企業倒産の予測可能性に関する考察

経営学部４年　河　野　洋　介
経営学部４年　村　田　雅　彦

［目次］
１．はじめに
２．企業倒産の概念
３．倒産企業のサンプル
４．本研究の分析に用いる財務指標
５．分析結果とその考察
６．むすびにかえて

１．はじめに

本研究の目的は，倒産した企業の財務諸表の会計データを財務諸表分析の手法を用いて解析し，倒産企業にはどのような財務的特徴がみられるのかを調査することである。本研究では，わが国において実際に倒産した上場企業60社をサンプル企業として，その財務諸表から読み取れる複数の財務指標に関する時系列推移の結果を報告する。

帝国データバンクの調査によれば，国内における倒産企業の数は年々増加の傾向にあり，2007年度においては倒産件数が１万1333件にも及んでいる。これは2006年度と比べると18.4%増という状態である。また，今年度においては金融危機などの影響により，さらに倒産企業が増加することが予想される。

企業の倒産については，倒産法や倒産処理手続など法律的な側面から考察を行っている研究や文献は多くみられる。しかし，本研究のように財務諸表分析の視点から企業倒産を取り上げた研究や文献はあまりみられない。

本研究を通じて，倒産企業に特有な財務的特徴を検出することができれば，企業倒産の予測可能性が高まり，企業をとりまく利害関係者が倒産による損

失を事前に回避することができるという意味で，利害関係者の投資意思決定に寄与すると思われる。またここに，本研究の意義があると考える。

２．企業倒産の概念

本節では，奈良［2007，199-202頁］および田頭［2006，29-36頁］を参照して，倒産の概念とその法的処理手続について概説する。

（1）倒産の定義と倒産処理手続

倒産とは，一般的には債務者の決定的な経済的破綻をいう。具体的には，弁済期にある債務を弁済することができなくなり，それにより経済活動を続行することが事実上不可能となった状態を指す。

倒産法とは，破産法，民事再生法，会社更生法，および会社法「第９章第２節特別清算」の４つの法律をまとめた総称である。ただし，会社法そのものは倒産法ではなく，その一部の「特別清算」は，倒産法の性質を有していることから倒産法で扱われる。なお，旧商法で規定されていた「会社整理」は廃止された。倒産法に基づいて倒産処理することを総称して，「法的手続」あるいは「倒産処理手続」という。これには以下に述べるように，⑷破産手続，⑹民事再生手続，および⑹会社更生手続などがある。

⑷破産手続

破産手続とは，倒産処理手続の原型であり，破産手続開始時に必ず管財人が選任され，管財人により債務者の財産を換価して破産債権者に配当するという典型的な清算型の手続きをいう。

⑹民事再生手続

民事再生手続とは，民事再生法に基づく企業再建型の手続きで，主として中小企業再生のための手続きとしてよく利用される。民事再生手続は，破産手続とは異なり，事業の継続再生を目的としているので事業に必要な財産は換価せず継続使用する。

⑹会社更生手続

会社更生手続とは，経済的に行き詰まった株式会社について，会社債権者等の利害関係者の多数の同意のもとに更生計画を策定し，これを遂行することにより利害関係者の利害を適切に調整しつつ会社の事業の再建を図る手続きである。その基本的性格は，大規模株式会社（上場会社レベル）のための強力な再建手続とされている。

上記で紹介した倒産処理手続は，大きく清算型と再建型の２つに分けることができる。清算型は，債務者（問題会社）の全財産を売却して，その代金を会社の債権者に配分することを目的としている。これに対し，再建型は，債務者の事業の収益力を向上させ，他方で向上させた収益力で債務を支払える限度にまで債務を圧縮することによって，支払能力を回復させ債務者を市場に戻すことを目的としている。

（２）本研究における倒産の定義

冒頭でも述べたように，年間に倒産している企業の数は膨大であり，その全てのデータを収集することは困難である。したがって本研究では，データの収集に際して，企業の範囲を東洋経済新報社刊行の「会社四季報」に以下のいずれかの条件で掲載されていた上場企業に限定して，これらを倒産企業として定義する。

①民事再生法申請

②会社更生法申請

③自己破産申し立て

３．倒産企業のサンプル

本研究では，「会社四季報」2001年（新春号）から2008年（秋号）までにかけて，その上場廃止会社一覧に記載されている企業のうち，以下の①～④の要件を満たすものを倒産企業とみなし，それらを調査対象とする。

①本研究における倒産の定義を満たしていること。

②東京証券取引所１・２部または大阪証券取引所１・２部より上場廃止となっていること。

③金融業を除く。

④倒産日から過去10年間に遡り，連続して単体ベースまたは連結ベースの財務データが入手可能であること。

この結果，個別財務データを用いる分析でのサンプル企業が60社，連結財務データを用いる分析でのサンプル企業が29社抽出された。なお，サンプル企業の一覧は（図表１）のとおりである。

