

目次

1. 闇に消えるリース資産	P 1
2. 期中借入・期中返済	P 4
3. 利害共通資金プール	P 8
4. 循環取引の簿記原理	P 10
5. 値下がりできない株価	P 15
6. 粉飾構造の臨界点	P 16

本稿利用上の特段の注意

本稿は私的な閉鎖型経済研究会の限定会員の研究活動のために執筆されたものであり、他の目的のために本稿を利用することは出来ません。本稿は経済レポートの登録会員の閲覧のみの目的で作成されており、本稿を登録会員以外の閲覧のために転載したり複写することは出来ません。本稿はその内容中に多くの推論を含んでいますが、その推論は著者の推論であり、事実が推論と一致しているという保証はありません。本稿の閲覧に際しては読者自身が本稿による推論を検証していただくようお願い致します。また、言うまでもないことですが、本稿は特定の個人・組織体や団体を誹謗中傷することを目的とするものではありません。本稿は、財務分析の研究事例として取り上げたもので、分析の対象となっている財務数値は、全て公表財務諸表と公開情報に基づいています。

1. 闇に消えるリース資産

ホクトの消えていく減価償却の謎を追いかけたところ、平成16年3月期以前において、ホクトの栽培設備一式は全て期間5年のリースに出され、リース期間満了後は九州興産によりリースアップされるとともに、そのリース資産が再度ホクトに賃貸されていることが分かった。なぜこんなヤヤコシイことをするのかというと、5年リースの対象となった栽培設備一式の法定耐用年数が8年だからである。(注1)

平均的に15億円もするホクトの栽培設備一式は、リース債務を満額払い終えた後、ただ同然でリース会社より買戻しができるものの、その買戻栽培設備一式には当初購入価格の37.5% (3年÷8年) の簿価が残留している。このリースは所有権移転外リースだといっているのであるから、リースの対象となる栽培設備一式は本来ホクト以外には利用不可能のはずであり(注1)、そのリース料を満額払い終えたのもまたホクト自身である。ならばホクトはこの栽培設備一式のリースアップに際して排他的買戻権を有していなければおかしい。この排他的買戻権に購入価格の37.5%の簿価が残留している以上、ホクトは栽培

設備購入価格の37.5%の経済的価値を九州興産に無償で供与していることになる。

ここで九州興産はホクトの代表取締役であり創業者大株主でもある水野正幸氏の個人会社（正確には水野正幸氏の子息である水野雅義氏の全額出資会社）であった。そこでホクトの有価証券報告書より、平成7年3月期から平成20年3月期にかけて組まれた所有権移転外リースを全件拾い出し、九州興産によるリースアップを集計してみると、その対象はホクト全16工場中10工場分に及ぶ栽培設備一式であり、その総額は当初リース債務額にして262億円であることが判明した。従って、九州興産に流れた経済的価値は少なくとも98億円（262億円×37.5%）に上ることが分かる。（注2）

ホクトは、これら10工場の栽培設備一式の排他的買戻権を九州興産に無償譲渡することにより、少なくとも98億円の経済的被害を被っていることになる。会社の取締役が、自己又は第三者の利益を図るために、会社に損害を与えることを知りながら会社との取引を行い、その結果会社に損害が認定される場合には、特別背任罪が成立する。

九州興産はここでリースアップした栽培設備一式をホクトに賃貸し、賃借料を得ている。ホクトから九州興産に流れた賃貸料は、平成12年3月期から平成16年3月期にかけて総額9億円に上る。これまたホクト自身がリースアップをしていれば、こんな訳の分からない賃貸料を支払うこともなかったのであるから、九州興産にホクトの利益が不当流出しているのである。

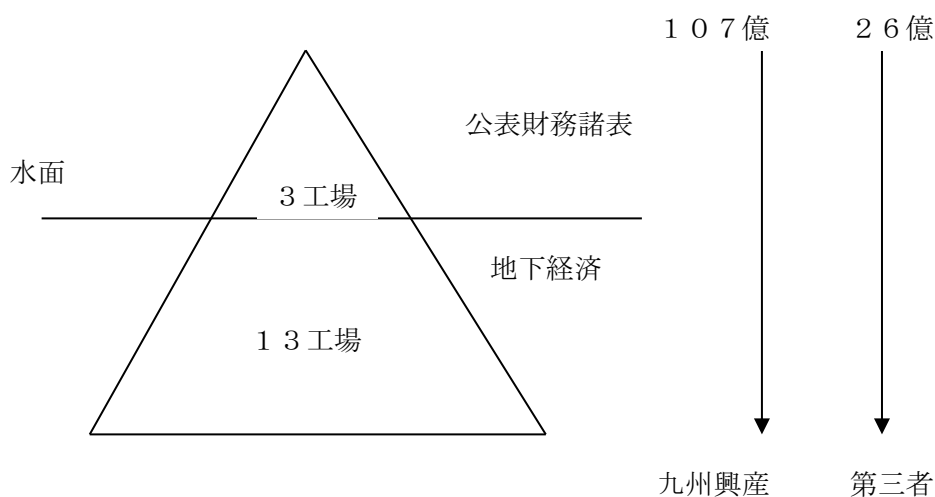
ところで、九州興産によるリースアップとリースアップ資産の賃貸は、平成19年3月期をもって突然中止されている。この期まで毎年開示されていた関連当事者取引としての賃貸料の開示が、平成20年3月期には全くなくなっている。そうすると、今まで九州興産が所有していた10工場分の栽培設備の行き場所が問題となるのであるが、どうもホクトがそれを買戻した形跡がない。なぜなら、九州興産からホクトがリースアップ資産を買戻したとすれば、これもまた関連当事者取引に該当するのであるから、有価証券報告書上の開示がされているはずなのに、そのような買戻取引の開示は一切なされていないからである。

