 77
（３）ファンドに移転した損失の補填 77
（４）損失分離スキームの解消 77
（５）損失の認識 77
２　ヨーロッパ・ルートとシンガポール・ルート 78
（１）損失分離スキームの起点 78
（２）ヨーロッパ･ルート 78
ア　会計処理 78
イ　会計監査人との協議の内容 80
ウ　会計監査人が入手した残高確認状の記載内容 80
（３）シンガポール・ルート 81
ア　会計処理 81
イ　会計監査人との協議内容 82
ウ　会計監査人が入手した残高確認状の記載内容 82
３　本件国内３社の株式取得に関する時系列 83
（１）資金移動及び会計処理の要約 83
ア　資金移動 83
イ　会計処理の要約 84
（２）2007 年３月期における会計処理 85
ア　発生事実 85
イ　損失処理スキームとの関連 85
ウ　会計処理 86
（３）2008 年３月期における会計処理 86
ア　発生事実 86
イ　損失処理スキームとの関連 86
ウ　会計処理 86

（4）2009年3月期における会計処理 88
ア　発生事実 88
イ　損失処理スキームとの関連 88
ウ　会計処理 88
（5）その他 90
ア　本件国内3社に対するオリンパスの貸付金及び貸倒引当金 90
イ　NEWS CHEFからオリンパスへの日本エコロジア株式の売却 91
ウ　株主価値評価報告書の検討 92
4　GCNVVに関する時系列 93
（1）2000年3月期～2005年3月期における会計処理 93
ア　発生事実 93
イ　損失処理スキームとの関連 93
ウ　会計処理 94
（2）2006年3月期における会計処理 95
ア　発生事実 95
イ　損失処理スキームとの関連 95
ウ　会計処理 95
（3）2007年3月期における会計処理 96
ア　発生事実 96
イ　損失処理スキームとの関連 96
ウ　会計処理 96
（4）2008年3月期における会計処理 97
ア　発生事実 97
イ　損失処理スキームとの関連 98
ウ　会計処理 98
5　ジャイラス買収に関する時系列 99
（1）資金移動及び会計処理 99
ア　資金移動 99
イ　会計処理 100
（2）2007年3月期における会計処理 102
ア　発生事実 102
イ　損失処理スキームとの関連 102
ウ　会計処理 102
（3）2008年3月期における会計処理 103
ア　発生事実 103
イ　損失処理スキームとの関連 103

ウ　会計処理 104
（4）2009年3月期における会計処理 105
ア　発生事実 105
イ　損失処理スキームとの関連 105
ウ　会計処理 106
（5）2010年3月期における会計処理 108
ア　発生事実 108
イ　損失処理スキームとの関連 108
ウ　会計処理 109
6　その他の重要な関連取引 110
（1）OFH 110
ア　会社概要 110
イ　ITX株式への投資 110
ウ　OFHの投資勘定 111
エ　本件国内3社株式取得との関連性 111
（2）EPS 111
ア　2008年3月期及び2009年3月期 111
イ　2011年3月期 112
7　その他（本件損失処理スキームとは関連しないが、調査の過程で発見された重要事項） 113
（1）OBCC 113
ア　会社概要 113
イ　主な投資先 113
（2）SBi 113
ア　発生事実 113
イ　SBiへの出資の損失処理スキームとの関連性 114
8　調査判明事実がオリンパス連結財務諸表に与えた影響の検討 114
（1）分離した損失額の推移 114
（2）会計上の取扱い 114
（3）オリンパス連結財務諸表に与えた影響の検討（2011年3月末における連結純資産への影響） 115

第5　コーポレート・ガバナンス及び内部統制の基本構造と実態 115
1　コーポレート・ガバナンス及び内部統制の基本構造について 115
（1）機関の構成について 115
（2）2001年4月の経営構造改革 115

ア　役員会改革 115
イ　執行役員制度の導入 116
ウ　カンパニー制度の導入 116
（3）各機関の詳細 116
ア　取締役会 116
イ　監査役会 117
ウ　経営会議 118
エ　常務会 118
オ　経営執行会議 118
（4）内部統制システム基本方針 119
ア　取締役、使用人の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制 119
イ　取締役の職務の執行に係る情報の保存及び管理に対する体制 119
ウ　損失の危険の管理に関する規程その他の体制 120
エ　取締役の職務の執行が効率的に行われることを確保するための体制 120
オ　オリンパス及びその子会社からなる企業集団における業務の適正を確保するための体制 121
カ　監査役がその職務を補助すべき使用人を置くことを求めた場合における当該使用人に関する事項及びその使用人の取締役からの独立性に関する事項 121
キ　取締役及び使用人が監査役に報告をするための体制その他の監査役への報告に関する体制 122
ク　その他監査役の監査が実効的に行われることを確保するための体制 122
2　コーポレート・ガバナンス及び内部統制の実態とその評価 122
（1）統制環境について 122
ア　財務部門の特定少数者による独占 122
イ　コーポレート部門における牽制機能の無効化 123
ウ　ジョブローテーションの不在 124
エ　外部への財務情報開示に関する消極性 124
オ　取締役会の審議の形骸化 125
（2）リスク評価と対応について 125
ア　経営者不正に対するリスク評価能力の欠如 125
イ　財務報告に係る内部統制に関するリスク評価と対応について 126
（3）統制活動について 127
（4）情報と伝達について 128
ア　コンプライアンスヘルプラインの社内閉鎖性 128
イ　稟議文書管理における網羅性の欠如 129

（5）モニタリング 129
ア　独立性の欠如 129
イ　専門的知識及び経験の不足 130
ウ　監査役スタッフの不足 131
エ　監査役監査と内部監査の役割重複、相互連携の欠如 131
オ　J-SOX 評価の形骸化 132
（6）内部統制の有効性に関する評価 134
3　取締役会による本件事案にかかる監督の実態 135
（1）取締役会とその他の関係機関との関係等 135
（2）1999 年 9 月中間期及び 2000 年 3 月期の特別損失計上時における監督 135
ア　社内決裁手続の状況 135
（3）本件国内 3 社の株式取得に関する監督 139
ア　社内決裁手続の状況 139
（4）ジャイラスの買収に関する監督 140
ア　社内決裁手続の状況 140
イ　小括 143
（5）取締役会による本件事案にかかる監督の評価 144
ア　取締役会とその他の関係機関との関係 144
イ　取締役における極端な縦割り意識 144
ウ　取締役の出身に関する多様性の欠如 145
エ　社長への取締役に関する人事・報酬等の決定権限の専属 145
オ　取締役会規程等の改善の余地 146
カ　小括 146
4　監査役会による本件事案にかかる監督の実態とその評価 147
（1）1999 年 9 月中間期及び 2000 年 3 月期における特別損失計上時における監査の実態 147
ア　会計監査人による指摘等 147
イ　オリンパス監査役会の対応等 148
（2）本件国内 3 社の株式取得及びジャイラス買収に係るアドバイザリー報酬に関するあずさ監査法人とのやり取り、並びにあずさ監査法人からの指摘に対する監査役会の対応の実態 148
ア　あずさ監査法人と監査役会との協議 148
イ　あずさ報告書の提出及びその内容 149
ウ　オリンパス監査役会の対応等 151
エ　2009 年委員会報告書 152
オ　2009 年委員会報告書を受けての監査役会の対応 156

（３）監査役会による本件事案にかかる監督の評価 156
ア　監査役会の本件事案における対応の問題 156
イ　監査役会の体制に内在する問題 158
５　監査法人による本件事案にかかる監査の実態とその評価 159
（１）あずさ監査法人による監査の実態とその評価 159
ア　あずさ監査法人による監査の実態 159
イ　あずさ監査法人による監査の評価 166
（２）新日本監査法人による監査の実態とその評価 171
ア　新日本監査法人による監査の実態 171
イ　新日本監査法人による監査の評価 174
（３）あずさ監査法人から新日本監査法人への交代の問題点 174
ア　あずさ監査法人の事実上の解任 174
イ　オリンパスによる新日本監査法人への打診 175
ウ　両監査法人による監査業務の引継ぎ 175
エ　委員会報告第 33 号の趣旨 176
オ　本件交代の問題点 176
６　ウッドフォードによる指摘 176

第６　本件事案発生の原因分析 178
１　経営トップによる処理及び隠蔽であること 179
２　企業風土、意識に問題があったこと 180
３　隠蔽等の手段が巧妙であったこと 180
４　会社法上の各機関の役割が果たされなかったこと 180
５　監査法人が十分機能を果たさなかったこと 181
６　外部専門家による委員会等が十分機能を果たさなかったこと 181
７　情報の開示が不十分であったこと 181
８　会社の人事ローテーションが機能していなかったこと 182
９　コンプライアンス意識が欠如していたこと 182
１０　外部協力者の存在 182

第７　再発防止策 182
１　旧経営陣の一新 182
２　監査法人と会社との関係についてのあり方の検討 183
３　関係者の法的責任の追及 183
４　ガバナンス刷新委員会の設置 183
５　経営監視委員会又は経営監視役の設置 183

6　社外取締役、社外監査役の充実 183
7　新経営陣の意識改革 183
8　職場環境つくり及び役員、職員の意識改革 184
9　監査役、監査役会の意識改革 184
１０　情報の開示 184
１１　オリンパス社内における各体制の改革 184

第８　結語 185

略称一覧

略称	正式名称
21C	Twenty First Century Global Fixed Income Fund Ltd.
Axam	Axam Investments Ltd.
Axes	Axes America LLC
CD	Creative Dragon SPC
CFC	Central Forest Corp.
DD	Dynamic Dragon II SPC
Easterside	Easterside Investments Limited
EPS	アイパワースポーツ株式会社
FA	フィナンシャル・アドバイザー
GC	株式会社グローバル・カンパニー
GCI	株式会社グローバル・カンパニー・インベストメント
GCI Cayman	GCI Cayman Limited
GCNVV	G.C. New Vision Ventures, L.P.
GIM	PS Global Investable Markets-O
GPAI	GPA Investments Ltd.
GT	Global Target SPC
GV	Genesis Venture Capital Series1 Ltd.
Hillmore	Hillmore East
ITV	New Investments Ltd. Class Fund IT Ventures
ITX	ITX 株式会社
LGT 銀行	LGT Bank in Liechtenstein AG
Neo	Neo Strategic Venture, L.P.
NEWS CHEF	NEWS CHEF 株式会社
OAM	Olympus Asset Management Ltd.
OBA	Olympus Biotech Corporation
OBCC	オリンパスビジネスクリエイツ株式会社
OCA	Olympus Corporation of Americas
OFH	Olympus Finance Hong Kong Ltd.
OFUK	Olympus Finance UK Ltd.
OUKA	Olympus UK Acquisition Limited
OVC	オリンパスビジュアルコミュニケーションズ株式会社
QP	Quick Progress Co. Ltd.

SB	Stryker Biotech
SBi	Small Bone Innovations, Inc.
SG	Societe Generale
SG Bond	SG Bond Plus Fund
TEAO	TEAO Limited
アクシーズ・ジャパン	アクシーズ・ジャパン証券株式会社
アルティス	株式会社アルティス
オリンパス	オリンパス株式会社
コメルツ銀行	Commerzbank International Trust (Singapore) Ltd.
ジェネラル・パートナー	業務執行組合員（General Partner）
ジャイラス	Gyrus Group PLC
ヒューマラボ	株式会社ヒューマラボ
リミテッド・パートナー	限定責任組合員（Limited Partner）
本件国内３社	アルティス・ヒューマラボ・NEWS CHEF

第１　調査の概要

１　委員会設置の経緯

（１）オリンパス株式会社（以下「オリンパス」という。）は、2011 年 10 月 14 日の取締役会において、かねてオリンパスの取引の不透明性を指摘していた Michael Christopher Woodford（以下「ウッドフォード」という。なお、本報告書では人名につき敬称、肩書を省略する。）を代表取締役・社長執行役員から解職した。しかし、その後もオリンパスによる①Gyrus Group PLC（以下「ジャイラス」という。）買収におけるフィナンシャル・アドバイザー（以下「FA」という。）への支払、並びに、②株式会社アルティス（以下「アルティス」という。）、NEWS CHEF 株式会社（以下「NEWS CHEF」という。）及び株式会社ヒューマラボ（以下「ヒューマラボ」といい、アルティス、NEWS CHEF と併せて「本件国内 3 社」という。）の買収及びその後の減損処理の妥当性を疑問視し、実態解明を求めるオリンパスの株主らの声が高まり、株価が急落するに至った。

（２）そこで、オリンパスは、ジャイラス及び本件国内 3 社の買収に関する検討の開始から取引実行に至る一切の取引に関して、不正ないし不適切な行為又は妥当性を欠く経営判断があったか否かについて、独立性を確保した調査委員会による厳正かつ徹底した調査を行い、投資家、株主、取引先その他のステークホルダーに対する説明責任を果たし、ガバナンス体制の改善強化に関する提言その他のオリンパスの組織、運営等に関する改善すべき点の指摘と改善策に関する提言を求めて、オリンパスと利害関係を有しない弁護士 5 名及び公認会計士 1 名に委員就任を依頼し、2011 年 11 月 1 日に第三者委員会（以下「本委員会」という。）を設置した（オリンパス 2011 年 11 月 1 日付けリリース「「第三者委員会」設置のお知らせ」）。

