

倒産企業の資金調達と会計操作*

Finance in Bankrupt Firms and Accounting Manipulation

木村史彦(東北大学 准教授)
Fumihiko Kimura, Tohoku University
 山本達司(大阪大学 教授)
Tatsushi Yamamoto, Osaka University

要 約

本稿は、木村・山本・辻川(2007)に則り、2000年以降の倒産企業に焦点を当てて、企業の資金調達と会計操作との関係に関する近年の傾向を解明することを目的とする。本稿では、倒産前に裁量的会計発生高の計上を通じて黒字を計上した企業を会計操作企業として定義する。124の倒産企業の分析の結果、会計操作の背景には、企業間信用および長期借入金への依存、金融機関との関係が弱いこと、社債の発行の必要性、そして、配当の維持による企業のシグナリングがあることが判明した。

Summary

We investigate the relationships between financing activities and the accounting manipulation in bankrupt firms, based on Kimura, Yamamoto, Tsujikawa (2007). In this paper, we define an accounting manipulation firm as a bankrupt firm that reported profits through accruals management. Our examination is based on the data of 124 bankrupt firms from 2000 to 2010. We show that there is the dependence on inter-business credit, long-term borrowing, weak relationships with banks, the insurance of bond, and the maintenance of dividend behind accounting manipulation of bankrupt firms.

1. はじめに

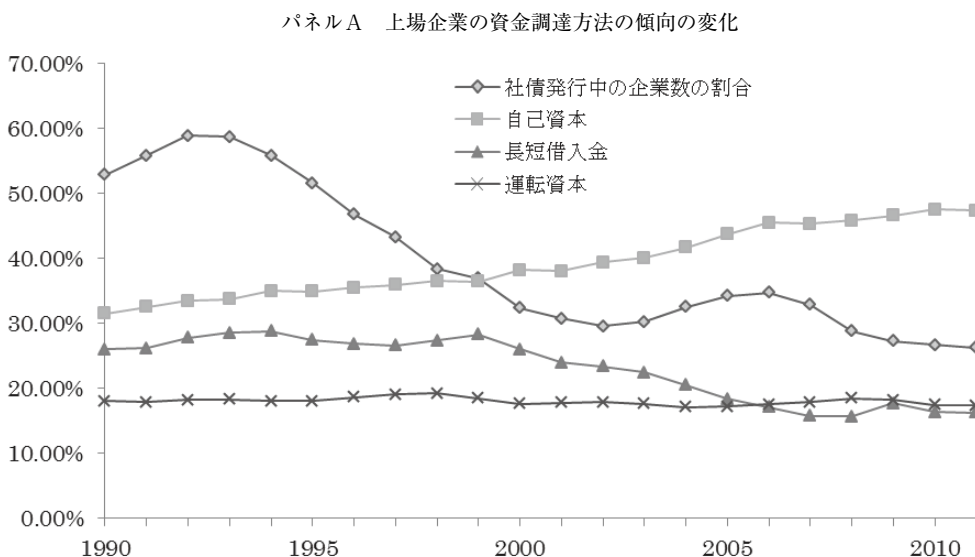
本稿では、会計操作を「特定の状況下にある企業の経営者が、一般に公正妥当と認められた会計基準の範囲内で行った極めて意図的な利益増加的な利益調整」として定義し、特定の状況として倒産に注目した上で¹⁾、近年の倒産企業における会計操作の背景について、主に資金調達の観点から分析する。木村・山本・辻川(2007)は、資金調達において不利な状況下にある企業が、会計操作を通じてその維持を図っていたことを見出しており、会計操作の動機の一つとして、資金調達の

維持があると結論づけている。

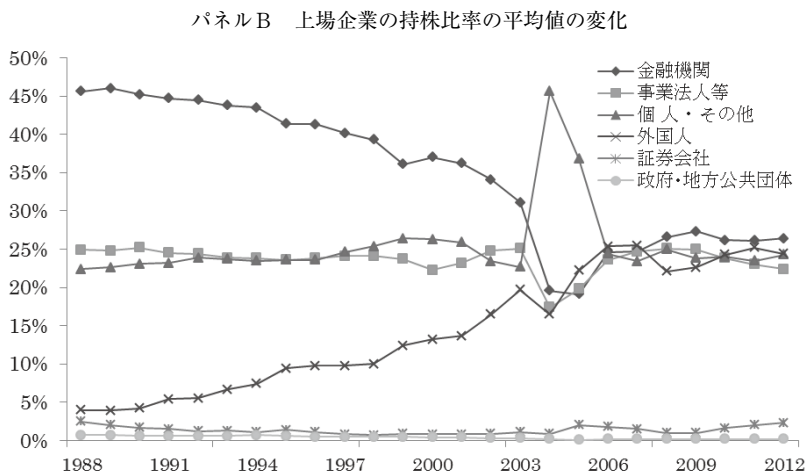
しかし、木村・山本・辻川(2007)の分析対象期間は1980年から2002年までである。近年においては、企業の資金調達をめぐる環境は大きく変化している。図1パネルAは上場会社の貸借対照表ベースでの資金調達の推移を示している²⁾。1990年代以降、上場会社は借入金および社債による資金調達のウエイトを低め、自己資本による資金調達のウエイトを高めている。とりわけ借入金は、1990年代後半の金融危機以降、減少傾向にあり、近年では20%弱にまで低下している。この背景には、1997から98年にかけて生じた金融危

* 本稿は、科学研究費補助金(若手研究(B)課題番号23730427)(木村)、および科学研究費補助金(基盤研究(C)課題番号22530478)(山本)による研究成果の一部である。

図1 企業の資金調達をめぐる状況の変化



* NEEDS-CD ROM日経財務データDVD版からデータが収集可能な上場会社(81,149firm-years)に基づく。運転資本(受取債権+棚卸資産-仕入債務)、長短借入金(短期借入金+長期借入金[1年内に返済を含む])、自己資本(株主資本+評価換算差額等)は各々総資産に対する比率の中央値、社債発行企業数は、貸借対照表で社債残高が計上されている企業数の各年度の割合として定義する。いずれも連結ベースの数値(ただし、連結財務諸表を提出していない企業については個別ベース)である。



* 東京証券取引所「株式分布状況調査」に基づき筆者が作成。2004~2006年の個人・その他の持株比率の急激な変化は、株式会社ライブドアによる大幅な株式分割の影響を受けている。

機以降、銀行による貸し出し機能が低下したことを受けて、企業が自己資本の充実を図ったことがあると考えられる。また、2000年代に入り、株式持ち合いの解消も進んでおり、日本企業のガバナンス構造が大きく変化していることが指摘されている。