（図表１）倒産企業一覧（平成13年２月～平成20年９月）

企　業　名	上場市場	倒産事由
富士車輌	東1	民事再生法申請　（平成13年2月）
池貝	東1	民事再生法申請　（平成13年2月）
冨士工	東1	民事再生法申請　（平成13年3月）
マイカル	5市場	民事再生法申請　（平成13年9月）
大倉電気	東1	民事再生法申請　（平成13年10月）
エルゴテック	大2	民事再生法申請　（平成13年11月）
ナナボシ	大2	民事再生法申請　（平成13年11月）
新潟鐵工所	5市場	会社更生法申請　（平成13年11月）
青木建設	東1大1	民事再生法申請　（平成13年12月）
壽屋	大1	民事再生法申請　（平成13年12月）
殖産住宅相互	東1	民事再生法申請　（平成14年1月）
イタリヤード	大2	自己破産申し立て（平成14年1月）
ナカミチ	東2	民事再生法申請　（平成14年2月）
日本重化学工業	東1大1	会社更生法申請　（平成14年2月）
佐藤工業	東1大1	会社更生法申請　（平成14年3月）
日産建設	東1	会社更生法申請　（平成14年3月）
ニコニコ堂	大2	民事再生法申請　（平成14年4月）
京神倉庫	大2	会社更生法申請　（平成14年4月）
第一家庭電器	東1	民事再生法申請　（平成14年4月）
段谷産業	東1大1	自己破産申し立て（平成14年4月）
宝幸水産	東1大1	会社更生法申請　（平成14年4月）
住倉工業	東2大2	自己破産申し立て（平成14年5月）
日本加工製紙	東1	自己破産申し立て（平成14年5月）
藤木工務店	大2	民事再生法申請　（平成14年6月）
大日本土木	東1大1	民事再生法申請　（平成14年7月）
テザック	東1大1	会社更生法申請　（平成14年7月）
日立精機	東1大1	民事再生法申請　（平成14年8月）
ニツセキハウス工業	東1大1	民事再生法申請　（平成14年10月）
寿工業	大2	民事再生法申請　（平成14年10月）
フーズネット	大2	民事再生法申請　（平成14年10月）
古久根建設	東1	民事再生法申請　（平成14年11月）
タカラブネ	大1	民事再生法申請　（平成15年1月）
神戸生絲	東1大1	民事再生法申請　（平成15年2月）
セザール	東1	民事再生法申請　（平成15年3月）
南海毛糸紡績	東2大2	民事再生法申請　（平成15年3月）
大和建設	東2	民事再生法申請　（平成15年5月）
大江工業	東2	民事再生法申請　（平成15年5月）
福助	東1大1	民事再生法申請　（平成15年6月）
世界長	大1	会社更生法申請　（平成15年7月）
酒井鉄工所	大2	民事再生法申請　（平成15年9月）
マツヤデンキ	大1	民事再生法申請　（平成15年9月）
森本組	大1	民事再生法申請　（平成15年10月）
キャッツ	東1	民事再生法申請　（平成16年2月）
安治川鉄工	大2	民事再生法申請　（平成16年3月）
環境建設	東2	自己破産申し立て（平成16年4月）
大木建設	東1大1	民事再生法申請　（平成16年3月）
ジェネラスコーポレーション	東1	民事再生法申請　（平成16年4月）
栗村製作所	大2	民事再生法申請　（平成16年8月）
松村組	大1	民事再生法申請　（平成17年5月）
勝村建設	東1	民事再生法申請　（平成17年9月）
アイ・エックス・アイ	東2	民事再生法申請　（平成19年2月）
みらい建設グループ	東1	民事再生法申請　（平成19年10月）
グレース	大2	自己破産申し立て（平成20年2月）
ニイウス　コー	東2	民事再生法申請　（平成20年6月）
トスコ	東2大2	会社更生法申請　（平成20年7月）
スルガコーポレーション	東2	民事再生法申請　（平成20年7月）
真柄建設	東1大1	民事再生法申請　（平成20年8月）
ゼファー	東1	民事再生法申請　（平成20年8月）
アーバンコーポレイション	東1	民事再生法申請　（平成20年9月）
創建ホームズ	東1	民事再生法申請　（平成20年9月）

（注１）表は会社四季報をもとに筆者が作成。
（注２）東１：東京証券取引所第１部上場，東２：東京証券取引所第２部上場，大１：大阪証券取引所第１部上場，大２：大阪証券取引所第２部上場，５市場：全国５証券取引所上場

４．本研究の分析に用いる財務指標

本節では桜井［2007，141-149頁および181-198頁］を参照にして，本研究での分析に用いる財務指標について説明する。

（1）安全性の分析

企業が倒産する要因は様々であるが，その典型的なパターンは，債務の返済期限が到来したときに，それを返済するだけの十分な資産を保有していなかったり，必要な資金を調達できず債務不履行に陥ることである。企業の債務返済能力や財務的な健全性の観点から，企業が倒産する危険がないか否かを分析するための手法として，安全性の分析がある。ここに企業の安全性とは，企業の財務構造や資金繰りが健全であり，債務不履行などの形で倒産に陥ることがないことをいう。安全性の分析は，返済を要する債務としての負債の残高に着目し，その返済に充当しうる資産の金額との比較や，使用総資本に占める負債の相対的な大きさの検討から開始されることになる[1)]。したがって，そこで用いられる財務データは主として貸借対照表の数値である。しかし，債務の返済能力は保有資産の多寡だけでなく，企業の収益性やキャッシュ・フローにも大きく依存する。

したがって，安全性の分析においては，以下のように貸借対照表に現れた財務構造のみならず，損益計算書に集約された収益・費用やキャッシュ・フロー計算書に集約された現金収支などのフロー項目とも関連づけて総合的に評価されなければならない。

①貸借対照表データに基づく分析

⒜流動比率

流動比率は，企業の短期的な債務返済能力を表す指標である。流動比率は，以下の算式によって計算される。

［流動比率＝流動資産÷流動負債×100%］

この指標は，１年以内ないし通常の営業循環の中で返済すべき負債に対し

て，現金化して負債の返済に充てることができる資産の倍率を表すものである。従来は200%が一応の目安として望ましいとされてきたが，現実にはこれに満たない企業が多数である[2)]。しかし，流動負債と同額以上の流動資産が保有されているという意味で，流動比率は少なくとも100%を超えている必要があり，100%以下は危険であると考えられる。

⑹当座比率

当座比率は，流動比率の補助的指標で，より換金性の高い資産を用いた短期の債務返済能力を表す指標である。当座比率は，以下の算式によって計算される。算定式の中の当座資産は現金預金，受取手形，売掛金，有価証券の４項目を合わせたものである。