２　オリンパスによるプレスリリースと委嘱事項の変更

（１）オリンパスによるプレスリリース

本委員会の調査開始後の 2011 年 11 月 8 日、オリンパスは「過去の損失計上先送りに関するお知らせ」と題して、本委員会による調査に対する協力の過程において、1990 年代ころから有価証券投資等にかかる損失計上の先送りを行っていたこと、ジャイラスの買収に際し FA に支払った報酬や優先株の買戻しの資金並びに本件国内 3 社の買収資金が、複数のファンドを通す等の方法により、損失計上先送りによる投資有価証券等の含み損を解消するためなどに利用されていたことが判明したと発表した（オリンパス 2011 年 11 月 8 日付けリリース「過去の損失計上先送りに関するお知らせ」）。

（2）委嘱事項の変更

オリンパスは、2011年11月8日、損失先送りに関するプレスリリースの後、本委員会に対して、損失の先送りに係る事実関係についても明示的に調査対象とすることを依頼し（オリンパス2011年11月8日付けリリース「第三者委員会の調査対象拡大及び人事異動のお知らせ」）、ジャイラス及び本件国内3社の買収に関する検討の開始から取引実行に至る一切の取引に関するオリンパスの不正ないし不適切な行為、又は妥当性を欠く経営判断があったか否かにかかる事実関係の調査、及びその評価・検証作業だけでなく、上記に関連することが疑われる不正ないし不適切なオリンパスの取引についての調査が委嘱事項に加えられた。

3　本委員会の構成

本委員会の構成は下記のとおりである。

委員長　甲斐中辰夫（弁護士・元最高裁判所判事、元東京高等検察庁検事長）
委　員　中込　秀樹（弁護士・元名古屋高等裁判所長官）
委　員　有田　知徳（弁護士・元福岡高等検察庁検事長）
委　員　須藤　　修（弁護士）
委　員　片山　英二（弁護士）
委　員　滝口　勝昭（公認会計士）

また、本委員会は、下記の者を補助者として任命し本調査の補佐をさせた。

調査委員会補助者
卓照綜合法律事務所
（弁護士藤川和之、同深瀬仁志）
ふじ合同法律事務所
（弁護士岩渕正樹）
シティユーワ法律事務所
（弁護士政木道夫、同寺田昌弘、同堀本博靖、同坂井均、同柳澤美佳）
須藤・髙井法律事務所
（弁護士秋葉健志、同中溝太）
阿部・井窪・片山法律事務所
（弁護士大月雅博、外国法事務弁護士仲村渠千鶴子、弁護士須崎利泰、同飯田岳、同岡本尚美、同牧恵美子）
デロイトトーマツＦＡＳ株式会社

（公認会計士松藤斉ほか 17 名）
有限責任監査法人トーマツ
（公認会計士深田建太郎ほか 16 名）

4　調査の目的

本委員会の調査の目的は、ジャイラス及び本件国内 3 社の買収に関する検討の開始から取引実行に至る一切の取引及びこれに関連する取引に関して、オリンパスに不正ないし不適切な行為、又は妥当性を欠く経営判断があったか否かを検証すること、オリンパスのガバナンス体制の改善強化に関する提言その他、調査結果に基づき、投資家、株主、取引先等のステークホルダーに対するオリンパスの上場企業としての責任に照らして、オリンパスの組織・運営等に関して改善すべき点があればその指摘と改善策に関する提言を行うことである（オリンパス 2011 年 11 月 1 日付けリリース「「第三者委員会」設置のお知らせ」）。

本委員会は、あくまで中立・公正な立場から、上記目的のために委嘱事項を実施するものであり、今回の損失の先送り及び含み損の解消に関連する関係者の個人的な法的責任や経営責任の有無を確定し、これを追及することを目的とするものではない。

第 2　調査の方法・範囲

1　調査の方法

本委員会は、1990 年代の有価証券投資、ジャイラス及び本件国内 3 社の買収の検討の開始から取引実行までのオリンパスの内部資料（別紙 1 記載のコンピュータ・フォレンジックにより収集された資料を含む。）、社内決裁等に関する関係諸規程、オリンパスに提出された会計監査人作成の監査概要報告書、ジャイラス買収にかかる FA との間で締結された契約書、オリンパスないしその関係者と取引のあった金融機関から提出された資料等を検証分析するとともに、オリンパスの役職員（既に退職した者を含む。）をはじめとして、必要に応じて、過年度の監査を実施した会計監査人、オリンパスによる有価証券投資、ジャイラス及び本件国内 3 社買収等にかかる関係各社の担当者、本件国内 3 社の買収にかかる事業価値の試算を行った公認会計士等に合計 189 回ヒアリングを行った。

2　調査の範囲

（1）中心的な調査範囲

ア　損失先送り及び損失解消についての実態解明

本委員会設置の経緯及び調査の目的に記載のとおり、本件は、オリンパスが、

1990年代ころから有価証券投資等にかかる損失の先送りを行い、それを解消する手段として、本件国内3社及びジャイラスの買収案件を利用したという事案である。

このことから、本委員会は、オリンパスが行った損失先送りと損失解消についての実態解明を第1の中心的な調査範囲とした。すなわち、損失先送りの点に関しては、オリンパスが含み損失を抱えるに至った経緯、当該損失の先送りを始めることとした経緯、損失先送りスキームの全体像（後述のとおり、複数のファンドを介することにより、損失をオリンパスから分離している。）について調査することとした。また、損失解消の点に関しては、本件国内3社及びジャイラスの買収案件の実態を調査した上で、損失解消スキームの全体像（後述のとおり、本件国内3社については株式の売却代金が、ジャイラスについてはワラント及び配当優先株の売却代金に転化したFA報酬が、それぞれ複数のファンドに還流されることにより、損失の解消がなされている。）について調査することとした。

その上で、かかる調査によって判明した事実が、オリンパスの会計処理に及ぼす金額的影響について調査することとした。

イ　オリンパスのガバナンス体制

次に、本件は、長期間にわたり損失先送りの事実が発覚しなかった点に特徴があり、この点でオリンパスのガバナンスないし内部統制に何らかの問題がある可能性が考えられた。

そこで、本委員会は、オリンパスのガバナンスないし内部統制がどのような実態となっているかを第2の中心的な調査範囲とした。

（2）その他の調査範囲

類似取引の有無については、本件損失処理スキームの特徴に着目して検証した（別紙2）。

ア　損失処理スキームの特徴

本件損失処理スキームは、オリンパスが自ら組成したファンド等に損失の発生した資産を売却し、その後、その損失処理に必要な資金を企業買収にかかわる名目で提供している点に特徴がある。すなわち、ファンドが所有するベンチャー企業を実際よりも著しく高い価格で買収することによりファンドに資金提供する場合と、買収を仲介した第三者に著しく高額な手数料を支払うことにより資金を還流させる場合がある。いずれの場合においても、オリンパスにはのれんが計上されており、その後、償却・減損処理を行うことにより多額の損失が発生している。

イ　調査の着眼点

上記の特徴から、本件調査は、多額ののれんが計上され又は減損が発生している取引について、のれんの発生経緯及び減損処理の状況、株式取得価格の適切性（FA 手数料を含む。）、企業買収における買収事業及び相手会社の価値の妥当性（FA 手数料を含む。）、並びに関連するファンドなどとの取引において同様の処理が行われていないかという点に着目して行った。

ウ　調査対象とした会社及び調査結果要約

（ア）ITX 株式会社（以下「ITX」という。）

オリンパスが ITX 株式を購入する過程で、ジャイラスや本件国内 3 社のスキームで使用されたファンドである New Investments Ltd. Class Fund IT Ventures（以下「ITV」という。）が株式をいったん保有している点及び多額ののれん（2007 年 3 月末時点で約 216 億円）が発生している点において、ジャイラスや本件国内 3 社のスキームと類似している。そこで、ITV との取引や、のれんの計上過程を調査した。

ITV は、オリンパスが ITX への投資を開始した 2000 年 3 月に、ITX 株式を 100 億円分購入していたものであり、当初は、株式公開に伴う上場益を先送りした損失の穴埋めに使うことも目論まれていたが、株価が低迷して値上がりしなかったため投資額のうち 63 億円が毀損する結果となった。詳細については、第３の１１を参照されたい。

（イ）Olympus Finance Hong Kong Ltd.（以下「OFH」という。現社名： Olympus Corporation of Asia Pacific Limited）

OFH は、オリンパスの 100 パーセント子会社であり、OFH が投資するファンド（PS Global Investable Markets-O （以下「GIM」という。））を通じて、損失処理スキームに資金を提供していた。

他方、OFH は、ITX 株式を取得しており、ITX の株価下落時に ITX 株式を減損処理し、その後オリンパスに ITX 株式を売却しているところ、OFH における ITX 株取引は、オリンパスが ITX を 100 パーセント子会社化する過程での株式取得であると考えられる。なお、ITX 株式の取引については、（ア）に記載のとおり、当初は上場益を損失の穴埋め使うことも目論まれていたものの、株価が低迷する結果となった。そのため、OFH は、2007 年 3 月期に ITX 株式の減損処理により債務超過となった。詳細については、第４を参照されたい。

（ウ）アイパワースポーツ株式会社（以下「EPS」という。）

本件国内 3 社については、井坂公認会計士事務所が株式価値算定を行い、実態よりも著しく高い評価をしている上、取得直後に減損処理をしている。EPS につ

いても同事務所が株式価値算定を行っていたため、取得価額の適切性を中心に調査対象とした。

調査の結果、オリンパスは、損失処理スキームに使用されたITVからEPS株式を5.6億円で購入しており、購入後の翌決算期に減損処理している。他方、ITVにおけるEPS株式の取得価額は2億円であり、3.6億円の売却益が計上されているところ、この売却益は損失の穴埋めに使用された可能性がある。詳細については、第4を参照されたい。

（エ）オリンパスビジネスクリエイツ株式会社（以下「OBCC」という。）

OBCCは、オリンパス及びITXから新事業創生に関連する一連の事業の譲渡を受けた際に、関係会社（投資先）を譲り受けており、関係会社（投資先）が増加しているところ、本件国内3社と同様のベンチャー企業に投資するものである点で本件と類似している。そこで、損失処理スキームに関連するファンドとの取引の有無を調査した。詳細については、第4を参照されたい。

なお、EPS株式は、現在OBCCが保有しているが、上記（ウ）において別途検討している。

（オ）Olympus Biotech Corporation （以下「OBA」という。）

オリンパスが設立したOBAは、第三者であるStryker Biotech（以下「SB」という。）からOP-1事業の事業譲渡を受けている。この取引に際し、OBAの帳簿上、紹介者であった投資助言会社に対して2500万ドル（約20億円。1ドル=80円換算）の長期前払費用が計上され、2018年まで償却を実施する予定となっている。

そこで、かかる長期前払費用の償却がFAフィーの支払ではないかを調査したが、調査の結果、損失処理スキームとは関連性を有しないと考えられる。詳細については、別紙3を参照されたい。

エ　その他の類似取引の有無に関する網羅性調査手続及び調査結果要約

上記の他に類似取引がないか、以下の調査を実施した。

（ア）過去の減損処理済み及び償却済みのれんについて5年分の推移レビュー

・のれん残高推移（別紙4）

・のれん残高詳細調査内容（別紙5）

（イ）過去の有価証券及び関連会社出資金の残高及び減損処理について5年分の推移レビュー

・オリンパス投資勘定残高推移（別紙6）

・OFH投資勘定残高推移（別紙7）

・ITX投資勘定残高推移（別紙8）

・OBCC投資勘定残高推移（別紙9）

・投資勘定残高詳細調査内容（別紙 10）

（ウ）井坂公認会計士事務所が株式価値算定を行った他の会社の有無及び当該価値算定の内容分析

（エ）預金勘定（海外銀行及び譲渡性預金を含む）の検討

損失処理スキームにおいて預金勘定及び国債が使用されていたことから、類似取引の検討として、担保提供や引き出し制限がある預金の有無について把握する。

第４の２（２）及び（３）の監査人が入手した残高確認状の記載内容を参照されたい。

（オ）損失処理スキームにおける重要な社外の関与者及び協力者

損失処理スキーム関与し又は協力したと認定又は推定された社外の関係者については、コンピュータ・フォレンジック調査（別紙 1）において社内の関与者等との送受信メール及び添付ファイルの検索及び閲覧を行い、不正又は不適切な行為への関与や認識の有無を検証した。

本件国内 3 社及び EPS 以外では、Small Bone Innovations, Inc.（以下「SBi」という。）の優先株式の引受時に井坂公認会計士事務所から優先株式の条件について意見書を入手している。しかし、調査の結果、出資された資金が SBi においてファンド等への投資に向けられた形跡がないことから、損失処理スキームには関連したとは認められない。詳細については、第４の SBi の記載部分及び井坂公認会計士事務所による価値算定等案件（別紙 11）を参照されたい。

