

愛知工業大学大学院経営情報科学研究科

博士論文

企業の信用リスクと定性情報の関連性に

関する研究

～継続注記、支払情報、照会件数を中心として～

Analysis on the Relevance Between Corporate Credit

Risk and Qualitative Information

~Focusing on going concern notice, payment information and  
enquiries trend~

2020年2月

牧野和彦

指導教員 加藤里美教授

# 目次

序章.....	1
0.1 研究の背景.....	1
0.2 研究の進め方.....	5
注記.....	9
第1章 継続企業の前提に関する注記付き倒産企業の生存分析.....	11
1.1 先行研究.....	11
1.2 研究方法.....	12
1.3 分析結果.....	14
1.3.1 対象企業における市場別の分析.....	14
1.3.2 対象企業における業種別の分析.....	18
1.3.3 継続注記におけるタイプ別の分析.....	22
1.3.4 継続企業がついた回数の分析.....	22
1.4 第一部・第二部市場上場企業と新興市場上場企業の生存分析.....	23
1.4.1 救済タイプと再生タイプの生存分析.....	25
1.5 本章のまとめ.....	26
引用・参考文献.....	28
第2章 日本と欧米における業界別と支払傾向の分析.....	30
2.1 先行研究.....	30
2.2 研究方法.....	34
2.3 データおよび回答者の属性.....	35
2.4 国別業種別支払遅延.....	40
2.4.1 不良債権比率とサイト延長依頼.....	40
2.4.2 業界別支払遅延と不良債権比率.....	41
2.4.3 国別支払遅延日数.....	42
2.4.4 業種別支払遅延日数.....	45
2.4.5 国別業種別の DSO 比較.....	48
2.5 本章のまとめ.....	50
注記.....	53
引用・参考文献.....	54
第3章 照会件数と倒産の関連性.....	58
3.1 先行研究.....	58

3.2	研究方法	59
3.3	照会件数と業界別信用リスクの分析	62
3.3.1	与信管理の専門家の不安心理と照会件数との関係	62
3.4	照会件数の増加と業界別信用リスクの分析	64
3.4.1	照会件数の増加、クレジットスコア、倒産率	64
3.4.2	信用スコアと照会件数の増加	67
3.4.3	業界別倒産率と遅延日数	67
3.4.4	照会件数と倒産の関係	68
3.5	本章のまとめ	71
	注記	73
	引用・参考文献	74
第4章	信用リスクの組織論と資格制度	76
4.1	本章の目的	76
4.2	米国における与信管理の資格制度	76
4.3	NACMの資格制度	76
4.3.1	各資格のレベル	78
4.3.2	受験資格	78
4.4	公的なプログラム	79
4.5	再認定のシステム	80
4.6	資格取得のメリット	80
4.7	RMAの資格制度	81
4.8	資格取得者の状況	81
4.9	日本における与信管理関連の資格	82
4.10	普及が進まない理由	82
4.11	日米における資格制度の差異に関する考察	83
	注記	86
第5章	与信管理における国内外の差異に関する考察	87
5.1	与信管理の定義	87
5.2	与信管理の目的	88
5.3	与信管理における国内外の差異	90
5.3.1	主流となる決済条件の違い	92
5.3.2	サイトの起算方法	93
5.3.3	主な担保物件	95
5.3.4	個人保証の普及	95
5.4	与信管理に関する組織の差異	96

5.5 まとめ.....	99
注記.....	101
参考文献.....	102
結章.....	103
本論文に関する研究、発表、執筆一覧.....	107
謝辞.....	108
付録.....	109

## 序章

### 0.1 研究の背景

企業の信用リスクと定性情報の関連性は、その必要性を長年にわたり謳われながらも、財務諸表などの定量情報に比べると、関連性が十分に議論されてない分野である。財務諸表などの定量分析に関する研究の多さに比べて、定性分析に関する研究の少なさを見ても明らかである。財務諸表の入手が容易な上場企業でさえも、安全性、効率性、収益性、成長性や生産性などの財務分析だけで、信用リスクの評価が完結するわけではない。企業評価においては、総合評価と呼ばれる定量情報と定性情報の分析を組み合わせて評価することが定石となっている。企業実務における取引先の審査から、金融機関の融資審査、格付け会社の信用格付け、信用調査会社の評点に至るまで、この手法が取り入れられている。

上場企業の評価においても、世界経済の動向、市場の環境、天候といったマクロ的な定性要因や、経営者の経営能力、年齢、商品・サービスの競争力、研究開発力、技術力、経営陣や従業員などの人材、不祥事の発覚、社風、継続注記など数値化できない定性情報も信用リスクの評価に影響を与える。

「株式会社は、法務省令で定めるところにより、定時株主総会の終結後遅滞なく、貸借対照表（大会社にあつては、貸借対照表及び損益計算書）を公告しなければならない。」[1]とあるように、日本では財務情報の公開が会社法ですべての株式会社に義務付けられている。さらに、決算公告を怠った時、100万円以

下の過料に処す[2]という罰則規定もある。こうした中で、9割以上の株式会社が決算公告を行っていないのが日本の情報開示の現状である。

決算公告に関する費用が決算公告を行わない一つの要因だと考えられる。一般の日刊紙に決算公告を掲載すれば、数十万円単位の掲載料が必要になるし、官報でも6万円程度はかかる。一方、ホームページでの電子公告を選択すれば、ほとんど費用は掛かからない。それでも、ほとんどの企業が決算公告をしないのは、罰則規定を適用された会社がこれまでほとんどないという実態が、原因と推察される。

財務情報の開示が進んでいる英国などの欧州諸国はもちろん、隣国の中国と比較しても、日本企業の情報開示は進んでいない。英国の場合、財務諸表を当局[3]に提出しないと、登記が抹消される可能性がある。提出期限に遅れた場合の明確な罰則規定が設けられており、実際に適用されている（表1）。さらに、2年連続で提出期限に遅れると、罰金は2倍になる。

また、中国でも、工商行政管理局に年度報告制度の手続きにおいて、前年度の企業の経営状況について、年度報告をする必要がある。2014年、従来の共同年度検査から年度報告制度へ移管したことにより、開示内容は限定的になったものの、隠ぺいや虚偽があると、「経常異常名簿」に記載され、企業信用情報公開により公開されるなどとされており、会社の社会的信用にも影響を及ぼすこととなる[4]。こうした罰則規定が実際に適用されるため、中国における情報開示は日本よりも進んでいるといえる。

表 1 財務諸表提出遅延時の英国の罰金

提出期限からの遅延期間	民間企業に対する罰金 (BGP)
1 か月以内	150
3 か月以内	375
6 か月以内	750
6 か月超	1,500

(出所：英国政府)

今回、分析対象とした国の中で、日本以上に未上場企業の財務情報の開示が  
起こわれていないのが、米国である。日本には、順守されていないとはいえ決  
算公告という法律が存在する。しかし、米国にはそれさえもない。また、信用  
調査会社に対して、財務情報を含んだ情報を提供しようという企業文化もほと  
んどない。

一方、第 2 章で分析対象としている **Payment** (支払情報) が幅広く普及して  
いるため、財務諸表の入手は難しくても、資金繰りの手掛かりとなる支払情報  
が簡単に入手できる。情報入手に時間がかかり数か月前から 1 年以上前の情報  
しか入手できないことや、粉飾決算など信憑性が疑問視されることから、決算  
書よりも、債権者側から入手した支払情報を重視する企業も少なくない。

こうした海外の情報開示の状況と比較して、日本では極めて限定的な情報開  
示しか行われていない。中小企業の信用リスクの分析には、定性情報を活用す  
ることが企業実務では一般的に行われている。英国や中国のように、公的機関  
からの情報入手も難しいが、取引先から直接、財務諸表が入手することも同じ  
ように難しい。このあたりは、取引の力関係が大きく左右される。たとえば、

大手企業が調達先から決算書の提出を義務付けている場合、ほとんどの調達先から情報を入手できるはずだ。これは、いわゆる「買いの与信」と呼ばれる分野で、安定調達のために、製造業を中心に幅広く行われている。

一方、大手企業でも、顧客から決算書を徴求するとなると、事情は変わってくる。一般的には、売手と買手では、買い手が優位であることが多いため、大手企業であっても、買手に合わせざるを得なくなる。情報提供を嫌気して、取引自体を見合わせられてしまうリスクが常に存在するからだ。ブランド力のない中小企業であれば、なおさらである。

こうした状況では、何らかの与信判断を下すためには、定性面の情報に頼らざるを得ない。ところが、こうした数値化しにくい定性情報の評価は担当者の長年の経験や勘に頼らざるを得ないのもまた真実である。長年の実務経験がある審査のベテランが重宝されることになる。こうした担当者に依存せざるを得ない状況は、企業として、首尾一貫した与信判断を行う障害となっている点も否めない。

かかる状況において、信用リスク評価に定性情報を十分に活用できれば、取引先審査の現場だけでなく、金融機関の融資審査にも活用できる。その結果、今まで、定量情報だけでは判断ができない中小企業に対しても、定性情報による融資が可能になれば、中小企業の資金繰りが改善する可能性もある。また、創業間もない企業においても、仕入先から信用を付与されることで、資金繰りの改善に役立つ可能性がある。

## 0.2 研究の進め方

本研究では、こうした定性情報と信用リスクの関連性を統計学的手法を用いて分析を試みた。第1章では、上場企業における定性情報の一つとして、継続企業の前提に関する注記に着目をして、分析をした。第2章、第3章は、未上場企業における定性情報の一つとして、それぞれ、支払情報、照会件数を分析対象とした。第4章、第5章は、日本と海外における与信管理に関する企業文化や組織を比較分析し、第1～3章で分析した定性情報の活用法を探った。各章の関係性は図1に示した。

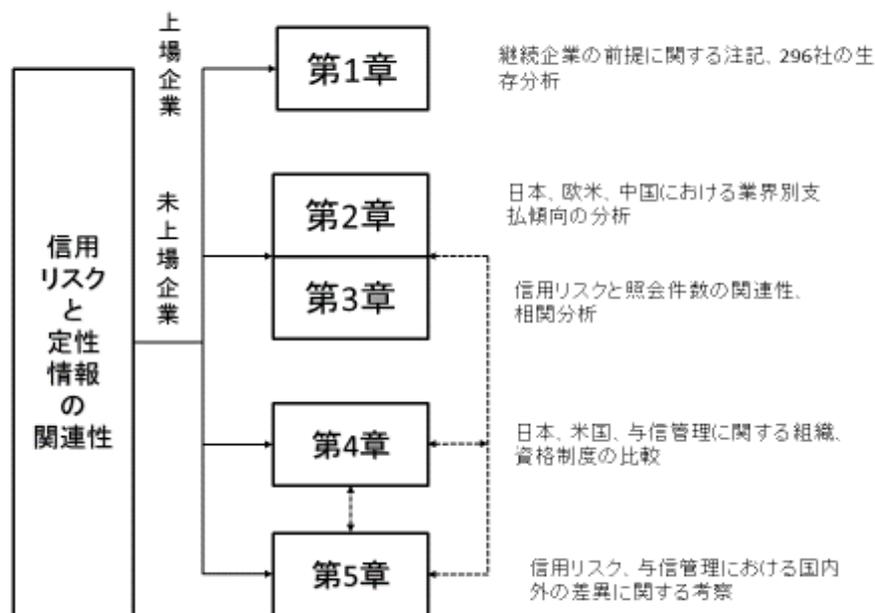


図1 各章の関係性（出所：筆者）

第1章では、「継続企業の前提に関する注記付き倒産企業の生存分析」と題し

て、継続企業の注記がついた上場企業 296 社を 35 四半期にわたり調査分析した。継続企業の前提に関する注記は上場企業に関する定性情報である。しかも、財務情報を中心に分析された定性情報である。財務内容を精査した財務分析のプロが投資家に対して発する警告ともいえる。果たして、この警告が企業の信用リスクを分析する場合に、どの程度、役に立つのかをここでは検証した。

