

# 企業業績の悪化と利益調整

## 異常会計発生高から2008年度決算を読む



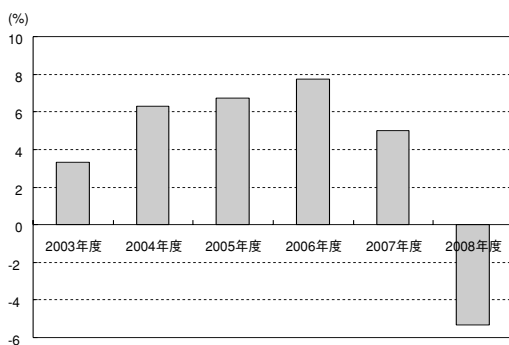
金融研究部門 磐城 裕子

yiwaki@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

2008年度は、9月のリーマンショックをきっかけに、百年に一度とも言われる世界同時不況となり、日本企業にとっても非常に厳しい年であった。4～6月に行われた3月決算企業（東証1部では全体の約8割）の決算発表は、経済危機の影響を反映したものとなった。

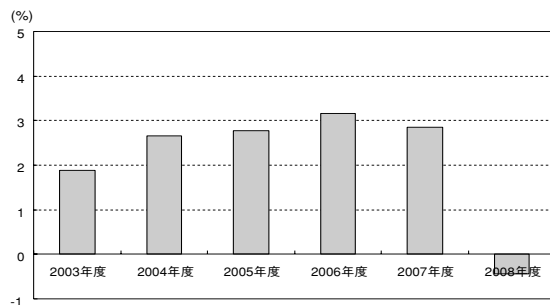
[図表-1] 売上高成長率の平均



図表-1、2は、東証1部上場の3月決算企業（金融を除く）の過去6年間の売上高成長率及び総資産利益率（ROA）の平均である。

売上高成長率は、前年度売上高からの増加率を計算したものだが、2003年度から2007年度まで3%～8%近かったのに対し、2008年度は一気に-5%を超える落ち込みとなっている。

[図表-2] 総資産利益率（ROA）の平均



同様に2～3%前後であった総資産利益率（ROA）は、2008年度は若干のマイナスになっている。

これらのグラフからも、2008年度の日本企業の業績が、急激に落ち込んだことがわかる。

以前、筆者も本レポート（2009年3月号）で取り上げたが、先行研究等によれば、業績が芳しくない企業は利益調整行動を行う可能性がある。大多数の企業の業績が悪化した2008年度に、経営者はどの程度利益調整を行ったのだろうか。例年と比較して、経営者の利益調整行動という観点から、分析してみることにしよう。

### 2—異常会計発生高の計算

ここで、経営者の利益調整を表す指標として、異常会計発生高という概念を用いる。異常会計発生高とは、経営者の利益調整行動を数値化したものであり、一般的に、営業利益と営業キャッシュフローの差である会計発生高から、通常の企業活動に伴い発生する（経営者の裁量と無関係）と考えられる正常会計発生高にあたる部分を除外して計算されることが多い。

[図表-3] 会計発生高の構成

営業利益	
営業キャッシュフロー	会計発生高
	正常会計発生高 異常会計発生高

また、正常会計発生高と異常会計発生高の分別には、何通りかの算出方法が知られているが、ここでは、最も一般的に使われているCFO修正Jonesモデルによって算出することとする。算出式は、図表-4の通りである。

[図表-4] CFO修正Jonesモデル

●Jonesモデル

$$ACC_t = \gamma_0 + \gamma_1(\Delta SAL_t - \Delta REC_t) + \gamma_2 PPE_t + \gamma_3 \Delta CFO_t + \varepsilon_t$$

ACC : 会計発生高  
 $\Delta SAL$  : 売上高の変化額  
 $\Delta REC$  : 売上債権の変化額  
PPE : 有形固定資産  
 $\Delta CFO$  : 営業キャッシュフローの変化額  
t : 決算期

この回帰式の残差項  $\varepsilon_t$  が異常会計発生高である。算出式の売上高や売上債権、営業キャッシュフロー ( $\Delta$ は変化額) 等、すべての数値は総資産で除すことにより、企業規模の影響を除いている。この異常会計発生高が大きいほど、経営者が利益をプラス方向に調整したものと考えられる。