さらに、上場会社の株主構成（株式所有構造）についても大きく変化している（図1パネルB）。金融機関による持株比率は、90年代以降減少傾向にあり、その受け皿として外国人投資家のウェイトが高まっている。外国人投資家が、いかなる性格を有するののかについてはケースバイケースであるが、少なくとも「安定株主」として機能する可能性は低いと考えられる。また、木村・山本・辻川（2007）は、金融機関との関係が相対的に弱い企業において会計操作が実施されており、金融機関との関係が強い場合には会計操作が実施される可能性が低いことを示唆した。そして、これに対して金融機関の融資、口座管理等を通じた企業に対するモニタリングが機能していると解釈している。しかしながら、こうした関係は、近年のガバナンス構造の変化によって変容している可能性がある。以上の点をふまえ、本稿では、木村・山本・辻川（2007）の枠組みに従い、2000年以降の倒産企業における会計操作の背景を資金調達の観点から解明することを目的とする。

以下、本稿の構成は下記の通りである。第2節ではリサーチデザインについて言及し、第3節から第6節までで、企業間信用、デットファイナンス、株主構成、配当の実施のそれぞれの観点と会計操作の関係に関する分析結果を示す。そして、最後に第7節では、結論と今後の課題を述べる。

2. リサーチデザイン

2.1 サンプルの選択

本稿のサンプルおよびそれに対応するコントロール企業の選択基準については、榎本・首藤（2013）に従う（2000年～2010年3月期の倒産企業）³⁾。ただし、本稿の独自の分析にあたり必要なデータが収集できない企業一年は除外することから、最終的なサンプルサイズは124（倒産企業124、業種・規模をコントロールした非倒産企業124）となった⁴⁾。なお、本稿で用いるデータは、全てNEEDS-CD ROM日経財務データDVD版（日本経済新聞デジタルメディア社）から収集する。

さらに本稿では、裁量的会計発生高の調整を通じて当期純利益をプラスにしたと推定される企業を会計操作企業とする判定基準に従い（榎本・首藤 2013）、サンプル企業およびコントロール企業を下記のように分割する。

A：会計操作企業（88社）：

倒産企業であって倒産前5期のいずれかにおいて会計操作が観察された企業群

B：Aに対応するコントロール企業（88社、非倒産企業）

C：非会計操作企業（36社）：

倒産企業であって倒産前において会計操作が観察されなかった企業群

D：Cに対応するコントロール企業（36社、非倒産企業）

2.2 調査方法

本稿では会計操作と資金調達の関係に注目するが、企業の資金調達は業種および企業規模の影響を受けるケースが多い。したがって、会計操作が観察された倒産企業と観察されなかった倒産企業の直接の比較によって検証することには問題があ

る。そこで、本稿では次の二つのステップで分析を進める。

- ① 倒産企業（A，C）と非倒産企業（B，D）を比較する。
- ② 倒産企業（A，C）と非倒産企業（B，D）の差異を、各々会計操作（倒産）企業（A）とコントロール企業（B）との差異、非会計操作（倒産）企業（C）とコントロール企業（D）との差異と比較する。

①で倒産企業と非倒産企業に差異が見られなかった場合、倒産の影響を受けていないと解釈する。さらに、②において①で観察された差異が、AとBの差異、CとDの差異と同じパターンであれば、会計操作の影響はないと、逆に異なる場合には会計操作の影響があると解釈する。

2.3 業績指標ならびに営業規模の傾向

次節以降、調査対象企業の資金調達と会計操作の関係について検証するが、それに先立ちサンプルの全般的な特徴を把握するために、業績指標ならびに営業規模に関連する指標を分析する。なお、本稿の調査対象は最終的に倒産した企業であることから、財務指標等において異常値が含まれる可能性がある。そこで、本稿では、異常値の影響を受けにくい中央値による分析を中心とし、検定手続きとしては、対応関係のある2群間の中央値の差の検定（ウィルコクソンの符号付順位和検定）を用いる⁵⁾。

まず、業績の傾向について捉えるために、サブサンプルごとに期首総資産で基準化した経常利益の中央値を算定した（表1パネルA）。倒産企業（A，C）は、コントロール企業（B，D）と比べ

表1 業績、事業規模関連指標の推移

パネルA 経常利益（総資産で基準化、中央値）						
	A	B	p値	C	D	p値
-7	3.77%	4.49%	0.193	3.02%	3.96%	0.388
-6	3.35%	4.53%	0.042**	1.82%	3.61%	0.322
-5	2.61%	4.28%	0.102	1.58%	3.92%	0.076*
-4	2.76%	4.52%	0.005***	1.17%	2.80%	0.023**
-3	2.73%	4.36%	0.020**	0.20%	2.42%	0.005***
-2	2.57%	3.66%	0.007***	0.58%	2.30%	0.007***
-1	1.86%	2.99%	0.059*	-0.93%	2.60%	0.000***
0	1.15%	2.78%	0.001***	-1.55%	3.23%	0.000***

パネルB 売上高成長指数（中央値）						
	A	B	p値	C	D	p値
-7	1.000	1.000		1.000	1.000	
-6	1.048	1.038	0.261	1.018	1.024	0.561
-5	1.037	1.049	0.796	1.008	1.067	0.706
-4	1.048	1.082	0.973	0.953	1.073	0.245
-3	1.081	1.085	0.842	0.834	1.060	0.099*
-2	1.027	1.103	0.277	0.833	1.044	0.043**
-1	1.025	1.113	0.538	0.779	1.073	0.048**
0	0.944	1.131	0.268	0.702	1.060	0.003***

* Aは会計操作企業（倒産企業）、BはAに対するコントロール企業（非倒産企業）、Cは非操作企業（倒産企業）、DはCに対するコントロール企業（非倒産企業）。AおよびBのサンプルサイズは88、CおよびDのサンプルサイズは36である。0は倒産直前の決算であることを示す（ただし、決算日直後に倒産し、有価証券報告書を提出していない場合、その前の決算期を直近決算期とする）。売上高成長指数は倒産前7期の値を1としてそれ以降の値を指数化したものである。p値はウィルコクソンの符号付順位和検定の検定統計量に対する有意確率であり、***はp<0.01、**はp<0.05、*はp<0.1を示す。

て業績が悪化しているが、会計操作企業（A）の中央値は、倒産直近まで正（黒字）となっている一方、非会計操作企業（C）では2期前以降赤字となっている。これについては、会計操作企業を「利益調整を通じて倒産直近の5期前以降のいずれかで黒字を計上した企業」として定義していることが影響していると考えられる。次いで、営業規模の傾向を把握するために、各サブサンプルの倒産7期前（-7期）の値を1としてそれ以降の値を指数化した「売上高成長指数」の中央値を算定した。会計操作企業（A）の売上高成長指数は-1期まで縮小しておらず、コントロール企業との間で統計的に有意な差は観察されない。それに対して、非会計操作企業（C）では-4期以降売上高成長指数が縮小しており、コントロール企業との差は統計的に有意であった⁶⁾。こうした傾向は木村・山本・辻川（2007）でも観察されており、会計操作企業が利益とともに営業規模の拡大を偽装していた可能性を示唆している。なお、表では示していないが、営業利益、経常利益についても同様の傾向が見出された。

