

基礎研 レター

過度な利益調整は企業倒産の可能性を高めるかもしれない

ここ 10 年間の倒産企業に起きている変化

金融研究部 准主任研究員 福本 勇樹

(03)3512-1848 fukumoto@nli-research.co.jp

1—はじめに

昨今、「粉飾会計」や「不適切会計」といった言葉が世間を賑わすことが多くなった。帝国データバンクの調査¹によれば、日本においてコンプライアンス違反による企業倒産が増加傾向にあり、その約40%を「粉飾会計」に起因したものが占めている。「粉飾」や会計ルールの一定の範囲内で、企業により財務諸表の数値が「良く」見えるように調整されている場合は、通常の財務分析等による数値を確認するだけでは信用力の悪化に関する兆候を捉えるのが難しくなってしまう。そこで、2000年以降の東証一部・二部における企業倒産において、その財務諸表の特徴に変化が生じているか確認してみたい²。

2—営業利益と売上高に生じた変化

2000年から2005年の間に倒産した東証一部・二部上場企業（41社）、2006年から2015年の間に倒産した東証一部・二部上場企業（32社）、比較的信用力が高いと考えられる日本企業（106社）について（ただし、金融機関を除く）、「営業利益÷総資産」と「売上高÷総資産」を調べてみた。倒産企業については倒産するまでの直近5年間の会計年度末、非倒産企業については直近5年間の会計年度末の数字を用いて計算している。

【サンプルの抽出方法】

（1）倒産企業（73社）

- ・「全国企業倒産集計 2015年8月報（帝国データバンク）」に掲載されている「2000年以降の上場企業倒産①②」において、東証一部・二部に上場していたもの（金融機関を除く）³。

¹ 『2014年度 コンプライアンス違反企業の倒産動向調査』（帝国データバンク 2015.4.7）

² 本稿の内容に関する定量分析の詳細については、『[利益調整に関する財務指標に着目した信用リスク分析—「粉飾」に起因した企業倒産の予見は可能か？](#)』（基礎研レポート）を参照されたい。

³ 粉飾事件事例として指摘されることのあるアイ・エックス・アイやニイウスコーなどがこのサンプルの中に含まれる（た

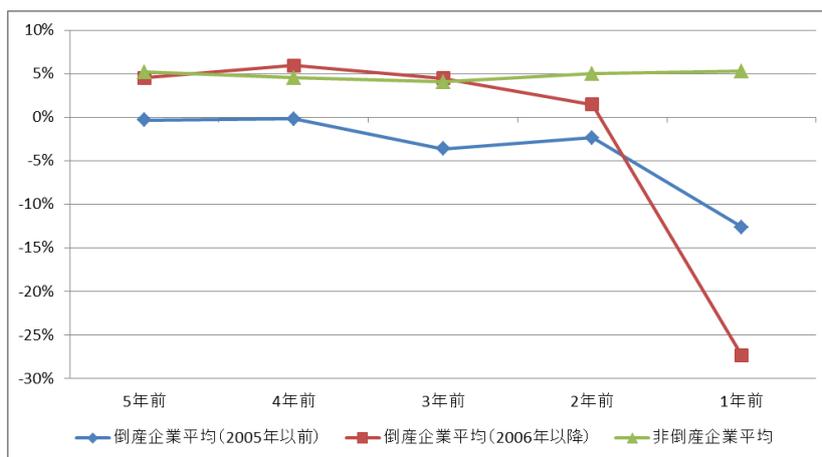
・Bloombergにおいて、倒産までの直近6年間について財務データの取得が可能なもの（ただし、連結データと単体データがあるものについては連結データを優先する）。

(2) 非倒産企業 (106社)

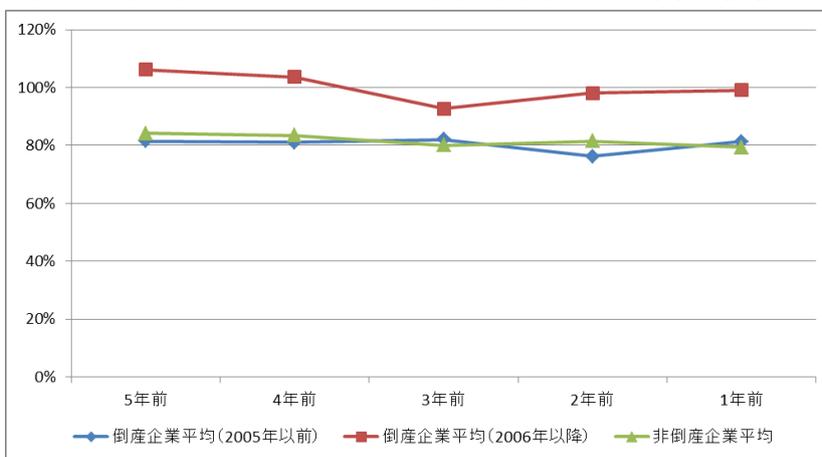
・2015年8月末基準で、A格以上の発行体格付けが付与されているもの。ただし、S&P、Moody's、Fitch、R&I、JCRの順に発行体格付けを選択する（金融機関を除く）。