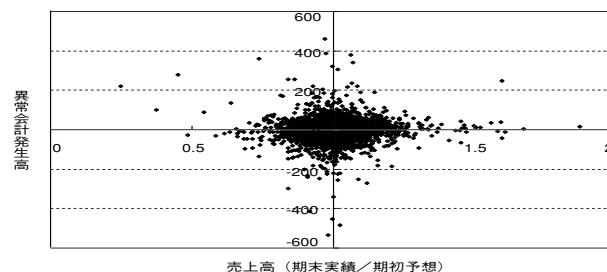
### 3—異常会計発生高と2008年度業績の特徴

異常会計発生高と業績の関係から2008年度の特徴を見てみよう。ここで、業績として売上高と当期利益を用いているが、実績の期初予想からの乖離を縮小させることが、経営者による利益調整の動機と推測されるため、それぞれの数値は、期初予想に対する変化とした。期初から業績悪化を予想していれば、期中の企業活動の範囲で調整することも出来、さらに会計利益を調整するまでもない。予想外の業績悪化があるからこそ、決算時の会計利益で調整すると考えたのである。

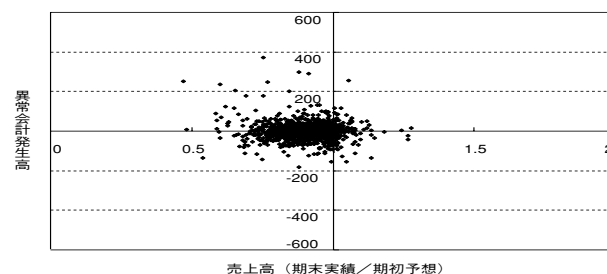
まず、売上高と異常会計発生高の関係を、2008年度とそれ以前の過去5年間(2003~2007

年度)とで比較してみる(図表-5、6)。ここで売上高は、実績を期初予想で除した数値を用いている。

[図表-5] 売上高と異常会計発生高の関係 (2003~2007年度)



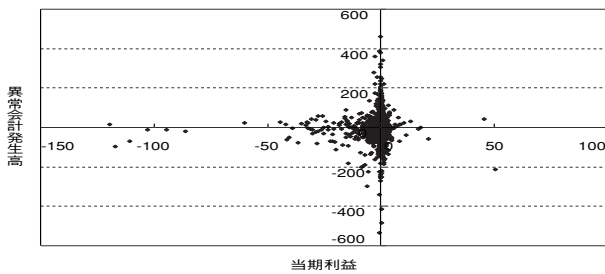
[図表-6] 売上高と異常会計発生高の関係 (2008年度)



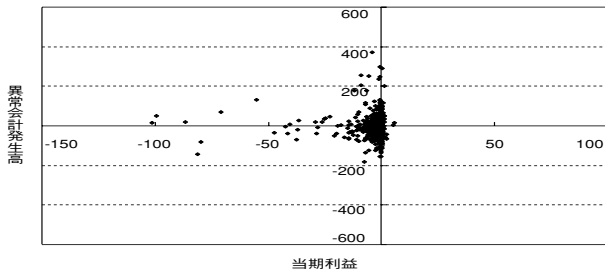
2008年度は、過去5年間と比較すると売上高が左よりであり、売上高が期初予想より全体的に低かったことが分かる。一方で、異常会計発生高はマイナス方向への分布が少なくなっている。2008年度の売上高が予想外に落ち込んだ結果、利益を圧縮する余裕のある企業が、例年より少なかったことが見て取れる。

次に、売上高と同様に当期利益と異常会計発生高の関係を見てみよう(図表-7、8)。ここで、当期利益は、実績と期初予想の差を期初予想の絶対値で除した数値を用いた。この場合、分母である期初予想の大小によりプラス、マイナス幅がぶれることがあるが、符号を正しく反映し、全体の傾向を見るため、便宜的にこのような算出方法とした。

【図表-7】 当期利益と異常会計発生高の関係  
(2003～2007年度)



【図表-8】 当期利益と異常会計発生高の関係  
(2008年度)