3. 企業間信用と会計操作

本節では企業間信用と会計操作の関係について検証する。図1パネルAに示した通り、日本企業において運転資本は総資産の2割程度を占め、90年代以降そのウエイトは安定している。ここで、企業間信用の依存度の表す運転資本は、企業の資金繰りおよび企業間信用の状況を理解する上で重要な項目であると考えられる。Bowen, DuCharme, and Shores（1995）は、企業間信用への依存度が高い企業では、安定的な利益の計上を通じて評判（reputation）を維持するために、利益増加的な会計方法を選択しているとの証拠を示している。本稿の分析対象は倒産企業であり、

とりわけ企業間信用への依存度が高かったと考えられる。これらの点をふまえると、会計操作の動機として企業間信用の維持があるとの仮説を導くことができる⁷⁾。

表2パネルAでは、売上債権回転日数の中央値を示した。各期間において倒産企業（A, C）とコントロール企業（B, D）間で差異が見出されていない。倒産企業は倒産に至るプロセスで資金繰りの悪化が生じている可能性が高く、売上債権の回収を早めると予想される。こうした傾向は、会計操作企業（C）において観察されるが、会計操作企業では観察されていない。先に見たように、会計操作企業では営業規模の偽装を図っている可能性が高く、債権回収を早めることが困難であったとも解釈できる。パネルBは棚卸資産回転日数の中央値に関する結果である。全体的に倒産企業の方が長い傾向が見られるが、会計操作企業（A）において-1期と0期においてコントロール企業よりも有意に高まっていることから、倒産直前において在庫を積み増していると考えられる。パネルCでは仕入債務回転日数の推移について示した。ここでは、会計操作企業（A）においては6期前から倒産直近まで仕入債務がコントロール企業よりも長い傾向にある一方、非会計操作企業（C）は、倒産直近のみコントロール企業よりも長い。このことから、会計操作企業は企業間信用による資金調達への依存度が高いといえ、これが会計操作の一因となったと考えられる。最後に、資金の流動性の全般的な状況を見るために、パネルDにおいて流動比率（=流動資産÷流動負債）を示した⁸⁾。-4期以降倒産直近にかけて倒産企業（A, C）は、コントロール企業と比べて有意に流動比率が低くなっている。ただし、会計操作企業（A）では、倒産直近でも100%を上回っているのに対し、非操作企業（C）では-4期以降100%を下回っている。流動比率が容易に算定さ

表2 運転資本関連指標の中央値の推移

パネルA 売上債権回転日数 (中央値)						
	A	B	p値	C	D	p値
-7	83.24	81.37	0.699	72.19	74.23	0.272
-6	79.94	75.74	0.410	82.12	76.43	0.414
-5	83.99	77.91	0.412	80.79	80.85	0.649
-4	85.83	77.82	0.632	85.87	77.94	0.414
-3	82.06	77.30	0.687	78.37	76.13	0.379
-2	83.78	73.52	0.168	79.91	75.03	0.379
-1	79.79	69.76	0.128	78.30	81.08	0.540
0	77.72	66.01	0.121	68.42	81.72	0.802

パネルB 棚卸資産回転日数 (中央値)						
	A	B	p値	C	D	p値
-7	95.47	99.39	0.914	87.32	73.87	0.987
-6	57.19	56.17	0.848	76.22	62.91	0.144
-5	60.03	55.76	0.527	61.18	69.83	0.203
-4	62.89	57.30	0.322	68.80	63.51	0.258
-3	62.27	57.58	0.626	82.22	56.30	0.196
-2	66.96	54.14	0.116	60.27	56.56	0.359
-1	62.11	52.92	0.070*	58.44	47.48	0.756
0	56.84	54.36	0.011**	54.02	46.49	0.694

パネルC 仕入債務回転日数 (中央値)						
	A	B	p値	C	D	p値
-7	72.43	71.14	0.829	65.63	59.65	0.566
-6	73.43	59.54	0.030**	62.16	62.40	0.278
-5	70.27	56.67	0.002***	54.73	62.43	0.530
-4	70.84	57.36	0.001***	53.30	64.32	0.423
-3	66.26	54.52	0.005***	62.24	60.14	0.209
-2	72.63	54.82	0.001***	57.45	56.48	0.116
-1	64.44	51.09	0.013**	58.95	55.46	0.209
0	61.62	52.45	0.015**	68.77	56.40	0.090*

パネルD 流動比率 (中央値)						
	A	B	p値	C	D	p値
-7	108.8%	110.4%	0.405	109.3%	119.0%	0.330
-6	108.1%	113.0%	0.306	106.1%	126.4%	0.124
-5	108.6%	113.0%	0.113	101.2%	124.0%	0.245
-4	109.9%	122.0%	0.052*	97.7%	129.5%	0.041**
-3	108.0%	125.1%	0.006***	96.3%	126.8%	0.068*
-2	107.4%	131.4%	0.005***	87.2%	118.1%	0.010***
-1	101.5%	129.4%	0.002***	74.6%	120.5%	0.002***
0	100.6%	127.7%	0.000***	54.1%	125.1%	0.000***

* Aは会計操作企業 (倒産企業)、BはAに対するコントロール企業 (非倒産企業)、Cは非操作企業 (倒産企業)、DはCに対するコントロール企業 (非倒産企業)。AおよびBのサンプルサイズは88、CおよびDのサンプルサイズは36である。0は倒産直前の決算であることを示す(ただし、決算日直後に倒産し、有価証券報告書を提出していない場合、その前の決算期を直近決算期とする)。売上債権回転日数は売上債権÷(売上高÷365)、棚卸資産回転日数は棚卸資産÷(売上高÷365)、仕入債務回転日数は仕入債務÷(売上高÷365)、流動比率は流動負債÷流動資産×100%として定義している。p値はウィルコクソンの符号付順位和検定の検定統計量に対する有意確率であり、***は $p < 0.01$ 、**は $p < 0.05$ 、*は $p < 0.1$ を示す。