・Bloombergにて発行体格付けのデータが取得可能なもので、直近6年間について財務データの取得が可能なもの（ただし、連結データと単体データがあるものについては連結データを優先する）。

図表1：倒産企業と非倒産企業の「営業利益÷総資産」の時系列推移（平均値）



図表2：倒産企業と非倒産企業の「売上高÷総資産」の時系列推移（平均値）



「営業利益÷総資産」と「売上高÷総資産」の時系列推移（図表1、図表2）を考察すると、2005年以前の倒産企業は、非倒産企業との比較で、「営業利益÷総資産」は相対的に低い水準をとり続けていたが、「売上高÷総資産」は同じ水準を推移していたことが分かる。一方で、2006年以降の倒産

（ただし、粉飾等が発覚した後に会計数値が修正されている場合は、修正後の財務データを使用している）。一方で、一般的に日本において重要な粉飾事件として取り上げられることの多い山一証券、カネボウ、日興コーディアル証券、ライブドアなどは、この標本抽出方法では倒産企業のサンプルに含まれず分析対象とはならないことに留意されたい。

企業は、非倒産企業との比較で、「売上高÷総資産」は相対的に高い水準を維持し続けているが、「営業利益÷総資産」は倒産する2～3年前まで非倒産企業と同じ水準で推移していたことが分かる。また、2005年前後かどうかに関わらず、倒産企業には「営業利益÷総資産」が倒産間際に急落するという共通の特徴が見られるが、その急落幅は2006年以降の倒産企業の方が大きくなっている。

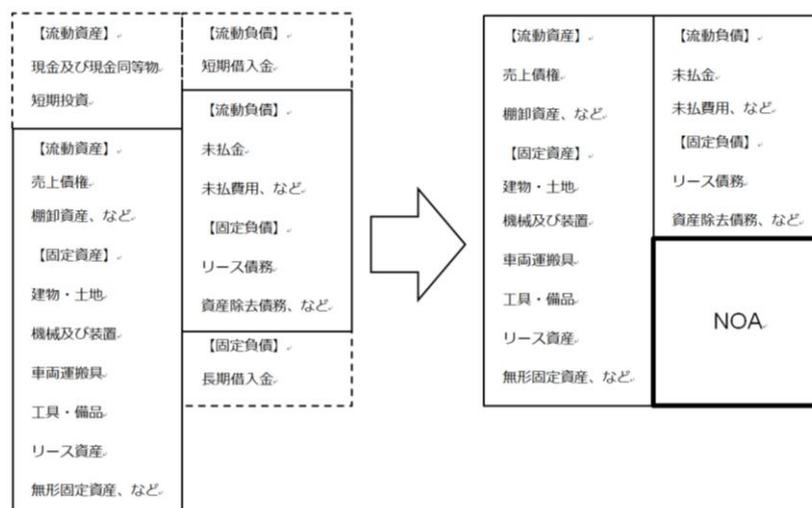
このことは、非倒産企業と倒産企業とで「(平均的に)一貫して収益性に差があった」ことを示している。しかし、2006年以降の倒産企業には、2005年以前の倒産企業とは異なり、「売上高÷総資産」は非倒産企業よりも高い数値を保ちながら、「営業利益÷総資産」を非倒産企業と同じ水準を維持させ、最終的に倒産間際に大きく下落させてしまうような企業行動があったことになる。

3—過度な利益調整と企業倒産の関係

それでは、2005年頃を境に生じている企業倒産の営業利益と売上高の変化は、いったい何を意味しているのでしょうか。

この疑問について考える上で、冒頭で言及した問題意識を今一度振り返ってみたい。2006年以降の企業倒産において、このような傾向が生じている理由の一つとして、「他社と同等の利益水準を達成するために、収益の前倒しや費用の後ろ倒しを水面下で過剰に行っていた(つまり、「粉飾」や「過度な利益調整⁴」を行っていた)ことが最終的に企業活動の存続に影響した」と考えるとうまく説明できるのではないかと。つまり、2005年以前の倒産企業と比較して、「粉飾」や「過度な利益調整」によって無理な利益目標の達成を続けていたことが、最終的に将来の収益性悪化や企業倒産に繋がってしまったようなケースが増えているのではないかとということである。

