



GLAUCUS RESEARCH GROUP グラウカス・リサーチ・グループ

“苦言は薬なり、甘言は病なり” - “Bitter words are medicine. Sweet words are disease”

この調査レポートは弊社の見解のみを示しています。Glaucus Research Group California, LLC の調査に基づく見解は、読み手自身の責任においてご使用ください。本レポートは投資アドバイスではなく、投資アドバイスとして解釈されるべきものではありません。本レポートで言及されている有価証券に関して、読み手は自ら調査とデューデリジェンスを実施した上で投資判断をしてください。弊社は伊藤忠に空売りポジションを保有しており、同社の株価が下落すれば相当の利益が実現する立場にあります。弊社は、投資に関する見解を公表することは上場企業の情報開示強化を促し、日本の証券市場における透明性の向上に寄与する点において公益に資すると考えています。弊社の免責事項全文は本レポートの最後のページに掲載しています。

企業名: 伊藤忠商事株式会社 | 東証: 8001
業態: 総合商社

2016年7月27日、弊社は伊藤忠商事株式会社（東証：8001、以下「伊藤忠」または「同社」）に関する投資意見（「[レポート](#)」）を発表した¹。弊社はレポートの中で、伊藤忠の財務諸表と開示情報の44ページに及ぶ詳細な分析を示し、コーポレートガバナンスや会計方針を巡る複数の問題点を指摘している。同日、伊藤忠が[発表](#)した形式的な1ページの通知はあまりに短く通り一遍のものであり、弊社のレポートが挙げた問題点に対する意味ある対応とはなっていない。

1. 有限責任監査法人トーマツの陰に隠れる

伊藤忠は再三にわたって有限責任監査法人トーマツ（「DTT」）の陰に隠れ、DTT から連結財務諸表は「適正であるとの監査意見を取得」していると[繰り返す](#)ことで投資家を安心させようとしている。しかし著名な監査法人が伊藤忠の財務諸表の適正性を表明していることは、同社が不正会計事件に巻き込まれないことを保証するものではない。

新日本有限責任監査法人は東芝に対して無限定適正意見を表明したが、東芝の不適切会計を見過ごしたことによる重大な義務違反があったとして、日本の規制当局に21億円の[課徴金](#)を課されている。有限責任あずさ監査法人はオリンパスの財務諸表について無限定適正意見を[発行](#)している。米国史上最大級の企業不祥事を引き起こしたエンロンの財務諸表についても、著名な会計士事務所であったアーサー・アンダーセンが無限定適正意見を表明していたことが注目に値する。

さらに、DTT は不適切会計の検知にかけて最高の評判を有しているわけではない。DTT は香港に上場するChina Metal Recycling (HK:773) の[監査人を務めた](#)が、弊社は2013年にこの企業の詐欺行為を[暴いて](#)いる。米国では、DTT は[Longtop Financial](#) や China Media Express² など偽装会計を行った中国企業に対して無限定適正意見を発行したことで、詳細な調査を受けている。

要するに、著名な監査法人による無限定適正意見は不正会計に対する防御手段にはならない。それゆえ弊社は、伊藤忠が独立した調査委員会を指名し、独立法人によって同社財務諸表の完全性、及び弊社の詳細な[レポート](#)が指摘する問題点を検証するべきであると確信している。

2. 伊藤忠はドラモンド炭鉱への投資に失敗した

弊社はレポートの中で、伊藤忠が2011年にドラモンドのコロンビア炭鉱事業（以下「ドラモンドJV」）に対して行った損害の大きい投資に関する詳細な分析を示した。いかなる指標に基づいて考えても、伊藤忠の投資は失敗であった。燃料炭価格は株式取得以来57%下落し、生産量は予想を26%下回った。会計ルールに従えば同社はドラモンドJVの帳簿価格について評価損か減損を認識するべきだった。しかし同社はそうしな

¹ 弊社のレポートは英語版・日本語版とも <https://glaucusresearch.com/japan/> からダウンロード可能。

² <http://www.law360.com/articles/652106/deloitte-unit-to-pay-12m-to-china-mediaexpress-investors>

った。その代わりに伊藤忠は投資を区分変更したのであるが、これは適用される会計ルールの下で明らかに不適切な会計上のトリックだったと弊社は考えている。

伊藤忠の返答は奇妙なほどに矛盾している。まず、同社は(2015年3月期第3四半期に主張したように)、潜在的議決権を有する優先株式を発行した際にジョイントベンチャー契約の見直しを行ったとしている。しかし、重要な点として、伊藤忠が同社の持分が希薄化しうると主張した一方で、そのような希薄化が起こらなかった点が挙げられる。³ 実際、伊藤忠の返答において、同社は潜在的な希薄化については触れたもののそのような希薄化が起きたかどうかについて明瞭に説明していない。