［当座比率＝当座資産÷流動負債×100%］

この指標は，流動資産の中でも，より確実な返済財源だけで支払能力を判断しようとする比率で，一般的には100%以上が望ましいとされている[3)]。

⑹負債比率

負債比率は，長期的な観点から他人資本の安全性を評価するための指標である。負債比率は，以下の算式によって計算される。

［負債比率＝他人資本÷自己資本×100%］

自己資本の割合が大きいほど他人資本の返済が保証されるため，負債比率が低いほど，安全性は高いと評価される。負債比率については100%以下であることが良好と判断されるための一応の目安となる[4)]。

⑹自己資本比率

自己資本比率は，長期的な観点から他人資本の安全性を評価するための指標である。自己資本比率は，以下の算式によって計算される。

［自己資本比率＝自己資本÷総資産×100%］

自己資本の割合が大きいほど他人資本の返済が保証されるため，自己資本比率が大きいほど，安全性が高いと評価される。自己資本比率については50%以上であることが良好と判断されるための一応の目安となる[5)]。

⑹固定比率

固定比率は，固定資産と長期資金の関係を評価するための指標である。固定比率は，以下の算式によって計算される。

［固定比率＝固定資産÷自己資本×100%］

固定資産は返還不要の自己資本の枠内で調達すべきという考え方から，固定比率は小さいほど好ましいとされている。一般的に固定比率の評価は，100%以内が一応の目安とされている[6]。

⑴固定長期適合率

固定長期適合率は，固定資産と長期資金の関係を評価するための指標で，固定比率の補助的指標である。固定長期適合率は，以下の算式によって計算される。

［固定長期適合率＝固定資産÷（自己資本＋固定負債）×100%］

固定資産構成比の高い業種では，自己資本と固定負債の範囲内で固定資産を調達すべきという考え方から，この指標は100%以内が望ましいとされている[7]。

②損益計算書データに基づく分析

⑴インタレスト・カバレッジ・レシオ

インタレスト・カバレッジ・レシオは，企業が債務の金利を返済する能力を資金繰りの観点から評価するための指標である。インタレスト・カバレッジ・レシオは，以下の算式によって計算される。

［インタレスト・カバレッジ・レシオ＝(営業利益＋金融収益)÷金融費用］

インタレスト・カバレッジ・レシオは，利息を支払うのに十分な利益が獲得できているか否かを判断するために，利益を利息の金額で割算して算定される指標である[8]。

③キャッシュ・フロー計算書データに基づく分析

⑴経常収支比率

経常収支比率は，毎期反復して行われる経常的な活動に伴う収入と支出の関係を示すものであり，経常的な支出が経常的な収入によって十分にカバーされていることを確認するための指標である。経常収支比率は，以下の算式

によって計算される。

［経常収支比率＝経常的収入÷経常的支出×100%］

経常収支比率の算定にあたって，上記算定式の分子にある経常的収入は，売上収入と金融収入の合計額である。なぜならば，いずれの収入も毎期反復的に行われる営業活動と金融活動から生じるものであるからである。これらの金額は，直接法によるキャッシュ・フロー計算書であれば，項目ごとにその総額が明示されているため容易に把握できるが，しかし多くの企業では間接法によるキャッシュ・フロー計算書を採用しており，その場合には収支総額を推定計算する必要がある。

売上収入は，［売上高－売上債権増加高＋前受金増加高］として計算する。次に金融収入は，キャッシュ・フロー計算書の営業活動の区分の小計の後に記載されている「利息及び配当金の受取額」である。経常的収入は，このようにして把握された売上収入と金融収入を合計して算定する。そして経常的支出は，経常的収入からキャッシュ・フロー計算書の営業活動の収支尻を控除して逆算的に算出する。

企業が収支の観点から安定的に経済活動を行うためには，この比率は少なくとも100%を超えていなければならないと考えられる[9]。まれに１期間くらいは支出の超過により100%を割ることがあってもよいが，それが続けば企業の安全性が脅かされることになるといえる。

⑹収支に基づくインタレスト・カバレッジ・レシオ

収支に基づくインタレスト・カバレッジ・レシオは，企業が債務の金利を返済する能力を資金繰りの観点から評価するのに役立つものである。収支に基づくインタレスト・カバレッジ・レシオは，以下の算式によって計算される。

［収支に基づくインタレスト・カバレッジ・レシオ＝（営業収支尻＋金融収入）÷利息支出］

上記算定式の分子にある営業収支尻は，営業活動によるキャッシュ・フローの区分の「小計」の金額から「法人税等の支払額」を控除して算定する。

（2）収益性の分析

企業の収益性とは，投下した資本からどれだけ多くの利益を生み出す能力があるかを評価するための指標であり，資本の利用効率を示す。

ここでは収益性の分析として，総資本事業利益率（ROA）と自己資本利益率（ROE）を用いて分析する。

⑷総資本事業利益率（ROA）

総資本事業利益率とは，企業に投下された資本全体に着目して，収益性を測定しているので企業全体の観点からの収益性の尺度であるといえる。総資本事業利益率は以下の算式によって計算される。

［総資本事業利益率＝事業利益÷総資産×100%］

総資本事業利益率は，rate of return on assetsの頭文字をとってROAとも略称される。

上記算定式の分子にあたる事業利益は，損益計算書の「営業利益」に，受取利息・配当金などの「金融収益」を加算することによって算定する。その理由は，使用総資本は，営業活動と金融活動の両方に利用されており，営業活動からは営業利益が生み出され，また余剰資金を運用する金融活動からは受取利息・配当金などの金融収益が得られ，これらの合計を使用総資本と対比することによって，分子と分母の首尾一貫性が確保されるからである。

⑸自己資本利益率（ROE）

自己資本利益率とは，出資者たる株主の観点からの収益性を示す指標であり，株主に帰属する資本部分と，そこから生み出された利益を対比することによって測定される。株主に帰属する資本部分は自己資本とよばれる。そして，この自己資本に対比して計算された利益率は，rate of return on equityの頭文字をとってROEとも略称される。自己資本利益率は以下の算式によって計算される。