れる財務指標であることをふまえれば、結果的に会計操作を通じて企業の流動性について問題がないことをシグナルする役割を果たしていた可能性がある。

4. デットファイナンスと会計操作

本節では、デットファイナンス（負債による資金調達）と会計操作の関係について検証する。図1パネルAで見た通り、近年、借入や社債によるデットファイナンスのウエイトは低下する傾向にはあるが、依然として重要なウエイトを占めている。実証会計理論（positive accounting theory）において、デットファイナンスの下で締結される明示的あるいは黙示的な債務契約は、利益調整（earnings management）の動機となることが示されている（Watt and Zimmerman 1986, 須田, 2000）。また、本稿のサンプルは最終的に倒産した企業であることから、資金を確保することの必要性はより高かったと推定され、さらに、以下の分析で示される通り、倒産企業はコントロール企業よりも負債比率が高い傾向にある。そこで、銀行からの借り入れ、社債を通じた資金調達に注目して、それらがいかに会計操作の動機となるのかについて検討する。

日本企業の資金調達においては、1990年代前半までは、銀行への依存度が高く、いわゆるメインバンク・システムが機能していた（小佐野・堀, 2011）。小佐野・堀（2011）は、メインバンク・システムの下で、「メインバンクは、通常の借入金利に『保険プレミアム』分をプラスしたものを受け取る一方、融資先企業が経営難に陥った際には、例えば追加的な損失を招くことになろうとも金融支援を行った」と指摘している。しかしながら、1990年代半ば以降日本の銀行は不良債権問題に直面することとなり、1997年の銀行危機以

降、メインバンク・システムはその性格を変えたと考えられる。1998年に金融監督庁（現 金融庁）が設置され、さらに、1999年には「預金等受入金融機関に係る検査マニュアル」（以下、「検査マニュアル」）が出されて、銀行に対する監視が強化されることとなった。検査マニュアルでは、各金融機関は業績が悪化した貸付先企業を「要注意先」とし、貸付金に対する貸倒引当金の積み増しを検討することを求めている。ここで、業績悪化のベンチマークとしては、「機械的・画一的に適用してはならない」としつつも⁹⁾、「要注意先」の例として損失計上を示している。「要注意先」となることで、システムティックに銀行からの借入が困難になることはないが借入条件が悪化する可能性もある。したがって、資金調達として借入金に依存する企業が会計操作を通じて利益（黒字）を計上する強い動機を有していたと考えられる。

また、2000年代に入りシンジケートローンが拡大している点にも注目すべきである。全国銀行協会による貸出債権市場取引動向によると¹⁰⁾、シンジケートローンは1997年には4,000億円程度の規模であったものが、2005年には25兆円を超える規模となっている。シンジケートローンによる融資では、多数の銀行等が関与することから、モニタリングではなく、財務制限条項（ローン・コベナント）を通じて融資リスクをコントロールするケースが多い。そして、財務制限条項に抵触した場合、メインバンク・システムの下では、借入金の返済期間の延長などの対応を受けることができたが、シンジケートローンの下では、すべての金融機関の同意が必要となることから、システムティックに返済を求められるケースが多く、資金繰りに窮することとなる（滝川, 2009）。すなわち、財務制限条項への抵触は、倒産に直結する可能性があるといえる。例えば、みらい建設工業株式会社は2007年9月に、32の金融機関と結んでいる

シンジケートローンの財務制限条項に抵触した結果、資金繰りに行き詰まり民事再生法を申請することとなった（日本経済新聞2007年9月28日朝刊¹¹⁾。本稿のサンプルは、2000年以降の倒産企業であり、借入あるいは銀行との関係の維持を目的として会計操作を実施したとの仮説が導かれる。

社債に発行については、1996年1月に適債基準が撤廃されて以降は証券取引法（現、金融商品取引法）上「財務上の特約」となり、自由に条項およびその内容を設定することができるようになっている。その結果、社債発行に際し、財務制限条項が含まれることもあるが、比較的自由度が増している。しかし、金利等の発行条件は格付け機関による発行体の格付けによって左右されることとなり、社債を発行している企業は格付けを意識することとなる。格付けは、様々な要素を加味して決定されるが、業績や収益性指標は重要な要素の一つとなっている¹²⁾。この点をふまえると、社債発行企業が、会計操作を通じて利益水準や営業規模を偽装していたと考えられる。

デットファイナンスと会計操作の関係についての分析結果を表3で示した。まず、負債比率（パネルA）を見ると、倒産企業（A、C）は対応するコントロール企業（B、D）よりも倒産前より負債比率が高い傾向にあることが分かる。このことは、倒産に至る原因の一つとして、デットファイナンスへの依存があることと首尾一貫している。パネルBおよびパネルCでは、短期および長期借入金の総資産に対する比率の中央値を示している。短期借入金比率については、倒産企業であれば、会計操作企業（A）、非会計操作企業（C）ともに、高い傾向にあり、非操作企業（C）の-7期を除き、統計的に有意な差が観察された。一方、長期借入金比率については、会計操作企業（A）では、分析期間を通じてコントロール企業

よりも有意に高かったが、非操作企業（C）では有意差は観察されなかった。ここでの分析では、一年以内返済長期借入金は短期借入金として取り扱っていることから、長期借入金の存在は直ちに企業の資金繰りに影響を及ぼすことはない。したがって、会計操作企業において長期借入金比率の高いことが観察されたことは、会計操作の背景として長期借入金による資金調達があったことを示唆している。

表3パネルDでは、社債による資金調達に関する分析結果を示している。ここでの検定手法としてはフィッシャーの正確確率検定を用いている。会計操作企業（A）では、倒産直近と-6期を除いて、社債による資金調達を実施している企業の割合が、コントロール企業よりも統計的に有意に高い。一方、非操作企業（C）は-7期と-6期において社債による資金調達を実施している企業の割合が高いものの、その後はほぼ差異がなくなっている。ここでの分析では、貸借対照表の社債残高を用いていることから、社債に関わる金利等の条件は考慮されていないが、会計操作を通じて社債による資金調達の維持の可能性を高めたと解釈することが可能である。ただし、会計操作企業についても倒産直近（0期）では有意差は観察されておらず、-1期と比べて社債による資金調達のウエイトが低くなったことが窺える。また、社債による資金調達については業種、規模の影響は比較的小さいと考えられることから、コントロール企業を介さない、会計操作企業（A）と非操作企業（C）の間の分析も実施した。その結果、-4期以降、5%水準で会計操作企業の方が社債による資金調達をしている企業の割合が高いことが示唆されており、会計操作の背景として社債の発行があると解することができる。