伊藤忠は「予算及び設備投資等の重要な決議事項に対する承認権を有さない」ことになったと主張している。しかし、弊社がレポートで詳細に示したように、予算及び設備投資等に対する「承認権」は**現行の会計ルールの下では無関係**である。「承認権」に基づく判定は、伊藤忠によって作られた会計ルールであるように思われる。実際には、テストするべきは「重要な影響力」である。IAS 第 28 号に基づくと、被投資企業の議決権の 20%以上を保有していれば、**重要な影響力を有していると推定され、その投資は原則的に関連会社投資として扱わなければならない**。

伊藤忠はドラモンド JV の株式の 20%を保有しているため、ドラモンド JV に対する持分は関連会社投資として扱われることが**推定**される。そして 2012~2014 年 3 月期にかけて、伊藤忠はこのルールに従ってドラモンド JV を**関連会社投資と認識**していたことから、この推定は本件の場合さらに強まる。

さらに、弊社はレポートの中で、IAS 第 28 号の五つの要素に関する詳細な分析を行った。この分析は、伊藤忠のドラモンド JV への投資は現行の会計ルールに基づき関連会社投資と見なされる要件を全て十分に満たしていることを明確に示すものであった。伊藤忠は正しい会計基準を認識することさえなく、また、同社がドラモンド JV に対して十分な影響力を及ぼすことができず連結除外を正当化する理由のみに関しても、詳細な説明を提供してはいない。

しかし、より重要な点は以下である。仮に伊藤忠が正しく、2015年3月期におけるドラモンドJVの連結除外が適切であったとしても、**会計ルールは伊藤忠が投資を区分変更する時点で再評価を行うことを求めている**。伊藤忠は頂新を「関連会社投資」から「その他の投資」に区分変更したことにより特別利益 600 億円を認識している。なぜドラモンド JV に対しては同様の再評価がなされないのであろうか。

弊社は、このようなドラモンド JV の再評価は伊藤忠の連結会計において損失として認識される可能性があり、伊藤忠はその減損損失の認識を不適切に回避することで、同社の利益を過大報告していたものと考えている。

このようなことを述べているのは、弊社のみではない。ブルームバーグは独自の調査で、2013年7月時点の伊藤忠のドラモンド JV に対する持分の価値を 598 億円と算定し、その後石炭価格は下落し続けているのである。⁴

弊社によるバリュエーションでは、伊藤忠の投資の価値は **2015年3月期時点でわずか 448 億円**だったと推計している。弊社は結論として、投資を不適切に区分変更する代わりに、伊藤忠は **2015年3月期に少なくとも 1,531 億円の減損損失を計上すべきだった**と弊社は考えている。伊藤忠の当期純利益は 3,006 億円であるから、この訂正は純利益を実に **51%減らす**ことになったはずである。弊社は依然としてこの不適切な行為について規制当局は調査を行うべきであると考えており、伊藤忠は少なくとも 2015年3月期の財務諸表の訂正を命じられるべきであると考えている。

³ 伊藤忠は詳細を公開してはいないものの、弊社の知る限りでは、伊藤忠は依然としてドラモンド JV の議決権付株式の 20%を保有している。

⁴ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-07-16/alabama-billionaire-battles-murder-suits-as-prices-ebb>

3. CITIC に対する誤った連結会計

伊藤忠は、同社が Charoen Pokphand Group（以下「CP」）と 50%ずつ保有するジョイントベンチャーを介して CITIC 株式の 10%を保有していることを拠り所として、この問題について詳細を述べていない。このジョイントベンチャー CT Holdings は CITIC の議決権付株式の 20%を保有している。しかし、これは全て形式ばかりで実質を欠いている。弊社がレポートの中で述べたように、特にこのケースにおいては、ジョイントベンチャーが 20%の持分を保有しているという事実は「重要な影響力」の保証にはならない。

会計ルールによると、投資を関連会社持分として認識するためには、伊藤忠は被投資企業に「重要な影響力」を持っていなければならない。CITIC の 58.13%を保有するのは、中国政府が 100%株主の CITIC Group Corp.（「CITIC 親会社」）である。企業ウェブサイトによれば、「国家利益は CITIC Group の中核的な価値である。CITIC Group は国家利益をあらゆることに優先させる素晴らしい伝統を受け継いでいる」。CITIC が中国政府の過半数保有と支配の下にあることに照らして、弊社は伊藤忠が CITIC の方針や財務的な決定に「重要な影響力」を持ち得る可能性は極めて低いと考えている。弊社による IAS 第 28 号の五つの要素の分析は、伊藤忠がいずれの要素も満たしていないという点において、連結会計が不適切であるという弊社の意見を支持している。

