

第28回経済レポート 疑惑の特別目的会社 (SPC) (転載・複写禁止)

目次

1. ベル24の買収	P 1
2. 特別目的会社	P 7
3. 連結除外	P 10
4. 連結調整勘定と無形固定資産	P 12
5. 連結財務諸表と個別財務諸表	P 14
6. 疑惑の構図	P 20
7. 監査法人	P 22

本稿閲覧に際しての特段の注意

本稿は私的な閉鎖型経済研究会である月島経済レポート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。本稿は月島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。本稿の購読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。本事例は、公表資料と公表財務諸表による財務分析研究事例として取り上げたものです。

1. ベル24の買収

ベルシステム24（ベル24）という会社がある。テレマーケティングの優良会社で、本年（2005年）1月までは東証一部上場会社であった。テレマーケティングとはわかりにくいかもしれないが、要するにコールセンターの代行業のようなことをしている。いろんな会社が顧客との問い合わせ窓口として電話による案内を行なっているが、顧客からの注文の受付や苦情の対応の受付を専属化し大規模な電話対等窓口としたものをコールセンターという。このようなコールセンターに電話すると対応の女性が出てくるが（実に不思議なことであるが必ず女性である。電話口でもめると男性が出てくる。）、実はこの対応の女性はその会社の従業員ではないことが多い。多くの会社がコールセンター業務を外注業者に委託しているからである。そしてそのコールセンター業務の委託を受ける外注業者の最大規模のものがベル24である。

コールセンター業務は電話対応だけに意味があるのではなく、電話対応に基づく顧客情報

の集積と分析にこそ大きな意味がある。電話対応の内容はデータベース化されその結果に基づいてマーケティングデータが作成される。顧客の注文データによる売れ筋情報とか、苦情に基づく経営改善情報はこのようにして作成されている。このようなコールセンター業務に基づくマーケティング業務そのものをテレマーケティングという。

昨年（2004年）の8月に日興コーディアル・グループの孫会社である資本金2千2百万円のNPIホールディングという会社が、このベル24を総額2,400億円で買収し、さらに本年（2005年）1月にベル24を株式交換の手法により非上場化したといえば驚くであろうか？ NPIホールディングは日興プリンシパル・インベストメンツの100%子会社であり、さらに日興プリンシパル・インベストメンツは日興コーディアル・グループの100%子会社である。日興プリンシパル・インベストメンツ株式会社は、“上場企業・未公開企業や証券化関連商品等を対象とした中長期的な投資事業”を行なう会社で、この会社の資本金は25億円である。

2,400億円の買収といえ半端ではない。本年3月にライブドアがニッポン放送の株式35%を取得し敵対的買収として社会的な大問題となったが、この買収騒動は結局フジテレビからライブドアに1,400億円の金が流れて決着している。また現在楽天がTBSの株式の20%弱を取得し敵対的買収として再び世情を騒がしているが、楽天が買ったTBSの株は現在の株価2,750円で計算すると約1,000億円である。NPIホールディングによるベル24の買収は2005年の日本社会を大騒ぎさせたこの2つの大型買収と比較して、その規模においてまたその意外性において勝ることはあっても劣ることはないのであるが、ベル24の買収は昨2004年にはほとんどマスコミに騒がれていない。NPIホールディングはこれだけの大規模・複雑な買収をおよそ半年の時間をかけて巧妙かつこっそりとやったのである。

NPIホールディング（NPIH）によるベル24の買収・非上場化は2004年7月から2005年1月にかけて次の7段階で行われた。極めて複雑であるので以下に7段階の取引の概要を説明し取引の図解と資本推移表で補足する。

第1段階（2004年7月）ソフトバンクとの提携とNPIHへの第三者割当増資（A）

2004年7月20日、ベル24の取締役会決議により以下のことが突然決定された。

- (1) ソフトバンクとの包括提携
- (2) NPIHへの第三者割当増資
 - 割当株式数5,200,000株
 - 割当単価@20,050円
 - 増資総額1,042億6千万円

—増資期日 8月5日

—割当単価は7月16日終値21,780円の7.94%ディスカウント

(3) **BB コール社の買収**

—買収総額は第三者割当増資額1,042億6千万円から発行費用を控除した1,038億1千万円とする

—BB コール社はソフトバンクグループのソフトバンク BBの100%子会社

第2段階 (2004年8月) CSKの株式譲渡 (B)

CSKは上記の第三者割当に強く反発し、第三者割当発行差止の仮処分を東京地方裁判所に訴え高裁まで争うが、結局訴えは棄却される。この結果第三者割当は確定し、これに伴いCSKはその持株1,919,000株のうち1,580,000株をNPIHに譲渡する。譲渡対価は1株27,000円であり、総額426億6千万円となる。CSKはベル24の39.1%の筆頭株主であったが、譲渡後は6.9%の少数株主に転落した。

第3段階 (2004年8月末) BB コールの買収

8月末にベル24は予定通りBB コール社の買収を行なう。買収の詳細は不明であるが、業務提携の計画書によれば次のようなものである。

—ベル24はソフトバンク BBよりBB コール社の株式全額を500億円で取得する

—ベル24は子会社となったBB コールに592億円を貸付ける

—BB コールの借入188億円はベル24が継続する

第4段階 (2004年9月—10月) ベル24株式の買増 (C)

その後9月から10月にかけてNPIHはベル24株式を464,000株買い増している。買い増しは市場で行なわれたのか、あるいは直取引であったのか不明。買い増し単価も不明。

第5段階 (2004年9月—10月) ストック・オプション権利行使 (D)

同じく9月から10月にかけて役員等に対するストック・オプションが行使され83,000株の新株が発行されている。なお、行使直前の8月31日の取締役会で会社の取締役等に対する69,950株のストック・オプションの割当が払込金額未定のまま、急遽決定されている。

第6段階 (2004年10月) ベル24のTOB (E)

10月27日、NPIHはベル24の少数株主に対して株式の公開買い付け (TOB) を行なう。買付価格は1株28,000円、買付株式数は2,633,027株であり、買取総

額は738億円であった。

第7段階（2005年1月）株式交換と上場廃止（F）

2005年1月25日、ベル24はNPIHを完全親会社とする株式交換を行なう。この段階で残っていた少数株主に対して、その所有するベル24株式1株につき28,000円を現金交付することにより総数株を全株NPIH社のものとする。残存株式総数304,673株、金銭交付総額85億円となる。この結果ベル24は上場廃止となり、今後有価証券報告書は提出されない。