具体的には、継続企業の前提に関する注記が付いた企業を、その後の状態から、六つに分類し、その中で、倒産タイプ、上場廃止タイプの企業について、上場廃止までの期間を上場と店頭公開の 2 グループに分けて生存分析を行い、2 グループの生存曲線に差があり、有意性があるかを検証した。

仮に、継続企業の前提に関する注記と信用リスクの関連性が証明できたとしても、継続企業の前提に関する注記は上場企業だけのものであり、未上場企業の前では、意味をなさない。そこで、第 2 章、第 3 章では、上場企業、未上場企業の区別なく活用できる定性情報を分析の対象とした。

第 2 章では、上場企業、未上場企業の区別なく入手できる支払情報を対象とした。支払情報を単に遅延日数と捉えて、定量情報と解釈する向きもあるが、本研究では、単に遅延日数だけでなく、遅延の理由や業種との関係も分析したため、定性分析として解釈した。支払情報の入手が容易な欧米を中心に、国別、業界別の傾向を分析した。また、支払情報の入手が困難な日本や中国においても、代替となる指標での比較分析を試みた。一般的に、欧州では南欧の企業が、支払遅延が長期化し、北欧の企業では、遅延はそれほど顕著でない傾向があるといわれている。複数年を比較することで、こうした傾向が一時的なものか、そうではないのかを検証した。また、日本、米国、中国の企業は、それぞれ、どの地域に支払の傾向が似ているのかも分析した。また、日本企業と違い、海

外企業の経理の支払担当者は、「いかに支払いを遅らせることができるが腕の見せ所」と業界では言われている。この業界における常識の妥当性も検証した。

第3章では、信用調査会社への問い合わせ件数を数値化した **Enquiries Trend**（照会件数）と倒産の関連性について相関分析を行った。信用調査会社への問い合わせ件数も、上場企業、未上場企業の区別なく、入手できる定性情報である。ただし、日本の信用調査会社では、信用調査会社への問い合わせ状況は、信用情報として極秘に扱われ、情報管理が行われている。優良顧客に開示する場合も、書面ではなく、口頭ベースが基本である。一方、欧米では、こうした照会件数の情報を信用調査レポートの一項目として、掲載している信用調査会社がある。費用さえ支払えば、誰でも閲覧できるようになっているため、こうした研究に活用することが容易にできる。倒産件数や信用リスクや信用スコアと、照会件数の増加率に相関関係がないかを業界別に検証した。

第4章では、信用リスクの組織論として、日本と米国の信用リスク、与信管理に関する資格制度を比較分析した。米国で民間団体を中心に普及が進む信用リスク、与信管理の資格制度に対して、一向に普及が進まない日本の資格制度の差異とその問題点を考察した。

第5章では、第2章、第3章、第4章で明らかになった、日本と海外の差異を与信管理全体の観点から考察した。決済条件、サイトの起算、担保物件、個人保証の差異や、与信管理に関する組織の在り方、日本では存在しない債権回収代行ビジネスのビジネスモデルや信用照会の仕組みについても言及した。第2章で分析した支払情報が日本では入手できない背景、第3章で分析した照会件数が書面で公開されない理由などを考察した。こうした日本と海外の差異か

ら、信用リスクの分析や倒産予測におけるより幅広い定性情報の活用法を探った。

## 注記

[1] 会社法第 440 条（計算書類の公告）

[2] 会社法第 976 条（科料に処すべき行為）

「発起人、設立時取締役、設立時監査役、設立時執行役、取締役、会計参与若しくはその職務を行うべき社員、監査役、執行役、会計監査人若しくはその職務を行うべき社員、清算人、清算人代理、持分会社の業務を執行する社員、民事保全法第 56 条に規定する仮処分命令により選任された取締役、監査役、執行役、清算人若しくは持分会社の業務を執行する社員の職務を代行する者、第 960 条第 1 項第 5 号に規定する一時取締役、会計参与、監査役、代表取締役、委員、執行役若しくは代表執行役の職務を行うべき者、同条第 2 項第 3 号に規定する一時清算人若しくは代表清算人の職務を行うべき者、第 967 条第 1 項第 3 号に規定する一時会計監査人の職務を行うべき者、検査役、監督委員、調査委員、株主名簿管理人、社債原簿管理人、社債管理者、事務を承継する社債管理者、代表社債権者、決議執行者、外国会社の日本における代表者又は支配人は、次のいずれかに該当する場合には、百万円以下の過料に処する。ただし、その行為について刑を科すべきときは、この限りでない。

一 この法律の規定による登記をすることを怠ったとき。

二 この法律の規定による公告若しくは通知をすることを怠ったとき、又は不正の公告若しくは通知をしたとき。

三 この法律の規定による開示をすることを怠ったとき。

（四～三十五省略）」

[3] Companies House

[4] 年度報告には、下記の情報が必要となる。

表2 中国の年度報告制度に必要な情報

符号	開示する情報項目
A	住所、郵便番号、電話、Eメールアドレスなど
B	開業、休業、清算など存続状況
C	企業への投資、株式買収状況
D	出資額、出資時期、出資方式など
E	株式変更情報
F	企業ウェブサイト、オンラインショップの名称・URLなど
G	従業員数、資産総額、負債総額、対外提供担保、所有者権益合計、 営業総収入、主要業務収入、利益総額、純利益、納税総額（本項目 は企業が公開するかどうかを選択できる）

（出所：JETRO、「企業情報の『年度報告制度』を導入—国務院、企業情報公開暫定条例を  
公布（中国）」）

## インターネットアドレス

表1 <https://www.gov.uk/annual-accounts/penalties-for-late-filing>  
（2018/11/30 閲覧）

表2 <https://www.jetro.go.jp/biznews/2014/09/540e9ac876a70.html>  
（2018/11/30 閲覧）

# 第1章 継続企業の前提に関する注記付き倒産企業の生存分析

## 1.1 先行研究

継続企業の前提に関する注記を題材とした研究は多い（表1）。先行研究の大日方[1]では、監査人が内部情報を入手できるのに対して、実証研究は一般に利用可能なデータに限定されることから、GC 監査に固有の問題の多くは、既存の倒産分析では欠落しているのであり、倒産分析の研究成果は、そのままではGC 監査に役立たないと指摘している。また、白田[2]では、一般的に低い方が安全とされる固定長期適合率が、継続企業よりも倒産企業で低いことを示し、企業分析、特に企業倒産予知は、一般の財務分析の手法や技術を用いるだけでは十分ではない、と警告を発している。

従来の研究では財務会計的なアプローチやモデル設定によるアプローチが用いられてきたが、本論文では、継続企業の前提に関する注記がついた企業と倒産の関係を生存分析の観点から検証した。生存分析では生存比較が可視化されて、より分かりやすい。35 四半期において、継続注記がついた企業 296 社を倒産、生存など六つのタイプに分類した上で、第一部・第二部市場上場企業と新興市場上場企業で生存期間に差異がないかを調査した。

本論文では、東京証券取引所第一部・第二部上場企業、各地方証券取引所上場企業を「第一部・第二部市場上場企業」とし、JASDAQ、マザーズ、ヘラクレス、セントレックス、アンビシャス、Q ボード上場企業を「新興市場上場企業」と分類した。一般的に第一部・第二部市場上場企業に比べると信用度が低い新興市場上場企業の方が、継続企業の注記がついてから、短い期間で倒産または上場廃止となるのではないかと仮説を立て、これを検証した。

表 1 先行研究

研究者名	年	テーマ	分析手法
白田佳子	2003	倒産予知モデル	人工知能モデル, SFA モデル
大日方隆	2005	倒産分析と GC	ハザード・モデル
高田敏文 [3]	2008	GC 監査と倒産予測モデル	判別関数モデル, ハザード・モデル, 人工知能モデル
岡崎一浩	2009	GC と上場廃止の関連性	データマイニング, 多変量解析

## 1.2 研究方法

東洋経済新報社の「四季報」[4]を活用し、2009年夏号から2018年新春号に掲載されたことがある継続企業の前提に注記のある企業を分析した。2009年夏号を開始時期としたのは、継続企業の前提に関する注記の記載方法が大きく変更されたのが、2009年3月期からであり、同決算が掲載されたのが2009年夏号であるためである。35四半期にわたり、一度でも注記がついた企業296社を対象とした。分析の対象は、注記には至らない「事業等のリスク」は除き、よりリスクが高い「継続企業の前提に関する注記」に限定した。

注記の対象となる事象・状況としては、債務超過等の財務指標、債務返済困難性等の財務活動、主要取引先喪失等の営業活動、その他巨額の損害賠償負担の可能性やブランドイメージの著しい低下など[5]がある。

継続企業の前提に注記がついた企業296社を次の六つのタイプに分類した。

(1) は継続注記がついても存続していた企業。(2) は継続注記がついて上場廃止になり、その後倒産した企業。(3) は第三者割当増資や完全子会社化で救済された企業。(4) は上場廃止になり、非上場企業として存続している企業。(5) は民事再生法や事業再生 ADR により再生した企業。(6) は経営陣による MBO で非上場となった企業である。

先行研究の岡崎[6]においては、上場廃止に至るプロセスを5種類に分類している。倒産、MBO、M&A (被買収)、上場廃止申請、その他上場規則への抵触の五つである。本研究において、倒産をさらに2種類に分けた理由は、倒産といっても、様々な種類があるためである。倒産は、裁判所が介入する法的整理と裁判所が介入しない私的整理に分けることができる(図1)。さらに、法的整理は、破産のように企業が存続しなくなる清算型と、会社更生法や民事再生法などの再建型に分けることができる[7]。

再建型は、法的手続きを経て再生され、通常の企業活動を続けることを前提とした債務者の救済手段であり、会社が全く存続しなくなる清算型とは異なる[8]。ただし、再建型を選択した企業が全て再生し、存続するとは限らない。一方、破産などの清算型では、会社自体が清算されて存続しなくなる。こうした両者の違いを明確にするため、倒産を2種類のタイプに分けた。