図表3：純営業資産（NOA : Net Operating Assets）のイメージ

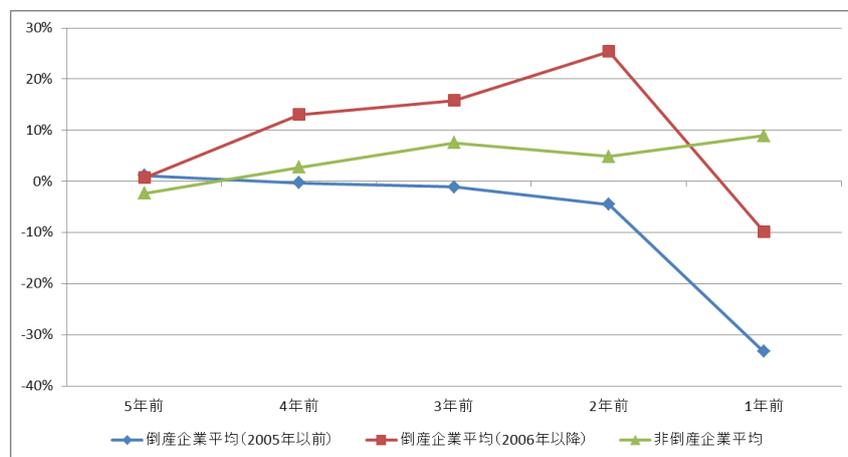


⁴ 一般的に、利益調整とは、会計ルールで認められた範囲内で売上の前倒しや費用の後ろ倒しを行う（会計的裁量行動）ことや、企業活動そのものを変更する（実体的裁量行動）などして、会計利益の額を調整することを指す。

そこで、企業の利益調整について分析する手法の一つとして、貸借対照表における企業の営業活動と投資活動のみに着目した「純営業資産（NOA：Net Operating Assets）」（前ページの図表3）の変化率を見てみたい。通常であれば、純営業資産の変化率はある一定の水準を平均回帰することが知られている。よって、その絶対値が非常に大きい場合、または正の数か負の数が継続している場合は、その企業にとって何か異常なことが起きていることを示唆していることになる。

仮に企業が利益目標を達成するために利益調整を行っていた場合、これに対応して財務諸表で影響を受けるのは、売上債権や固定資産（減価償却されるもの）等の企業の営業活動や投資活動と関連する貸借対照表の項目であることが多い。よって、「粉飾」や「過度な利益調整」などが行われていた場合、この財務指標の傾向を見ることで異常を検知できる可能性がある。

図表4：倒産企業と非倒産企業の純営業資産の変化率に関する時系列推移（平均値）



同じサンプルを用いて、純営業資産の変化率に関する時系列推移を計算したのが図表4である。非倒産企業の傾向として、純営業資産の変化率がほぼ一定で推移していることが分かる。個々の企業に関する数値を確認してみたところ、この変化率が30%を超えることはあまりなく、時系列で見ても一定の水準から大きく乖離し続けることはなかった。

次に、倒産企業の純営業資産の変化率に目を向けてみると、企業倒産が近づくにつれ、非倒産企業の平均的な水準から乖離していく傾向があることが分かる。2005年以前の倒産企業では、純営業資産の変化率は企業倒産が近づくにつれて単調減少している。これは、業績悪化を伴いながら総資産が減少していくことが多かったことに起因している。具体的には、この時期の倒産事例の多くで、資産の売却や減損等によって企業活動のリストラを迫られたことが関係していたものと思われる。

一方で、2006年以降に倒産した企業では、純営業資産の変化率に単調増加の傾向が見られる。特に「粉飾会計」等で倒産したと報道されている企業においては、純営業資産の変化率が相対的に大きな値をとり、かつ長期的に正の数であり続ける傾向が強かった。純営業資産は企業買収や設備投資等により増加するが、このサンプルの中には事業拡大等により売上の前倒しや費用の後倒しを過度に行っ

たことから最終的に耐えられなくなり、最終的に売上債権の貸倒れや資産の売却・減損等を伴って倒産に至ったとされる企業もいくつか含まれている。つまり、2006年以降の企業倒産の傾向を見ると、非倒産企業との比較の観点で、純営業資産の変化率が一定の水準から正の方向に大いに乖離し続けるような「過度な利益調整」を継続する企業は、企業倒産の可能性を高めてしまうことが示唆される。

また、2006年以降の倒産企業について、2005年以前と比較して企業活動のリストラ等に対する猶予期間が短くなっていることも示唆される。この点については、メインバンク制の変化や株式持合いの解消によって企業と債権者や投資家との関係性が変わりつつあること、コンプライアンス違反への社会の目が厳しくなっていること、昨今の情報社会の発達から企業の業績悪化等の報道が迅速に広まること、などにより、問題発覚から企業倒産に至る時間が短くなっている可能性が考えられるであろう。

以前と比較して、2006年以降の企業倒産事例については、社会環境や財務諸表の傾向に変化が見られる。よって、これらの異常を早期に検知するためには、従来の方法を補完するような手段があった方が安心であろう。例えば、本稿で紹介した「純営業資産の変化率」を併用することで、「業績悪化」による企業倒産と「過度な利益調整」による企業倒産の両方について、その兆候を検知できる可能性が高まるものと思われる。全ての倒産企業に適用できるわけではないが、もし本稿で例としてあげたような特徴を検知した場合は、該当企業のIRに確認するなどして原因を調べた方が良いのかもしれない。