参考

BB コール

- 1 ソフトバンク BB の100%子会社
- 2 社長は宮川潤一
- 3 資本金51億円
- 4 発行済株式総数200,000株
- 5 推定売上高400億円
- 6 推定経常利益100億円、純利益50億円

NPIH

- 1 資本金22百万円
- 2 株主資本23,254百万円
- 3 総資産201,528百万円

驚嘆すべき大規模・大胆かつ巧妙な買収であり一流のプロの仕事である。上記7段階の資本取引の結果、ベル24はNPIHの完全子会社となり非上場会社となるのであるが、この間の各プロセスごとの資本と株主の移動を一覧にすると次のようになる。上記の見出しの後のABCの参照と資本移動表枠内の参照は対応している。7段階の取引を資本移動と参照しながら分析すると少しは理解がしやすい。

(株数)

株主	増資前	A 増資	B 譲渡
NPIH	0	5,200,000	1,580,000
CSK	1,919,000	0	-1,580,000
少数株主	2,979,700	0	0

合計	4,898,700	5,200,000	0
----	-----------	-----------	---

株価(円) 20,050 27,000

(株数)

(株数)

8月末	C買増	Dオプション	TOB前
6,780,000	464,000	0	7,244,000
339,000	-339,000	0	0
2,979,700	-125,000	83,000	2,937,700
10,098,700	0	83,000	10,181,700

(推定) (推定)

25,000 20,000

(株数)

(株数)

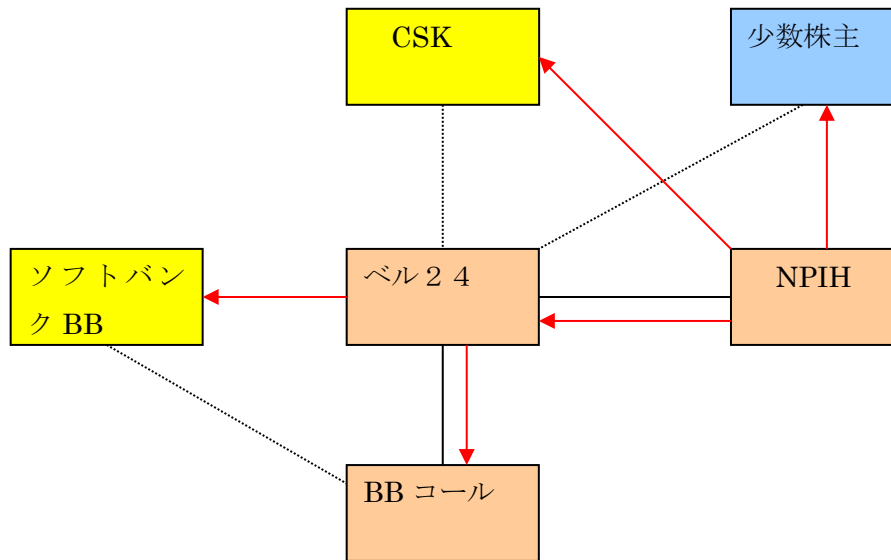
E-TOB	TOB後	F株式交換	完全子会社
2,633,027	9,877,027	304,673	10,181,700
0	0	0	0
-2,633,027	304,673	-304,673	0
0	10,181,700	0	10,181,700

28,000

28,000

複雑な取引を図解したものが次のフロー図である。図では資本関係は黒線で、資金フローは赤線で表示してある。また、図の下に7段階の取引の結果移動した資金を取引主体ごとにまとめた。この図と資金移動をあわせれば、さらにベル24の買収の理解が進む。

資金フロー



資金フロー赤

- (1) ベル24からソフトバンク BB への資金
BB コール株式取得代金500億円、貸付継続188億円
- (2) ベル24からBBコール
貸付592億円
- (3) NPIHからベル24
第三者割当増資資金1,043億円
- (4) NPIHからCSK
株式譲渡代金427億円
- (5) NPIHから少数株主
追加取得116億円、TOB738億円、株式交換85億円

2. 特定目的会社 (SPC)

前項で示したNPIHによるベル24の買収総額は、ベル24の第三者割当増資金額1,043億円、CSKへの譲渡代金427億円、少数株主への譲渡代金合計939億円、**計2,409億円**である。一体日興コーディアル・グループは、なぜ2千4百億円もの巨額の金を投入してベル24などという事業会社を買収し、さらにその会社を上場廃止にしなければならないのか？しかも日興コーディアル・グループはこの巨大買収を資本金2千2百万円の従業員のいないペーパー・カンパニーにやらせている。証券会社がそんなことをしても

良いのか？

もとより証券会社は株式売買の仲介及び引き受けを業とする金融会社ではないのか？それが自ら2千4百億円もの巨費を投じて事業会社を100%子会社にしてどうするのか？しかも、その会社を上場廃止にするなど、もってのほかではないか？証券界社の社会的使命を自ら放棄しているようなものではないか？日興コーディアル・グループは一体ベル24をどうしようというのか？事業会社の株を100%も持ってしまえば経営責任が生じるのであるが、それでもあなたたちはベル24の買収が投資であると言うか？それでは日興コーディアル・グループはこの2千4百億円もの投資をどう回収するつもりなのか？

2千4百億円の金は現金で出て行ったのであり、これを数年内に回収するというなら、投資利回りを確保するためには2千4百億円に相応の利益を加算した金額の現金を回収しなければならない。これだけの資金を回収するためには、一旦非上場化したベル24を再上場して、資本市場での募集・売出しをする以外に方法はないが、上場の際の募集・売出し株数は規則で上限が定められているのであり、発行済株数のおおむね2割が限界である。再上場で2千4百億円もの資金を回収するためには、従って、時価総額1兆円の再上場を行なう必要があることになるが、こんなことができるかと本気で考えているのか？

先ほど来、NPIHは日興プリンシパル・インベストメンツの100%子会社であると紹介してきた。ベル24社によるプレス・リリースではこのような発表になっているからであるが、一方の当事者である日興コーディアル・グループ側のプレス・リリースでは表現が違う。日興プリンシパル・インベストメンツ社の2004年7月20日付の発表では、NPIHを“日興プリンシパル・インベストメンツの100%出資特別目的会社”として紹介しているのである。100%子会社と100%出資特別目的会社ではその意味合いは全く違う。