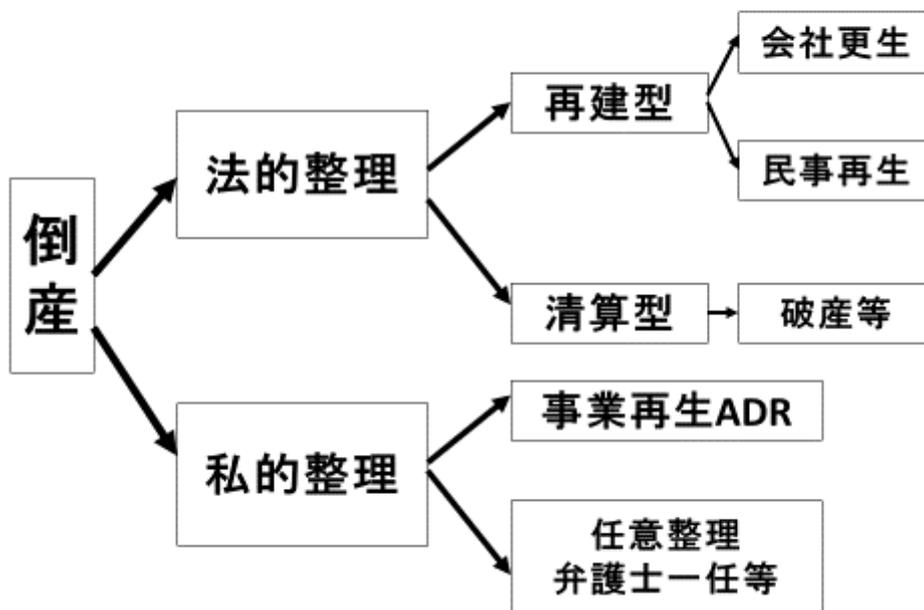


図1 倒産の分類（出所：筆者）

## 1.3 分析結果

### 1.3.1 対象企業における市場別の分析

調査対象企業の市場別の社数と比率を分析した。集計に際し、JASDAQには、JASDAQスタンダード、JASDAQグロースを含めた。2010年4月1日の東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、2010年10月12日、新興市場が統合された。旧ヘラクレス・スタンダードは、JASDAQスタンダードに、旧ヘラクレス・グロースと旧NEOは、JASDAQグロースにそれぞれ統合された。こうした経緯から、JASDAQスタンダード、JASDAQグロースも、JASDAQとして分類した。

分析結果によると、JASDAQが35.1%と、3分の1以上を占めた（表2）。

次いで、東証1部、マザーズが、それぞれ28.7%、15.2%となった。JASDAQやマザーズ、ヘラクレスなどの店頭公開企業が6割以上を占めた。上場企業数全体から比べると、第一部・第二部市場上場企業よりも、新興市場上場企業の方が継続企業的前提に関する注記がつくケースが多いといえる。これは、分析対象企業における単なる比率の分析であり、倒産や上場廃止までの期間が短いかどうかは分析しておらず、仮説の検証にはなっていないが、任意に設定した期間において、一般的に信用度の低いとされる新興市場上場企業の上場廃止件数が多いことが分かった。

表2 調査対象企業の市場別社数と比率

市場	社数	比率
東証1部	85	28.7%
東証2部	14	4.7%
各地方証券取引所	19	6.4%
JASDAQ	104	35.1%
マザーズ	45	15.2%
ヘラクレス	14	4.7%
セントレックス	10	3.4%
アンビシャス	4	1.4%
Qボード	1	0.3%

(出所：日本取引所グループホームページより筆者作成)

表3 上場会社数

市場	社数
第一部	2,107
第二部	507
マザーズ	264
JASDAQ スタンダード	692
JASDAQ グロース	39
Tokyo Pro Market	27
合計	3,636

(出所：日本取引所グループホームページより筆者作成)

東京証券取引所第一部、第二部に比べると、マザーズや JASDAQ スタンダード、JASDAQ グロースは、そもそも上場基準が大幅に緩和されている(表4)。上場時に見込みで必要とされる株主数が、東京証券取引所1部、同2部の2,200人、800人に対して、マザーズ、JASDAQ スタンダード、JASDAQ グロースは200人と10分の1以下である。特に、大きな違いは、純資産額と利益の額である。JASDAQ グロースでは、純資産額の要件は、「正」で、債務超過でなければよく、マザーズには、そもそも純資産額の要件は存在しない。つまり、マザーズの場合、債務超過の企業も上場することが可能となっている。利益額の要件もマザーズと JASDAQ グロースには、存在しない。赤字企業も上場申請が可能となっている。

第一にこうした基準の緩さが倒産や上場廃止の件数の多さの原因となると考えられる。第二に債務超過や赤字の企業はそれだけで一般的に信用リス

クが高いと推定され、銀行も真っ先に融資を渋ったり、一般事業会社も売掛での取引を避けたりする傾向がある。その結果、基準の緩さが倒産や上場廃止件数への直接の因果関係があると説明付けられる。

表4 市場別の上場基準

市場	1部	2部	マザーズ	JASDAQS	JASDAQG
株主数	2200人	800人	200人	200人	200人
流通株式	2万単位	4,000単位	2,000単位	-	-
流通時価 総額	-	10億円	5億円	-	-
流通株式 比率	35%	30%	25%	-	-
時価総額	250億円	20億円	10億円	5億円	-
事業年数	3年	3年	1年	-	-
純資産の額	10億円	10億円	-	2億円	正
利益の額	5億円 (直近2年 間)	5億円 (直近2年 間)	-	1億円 (直近1年 間)	-
時価総額	500億円	500億円		50億円	

(出所：日本取引所ホームページより筆者作成[9])

### 1.3.2 対象企業における業種別の分析

業種別で見ると、最も多いのが情報・通信業の42社で、全体の14.2%を占め、2位以下に大きな差をつけている(表5)。次いで、不動産業の33社、小売32

社、サービス業 30 社、電機 29 社、比率で見ると、11.1%、10.8%、10.1%、9.8% となった。業種分類は日本取引所グループの分類に従ったが、電機や機械、精密機器を仮に一つの製造業とまとめると、製造業が最も多くなる。

なお、参考までに、日本取引所グループにおける全上場企業における業種一覧を記載した（表 6）。サービス業、情報・通信業、小売業、卸売業、電気機器が、社数が多い上位 5 業種であった。これは、2018 年 8 月末時点での日本取引所グループにおける集計であり、上場企業の社数は新規上場や上場廃止の関係で、毎月のように増減するために、本研究の分析対象期間の社数とは必ずしも一致しない。こうした対象期間の差異を除いても、継続企業の前提に関する注記がついている社数の多さだけで、当該業種における倒産や上場廃止のリスクが高いとは言えない。母数となる社数がこうした業種はそもそも多いからである。しかし、任意に設定した期間において、継続企業の前提に関する注記がついた企業の件数を業種別で分析すると、情報・通信業、不動産業、小売業、サービス業が多いことは言える。

表5 調査対象企業の業種別社数と比率

業種	社数	比率
情報・通信業	42	14.2%
不動産業	33	11.1%
小売業	32	10.8%
サービス業	30	10.1%
電機	29	9.8%
卸売業	26	8.8%
機械	20	6.8%
その他金融業	13	4.4%
その他製品	10	3.4%
精密機器	7	2.4%
金属製品	6	2.0%
建設業	6	2.0%
医薬品	5	1.7%
証券, 商品先物取引業	5	1.7%
繊維製品	5	1.7%
化学	4	1.4%
ガラス・土石製品	4	1.4%
鉄鋼業	3	1.0%
電気・ガス	3	1.0%
海運業	2	0.7%
空運業	2	0.7%
食料品	2	0.7%
輸送用機器	2	0.7%
鋳業	1	0.3%
ゴム製品	1	0.3%
倉庫・運輸関連業	1	0.3%
非鉄金属	1	0.3%
陸運業	1	0.3%

(出所：筆者)

表6 全上場企業の業種別社数と比率

業種	社数	比率
サービス業	434	11.9%
情報・通信業	428	11.8%
小売業	351	9.7%
卸売業	322	8.9%
電気機器	253	7.0%
機械	228	6.3%
化学	210	5.8%
建設業	172	4.7%
不動産業	128	3.5%
食料品	124	3.4%
その他製品	108	3.0%
輸送用機器	93	2.6%
金属製品	87	2.4%
銀行業	84	2.3%
医薬品	67	1.8%
陸運業	61	1.7%
ガラス・土石製品	55	1.5%
繊維製品	54	1.5%
精密機器	52	1.4%
鉄鋼業	45	1.2%
証券, 商品先物取引業	42	1.2%
倉庫・運輸関連業	37	1.0%
その他金融業	35	1.0%
非鉄金属	35	1.0%
パルプ・紙	24	0.7%
電気・ガス業	24	0.7%
ゴム製品	19	0.5%
保険業	16	0.4%
海運業	13	0.4%
石油・石炭製品	12	0.3%
水産・農林業	11	0.3%
鉱業	6	0.2%
空運業	5	0.1%
合計	3,635	100%

(出所：日本取引所グループホームページより筆者作成)

### 1.3.3 継続注記におけるタイプ別の分析

先行研究の岡崎では、GC注記がついて上場廃止になっても34.2%しか倒産には至らないことから、GC注記が倒産を誘発するよりも、企業合併を促進する側面も高い。従ってGC注記と倒産との明らかな相関関係は見いだせない、と結論付けている。

本研究の結果でも、296社の中で最も比率が高かったのが、存続企業の160社で全体の57%を占めていた。継続企業の前提に注記がついただけで、危ない会社と捉える風潮があるが、必ずしも倒産と強い関連性があるとは言えない。倒産した企業は39社で13%あり、M&Aによる救済タイプは36社で12%あった。これに、単なる上場廃止の24社、8%、再生タイプの22社、7%が続く。本研究期間のすべてにおいて、継続企業の注記がついていた企業が5社あった。また、全てではないが、9割以上の期間についていた企業も4社あった。なお、この9社について、業種、上場区分などにおける明確な傾向を見つけることはできなかったが、本論文執筆時点においては、株式を上場していることが共通点である。

### 1.3.4 継続企業がついた回数の分析

継続注記が付いた回数をタイプ別に四分位分析した(図2)。生存タイプ、倒産タイプ、上場廃止タイプの最大値は、それぞれ35回、30回、29回であるのに対して、救済タイプ、再生タイプ、MBOタイプは、それぞれ19、20、12回となっており、回数が少ない。また、中央値についても、救済タイプ、再生タイプ、MBOタイプは、3.25~4回と回数が少ない傾向がある。

単純に平均で見ても、最も多いのが、上場廃止タイプの 9.5 回で、倒産タイプは 8 回、生存タイプの 7.4 回の順になっている。連続として期間を計算すると、上場廃止や倒産は約 2 年かかるのに対して、救済タイプ、再生タイプ、MBO タイプは 1 年前後となり、短い期間で親会社や第三者に救済されていることがわかる。インターネットや SNS による情報伝播の速度が、飛躍的に増加した現代社会においては、企業価値を棄損させないために、できるだけ早い時期に、再生させることが重要となる。親会社や第三者が早い時期に何らかの手を打つのは十分理解できる。