［自己資本利益率＝当期純利益÷自己資本×100%］

５．分析結果とその考察

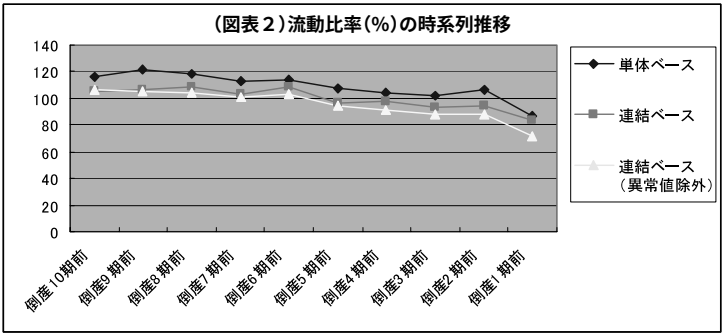
以下の（図表２）～（図表12）は，倒産日から過去10年間に遡った上記11個の財務指標の時系列推移を折れ線グラフに示したものである。分析に使用した財務データは，日経財務データ（NEEDS-CD ROM DVD版）およびEDINET（金融庁が運営する金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム）[10]に収録されている有価証券報告書より入手した。

分析結果は，サンプル企業（個別財務データを用いた分析では60社，連結財務データを用いた分析では29社）についての各指標の数値を平均化したものである。そこでは，単純平均法によって算出した各財務指標の平均値を用いている。ただしこの場合，サンプル数の相対的な少なさから生じる平均値の歪みに注意しなければならない。本研究では，とりわけ連結ベースの分析結果にその傾向が強く見受けられる。すなわち連結ベースの分析結果については，最大値と最小値という極端な観察値に依拠しているゆえに，結果の解釈をめぐって困難な問題をもたらしている。そこで連結ベースの各変数については，それらの上位と下位10%に登場する観察値を異常値とみなし，全体のサンプルから排除した場合の分析結果もあわせて示している。グラフ中の「連結ベース（異常値除外）」がそれである。

なお本研究の先行研究として，桜井・石川［1999］がある。桜井・石川［1999］との大きな相違点は，①サンプル企業数が60社であること（先行研究では28社），②単体ベースおよび連結ベースの財務データを用いて分析を行っていること（先行研究では連結ベースの財務データのみで分析を行っている），③キャッシュ・フロー情報の分析も行っていること（先行研究ではキャッシュ・フロー情報の分析は行われていない），および④注記情報の分析も行っていること（先行研究では注記情報の分析は行われていない）である。これらの点は，数少ない先行研究との対比において，本研究の特徴として特筆すべき事項と考えられる。

（1）安全性の分析

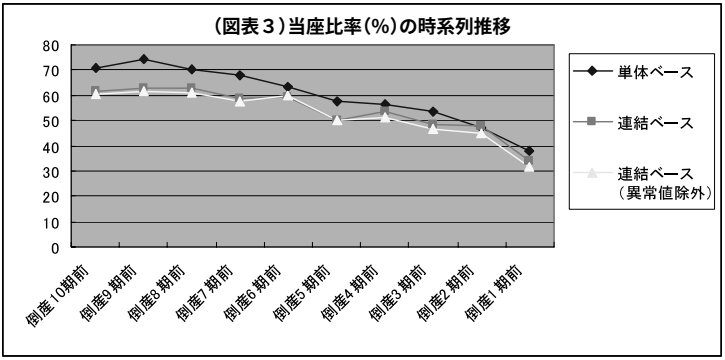
①流動比率の分析結果とその考察



流動比率の傾向をみてみると，倒産日に向かって単体ベースでの流動比率，連結ベースでの流動比率ともに右肩下がりに推移していることがわかる。これは，短期的な債務返済能力が次第に衰えていることを表している。流動比率は200%以上あることが理想とされているが，倒産企業の平均値は，単体ベース，連結ベースともに倒産10期前から120%を満たしておらず（但し，倒産９期前を除く），そこから右肩下がりの傾向がみられ，短期的な視点からの安全性がさらに悪化していることがわかる。

また，日本経済新聞出版社［2000-2008］をもとに計算した結果，本研究における調査対象期間の全国５証券取引所上場企業の流動比率の平均値は，単体ベースで121.75%，連結ベースでは120.96%であった。この結果から倒産企業の流動比率は，他の企業と比べて低い水準にあったことがわかる。

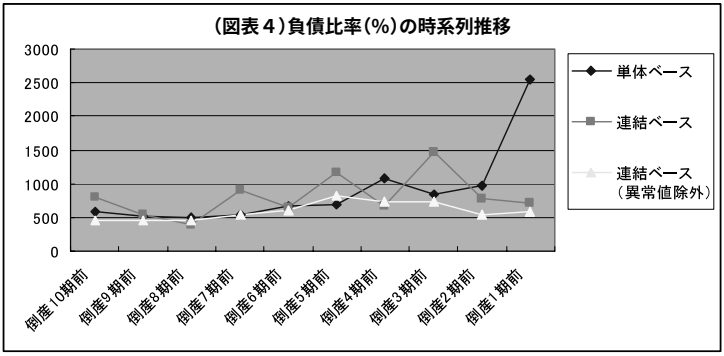
②当座比率の分析結果とその考察



当座比率の推移をみてみると，流動比率と似た傾向がみられる。すなわち倒産日が近づくにつれ，単体ベースでの当座比率と連結ベースでの当座比率はともに右肩下がりに推移している。当座比率は，流動資産の中でもより換金性の高い資産を用いた短期の債務返済能力を表す指標であり，100%以上あることが望ましいとされているが，倒産企業においては倒産10期前より単体ベースは70%，連結ベースは60%あたりから悪化していくかたちで推移し，短期的な視点からの安全性に問題があったことが窺える。