特別目的会社は一般にはSPCの略称で親しまれている。SPCとは Special Purpose Companyの略で、呼んで字のごとく特別な目的のために設立された会社のことを言う。ここで特別目的会社の特別の目的とは、原所有者から資産の譲受を受け株式や債券を発行することであり、一般にはSPCは不動産の流動化のために利用されることが多い。日本では1990年のバブル経済の崩壊を受けた不動産価格の長期低落を受けて資産の流動化のニーズが高まり、1998年9月に「特別目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(SPC法)が制定されている。SPCの設立は日本国内だけではなく、ケイマン諸島や英領バミューダなどの海外のタックスヘイブンも利用されている。

SPCはその本来の目的のとおり利用されればまことに便利かつ有効なツールとなる。日本では1985年から1989年にかけてのバブル経済時代に、利回り採算を無視した不動

産価格が形成された。その後1990年から2003年にかけての“日本経済の失われた10年”の期間において、このバブル期に取得された不動産の流動化が景気の回復に向けての国家的課題となった。バブル期には利回り採算からすれば1億円にしかない不動産が10億円といった投機価格で取引されたのであり、その投機価格に対して銀行も喜んで金を貸した。さて、バブルが1990年に崩壊した。10億円という投機価格で取引された不動産は誰も買い手のないまま不良資産となってしまったのである。そしてその不動産の取得者に金を貸した銀行の貸付金も不良債権となった。債務者は金を返せないどころか金利も払えない。不動産を転売しようにも買い手がない。まことに不動産市場は停滞し、土地本位制経済であった当時の日本経済そのものが逼塞することになった。これが日本経済を1990年から2003年に襲ったバブルの崩壊現象である。

この不良資産が適正な価格で転売され、経済の中で循環していかないことには本来の景気回復にはつながらない。景気が低迷している状況の中で滞留している不動産の転売を促進し流動化を達成することはたやすいことではない。なぜなら、市況が低迷しているといっても不動産取引は高額取引であり、不況下では資金循環が悪くなっているため高額資金が集まらないのである。しかしバブル期に利回り採算を超えて取引されその後滞留している不動産といえども、値段が下がり利回り採算に乗るのであれば必ず買い手は出てくるのであり、問題はその買い手と売り手の資金需給をマッチングさせる仕組みということになる。そこで値下がりして利回り採算を回復した不動産に投資したいという小口の投資家の資金を集め、この資金で滞留不動産を買い取れば問題の解決になるのではないかというのが“特別目的会社による特定資産の流動化”である。

今バブル期に建設された100億円のビルが10億円にまで値下がりして、賃貸により年間7千万円の家賃が確保されているとしよう。バブル期の100億円では利回りは0.7%にしかならなかったが、現在は7%の利回りとなっている。さて7%の不動産利回りであれば投資したいという人はたくさんいるのであるが、かといって不況期に10億の金を一度に出せる人はそうそういるものではない。そこで、この7%の不動産に投資したい人を100人から一人1千万円の投資を募れば10億円の資金が集まるのであるから、このような小口の不動産投資資金の集積によりバブルの滞留不動産は転売できるという理屈になる。これが小口資金の集積による不動産の流動化の基本的なアイデアである。

しかしこのように一つの不動産を100口に分割し手しまうと、不動産取引登記が複雑で手間がかかり、また登記にかかる登記税や不動産取引税が無駄にかかってしまう。何よりもこの不動産の区分所有権を取得した人が、その区分所有権を転売しようにも、一体としてあればこそ価値のあるビルの100分の1の区分所有権などそうそう買い手のあるものではない。そこでこのビルを所有するだけの株式会社を設立し、このビルの不動産に関す

る全ての権利義務をビル所有単一目的株式会社に転化し、不動産の区分所有権の代わりにビル所有単一目的株式会社の株式を転売すれば、先の登記や不動産取引税及び転売にかかわる全ての問題が合理的に解決できる。もとより小規模流通になじまない不動産を、不動産所有単一目的株式会社化することにより、不動産を証券化しさらに流動化することが出来るのである。この単一不動産所有目的株式会社のことを特定目的会社（SPC）という。

単一不動産所有目的株式会社貸借対照表（1）

資産計	百万円	負債資本	百万円
不動産	1000	資本金	1,000

上記が標準的な特定目的会社の貸借対照表である。上記の（1）の事例では10億円の不動産をもつ特定目的会社に一口1千万円で1000口の出資を集めることにより特定目的会社が出来上がる。投資家は一口1千万円の出資に対して、この不動産からの収益を配当として受け取ると共に将来の不動産の値上がり益を享受することが出来るが、当該不動産がさらに値下がりすればその損失を出資の範囲で負担しなければならない。

単一不動産所有目的株式会社貸借対照表（2）

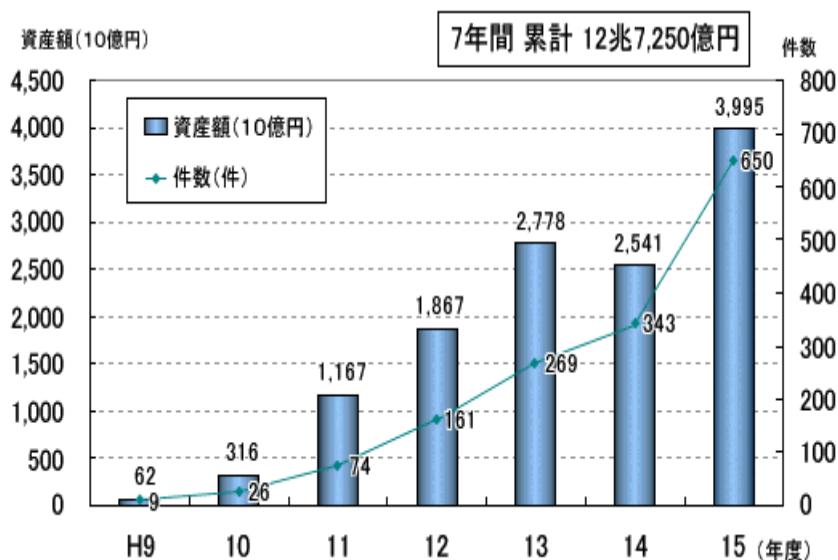
資産計	百万円	負債資本	百万円
不動産	1,000	借入金	1,000
現金	10	資本金	10
資産計	1,010	負債資本計	1,010