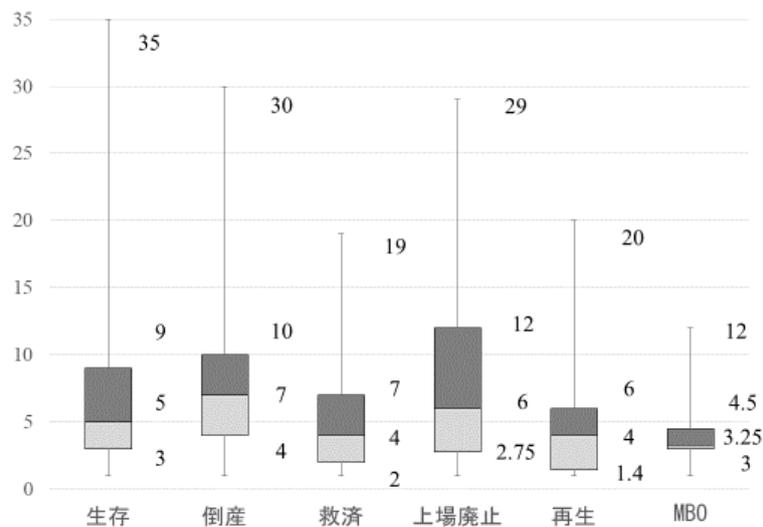


図 2 継続注記がついた回数の四分位分析（出所：筆者）

#### 1.4 第一部・第二部市場上場企業と新興市場上場企業の生存分析

倒産タイプ、上場廃止タイプの 63 社について、上場廃止までの期間を第一部・

第二部上場企業 17 社と新興市場企業 46 社の 2 グループに分けて生存分析を行った（図 3）。生存分析はイベント（本研究では倒産や上場廃止など）が発生するまでの時間とイベントとの関の係に焦点を当てる分析法である。主に医療分野や工学分野でよく使われる手法であるが、信用リスク分野でも、藤井, 木村[10]などの先行研究がある。同研究では、企業退出リスクの要因として、企業パフォーマンス、競争力、技術力、組織、企業間関係、産業の五つの要因に着目し、上場企業だけではなく、従業員数 50 人以上かつ資本金 3,000 万円以上の鉱業、製造業、卸売業の全企業が対象となっている。本研究では、継続注記と倒産の関係に着目しているため、上場企業を対象としている。

東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所、札幌証券取引所は第一部・第二部上場企業とした。また、東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所の二部も含めた。マザーズ、JASDAQ スタandard、JASDAQ グロース、セントレックス、Q ボード、アンビシャスやヘラクレスなどの新興市場は新興市場上場企業として分類した。生存分析の対象期間は本研究の分析対象期間と同じであり、それ以前に注記がついていた場合も、分析の対象には含めていない。生存分析は統計ソフト R の survival パッケージを使用し、先行研究でも使用されている Kaplan Meier 推定法に基づいて行った結果をプロット図にした（図 3, 4）。

2 グループの生存曲線に大きな差があり、ログランク検定を行ったところ、P 値は 0.038 となり、有意差があることが分かった。第一部・第二部市場上場企業に比べると信用度が低い新興市場上場企業の方が、継続企業の注記がついてから、短い期間で倒産または上場廃止となるのではないかと仮説の検証であることから、右片側検定とした。新興市場上場企業の方が、倒産や上場廃止までの

期間が短く、第一部・第二部市場上場企業の方が長いといえる。

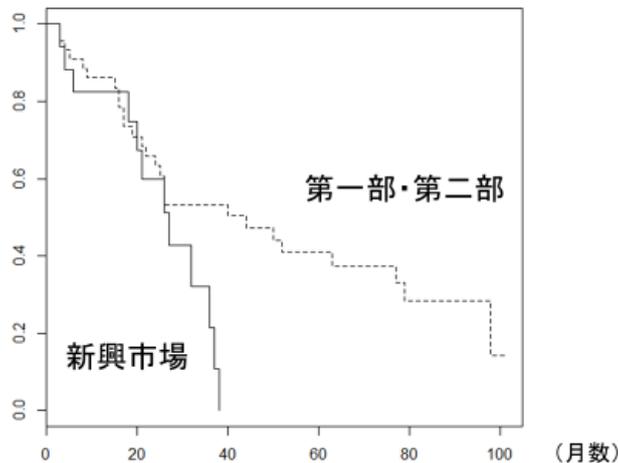


図3 上場企業と店頭公開企業の生存分析（出所：筆者）

#### 1.4.1 救済タイプと再生タイプの生存分析

救済タイプ、再生タイプの59社について、上場廃止までの期間を第一部・第二部市場上場企業と新興市場上場企業の2グループに分けて生存分析を行った（図4）。2グループの分類方法は前述の通りである。前者は34社、後者は25社あった。2つの生存曲線に大きな差はなく、ロングランク検定を行ったところP値は0.369となり有意差がないことが分かった。検定方法は前述の通りである。救済タイプと再生タイプでは生存期間に有意のある差はなかった。

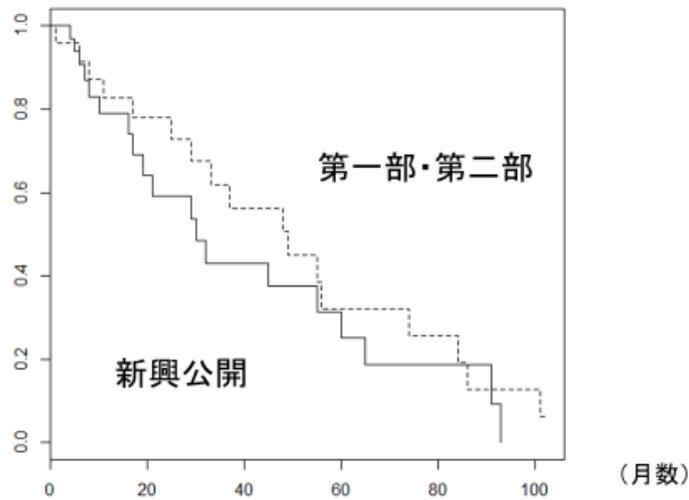


図4 救済タイプと再生タイプの生存分析（出所：筆者）

## 1.5 本章のまとめ

倒産タイプ、上場廃止タイプについて、上場廃止までの期間を上場と店頭公開の2グループに分けて生存分析を行った結果から、2グループの生存曲線に大きな差があり、有意性があることが分かった。倒産タイプと上場廃止タイプにおいては、新興市場上場企業の方が、生存期間が短く、第一部・第二部市場上場企業の方が長い。一方、救済タイプと再生タイプにおいては、生存分析で有意な違いを見つけることができなかった。救済されるにせよ、再生するにせよ、顧客基盤やブランド、営業ネットワークなどの経営資源が劣化しないうちに実施する必要があり、時間との勝負である点は、第一部・第二部市場上場企業、新興市場上場企業に関わらないのではないかと推測される。

第一部・第二部市場上場企業よりも、店頭公開企業の方が、継続企業の注記がついてから、短い期間で倒産または上場廃止となるのではないかという仮説については、倒産タイプ、上場廃止タイプについては、正しいことが分かったが、

救済タイプ、再生タイプについては、当てはまらなかった。

東証1部や2部などへの上場基準を満たさない店頭公開企業は体力もなく、設立年数も浅い企業が多い。上場基準によれば、債務超過や赤字の企業が上場することも可能である。継続注記がついてからは金融機関からの融資の引き上げが容赦なく行われることが少なくない。他方、上場企業は金融機関からも比較的支援も受けやすく、また技術力や顧客基盤があるために、金融機関や自治体からの支援が受けやすいので、長期間にわたって上場を維持し続けることができ、上場廃止までの期間が長くなると考えられる。

東証一部や二部などへの上場基準を満たさない新興市場上場企業は体力もなく、設立年数も浅い企業が多い。東証一部・二部の上場基準では、純資産額が10億円以上なのに対して、新興市場では3億円以上、あるいは純資産の基準自体がない。また、設立年数についても、東証一部・二部は3年以上なのに対して新興市場では1年以上となっている。債務超過や赤字の企業が上場することも可能である。研究方法で前述したとおり、継続注記の対象となる事象・状況として、債務返済困難性等の財務活動が挙げられており、財務制限条項の抵触が含まれている。借入金の期限の利益喪失に関する財務制限条項に従い、金融機関からの融資の引き上げが容赦なく行われることが少なくない。財務制限条項と上場廃止の関連性は今後の課題としたい。

他方、第一部・第二部市場上場企業は金融機関からも比較的支援も受けやすく、また技術力や顧客基盤があるために、金融機関や自治体からの支援が受けやすいので、長期間にわたって上場を維持し続けることができ、上場廃止までの期間が長くなると考えられる。

## 引用・参考文献

- [1] 高田敏文：『事業継続能力監査と倒産予測モデル』、同文館出版（2008年）
- [2] 白田佳子：『企業倒産予知モデル』、中央経済社（2003年）
- [3] 大日方隆：「倒産分析とゴーイング・コンサーン監査」、東京大学ものづくり経営研究センター、MMRC Discussion Paper No.133（2005年）
- [4] 東洋経済新報社：『四季報』。
- [5] 日本取引所グループ：「用語集」、[www.jpx.co.jp/glossary/ka/120.html](http://www.jpx.co.jp/glossary/ka/120.html)  
（2018/8/28 閲覧）
- [6] 岡崎一浩：「企業の持続可能性と上場廃止の関連性」（愛知工業大学、2009年）
- [7] 裁判所：「倒産手続きの案内、民事事件、倒産手続き」、  
[www.courts.go.jp/saiban/syurui\\_minzi/minzi\\_02\\_02/index.html](http://www.courts.go.jp/saiban/syurui_minzi/minzi_02_02/index.html)（2018/8/28  
閲覧）
- [8] 永石一郎：『ここまで知っておきたい債権回収の実務—信用調査から税務問題まで』、中央経済社（2008年）
- [9] 日本取引所グループ：「上場審査基準」、  
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/index.html>（2012/3/29 時点、2018/9/24 閲覧）
- [10] 藤井孝宗，木村福成「平成不況期における日本企業の存続・退出と企業組織～ハザード・モデルを用いた企業の生存分析」，三田学会雑誌 93 巻 4 号 2001 年 1 月

## インターネットアドレス

表 3 <https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html> (2018/9/24 閲覧)

表 4 <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/index.html>  
(2018/9/24 閲覧)

表 6 <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/01.html>  
(2018/9/24 閲覧)

## 第2章 日本と欧米における業界別と支払傾向の分析

### 2.1 先行研究

世界的に企業間の支払いを示す Trade Payment に関する先行研究は多い。Biais、Gollier は、「銀行と企業間の非対称な情報により、企業間信用は銀行与信を軽減させる」 [1]と述べている。Nadri は、「米国のすべての業種において、企業間信用は主要かつ、増加するファイナンスを担ってきた」 [2]と主張した。García-Teruel、Martínez-Solano 欧州の 47,197 社のデータを活用し、企業間信用の決定要因を分析し、「企業間信用を決定する要因に強力な共通性」 [3]を発見した。Pike、Cheng、Cravens、Lamminmaki の研究では、米、英、豪の大企業 700 社の習慣的な支払遅延を分析し、習慣的に支払いを遅延する会社ほど、融資に対する需要が旺盛な傾向があると結論付けた [4]。アジア諸国では、Zainudin、Regupathi が、流動性、効率性、収益性および業種が、マレーシアの中小企業の回収期間を決定する主要な要因であると結論付けた [5]。Kim によれば、「韓国の老舗の大手企業で、成長率が低く、収益性が高い企業ほど、信用を供与する傾向がある」 [6]。