また，日本経済新聞出版社［2000-2008］をもとに計算した結果，本研究における調査対象期間の全国５証券取引所上場企業の当座比率の平均値は，単体ベースで78.74%であった[11)]。この結果から倒産企業の当座比率でも，他の企業に比べて低い水準であったことがわかる。

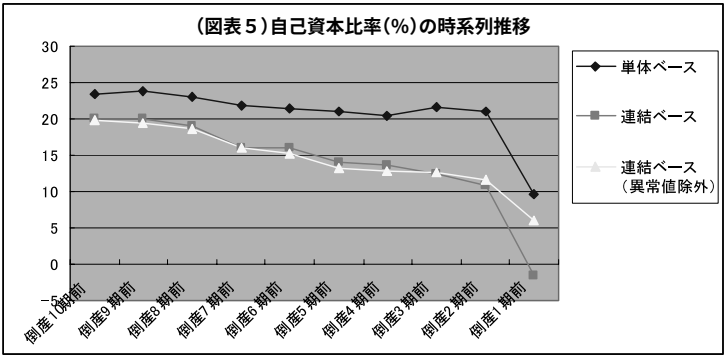
③負債比率の分析結果とその考察



負債比率は，長期的な観点から他人資本の安全性を評価する指標で，100%以下であることが望ましいとされている。グラフ上の推移をみてみると，単体ベースでの負債比率，連結ベースでの負債比率ともに緩やかだが全体として右肩上がりの傾向にあり，安全性が徐々に低下していることが窺える。倒産１期前には連結ベースよりも単体ベースの方が明らに数値が高くなっていることもわかる。

また，日本経済新聞出版社［2000-2008］をもとに計算した結果，本研究における調査対象期間の全国５証券取引所上場企業の負債比率の平均値は，単体ベースで171.74%，連結ベースで219.36%であった。この結果から倒産企業の負債比率は，他の企業と比べて非常に高い水準にあり，他人資本（負債）に大きく依存していたことがわかる。

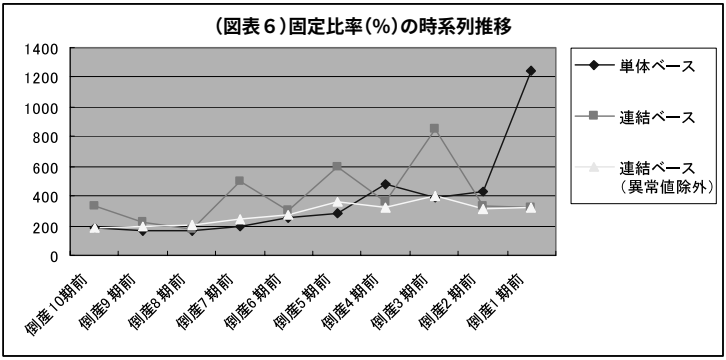
④自己資本比率の分析結果とその考察



自己資本比率は，比率が高いほど長期的な他人資本の安全性が高いことを示し50%以上が一応の目安となる。グラフ上の推移をみると，倒産日に近づくにつれ，その数値が低くなっていく傾向がみられる。若干ではあるが，単体ベースの自己資本比率よりも連結ベースの自己資本比率のほうが右肩下がりの傾き（度合）が大きいことから，連結ベースにおいて長期的な他人資本の安全性の悪化がより顕著にみうけられる。

また，日本経済新聞出版社［2000-2008］をもとに計算した結果，本研究における調査対象期間の全国５証券取引所上場企業の自己資本比率の平均値は，単体ベースで37.00%，連結ベースで31.06%であった。この結果からも倒産企業の自己資本比率は，他の企業と比べてかなり低い水準にあったことがわかる。

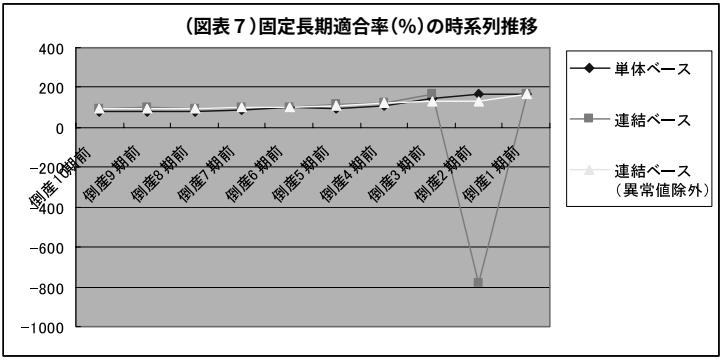
⑤固定比率の分析結果とその考察



固定比率は，固定資産と長期資金の関係を表し，より低いほうが望ましく，100%以内であることが一応の目安とされている。倒産日が近づくにつれ，単体ベースでの固定比率，連結ベースでの固定比率ともに右肩上がりの傾向が見られる。これは年々，固定資産に占める自己資本の割合が減少し，長期的な視点からの安全性が徐々に悪化していることを示している。

また，日本経済新聞出版社［2000-2008］をもとに計算した結果，本研究における調査対象期間の全国５証券取引所上場企業の固定比率の平均値は，単体ベースで156.81%，連結ベースで177.22%であった。この結果から倒産企業の固定比率は，他の企業と比べて高い水準にあり，長期的な視点からの安全性に問題があったことがわかる。