ひょっとすると、ホクトが無償で買戻したかもしれないとも思ったのであるが、たとえ無償であったとしても、それは質的に重要な関連当事者取引に該当するのであるから、やはり取引価格0円としての関連当事者取引の開示が求められてしまう。結局、第三者がここでの10工場分の栽培設備を買取ったと解釈する以外に方法がない。しかもホクトの10工場は現在も操業しているのであるから、ここでの第三者による買取が事実とすれば、ホクトは現在第三者から10工場分の栽培設備を賃借して操業を行っていることになる。この

10工場分の栽培設備の賃借は、所有権移転外リースの開示には一切出てきていないので、リースではなくレンタル方式でホクトが借りているのであろう。レンタルということは、第三者はいつでも好きなときにこの栽培設備の賃貸をキャンセルすることができるのである。ホクトは事業継続について重大なリスクを抱えている。

九州興産がリースアップをやめた後も、平成20年3月期には3工場分の栽培設備が5年間のリース満了となっている。当然誰かがリースアップしたのであろうが、これまた有価証券報告書上、ホクト自身によるリースアップの形跡が見られない。九州興産所有による10工場分のリースアップ資産が第三者に譲渡されたとしか考えられないことからすると、その第三者なるものがこの3工場分の栽培設備をもリースアップしたと考えるのが自然であろう。3工場分のリース資産の購入価格は70億円であり、従って、ここでも第三者に26億円の経済的価値が流出した可能性があることになる。

現在ホクトでは全16工場が全て操業していることになっている。このうち、平成17年3月期以降新設の3工場分の栽培設備一式は自社所有であるものの、それ以外の栽培設備は現在第三者に所有されていると考えられる。これらの栽培設備はホクトによる購入後直ちにリース会社にリースに出され、その後リース満了とともに九州興産によってリースアップされて、さらに平成20年3月期にはおそらく全て第三者に譲渡されている。そして、この栽培設備一式の当初購入、リース、リースアップ、さらには第三者譲渡という一連の取引を通じて、ホクトから九州興産に98億円の経済的価値と9億円の賃借料が、第三者には26億円の経済的価値が流出している。(注2)



これを有価証券報告書における開示面から捉えてみると、本件設備一式の当初購入、リー

ス、リースアップ、第三者譲渡の連続取引は、対象となる栽培設備一式を公表財務諸表から消し去り、これを地下経済に隠蔽する機能をもっていることが浮かび上がる。この理屈を会計面から解説すると、まず第一に、これが自社購入であれば栽培設備は貸借対照表に資産計上されることになるが、これを所有権移転外リースとすることにより簿外化することができる。次に、リースであれば、それでも所有権移転外リースとしての開示がなされるが、これを九州興産がリースアップしてホクトに賃貸するなどということを行えば、所有権移転外リースの開示さえも逃れることができる。さらに、それでも九州興産による賃貸であれば関連当事者取引としての賃借料の開示だけは行われるが、その賃貸資産を九州興産が第三者に譲渡してそれをホクトが借りることにしてしまえば、関連当事者取引の開示さえも逃れられる。要するに、本件栽培設備は、当初購入、リース、リースアップ、さらには第三者譲渡という一連の取引を繰り返すことにより、闇に消えてしまったのである。

2. 期中借入・期中返済

現在のホクトの財務諸表に出ている栽培設備は、全体16工場のうちほんの3工場分に過ぎず、その生産設備の8割強は地下経済に隠れていることが分かった。これらの栽培設備が地下経済に隠れる過程において、総額133億円（98億円+9億円+26億円）の経済的価値がホクトより流出している。そこで地下に消えてしまった133億円の経済的価値がどうなったのか、気になるところであるが、どうもこの資金は形を変えてホクトに還流されている気配がある。ホクトのキャッシュフロー計算書になんとも不思議な資金移動が計上されているからである。連結キャッシュフロー計算書を示す。

(百万円)

連結キャッシュフロー計算書	H13年3月	H14年3月	H15年3月	H16年3月
営業活動				
税前当期純利益	5,423	6,425	6,614	5,561
減価償却費	1,033	1,210	1,437	1,332
引当・評価売却損益	254	41	174	-78
運転資金増減	-348	-374	430	488
役員賞与・退職慰労金	-12	-18	-19	-13
その他	-8	4	-31	-22
法人税等支払	-1,720	-2,653	-2,623	-2,598
営業キャッシュフロー	4,622	4,635	5,982	4,670
投資活動				
定期預金	35	0	0	0
有形固定取得	-6,373	-11,808	-10,414	-5,191

有形固定資産売却	2,550	6,708	7,016	2,035
投資有価証券取得	-214	-12	-924	-236
投資有価証券売却	244	52	0	403
貸付	0	0	0	0
その他資産取得	-69	-250	-322	-168
その他資産売却	65	103	57	129
投資キャッシュフロー	-3,762	-5,206	-4,586	-3,029
財務活動				
短期借入	0	0	5,000	10,500
短期借入返済	0	0	-5,000	-10,500
長期借入	1,760	1,000	700	0
長期借入金返済	-2,100	-1,027	-1,223	-1,000
社債償還	-700	0	0	0
自己株式取得	-292	-310	-205	-319
自己株式売却	60	146	2	0
配当金支払	-560	-671	-804	-961
財務キャッシュフロー	-1,832	-862	-1,530	-2,281
換算差額	10	4	-1	0
キャッシュ増減	-961	-1,428	-137	-640
キャッシュ期首残高	4,786	3,824	2,396	2,259
キャッシュ期末残高	3,824	2,396	2,259	1,619

連結キャッシュフロー計算書	H17年3月	H18年3月	H19年3月	H20年3月
営業活動				
税前当期純利益	5,899	4,951	6,305	6,270
減価償却費	1,717	1,887	1,996	2,379
引当・評価売却損益	-16	176	-170	921
運転資金増減	-412	-161	-224	646
役員賞与・退職慰労金	-14	0	0	-427
その他	-29	-27	-36	555
法人税等支払	-2,329	-2,457	-2,370	-2,570
営業キャッシュフロー	4,816	4,369	5,501	7,774
投資活動				
定期預金	0	0	-200	-462
有形固定取得	-5,873	-2,662	-5,054	-6,398