第３　調査によって判明した事実

１　1980 年代における金融資産の運用

（１）1980 年代初頭における金融資産の運用

1980 年代初頭のオリンパスにおいては、金融資産につき、現先取引、日本国国債、外国国債、値上がりの見込まれる有望な株式などのリスクの比較的小さな金融商品への運用を行っていた。かかる運用は、複数の証券会社に分散させて運用を一任していたほか、一部については同社経理部資金グループ自らが運用を行っていた。

（２）1980 年代半ばにおける金融資産の運用

1985 年 9 月のプラザ合意を契機に、急速に円高ドル安の方向に進むとともに、低金利政策によってバブル経済がもたらされることとなった。

こうした経済状況を背景に、我国では多くの事業会社がいわゆる財テクに走り、余剰資金及び余剰資産の運用を積極的に行うことで利益をあげることが経営手法として持てはやされた時期であった。

（3）下山社長の下での積極的な経営戦略の展開

下山敏郎（以下「下山」という。）は、1984年1月に、オリンパスの代表取締役社長に就任し、1993年6月まで社長を務めた。オリンパスは、1985年以降の急速な円高による大幅な営業利益の減少に直面した。1985年度売上高約1286億円に対し営業利益は約68億円であったが、1986年度には売上高約1209億円に対し営業利益は約31億円となり、営業利益は半分以下に落ち込んだ。

こうした大幅な営業利益の減少を受け、当時社長であった下山は、本業における営業努力により直ちに営業収益を改善することは困難との判断の下に、営業外で利益をあげるとの方針を打ち出した。ここに至って、オリンパスの金融資産の運用方法は大きく転換することとなった。

かかる経営方針は、1987年5月20日付け常務会において、「適切なリスク管理の下で余裕資金の最大効率運用を目指して、積極的な財務政策の展開を行う」とされ、当時策定された「資金運用方針要綱」においても、金融資産の運用について、「金融・財務機能の強化は当社にとっても重要なテーマである」と位置づけられ、主要部分は自己運用を行うものとされた。

（4）運用担当部署と担当者

ここでは、便宜上、1980年代半ば以降の金融資産の運用部署及び担当者をまとめて述べる（別紙12）。

ア　運用担当部署

（ア）1980年代半ばから1997年3月まで

1980年代半ばに金融資産の運用を担当していた部署は経理部資金グループであったが、経理部は、総務部その他の本社部門と共に社長直轄とされていた。

当時の経理部は、経理グループと資金グループに分かれ、それぞれ7、8名の社員により構成されていたが、金融資産の運用に携わる資金グループの担当者はごく少数で、担当者1名と上司の係長、課長及び部長が関与していたに過ぎなかった。なお、1990年10月以降は、経理部資金グループは、経理部財務グループに名称が変更された。

（イ）1997年4月から2001年3月まで

1997年4月、組織変更が行われ、それまで経理部に置かれていた金融資産運用機能は、総務・財務部内の財務企画グループが担当することとなり、従前と同様、他の本社部門と共に社長直轄とされていた。

財務企画グループは、概ね４名程度で構成されており、金融資産の運用に携わる社員は、山田秀雄（以下「山田」という。）、森久志（以下「森」という。）及び中塚誠（以下「中塚」という。）のほか１、２名であった。

（ウ）2001年４月から2006年３月まで

2001年４月の経営構造改革により、総務、人事、財務及び経理等のいわゆる本社機能は、コーポレートセンターに集約された。それに伴い、総務・財務部は、同センター内のオペレーション統括室に置かれ、社長直轄からコーポレートセンター長の下に置かれることとなった。

金融資産運用機能は、総務・財務部財務グループ、及び組織変更により名称が変更された財務部財務グループ又は財務部財務企画グループが担当していた。これらグループは、概ね10名程度で構成されていたが、金融資産の運用に携わる者は、山田、森及び中塚のほか担当者１、２名であった。

（エ）2006年４月から2011年３月まで

2006年４月、金融資産運用機能は、それまでの財務部から、2005年６月から森が本部長を務めていた経営企画本部に移され、同本部内の財務戦略部投資管理グループ、又は同グループの名称変更後の資金グループが担当することとされた。これらグループは、概ね3、４名で構成されており、山田、森及び中塚のほか担当者１、２名であった。

イ　担当者

（ア）岸本正寿（以下「岸本」という。）

1987年５月から1990年９月までの経理部長は、その後1993年６月にオリンパスの社長に就任する岸本であった。

（イ）山田秀雄

山田は、1980年10月、会津オリンパス株式会社から、オリンパス経理部資金グループに異動となったが、実際に同グループで勤務し始めたのは1980年12月ころであった。山田は、同グループに異動したころから、その後一貫して金融資産の運用に携わっていた。

山田は、1989年１月、経理部資金グループのグループリーダーに就任した後、1990年10月以降は、グループ名の変更により経理部財務グループのグループリーダーとなった。その後、1994年４月には経理部副部長、1997年４月には総務・財務部長に就任した。

2001年７月、財務部を統括するオペレーション統括室副統括室長に就任し、2002年４月には同じく財務部を統括するアドミニストレーション統括室長に就任した。その後、山田は、2003年４月から2009年３月まで、コーポレートセン

ター長を務めたほか、2006年4月から2007年9月までは経営企画本部担当取締役であった。

（ウ）太田稔（以下「太田」という。）

太田は、1965年4月に入社後、1971年10月まで経理部資金課に勤務した。その後、1978年1月に再度経理部経理グループに異動となり、1982年9月まで同グループ担当者として勤務した。

太田は、1982年9月、経理部経理グループのグループリーダーに就任し、1990年10月から2001年5月まで経理部長を務めた後、2001年6月からは常勤監査役に就任し、2004年6月に退任した。

（エ）森久志

森は、1981年に入社後、人事部等の勤務を経て、1987年6月に経理部資金グループに異動した後、1997年3月まで経理部資金グループ、及び同グループの名称が変更された経理部財務グループに勤務した。その後、1997年4月1日、総務・財務部財務グループリーダーに就任し、翌1998年4月から2000年3月までは総務・財務部部長付であった。2000年4月以降は、総務財務部財務企画グループリーダーを2001年3月まで務めたほか、2000年10月から2001年6月までは総務・財務部副部長を務めた。さらに、2001年7月から2002年3月まで、財務部長を務め、2002年4月以降、総合経営企画室及びその後に名称が変更された経営企画本部に勤務し、総合経営企画室長、経営企画本部室長を務めた後、2005年6月から2011年3月まで経営企画本部長を務めた。なお、金融資産運用機能は、2006年4月以降、森が本部長を務めた経営企画本部内の財務戦略部投資管理グループ又は資金グループが担当していた。

森は、1987年に経理部資金グループに移動した後は一貫して、山田の下で金融資産の運用に直接に携わっていた。森は、一橋大学及び留学先のニューヨーク大学において経営学商学を修め、金融に関する知識を有しており、金融機関とも対等に話をすることができたため、金融資産の運用業務において活躍した。

（オ）中塚誠

中塚は、1981年4月に入社後1985年12月まで、経理部資金グループに勤務した。その後、大町オリンパス株式会社に出向した後、1988年3月、経理部資金グループに異動となり、1990年9月まで同グループに勤務し、同年10月から1997年3月までは、経理部財務グループに担当者として勤務した。

その後、1997年4月から2000年3月まで、総務・財務部財務企画グループリーダーを務めた後、2000年4月から2002年5月までは総務・財務部財務グループリーダー及び名称が変更された財務部財務グループリーダーを務めた。

中塚は、2002年4月から2006年3月まで、財務部長を務めた後、2006年4月から2008年5月までは新たに金融資産運用を担当することとなった経営企画本部財務戦略部の部長を務めた。

（5）1980年代後半における金融資産運用の内容

オリンパスは、1985年ころ以降、金融資産の運用につき、それまでの安全な金融商品に加え、債券、外国債券、株式先物取引、及び債権先物取引などを中心に運用を行い始めた。

その後、オリンパスは、1980年代末ころには、金利スワップ及び為替スワップ、並びにこれらデリバティブを組み込んだ仕組債、及び日経平均等の指数物にかかる仕組債等による金融資産の運用も開始した。

また、オリンパスは、1980年代後半ころから、特定金銭信託及び特定金外信託（以下併せて「特金」という。）による運用も開始した。特金による運用を開始した当初は、オリンパスと長期間の取引関係のある国内証券会社を中心に委託を行っていた。

2　金融資産運用による損失の発生と拡大

（1）運用による損失の発生

いわゆるバブル経済が1990年に破綻したことにより、1989年末には高値3万8000円以上を付けた日経平均株価が、1990年後半には2万円を割り、わずか1年足らずの間に約半分にまで下落した。オリンパスにおいても、そのころから金融資産の運用による損失を抱えることとなったことから、特金などで損失を取り戻そうと考え、特金による運用の割合を増加させた。

（2）運用による損失の拡大

ア　損失の拡大

オリンパスは、こうして拡大していった金融資産の運用損を取り戻すとともに、バスケット方式原価法による含み損の計上を免れるために、特金による運用を増加させた。具体的に判明している金額としては、当初1990年3月期決算において計上された特定金外信託の残高は約36億円であったが、翌1991年3月期決算における特定金外信託の残高は約97億円へと増加し、1992年3月期決算における同残高は約466億円へと急激に膨らんでいった。その後、1997年3月期決算までは、特定金外信託の残高は約450億円ないし約470億円前後であった。

このように、オリンパスの金融資産運用による損失額は増加し続け、正確な金額は不明であるが、1995年ころには、含み損の額は数百億円の規模に増大していた。

イ　損失の挽回策

オリンパスは、このように増加する一方の金融資産運用損への対策として、よりリスクは高いものの、大きなリターンも見込まれるデリバティブ等の金融商品によって多額の損失を挽回することを企図した。さらに、目先の損失を穴埋めするために、金利を数年分先喰いする金融商品なども積極的に購入したが、こうした金融商品は満期時に損失がでた場合には先喰いした金利分も損失に上乗せされ損失が大きく増大するハイリスク商品であったため、かかる金融商品によって、さらに損失が拡大した。なお、当時、このようなハイリスクの金融商品を積極的に販売していたのは外資系証券会社であったことから、オリンパスの運用先は、国内証券会社から外資系証券会社へシフトするに至った。ちなみに、この頃、オリンパスの金融資産の運用担当者であった山田は、旧知の中川昭夫が勤務していた外資系証券会社とも取引を行っていた。

ウ　担当者及び運用報告

1990 年代半ば以降、どの金融商品を購入するかという判断は、山田と森の 2 名が行っていた。両名において、購入する金融商品を選別したうえ、太田が経理部長の時代には、太田に対し決裁を仰ぎ購入を決定していたが、太田は山田・森の運用判断に承認を与えるだけであった。その後 1997 年 4 月に山田が総務・財務部長に就任すると、同時期に同部財務グループのグループリーダーに就任し、その後 2000 年 7 月に財務部長に就任する森とともに、文字通り二人三脚でオリンパスにおける金融資産の運用の指揮にあたっていた。このような、山田及び森の両名が金融資産運用にかかる判断を行うとの体制は、山田が 2003 年 6 月に取締役に就任した以降も維持継続され、両名の指示の下に、中塚ほか経理部財務グループの少数の担当者が金融商品の運用及び管理を担当していた。

山田及び森は、月に 1 回程度行われていた報告会において、経理担当役員に対して、特金を含めた金融資産の運用状況について定期的に報告を行っていた。

3　岸本への社長交代と金融資産運用損の引継ぎ

（1）岸本社長への交代

1993 年 6 月、岸本が、下山の後任として、オリンパスの社長に就任した。岸本の社長就任時は、オリンパスが金融資産の運用による損失を抱え、その損失が増大していた時期であり、特金等による自己運用、並びに国内証券会社及び外資系証券会社への委託運用で利益をあげることにより、増大した損失を取り戻そうとしていた時期であった。

オリンパスは、下山社長時代には、売上高1兆円、うち新規分野による売上が全売上高に占める割合を60パーセント以上とするとの目標を打ち出し、拡大路線を採用していた。しかし、そのような拡大路線に基づく事業拡大及び資産運用は失敗に終わっていた。

そこで、岸本は、金融資産の運用に限らず、会社経営全般について、手堅い経営スタンスをとった。岸本が打ち出した経営方針は、本業に注力し、コスト削減、業務効率化等により無駄を排した筋肉質の企業体質を目指すとの方針であった。

（2）金融資産運用損にかかる引継ぎ

岸本が1993年6月に社長に就任した際、オリンパスが金融資産の運用により損失を抱えていることについて、下山及び山田から岸本に対し報告がなされ、引継ぎが行われた。

岸本においては、それまでに生じた損失について、挽回しなければならないという意識は持っていたものの、特に具体的な策は有していなかった。岸本は、証券会社や専門家らからよく話を聞いて、財務部に対し損失を取り戻すための方策について提案をしてほしいというスタンスであり、金融資産運用損については財務部に任せたまま抜本的な解決には着手しなかった。