当期利益の2008年度と過去5年間を比べると、売上高のような左への偏りはあまり見られない。例年と比べて売上高は期初予想よりも低かったにも関わらず、当期利益については、期初予想と実績があまり変わらない企業が多かったようである。売上高が落ち込んでも、リストラ等の実施により、利益の維持は可能だが、利益調整が行われている可能性を示唆しているとも言える。

また、2008年度と過去5年間に共通して言えることだが、0近辺に数字が集中しており0を上回る企業が少ない。2008年度は特にその傾向が見られるが、これは業績が悪化している中であって、期初予想を期末実績においても維持しようとする意図があることが考えられる。このように、売上高や当期利益と異常会計発生高の関係から、2008年度は例年よりも利益圧縮方向の調整が少なかったことが一つの特徴と言える。

#### 4—業績予想の推移と異常会計発生高の関係

では、2008年度の利益調整は、例年に比べて

どうだったのか。業績予想と期末実績、異常会計発生高の関係を詳しく見てみよう。図表-9、10は、2008年度とそれ以前の過去5年間(2003～2007年度)について、当期利益の期初予想に対する中間予想の推移、及び期末実績の推移を6つのパターン別にまとめたものである。図表-7、8では企業の集中度合いが分かりにくいため、企業数の割合も表記した。なお、この表の異常会計発生高の数値は、各企業群の単純平均である。

【図表-9】 当期利益と異常会計発生高の関係  
(2003～2007年度)

	中間予想	期末実績	異常会計発生高	企業数の割合(%)
1	減少	減少	-0.40	26.3
2		増加	-4.79	3.0
3	変化なし	減少	0.97	16.4
4		増加	-2.04	16.9
5	増加	減少	3.26	3.8
6		増加	0.02	33.5
	全体		-0.30	100.0

【図表-10】 当期利益と異常会計発生高の関係  
(2008年度)

	中間予想	期末実績	異常会計発生高	企業数の割合(%)
1	減少	減少	0.29	59.7
2		増加	-6.27	0.9
3	変化なし	減少	-4.75	23.2
4		増加	-3.10	5.8
5	増加	減少	5.42	5.1
6		増加	12.73	5.3
	全体		0.04	100.0

まず、例年の傾向を見てみよう。図表-9から言えることは、中間予想が同じグループ同士(1グループと2グループ等)で比較すると、期末実績で減少した企業群の異常会計発生高が大きいということである。特に、中間で増加を予想した企業群で最も大きい(第5グループ)。中間で増加と予想したのに、期末実績で減少した場合、市場に与えるマイナスの印象が、他の企業群に比べて最も強いことが予想されるのが、その一因かもしれない。

また、その一方で、中間で減少を予想し、期末実績で増加した企業群の異常会計発生高が小さい(第2グループ)。先程の第5グループとち

ようど逆に推移した企業群であるが、期末実績が増加した結果をそのまま決算に反映せずに、利益を圧縮するような傾向が見られる。

これらは、経営者が期末実績と業績予想との乖離を特に強く意識していることを意味しているのではないだろうか。すなわち、利益調整の動機が、業績予想との乖離であると考えられるのではないか。

次に、2008年度の特徴を図表-9、10を比較しながら見てみよう。まず、全体の異常会計発生高の平均が、過去5年間で-0.30であるのに対し、2008年度は0.04とわずかながら大きかったことが分かる。これは、先程の図表-5~8で見られたように、2008年度が例年と比べてマイナス方向での利益調整が少なかった影響と考えられる。

さらに、各企業群を比較してみよう。ここで例年と最も異なっているのは、中間予想及び期末実績のいずれもが期初予想より増加した企業群（第6グループ）の異常会計発生高が、際立って高いことである。過去5年間の数値を見てもわかるように、業績の良い企業は、本来であれば利益調整をする必要はない。しかし、2008年度に限っては、利益調整が最も行われたようなのである。これは、いったいどういうことだろうか。

そこで、第6グループの実態を詳しく見るため、当期利益より調整余地の少ない売上高に着目してみる。当期利益と同様に、売上高の期初予想に対する中間予想と期末実績の推移を6つのパターン別にまとめた（図表-11）。