有形固定資産売却	6	428	107	82
投資有価証券取得	-670	-1,167	-1,018	-760
投資有価証券売却	277	367	599	128
貸付	0	0	0	-139
その他資産取得	-385	-233	-252	-323
その他資産売却	158	151	189	200
投資キャッシュフロー	-6,487	-3,116	-5,628	-7,672
財務活動				
短期借入	24,200	30,600	72,500	78,000
短期借入返済	-20,700	-31,000	-66,100	-78,000
長期借入	0	0	0	0
長期借入金返済	0	0	0	0
社債償還	0	0	0	0
自己株式取得	-15	-11	-7	-5
自己株式売却	0	78	31	27
配当金支払	-1,150	-1,249	-1,481	-1,582
財務キャッシュフロー	2,334	-1,581	4,942	-1,560
換算差額	0	8	117	-436
キャッシュ増減	663	-319	4,933	-1,895
キャッシュ期首残高	1,618	2,282	1,962	6,895
キャッシュ期末残高	2,281	1,962	6,895	4,999

ホクトの連結キャッシュフロー計算書で度肝を抜かれるのは、なんとも不可解極まりない短期借入金の期中借入と期中返済の動きである。連結キャッシュフロー計算書の財務活動によるキャッシュフローの部を見ると、その中に短期借入と短期借入金返済を示す項目が異様な金額で出てくるのである。ホクトは事業年度内の短期借入とその期中返済を毎年繰り返す、しかもその期中借入・期中返済額が年々累積的に拡大している。この不可解な期中借入・期中返済が初めて出てきたのは平成15年3月期のことであるが、借入・返済による短期資金の期中循環額は、平成15年3月期が50億円、平成16年3月期が105億円、平成17年3月期が207億円、平成18年3月期が306億円、平成19年3月期が661億円、平成20年3月期が780億円と爆発的に拡大している。

ホクトは高収益の好財務内容ということになっているのであり、好調な当期純利益を受け、この会社の営業キャッシュフローは毎年50億円前後の資金余剰を出し続けていることになっている。この中で、平成20年3月期の営業キャッシュフローによる資金余剰はなんと77億円に上ったのであり、平成20年3月期末の借入金は銀行からの短期借入金95

億円以外にはない。しかもこの会社は常時20億円から60億円程度の現金を手持ちしているのである。そんな金持ち会社が、なぜ毎年数百億円単位の期中借入を行い、さらにご丁寧なことに、その期中借入の全額をきっちりと期中返済しなければならないのか？

ホクトの公表財務諸表が正しいのであれば、この不思議な期中借入・期中返済は、その事業上不必要な巨額借入ということになってしまい、その巨額借入に対して支払われた支払利息もまた本来不必要な経費ということになる。そうすると、そのような不要借入を行った行為そのものが、取締役の背任問題に発展してしまう。

この会社の借入金と支払利息の関係より推定利率計算を行うと、平成19年3月期が1.19%、平成20年3月期が1.35%となり、これは短期金融市場の実際金利と一致する。ということは、ここでの巨額期中借入・期中返済の借入金はおそらく無利息かあるいは限りなく無利息に近い低金利なのである。一体、銀行がそんな金を貸し出すものであろうか？

(百万円)

項目	H19年3月期	H20年3月期
期首短期借入金	3,100	9,500
期末短期借入金	9,500	9,500
平均短期借入金	6,300	9,500
実際支払利息	75	129
推定利率	1.19	1.35
開示平均利率	0.95	1.12
推定支払利息	60	106
期中借入返済	66,100	78,000
月間回転残高(12回転)	5,508	6,500
借入返済推定利息	52	73
推定利息合計	112	179

ところで、銀行は顧客に対する特権的地位を利用して、顧客が必要としない貸付を強要してはならない。その強要を行ったとすれば、ホクトのメインバンクたる八十二銀行は、銀行法違反に問われなくてはならない。本件借入の理由は有価証券報告書を初めとする公式な説明が一切なされていない。従って、このことから我々は、この会社には、何事か人には言えない抜き差しならぬ理由により每期巨額の期中借入・期中返済を繰り返さざるを得ない特殊な事情があることを推認することができる。

3. 利害共通資金プール

ホクトには「雪国まいたけ」という競合メーカーがある。ホクトは平成20年3月期に年間72億円の連結経常利益を上げているが、同期間の雪国の連結経常利益は5億円にとどまっている。ホクトの連結売上高は雪国の1.5倍以上ではあるが、同じきのこを生産販売しながら、たかが1.5倍の売上規模で1.5倍近い利益差がつくものであろうか？ホクトの販売するキノコのスーパーでの店頭小売価格は1パック100円強である。いくら大量生産と言っても、そもそも一個百円の農産物を市場で売って72億円を超える年間経常利益を稼ぎ出せるものであろうか？そこでホクトに常について回るのが架空売上の噂である。つまり、ホクトの目も眩むような巨額の利益は、循環取引による架空売上の結果計上された架空利益ではないのかというのである。

循環取引とは、架空売上を企業間で付け回すことにより、架空利益を計上する不正会計手法である。循環取引では、その始発企業が10で出した架空売上を、第一次参加企業が10で買ってそれを11で第二次参加企業に売り、第二次参加企業はこれを11で買って12で第三次参加企業に売るという取引が継続反復的に行われる。このようにして膨張した循環売上高は、最終的には始発企業が買戻すしかないのであるが、ここで始発企業が買戻してくれるからこそ、全ての参加企業は循環取引に対する参加報酬を享受することができる。