4　岸本社長の下での損失処理策の転換

（1）損失処理策転換の契機

岸本社長の時代は、前述のとおり、オリンパスの抱える巨額の金融資産の運用にかかる損失については、その処理を先送りすることで推移していた。

ところが、こうした先送り策の継続を困難ならしめる事態が生じた。それが、金融商品につき、それまでの取得原価主義を改め時価評価主義を採用するという動きであった。この内容は後記（2）で詳述するが、そうした金融商品にかかる会計基準の変更は1997年ころより議論され始め、この時価会計導入の情報は、オリンパスには、いち早く会計監査人である朝日監査法人（現有限責任あずさ監査法人。以下、両監査法人を併せて「あずさ監査法人」という。）からもたらされ、遅くとも1998年初めにはオリンパスの知るところとなっていた。

（2）会計基準の変更

従前、日本企業では取得原価主義会計が原則的な方法であり、金融商品については、取引所の相場のある有価証券については個別銘柄ごとの原価法又は低価法、特定金銭信託（いわゆる特金）や特定金外信託（いわゆるファントラ）についてはバスケット方式（一個の信託契約全体を一個の財産単位とみなして行う評価方法）による原価法又は低価法を、それぞれ選択適用することが認められていた。

また、かかる取得原価主義会計のもとでの金融商品の評価においては、期末の時価が簿価を著しく下回り、かつ回復すると認められない場合には、時価まで評価下げを行うことが要求されていた(いわゆる強制評価減)。著しい時価の下落は、実務的には50パーセントを目安とする会計慣行が一般的であった。

ところが、証券・金融市場及び会計基準のグローバル化の要請や企業の経営環境等の変化等に対応して、企業会計の透明性の向上を目的とした、金融商品の会計処理の新しい基準が整備されることとなり、1997年6月に「金融商品に係る会計処理基準に関する論点整理」、1998年10月に「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書(現企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」)」の公開草案が、そして、1999年1月に「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」が公表され、各企業は、2000年4月1日以降開始する事業年度からの同基準の適用のための準備が必要となった。

金融商品会計基準に従えば、売買目的の有価証券及びその他有価証券のうち時価の把握が可能なものについては時価を貸借対照表価額とすることとなった。投資運用を目的とする特定金銭信託、特定金外信託やデリバティブ取引についても、銘柄別に個別に時価の把握が可能なものについては時価評価が要求されることとなった。

オリンパスでは、2001年3月期、すなわち2000年4月1日に開始する事業年度からの当該会計基準の適用においては、売買目的の有価証券については時価評価し、含み損益を当期の損益に反映させることとなり、その他有価証券についても、時価評価し資本直入するとともに(ただし2001年3月期は時価開示のみ)、個別の金融商品の時価が著しく下落しかつ時価が回復すると認められない場合には、減損損失(強制評価減)として当期の損益に一括計上が求められることとなった。

(3)会計監査人の要請

あずさ監査法人は、監査終了時に会社に提出する監査概要報告書を通じて、1998年3月期以降、金融商品会計基準の導入を考慮し、特定金外信託の含み損を計画的に損失処理していくことを、経営陣及び監査役会に要請していた。

オリンパスにおいては、1999年9月中間期に、特定金外信託契約による資金運用及びスワップ契約について、財務内容の健全化を計ることを目的に解約することを決定しており、これらに関する損失を解約前段階において計上している(特定金外信託契約評価損141億円、スワップ評価差額28億円の合計168億円。なお、2000年3月期には最終的に当該特定金外信託を解約した上で整理損170億円を特別損失計上している。)。

上記の特定金外信託及びスワップ契約に関する整理損の計上は、後記第５の５（１）ア（ウ）に詳細するように、監査法人からの指摘を受け処理せざるを得なくなったものである。

（４）損失分離スキームの策定

ア　損失処理スキームの検討

このような状況から、オリンパスにおいては、金融資産につき時価評価をすることとなると、既に 1998 年ころには 950 億円程度に膨らんでいた巨額の含み損を評価損として計上しなければならないという事態に直面した。

こうした事態に対し、山田及び森は、国内証券会社や外資系証券会社との間で、かかる事態を回避するための方策につき相談をしたが、それまでと同じように抜本的な対策は見出せなかった。

そうした折、山田及び森は、それまでも両名が投資業務などで相談をしていたアクシーズ・ジャパン証券株式会社の中川昭夫（以下「中川」という。）及びアクシーズアメリカの佐川肇（以下「佐川」という。）との間で、オリンパスの連結決算の対象とならないファンドを用いて含み損を抱える金融商品を飛ばす方策について具体的な検討を開始することとなった。

イ　ファンドの創設

オリンパスの山田及び森は、佐川及び中川に対し、オリンパスの連結決算の対象とならない「飛ばし」の受け皿ファンドの創設を依頼することとなった。佐川及び中川は、こうしたオリンパスの依頼に基づき、1998 年３月までには、ケイマン籍のファンド Central Forest Corp.（以下「CFC」という。）を組成した。

ウ　買取資金の調達

これと同じころ、山田及び森は、それまでもオリンパスの投資活動につき相談をしていた株式会社グローバル・カンパニー（以下「GC」という。）の横尾宣政（以下「横尾」という。）から、リヒテンシュタインにある LGT Bank in Liechtenstein AG（以下「LGT 銀行」という。）の幹部を紹介された。これは、受け皿ファンドが含み損を抱える金融商品をオリンパスの特金勘定等から簿価で購入する資金を調達するための仕組みづくりであった。すなわち、オリンパスの特金勘定等から含み損を抱える金融商品を簿価で購入するためには、購入にかかる金融商品の含み損総額に相当する資金を必要とするところ、その資金については、オリンパスが LGT 銀行に日本国債を預託して、それを担保に LGT 銀行から融資を受けて、それを原資とすることを企図したのである。この企図については、

森において、LGT銀行に赴き、欧州企業の買収を秘密裡に行うために、かかるファンドへの担保融資スキームが必要である旨説明し、LGT銀行の了解を得た。

そして、1998年4月から同年9月までの間にオリンパスは国債約209億円をLGT銀行に預託し、受け皿ファンドによる含み損を抱えた金融商品の買取りの準備を完了したのである。

このようにして、LGT銀行から融資をうけた当該ファンドは当該融資金をもって、1998年3月期に解約した特定金外信託が保有していた含み損のある金融商品を当該信託勘定での簿価にて買い受けるに至ったのである。

なお、第3の2（4）イ及び同ウに記載した事項については、後記第3の6で詳述する。

エ　損失分離スキームの急展開

オリンパスにおいては、もともと、1999年10月7日付けリリース「業績予想の修正、特別損失及び有価証券売却損等について」において「特金及びスワップ等の整理を平成13年（引用者注・2001年）3月期までに計画的に行う予定でおりました」と記載されているように、特定金外信託及びスワップについては、2001年3月期における金融商品の時価評価の強制適用があるとの想定の下に、かかる事態に向けて、含み損のある金融商品の分離のためのスキームを用意し、損失分離スキームの準備を着々とすすめ、1998年9月までには、そのための最初のスキームを完成させた。その後、前述のように、1999年9月にあずさ監査法人に対し「飛ばし」という不正行為が露見し、同中間期におけるバスケット方式低価法の適用を確約させられたことから、これまでの予定を1年繰り上げ、2000年3月期までに解約するすべての特定金外信託が保有する含み損のある金融商品につき、受け皿ファンドへの移転が急速に進められることとなった。

なお、この詳細は、後記第3の7、同8、同9において述べる。

オ　損失解消スキームの構想

（ア）山田及び森は、このように、1998年9月以降、損失の分離スキームの構築を急いだが、その際に、それら分離にかかる損失をどのように解消するかにつき明確なビジョンがあったわけではなかった。

山田及び森が漠然と描いていた損失処理スキームは大きく分けて2つのものであった。

その1つは、大きく会社の事業構造ないし形態を変更する（例えば不採算部門となっていた映像事業を売却する）ときに、その変更スキームの中で前記分離にかかる損失を解消するという方法であった。

いま１つは、今後展開が予想される企業買収案件のように大きな資金が動くときに、その資金の流れの中で前記分離にかかる損失を解消するという方法であった。

（イ）そして、これらの方法を採用した場合の会計上の損失解消方法は、前記方法を実行するプロセスにおいて、「のれん」などの償却資産をオリンパスが取得する際に、分離スキームに基づいて分離した損失分を当該資産の価値に上乗せし、損失分が水増しされた資産をその後許容される年数で償却するというものであった。言い換えると、損失として計上するのでなく、損失を資産化し、償却資産の償却という形で費用とすることによって、分離にかかる損失を解消しようとするものであった。

カ　損失分離スキームの策定に関与した者

前述したところから明らかなように、1998年９月ころの時点で1000億円をやや下回る程度の規模に膨れ上がっていた金融資産の含み損を処理するためのスキームは、当時の総務・財務部長の山田及び総務・財務部長付の森を中心に策定された。

山田及び森は、金融資産の運用損の問題については社長就任前より担当役員として関与していた岸本社長に対し、前記損失分離スキームの策定及び実行について報告し、その了承を得た。また、かかる損失分離スキームを実施した場合には、当然のことながら経理業務に影響を与えることから、かかる損失分離スキームは、経理部長の太田にも伝えられた。

５　菊川社長への交代と損失処理策の継続

（１）会社の状況と新たな経営方針

菊川剛（以下「菊川」という。）は、岸本の後任として、2001年６月、オリンパスの社長に就任した。

菊川は、社長就任直後、2002年４月から５年間の経営基本計画を発表した（2001年11月１日付け「134PBOMF」と題する書面）。このなかで、菊川は、連結売上１兆円、営業利益1100億円という目標を発表した。この目標達成のための課題として示された５つの方針の中では、内視鏡依存体質からの脱却として既存事業の中での再投資による成長を目指すと共に、新事業の創成が謳われた。かくして、医療事業の分野において、新たな事業展開を図るとともに、新規事業分野に積極的に進出することがオリンパスの経営戦略の大きな柱となったのである。

（２）損失処理策の継続と菊川への引継ぎ

ア　前述のように、1998年に山田及び森が発案・準備し、太田経理部長及び岸本

社長の了承の下に策定された前記損失分離スキームは、1998年9月ころまでには開始され、その後、1999年9月の監査法人の調査による「飛ばし」の発覚を経て、山田及び森の指示の下、急ピッチで展開が進んでいたが、菊川が前記損失分離スキームの存在とその実行の事実を知ったのは、社長に就任する前で、かつ本社経理部門の担当常務取締役に就任した 1999 年 6 月以降のことであり、遅くとも2000年1月までには前記事実を知った。次に詳述する。

イ　オリンパスは、金融資産につき巨額の含み損を抱えていたところ、その発覚を恐れて、それら含み損を「飛ばす」という不正経理が行われているとの事実は、オリンパスの経営にとって極めて重大な負の遺産であることから、当然、担当役員においては知っていなければならない最優先経営課題である。

また、山田も、前記損失処理スキームの存在とその実行の事実は、自らの所轄する業務の重大な問題点であり、経営として取り組むべき最優先課題と考えていたことから、1999年9月の中間決算期には、特別損失を計上する決算処理にからんで担当常務取締役において当然知っていなければならない事実と認識していた。

しかも、1999年9月30日にはあずさ監査法人の指摘によって「飛ばし」取引の事実が発覚し、同年 10 月 7 日にはオリンパスの抱えていた含み損の一部を特別損失として計上する旨のプレスリリースを行っていることに照らすと、山田が自ら、損失分離スキームの存在及びその実行の事実を 1999 年 9 月前後に、菊川に報告したと推認される。さらに、2000年1月28日に開催されたオリンパスの経営会議においては、本件損失分離スキームの一環を形成することとなる事業投資ファンドの設定が議論され、その際にはLGT銀行との提携会社という形でGCがファンドの運営会社として紹介されている。この経営会議では、菊川が当該案件の提案者となり、山田が財務部長として事業投資ファンドのスキームを説明した。この事業投資ファンドは、建前は新規事業の展開を目的としていたものの、山田及び森において、本件損失分離スキームに利用するとの企図の下に策定されたものであり、山田及び森は菊川に対し、このスキームにかかる前記企図を菊川に説明し、その了解を得た。したがって、菊川が、この時点で、本件損失分離スキームの存在及びその実行の事実を知っていたことは疑いない。