こうした先行研究においても、日本の企業間信用について言及したものはほとんどない（表 1）。伊藤、山下は中小企業の求償債権の回収率を分析した [7]。求償債権とは、信用保証協会が借主の債務不履行が深刻化して、銀行から取得した不良債権のことである。これは、日本においては、企業間の支払情報を一般的に入手できないからである。日本の信用調査レポートには、支払情報に関する記載がない。

表 1 先行研究一覧

先行研究	年	国	分析対象データ
Nadiri	1969	米	製造業
Peterson, Rajan	1996	米	National Survey of Small Business Finance
Pike, Cheng, Cravens, Lamminmaki	2001	米、英、豪	大企業
Howorth, Reber	2003	英	小企業
Marotta	2000	欧州、イタリア	Mediocredito Centrale Survey
García-Teruel, Martínez-Solano	2010	欧州	中小企業
Zainudin, Regupathi	2010	マレーシア	上場企業、製造業
Carvalho, Schiozer	2015	ブラジル	中小企業
Kim	2016	韓国	上場企業

こうした理由から、本研究では、Days Sales Outstanding (DSO、売掛金回収日数) [8]を日本企業の支払情報の代替として活用した。企業の実務担当者の間では、北欧の企業ではほとんど支払遅延がないが、南欧では、支払遅延が多いことが知られている。Marottaの研究では、主要なEU諸国の支払遅延を分析した。2000年時点では、EUの中でイタリアが最も遅延の長い国であったが、前述の担当者の認識を裏付けている [9]。また、日本企業は期日通りに支払うと一般的に

考えられている。本研究では、欧州企業と日本企業の DSO を比較することで、この認識の有効性を検証する。また、欧州企業と日本企業の支払傾向の共通性も分析する。

支払情報を単に遅延日数と捉えて、定量情報と解釈する向きもあるが、本研究では、単に遅延日数だけでなく、遅延の理由や業種との関係も分析したため、定性分析として解釈した。また、先行研究の中にも、企業の業歴や社長の経営年数など数値化できる項目を定性情報として分析したものが複数ある。[10]

日本では、支払情報、特に遅延情報を入手するのは極めて難しい。欧米では、一般的な Trade Reference (信用照会) と呼ばれる企業文化が日本にはないからだ。このために、欧米では企業間の支払に関する多くの研究があるのに対して、日本ではない。例えば、欧米の信用調査レポートには一般的に、Payment (支払) という項目があり、当該企業が仕入先に対してどのように支払いをしているかが記載されているが、日本のレポートには同様の項目は存在しない。日本の信用調査会社は、支払情報を顧客に口頭でのみ開示し、決して書面では情報開示しない。信用情報の開示により、仕入先の間で信用不安が高まり、結果的に倒産につながることを恐れているからだ。つまり、支払情報は信用調査会社と顧客の間で、口頭で情報交換されるにすぎないこうした背景から、本研究では、日本の支払情報を示すのに DSO を活用した。一方、日本では、金融機関の融資や不良債権に関する研究は多いが、前述の理由により、企業間の支払に関する研究はない。信用リスクとは、債務不履行、倒産、支払遅延のリスクに分類できるが、本研究は支払遅延に焦点を当てている。

欧米では、支払情報は財務諸表の代替として考えられており、決算の開示が必要ない中小企業においては、その傾向が強い。CJ Carvalho、R. Schiozer は、

「企業間の支払情報は金融機関において、企業の信用度の指標として使われている」と述べている[11]。Love、Zaidi は、「財務的に逼迫している会社ほど顧客に与信しない傾向がある」ことを発見した [12]。企業間の支払情報は、財務諸表と比較して、入手率、鮮度、信頼性の三つの優位性がある。まず、非公開企業の財務諸表の入手は難しい。特に、米国のように、決算公告が義務付けられていない国ではこうした傾向が強く、信用調査会社に対しても、財務をほとんど開示しない。しかし、企業間の支払情報は、当該企業が財務の開示を拒否しても、仕入先側から入手することができる。

次に、企業間の支払情報は通常、月次で仕入先から収集されること多く、信用を供与する側としては、顧客の先月の支払情報を確認することもできる。一方、財務情報は半年から1年前の情報であることが多い。

最後に、財務諸表の分析では常に、粉飾決算や不正会計の問題が付きまとう。数字が意図的に作成されている場合、芸術的な財務分析も意味をなさない。債務者または顧客は、債権者または仕入先と信用調査会社の間で情報交換されている支払情報を改ざんすることはできない。それどころか、債務者は自分の支払情報が信用調査会社に提供されていることさえも知る由もない。こうした支払情報の利便性にもかかわらず、日本では支払情報が簡単に入手できないのは、大きな問題である。中小企業の支払傾向を分析することで、本研究が、少しでも中小企業の信用リスクの評価に貢献できれば幸いである。

## 2.2 研究方法

筆者は2017年8月に、企業の与信管理責任者や担当者にアンケートを実施した。アンケートの目的は、定性的な信用情報に対する与信専門家の意識を調べることで、117名が回答した。回答者の属性は表2に記載してある。上位3業種は、サービス、製造、卸売であり、こうした業種は、他の業種に比べて、与信管理を徹底していると一般的にいわれている。

表2 アンケート回答者の業種

業種	回答数
サービス	33
製造	21
卸売	16
建設	8
運輸	7
小売	6
不動産	5
その他	21
合計	117

(出所：筆者)

日本企業の支払情報は、中小企業庁（以下、OSMEJ という）を活用した。日本では支払情報が入手できないため、DSO の中央値を、支払遅延を測る指標と

して活用した。売掛金の与信期間は業種により異なるが、最も一般的なのが、月末締め翌月末支払である。しかし、日本では、請求に cycle payment method [13]が使われているため、請求するまでの期間を考慮する必要がある。

欧州の支払情報は、欧州最大の債権回収代行会社である Intrum Justitia（以下、IJ という）が公開している調査結果を活用した。同社の 2009 年、2013 年、2016 年の調査結果を活用し、2016 年は調査時点の最新版であり、2009 年は金融危機の直後であり、変化を見るために選んだ。2013 年を選んだのは、調査項目が 2014 年から変更になったためである。中国と米国の支払情報は大手取引信用保険会社の Euler Hermes（以下、EH という）のレポートを活用した。IJ は、2016 年の 2~4 月に欧州 29 か国でアンケートを実施し、“European Payment Industry White Paper 2016”と題するレポートにまとめ、公表した。アンケートは、各国の言語に翻訳され、インターネット、電話、郵送で行われた。同社は、同様の調査を 2009 年、2013 年 1~3 月に実施、それぞれレポートにまとめた。EH は、全世界 27,300 社の上場企業に対し、調査を行い、“Worldwide DSO: Paying the penalty for low growth”と題するレポートにまとめて発表した。

### 2.3 データおよび回答者の属性

中小企業庁の DSO に関するデータの属性は表 3 に記載した。EH のレポートの詳細な属性は、全世界 27,300 社の上場企業であること以外は不明である。中小企業庁の DSO と EH の日本企業の DSO は、表 4 に示した通り大きく異なる。この差異は次の 3 点にあると推察される。まずは、中小企業庁のデータは中小企業のものであるが、EH は上場企業である点。次に、二つのデータの業種分類

が異なる点。最後に、EH のデータにおける DSO の計算には売掛金だけでなく約束手形が含まれている可能性がある。一方、中小企業庁は売掛金だけの日数である。日本では手形決済が一般的なため、日本企業の決算書には一般的に、「受取手形」「売掛金」という勘定科目がある。

表3 DSO の計算に使用した日本企業の属性

業種	会社数
炭鉱、採石	2,498
製造	22,007
卸売、小売	46,130
運輸	46,893
情報通信	1,863
建設	183,530
専門サービス	45,317
電気、ガス	2,436
農業	7,054
宿泊、飲食	14,937
教育	13,623
不動産	48,041

(出所：中小企業庁)

表4 中小企業庁とEHレポートのDSOの差異（日数）

業種	中小企業庁	EH
炭鉱、採石	65	-
製造	60	97
卸売、小売	59	-
運輸	46	50
情報通信	35	73
建設	33	106
専門サービス	31	61
電気、ガス	27	41
農業	16	-
宿泊、飲食	5	38
教育	0	-
不動産	0	-

（出所：中小企業庁、Bloomberg, Euler Hermes）

IJの2016年のアンケートに9,440名が回答し、73%が中小企業だった(表5)。従業員数50名未満の会社が84%を占めており、中小企業の実態を反映している。上位3業種は、製造、卸売・小売、その他サービスである。こうした業種の企業は一般的に、信用取引が中心であるため、与信管理に注力していることが多い。2009年、2013年の回答者の属性は表5、表6に示した。

表 5 従業員数別回答者の属性

従業員数	2016 年	2013 年	2009 年
Up to 19	73%	40%	42%
20 to 49	11%	27%	25%
50 to 249	9%	27%	20%
250 to 499	3%	3%	7%
500 to 2499	3%	2%	4%
Over 2500	3%	1%	2%

(出所：“European Payment Index 2009”，“European Payment Index 2013”，“European Payment Industry White Paper 2016” by Intrum Justitia)

表6 業種別回答者の属性

業種	2016年	2013年	2009年
炭鉱、採石	0.5%	-	-
電気	2.4%	-	-
宿泊、飲食	2.7%	-	-
不動産	2.9%	-	-
農業	3.1%	-	-
公的管理、教育	3.5%	3.0%	4%
金融、保険	4.4%	-	-
情報通信	5.3%	-	-
運輸	6.4%	-	-
専門サービス	7.4%	41.0%	41.0%
その他サービス	16.0%		
建設	9.5%	-	-
製造	16.7%	20.0%	25.0%
卸売、小売	19.2%	30.0%	30.0%
その他	-	6.0%	-

(出所：“European Payment Index 2009”, “European Payment Index 2013”, “European Payment Industry White Paper 2016” by Intrum Justitia)

## 2.4 国別業種別支払遅延

### 2.4.1 不良債権比率とサイト延長依頼

欧州企業の業種別不良債権比率とサイト延長依頼を分析した（図1）。Y軸欧州における業種別の不良債権比率を示す。平均の2.4%を上回る業種は九つあった。不良債権比率は、不良債権を売上で割って算出。X軸は、支払サイト延長の要請比率である。比率は、「これまでに、自社が適していると感じるよりも、長い支払サイトを認めたことがありますか？」という設問に対する「はい」の回答を全体の回答数で割って算出した。12業種中5業種が平均の46%を上回った。

顧客からの支払いサイトの延長依頼が多い「炭鉱・採石」などの業種ほど、不良債権比率が高い傾向がある。顧客の資金繰りが厳しいために、こうした延長要請が来ると推察される。一方、「卸売・小売」「製造」などの業界は、顧客からのサイトの延長要請も多いが、不良債権比率は平均以下となっていた。