表3 デットファイナンス関連指標の中央値の推移

パネルA 負債比率（中央値）						
	A	B	p 値	C	D	p 値
-7	79.32%	71.53%	0.005***	78.81%	67.50%	0.033**
-6	80.51%	71.57%	0.001***	78.65%	66.75%	0.015**
-5	81.00%	70.35%	0.000***	76.18%	64.43%	0.010***
-4	82.23%	67.80%	0.000***	79.04%	60.23%	0.009***
-3	81.58%	63.37%	0.000***	82.56%	62.26%	0.000***
-2	81.64%	61.95%	0.000***	84.72%	65.47%	0.000***
-1	83.52%	64.42%	0.000***	87.48%	65.23%	0.000***
0	88.41%	67.71%	0.000***	93.46%	65.95%	0.000***

パネルB 短期借入金比率（中央値）						
	A	B	p 値	C	D	p 値
-7	24.09%	15.79%	0.019**	19.92%	15.23%	0.124
-6	24.83%	14.50%	0.003***	24.19%	14.34%	0.041**
-5	25.80%	16.79%	0.000***	26.15%	14.38%	0.018**
-4	27.55%	13.13%	0.000***	29.80%	15.41%	0.002***
-3	28.85%	13.94%	0.000***	35.06%	16.50%	0.003***
-2	30.62%	13.66%	0.000***	40.15%	16.66%	0.001***
-1	30.92%	14.99%	0.000***	41.42%	13.94%	0.000***
0	32.40%	15.32%	0.000***	54.55%	14.40%	0.000***

パネルC 長期借入金比率（中央値）						
	A	B	p 値	C	D	p 値
-7	12.17%	7.08%	0.052*	14.28%	6.52%	0.207
-6	12.59%	6.71%	0.042**	10.17%	9.87%	0.888
-5	11.38%	6.80%	0.031**	8.58%	8.05%	0.789
-4	10.86%	7.18%	0.091*	11.60%	8.68%	0.432
-3	10.56%	6.78%	0.031**	10.89%	7.55%	0.338
-2	12.12%	8.51%	0.061*	11.97%	7.98%	0.802
-1	10.95%	6.05%	0.047**	11.18%	7.63%	0.741
0	9.58%	7.68%	0.011**	5.56%	6.72%	0.457

パネルD 社債による資金調達を実施している企業の割合							
	A	B	p 値	C	D	p 値	A-C間の検定結果 (p 値)
-7	45.45%	34.09%	0.063*	55.56%	47.22%	0.024**	0.154
-6	44.32%	28.41%	0.148	58.33%	50.00%	0.024**	0.080*
-5	50.00%	32.95%	0.012**	55.56%	55.56%	0.500	0.288
-4	53.41%	36.36%	0.012**	36.11%	41.67%	0.315	0.041**
-3	53.41%	42.05%	0.067*	30.56%	36.11%	0.310	0.012**
-2	53.41%	38.64%	0.029**	30.56%	27.78%	0.402	0.012**
-1	50.00%	36.36%	0.035**	33.33%	25.00%	0.220	0.047**
0	43.18%	35.23%	0.141	25.00%	25.00%	0.500	0.030**

* Aは会計操作企業（倒産企業）、BはAに対するコントロール企業（非倒産企業）、Cは非操作企業（倒産企業）、DはCに対するコントロール企業（非倒産企業）。AおよびBのサンプルサイズは88、CおよびDのサンプルサイズ36である。0は倒産直近の決算であることを示す（ただし、決算日直後に倒産し、有価証券報告書を提出していない場合、その前の決算期を直近決算期とする）。負債比率は総負債÷総資産、短期借入金比率は短期借入金（一年以内返済長期借入金を含む）÷総資産、長期借入金比率は長期借入金÷総資産である。パネルA～Cの p 値はウィルコクソンの符号付順位和検定の検定統計量に対する有意確率、パネルDの p 値はフィッシャーの正確確率検定の検定統計量に対する有意確率であり***は $p < 0.01$ 、**は $p < 0.05$ 、*は $p < 0.1$ を示す。

5. 株主構成と会計操作

図1 パネルAで見たように、90年代以降、企業の資金調達の中で自己資本のウェイトが高まっている。日本企業を分析対象とした利益調整に関する研究では、株主構成に注目することが多く、安定的な株主の持株比率が高い企業においては利益の調整が抑制されることが、示唆されている（木村，2003、首藤，2010）。また、木村・山本・辻川（2007）では、金融機関による株式保有が会計操作を抑制していたとの結論を示している。本節では、役員、金融機関、その他法人、個人の各投資主体による株式の保有が¹³⁾、会計操作に影響を及ぼすのか否かについて検討する¹⁴⁾。

表4 パネルAでは役員の持株比率の中央値の推移を示した。倒産企業（A，C）は会計操作の有無にかかわらず、役員持株比率が低下傾向にあり、倒産直近においては会計操作企業（A）では10%水準で、非操作企業（C）では1%水準でコントロール企業よりも低くなっている。役員は倒産の可能性について他の投資主体よりも情報優位にあることをふまえれば、倒産を予見して株式を手放したとも考えられる。一方、会計操作企業と非操作企業間で顕著な差異は見出されなかった。

パネルBでは金融機関に関する結果を示している。会計操作企業（A）では各期間でコントロール企業と有意差が観察されなかったが、非操作企業（C）では-7期から-4期にかけて、コントロール企業のよりも統計的に有意に高い金融機関の持株比率が観察された。金融機関による持株比率が高い場合には、安定的な株主として機能することから、会計操作を通じて資金調達を維持する必要がなかった、あるいは金融機関は相対的に多くの株式を保有することで、当該企業に対するモニタリングを強めたため会計操作を実施することが困難であったと考えられる。逆に、金融機関との

関係が強くない場合において会計操作を実施する必要があったとも解することもできる。ただし、倒産企業（A，C）では、倒産が近づくにつれて金融機関の持株比率は低下しており、必ずしも安定的な株主として機能していないことが窺える。金融機関が企業の株式を保有する場合、当該企業に対して融資等も実施している可能性が高く、そうであれば、金融機関も役員と同様、他の投資主体と比べて情報優位にあると考えられる。そのことと、持株比率を減らしている傾向を合わせると、倒産を予見していた可能性もある。

パネルCはその他法人の持株比率の推移に関する結果である。ここで、その他法人は主に事業法人であると考えられる。会計操作企業（A）の倒産直近においてのみコントロール企業よりも統計的に有意に低い水準であることが示唆されているものの、それ以外については有意差が観察されなかった。また、その他法人の持株比率については倒産に至るプロセスにおいて大きな変動は見られておらず、金融機関とは対照的である。一般的にはその他法人（事業法人）も金融機関と同様に相対的に安定的な株主として機能するが、倒産に至るプロセスで株式を手放する割合は大きく低下していない。事業法人についても倒産を予見できた可能性はあるが、企業との取引関係もあると想定されることから、事業活動が継続する限り、株式を手放すことはなかったとも考えられる。