ウ　こうしたことから、菊川においては、前記損失分離スキームの存在及びその実行の事実を遅くとも2000年1月までには知ったと認められる。

（3）経営陣に対する定期報告

ア　山田及び森は、後に詳述するように、オリンパスの抱える含み損につき損失分離スキームを実行に移していたところ、少なくとも菊川が社長に就任した2001

年6月以降、前記損失処理スキームに基づいてオリンパスから分離されファンドにおいて管理されている金融資産の含み損の状況につき、年に2回くらいの割合で、岸本、菊川及び太田の3名が参加する会議にて、これらの者に対し、直接に定期報告をするとともに、下山に対しても定期報告を行っていた。定期報告の相手が下山、岸本、菊川及び太田とされたのは、本件損失分離スキームの存在とその実行を知っていたのは、山田及び森のほか、これら4名だったからに他ならない。ここで、下山に対し、岸本ら3名とは別個の機会に定期報告がされていたのは、当時、下山は非常勤取締役であったことから、その出勤日に別途報告がされたことによる。

イ　こうした定期報告の一例は、例えば、2003年9月12日付けの財務部担当者作成にかかる「135PB 運用報告」と題する書面によると、「下山取締役殿」、「岸本会長殿」、「菊川社長殿」、「太田監査役殿」と下山、岸本、菊川及び太田の4名が名宛人として連記され、「預金」、「債券」、「投資信託」及び「出資金」の各勘定科目ごとに「残高」と「含み損益」の数字が記載されるとともに、「対前期比」が示されているものである。さらに、科目内訳として、「預金」については「SG預金（21C、Proper、GV)」、「債券」については「国債（CFC)」、「投資信託」について「GIM（Teao、GCNS)」及び「出資金」については「GCNV（QP)」など、別紙17及び同19に図示されている受け皿ファンド等が表記されている。これらを見れば、含み損を抱えた金融資産の管理状況・損益状況が一目瞭然である。

下山、岸本、菊川及び太田は、こうしたファンドにおける含み損の管理及び損益状況を定期的に確認していたのである。

ちなみに、この定期報告書は、山田及び森の指示の下に、財務部の運用担当者が作成していたものである。運用担当者においては、かかる定期報告書を作成するに先立ち、前記スキームに基づいて分離した受け皿ファンドを管理している者から各ファンドにおける実態につき、個別に書面及び口頭にて細部にわたり報告を受け、かかる報告に基づいて、前記定期報告書を作成していた。こうして前記定期報告書を作成するにあたって徴求した資料は、いずれも当該報告書を作成のうえ前記各人への報告が終了すると廃棄処分された。

なお、前記の定期報告書は、2003年9月12日付けとなっているところ、この報告書の作成者たる運用担当者のパソコン情報では当該作成日付に近接した日時に作成されたものであり、その後に手を加えられた証跡は存しなかった。

こうした定期報告のほかにも、山田及び森は、必要の都度、社長である菊川に対し損失処理の状況を報告していた。

6　損失分離スキームの準備

（1）損失分離スキーム

山田及び森は、社外のコンサルタント等の意見を徴するなどして、オリンパスの連結決算の対象から外れるファンドをして、多額の含み損のある金融商品を簿価で買い取らせることにより、含み損を表面化させない方法（損失分離スキーム）を考案した。この損失分離スキームを実行するためには、含み損のある金融商品を譲り受ける連結対象外の受け皿となるファンド（以下「受け皿ファンド」という。）が必要であり、また、その受け皿ファンドが当該金融商品を簿価相当額で購入するための資金を有する必要がある。そこで、山田及び森は、受け皿ファンドに資金を流すため、①オリンパスの預金等を担保に銀行から受け皿ファンドに融資をさせたほか、②オリンパスにおいて事業投資ファンドを設立し、当該ファンドから受け皿ファンドに資金を流していた。

山田及び森が構築した損失分離スキームは、受け皿ファンドへの資金の流れから、便宜上、①LGT 銀行から資金調達したルート（以下「ヨーロッパ・ルート」という。）、②当初のころ Commerzbank International Trust (Singapore) Ltd.（以下「コメルツ銀行」という。）から資金調達したルート（以下「シンガポール・ルート」という。）と、③オリンパスが設立した事業投資ファンドから資金調達したルート（以下「国内ルート」という。）に区分することができる。

（2）受け皿ファンドの用意

山田及び森は、中川及び佐川に対し、オリンパスの連結決算の対象とならない「飛ばし」の受け皿ファンドの用意を依頼した。その結果、遅くとも 1998 年 3 月時点では、受け皿ファンドである CFC 及び Quick Progress Co.（以下「QP」という。）が存在している。

（3）資金の手当て－LGT 銀行等からの融資

ア　LGT 銀行との取引開始

山田及び森は、横尾から LGT 銀行幹部の紹介を受けて資金提供を申し入れることを企図し、森において、ヨーロッパ企業の買収を秘密裏に行うためなどとしてオリンパスの指定するファンドへの融資方を申し入れ、1998 年には、オリンパスが LGT 銀行に日本国債を預託して担保提供することで融資を取り付けた。山田及び森は、1998 年 9 月までに LGT 銀行に日本国債約 210 億円を預託し、こうしてオリンパスと LGT 銀行との取引が始まった。

イ　LGT 銀行との取引残高の増加と特金残高の減少

オリンパスの LGT 銀行を通じた日本国債（後に政府短期証券へと投資対象が変

わる。）への投資額は、上記の210億円を皮切りに、1999年9月中間期末には250億円、2000年3月期末には350億円と増加した。また、オリンパスは、2000年9月期からは、LGT銀行が設定し管理していたクラス・ファンドという投資商品にも投資の対象を広げ、2000年3月末時点では、日本国債又は政府短期証券への投資とは別に、OAMからの投資（約200億円）を含む合計約350億円をクラス・ファンドであるGIMに投資した。

他方、これと時期を合わせるように、オリンパスの特金勘定の残高は減少した。

ウ　口座で保有する資産を担保とする貸付け（口座担保貸付け）

LGT銀行は、オリンパスの求めに応じて、LGT銀行のオリンパス口座中の資産を担保として貸付けを実行した（以下「口座担保貸付け」という。）。最初の口座担保貸付けは、1998年に実施されたCFCへの約180億円の貸付けである。このとき、オリンパスは、LGT銀行との間で、オリンパス名義で同銀行に預け入れた現金、有価証券又はその他の資産をLGT銀行のCFCに対する現在又は将来の債権の担保に供する包括的根担保権設定契約（General Deed of Pledge and Declaration of Assignment）を締結した（なお、CFCへの貸付けの返済期限を2003年7月に延長した際に締結し直した2003年7月14日付け契約書には、オリンパスの代表者として岸本が、CFCの代表者として中塚が、それぞれ署名している。）。この包括的根担保権設定契約を締結したころ、LGTはCFCに対して300億円のCredit Facility（信用供与枠）を設定し、前記の約180億円の貸付けに続き、1998年末までに更に約120億円（合計約300億円）をCFCに貸し付けた。

また、シンガポール・ルートでも、オリンパスは、1999年、その預金を担保にコメルツ銀行から特別目的会社に約450億円を融資させ（後に約600億円分の債券の貸出しに変更している。）、そこから、オリンパスが組成したTwenty-First Century Global Fixed Income Fund Ltd.（以下「21C」という。）など別のファンドを介するなどして資金をCFC等に流した。

このようにして、オリンパスは、貸借対照表上は預金や日本国債等の保有として現れていた資産の裏側で、それらを担保とするローンを組み、貸借対照表上の資産を実質的に現金化して受け皿ファンドに流していた。資金を受け取った受け皿ファンドは、その資金で、オリンパス又は同社が設定していた特金から、含み損を抱えた金融資産を簿価で買い取ることが可能となった。

（4）資金の手当て－事業投資ファンドからの資金

山田及び森は、コンサルタントの意見等に基づき、ヨーロッパ・ルート及びシンガポール・ルートとは別に、オリンパスが事業投資ファンドを設立し、同ファン

ドへの出資として資金を提供することで、同ファンドが受け皿ファンドに資金を提供するスキームを考案した。このような目的を併せ持って2000年3月1日付けで設立された事業投資ファンドがG.C. New Vision Ventures, L.P.（以下「GCNVV」という。）である。GCNVVは、オリンパス及びGenesis Venture Capital Series 1 Ltd.（以下「GV」という。）を限定責任組合員（以下「リミテッド・パートナー」という。）、GCI Cayman Co.（以下「GCI Cayman」という。）を業務執行組合員（以下「ジェネラル・パートナー」という。）とし、オリンパスが300億円、GVが50億円及びGCI Caymanが1億円を出資するファンドである。もっとも、GVはヨーロッパ・ルート及びシンガポール・ルートから資金を調達しており、GCI Caymanは当初運用報酬（Initial Management Fee）を出資金に充当したので、結局、GCNVVの資金は、その全額をオリンパスが負担した。GCNVVは、資金の一部を使ってベンチャー企業への投資をする一方、時期によって金額は異なるものの、約300億円をQPに提供していた。

7　損失分離スキーム（ヨーロッパ・ルート）

（1）関与者

ア　オリンパス社内

ヨーロッパ・ルートにおけるオリンパス側の関与者は、山田、森、岸本及び菊川である。このほか、中塚及び財務グループの職員1名も、銀行への送金指示やLGT銀行及び各ファンドからの運用報告の確認などの実務的な作業に携わっていた。

なお、岸本及び菊川は、2003年7月、LGTによるCFCへの上記口座担保貸付け（300億円）の期間延長契約（2008年7月までの延長）にオリンパスの代表者として署名し、同時に岸本は、そのときLGT銀行との間で締結し直した包括的根担保権設定契約書にオリンパスの会長として、また菊川も、同契約によりオリンパスがその財産を担保に供することについて岸本が正当な権限を有することを証する書面に、オリンパスのCEOとして、それぞれ署名している。

イ　オリンパス社外

（ア）このヨーロッパ・ルートにおけるオリンパス関係者以外の関与者は、GC、その関係会社である株式会社グローバル・カンパニー・インベストメント（以下「GCI」という。）、及びGCI Caymanである。これら3社は、1998年から2004年ころにかけ、大手証券会社の出身で証券会社時代にオリンパスとの取引を通じて山田と親交のある横尾らが設立し、ビジネスに利用していた会社である。

（イ）LGT銀行では、Gerhard Walch（以下「ウォルチ」という。）及びその後任のPeter Grueter（以下「グルーター」という。）が挙げられる。

本委員会は、ウォルチ及びグルーターへの接触を試みたが、本報告書作成時点では接触がとれていない。なお、ウォルチは数年前にLGT銀行を退職しており、グルーターは2011年11月にLGT銀行を退職している。

（2）ファンドの組成と資金移動

ア　ファンドの組成

（ア）受け皿ファンドであるCFC及びQPは、遅くとも1998年までに組成された。

（イ）ヨーロッパ・ルートには、CFC及びQP以外にも、以下のファンドが関わっている。

a　PS Global Investable Markets-O（GIM）

LGT銀行グループが組成し管理していたクラス・ファンドと呼ばれる投資商品の一つで、LGTグループのファンド運用会社であるNew Investment Ltd（在ケイマン）に運用を委託していた。オリンパスは、LGT銀行に開設した口座を通してこのファンドに投資していた（つまり、このファンドの投資口を保有していた。）。

b　TEAO Limited（以下「TEAO」という。）

ケイマン籍の特別目的会社であり、2000年3月には設立されていた。Directorは山田であり、Neo Strategic Venture, L.P.（以下「Neo」という。）に300億円を出資していた。

c　Neo Strategic Venture, L.P.