循環取引を行うためには、参加企業の架空売上を順次決済しなければならないのであるから、架空売上を決済する金融機能が不可欠となる。従って、決済金融機能の強度に応じて循環取引の成功度と耐用年数が決定される。つまり、強い決済金融機能を背景とした循環取引は長期間にわたりばれる危険性が少なく、反対に背景となる決済金融機能が弱ければそこでの循環取引は短期間で破綻する。日本において過去摘発された循環取引では、多くの場合において商社が介在しており、商社金融が循環取引の決済金融機能を果たしていたことが確認されている。

今我々は、ホクトから九州興産並びに第三者に総額133億円の経済的価値が流出したことを推認するに至った。ホクトはこの第三者から栽培設備一式を随時解約可能なレンタル方式で賃借しているはずなので、ホクトはこの第三者が決して栽培設備の賃貸を解約することがないと深く信じている。要するにホクトと九州興産および第三者は利害を一にするお友達なのであり、従って、この133億円は利害を共通にする資金プールに入ったと考えることが出来る。本件で循環取引が行なわれているとすれば、その決済金融機能としてこの資金プールが使われているはずである。

ところで、この資金プールには水野正幸氏が自社株を売却して得た個人資金も入っている可能性がある。ホクトは水野氏創業によるオーナー会社という事になっているものの、実は水野氏の持株比率はびっくりするほど低い。株式の店頭公開以来、水野氏は株式市場で自社株をせっせと売り続けてきたからである。平成10年3月期末以降平成20年3月期末までの隔年のホクトの株式分布を示す。

株主	H10年 3月期	H12年 3月期	H14年 3月期	H16年 3月期	H18年 3月期	H20年 3月期
(株)北斗	2,218	2,884	4,153	5,550	5,750	5,900
水野正幸	2,041	1,612	1,771	2,338	2,150	502
八十二銀行	637	828	1,052	1,626	1,619	1,619
三井化学(東庄)	397	516				
三木産業	343	376		443	443	
さくら銀行	416	540	548			
ユアサ商事	364	473		701	701	701
共済農協連合会					1534	
モルガンスタンレー					577	
ステート・ストリート	551		904			
UFJ 信託口			1,813			
三菱信託銀行	511		413			
三菱信託口			1,078			
日興シティ信託						685
資産管理信託口			1,135			
TPFLP						1,533
日本トラスティ信託口			893	1017	1,564	1,819
野村信託				562		617
日本マスタートラスト				993	1212	1,937
チェスロンドン			628			
中央三井信託口						
長野信用金庫	345					
日本生命年金口		483				
東洋信託勘定		462				
三菱信託口		382				
加藤義正				412	412	
水野美術館						1,500
自己株式				444		

上位10名	7,823	8,559	14,394	14,086	15,965	16,818
少数株主	5,177	8,991	10,878	19,273	17,394	16,541
合計	13,000	17,550	25,272	33,359	33,359	33,359

ホクトが店頭登録から東証1部へ上場したのは平成12年3月期である。東証上場以前の店頭登録時代には、それでも水野氏並びに水野氏の持株会社である(株)北斗の持株比率は33%もあったのである。ちなみに店頭登録時代の主要株主には、長野信用金庫、三井東圧、三木産業、さくら銀行、黒岩邦光氏などがいたのであるが、これらの大株主はその後持株を売却しており、創業時からの大株主で現在も残っているのは、水野氏一族を除けば八十二銀行とユアサ商事だけとなっている。水野氏はホクトの東証一部上場後も自社株を売り続け、平成20年3月期末現在の水野氏および(株)北斗の持株比率は19%にまで低下している。有価証券報告書に基づき、この間の水野氏の自社株売却を集計すると、次の通りとなる。

水野正幸氏公開後自社株売却総額

決算期	売却株数 株	売却単価 円	入金額 百万円	税額 百万円	手取金額 百万円
H11年3月期	101,000	3,000	303	30	273
H12年3月期	940,000	4,500	4,230	423	3,807
H14年3月期	550,000	3,300	1,815	182	1,634
H18年3月期	188,000	2,000	376	38	338
H19年3月期	650,000	2,000	1,300	130	1,170
H20年3月期	998,000	2,000	1,996	200	1,796
合計	3,427,000		10,020	1,002	9,018

すなわち、利害共通資金プールは、前述リース資産の簿外化による133億円に水野氏の自社株売却益90億円を加算した総額223億円かもしれないという結論を得る。(注3)

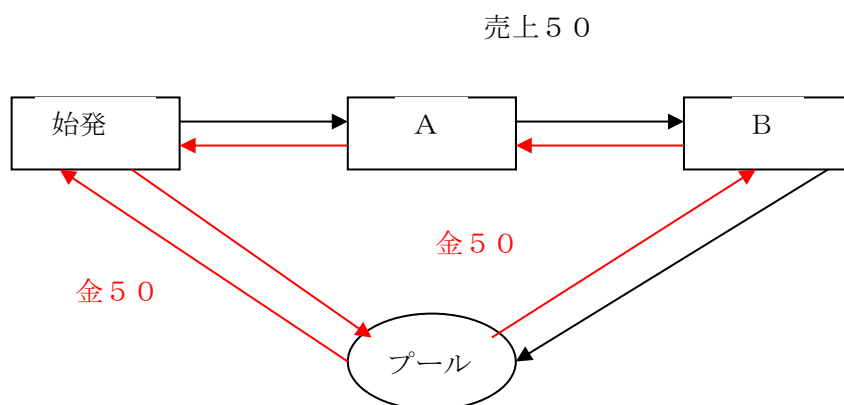
4. 循環取引の簿記原理

仮に、利害共通資金プールを背景とした循環取引が行なわれているとすると、ある事業年度内の循環取引の会計上の仕訳は次の通りとなるはずである。

1	(借)	現金預金	50	(貸)	短期借入金	50
2	(借)	売掛金	50	(貸)	売上	50
3	(借)	現金預金	50	(貸)	売掛金	50

4	(借)	短期借入金	50	(貸)	現金預金	50
---	-----	-------	----	-----	------	----

循環取引を行う企業は手元資金繰りに窮しているのであるから、まず始めに短期資金を調達して運転資金の確保を行う。(仕訳番号1番) この短期資金は利害共通資金プールから供給される。続いて架空売上と架空売掛金が計上される。(仕訳番号2番) ここでは架空の売上傳票だけが作成され、実際の商品が出荷される事はない。この架空売上の売上原価は存在しないので、ここで計上した架空売上はそのまま利益額となる。さて、架空といえども売掛金が計上された以上その回収が問題となるのであるが、実にこの売掛金は、通常の期日に循環取引参加企業よりきっちりと現金入金される。(取引番号3番) その参加企業にはこれまた利害共通資金プールから決済資金が供給されているのである。ここで売掛金が回収され、その結果この会社には余剰資金が出来たので、最初に調達した短期資金を返済することが出来る。(取引番号4番) 結局、この会社は見事に架空売上と架空利益の計上に成功し、しかも借りた金は跡形もなく返済できたことになる。