〔図表-11〕 第6グループの売上高推移（対期初予想）別企業数の割合

	中間予想	期末実績	2008年度	2003~2007年度
6-1	減少	減少	33.3%	9.1%
6-2		増加	0.0%	2.6%
6-3	変化なし	減少	11.1%	5.3%
6-4		増加	3.2%	6.8%
6-5	増加	減少	6.3%	2.4%
6-6		増加	46.0%	73.9%

この表を見ると、当期利益同様に、売上高も増加の予想をした企業（6-6グループ）の割合が、過去5年間は73.9%であるのに対し、2008年度は46.0%と低く、また中間予想、期末実績とも減少した企業（6-1グループ）が、過去5年間は9.1%であるのに対し、2008年度は33.3%と高かったことが分かる。つまり、期初予想と比べて、売上高は減少したにも拘らず、利益は増加した企業の割合が、2008年度は極端に高かったのである。これは、異常会計発生高の数値が大きい、すなわち利益調整の存在を示唆するものと言うことが出来よう。

それでは、これらの企業が利益調整を行うのは、どういった動機によるのだろうか。今度は、第6グループについて、中間予想より期末実績が減少した企業の割合を比較した（図表-12）。

〔図表-12〕 第6グループの中で、当期利益の期末実績が中間予想より低い企業の割合

2008年度	2003~2007年度
69.8%	10.6%

2008年度の中間予想発表は、9月のリーマンショック及びそれに伴う株価大暴落の直後に行われたが、中間予想時点で強気だった企業は、結果的に中間予想を下回る業績であったにも拘らず、意図的か否かは定かでないものの、あたかも経済危機の影響を受けていないかのような期末実績を発表した可能性が考えられる。経済危機の中、敢えて強気であった企業ほど、決算で引くに引けなかった、ということだろうか。

以上のように、2008年度は、一見業績のよかった企業が見通しを実現出来たとするために、利益調整を行うという特徴があったようである。

## 5—業績予想、実績と株価リターンとの関係

では、業績予想と期末実績は、株価リターン



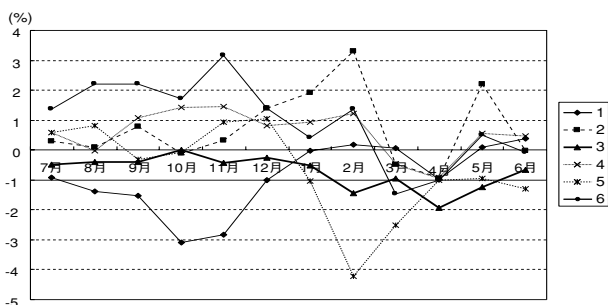
にどのような影響を与えているのだろうか。翌期の株価リターンからは、投資家が業績予想と期末実績や相互間の関係から、企業の今後をどのように予想し、投資判断しているのかを推察することが出来る。そこで、図表-9、10と同様に、当期利益の期初予想に対する中間予想と期末実績の推移をパターン別に、図表-13のように分けて、翌期の株価リターンを見てみる。

[図表-13] 当期利益の推移別の分類

	中間予想	期末実績
1	減少	減少
2	減少	増加
3	変化なし	減少
4	変化なし	増加
5	増加	減少
6	増加	増加

まずは、一年のどの時期に株価に反映されるのか、翌期の月別リターンを見てみよう。図表-14は、各グループの月別の全企業平均に対する超過リターンをグラフにしたものである。

[図表-14] 月別の超過リターン

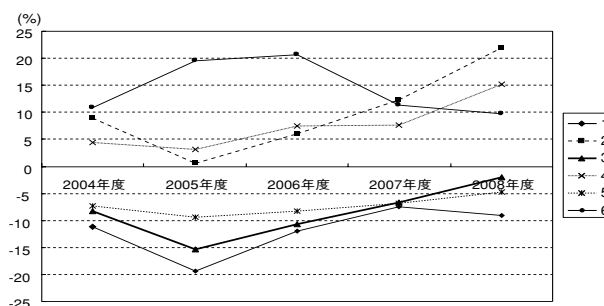


このグラフを見ると、7月から期末実績が増加したグループと減少したグループで差が出始めている。特に、第1グループと第6グループの乖離が大きい。決算発表は、最近では5月中に大半が行われている（2008年度は、東証1部上場企業（金融除く）のうち、5月15日までに約95%の企業が決算発表を行った）が、情報ベンダー等から体系的に投資家が決算データを入手出来るのは、通常7月初めである。このことは、決算データが入手可能となった7月から12月ぐ