最後に、パネルDでは役員を除く個人株主の持株比率の推移を示した。非操作企業の倒産直近を除き、会計操作、非操作企業とコントロール企業の間で有意差は観察されなかった。全体として、個人株主の持株比率は高まる傾向にあり、これは個人株主についてはほぼ横ばいであった上場企業全体の傾向とはやや異なる（図1 パネルB参照）。ただし、会計操作企業では、-1期から倒産直近（0期）にかけて比率が上昇している（表では示して

表4 投資主体別の持株比率の中央値の推移

パネルA 役員（中央値）						
	A	B	p 値	C	D	p 値
-7	2.16%	1.10%	0.841	3.08%	1.19%	0.523
-6	1.61%	1.03%	0.815	3.17%	1.27%	0.806
-5	1.21%	1.04%	0.629	3.11%	2.97%	0.870
-4	1.35%	1.13%	0.478	2.91%	4.84%	0.302
-3	1.51%	1.12%	0.779	2.45%	5.89%	0.095*
-2	1.08%	1.56%	0.302	1.34%	5.23%	0.149
-1	0.86%	1.98%	0.199	0.96%	3.45%	0.112
0	0.60%	1.91%	0.096*	0.36%	6.36%	0.005***

パネルB 金融機関（中央値）						
	A	B	p 値	C	D	p 値
-7	17.02%	17.55%	0.449	26.30%	13.60%	0.010**
-6	15.98%	17.55%	0.255	25.71%	14.48%	0.006***
-5	16.66%	17.08%	0.444	23.57%	15.30%	0.024**
-4	16.68%	16.68%	0.401	22.08%	15.71%	0.071*
-3	15.56%	15.67%	0.271	19.77%	15.14%	0.179
-2	13.95%	14.34%	0.556	17.56%	14.93%	0.376
-1	12.59%	14.12%	0.525	15.62%	14.91%	0.857
0	10.98%	13.21%	0.183	14.87%	14.58%	0.502

パネルC その他法人（主に事業法人）（中央値）						
	A	B	p 値	C	D	p 値
-7	24.48%	22.40%	0.984	27.42%	18.52%	0.302
-6	24.99%	23.81%	0.826	27.91%	19.92%	0.359
-5	22.98%	24.44%	0.567	27.32%	22.66%	0.566
-4	21.57%	24.53%	0.304	26.58%	24.87%	0.441
-3	22.37%	26.51%	0.205	25.01%	23.63%	0.555
-2	23.36%	26.71%	0.263	26.03%	23.14%	0.544
-1	23.86%	26.13%	0.180	24.44%	23.42%	0.225
0	21.36%	26.03%	0.063*	23.17%	23.73%	0.116

パネルD 役員を除く個人（中央値）						
	A	B	p 値	C	D	p 値
-7	35.34%	29.63%	0.622	31.01%	28.15%	0.512
-6	36.33%	31.24%	0.996	32.60%	30.58%	0.635
-5	37.66%	34.16%	0.972	34.09%	35.87%	0.694
-4	37.46%	36.07%	0.870	38.27%	42.05%	0.883
-3	38.66%	38.50%	0.646	42.08%	43.11%	0.857
-2	39.31%	39.19%	0.908	41.34%	43.79%	0.432
-1	42.68%	40.00%	0.814	44.67%	42.72%	0.201
0	48.58%	42.24%	0.395	47.24%	43.26%	0.092*

* Aは会計操作企業（倒産企業）、BはAに対するコントロール企業（非倒産企業）、Cは非操作企業（倒産企業）、DはCに対するコントロール企業（非倒産企業）。AおよびBのサンプルサイズは88、CおよびDのサンプルサイズ36である。0は倒産直近の決算であることを示す（ただし、決算日直後に倒産し、有価証券報告書を提出していない場合、その前の決算期を直近決算期とする）。 p 値はウィルコクソンの符号付順位和検定の検定統計量に対する有意確率であり、***は $p < 0.01$ 、**は $p < 0.05$ 、*は $p < 0.1$ を示す。

いないが、中央値の差の検定の結果、5%水準で統計的に有意であった。会計操作、非操作企業のその他の年度では有意差が観察されていない)。この結果と先の知見をふまえると、金融機関、役員、その他法人で手放された株式の受け皿に個人株主になっており、会計操作企業においてその傾向が顕著であるとも解釈される。個人株主は他の投資主体と比べて相対的に情報劣位にあり、また、企業に関する情報源として会計数値に対する依存度が高いことをふまえると、結果的に会計操作を通じて個人株主がミスリードされた可能性もある¹⁵⁾。

6. 配当の実施と会計操作

日本では、1株当たり配当金の固定化を図る安定配当政策をとる企業が多かったが、近年では業績に連動させるような配当政策（業績連動型配当政策）を採用する企業が増加している（石川、2010、第1章）。経営者は、旧商法、会社法における配当規制（上限に関する規制）の下で、利益と内部留保の一部（商法下での配当可能利益、会社法下での分配可能額）から配当を実施することになる。業績連動型配当政策をとる場合、もしくは安定配当政策をとっていても配当財源に余裕がある場合には、配当の実施において利益水準を考慮する必要は生じない。しかしながら、業績連動型配当政策をとりつつも減配や無配転落を忌避する場合、あるいは配当可能な財源が枯渇してきている場合には、配当の実施を意識した会計操作が実施される可能性が生じる。とりわけ、倒産企業では、倒産に至るプロセスにおいて業績不振に直面していることから、配当実施のための会計操作の重要性が高まる。石川（2010）が指摘するように、日本企業において配当が「特別の価値」を有するならば、倒産に至るプロセスにおいても配

当の実施を模索していた可能性がある。

しかしながら、配当はキャッシュの流出を伴うものであり、最終的に倒産に至ったことをふまえれば、最適な行動であったか否かについては疑問の余地があり、いかなる動機の下で配当を実施したのかが問題となる。ここで、配当無関連命題（Miller and Modigliani, 1961）を前提とするのであれば、配当を実施することは適切とはならない。しかしながら、将来業績に対する経営者のシグナルの役割を果たすと予想するシグナリング仮説（John and Williams, 1985）、あるいは配当が経営者の私的利益追求を防ぐことによる企業価値の向上に資すると予想するフリーキャッシュフロー仮説（Jensen, 1986）を考えると、会計操作の動機として配当の実施があったと想定される。すなわち、倒産に至るプロセスの中で、経営者が株主に対して将来業績の改善、成長をシグナリングする必要があった、もしくは業績が悪化する中で株主との利害関係を緩和する必要性が高まったと考えられるのである¹⁶⁾。