この形態での循環取引では、循環取引の始発企業は循環取引により肥大した架空売上を買戻す必要さえない。買戻しによる架空在庫がないのであれば、ばれる危険性も少ない。このような循環取引が継続反復的に行なわれると、その発見はほぼ不可能に近い。上記の仕訳事例では、循環取引だけを時系列に即して示しているため、なるほどこれは循環取引だということになるのであるが、現実の循環取引は次の順番で仕訳がなされる。

1	(借)	現金預金	50	(貸)	短期借入金	50
4	(借)	短期借入金	50	(貸)	現金預金	50

2	(借)	売掛金	50	(貸)	売上	50
3	(借)	現金預金	50	(貸)	売掛金	50

いかがであろうか？ 1番と4番の仕訳を見れば、誰でもこれは短期資金を調達してその返済を行なったに過ぎないと考えてしまう。そして、2番と3番の仕訳だけを見れば、普通の売上とその売掛金の回収としか見えないではないか。このようにして循環取引はその事実を知る特定のものだけの秘匿事項となり、決済資金の枯渇による最終的な破綻の時までの間に、加速的かつ累積的に巨額化してしまうのである。

さて、上記仕訳中、現金預金、売掛金、短期借入金の3科目は増加と減少の両方向の取引が出てくるのであるが、ここで現金預金と売掛金は、キャッシュフロー計算書上で増加と減少を相殺してネット表示することが出来る。ところが短期借入金は、増加項目を「短期借入」として、減少項目を「短期借入返済」として両建てでグロス表示しなければならない。分かったであろうか？ホクトのキャッシュフロー計算書における不可解な短期借入金の期中借入と期中返済の累積的拡大は、この会社を取り巻く循環取引の存在を強く示唆しているのである。

ここで不思議なことがある。スーパーの店頭価格では、同じ品種であれば雪国のきのこはホクトのきのこより常に高く、これは両社のきのこの品質差を反映したものであるとされている。そこで、きのこ1キログラムあたりの販売単価を、両社の有価証券報告書ならびに開示資料に基づいて比較してみると、なんと市場の現実とは反対に、ホクトの販売単価の方が常に高く計算されるのである。

ホクト

事業年度	生産量 t	販売額 百万円	販売単価 円/キ。
H17年3月	53,825	32,102	596
H18年3月	55,852	32,130	575
H19年3月	57,731	34,514	598

雪国

事業年度	販売量 t	販売額 百万円	販売単価 円/キ。
H17年3月	31,575	18,331	581
H18年3月	33,537	18,892	563

H19年3月	33,774	19,360	573
--------	--------	--------	-----

両社ともに販売品種は「ぶなしめじ」、「えりんぎ」、「まいたけ」の三種類で変わらないが、雪国は「まいたけ」の販売金額が全体の50%を超えている。ここで「まいたけ」は「ぶなしめじ」及び「えりんぎ」に対して単価が5割ほど高い。これに対してホクトは単価の安い「ぶなしめじ」及び「えりんぎ」の販売が全体の8割を超えているのである。これらの生產品種の販売価格差を全く無視した単純平均で、ホクトの販売単価は雪国に対して、1キログラム当たり12円から25円高い。

ホクトの有価証券報告書開示数値に基づいて計算した販売単価は非現実的であり全く信用できない。そこで、現実から乖離したホクトの販売単価の謎を究明するためには、競合先である雪国の販売単価に基づきホクトの本当の販売単価を推定する必要がある。雪国の平成17年3月期から平成19年3月期にかけての「ぶなしめじ」と「えりんぎ」の1キログラム当り推定平均販売単価は460円であり、同じく「まいたけ」の1キログラム当り推定平均販売単価は700円である。この販売単価に、雪国の「ぶなしめじ」・「えりんぎ」と「まいたけ」の販売比率1：1を掛け合わせて、雪国全体の販売単価を求めると次の通りとなる。

$$\text{雪国} \quad 460\text{円} \times 0.5 + 700\text{円} \times 0.5 = 580\text{円}$$

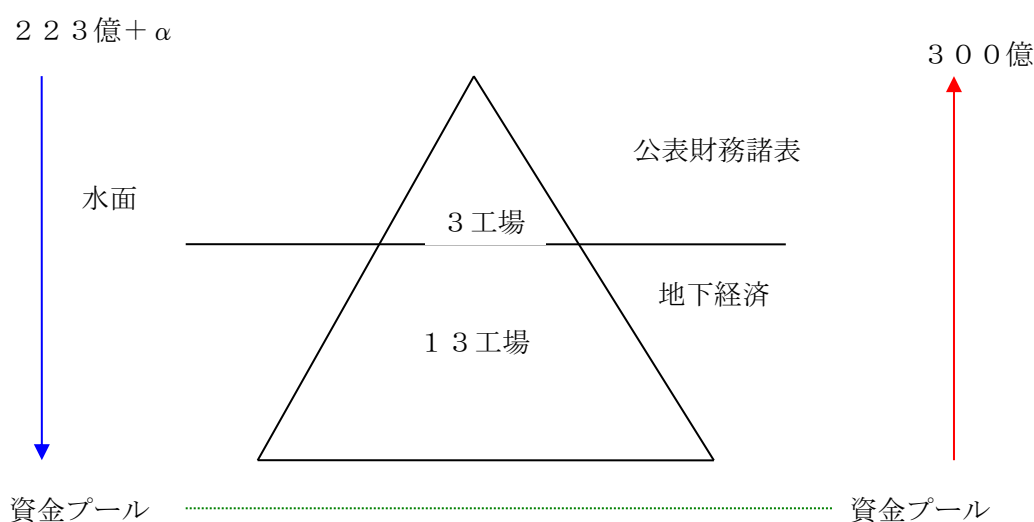
この計算結果は雪国の実際の実販売単価と一致するため、この理論計算の妥当性を確認することができる。さて、ホクトの販売単価が雪国の販売単価を上回るなどありえないのであるから、ここでの品種別年間加重平均販売単価を使って、ホクトの本当の販売単価を推定すると、次の通りとなる。