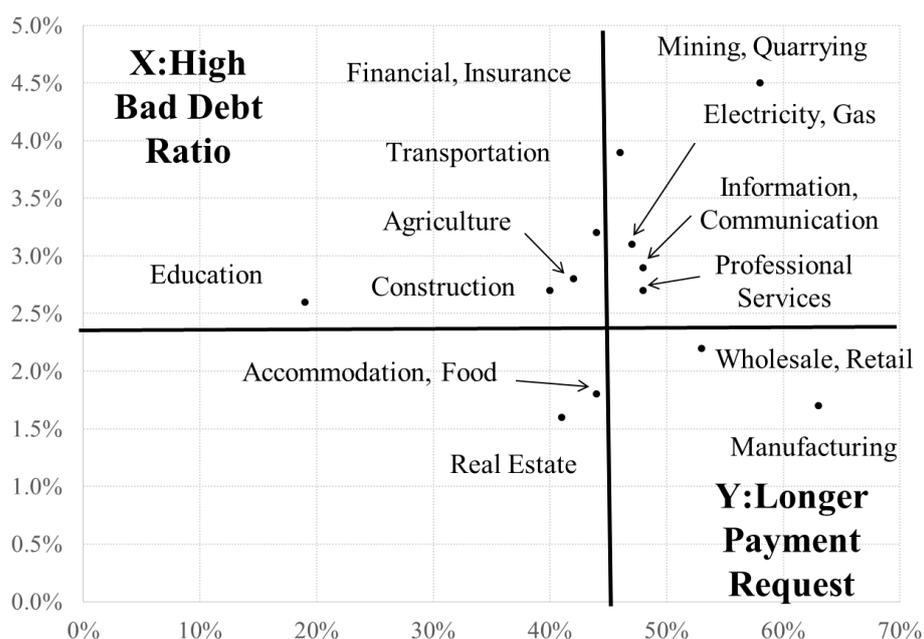


図1 不良債権比率と支払サイト延長要請（出所：Intrum Justitia、図は筆者作成）

#### 2.4.2 業界別支払遅延と不良債権比率

図2は、EUにおける業種別の支払遅延日数を比較したもの。農林漁業がもっとも長く、顧客から平均して11日遅延して支払を受けている。次いで、専門・管理・支援サービスが10日の遅延で受領している。また、農林漁業は公的機関からも平均10日遅延で受領している。専門・管理・支援サービスや運輸など不良債権比率の高い業界は、売掛金の回収により多くの時間がかかっている傾向がある。

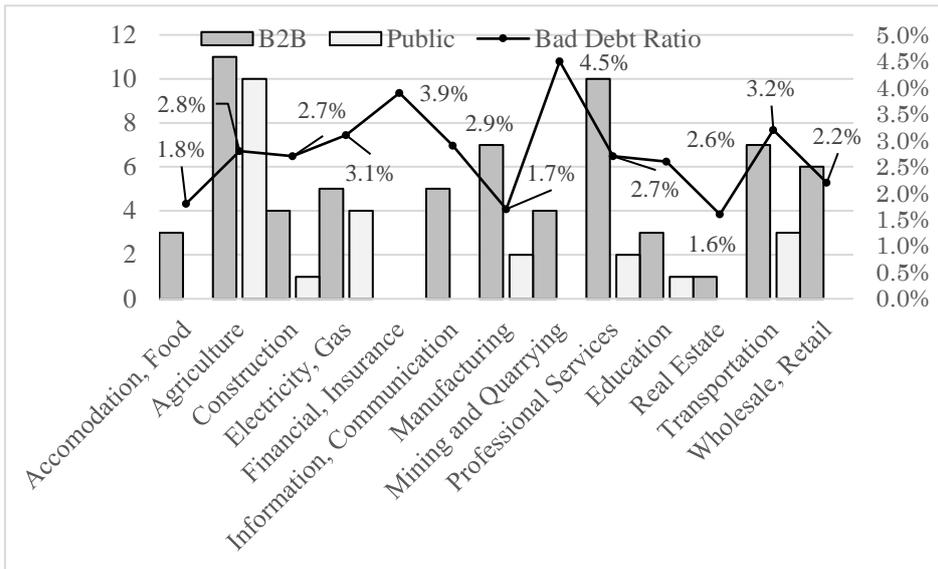


図2 業界別支払遅延日数と不良債権比率（出所：Intrum Justitia、図は筆者作成）

### 2.4.3 国別支払遅延日数

欧米と違い、日本では企業間の支払情報が入手できないため、本研究では、日本企業の支払遅延の代替指標として DSO を活用している。日本の企業間決済における約束手形の普及も別の背景としてある。日本銀行協会によれば、約束手形の交換枚数、交換高は過去 20 年間で激減した。約束手形の交換枚数は、1997 年に年間 283,373 枚だったが、2017 年には 80% 以上も減り、55,490 枚まで落ち込んだ。約束手形の交換高は、1997 年に 1,584 兆 9,914 億円だったが、2017 年には 76% も減少し、374 兆 1,574 億円となった [14]。しかし、2015 年の時点で、大手企業の中小企業に対する支払の 41% は約束手形によるものとなっている [15]。企業が決済手段に約束手形を使用する場合、支払遅延は不渡りとなるために、遅延はほとんど発生しない。企業が 6 ヶ月間に 2 回不渡りを出すと、日本では事実上の倒産となる。こうした理由で、日本企業はオープンアカウントの

決済条件であっても、期日を守ろうとする習慣がある。

図3は、欧州と日本企業の支払状況を比較したものである。欧州諸国の企業間、及び公的機関からの業界別の平均支払遅延日数は、棒グラフに表示しており、日本の業界別 DSO は折れ線グラフに表示してある。前述のとおり、日本では支払情報の入手が難しいので、DSO で代替している。欧州では、DSO が最も長い農業、専門・管理・支援サービスなどは日本では短い DSO となっている。一方、運輸・倉庫など支払遅延や DSO が長い業種は、日本でも同じ傾向がある。日本の教育、不動産における DSO がゼロとなっているのは、こうした業界では、慣習的に前金取引が一般的なことが理由だ。DSO は全体的に売掛金を回収するのにかかる日数であるため、単純に DSO と平均遅延日数を比較しても意味がない。しかし、日本の請求における閉め日制度を考慮すると、日本企業はほとんど遅延しないといえる。ほとんどの日本企業は顧客の支払条件に合わせて、自社の請求条件を調整する。このことにより、純粹な与信期間に加えて、請求書の発行までの待ち時間が発生する。たとえば、製品が月の初めに販売された場合、日本企業は、顧客の支払条件に合わせて請求書を発行するために、通常、20~30 日間待つことになる。別の言い方をすれば、与信期間の 30 日は月末から計算されるのだ。この日本企業の商習慣は、製品発送後、即請求する欧米に比べると、表面的には長い DSO を生み出すことになる。

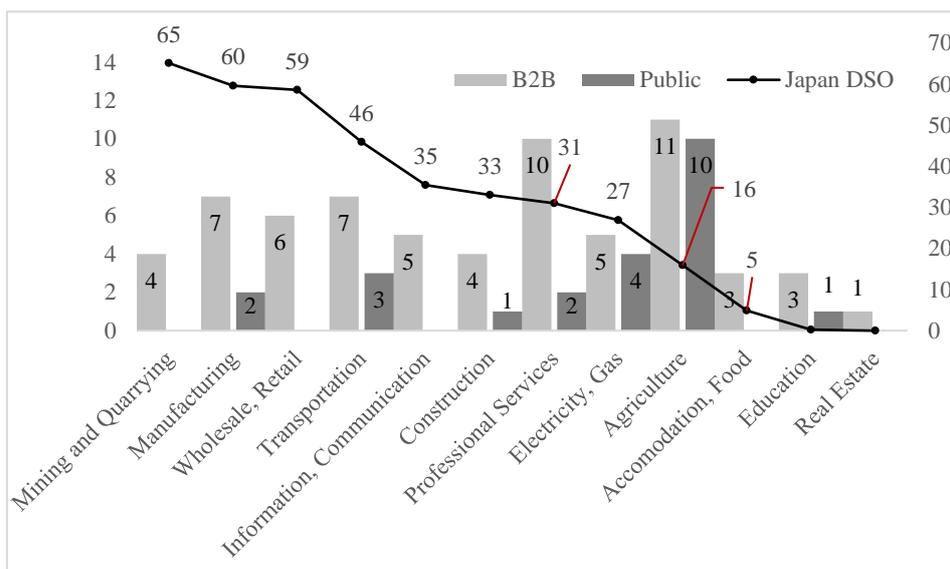


図3 欧州と日本の支払比較（出所：中小企業庁、Intrum Justitia、図は筆者作成）

図4は、EUにおける支払遅延の理由を業種別に示したものである。理由は「資金繰り難」「意図的遅延」「杜撰な管理」「クレーム関連」の4種類に分類されている。「資金繰り難」が理由のトップで、次いで、「意図的遅延」となっている。特に、情報通信や専門・管理・支援サービスにおいては、二つの理由が上位を占め、それぞれ、77%、76%、66%、65%となっている。さらに、イタリアとスペインの製造では、「意図的遅延」が80%、76%とかなりの比重を占めた。与信の専門家の間では、欧州企業の経理の支払担当者はいかに支払を遅らせることができるのが腕の見せ所だといわれている。理由の2位に「意図的遅延」が入っているのは、こうした認識を裏付けている。

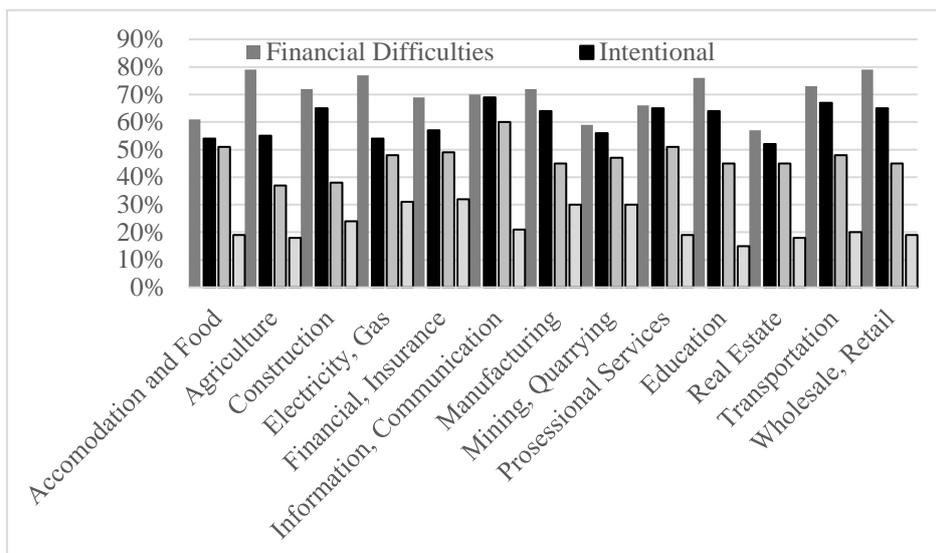


図4 業種別支払遅延理由（出所：Intrum Justitia、図は筆者作成）

#### 2.4.4 業種別支払遅延日数

図5は、欧州の製造、専門・管理・支援サービス、卸売・小売における国別の支払遅延日数である。イタリア、スペイン、ポルトガルなどの南欧では、遅延日数が長い傾向があり、ドイツ、オランダ、ノルウェイなど北欧においては、遅延日数が短い傾向があるのが明らかだ。特に、公的機関の支払が悪い。イタリアの公的機関は卸売に対して63日、小売に対して53日も遅延して支払をしている。スペインの公的機関も似たような状況で、専門・管理・支援サービスに平均すると、75日も遅延して支払をしている。こうした地理的な傾向は、企業間取引と公的間との取引の両方で見られる（図6）。