表5では、会計操作、および非操作企業の有配企業の割合の推移について示した¹⁷⁾。ここでの統計的検定は、フィッシャーの正確確率検定を用いている。なお、利益と配当についての関係を考察するならば、配当性向を観察することが有効であるが、本稿のサンプル（とりわけ非操作企業）においては赤字計上企業が多く、配当性向を算定できないケースも多いことから配当の有無にのみ焦点を当てることとした。会計操作企業（A）および非操作企業（C）とも、倒産に至るプロセスで有配企業の割合が低下している。コントロール企業との比較でも会計操作企業では-3期前から、非操作企業では分析期間を通じて有意差が観察されている。他方、会計操作企業では倒産直近でも有配企業の割合が32.95%であるのに対し非操作では2.78%となっており、会計操作企業の方が顕

表5 有配企業の割合の推移

	A	B	p値	C	D	p値	A-C間の検定結果 (p値)
-7	75.00%	76.14%	0.439	66.67%	80.56%	0.093*	0.174
-6	71.59%	77.27%	0.195	58.33%	83.33%	0.011**	0.071*
-5	67.05%	80.68%	0.206	58.33%	80.56%	0.021**	0.158
-4	67.05%	80.68%	0.206	50.00%	72.22%	0.029**	0.395
-3	61.36%	84.09%	0.000***	38.89%	66.67%	0.011**	0.012**
-2	57.95%	80.68%	0.001***	19.44%	66.67%	0.000***	0.001***
-1	47.73%	77.27%	0.000***	19.44%	69.44%	0.000***	0.002***
0	32.95%	76.14%	0.000***	2.78%	72.22%	0.000***	0.000***

* Aは会計操作企業（倒産企業）、BはAに対するコントロール企業（非倒産企業）、Cは非操作企業（倒産企業）、DはCに対するコントロール企業（非倒産企業）。AおよびBのサンプルサイズは88、CおよびDのサンプルサイズ36である。0は倒産直近の決算であることを示す（ただし、決算日直後に倒産し、有価証券報告書を提出していない場合、その前の決算期を直近決算期とする）。p値はフィッシャーの正確確率検定の検定統計量に対する有意確率であり、***は $p < 0.01$ 、**は $p < 0.05$ 、*は $p < 0.1$ を示す。

著に高い（会計操作企業と非操作企業間の検定の結果、-6期および-4期から倒産直近にかけて有意となっている）。この結果から、会計操作を通じて配当を維持する可能性を高めたと解釈することができ、配当の維持が会計操作の動機の一つとしてあったと考えられる¹⁸⁾。しかしながら、会計操作企業は、負債への依存度が高い状況にあり、キャッシュの流出を伴う配当の実施が経済的に見て最適な行動であったとは言い難い。その中でも会計操作を実施してでも配当を実施したことは、配当の実施を通じて企業の存続可能性や業績の回復期待をシグナリングする意図があったとも解釈することができる。

Skinner and Soltés (2011) は、有配企業は無配企業よりも利益の質（利益の持続性）が高いことを示しているが、ここでの結果はそうした議論が妥当しないケースがあることを示している。会計操作企業の配当は、会計操作を通じてかさ上げされた利益をベースに実施され、そうした質の低い利益の下で実施された配当は将来の企業状態について適切なシグナルではないと考えるべきであろう。換言すれば、「配当の質」と利益の質は相互に関連している可能性もあるといえる。

7. 結論と今後の課題

本稿では、木村・山本・辻川（2007）に則り、2000年以降の倒産企業に焦点を当てて、企業の資金調達と会計操作と関係について検討した。その結果、会計操作の背景として、企業間信用への依存、借入（とりわけ長期借入金）への依存、金融機関との関係が弱いこと、社債の発行、そして、配当の維持があることが見出された。その一方で、金融機関以外の株主が会計操作の有無に影響している証拠は示されなかった。主に1980年代、90年代の会計操作に焦点を当てた木村・山本・辻川（2007）の結果と比べてみると、会計操作を実施していない倒産企業において長期借入金の減少が顕著となっていること、さらに、社債による資金調達を実施している企業の割合で、会計操作企業と非操作企業間で顕著な差異が示唆された点が多かった。その背景には、企業と銀行の関係の変化、特にいわゆるメインバンクと企業の関係が弱まる中で、利益水準に応じてシステムティックな取引がなされていること、さらには、金融の自由化が進んだ中で、直接金融（とりわけ社債）の重要性が高まったことがあると考えられる。ただ

し、全体的としては、大きな変化は見られておらず、会計操作の背景としては、資金調達において不利な状況に置かれている企業が、資金調達を維持することにあつたと考えられる。会計操作（あるいは違法な会計操作といえる粉飾決算）の手法は、ライブドア事件にみられるように、2000年代以降、多様化、複雑化している。しかしながら、資金調達の維持が会計操作の動機の一つとなる点については変化しておらず、会計操作の原因・背景に注目した制度設計が重要であることを示唆している。

本稿の貢献としては次の点をあげることができる。第一に、過去に実施された実証研究の追試を試みたことである。日本の会計研究において実証研究の蓄積は北米の会計研究と比べると小さく、特に、先行研究の追試は僅少である。しかし、日本ではいわゆる会計ビッグバンの下、会計基準が大きく変化しており、また、第1節で見たように企業の資金調達方法や投資主体別の持株比率に関する構造的な変化も見られる。先行研究の知見が、こうした変化の影響を受けているか否かについて検証することは重要である。本稿の結果でも一部において先行研究との間で差異が観察されており、実証研究のエビデンスが、経済や制度的環境の影響を受けることを示唆している。第二に、本稿は倒産と会計操作という二つの事象に同時的に取り組むことで、より踏み込んだ解釈を可能としている点にある。本稿では会計操作と資金調達の関係について検証したが、こうした研究では、会計操作が効率的な行動だったのか、それとも機会主義的行動だったのかについて解釈することは困難である。しかし、本稿では倒産というイベントに関連づけて会計操作を分析したことから、結果的にはあるが会計操作が機会主義的行動であるとみなすことが可能となる。

一方で、本稿にはいくつかの課題が残されている。

第一に、近年、会社法の制定によるコーポレートガバナンスの強化、金融商品取引法の下での内部統制報告制度の導入など、会計操作を抑制する規制が強化されているが、これらの規制が会計操作に及ぼす影響は興味深い課題である。第二に、会計操作の影響ないし帰結をめぐる議論である。本稿では倒産に至るプロセス中で会計操作の背後にどのような動機にあつたのかについて考察したが、それがどのような帰結をもたらしたかについても明らかにする必要がある。前者については、今後のデータの蓄積を待つて解明すべき課題である。後者のうち株式市場に対する影響については、石川・音川（2013）で検討される。