$$\text{ホクト} \quad 460\text{円} \times 0.8 + 700\text{円} \times 0.2 = 508\text{円}$$

驚いたであろうか？実際の市場価格と両社の品種別生産販売量から平均販売単価を求めると、雪国のほうがホクトより平均販売単価が1キログラム当たり72円高くなければおかしいのである。本項冒頭の販売単価計算が、有価証券報告書におけるホクトの生産量と販売金額に基づいて計算されていることを考えると、ホクトの販売金額には、市場には実際に流れていない売上高が含まれていると考える以外に方法がない。すなわち架空売上ということになるのであるが、ここでホクトの本当の販売単価を理論値どおりキロ当たり508円と考えて、ホクトの損益計算書に計上された売上高との差額を求めると、平成20年3月期における架空売上金額は年間51億円（72円×57,731トン）と計算される。この金額はホクトがキャッシュフロー計算書において毎年出ているとしている年間50億

円前後の営業キャッシュフロー余剰額とほぼ一致する。つまり、ホクトはずっと以前から赤字経営だったのであり、循環取引がなければ、年間50億円に上る営業キャッシュフローなど、端から出ていなかったことになる。

ホクトの連結キャッシュフロー計算書に不可解な期中借入と期中返済が初めて出てきたのは平成15年3月期であった。そうすると、この会社は、平成15年3月期から平成20年3月期にかけての6事業年度にわたり、循環架空売上を計上してきたかもしれないということなのであり、したがって、現在にいたるホクトの推定累積架空売上総額は300億円という途方もない金額になる。事実とすれば、300億円の架空利益がそのままホクトの簿外債務となっていることになる。(注4) すなわち、栽培設備一式のリース取引を利用してホクトから利害共通資金プールに流出した資金は、循環取引を利用してホクトに丸々還流している可能性がある。



5. 値下がりできない株価

一体なぜこれだけ手の込んだ仕掛けを使って、わざわざホクトから抜いた資金を、循環取引などして、ご丁寧にホクトに戻しているかというと、それはもちろん架空売上と架空利益を計上して高成長と高収益を偽装したいからであろう。高成長と高収益が偽装できれば高株価を演出することができる。そしてこの偽装戦略を貫徹していけば、競合する雪国を市場から追放することができる。その結果、ホクトは日本のきのこの独占企業となることができるのである。ここでホクトの株価チャートを示す。



ホクトの50円額面一株当たり利益は110円であり、一株当り50円の高額配当を出していることもあり、当然のことのように株価は2500円と高水準である。ところでこの株は2000円以下に値下がりすることがない。株価チャートを見ると、この株は、平成20年の9月と10月に瞬間的に2000円の大台を割り込んだことがあるが、その直後に株価は激しく反発し、結局2500円の元の鞘に納まっている。

平成19年の9月といえぱリーマンショックが勃発した月なのであり、これを受けて10月には、日経平均株価が8千円の大台を割る大暴落をした。その証券市場の全面安の中で、ホクト株も瞬間的に2000円を割り込むのであるが、この株が他の上場株と決定的に違うのは、この株は一旦2000円を割り込むと俄然急反発をしてくれるのである。この株には、2000円を割り込んでは何事か抜き差しならない事情があると考えることに理論的整合性がある。

本稿の分析によれば、ホクトから資金プールに流出した資金は223億円であり、資金プールからホクトに還流した資金は3百億円であった。収支が合わないのであるが、その不足分は、ホクト株担保による資金調達で補填されているのではないか。いずれにしても、本件における利害共通資金プールの資金は枯渇しており、循環取引は限界点に達している。そんな中で頼みの綱の株価が下落したのではたまらない。証券監視委員会は本年9月と10月のホクト株2000円割れを強力に買い上がった手口を調査せよ。

6. 粉飾構造の臨界点

ところで、資金プールを背景とした循環取引が成立するためには、強力な利害共通者の存

在が不可欠である。これを連結会計原則上「緊密な者」ということは前号で述べた。ホクトから栽培設備一式を利用して資金を抜くためには、リース会社の協力が不可欠であり、さらにそのリースアップのためには第三者の協力が欠かせない。さらに簿外に抜いた資金を使って循環取引を行うためには、循環取引参加企業を指揮命令し、その決済を行う司令塔の存在が必須となる。それではそのリース会社や第三者及び循環取引司令塔は一体誰かということになるのであるが、それはだいたい目星がつく。

本件粉飾構造疑惑におけるリース会社はユアサ商事であり、第三者はヴォークス・トレーディングあるいはその関係者、そして循環取引司令塔は、かつてはユアサ商事で現在はヴォークス・トレーディングではないか？ホクトの個別財務諸表における勘定明細に現れる両社の取引残高の推移を示す。

(百万円)