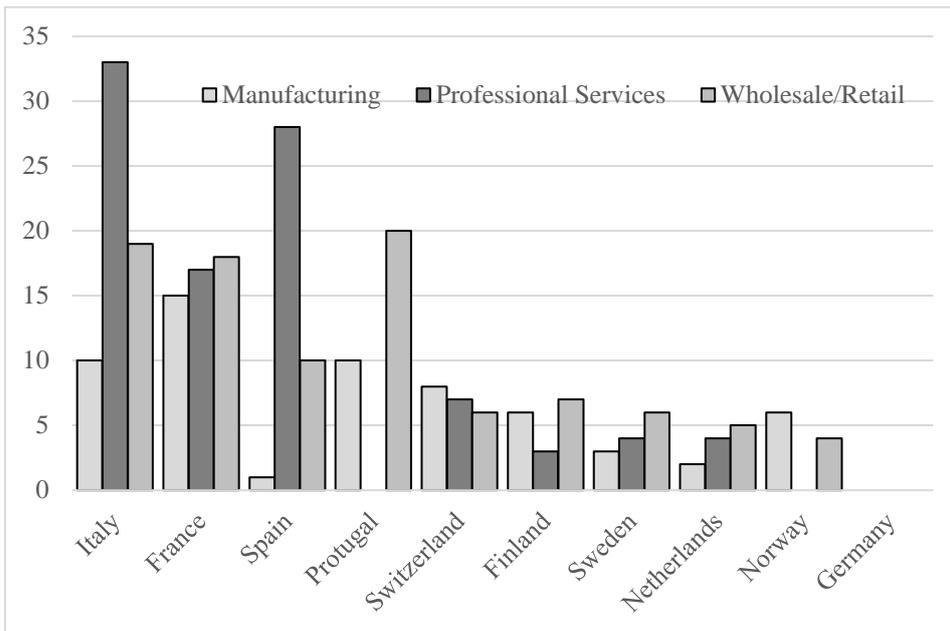


図6 国別支払遅延日数、企業（出所：Intrum Justitia、図は筆者作成）

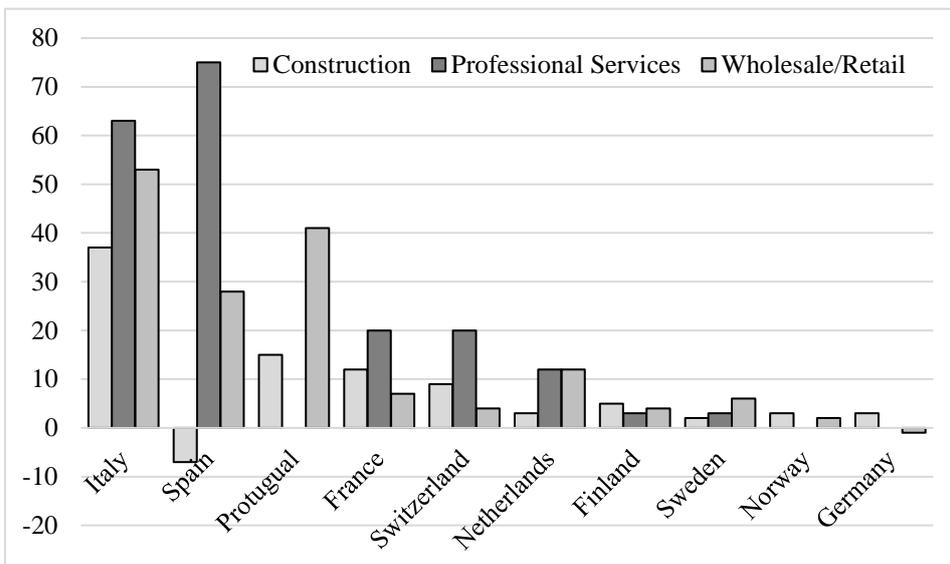


図7 国別支払遅延日数、公的機関（出所：Intrum Justitia、図は筆者作成）

図7を見る限り、こうした国別の傾向は過去数年間変化していない。Y軸は2009年、2013年の不良債権比率を示している。X軸は国別の平均支払遅延日数

を表している。2009年のデータを使用したのは、金融危機の直後であるからであり、2014年から情報項目が変更になったため、変更前の2013年のデータを使った。5年経過しても、支払の傾向はほとんど変わらない。北欧の国々は左下部に位置し、南欧の国々は右に位置している。ギリシャとイタリアを除く、全ての国において、2009年から2013年において、景気全体の改善により、支払遅延日数は減少している。ギリシャとイタリアのGDP債務残高比率は100%を超えているが、他の国は100%未満である（表7）。

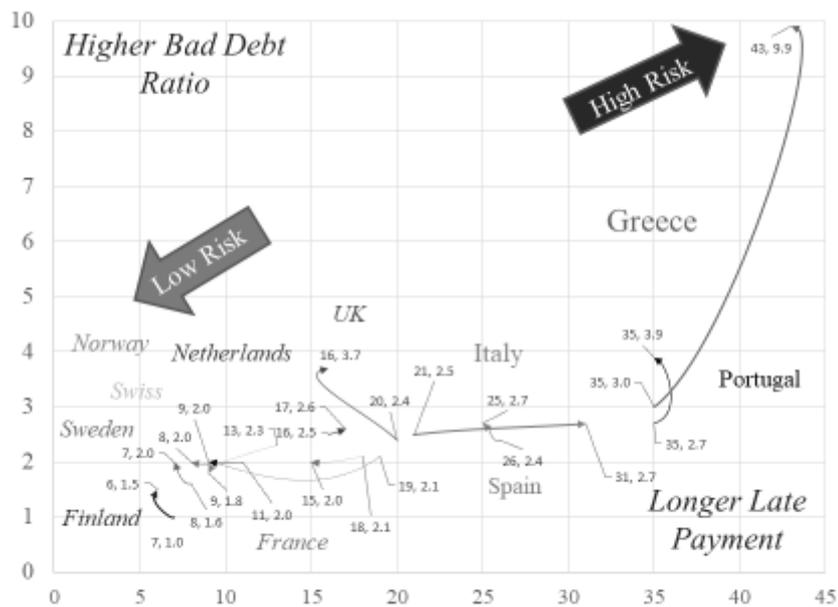


図7 国別支払遅延日数と不良債権比率の推移（出所：Inrtum Justita、図は筆者作成）

表 7 GDP 債務残高比率

国	2009 年 (%)	2013 年 (%)
イタリア	112.55	129.02
フランス	82.92	93.5
スペイン	52.7	95.45
ポルトガル	83.61	129.04
スイス	45.24	43.81
フィンランド	41.7	56.46
スウェーデン	40.31	40.77
オランダ	56.49	67.8
ノルウェイ	41.95	30.4
ドイツ	72.58	77.4
ギリシャ	126.75	177.95
英国	64.06	85.58

(出所：GFS Manual、財務省)

#### 2.4.5 国別業種別の DSO 比較

図 7、図 8 は、国別業種別の DSO（売掛金回収期間）を示している。DSO は債権回収の効率性を評価する指標として広く知られている。イタリア、ポルトガル、スペインなど南欧の企業の DSO は長く、それぞれ、88 日、71 日、68 日となっている。一方、スウェーデン、ノルウェイ、フィンランドなどの北欧の企業の DSO は短く、それぞれ、52 日、51 日、50 日となっている。日本企業の DSO は 51 日で、北欧と似ている。中国企業の DSO は 88 日でイタリアと同じ、

米国企業は49日で日本や北欧に近い。DSOは、通常の決済期間と顧客が遅延した場合の遅延期間を含む平均的な回収日数である。さらに、こうした傾向は、電機、ビジネスサービス、建設などの業界でも見られた（図10）。中国の建設がもっとも長いDSOで、次いで中国の電機が長い。イタリア、スペイン、ギリシャなど南欧企業のDSOは長い傾向があり、スウェーデン、ノルウェイ、フィンランドなどの北欧企業のDSOは短い傾向がある。日本の主要業種である製造、サービス、建設はそれぞれ、51日、31日、33日となっており、北欧の同業種企業よりも短い。この分析に使用したDSOのデータは、日本を除いてEHのものである。日本のDSOは、中小企業庁の業種別財務諸表分析を活用し、業種別のDSOを算出した。