2000年3月15日にケイマンで組成された免税リミテッド・パートナーシップ（Exempted Limited Partnership）で、ジェネラル・パートナーはGCI Caymanであり、リミテッド・パートナーはTEAOであった。ファンドの組成契約には、GCI Caymanの署名権者として横尾が、TEAOの署名権者として山田が、それぞれ署名した。

GCI Caymanの出資額は1000万円で、TEAOの出資額は300億円であったが、契約書上、当初運用報酬として、リミテッド・パートナーからの出資額（300億円）の1.5パーセントが出資払込日にジェネラル・パートナーであるGCI Caymanに支払われることになっており、ジェネラル・パートナーはその報酬受領権を自己の出資（1000万円）に充てて良いことになっていたので、GCI Caymanは実際には全く出捐せずに出資者（パートナー）となり、かつジェネラル・パートナーになったことになる。

d　New Investments Ltd. Class Fund IT Ventures（ITV）

GIM同様、LGT銀行グループが組成し管理していたクラス・ファンドであり、New Investments Ltdに運用を委託していた。ITX及び本件国内3社のほか、複数の日本のベンチャー企業に投資していた。

イ　資金移動

（ア）損失分離の前提としての資金移動

本委員会による調査では、受け皿ファンドであるCFC及びQPを経由した資金の流れにつき、その全貌を掴むまでには至らなかったが、以下のとおり、CFCにもQPにも、損失を譲り受けたと考えられる時点において、簿価相当額を支払うに足る資金を流していたものと認められる。

（イ）CFC及びQPへの資金移動

a　CFCへの資金移動

LGT銀行は、1998年末までに、オリンパスが同銀行に設定した口座を担保としてCFCに対して300億円の信用供与枠を設定し、これに基づき合計約300億円の貸付け（口座担保貸付け）を行った。これにより、CFCに約300億円が流れ、当時の財務担当者の手元資料によれば、CFCには、2000年3月、QPから約120億円、21Cから約193億円、Properから約80億円が流入したと認められる。

b　Neoへの資金移動

上記aの約300億円の口座担保貸付けとは別に、オリンパス及びその子会社であるOlympus Asset Management Ltd.（以下「OAM」という。）は、それぞれLGT銀行に開設した口座を通じてGIMに投資した。投資実行日はいずれも2000年3月17日であり、オリンパスはGIMを15万口購入して約150億円を、OAMは20万口購入して約200億円を各投資したものであり、この時点でGIMには約350億円の資金がプールされた。GIMは、その後、TEAOが2000年3月21日に発行した社債を購入して310億円を払い込み、TEAOはこれによって得た資金を使って同日に組成されたNeoに300億円を出資したので、GIMにいったんプールされた約350億円のうち300億円がNeoに流れたことになる。

c　NeoからITV及びQPへの資金移動

Neoに流れた300億円は、そのうち約101億円が2000年3月22日にNeoからITVへの出資金として使われ、ITVは、この資金をITX株式の購入に充てた（9323株）。また、Neoは、同月23日及び同月24日に合計194億円をQPに送金し、QPは、香港の銀行に開設した自己名義の口座でこの資金を受領した。

d　Neo・QP間の資金移動

NeoとQPとの間では、上記cの後も資金の移動があり、QPには、2005年11月から翌年3月までの間に、Neoからだけでも約445億円の入金があった（これに対し、同期間のQPからNeoへの出金は約86億円にすぎない。）。

ヨーロッパ・ルートの損失分離のための資金移動については、別紙13を参照されたい。

8　損失分離スキーム その２（シンガポール・ルート）

（１）関与者

ア　オリンパス社内

山田とその部下であった森が中心となって策定された。また、財務部担当者１名も、森らの指示に基づき損失分離スキームの運営に関する事務を担当していた。

シンガポール・ルートにおけるオリンパスの関与者は、山田、森である。このほか、中塚及び財務グループの職員１名が関係していたことは、ヨーロッパ・ルートと同様である。

イ　オリンパス社外

山田及び森は、1998年ころ、受け皿ファンドに流す資金調達先を探す中で、中川を通じてコメルツ銀行シンガポール支店の紹介を受け、同行に勤務していたチャンと知り合った。そして、山田及び森は、オリンパスがコメルツ銀行に定期預金をし、その定期預金を担保としてコメルツ銀行が特別目的会社に融資をし、その特別目的会社が21Cに資金を流すというスキームを構築し、これを2000年初め頃から実行した。

その後、チャンは、2000年にコメルツ銀行を退職してSociete Generale（以下「SG」という。）に転職し、2004年にはSGを退職して自分で会社を設立し、独立した。

（２）ファンドの組成と資金移動

ア　ファンドの組成

シンガポール・ルートには、以下のファンド及び特別目的会社（SPC）が関わっている。

（ア）SG Bond Plus Fund（以下「SG Bond」という。）

2005年２月にケイマンで組成された免税リミテッド・パートナーシップ（Exempted Limited Partnership）で、投資マネージャーはチャンの所有するStrategic Growth Asset Managementであった。オリンパスは、このファンドに600億円を出資していた。

（イ）Hillmore East（以下「Hillmore」という。）

コメルツ銀行シンガポール支店から、同銀行のオリンパス名義の預金を担保として融資を受けるための特別目的会社である。

（ウ）Easterside Investments Limited（以下「Easterside」という。）

SGシンガポール支店から、同銀行のオリンパス名義の預金を担保として融資を受けるための、英領ヴァージニア諸島籍の特別目的会社である。オリンパスが

SG Bond に出資した後は、SG Bond から同ファンドが投資した債券を借り受けて資金化していた。

（エ）21C

ケイマンで組成されたファンドで、Director は森である。Hillmore や Easterside から借り受けた資金を、CFC や Proper に流していた。

（オ）その他のファンド

上述したファンド及び特別目的会社以外に、Proper やケイマン籍のファンドである GV、Global Target SPC（以下「GT」という。）、Dynamic Dragon Ⅱ SPC（以下「DD」という。）、Creative Dragon SPC（以下「CD」という。）がシンガポール・ルートの損失分離スキームに関わっていた。

イ　SG Bond に対する出資前の資金移動

（ア）オリンパスから Hillmore 及び Easterside への資金移動

オリンパスは、2000 年 3 月期から 2004 年 9 月中間期までの期間、コメルツ銀行シンガポール支店及び SG シンガポール支店で以下の定期預金を保有していた（決算内訳書）。

時期	預金先	金額
2000 年 3 月 31 日時点	コメルツ銀行	30,618,250,000 円
2000 年 9 月 30 日時点	コメルツ銀行	45,621,962,778 円
2001 年 3 月 31 日時点	コメルツ銀行 SG	15,000,012,778 円 30,000,055,556 円
2001 年 9 月 30 日時点	SG	45,000,000,000 円
2002 年 3 月 31 日時点	SG	45,000,000,000 円
2002 年 9 月 30 日時点	SG	45,000,000,000 円
2003 年 3 月 31 日時点	SG	45,000,000,000 円
2003 年 9 月 30 日時点	SG	45,000,000,000 円
2004 年 3 月 31 日時点	SG	45,000,000,000 円
2004 年 9 月 30 日時点	SG	55,000,000,000 円

山田及び森は、1999 年 10 月以降のいずれかの時点から、オリンパスがコメルツ銀行に保有する定期預金を担保として、山田及び森が実質的に支配する特別目的会社である Hillmore に借入限度額まで借入れさせた。その後、山田及び森は、2000 年にチャンが SG に転職すると、オリンパスの定期預金を SG に移し、これを担保として新たに設立したファンドである Easterside に借入れさせ、スキームを組み換えた。以上の結果、2000 年から 2004 年の期間に、オリンパスから当初

はHillmoreに、後にはEastersideに対して約306億から約550億の資金が移転された。

なお、かかるコメルツ銀行又はSGからの預金担保貸付けについての預金金利と貸付金利の金利差は0.25から0.5パーセント程度であり、当該金利差から生じる費用については、森らが英領ケイマン諸島法に準拠して設立したファンドである21Cからの支払により賄われた。

（イ）Hillmore及びEastersideから21Cへの資金移動

Hilmore及びEastersideは、オリンパスの定期預金を担保とする借入れにより得た資金を、21Cに対する貸付又は21Cが発行する債券（Medium Term Note）の引受けにより、21Cへ資金を移動させた（財務部担当者作成の相関図）。

なお、Eastersideから21Cへの資金移動については、少なくとも2001年3月ころにおいては、Eastersideから21Cに対する貸付けという方法が採られていたが、その後21C発行債券をEastersideが引き受ける方法が採られるようになった。

（ウ）21CからProper及びCentral Forest Corp.への資金移動

21Cは、Eastersideからの借入れによって得た資金を原資として、山田及び森が設立したProper及びCFCが発行する債券を引き受けることにより、Properに対して200億円、CFCに対して193億円を、それぞれ資金移動させた。

また、21CからProperに移動した200億円のうち80億円については、ProperによるCFC発行債券の引受けにより、ProperからCFCに移転した（財務部担当者作成の相関図）。

（エ）Proper及びCFCからGVへの資金移動

Proper及びCFCは、GVの発行する債券をそれぞれ引き受けており、これによりProperからは40億円の資金が、CFCからは51億円の資金が、それぞれGVに移動した（財務部担当者作成の相関図）。

なお、GVは、2000年3月のGCNV設立の際、オリンパスと共にリミテッド・パートナーとなり、GCNVに50億円の資金を拠出しているが、この資金はProper及びCFCから移動した91億円から支出されたものと認められる。

ウ　SG Bondに対する出資以後の資金移動

オリンパスは、2005年2月、投資目的のファンドとしてチャンが組成したSG Bondに対して600億円の出資を行い、オリンパスからSG Bondに600億円の資金が移動した（SG Bondに関する売買取引明細表）。

その後、SG Bondは、オリンパスからの出資金600億円を用いて、市場で約600億円相当額の債券に投資した上で、その債券ポートフォリオをEastersideに対して貸し付けた。そして、Eastersideは、SG Bondから借り受けた債券を市場

で売却して換価し、これによって得た資金をもってオリンパス保有の定期預金を担保とするSGからの借入れを返済した。これによって、定期預金を利用した損失分離スキームから、ファンドへの出資金を利用した損失分離スキームへの転換が完了した。

また、SG BondからEastersideに移動した約600億円の資金のうち、SGへの借入返済額を超える金額部分については、Eastersideから21Cに移動した。

なお、SG BondからEastersideへの債券貸付けに関し、EastersideはSG Bondに対して、年間0.1パーセントの貸借料及び借受債券から発生する利息相当額を支払う義務を負っているが、当該義務に基づきEastersideにおいて負担していた費用については、21CからEastersideに対して支払われる債券の利息金より補填されていた。

（3）シンガポール・ルートの損失分離スキーム図

シンガポール・ルートの損失分離スキーム図は、別紙14のとおりである。

9　損失分離スキーム　その3（国内ルート）

（1）関与者

ア　オリンパス社内

オリンパスにおける関与者は、山田及び森であった。

イ　オリンパス社外

上記スキームにおけるオリンパス以外の関与者は、横尾である。また、横尾らが設立したGC、その関係会社であるGCI及びGCI Caymanが関わった。横尾は、LGT銀行との間で、紹介した顧客の取引高に応じて報酬を得ており、LGT銀行と付き合いがあった。そして、オリンパスは、横尾の紹介でLGT銀行との取引を開始し、1989年9月までには、LGT銀行から利付国債を約210億円分購入した。

横尾は、こうしてLGT銀行を紹介した後の1999年、オリンパスに対し、事業投資ファンドの設立を持ちかけたものである。

なお、GCI Caymanは、横尾が設立したGCの100パーセント子会社であったが、GCは、GCI Cayman設立直後に、LGT銀行の保有するファンドにGCI Caymanの全持分を譲渡した。その後2004年6月に、GCIがGCI Caymanの全持分を取得した。GCI Caymanの実質的な運営は、LGT銀行の保有するファンドが全持分を取得していた時期においても、GC又はGCIが行っていた。

（2）ファンドの設定と資金移動

ア　オリンパス社内における検討・決定

オリンパスは、横尾から事業投資ファンド設定の提案を受け、2000年1月28日開催の経営会議で、「手許流動性の目的別区分と運営方法」という議案の下、事業投資ファンドの設定に関する検討を行い、事業投資ファンドを設定することを承認した（2000年1月28日付け経営会議議事録）。この議題の担当役員は菊川であり、説明者は総務・財務部長であった山田であった（2000年1月28日付け経営会議資料）。

同日に行われた取締役会では、「事業投資ファンドの設定及び購入による資金運用の件」との議題で提案がなされ事業投資ファンドを設定することが承認された（2000年1月28日付け取締役会議事録）。

その後、事業投資ファンド購入の件について、最終的には、購入金額300億円、購入時期2000年2月下旬から3月上旬といった内容で、山田及び森が起案した決裁書に関して、総務・財務担当、経理担当取締役であった菊川、経理部長であった太田の合議の上、2000年2月24日付けで、社長である岸本が決裁を行った（2000年2月24日付け決裁書）。

事業投資ファンド設定の目的については、表向きは、「ビジネスプランおよび技術・事業情報の習得、提携等を通じた（新）事業創生の探索・サポート、外部資源の活用による投資体制確立と事業家のスピード向上、投資成果としてのキャピタルゲイン獲得」とされていたが（2000年1月28日付け経営会議資料）、損失処理スキームに利用することが中心的な目的であった。

イ　事業投資ファンドの設定契約

2000年3月1日付けで、オリンパス及び中川が支配するファンドであるGVをリミテッド・パートナー、GCI Caymanをジェネラル・パートナーとする、事業投資ファンドGCNVVの設定契約が締結された。同契約に基づき、オリンパスは、2000年3月14日に300億円を出資した。

事業投資ファンド GCNVV の設定契約の内容は、主に下記のとおりである（2000年3月1日付け Exempted Limited Partnership Agreement）。

記

ファンド名：GCNVV

契約当事者：

リミテッド・パートナー：オリンパス、GV

ジェネラル・パートナー：GCI Cayman

出資額：

オリンパス　　300億円

GV　　50億円
GCI Cayman　　1億円
（なお、GCI Caymanの出資は、当初運用報酬から相殺しており、現実に資金を拠出したものではない。）
設立日：2000年3月1日
決算日：12月31日
期間：10年（ただし、2年間の延長が可能）
当初運用報酬:リミテッド・パートナーの出資金の1.5パーセント(5億2500万円)
運用報酬：基準日における純資産価値の0.25パーセント（基準日が年4回あり、合計で年1パーセント）
契約終了時の利益及び損失の分担：
契約終了時に、個別の投資対象毎に純資産価値を算定し、購入時の価格よりも上昇していた場合には、差額について利益が発生したものとして、利益分の90パーセントをリミテッド・パートナー、10パーセントをジェネラル・パートナーが得ることとされていた。
契約終了時に、個別の投資対象ごとに純資産価値を算定し、購入時の価格よりも下落していた場合には、差額について損失が発生したものとして、差額の100パーセントをリミテッド・パートナーが全額負担することとされていた。