勘定科目	H13年3月	H14年3月	H15年3月	H16年3月
<u>投資有価証券</u>				
ユアサ商事株式	24	21	19	16
ヴォークス・トレーディング株式	0	0	0	0
<u>支払手形</u>				
ユアサ商事	83	319	0	0
ヴォークス・トレーディング	0	0	251	265
その他	1,654	1,937	1,780	1,894
合計	1654	1937	2,031	2159
<u>買掛金</u>				
ユアサ商事	72	78	0	0
ヴォークス・トレーディング	0	0	101	106
その他	715	640	519	377
合計	715	640	620	483
<u>設備支払手形</u>				
ユアサ商事	120	0	279	0
その他	513	268	154	291
合計	633	268	433	291

勘定科目	H17年3月	H18年3月	H19年3月	H20年3月
<u>投資有価証券</u>				
ユアサ商事株式	0	0	0	0
ヴォークス・トレーディング株式	0	102	102	102

<u>支払手形</u>				
ユアサ商事	0	0	0	0
ヴォークス・トレーディング	269	297	316	362
その他	992	988	1,015	1,160
合計	1261	1285	1331	1522
<u>買掛金</u>				
ユアサ商事	0	0	0	0
ヴォークス・トレーディング	119	118	126	135
その他	1	13	100	97
合計	120	131	226	232
<u>設備支払手形</u>				
ユアサ商事	0	38	0	0
その他	24	24	15	185
合計	24	72	15	185

ユアサ商事は1966年創業の東証一部上場の老舗商社である。産業機械の専門商社であり、平成16年3月期以前においてはリース事業やレンタル事業を積極的に行っていた。ユアサ商事はホクトの店頭公開以来の大株主であるが、平成16年3月期以前においては、ホクトもまたユアサ商事の株を持っていたのであり、両社は株の持合関係にあったのである。

ところで、ホクトの個別財務諸表には設備支払手形の勘定明細が開示されており、平成13年3月期及び平成15年3月期の残高には、ユアサ商事に対する残高がそれぞれ120百万円及び279百万円計上されている。それぞれの残高はこの年度の設備支払手形残高中最大のものである。ということは、平成16年3月期以前におけるホクトの栽培設備一式なるものは、その多くがユアサ商事から購入されたのではないかと考えられるのであり、しかもこの事業年度までのユアサ商事が、「顧客資産の有効利用促進」などと言って全額出資子会社の湯浅興産でリース事業に注力していたことや、全国の地場レンタル業者400社を組織化したユアサ・レンタル・アソシエーションでレンタル需要を開拓していたことを勘案すると、例の所有権移転外リースもまたユアサ商事で行われた可能性が高い。

さて、新聞報道によれば、ユアサ商事がリース事業から撤退したのは平成16年3月期である。ところでホクトが栽培設備一式のリースをやめて自社所有に切り替えたのは平成16年3月期末であった。これが偶然の一致であるわけがない。

ところでホクトが平成16年3月期以前にリースに出していた栽培設備一式の内訳を見る

と、栽培設備と言いつつも、その過半は実は栽培用資材に過ぎない。栽培用資材とは栽培用のビンやキャップ、リング、コンテナ、棚、パレットのことであり、ホクトはもともと栽培用資材の製造販売業者として創業したのである。現在でも100%子会社のホクト産業で栽培用資材の製造販売が行われている。すなわち、ホクトは自社で作った栽培用資材を栽培用設備一式などと言って気心の知れたユアサ商事にリースに出していたのではないかと元はといえば自社製品なのであるから、そのリース価格など自分が勝手に決められる。ユアサ商事としても気心の知れたホクトであれば、リース料未回収の心配などないのであるから、リース料は高ければ高いほど良い。そうだとすれば、ここでも栽培設備一式を使ったホクトの架空利益計上と、リース会社への不正利益流出が起きているのである。

ホクトとユアサ商事の取引残高は設備支払手形以外にも現れており、平成13年3月期末及び平成14年3月期末における支払手形と買掛金の合計は、それぞれ155百万円と397百万円であった。ユアサ商事との間の支払手形や買掛金による仕入取引は平成14年3月期をもって突然消滅し、平成15年3月期からはヴォークス・トレーディングとの仕入取引が急増している。平成15年3月期以降のヴォークス・トレーディングに対する買掛金と支払手形の合計残高は、352百万円、371百万円、388百万円、415百万円、442百万円、497百万円と増加一方である。買掛金と支払手形の残高の増加に合わせて、ホクトは平成18年3月期以降、ヴォークス・トレーディングの株式に102百万円を出資している。一方ユアサ商事の株は残高が順次減少していき、平成17年3月期にはなくなっている。

そこでヴォークス・トレーディングとは一体何者かということなのであるが、この会社は平成14年12月にユアサ商事の食料事業部門をMBO（マネジメント・バイアウト）によりスピンアウトさせて設立された食料商社である。ヴォークスの資本金は13億円で、投資ファンドから12億円、経営陣及び従業員から1億円の出資を受けて設立されている。この受皿法人が、ユアサ商事の食料カンパニー部門と連結子会社3社、関係会社4社を継承したのである。

ユアサ商事としては食料事業部門全体をヴォークスに営業譲渡したことになり、営業譲渡価格は、営業権45億円を含んで80億円となっている。社長はユアサ商事の執行役員で食料カンパニープレジデントの橋本武久氏が就任し現在に至っている。従業員は70名強。直近の平成19年11月期におけるヴォークスの売上高は261億円、当期損益は24億円の赤字で、38億円の累積欠損を抱えている。ちなみにヴォークス社長の橋本氏は、平成13年6月以降平成19年3月期までの間、ホクトの社外監査役を務めており、ユアサ商事はこの時までホクトに代々監査役を送り込んでいた。

ユアサ商事からヴォークスが分離した平成14年といえ、この年の5月に、ユアサ商事の架空取引事件で、ユアサ商事の元課長に懲役7年の大阪地裁の実刑判決が言い渡されている。この元課長は、ユアサ商事の架空リースを偽装し、リース会社8社から57億円を騙し取ったとして、懲役7年の実刑判決を受けたものである。この事件に関連して、被害者企業からユアサ商事に対して16億円の不当利益返還請求訴訟が起こされており、平成17年3月に、被害者企業全面勝訴の大阪高等裁判所判決が出ている。会社ぐるみの架空リース事件と考えるべきであろう。