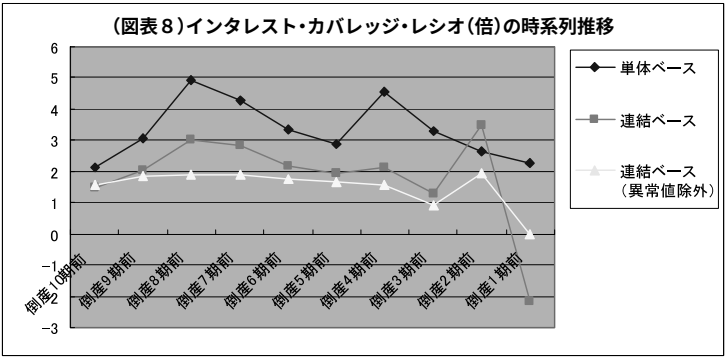
⑥固定長期適合率の分析結果とその考察



固定資産を自己資本や借入金などの固定負債でどれだけ賄えているかをみる固定長期適合率は，より低い数値のほうが長期的な視点からの安全性が高いと判断される。一般的には100%以内であることが望ましいとされている。しかし，倒産企業においては，倒産10期前の100%から，緩やかではあるが徐々に上昇しつづけ，倒産直前には170%近くにまで達している。このことは，固定資産を短期的資金で賄わなければならなくなり，結果的に資金繰りに悪影響を及ぼしていることを示している。

また，日本経済新聞出版社［2000-2008］をもとに計算した結果，本研究における調査対象期間の全国５証券取引所上場企業の固定長期適合率の平均値は，単体ベースで88.47%であった[12)]。この結果からも，倒産企業の固定長期適合率は他の企業に比べてかなり高い水準にあり，長期的な視点からの安全性に問題があったことがわかる。

⑦インタレスト・カバレッジ・レシオの分析結果とその考察



金利の支払能力を示すインタレスト・カバレッジ・レシオは，その値が高ければ高いほど，資金調達コストである支払利息を賄えるだけの事業利益と金融収益を十分に獲得できていることを表す。グラフから全体的な傾向をみると，倒産８期前より右肩下がりに推移していることがわかる（倒産４期前と２期前を除く）。とりわけ連結ベース(異常値除外)での結果をみてみると，倒産10期前から２倍を上回ることはなく，徐々に低下しながら最終的にはゼロに達している。

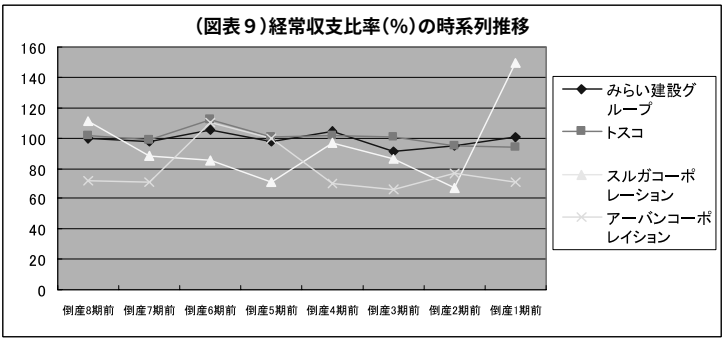
また，日本経済新聞出版社［2000-2008］をもとに計算した結果，本研究における調査対象期間の全国５証券取引所上場企業のインタレスト・カバレッジ・レシオの平均値は，単体ベースで6.83倍，連結ベースで8.07倍であった。この結果から，倒産企業のインタレスト・カバレッジ・レシオは，他の企業に比べてかなり低い水準にあったことがわかり，倒産企業においては金利の支払能力が低下していたと解釈できる。

⑧経常収支比率の分析結果とその考察

経常収支比率および収支に基づくインタレスト・カバレッジ・レシオの分析においては，現行のキャッシュ・フロー計算書の開示制度に基づくキャッシュ・フロー情報をもとに分析を行っている。しかし,「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準」の適用時期が平成11年４月１日以後開始する事業

年度からになっているため，本研究のサンプル企業においては，過去10年間に遡って同種のキャッシュ・フロー情報を入手することができなかった。

そこで本研究では，倒産日から過去８年間に遡ってキャッシュ・フロー情報を入手することができた４つの企業を対象に分析を行った。

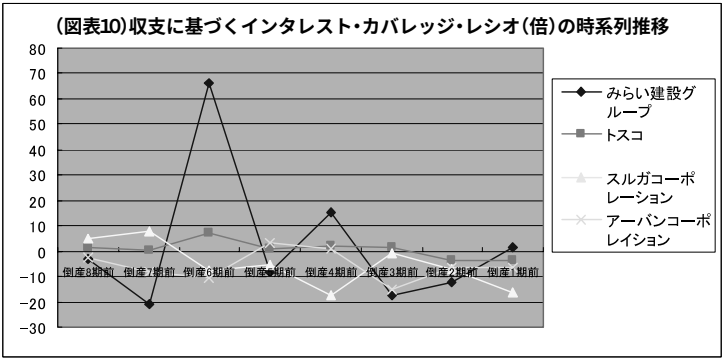


経常収支比率は，経常的収入と経常的支出のバランスを示すものであり，100%を大幅に上回っていれば経常的支出を経常的収入で賄えていることになり良好であると判断される。しかし，倒産企業においては100%を連続して下回っている場合が多く，経常的収入で経常的支出を賄えきれていないことが窺える。

経常的支出を経常的収入で賄えていないということは，本業における営業活動と金融活動を行ううえで既に当該企業に問題が生じていると考えられる。

また，日本経済新聞出版社［2000-2008］をもとに計算した結果，本研究における調査対象期間の全国５証券取引所上場企業の経常収支比率の平均値は，単体ベースで110.25%，連結ベースで111.00%であった。この結果から，調査対象とした４つの倒産企業の経常収支比率は他の企業に比べて低い水準にあったことがわかる。