特定目的会社は不動産を有しているため、この不動産を担保として借入を行いその分資本金を少なくすることも出来る。上記の（2）の事例では不動産担保で10億円の借入を行っているため資本金は1千万円となっている。投資家としてはこのことにより出資金額を極小化することが出来るのであるが、その分だけ借入利息の支払が増えるため不動産収益に基づく配当額は小さくなる。また、小額の出資で高額の不動産を所有することになるので不動産価格の変動によるリスクは大きくなる。このように投資目的資産そのものを担保として借入を行なうことにより、投資金額が投資元本より格段に大きくなることをレバレッジ効果という。レバレッジとは槌子のことであり、この事例の場合は投資元本1千万円が借入という槌子により元本の100倍の10億円にまで拡大している。この設例の場合は資本金を株式会社の最低資本金である1千万円としたが、ケイマン諸島や英領バミュー

ーダなどのタックスヘイブンであれば、日本の最低資本金の規制を受けないので、いくらでも資本金を小さくすることができる。

特定目的会社を使った不動産の流動化スキームではここであげた標準的なスキームを基本として、社債や劣後債、あるいは匿名組合や中間法人を組み合わせたものなど様々な複雑なスキームが考案されている。ここ数年来証券市場に上場されて人気を博している不動産投資信託も、基本的には特定目的会社による不動産の流動化スキームの一種である。不動産投資信託はREIT（リート）という略称で親しまれているが、これは Real Estate Investment Trust の略である。REITには会社型と契約型の2種類があり、会社型というのは特定目的会社を使ったスキームである。これに対して契約型とは、信託銀行の信託勘定を利用したスキームであるが、これは特定目的会社の株式の代わりに信託銀行の信託受益権を売買するだけのことで、受益の構造は特定目的会社方式と変わらない。

不動産証券化の実績の推移



上記は国土交通省の発表による不動産証券化の実態調査の結果である。SPC法の制定が1998年であるから平成10年になるが、それ以降不動産の証券化は加速度的に増加し、平

成15年度までの7年間に行なわれた不動産の証券化は12兆年を超える。不動産の証券化はすでに日本の不動産市場において主要なビジネスとして定着しており、その市場規模は年間4千億円になろうとしている。SPCはバブル経済の崩壊以降事業会社に滞留した大量の不良資産の流動化に歴史的貢献をしたのである。

3. 連結除外

バブル経済の崩壊後において不動産の証券化が景気回復のための国家的課題であったこと、そしてその不動産の証券化において特定目的会社（SPC）が極めて有効なツールとして利用されてきたことがわかった。しかし、そのことと日興コーディアル・グループによるベル24の買収と一体何の関係があるというのか？日興コーディアル・グループの子会社である日興プリンシパル・インベストメンツは2千4百億円の巨費をかけてベル24の株式の100%を取得したが、この取得をNPIHという特定目的会社を使って行なっている。取引の対象となるベル24株式はもともと東京証券取引所第一部市場の上場株式だったのであり、極めて流動性の高い株式だったのである。この即時換金可能な株式を、本来資産の流動化を図る目的のために開発された特定目的会社（SPC）を使ってなぜ取得しなければならないのか？しかも、ベル24はNPIHにより完全子会社となって上場廃止となった。特定目的会社による資産の流動化どころか、この人たちは特定目的会社を使って極めて流動性の高い資産をわざと非流動化してくれたのである。

日興プリンシパル・インベストメンツ社が“上場企業・未公開企業や証券化関連商品等を対象とした中長期的な投資事業”を行なう会社“であることは既に述べた。この会社は本年（2005年）4月に東証一部上場の千趣会の株式の7.14%を取得して筆頭株主になっている。当時の千趣会の株価が1千円弱で、取得株数は3,400,000株であるから取得金額は約30億円と推定される。また最近では11月10日にこの会社は西武グループのコクドと西武鉄道の株式を、それぞれ443億円と27億円分引き受けることを発表している。まことに積極的な投資を行なっているのであるが、当然のことながらこれらの投資は日興プリンシパル・インベストメンツ自体により行なわれるのであり、SPCが使われるわけではない。投資家会社が自分の会社で投資をするのは当たり前のことである。この投資会社がなぜベル24についてだけは、わざと制度の目的の全く逆のSPCを使った買収を行なわなければならないのか？

SPCの本来の目的は小口投資の集積による資産の流動化を行なうことにあるのであるが。SPCには実はもう一つ隠されたうまみがある。SPCは現行連結決算上連結の対象外に出来る可能性があるのである。ベル24はNPIHにより完全子会社となったのであり、NIPHは日興プリンシパル・インベストメンツの100%子会社である。そして日興プリンシパル・イ

ンベストメンツは日興コーディアル・グループの100%子会社なのであるから、ベル24はNPIHにより連結され、その連結されたNPIHは日興プリンシパル・インベストメンツによりさらに連結され、そしてその連結された日興プリンシパル・インベストメンツがさらに日興コーディアル・グループに連結されるというのが連結決算の原則である。しかし、ここでNIPHがSPCである場合には連結の除外となり、NIPHとベル24は日興コーディアル・グループの連結決算上第三者の会社として扱われ、連結から外れる可能性があるのである。

現行連結財務諸表原則は連結する子会社の範囲の決定については実質支配基準をとっているが、他の会社の議決権の所有割合が50%超であれば実質支配の有無にかかわらず無条件に連結対象とされる。ただし、この連結の原則については特例規定があり、特定目的会社（SPC）については一定の要件を満たしている場合には連結財務諸表原則上子会社として扱わず、連結対象外とすることが認められているのである。財務諸表等規則第8条第7項である。

ここでSPCが連結対象外となるための要件とは次の3点である。

- ・ 特別目的会社に対して、適正な価格により資産が譲渡されていること
- ・ 特別目的会社が、譲り受けた資産から生ずる収益を当該特別目的会社が発行する証券の所有者に享受させることを目的として設立されており、当該特別目的会社の事業がその目的に従って適切に遂行されていること
- ・ 事業内容の変更が制限されていること

もとより財務諸表等規則第8条第7項は連結原則の特例規定なのであるから、その適用に当っては厳格に解釈すべきことは言うまでもない。本来不動産の流動化を促進する目的で設立されたSPCが会計上連結されてしまうのでは、折角ビジネス上は流動化をしても会計上は不動産の流動化が出来なくなってしまう。そこで、本来の不動産の流動化を目的として設立され一定の要件を満たしたものは連結除外とすることにより、不動産の流動化という目的を会計上も達成しようという趣旨で設けられたのがこの特例規定である。従ってベル24のような不動産の流動化とは何の関係もない上場株式の買収事例にこの規定が適用されると考えること自体が普通ではない。

そうは言っても特例規定がある以上はその規定が不動産の流動化以外の事例にも適用されると考える人がいるかもしれないが、少なくともベル24の事例はこの特例条件には該当していないと思うのであるがどうであろう。さらに、仮に日興コーディアル・グループがこの特例規定を利用して、ベル24の買収に含まれる損失を連結除外により隠そうとしたとするのであれば、それは完全な粉飾決算ということになるのであるが、どうであろうか。