《注》

- 1) 本稿の倒産の定義は、帝国データバンク社『COSMOS倒産ファイルデータベース』における定義に従っている。同データベースでは、倒産態様を、会社更生法、商法整理、和議、破産、特別清算、任意整理（銀行取引停止処分は「任意整理」で収録）、民事再生法に区分して収録している。
- 2) データはNEEDS-CD ROM日経財務データDVD版から収集している。
- 3) 2000年4月1日から2011年3月31日に倒産した企業を取り扱う。具体的な選択基準は以下の通りである。(1) 日本の証券取引所に上場している、あるいは店頭公開されている。(2) 倒産日（民事再生法等申請日）が2000年4月1日から2011年3月31日の間にある。(3) 一般事業会社である（銀行、証券、保険業を除く）。また、コントロール企業の選択基準は以下の通りである。(1) 日本の証券取引所に上場あるいは店頭公開されている。ただし倒産企業と同一の証券取引所とは限らない。(2) 日経小分類（131業種）で倒産企業と同じ業種に属している。(3) 2011年3月31日までに倒産していない。(4) 同一企業が複数の倒産企業のコントロール企業とはならない。(5) 倒産企業と対応させる決算日の2期前から変則決算を行っていない。
- 4) 本稿では、倒産以前7年にわたる分析を実施することから、この期間に決算期の変更があったケースがあった場合はサンプルから除外される。なお、倒産（またはコントロール）企業においてのみデータが入手できた場合でも、対応するコントロール（非倒産）企業を併せて除外する。
- 5) 対応のある平均値の差の検定についても実施したが、中央値の差の検定とおおむね同様の結果が得られた。
- 6) 棚卸資産、仕入債務についても同様の傾向が見出されている。
- 7) ただし、ここで留意しなくてはならないのは、運転資本の

操作は会計操作の代表的な手段となる点である。本稿では、榎本・首藤（2013）に従い、会計操作を推定にあたり裁量の会計発生高を用いていることから、会計操作企業においては、システムティックに運転資本の異常な変動が観察される可能性が高い。したがって、運転資本項目の分析の解釈にあたっては、資金調達手段としての側面と会計操作の側面の両者が混在している可能性がある。

- 8) 当座比率についても分析を実施しているが、同様の傾向が見出されている。当座比率と流動比率の差異が主に在庫水準によって生じることをふまれば、在庫の増大によって流動比率が高まっている可能性は低い。
- 9) 赤字の原因が固定資産の売却損など一過性のものであり、短期間に黒字化することが確実と見込まれる債務者については、「要注意先」と判断してはならないといった指針が示されている。
- 10) 全国銀行協会のサイト（http://www.zenginkyo.or.jp/stats/year4_01/；2012年12月現在）参照。
- 11) 同社は本稿のサンプルとしても含まれている。
- 12) 例えば、株式会社日本格付研究所の「コーポレート等の信用格付方法」（http://www.jcr.co.jp/rat_corp/rat_tech.html；2012年12月現在）では、格付けにあたり企業規模、収益性の観点から利益および利益に関連指標を参照する旨の指摘がある。
- 13) 図1 パネルBによると、日本企業において平均的には外国人投資家のウェイトが増しているが、本稿のサンプル企業およびコントロール企業の外国人の持株比率の中央値は1%を下回っている。外国人投資家は、大企業を中心に投資化する傾向が強い一方、倒産企業は上場企業の中でも相対的に小規模な企業が多く（榎本・首藤，2013参照）、またコントロール企業の選択にあたり倒産企業に規模が近似していることを条件としていることが背景にあると考えられる。なお、持株比率が僅少なケースが多い証券会社、政府、外国人については分析しない。
- 14) 本稿の分析では実際に取引がなされた株価水準を考慮していないことから、持株比率の変化が経済的にみて妥当であったか否かについて厳密に議論することはできない。
- 15) 先に述べたように、ここでの議論は実際に取引された株価を考慮していないことから、そうした取引が経済的合理性を有していたか否かについては明らかではない。この点については、石川・音川（2013）を参照のこと。
- 16) 花枝・芹田（2008）は、日本企業を対象としたサーベイ調査を通じてシグナリング仮説が支持されることを示している。
- 17) 本稿のデータは、連結ベースのデータであることから、規制上は利益との間につながりがあるケースは限定的である。ただし、企業は、実務上連結利益と配当の関係を意識していると考えられる。

- 18) 会計操作企業は会計操作を通じて黒字を計上しているケースが多く、結果として配当をせざるを得なかった可能性もある。

《参考文献》

- Bowen, R. M., DuCharme, L. Shores, D. 1995. Stakeholders' implicit claims and accounting method choice. *Journal of Accounting and Economics* 20, 255-295.
- 榎本正博・首藤昭信, 2013. 「倒産企業における会計操作の検出」『現代ディスクロージャー研究』 本号.
- 淵田康之, 2005. 「シンジケートローン市場の拡大と証券規制」『資本市場クォーターリー』 第9巻第1号, 43-49.
- 花枝英樹・芹田敏夫, 2008. 「日本企業の配当政策・自社株買い—サーベイ・データによる検証—」『現代ファイナンス』 第24巻, 129-160.
- 石川博行, 2007. 「配当政策の実証分析」, 中央経済社.
- 石川博行, 2010. 「株価を動かす配当政策 コロポレーション効果の実証分析」, 中央経済社.
- 石川博行・音川和久, 2013. 「会計操作に対する株価反応」『現代ディスクロージャー研究』, 本号.
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
- 木村史彦, 2003. 「経営者の近視眼的投資行動と企業のガバナンス構造—研究開発投資水準の決定をめぐる—」『管理会計学』 第11巻第1号, 43-56.
- 木村史彦・山本達司・辻川尚起, 2007. 「企業の資金調達と会計操作」, 須田一幸・山本達司・乙政正太 編『会計操作』第5章, ダイアモンド社, 109-146.
- Miller M., Modigliani F., 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* 34, 411-433.
- 小佐野広・堀敬一, 2010. 「「メイン寄せ」による規律付けと実証分析」, 宮島英昭編『日本の企業統治』 東洋経済新報社, 73-146.
- 首藤昭信, 2010. 「日本企業の利益調整—理論と実証—」, 中央経済社.
- Skinner, D., Soltes, E., 2011. What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies* 16, 1-28.
- 須田一幸, 2000. 「財務会計の機能—理論と実証」, 白桃書房.
- 滝川好夫, 2009. 「シンジケート・ローンに関する先行研究：1つのサーベイ」『国民経済雑誌』 第199巻第4号, 1-14.
- Watts, R., Zimmerman, J., 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall, 須田一幸訳, 1991, 「実証理論としての会計学」, 白桃書房.