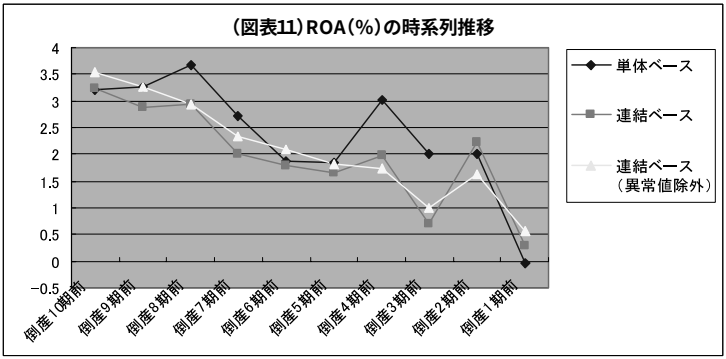
⑨収支に基づくインタレスト・カバレッジ・レシオの分析結果とその考察



収支に基づくインタレスト・カバレッジ・レシオは，企業が債務の金利を返済する能力を資金繰りの観点から評価するもので，その値が高ければ高いほど資金調達コストとして支出した利息の支払額を賄えるだけの営業活動による収入と金融収入を十分に獲得できていることを示す。グラフの推移をみてみると，倒産８期前よりゼロ付近からマイナスの域で推移しているケースが多くみられ，利息の支払額を賄うだけのキャッシュ・フローが得られていないことがわかる。倒産企業においては，キャッシュ・フローという側面からも金利の支払能力の低さが窺える。

（2）収益性の分析

①総資本事業利益率（ROA）の分析結果とその考察

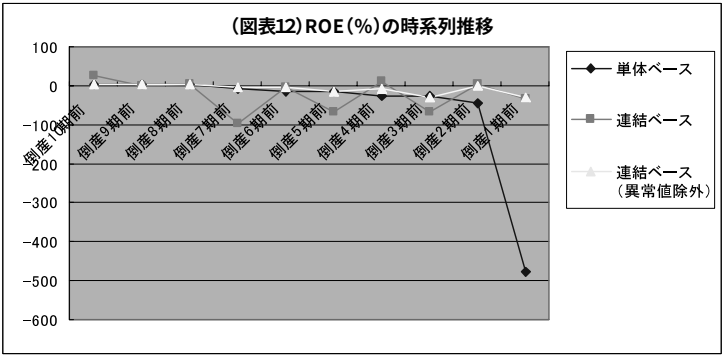


収益力と資本の利用効率を同時に評価する指標であるROAは，その値が高ければ高いほど良好とされる。しかし，グラフをみる限りでは，その値は倒産10期前より右肩下がりに推移しており，年々倒産企業の収益力と資本の利用効率が悪化していることが顕著に窺える。これまでの分析結果とあわせると，倒産企業においては資金繰りの悪化（安全性の低下）と収益性の低下が同時に生じていると解釈できる。

また，日本経済新聞出版社［2000-2008］をもとに計算した結果，本研究における調査対象期間の全国５証券取引所上場企業のROAの平均値は，連結ベースで4.35%であった[13)]。

この結果から，倒産企業のROAは他の企業に比べて低い水準にあったことがわかる。

②自己資本利益率（ROE）の分析結果とその考察



株主の観点からの収益力と株主資本の利用効率を同時に評価する指標であるROEは，その値が高ければ高いほど，株主資本からより多くの利益を生み出しているという意味で望ましいとされる。しかし，グラフから明らかなように，倒産企業において単体ベースでのROEおよび連結ベースでのROEはゼロ，あるいはマイナスの域で推移している。実際，倒産企業の中には当期純利益ではなく，当期純損失が経常的に生じているケースが多く見られる。企業にとって純損失の発生が続くことは，企業自身の収益面での体力の低下を意味し，資金繰りの悪化（安全性の低下）と連動して，いつ倒産に陥ってもおかしくない状況にあると考えられる。

なお，日本経済新聞出版社［2000-2008］をもとに計算した結果，本研究における調査対象期間の全国５証券取引所上場企業のROEの平均値は，単体ベースで3.97%，連結ベースで5.85%であった。この結果から，倒産企業のROEは他の企業に比べてかなり低い水準にあったことがわかる。

（３）注記情報の分析

注記とは，財務諸表本体からだけでは読み取れない事項で，重要度の高いものを財務諸表利用者（利害関係者）に伝達するために表示するものである。具体的には，「継続企業の前提に関する注記」，「重要な会計方針の注記」，「個々

の財務諸表に関する注記」の３つがある。このうち本研究では，企業倒産の予測可能性を検討するにあたって，継続企業の前提に関する注記事項が非常に重要な情報であると考えている。

継続企業の前提とは,「企業が倒産や解散を予定することなく事業を継続的に行うという前提」と定義される。事業を継続的に行うことが困難な状態になった場合には，継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる事象が生じたと考え，これらの状況を，企業が財務諸表利用者に提供することにより，彼らの注意を喚起する必要がある。

下記の（図表13）は，倒産企業が継続企業の前提に関する注記を開示した状況（種類，時期）を示したものである。

（図表13)「継続企業の前提」に関する注記の種類と開示した倒産企業数

注記の種類	倒産1期前	倒産2期前	倒産3期前	倒産4期前	倒産5期前	倒産6期前	倒産7期前	倒産8期前	倒産9期前	倒産10期前
継続企業の前提(売上高の著しい減少)	3									
継続企業の前提(継続的な営業損失または営業CFのマイナス)										
継続企業の前提(債務超過)	3									
継続企業の前提(重要な営業損失、経常損失、当期純損失)	5			1	1					
継続企業の前提(借入金の返済不履行や困難化)	1									
継続企業の前提(新たな資金調達の困難性)	2									
継続企業の前提(その他)	1									

（注）この図表は，筆者が有価証券報告書における注記事項を調査･集計して作成したものである。

（図表13）からわかるように，倒産直前期に継続企業の前提に関する注記情報を開示する傾向が顕著に見受けられる。特に多い注記の種類として，当期純損失，売上高の減少，債務超過に関するものが挙げられる。したがって，これらの事象が発生し注記事項として企業が開示した場合には，財務諸表利用者は当該企業が倒産の可能性という意味でかなり危険な状態にあるということを認識しなければならないといえる。