4. 連結調整勘定と無形固定資産

言うまでもなくベル24買収のために使われた2千4百億円とは巨額であるが、結局日興コーディアル・グループはこれだけの金を使って何を買ったというのか？ベル24の最後の決算である平成16年5月期の連結純資産額は431億円である。平成16年5月決算の後、最後の四半期開示がなされる8月末までの3ヶ月の間にベル24の純資産に影響する取引としては、NIPHへの1,042億円の第三者割当増資とBBコールの500億円での買収が行なわれた。そこで平成16年8月末のベル24の最後の四半期開示による連結貸借対照表を見てみると次のようなものとなっている。

ベル24連結

(十億円)

資産	2005/5/31	2005/8/31	負債資本	2005/5/31	2005/8/31
現金預金	19	27	未払費用	5	5
売掛金	10	10	その他流動負債	4	3
有価証券	4	6	流動負債計	9	8
その他流動資産	3	2	退職引当金	2	2
流動資産計	36	45	固定負債計	2	2
有形固定資産	3	39	負債合計	11	10
無形固定資産	1	53	資本金	10	62
投資有価証券	10	10	資本剰余金	12	64
敷金保証金	3	3	利益剰余金	23	22
その他固定資産	1	7	自己株式	-2	-2
固定資産計	18	112	資本合計	43	147
資産合計	54	157	負債資本合計	54	157

ベル24の連結貸借対照表の5月末と8月末を比較してみると、資本金と資本剰余金が合計1千4十億円増加していることがわかる。NIPHに対する第三者割当増資があったからである。資産サイドでは有形固定資産が36十億円、無形固定資産が53十億円増えている。BBコールの買収の影響であろう。さて我々はベル24によるBBコールの買収金額が5百億円であることを知っている。すなわち、BBコールを5百億円で買収したが、その5百億円の実態は無形固定資産の塊だったということになる。

日興コーディアル・グループはNIPHを使って、ベル24を総額2,409億円で買収した。ベル24の純資産は買収直前で1,470億円しかない。しかもベル24の純資産にはベル24が買収したBBコールより生じた500億円の無形固定資産が含まれている。すなわち、NIPHが2,409億円の金を投じて得たものは970億円の実物資産と500億円の

無形固定資産並びに残額としての939億円の買収差額（営業権）ということになる。

内容	勘定科目	億円
ベル24の純資産	実物資産	970
BBコール買収分	無形固定資産	500
買収差額	営業権	939
NPIH取得価額	買収総額	2,409

ベル24はNIPHの完全子会社となっているのであるから、本来であれば平成17年3月決算期以降ベル24の決算はNIPH及び日興プリンシパル・インベストメンツを通じて日興コーディアル・グループの連結決算に反映されなければならない。連結されれば無形固定資産の500億円はそのままの形で、また買収差額の営業権939億円は連結調整勘定として日興コーディアル・グループの平成17年3月期以降の連結財務諸表に計上されることになる。

日興コーディアル・グループが2,409億円もの巨費を払ってベル24を買収するのは勝手であるが、その結果として日興コーディアル・グループに生じた500億円の無形固定資産と939億円もの連結調整勘定の償却は今後どうするつもりなのであるだろうか？500億円の無形固定資産とはBBコールの業態から考えてBBコールの自社利用ソフトではないか？現行会計原則上自社利用ソフトの償却は原則として5年である。連結調整勘定については現行連結会計原則上20年内の均等償却が認められているが、一般的には連結調整勘定もまた5年で償却される。仮に日興コーディアル・グループが適正な会計方針を採用するとすれば、無形固定資産も連結調整勘定も共に5年間で償却がなされるのであるから、その年間負担額は288億円にも上る。この金額は日興コーディアル・グループの平成17年3月期の当期純利益の6割を越える金額になる。このことを日興コーディアル・グループの経営者は当然に知っているはずである。

既にこのことを想定していたのかどうかはわからないが、日興コーディアル・グループの連結調整勘定の償却年数は20年ときわめて長い。限りなく甘い会計方針であるが、それでも年間償却額は147億円となる。経済原理と常識を無視したベル24の高額買収は、今後の日興コーディアル・グループの収益力を大きく阻害する。無形固定資産も連結調整勘定もその実態は会計上の擬似資産であり、第三者に転売可能な実物資産ではない。これらの擬似資産の償却期間は、従って、短ければ短いほど望ましいが、短い償却期間は収益を圧迫する。かといって未償却の無形固定資産や連結調整勘定が多額に資産計上されていれば当然にその会社の財務体質は低く評価される。日興コーディアル・グループはNPIHが

特別目的会社であることを利用してNPIHとベル24の連結外しを行い、500億円の無形固定資産と939億円の連結調整勘定を隠したいという十分な動機がある。

5. 連結財務諸表と個別財務諸表

以下に日興コーディアル・グループの平成17年3月期の連結財務諸表を要約して示す。

連結貸借対照表 (十億円)

	16年3月 期	17年3月 期	増減
流動資産			
現金預金	473	707	234
預託金	169	180	11
トレーディング商品	2,515	2,687	172
約定見返勘定	75	0	-75
有価証券	132	3	-129
営業有価証券	97	198	101
信用取引貸付金	139	110	-29
信用取引借証券担保金	18	27	9
借入有価証券担保金	1,801	1,857	56
現先取引貸付金	124	201	77
短期貸付金	5	147	142
繰延税金資産	19	21	2
その他流動資産	105	115	10
流動資産計	5,672	6,253	581
固定資産			
有形固定資産	65	63	-2
無形固定資産	31	30	-1
投資有価証券	133	160	27
長期貸付金	35	38	3
繰延税金資産	54	39	-15
その他固定資産	41	25	-16
固定資産計	359	355	-4
資産計	6,032	6,608	576

(十億円)

	16年3月 期	17年3月 期	増減
流動負債			
トレーディング商品	1,522	1,721	199
約定見返勘定	0	26	26
信用取引借入金	14	15	1
信用取引貸受入金	27	38	11
有価証券貸借取引受入金	805	342	-463
現先取引借入金	954	1,220	266
預り金	140	175	35
受入保証金	48	29	-19
短期借入金	925	1,198	273
コマーシャル・ペーパー	176	175	-1
一年内償還社債	135	42	-93
その他流動負債	97	91	-6
流動負債計	4,843	5,072	229
固定負債			
社債	197	334	137
長期借入金	188	336	148
その他固定負債	33	36	3
固定負債計	418	706	288
証券取引責任準備金	1	1	0
少数株主持分	86	84	-2
資本			
資本金	233	233	0
資本剰余金	176	176	0
利益剰余金	325	330	5
有価証券評価差額	22	19	-3
為替換算調整勘定	1	3	2
自己株式	-74	-15	59
資本合計	683	746	63
負債資本合計	6,032	6,608	576