ウ　中途償還による返金

2006年3月に、オリンパスは、GCNVVから出資額の20パーセントにあたる60億円の中途償還を受けた。同様に、リミテッド・パートナーであったGV及びジェネラル・パートナーであったGCI Caymanも、それぞれ出資額の20パーセントにあたる10億円及び2000万円の中途償還を受けた。

（3）投資先の決定及びジェネラル・パートナーからオリンパスへの報告

原則として、ジェネラル・パートナーであるGCI Caymanが事業投資ファンドの投資先の決定をすることができたが、事業投資ファンドの設定契約上、ジェネラル・パートナーは、投資をする前に、リミテッド・パートナーに対して、投資先の企業の名称、投資額及び投資の性質を書面で通知することとされており、また、ファンドの純資産価値の20パーセントを超える金額を投資する場合には、過半数の持分を持つリミテッド・パートナーの事前の承認が必要とされており、オリンパスが最終的な投資先決定権を有していた(2000年3月1日付けExempted Limited Partnership Agreement)。

そのため、通常の投資先の選定は、ジェネラル・パートナーであるGCI Caymanが行っていたが、書面による通知のほか、上記制限額未満でも、投資額が多額に上る場合には、事前にオリンパスの山田、森らに投資内容について説明していた。

オリンパス内における投資案件の検討を行うために、社長直属の委員会を設置しており、設置当初の同委員会の委員長には菊川が就任し、構成メンバーは、経営企画部、経理部、総務・財務部とされており、同委員会には山田、森らが参加していた。

ジェネラル・パートナーであるGCI Caymanの横尾らは、投資先、投資内容及び投資金額について、リミテッド・パートナーであるオリンパスに対し、四半期毎に事業投資ファンド運用状況報告を書面で行っていた。その後、GCI Caymanは、オリンパスに対し、事業投資ファンド運用状況に関する書面による報告に加えて、事業投資委員会に対して、口頭での報告も行うようになった。このようにGCI Caymanからの事業投資ファンド運用状況報告を受け、山田又は森が、事業投資ファンドの運用状況を取締役会に報告していた。

また、ジェネラル・パートナーは、オリンパス等のリミテッド・パートナーに対し、年度ごとに、アニュアルレポートを送付し、年間の投資内容について報告していた。

なお、GCNVVが2000年から2005年前後までに投資したベンチャーは、30社以上に及ぶ。

（4）QPへの送金

GCNVVは、QPに短期資金運用名目で送金していた。受け皿ファンドであったQPは、2001年9月当時、もともとオリンパスが持っていた含み損の移転を受け、約320億円の損失を抱えていた（財務部担当者作成のQPメモ）。

このような損失を抱えていたQPへの送金について、リミテッド・パートナーであるオリンパスは、2000年3月1日付けで、ジェネラル・パートナーであるGCI Caymanとの間で、オリンパスの要請によりQPへの短期資金運用目的で300億円（この金額は、適宜、変更されるものとされていた。）を送金すること、この送金に際してはいわゆるデューデリジェンスを行わないことから、仮にQPへの送金により問題が生じた場合には、オリンパスが責任を負うこと等を内容とする契約を締結した（2000年3月1日付けAgreement）。

また、GCNVVからQPへの送金については、QPから支払を約束するNoteが発行されている。QPのNoteのサインは、Directorである森が行っている（2000年3月28日付けQP発行のNote）。

GCNVVからQPへの送金とその返金の履歴は、別紙15のとおりである。

GCNVVからQPへの送金は、当初、2000年3月時点では、香港の銀行に開設

されていたQP口座になされていたが、その後、LGT銀行に開設されたQP口座に送金先が変更された（GCI Cayman保有の送金指示書データ）。

QPからGCNVVへの返金は、GCNVVの決算日が12月31日であったことから、原則として決算日前の12月20日前後になされることが多かった。これは、GCNVVの決算の監査を担当していた会計士が、QPへの送金を問題視しないよう、決算日である12月31日にはGCNVVが預金として資金を保有しているかのように装うためであった。しかし、2003年度、2004年度及び2005年度については、QPからの返金が決算日である12月31日を超えてしまったが、その場合でも、会計士は監査時点で預金確認ができれば問題としないとした。

こうしてQPに送金された資金は、CFC等を経て、他の決算期が異なるファンド等に融通され、当該ファンドにおいて現金を保有する証憑を作成するなどの目的で利用されていた。

（5）国内ルート（事業投資ファンド利用）に関するスキーム図

国内ルート（事業投資ファンド利用）に関するスキーム図は、別紙16のとおりである。

１０　損失分離スキームのまとめ

オリンパスは、このようにして受け皿ファンドであるCFCに約640億円の、同じくQPに約320億円の損失を移転し、連結財務諸表から含み損を分離した（別紙17）。

しかしながら、オリンパスは、口座担保貸付けにより資金を調達したため、いずれは返済しなければならず、また、ファンドへ出資した資金も償還してもらうことが必要であった。そのため、山田及び森は、コンサルタントらと協議するなどして、ファンドにおいて安価に購入したベンチャー企業をオリンパスが高額で買い取り、あるいは、大型のM&A案件にからんでファンドに手数料等を支払うことなどの方法で資金を流し、その資金を還流させて、損失処理策に関与したファンド等の債権債務を整理した暁には、オリンパスが余分に支払う資金を、のれんとして資産化し、償却資産の償却という形で費用化して段階的に解消しようと考えるようになった。

１１　損失解消のための模索

山田及び森は、このように損失分離スキームを構築したが、それは金融商品の評価損を隠された銀行への借入金などに形を変えただけであり、いずれはこれを解消しなければならなかった。その一方法として模索したのがITX株式の値上がり益による損失穴埋めであった。

ITXは、情報通信サービスを業とする会社である。オリンパスによるITXへの投資は、特に新規事業立ち上げ、情報機器事業でのストラテジック・パートナーを得る目的で2000年3月にオリンパスが日商岩井株式会社（以下「日商岩井」という。なお同社は後に双日株式会社となる。）から株式50億円を取得する形で開始された。ただし、オリンパスの出資当初よりITVが別途100億円出資しており、事業目的の投資とは別に、ITX株式の上場により値上がり益を得て、損失分離スキームで分離した損失の穴埋めに使いたいとの目論みもあった。しかしながら、株式上場後は株価が低迷し、当初の思惑とは逆に出資額100億円のうち63億円が毀損する結果となった。また、ITX株式を中途から保有していたGV及びProperでも損失が発生したものと見込まれ、当該損失も本件損失処理スキームにより補填されることとなった。結局、ITXを損失処理スキームに利用することはできなかった。

その経緯は、以下のとおりである。

（1）2000年3月期～2002年3月期

オリンパスは、2000年3月31日に日商岩井と株式譲渡契約を締結し、4662株、50億円の株式を取得した。オリンパスによるITX株式取得と同時に、損失処理スキームに使用されたファンドであるITVによりITX株式9323株、100億円の取得が行われた。

2000年9月にはOAMが日商岩井と株式譲渡契約を締結し、1000株19億円のITX株式を取得した。当該取引によりOAMが取得したITX株式は、組織再編の過程でOFHに譲渡され、最終的にオリンパスに売却され、GCNVVにおいても1200株23億円のITX株式を取得した。2001年12月にはITXがナスダック・ジャパン市場（現JASDAQ市場）に上場したが、当初の期待と異なって株価が低迷し、2002年3月期にOAMで13億円、GCNVVで27億円の減損損失を計上することとなった。また、Phoenics Corporation Limitedが発行したITX株への転換条項付EB債を50億円保有していたGCNVVは、2000年10月にEB債のうち23億円分をGVへ39億円で売却し、16億円の売却益を計上した。EB債についてはITXの株式が上場された場合にはITX株式で期限前償還することとなっており、ITXの株式上場に伴ってGCNVVが4800株、GVが4200株のITX株式を取得した。GVは、ITX株式を2002年6月までに3300株売却し（うち、3000株はProperへ売却している。）、23億円の損失が発生している（財務部担当者作成「資金ぐり20031」と題する書類）。残りの900株及びProperが保有する3000株のITX株式の売却時期、売却先、売却金額等は、現時点では把握できていない。

（２）2003 年 3 月期～2004 年 3 月期

オリンパスは、2003 年 1 月に日商岩井と株式譲渡契約を締結し、ITX 株式 10 万 200 株を 93 億円で取得している。また、GCNVV は、オリンパスに対し、ITX 株式 7200 株を売却した。この株式譲渡により、ITX 株式売却損を 15 億円計上したが、オリンパスが ITX 株式を追加取得したことにより ITX はオリンパスの関連会社に該当することとなり、オリンパスは、ITX 株式について、オリンパスで 41 億円、OFH で 4 億円の減損損失を計上した。

（３）2005 年 3 月期～2006 年 3 月期

オリンパスは、2004 年 9 月、公開買付けを実施して ITX 株式 17 万 1160 株を 20 億円で取得し、ITX を子会社化した。また、2004 年 11 月には OFH が双日グループの米国法人より ITX 株式 1 万 4530 株を 17 億円で、2005 年 3 月にはオリンパスが 1 万 5000 株を 28 億円で、OFH が 1 万 2000 株を 22 億円でそれぞれ取得し、さらに、2005 年 9 月には OFH が 2 万株を 56 億円で、2006 年 3 月にはオリンパスが 2 万 4000 株を 52 億円でそれぞれ取得した。オリンパスは、ITX 株式を ITV（取締役会報告では「バンクインリヒテンシュタイン」、「エルジーティークラスファンド」）から 1 万 5500 株取得したことで、2006 年 3 月末には ITV による ITX 株式の保有が終了した。ITV は、当初投資した 100 億円以外についても、2006 年 3 月期にオリンパスに売却するまでに ITX 株式を購入・売却しており、当初投資額に対する正確な損失額の算定はできないものの、別紙 18「ITV における ITX 株式の損失集計」において実施した一定の仮定をおいた計算上では、当初投資額 100 億円に対して 2005 年 3 月の売却により 54 億円、2005 年 9 月及び 2006 年 3 月の売却により 9 億円の、合計 63 億円の損失が発生している。

（４）2007 年 3 月期～2011 年 3 月期

ITX は、2007 年 9 月に第三者割当増資を実施し、オリンパスが 15 万株 100 億円の引受けを実施した。また、オリンパスは、ITX を一元管理すべく、OFH 保有の ITX 株式を全株購入した。なお、株価の低迷により 2007 年 3 月期に OFH で 66 億円の減損損失が計上され、2009 年 3 月期にはオリンパスで 395 億円の減損損失が計上された。

オリンパスは、最終的には、2010 年 12 月の公開買付け及び 2011 年 3 月の株式交換により、ITX 株式の全株式を取得して完全子会社化した。

１２　新規事業展開とその損失解消スキームとしての利用

（１）事業投資ファンドの投資状況

2000 年 3 月に設立された GCNVV は、大部分の資金を QP に融資する一方、

技術を持つベンチャーの発掘を試み、2005 年前後までに、30 社以上の企業に投資を実行した(同時期にかかる取締役会資料「事業投資ファンド運用状況報告」)。

GCNVV による投資の状況は、3 か月毎に GCNVV からオリンパスに設けられた事業投資委員会(事業投資審査委員会とも呼ばれていた。)に報告されていた。

事業投資委員会は、委員長 1 名と委員 4 名～6 名(財務・経営企画畑から数名、技術畑から数名)で構成され、発足当初の委員長は菊川であったが、2002 年 9 月から 2003 年 3 月までの半年間は別の取締役が委員長を務め、2003 年 3 月以降委員会が解散するまで山田が委員長を務めた。委員は年度により交替しているが、森は、事業投資委員会発足当初から解散に至るまで、全期間を通じて委員を務めた。

事業投資委員会で GCNVV から報告された事項は、不定期に取締役会に報告された(ただし、多くの場合は、出席者に事前に資料を配付して当日の口頭説明を省く「書面報告」の方法によっていた。)。

GCNVV による様々なベンチャー企業への投資自体は、専ら損失の穴埋めを目的として行われたものではなく、オリンパスの新規事業創生、純投資を目的として行われたものと認められる。しかし、山田及び森は、損失解消スキームのための好機として捉えており、そのためとは即断できないが、GCNVV が投資した企業はオリンパスの事業と関連性が低いこともあり、投資をしても事業に行き詰まって倒産状態や休眠状態となる例が相次ぎ、GCNVV の損失は年を追うごとに拡大していった。

(2)本件国内 3 社の発掘

そのような中で、2003 年から 2005 年にかけて、GCNVV によって、アルティス、ヒューマラボ、NEWS CHEF の本件国内 3 社が相次いで発掘された(本件国内 3 社は商号を変更しているが、商号変更の前後にかかわらず、それぞれ「アルティス」「ヒューマラボ」「NEWS CHEF」という。)。