ドラモンドJVおよびCITICに対する重要な影響力の評価		
IAS 28 ガイドライン	ドラモンドJV	CITIC
20% を 保有	Yes	No
被投資会社の取締役会または同等の経営機関への参加	Yes	No
方針決定過程への関与	Yes	No
投資企業と被投資会社間の重要な取引	Yes	No
経営層の人事交流	Yes	No
技術情報の提供	Yes	No
伊藤忠は重要な影響力を持っているか？	Yes	No
当該投資は持分法で会計処理されるべきか？	Yes	No

出典：グラウカスによる分析

また、もし重要な影響力のテストが(伊藤忠がドラモンド JV に関して主張しているような) 予算及び設備投資等に対する「承認権」であった場合、伊藤忠は CITIC に対するそのような承認権に明らかに欠如しており、CITIC に対する投資に持分法を適用して連結会計に取り込むべきでない。

4. 頂新への出資の疑わしい区分変更

弊社はレポートの中で、伊藤忠の 2015 年 3 月期の利益計画は 600 億円未達となる見込みだった点を取り上げた。しかし期末わずか 4 週間前になって、伊藤忠は頂新への投資を区分変更し、そこから生じた（税引後）特別利益 600 億円を認識した。これは伊藤忠が目標を辛うじて達成するためにちょうど必要としていた金額である。

伊藤忠は「保有持分の一部売却を行う」と返答し、出資の区分変更と特別利益の認識を正当化した。繰り返すことになるが、これは全て形式ばかりで実質を欠いている。伊藤忠の頂新に対する実質的な持分は 2010 年において 18.7%であり、伊藤忠がその投資を区分変更した時点においてもほぼ変わらなかった（17.8%）。⁵ 伊藤忠はその影響力の程度が 2015 年 3 月期において大幅に変化したという何らかの証拠を提示すべきである。

伊藤忠は投資の区分変更を行った疑わしいタイミングについても触れていない。弊社は伊藤忠の頂新に対する持分を評価するに十分な情報を入手していないが、税引後の特別利益（605 億円）が伊藤忠の期初計画達成のために不足していた 600 億円の穴を埋めるためにちょうど必要な金額であり、期末 4 週間前にそれが生じたことについて、弊社は強い疑念を抱いている。伊藤忠の株主はこのような偶然を信じるべきであろうか。

⁵ <http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2015/0416/LTN20150416256.pdf>

伊藤忠はまた、重要な点を見落としている。もし頂新への出資の区分変更に際して投資価値の再評価を行ったのであれば、なぜ伊藤忠は同様の再評価をドラモンドJVへの投資の区分変更に際して行わなかったのだろうか。弊社は、その区分変更の結果が伊藤忠にとって不都合であったからであると考えている。頂新への投資の再評価に関しては特別利益の認識が可能であった一方で、ドラモンドJVへの投資の再評価は重大な損失に繋がる可能性があり、利益を損なう可能性があった。しかし、会計基準は、伊藤忠が再評価の結果が良い場合のみ選択的にルールに従う、ということを許容してはいない。

免責事項

弊社は空売りを行う投資家です。弊社の空売りの判断は特定の見解に基づいています。伊藤忠株式を保有する投資家も、伊藤忠も、伊藤忠のために資金調達した銀行も特定の見解に基づいて判断している点は同じです。これを読んでいる方が伊藤忠に投資（ロング・ショートいずれであれ）していれば、あなた自身の判断も同様です。弊社の判断が特定の見解に基づいていることは、必ずしも弊社の見解が間違っていることを意味しません。弊社は、他の人々と同じように自分たちの見解を持ち、公開された場でその見解を述べる権利を有しています。

弊社は、投資に関する見解を公表することは上場企業の情報開示強化を促し、日本の資本市場における透明性の向上に寄与する意味で公益に資すると信じています。

本レポートは、空売りポジションを取る判断の前提となった特定の見解を示すものです。言うまでもなく、伊藤忠の株価が下落すれば弊社には利益が発生します。本レポート及びここに含まれる内容は全て Glaucus Research Group California, LLC の見解を表すものであり、事実の提示ではありません。弊社は公開情報及び収集・分析した事実と証拠に基づき、誠意をもって見解を築いており、それらは弊社の考えの裏付けとしてこの調査レポートに含まれています。弊社はそうすることに関心を持っている人であれば誰にでもできる方法で、公開情報を用いた調査と分析を実施しました。本レポートで引用、またはレポート執筆にあたり依拠した情報は、全て公的にアクセス可能です。弊社のレポートについては批判的な目で捉え、投資判断をする前には必ずご自身で必要と判断する調査を行ってください。弊社は表明した全ての内容について、必要であれば法廷で裏付けをする準備ができています。