連結損益計算書

(十億円)

	16年3月 期	17年3月 期
営業収益		
受入手数料		
委託手数料	72	62
引受手数料	36	37
募集手数料	33	34
その他	88	95
小計	229	228
トレーディング損益	66	50
営業投資有価証券売買損益	-1	24
金融収益	46	41
営業収益	340	343
金融費用	-33	-30
純営業収益	307	313
販売費一般管理費		
取引関係費	-37	-44
人件費	-123	-120
不動産関係費	-26	-23
事務費	-16	-20
減価償却費	-13	-13
租税公課	-2	-4
その他	-15	-19
小計	-232	-243
営業利益	75	70
営業外収益	4	8
営業外費用	-3	-1
経常利益	76	77
特別利益	10	15
特別損失	-7	-7
税金等調整前当期純利益	79	85
法人税住民税事業税	-7	-20
法人税等調整額	-25	-13
少数株主利益	-8	-5
当期純利益	39	47

連結キャッシュフロー計算書

(十億円)

	16年3月 期	17年3月 期
<u>営業活動によるキャッシュフロー</u>		
税金等調整前当期純利益	79	85
減価償却費	13	13
退職給付引当金の増減	-26	1
役印退職慰労金	3	0
営業貸付金の減少	13	109
営業貸付金の増加	-17	-254
立替金及び預り金の増減	25	48
トレーディング商品の増減	167	128
有価証券の増減	-29	131
営業投資有価証券の増減	0	-98
信用取引資産・負債の増減	-75	27
有価証券担保貸付・借入金の増減	154	-328
受入保証金の増減	24	2
その他の預金等の増減	-71	-42
その他	7	-48
合計	267	-226
<u>投資活動によるキャッシュフロー</u>		
投資有価証券の取得による支出	-10	-22
投資有価証券の売却による収入	34	30
その他	-15	-20
合計	9	-12
<u>財務活動によるキャッシュフロー</u>		
短期借入金の増減	-90	372
長期借入金の借入	73	188
長期借入金の返済	-32	-127
社債の発行	106	185
社債の償還	-55	-140
転換社債の取得	-73	0
自己株式の取得	0	-18

自己株式の処分	0	54
その他	-10	-19
合計	-81	495
換算差額	-1	2
現金及び現金同等物の増加額	194	258
現金及び現金同等物の期首残高	279	473
連結除外	0	-24
現金及び現金同等物の期末残高	473	707

NPIHとベル24が連結されていれば当然に出てくるべき無形固定資産の増加500億円は平成17年3月期の連結貸借対照表には計上されていない。計上されるべき連結調整勘定939億円については、その跡形もない。日興コーディアル・グループの平成17年3月期の有価証券報告書における連結の範囲に関する注記によれば、平成17年3月期の連結子会社は35社であり、この年度には1社の新規連結子会社と4社の新規連結除外子会社が開示されている。そして、これらのどこにもNPIHとベル24の名前はない。日興コーディアル・グループはNPIHとベル24の連結外しを行なった。日興コーディアル・グループの会計監査人たる中央青山監査法人もこの連結外しを適正として認めている。この人たちはやってはいけないことをやっている。

平成17年3月期の連結キャッシュフロー計算書を見ると、平成17年3月期における財務活動による資金調達495十億円と巨額である。しかもこの資金調達のうち372十億円は短期借入金で調達されていることに注意しなければならない。そこでこの金が何に使われたかと連結貸借対照表を見てみると、平成16年3月期と17年3月期の主要な資産の増加項目として、トレーディング商品の増加172十億円、営業有価証券の増加101十億円、そして短期貸付金の増加142十億円があげられ、この3項目で全ての資金調達額を使いきっていることがわかる。

もともとこの会社の短期借入金は多い。連結貸借対照表の負債を見てみると、短期借入金の平成17年3月末残高は1,198十億円に上る。これ以外にも現先による短期借入金1,220十億円あるのであるから、短期借入金だけで2,418十億円になる。平成17年3月期は負債項目で借入金と名のつくものはすべて増加している。現先借入金、短期借入金、社債、長期借入金と軒並み借入を増やした結果が495十億円の財務活動による資金調達となっているのである。

会社は平成17年3月期に5千億円近く借入を増やして、トレーディング商品を1千7百億円増やし、営業有価証券に1千億円を投資し、短期貸付を1千4百億円行った。しかも

5千億円近い借入の増加の圧倒的多数は短期借入金なのである。会社は狂ったように金を集めている。この会社はリスクを覚悟でトレーディングに打って出て、営業有価証券や短期貸付による投資も思い切り行なっている。短期借入金とは読んで字のごとく1年以内に返済期日の到来する借入金である。この会社の資金繰りは相当苦しいのである。

日興コーディアル・グループが平成17年3月期に行った1千4百億円の短期貸付金が、何のため誰に渡ったのかがまことに気になる。連結貸借対照表では勘定明細が開示されないの、連結対象会社以外に1千4百億円の短期での貸付が行われたということ以外のこととはわからない。しかし、連結財務諸表の附属資料として開示されている日興コーディアル・グループの個別財務諸表では勘定明細が開示されるため、ある程度貸付の明細を追いかけることが出来る。以下に日興コーディアル・グループの個別財務諸表による平成16年3月末と平成17年3月末の主要増減資産負債の残高推移を示す。

(十億円)

科目	H17年3月	H17年3月	増減
現金預金	116	299	183
有価証券	130	0	-130
関係会社短期貸付金	148	366	218
関係会社株式	574	603	29
社債	-182	-295	-113
長期借入金	-99	-257	-158
自己株式	74	14	-60