らいまでにかけて、期末実績が株価リターンに反映されていると考えられないだろうか。つまり、株価リターンは、決算発表から半年弱の期間、前期の決算の影響を受けると推察出来る。

次に、年度別のリターンを見てみよう。図表-15は、2004年度から2008年度までの年度別の超過リターンである。ここで、2008年度の翌期超過リターンとは、2008年6月までに発表された2007年度（2007年4月～2008年3月）の中間予想及び期末実績を受けて、翌期にあたる2008年7月から2009年6月までの超過リターンを示したものである。

[図表-15] 年度別の翌期超過リターン



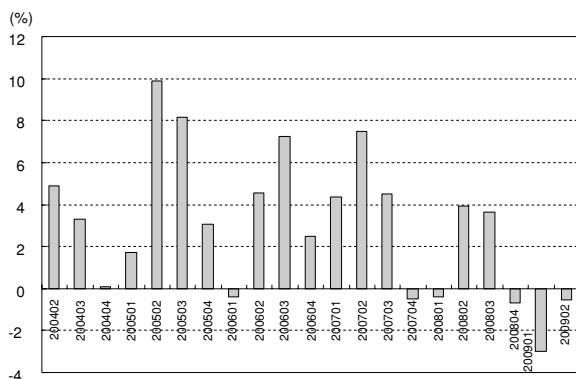
このグラフから、大きな傾向として、どの年度でも共通して、期末実績が期初予想よりも減少した企業群（第1、3、5グループ）と増加した企業群（第2、4、6グループ）で、超過リターンの水準が大きく2つに分かれていることがわかる。第2、4、6グループ（期末実績が増加した企業群）は、一貫して第1、3、5グループ（期末実績が減少した企業群）よりリターンが大きい。つまり、年度別で見ても、前期の決算が翌期のリターンに影響していると言えることが出来るだろう。

また、図表-9から期末実績が減少した企業の方が異常会計発生高が高いことがわかる。すなわち、期初予想に対して期末実績が減少した企業は、利益調整の可能性が高く、また株価リターンも低いという傾向が見えてくる。

## 6—2008年度の業績とその後の株価リターン

では、2008年度、特に特徴的であった第6グループについて、決算とその後の株価リターンの関係を見てみよう。図表-16は、四半期ごとの超過リターンをグラフにしたものである。2008年度においては、利益調整をした可能性の高い企業群であるが、これらの企業群について、市場はどのような評価をしているだろうか。なお、ここで、200801は、2008年度の第一四半期（4～6月）である。

【図表-16】 第6グループの四半期毎超過リターン



この第6グループは、期初予想に対して、中間予想及び期末実績が増加したグループであり、最も業績が良かったとされる企業群である。図表-15によれば、例年は特に7月から12月までの第二、第三四半期は、大きく超過リターンが出る傾向がある。実際、図表-16でも2009年度を除けば、決算が発表された直後の第二四半期は、他の時期と比べて高いリターンであった。しかし、2008年度実績の出揃った2009年度の第二四半期（200902）については、マイナスとなっている。

このことから、市場は決算情報を鵜呑みにしているわけではないことがわかる。2008年度の第6グループは、最も異常会計発生高の大きい企業群であったが、市場は利益調整の存在を見

抜いていたのかもしれない。

## 7—おわりに

2008年度は、市場全体が大きく落ち込んだ一年であったが、本稿の手法で推定した限りでは、その中でも好業績であった企業が、実は最も利益調整を行っているという、特殊な傾向が見られた年であった。企業の業績は、株価に大きな影響を与えるものの、必ずしも信用して良いとは限らない。2008年度の分析は、そのことを示唆していると言えよう。

企業業績の信頼性を見分ける一つの手段として、今回用いた異常会計発生高が挙げられる。異常会計発生高が大きい企業群の株価リターンが、その後相対的に低くなったことが示すように、異常会計発生高は企業業績に対する市場評価を事前に推測する指標となり得る。

企業分析や株式投資等で決算数値を参考にす際には、異常会計発生高にも着目してみると、利益調整に惑わされることなく、より精度の高い企業評価が期待出来るのではないだろうか。