６．むすびにかえて

本研究では，倒産企業の財務諸表の会計データを財務諸表分析の手法を用いて解析し，安全性の面と収益性の面から倒産企業にみられる財務的特徴を

調査してきた。その結果を要約すれば，以下のとおりである。

第１に，倒産企業については，倒産日に近づくにつれ，短期的および長期的な視点からの安全性が徐々に低下する傾向がみられ，かつ，他の上場企業等の各指標の平均値と比較しても，その水準は相対的に大きく下回っている傾向がみられた。安全性の低下は，倒産企業の債務返済能力の低下および財務的健全性の脆弱さを示唆しており，資金繰りの悪化が倒産に大きく関連すると考えられる。

第２に，倒産企業については，倒産日が近づくにつれ収益力が徐々に悪化していき，かつ，他の上場企業等の各指標の平均値と比較しても，その水準は相対的に大きく下回っている傾向がみられた。収益性の低下については，投下資本の回収余剰の意味における利益を生み出す能力が低下していることを表しており，これも減益あるいは赤字が続くという意味で倒産との関連性の高さが指摘される。

第３に，企業は，継続企業の前提に重要な疑義がある場合には，財務諸表利用者に対して注意を喚起すべく，継続企業の前提に関する注記情報を開示しなければならないが，とりわけ倒産企業については，倒産直前期にこの旨の注記情報を開示する傾向があることがわかった。安全性や収益性の分析など財務諸表分析の手法によって企業倒産を予測することは確かに有効であるが，本研究のように注記事項にも目を向けることにより，さらに倒産の予測可能性を高めることが可能であると考えられる。

以上の考察結果から，注記情報を加味しての財務諸表分析の手法を用いた企業倒産予測は非常に有効であり，利害関係者の投資意思決定における判断材料の１つとして有用であるといえるだろう。

ただし本研究における調査結果には，次のような限界が有していることを付言しておく。たとえば本研究での分析結果は，財務データが収集可能な公開会社に限定していえるものであり，財務データが収集不可能な非公開会社の倒産予測は困難といえる。また本研究では，企業を取り巻く外部的な経済環境要因は考慮に入れなかったが，偶発的な事象を原因とする倒産の予測に

は役立つものとは考えにくい。さらに，本研究のようにサンプル数が相対的に少ないときは，極端な観察値が分析結果に及ぼす弊害は重大であり，このことが分析結果に何らかの影響を及ぼしている可能性がある。そのため，必ずしもすべての企業にあてはめて説明できるかという点で若干の疑問が残る。したがって，財務指標の平均値の算定に際しては改良を加える必要がある。またサンプル企業の範囲を拡大することが可能であれば，本研究の分析結果の信憑性はさらに増すであろう。以上の点をふまえて，今後さらに本研究の精緻化を試みたい。

－引用文献・参考文献リスト－

企業会計審議会「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準」，1998年３月。
桜井久勝・石川博行「企業倒産の財務プロフィール分析」国民経済雑誌，第180巻第２号（1999年８月），17-30頁。
桜井久勝『財務諸表分析（第３版）』中央経済社，2007年。
桜井久勝『財務会計講義（第９版）』中央経済社，2008年。
田頭章一『倒産法入門』日本経済新聞社，2006年。
帝国データバンクホームページ
http://www.tdb.co.jp/report/tosan/syukei/07nedo.html（2008年11月25日現在）。
東洋経済新報社『会社四季報2001年（新春号）～2008年（秋号）』東洋経済新報社，2001年-2008年。
奈良武『企業倒産論－危機管理各論として－』産業能率大学出版部，2007年。
日本経済新聞出版社『日経経営指標2001-2009』日本経済新聞出版社，2000-2008年。

１）桜井［2007］，183頁。
２）日本経済新聞出版社［2009］によれば，全国５証券取引所上場日本企業の流動比率の平均値は単体ベースで122.57%，連結ベースで129.23%である。
３）日本経済新聞出版社［2009］によれば，全国５証券取引所上場日本企業の当座比率の平均値は単体ベースで75.65%である。なお，連結ベースでの数値は報告されていない。
４）日本経済新聞出版社［2009］によれば，全国５証券取引所上場日本企業の負債比率の平均値は単体ベースで149.22%，連結ベースで177.02%である。
５）日本経済新聞出版社［2009］によれば，全国５証券取引所上場日本企業の自己資本

比率の平均値は単体ベースで40.12%，連結ベースで35.26%である。

6）日本経済新聞出版社［2009］によれば，全国５証券取引所上場日本企業の固定比率の平均値は単体ベースで146.86%，連結ベースで152.87%である。

7）日本経済新聞出版社［2009］によれば，全国５証券取引所上場日本企業の固定長期適合率の平均値は単体ベースで88.63%である。なお連結ベースでの数値は報告されていない。

8）日本経済新聞出版社［2009］によれば，全国５証券取引所上場日本企業のインタレスト・カバレッジ・レシオの平均値は単体ベースで9.25倍，連結ベースで11.68倍である。

9）日本経済新聞出版社［2009］によれば，全国５証券取引所上場日本企業の経常収支比率の平均値は単体ベースで109.16%，連結ベースで110.14%である。

10）http://info.edinet-fsa.go.jp/（2008年12月７日現在）。

11）日本経済新聞出版社［2000-2008］では連結ベースでの当座比率についてのデータが収録されていなかったため，連結ベースでの平均値を計算することができなかった。

12）日本経済新聞出版社［2000-2008］では連結ベースでの固定長期適合率についてのデータが収録されていなかったため，連結ベースでの平均値を計算することができなかった。

13）日本経済新聞出版社［2000-2008］では単体ベースでのROAについてのデータが収録されていなかったため，単体ベースでの平均値を計算することができなかった。