日興コーディアル・グループ単独では平成17年3月期に社債と長期借入で約2千7百億円の資金を調達し、そのほとんどが関係会社に短期で貸し付けられたことがわかる。個別財務諸表の勘定明細によると、平成17年3月末の日興コーディアル・グループの短期貸付金366十億円はその全額が日興コーディアル・トレジャリーズに対するものである。日興コーディアル・トレジャリーズはグループ会社の資金管理会社であり、日興コーディアル・グループの100%子会社である。さて、我々は既に第4項におけるベル24の買収案件の分析により、日興コーディアル・グループが平成17年3月期に貸し付けた218十億円の行き場所を知っている。ベル24の買収資金が2千4百億円だったのである。すなわち、ベル24の買収資金2千4百億円は日興コーディアル・グループにより資金が調達され、その資金は一旦日興コーディアル・トレジャリーズを迂回して日興プリンシパル・インベストメンツにまわり、さらにNPIHに貸し付けられ、それがベル24の買収に使われたのである。

6. 疑惑の構図

平成17年3月末の日興コーディアル・グループの短期貸付金3千7百億円のうち2千4百億円の行方がわかった。ベル24である。それでは残りの1千2百億円はどこに行ったのか？時期は1年さかのぼるが、平成16年3月末の日興コーディアル証券の個別財務諸表が有価証券報告書により開示されている。平成16年3月末の日興コーディアル証券の個別財務諸表によると、営業会社である日興コーディアル証券の借入金は全て第三者の金融機関からのものであり関係会社からの借入金は一切ない。すなわち残りの1千2百億円は少なくとも営業会社たる日興コーディアル証券には行っていないのである。既にベル24の2千4百億円の買収額のうち1千4百億円が実物資産の裏づけのない無形固定資産と連結調整勘定であることを論証した。残りの1千2百億円もまた日興コーディアル証券の証券業務に使用されたのではないということになると、これまた不良資産化しているのではないかと疑わざるを得ない。

NCG	3,660		
NT	3,660		
NPI	2,409	NC 以外関係	1,260
NPIH	2,409		
実物資産	970	非実物資産	1,439
営業有価証券	1,010	短期貸付金	1,420

上記が今まで分析してきた日興コーディアル・グループから出た3,660億円の資金の流れをまとめたものである。日興コーディアル・グループ(NCG)の3,660億円の短期貸付金はその全額が日興トレジャリーズ(NT)に貸し付けられている。日興トレジャリーズはこの金のうち2,409億円を日興プリンシパル・インベストメンツ(NPI)に化し付け、残りの1,260億円は日興コーディアル証券(NC)以外の関係会社に貸し付けた。以上が連結グループ内の取引である。連結取引であるからこれらの貸付金は連結財務諸表上相殺され、短期貸付金としては出てこない。

図の黄色の部分には連結外取引になる。日興プリンシパル・インベストメンツに流れた2,

409億円の金はベル24の買収に使われ、その買収資産は970億円の実物資産と1,439億円の無形固定資産並びに営業権である。これらは連結外の第三者取引ということになっているのであるから連結相殺されることがなく、従って連結財務諸表に出てこないといけない。そこで第5項に示した平成17年3月期と平成16年3月期の比較連結貸借対照表を見てみると、平成17年3月期に営業有価証券が1,010億円と短期貸付金が1,420億円増加していることが分かる。営業有価証券は上記図のベル24の買収による実物資産の増加970億円に近似する。短期貸付金はベル24の買収における非実物資産の増加1,420億円の増加に近似する。

この人たちはNPIHを特別目的会社とし、特別目的会社によりベル24の高額買収を行なうことにより、ベル24の買収に含まれる擬似資産である無形固定資産500億円と連結調整勘定939億円の隠蔽を行なったのではないか。ベル24に含まれる擬似資産の連結隠蔽も悪質であるが、実物資産を営業有価証券970億円として処理したとすれば、これまた悪質極まりない。

評価	株数	億円	単価(円)
取得原価	10,181,700	2,409	23,660
最終時価	10,181,700	2,850	28,000

日興コーディアル・グループの会計方針によれば時価のある有価証券については時価評価が行われることになっている。ベル24株式に時価があるかどうかは微妙であるが、この会社は少なくとも2005年1月までは上場会社であったのであり、その最終時価は株式交換に用いられた1株2万8千円である。さて日興コーディアル・グループは結局ベル24株式10,181,700株を2,409億円で買収したのであるから、一株当たり取得単価は23,660円ということになる。すなわちこの営業有価証券を時価評価してしまうと一株当たり4,340円の評価益が出るのであり、この金額は総額で441億円になる。しかもこの株を所有しているのはNPIHであり、この会社は連結上第三者の会社と扱われるのであるから、日興コーディアル・グループはベル24の株をNPIHから他の関係会社に移すだけで総額441億円の実現利益を偽装することが出来るのである。

日興コーディアル・グループのベル24及びNPIHというSPCを使った連結除外による不良資産隠し及びそれに基づく営業有価証券による利益操作は、それが行なわれているとすれば巧妙悪質この上ない。その操作総額はベル24の買収のために出された2千4百億円に止まらず、これ以外に関係会社に流れた1千2百億円にも疑惑があることは既に指摘した。総額3千6百億円の粉飾決算の疑惑の構造がここにある。

7. 監査法人

既に述べたように、この会社の会計監査人は中央青山監査法人である。カネボウ事件の粉飾決算で存亡の危機に立たされている中央青山監査法人は、本年9月の事件の深刻化以来俄然監査が厳しくなったという。さもある。では、カネボウ以上に大きな日興コーディアル・グループの数千億円の粉飾決算疑惑をどのように処理するつもりか？仮にこの数千億円の粉飾決算疑惑が事実であり、これを日興コーディアル・グループ並びに中央青山監査法人が本稿で指摘したような構造により隠してきたのだとすれば、この事実が明らかになればもはや中央青山監査法人はもたない。

去る10月27日に日興コーディアル・グループは平成17年9月中間期の中間決算短信を発表している。この決算短信を見ても本稿で指摘したSPCを使った粉飾疑惑は晴れることはない。この短信の中で会社の監査体制を説明しているが、この中間期より中央青山監査法人理事長の奥山章雄氏が日興コーディアル・グループの監査チームの責任者となったことが記載されている。平成17年3月期までの責任者は細野康弘公認会計士であった。中央青山監査法人はカネボウ事件による社会的批判を受けて、理事長自ら日興コーディアル・グループの監査の強化に乗り出したつもりなのかもしれないが、この中間決算短信を見る限り問題は何等解消されていない。一般に平成17年3月期の会計監査が終了するのは有価証券報告書の提出が行なわれる6月末である。従って本年7月より奥山理事長は日興コーディアル・グループの監査責任者になったのであろうが、7月下旬にはカネボウ事件で会社の役員が逮捕され9月には中央青山の4人の担当公認会計士が逮捕されている。奥山理事長自身この中間期は、自らがカネボウ事件による検察庁特捜部の家宅捜査を受け、日興コーディアル・グループの監査どころではなかったではないか。