本件国内 3 社の事業概要は、以下のとおりであった。

・アルティス

プラスチック系感染性医療排出物(注射器等)の処理・再資源化する事業を手掛ける会社である。同社の製造販売する専用の回収容器に医療機関が排出する使用済み注射器を入れてもらい、滅菌装置を利用して回収容器を滅菌した後、油化プラントに搬入し、油化処理を行って重油等に再資源化するビジネスを展開している。

・ヒューマラボ

シイタケ菌糸体培養抽出物を利用した加工食品等の販売事業を手掛ける会社である。シイタケ菌糸体培養抽出物には、免疫賦活作用、抗腫瘍作用、

抗ウィルス作用、肝機能障害修復作用、抗アレルギー作用等があるとされる。

・NEWS CHEF

電子レンジ用の調理容器（軽圧力容器）の開発・販売や、同容器をセットした食材の販売を手掛ける会社である。この容器により、火を使わず油の少ない調理ができる。

（3）本件国内3社を用いた損失解消スキームの策定

山田、森、横尾らは、本件国内3社については、他の投資先に比べて、概ね以下のような理由から、オリンパスの事業との関連性や、事業の成長が見込めることの説明がしやすいと判断した。横尾は、事業投資委員会において、本件国内3社の事業の将来性を熱心に説明して売り込みをはかった。

・アルティス

主要な顧客が医療機関であるところ、オリンパスは高いシェア率を有する内視鏡事業等を通じて多数の医療機関と取引関係があることから、かような既存の取引関係を利用して医療機関に同社の事業を売り込むことができ、早期の高い成長が期待できる。

・ヒューマラボ

健康食品の市場規模は巨大であり、同社が販売する健康食品は肝機能に効くとされるところ、肝機能障害者向けの市場も大く、オリンパスの手掛ける医療とも広い意味でつながりを持つ。

・NEWS

高齢者や共働きの増加等により、個食市場は伸びており、惣菜の需要も伸びるものと考えられるところ、電子レンジを使用することで油の使用料をカットできる点で健康にも資することになり、オリンパスの手掛ける医療とも広い意味でつながりを持つ。

山田及び森は、2005年から2008年にかけて、本件国内3社については高い成長が見込めるなどと説明しながら、概ね次の方法により、含み損を抱えるファンドに株式の売却益を計上し、分離した損失の一部を解消することを企図し、順次これを実行に移していった。

①Neoやその子ファンドであるITVが、1株あたり5万円ないし20万円程度の安い価格で、本件国内3社から増資を引き受ける。

②本件国内3社について、高い成長を達成する事業計画を描く。

③オリンパスが、かかる事業計画をもとに、Neo や ITV から、本件国内 3 社の株式を 1 株あたり 400 万円ないし 2000 万円超の著しく高い価格で購入する。Neo や ITV は、多額の株式売却益を得ることができ、損失分離スキームに関わる他のファンドに資金を還流させて利益を移転するなどして、ファンドが抱えている損失の一部を解消する。

④他方、本件国内 3 社の株式を高値で購入したオリンパスは、本件国内 3 社の実際の企業価値との差額をのれんとして計上し、のれんを順次償却し、あるいは減損処理する。こうすることで、分離した損失がのれんに姿を変えて計上されることになり、公表上で処理できることになる。

⑤なお、Neo や ITV からの株式購入については、間に別のファンドを入れることにより、オリンパスが無関係であることを装う。

（4）本件国内 3 社を用いた損失の解消

ア　Neo らによる本件国内 3 社への出資

Neo 及び ITV は、2003 年から 2005 年にかけて、このような損失解消スキームに基づいて本件国内 3 社に以下の出資等を行い、株式を取得した。

対象会社	時期	取得者	単価（1 株）	株数	出資金額
アルティス	2005 年 12 月	Neo	50,000 円	2,880 株	144 百万円
〃	2005 年 12 月	Neo	50,000 円	60 株	3 百万円
ヒューマラボ	2005 年 7 月	Neo	50,000 円	1,200 株	60 百万円
NEWS CHEF	2003 年 12 月	Neo	200,000 円	250 株	50 百万円
〃	2004 年 4 月	ITV	200,000 円	1,000 株	200 百万円
〃	2004 年 8 月	ITV	200,000 円	500 株	100 百万円
〃	2005 年 3 月	ITV	200,000 円	500 株	100 百万円
〃	2005 年 12 月	Neo	200,000 円	200 株	40 百万円
				計	697 百万円

イ　GCNVV らの株式買取り

（ア）株式買取りの状況

次いで、GCNVV、 DD 及び GT が、2006 年 3 月、Neo 及び ITV から本件国内 3 社の株式を以下のとおり購入した。

対象会社	売主	買主	単価（1 株）	株数	売買金額
アルティス	Neo	GCNVV	5,790,000 円	760 株	4,400.4 百万円
〃	Neo	DD	5,570,000 円	530 株	2,952.1 百万円

ヒューマラボ	Neo	GCNVV	14,375,000円	320株	4,600百万円
〃	Neo	GT	14,100,000円	210株	2,961百万円
NEWS CHEF	ITV	GCNVV	4,450,000円	400株	1,780百万円
〃	Neo	DD	4,450,000円	450株	2,002.5百万円
				計	18,696 百万円

（イ）株式買取りについてのオリンパス社内での検討状況

上記の株式買取りについて、オリンパス社内での検討の状況は、次のとおりである。

DD及びGTによる株式購入については、そもそも両ファンドがオリンパスのファンドであることが社内に知られていないため、何らの会議体にも上程されていない。

また、GCNVVによる株式買取りは約108億円に上るが、オリンパスの取締役会や経営執行会議において、GCNVVによる本件国内3社の株式買取りの是非が単独の議案として上程された形跡はない。

次に、オリンパスに設けられたGCNVVの事業投資委員会でのやりとりについてみると、2006年3月9日、事業投資委員会が開催されて本件国内3社への投資が審議され、次いで同月16日付で事業投資審査委員長から本件国内3社に投資を行う旨の文書が発出されている。

すなわち、3月9日の事業投資委員会の場では、GCNVVの実質的な運営者であるGC（GCNVVについてのExempted Limited Partnership Agreement上のジェネラル・パートナーはGCI Caymanであるが、GCI Caymanの運営はGCが行っている。）から、本件国内3社は事業価値が非常に大きい事業と考えており、オリンパスで重点的な投資をしたいとの提案がされた。この提案を受けて、同日の事業投資委員会では、「新事業の創成と事業の成功を目的として前向きに検討する」旨の判断がされた（2006年3月9日付け事業投資委員会報告会摘録）。

また、当時の委員長であった山田が事業投資審査委員長名で作成した2006年3月16日付け「審査結果の報告」と題する書面には、委員会においてそれまで検討・承認がなされた痕跡がないのに、本件国内3社に対する投資を行うことを承認した旨が記載されている。

「審査結果の報告」と題する書面の骨子は、以下のとおりである。

・アルティス

取得株数：760株

取得金額：4,400,400,000円

持分比率：20.0%（累計38.9%）

投資目的：当社（筆者注：オリンパス。以下同）の医療関連の環境ビジネ

スとして位置付ける。廃棄物に対する生産者責任が強まる中で回収・リサイクル事業に参入することによる、環境配慮先進メーカーとしてブランド力を高める。

・ヒューマラボ

取得株数：320 株
取得金額：4,600,000,000 円
持分比率：20.0%（累計 32.5%）
投資目的：当社の医療事業に接する健康関連ビジネスとして位置づける。将来的には薬事認定を視野に入れバイオ事業とのシナジーを探る。

・NEWS CHEF

取得株数：400 株
取得金額：1,780,000,000 円
持分比率：11.1%（累計 38.9%）
投資目的：当社及び ITX の新規ビジネスとして位置づける。将来的には他の周辺事業と関連付け健康関連ビジネスの創生を目指す。

3 月 9 日から同月 16 日までの間に検討・審査･承認がなされた痕跡がないのに本件国内 3 社の事業概要や事業計画を示した 2006 年 3 月 16 日付け「投資提案審議資料」が編綴されている。同資料では、本件国内 3 社が策定した事業計画をオリンパス側で検証し、一部修正のうえ、アルティスの事業価値を 220 億円、ヒューマラボの事業価値を 230 億円、NEWS CHEF の事業価値を 160 億円と試算している。それぞれの事業価値の前提となった計画数値の骨子は以下のとおりである。

アルティス　（単位：百万円）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
売上	705	3,169	8,812	16,109	24,448	29,374
営業利益	△178	487	2,069	4,340	7,091	8,800
経常利益	△179	486	2,068	4,339	7,090	8,799
当期利益	△179	395	1,198	2,512	4,104	5,095
資産計	978	1,546	4,431	7,806	12,926	18,639
負債計	460	633	1,320	2,183	3,199	3,817
資本計	518	913	3,111	5,623	9,727	14,822

ヒューマラボ　　（単位：百万円）

	2006	2007	2008	2009	2010
売上	546	2,296	10,596	22,810	32,010
営業利益	△ 494	△ 372	3,403	10,370	17,032
経常利益	△ 499	△ 379	3,396	10,363	17,025
当期利益	△ 499	△ 379	2,389	6,218	10,215
資産計	822	1,083	3,942	13,250	25,068
負債計	304	943	1,413	3,504	5,107
資本計	518	140	2,529	9,746	19,961

NEWS CHEF　　（単位：百万円）

	2006	2007	2008	2009	2010
売上	48	11,719	47,770	62,163	78,238
営業利益	△ 198	901	4,575	5,967	10,039
経常利益	△ 203	894	4,568	5,960	10,032
当期利益	△ 203	894	2,464	3,576	6,019
資産計	999	2,755	8,919	14,695	22,389
負債計	548	1,410	5,110	6,310	7,985
資本計	451	1,345	3,809	8,385	14,404

また、同じく 2006 年 3 月 16 日付けで、井坂公認会計士事務所により「ベンチャー会社事業価値試算」と題する書面が作成され、それには、各社の事業計画をベースに、適宜事業計画の修正を行った上、アルティスの事業価値を 204 億円～370 億円、ヒューマラボの事業価値を 167 億円～306 億円、NEWS CHEF の事業価値を 171 億円～306 億円と試算している。

もっとも、同書面の冒頭には、「本資料に関し、当事務所は貴社より受領した評価対象会社の事業計画書及び一般に認知された公的情報源より入手可能な情報のみを使用し、独自に検証・確認することなく且つこれらにのみ依拠しております。よって、当事務所はそれらの情報の信頼性に対する責任を持たず、また保証もいたしません」などと記載されている。

また、井坂公認会計士は、オリンパスから、評価の前提となる事業計画は極力変更しないよう指示を受けており、その前提の下で試算を行ったもので、いわばオリンパスの求める高値判断をしたととれる内容である。

アルティス　　（単位：百万円）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
売上	705	3,169	8,812	16,109	24,448	29,374	29,374
営業利益	△178	486	2,069	4,340	7,089	8,801	9,067
経常利益	△178	486	2,069	4,340	7,089	8,801	9,067
純利益	△179	396	1,198	2,512	4,104	5,095	5,250

※事業価値試算に際し、事業計画につき修正は行っていない。

ヒューマラボ　　（単位：百万円）

	2006	2007	2008	2009	2010
売上	1,091	5,741	26,491	57,024	80,024
営業利益	52	2,445	17,061	40,329	59,518
経常利益	47	2,438	17,054	40,322	59,511
純利益	28	1,463	10,232	24,193	35,706

※「成功シナリオに基づく事業計画につき過度に楽観的と考えられる部分につき修正を行います」としたうえで、「国内における大手健康食品会社である㈱ファンケルの“栄養補助食品関連事業”セグメントの売上・営業利益は31,131百万円・4,638百万円です（中略）単品商品の売上が5年後に200億を超えれば十分な成功シナリオと考えます」、「化粧品事業を30年以上前から展開し効率的な体制の中で栄養補助食品を手掛ける㈱ファンケルの営業利益率達成することも同様に十分な成功シナリオと考えます」などと指摘し、「3年後に07年の、5年後に08年の事業計画における売上を達成し、㈱ファンケルの当該セグメントの営業利益率を評価対象会社の経常利益率とし、2年後・4年後の経常利益は1年後・3年後の数値と同額であるものと仮定」して、事業価値試算を行っている。

NEWS CHEF　　（単位：百万円）

	2006	2007	2008	2009	2010
売上	48	14,649	59,712	77,704	97,798
営業利益	△198	1,336	6,460	8,412	13,783
経常利益	△204	1,330	6,456	8,410	13,783
純利益	△204	758	3,680	4,794	7,856

※「成功シナリオに基づく事業計画につき過度に楽観的と考えられる部分につき修正を行います」としたうえで、「旭化成㈱の“ライフ&リビング”セグメントの売上は591億円です（多くをサランラップが占めジップロック等も含みます）