本レポートの公開日の時点で、Glaucus Research Group California, LLC（カリフォルニア州の LLC）（弊社のメンバー、パートナー、関係会社、従業員、コンサルタントも含む可能性があります）は弊社の顧客や投資家とともに、本レポートで言及した株式（オプションも含む可能性があります）について直接的または間接的な空売りポジションを有しており、伊藤忠の株価が下落すれば相当の利益を獲得する立場にあります。Glaucus Research Group California, LLC の調査はご自身のリスクでご使用ください。本レポートで言及された有価証券に関する何らかの投資判断をする前には、ご自身の調査とデューディリジェンスを実施してください。本レポートに示した見解は投資アドバイスではなく、投資アドバイスとしてもいかなる意味での投資推奨としても解釈されるべきではありません。

本レポートの公開後、弊社はレポートに取り上げた有価証券の取引を続ける意思を有しています。そのポジションは最初の見解に拘わらず、今後ロング、ショート、ニュートラルのいずれともなる可能性があります。また、このレポートは、関連する証券取引法規上、有価証券の売付の申し出又は有価証券の買付の勧誘もしくは有価証券の提供又は売付が違法行為として禁止されている法域においてそのように禁止されている有価証券取引の申し出を行うものではありません。弊社の能力と信念に基づき、ここに含まれる情報は正確で信頼性に足るものであり、弊社が正確かつ信頼に足ると考える公開情報源から得られており、その情報源は内部関係者や対象銘柄の関係者その他発行者に何らかの忠実義務や守秘義務を負う者ではないと認識しています。弊社による調査と分析の内容から明らかなように、弊社は調査分析及び記述資料の完全性と正確性を期すために相当な時間と注意をかけています。弊社は見解を補強するために正確性と完成度を万全とする努力をしており、全ての内容を誠意をもって記載しています。しかし、そのような情報は全て「あるがまま」に提示しているものであり、明記されているか否かにかかわらず、いかなる種類の保証もするものではありません。

本レポートの読み手が英国にいる場合、読み手は Glaucus Research Group California, LLC の調査及び資料を以下のいずれかの代理人として購読・アクセスしていることを認めるものとします。(A) Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005（「FPO」）Article 49 における high net worth entity（例：純資産 5 百万ポンド以上の企業、高価値の信託）または (B) FPO Article 19 における investment professional（例：金融機関、政府・自治体組織、国際組織）

本レポートは全体を通してのみ検討されるべきものです。各章はレポート全体の文脈の中で読まれるべきであり、いずれの章、段落、文、文言も、そのみで成立することや、レポート全体を参照せず切り離された状態で解釈されることを著者が意図するものではありません。本レポートに含まれる章の見出しは参照のためだけにあり、各章の本文における詳細な記述との関連のみにおいて検討されるべきものです。

弊社は便宜を図ることを唯一の目的として本レポートの日本語訳を提供しています。レポートの日本語版と英語版との間に何らかの不一致や一貫性に欠ける記述があった場合、オリジナルである英語版が優先します。法的紛争が生じた場合には、英語版のみが参照される資料となります。

Glaucus Research Group California, LLC は提供する情報やその使用に基づいて生じた結果について、その正確性、適時性、完全性を明記しているか否かに拘わらず担保するものではありません。記載した見解は全て事前通知なしに変更される可能性があり、Glaucus Research Group California, LLC は本レポート及びそれに含まれる情報の更新や補足を行う義務を負っていません。本レポートをダウンロードして開くことによって、読み手は以下の点について認識し、自らの意思で合意したこととなります。(i) 本レポートの使用やそれに含まれる資料の閲覧によって生じたいかなる紛争も、いかなる抵触法の規定に拘わらず、米国カリフォルニア州法に準拠するものとします。(ii) Glaucus Research Group California, LLC がカリフォルニア州で事業を行う LLC であることに基づき、カリフォルニア州上位裁判所の人的管轄権及び専属的管轄権に従い、他のあらゆる管轄権及び適用法に基づく権利を放棄します。(iii) 異なる定めをする法規の有無に関わらず、このウェブサイトやそれに含まれる資料の使用から発生または関連して生じた請求権や訴因に関する申し立ては、その請求権や訴因の発生から 1 年以内になされない限り永久に禁止されます。Glaucus Research Group California, LLC がこの免責事項に定める権利や条項を実行または適用しなかった場合も、その権利や条項を放棄したことを意味しません。この免責事項におけるいずれかの条項が管轄裁判所において無効と判断された場合であっても、Glaucus Research Group California, LLC と読み手は裁判所が条項に反映された両者の意図に効力を与える努力をするべきであり、この免責事項における他の条項は完全に有効なものとして扱い、特に準拠法と裁判管轄を定める条項については効力を維持すべきであるという点において合意しているものとします。