カネボウ事件では赤字のグループ会社の連結外しを行なうことにより総額2千億円の粉飾決算を行なったとされている。連結除外は中央青山の得意技ではないか？少なくとも本稿で指摘したSPCを使った連結除外など、カネボウの連結除外が認められた中央青山の審査体制では通ってしまうのではないか？奥山理事長はカネボウ事件に関して、自らは事実関係を知らなかったこと、また中央青山の審査体制は整備されていたが十分に機能しなかったのは残念であり、従って自分と中央青山に責任はないと理屈にならない言い訳をしている。しかもこの人はこの言い訳を国会でも答弁し、自ら積極的にマスコミにも出てベラベラとしゃべってもいる。

カネボウ事件で中央青山監査法人が起訴されなかったのは、中央青山監査法人が上場企業の2割の会計監査を行なっており、その起訴が社会的混乱を引き起こすという政治的な判断に基づくものであることは、もはや国民的常識であろう。誰も中央青山監査法人が事実

を知らず従って責任がないとは思っていない。奥山理事長はせっかくお目こぼしをいただいたのだから、愚にもつかない言い訳をあちこちでするのではなく、黙って日興コーディアル・グループの決算の訂正を行なうべきなのである。その第一歩は SPC を使った NPIH とベル 2 4 の連結並びに営業有価証券の訂正である。この処理を行うと当然過年度の有価証券報告書について訂正報告書を提出しなければならないが、冷静に考えればこれ以外に中央青山監査法人が助かる方法はないことを知るべきである。

日興コーディアル・グループの SPC を使った連結外しの問題点を論述した。これ以外にも日興コーディアル・グループの決算についてはデリバティブにも疑問がある。以下に日興コーディアル・グループの平成 1 7 年 3 月末のデリバティブの時価情報について開示された有価証券報告書から集計する。

(十億円)

デリバティブ	資産時価	負債時価	評価損益
オプション取引	38	-98	-60
為替予約取引	2	-3	-1
先物・先渡取引	3	-1	2
スワップ取引	31	-32	-1
合計	74	-134	-60

会社はデリバティブで正味 6 百億円の含み損を抱えている。会社はこれらのデリバティブはヘッジ目的であるとしてヘッジ会計を適用し、含み損を損益に計上していない。このようにヘッジ会計を適用し含み損益を取り込まない処理を繰延処理というが、会計上繰延処理が認められるのは、個々のデリバティブとヘッジ対象取引に極めて高いヘッジの有効性が認められる場合に限定される。会社はヘッジとしてオプションを多用しているが、オプションのような投機性の高いデリバティブにヘッジの有効性が認定できるかどうか、極めて疑問である。会社はこのオプションのヘッジの有効性の測定を每期行なう義務があり、監査法人はその有効性を判断する義務がある。日興コーディアル・グループ並びに中央青山監査法人はデリバティブの含み損について苦しい説明を求められるであろう。

SPC、ベル 2 4、NPIH、デリバティブを駆使した数千億円の巨額疑惑は複雑怪奇であり、巧妙な会計理論で慎重に計画されたものである。これだけの巨額疑惑であるため、1 0 0 億円程度の小さな疑惑は全体の疑惑の中では随所に見られ、いちいち追求することも煩雑であるが、上記以外に開示情報から疑問とされる問題点を列挙すると次のとおりである。日興コーディアル・グループはこれらの疑惑について至急弁明せよ。

- (1) 子会社の日興シティグループ・オーバーシーズ・リミテッド社において109億円の税務係争事件を抱えているが、この内容を説明せよ。会社の取締役役に元国在庁の渡辺淑夫氏がいるが、渡辺氏はこの係争事件を起こしたことについて弁明せよ。渡辺氏は国際税務の専門家であると自任しており、その専門知識のゆえに高額報酬をもってこの会社の取締役に迎えられている。
- (2) 英国子会社の年金債務に対して101億円の債務保証を行なっているが、その内容を説明せよ。平成17年3月期になりなぜ突然債務保証が注記されるようになったのか？債務保証を迫られるに至った理由と、それにもかかわらず引当を行っていない理由について、監査法人見解と共に弁明せよ。
- (3) ベル24の買収に際して平成16年9月から10月にかけて役員等に対するストック・オプションが行使され83,000株の新株が発行されている。行使直前の8月31日の取締役会で会社の取締役等に対する69,950株のストック・オプションの割当が払込金額未定のまま、急遽決定されている。仮に権利行使価格が一般的な時価の1割引の1株2万円であったとすると、TOBでの買い取り価格が2万8千円なのであるから、ベル24の役員等は僅か1ヶ月で5億5千万円の利益を得たことになる。これは絵にかいたようなインサイダー取引になるのではないか。弁明せよ。

日興コーディアル・グループによるベル24の買収に興味を持ち分析を開始してから、既に1ヶ月以上をこの分析に費やした。日興コーディアル・グループの巨額の資金移動が不透明で、資金の行方を財務諸表や様々な公表資料から追いかけていくのであるが、資金の動きとベル24の買収並びにその財務諸表上の開示の関連がつかめず、多くの時間を浪費した。この間様々な仮説を立て、その都度経済レポートのドラフトを書き立てては仮説と財務諸表の整合性を確認するという作業を続けてきたが、いずれの仮説も完全な整合性を得ることはなかった。今にしてみれば、全ての鍵はNPHIがSPCであり、従って連結除外されていることにあるのであるが、このことがどうしても分からなかったのである。昨日の夕方たまたま日興コーディアル・グループの関係会社のプレス・リリースを過年度にわたり検索していたら、ベル24の買収を日興プリンシパル・インベストメンツが発表している記事を見つけ、その記事にNPIHがSPCであることが記載されていたのである。この一点により日興コーディアル・グループの決算の疑問が氷解した。

SPCによる連結除外を発見してから夜を徹してこのレポートを書き上げた。SPCによる連結除外はまことに巧妙であり、これが発見することにより財務諸表の謎が解けた喜びは、小躍りするほどであった。既に日付は変わり、夜が明けた。この長い分析を終えることになるが、分析の結論は衝撃的でもある。中央青山監査法人が本レポートの疑惑に十分に答え、適正な決算の指導を行なってくれるよう祈る想いである。

2005年12月12日

注

本稿は私的な閉鎖型経済研究会である月島経済レポート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。本稿は月島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製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。本稿の購読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。本事例は、公表資料と公表財務諸表による財務分析研究事例として取り上げたものです。