いかがであろうか？ホクトとユアサ商事は資本並びに役員関係において緊密だったのであり、ユアサ商事は設備購入や営業仕入取引においてホクトに深くかかわっていた。ユアサ商事は専門商社として機械設備のリース及びレンタル事業に注力していたものの、平成15年3月期に架空リースの詐欺事件を起こして、平成16年3月期にリース事業より撤退している。架空リースの詐欺事件後、ユアサ商事は事件を起こした食品事業部を分離し、それをヴォークスが引き継いでいる。

ホクトは栽培設備一式をリースにより調達していたものの、平成16年3月期を最後として栽培設備の自社購入に切り替えた。また、ホクトとユアサ商事の関係は平成14年3月期ころより薄くなり、それに代わるようにしてヴォークスとホクトとの関係が緊密になっている。

これらユアサ商事とヴォークスに関する歴史的事実を通覧すると、私には、本項で問題とするホクトのリース取引並びに循環取引を利用した粉飾決算疑惑に両社が深く関わっているのではないかと思える。よくよく考えてみれば、これだけ大掛かりな粉飾決算構造がホクト単独でできるはずもないのであり、その裏にはユアサ商事およびその商権を引き継いだヴォークスという商社の存在があったと考えるべきではないか。そこでユアサ商事の株価チャートを示す。

YUASA TRADING CO.LTD.
2008/12/11



Copyright (C) 2008 Yahoo Japan Corporation.

ユアサ商事の株価（50円額面株）は現在80円台で、既に証券市場はこの会社の経営破綻を織り込みつつある。ユアサ商事の食品事業を引き継いだヴォークスは赤字続きで、38億円の欠損を抱えるに到っている。本件粉飾構造の推進機能は著しく弱体化しているであり、しかも、頼みの綱の利害共通資金プールの資金は枯渇している。この粉飾構造は破綻寸前の臨界点に達していると考えらるべきであろう。本稿で長々と論述してきたホクトをめぐる不正リース取引疑惑並びに循環取引疑惑は、今まさに終わりの始まりを迎えつつあると思慮するものである。

2008年12月29日 公認会計士 細野祐二

(注1) 第6項で指摘したように、ホクトがリースに出していた栽培設備一式なるものの過半は、実は機械ではなく栽培用資材に過ぎない。その栽培用資材の中心は栽培用のビンなのであり、なんとホクトはもともとその栽培用のビンを作って市販しているのである。栽培用のビンは、ガラスや陶器と異なり、滅多なことで割れることもないため、従って、その機能的耐用年数は8年をはるかに超える。しかもこの栽培用のビンは市販品なのであるから、中古品として販売することも出来る。もとより所有権移転外リースというのは汎用性のない機械設備に対する資金調達を可能ならしめるため、敢えて中途解約禁止・フルペイアウト条項が付されているのであり、このような市販品を購入するのであれば、ホクトは何も条件面で著しく不利な所有権移転外リースにする必要などなかったのである。こんなものを所有権移転外リースにすること自体が不自然なのである。

(注2) 栽培用設備一式の経済的価値の多くが栽培用ビンであり、栽培用ビンが中古価

値の減価しない市販品であることを考えると、ここでの経済的価値は即時換金可能な流動資金であると考えることが出来る。ホクトはこの栽培用設備一式を担保として金を借りることも出来るし、あるいは、ひょっとして栽培用のビンの一部を売り飛ばしているかもしれないのである。

(注3) 前号で指摘したように、1工場平均30億円というホクトの工場建設費はなんとしても高い。本稿では、工場の機械設備の実態が栽培用資材に過ぎないこと、しかもその栽培用資材は自社で作っていることから、自社製品のリースによる利益流出の可能性があることを指摘した。ところでホクトの工場が馬鹿高いのは、何も機械設備だけではなく、土地も高ければ建物も高い。この会社の工場建設コストの馬鹿高さは業界でも有名であり、過去さまざまなメディアで疑惑を呼んできたところである。工場の建設コストをわざと高く発注して建設業者からバックリベートを取っているのではないかと言うのである。バックリベートは財務諸表の簿外で行われる取引であることから、本項の分析ではその存在を確認する事は出来なかったが、仮に事実であるとする、そのバックリベートもまた本稿での利害共通資金プールに入っているはずである。ちなみに、第4項の結論によれば、本件粉飾構造における利害共通資金プールへの資金流出は223億円で、循環取引による資金還流が300億円である。利害共通資金プールの入出金が77億円ほど合わないが、その差額が建設コスト水増しによるバックリベートだとすればなるほど辻褄は合うことになる。

(注4) キャッシュフロー計算書による期中借入・期中返済は、平成15年3月期が50億円、平成16年3月期が105億円、平成17年3月期が207億円、平成18年3月期が306億円、平成19年3月期が661億円、平成20年3月期が780億円であった。従って、おそらく平成15年3月期における循環取引架空売上は50億円で、その架空利益は全額が簿外債務として残ったであろう。翌年には前年の簿外債務50億円を一旦返済してから、改めて50億円程度の架空売上を行うことになるので、この年度の簿外債務は100億円になったであろう。だから次年度の短期借入金の期中出し入れが100億円規模となったのではないか？このようにして循環取引で計上した架空売上＝架空利益は簿外債務として累積し、その簿外債務は一定間隔で期中決済を迫られるため、各年度のキャッシュフロー計算書に計上される短期借入金の期中借入・返済額はその年度までの架空売上累積額とならざるを得ない。さらにこのような過程を経た累積簿外債務は額が大きくなればなるほど決済期間の短期化が求められるため、従って、各年度の期中借入・返済額は、過年度までの循環取引の単純累計に年間簿外債務回転率が加重されたものとなってしまうはずである。