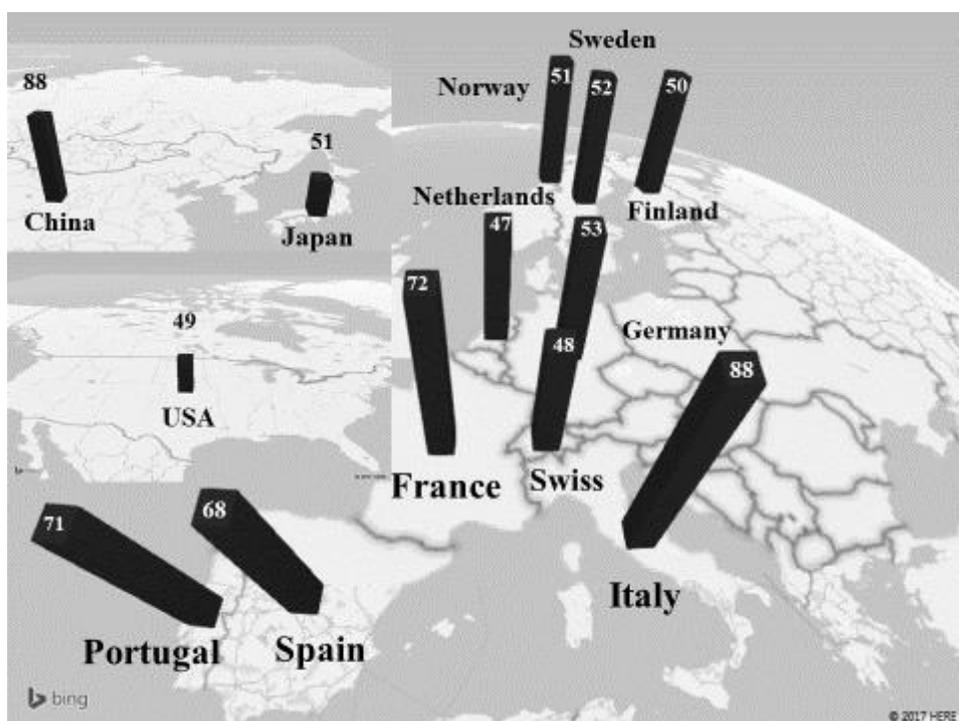


図7 国別 DSO（出所：中小企業庁、Bloomberg、Euler Hermes、地図筆者）

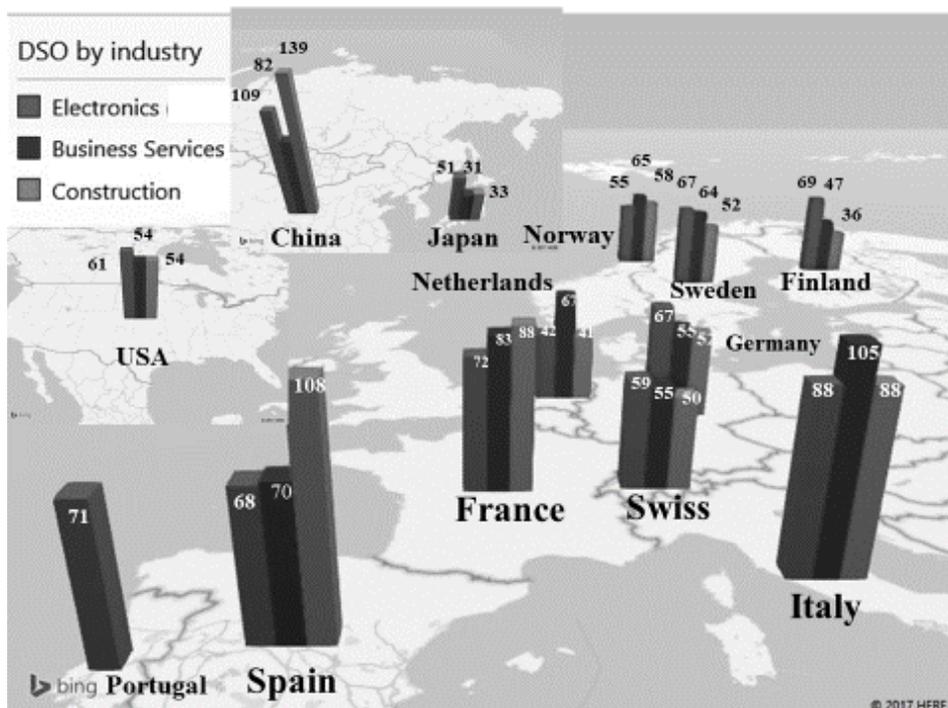


図8 業種別 DSO（出所：中小企業庁、Bloomberg、Euler Hermes、地図筆者）

## 2.5 本章のまとめ

イタリアやスペインなどの南欧諸国では、遅延日数は長く、ノルウェイやドイツなどの北欧諸国では、遅延日数は短い傾向がある。日本の支払傾向は、南欧より北欧に似ている。日本企業の DSO も同じように北欧企業に近い。支払情報の入手が困難なため、日本企業の支払傾向は DSO からしか推測できない。しかし、単純に DSO を比較するだけでも、日本企業の DSO は世界的に短いことがわかる。さらに、日本の請求システムを考慮すると、日本企業の支払遅延は極めて稀である。日本企業は、顧客の支払条件に合わせるため、通常サイトに加えて、待ち期間がある。こうした背景から、日本企業が支払遅延を起こすことはほとんどない。更なる研究が必要であるが、60日サイトを基本とすると、日本企業の平均 DSO の 51 日は、支払遅延がないことを示している。一方、海

外では、Net 30 に代表される請求システムが中心のため、納品の都度請求することが多い。前述のイタリアの 88 日では、58 日の遅延と考えると、日本企業との差は歴然である。

データも、回答者も異なる三つのアンケート結果を比較することで、日本企業の支払傾向は北欧に似ていることが分かった。DSO についても同じことがいえる。一般的に、日本企業はほとんど支払遅延しないといえる。日本では、支払情報の入手は難しいが、DSO を活用することで、こうした傾向が明らかになった。日本企業の支払傾向は北欧企業と近似していることが確認できた。

日本企業の与信の専門家は、支払情報は与信判断に役に立つと回答した(表 8)。しかし、主要な信用調査会社による支払情報プログラムに参加している日本企業は少ない。つまり、顧客の支払情報は入手したいが、自社の情報は信用調査会社に開示したくないということだ。今後、日本で支払情報が有料、無料問わずに、入手できるようになれば、日本企業と欧州企業の支払いに関して、より正確な分析が可能になる。

表8 与信の専門家に対するアンケート結果

回答	比率 (%)
役に立つ	36
やや役に立つ	36
分からない	14
あまり役に立たない	9
役に立つ	5

(出所：筆者)

## 注記

- [1] B. Biais, C. Gollier, *Trade Credit and Credit Rationing*
- [2] M.I. Nadiri, *The Determinants of Trade Credit in the US Total Manufacturing Sector*
- [3] P.J. García-Teruel, P. Martínez-Solano, *Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs*
- [4] R. Pike, N. S. Cheng, K. Cravens, D. Lamminm, *Trade Credit Terms: Asymmetric Information and Price Discrimination Evidence From Three Continents*
- [5] N. Zainudin, & A. Regupathi, *Manufacturing SMEs' Credit Collection Period and its Determinants: Some Evidence from Malaysia*
- [6] W. Kim, *Determinants of Corporate Trade Credit: An Empirical Study on Korean Firms*
- [7] 伊藤有希、山下智志「中小企業に対する債権回収の実証分析」
- [8] DSO は BS の売掛金を PL の売上で割り、365 日をかけて算出。
- [9] G. Marotta, *Trade credit in Italy: Evidence from individual firm data*
- [10] 岡本大輔「企業倒産に関する研究Ⅱ～定性的データを中心として」(三田商学研究 30 巻 5 号、1987/12)、清水龍螢「中小企業倒産の構造的要因の分析～倒産中小企業 174 社の実態調査を中心にして」(三田商学研究 28 巻 2 号、1985/6)
- [11] C.J. Carvalho, R. Schiozer, *Determinants of Supply and Demand for Trade Credit by Micro, Small and Medium-Sized Enterprises*
- [12] I. Love, Z. Rida, *Trade Credit, Bank Credit and Financial Crisis*
- [13] 小島義輝『英文会計の実務』(日経文庫、1985 年)
- [14] 日本銀行「決済関連統計」(2017 年)
- [15] 中小企業庁

## 引用・参考文献

- Biais, Gollier [1997], B. Biais, C. Gollier, *Trade Credit and Credit Rationing*, *The Review of Financial Studies* 10 (4): pp 903–37
- Bastos, Pindado [2007]: R. Bastos, J. Pindado, *Trade Credit Policy: Theory and Empirical Evidence*, *Applied Economics*, 39 (20), 2631-2642
- Boissay, Frédéric, Gropp [2007]: Boissay, Frédéric, R. Gropp, *Trade Credit Defaults and Liquidity Provision by Firms*, Working Paper 753, European Central Bank, Frankfurt
- Bougheas, Mateut, Mizen [2009]: S. Bougheas, S. Mateut, P. Mizen, *Corporate Trade Credit and Inventories: New Evidence of a Trade-off from Accounts Payable and Receivable*, *Journal of Business Finance & Accounting* Volume 33, Issue 2, pp 300-307
- Brennan, Vojislav, Josef [1988]: M. Brennan, M. Vojislav, Z. Josef, *Vendor Financing*, *The Journal of Finance* 43 (5): pp 1127-41.
- Carvalho, Schiozer[2015]: C.J. Carvalho, R. Schiozer, *Determinants of Supply and Demand for Trade Credit by Micro, Small and Medium-Sized Enterprises*, *Revista Contabilidade & Finanças*
- Cuñat, Vicente [2007]: Cuñat, Vicente, *Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers*, *The Review of Financial Studies* 20 (2): pp 491-527.
- Fisman, Love [2003]: R. Fisman, I. Love, *Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth*, *The Journal of Finance* 58 (1): pp 353-74
- García-Teruel, Martínez-Solano[2010]: P.J. García-Teruel, P. Martínez-Solano, *Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs*, *International*

Small Business Journal, 28(3), pp 215-233

• Howorth, Wilson[1998]: C. Howorth, N. Wilson, *Late Payment and the Small Firm*, Journal of Small Business and Enterprise Development, 5 (4), pp 307-315

• Howorth, Reber [2003]: C. Howorth, B. Reber, *Habitual Late Payment of Trade Credit: An Empirical Examination of UK Small Firms*, UK, John Wiley & Sons Ltd

• Ito, Yamashita [2008]: Y. Ito, T. Yamashita, *Chushokigyo Nitaishuru Saikenkaishuritsu No Jissyobunseki*, FSA Research Review 2008 March

• Kim [2016]: W. Kim, *Determinants of Corporate Trade Credit: An Empirical Study on Korean Firms*, International Journal of Economics and Financial Issues, 2016, 6(2), pp 414-419

• Kojima [1998]: Y. Kojima, *Basics of US Accounting(Nyumon: Eibun Kaikei)*, Nikkei Bunko

• Love, Preve, Sarria-Allenda [2007]: I. Love, L. Preve, V. Sarria-Allenda, *Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises*, Journal of Financial Economics, 83(2), pp 453-469

• Lova, Zaidi [2010], I. Love, Z. Rida, *Trade Credit, Bank Credit and Financial Crisis*, International Review of Finance 10 (1): pp 125–47

• Makino [2003]: K. Makino, *Practice of Credit Management and Collection for International Trade*, Nihon Jitsugyo Shuppan

• Makino [2010]: K. Makino, *Credit Management and Collection for International Trade and Collection*, Japan, Zeimu Keiri Kyokai

• Makino [2011]: K. Makino, *Gide to Credit Management for Accountants and Tax Lawyers*, Chuo Keizai

- Marotta [2000]: G. Marotta, *Trade Credit in Italy: Evidence from Individual Firm Data*
- Molina, Preve [2009]: C. Molina, L. Preve, *Trade Receivables Policy of Distressed Firms and Its Effect on The Costs of Financial Distress*, *Financial Management*, 38 (3), pp 663-686
- Nadiri [1969]: M.I. Nadiri, *The Determinants of Trade Credit in the US Total Manufacturing Sector*, *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 37(3), pp 408-423
- Niskanen [2006], J. Niskanen, M. Niskanen, *The Determinants of Corporate Trade Credit Policies in a Bank-dominated Financial Environment: the Case of Finnish Small Firms*, *European Financial Management* Volume 12, Issue 1, pp81-102
- Okazaki [2009]: K. Okazaki, *Relevance between Company's Sustainability and Delisting*
- Paul, Boden [2011]: S. Paul, R. Boden, *Size Matters: The Late Payment Problem*, *Journal Small Business and Enterprise Development*, 18 (4), pp732-747
- Peterson, Rajan [1997]: M. Petersen, R. Rajan, *Trade Credit: Theories and Evidence*, *The Review of Financial Studies*, 10 (3), pp 661-691
- Pike, Cheng [2001] :R. Pike, N. S. Cheng, *Credit Management: An Examination of Policy Choices, Practices and Late Payment in UK Companies*, UK, *Journal of Business Finance & Accounting* Volume 28, Issue 7-8, pp 1013-1042
- Pike, Cheng, Cravens, Lamminim [2005]: R. Pike, N. S. Cheng, K. Cravens, D. Lamminm, *Trade Credit Terms: Asymmetric Information and Price Discrimination Evidence From Three Continents*, UK, *Journal of Business Finance & Accounting*

Volume 32, Issue 5-6, pp 1197-1236

• Rodríguez [2006]: O. Rodríguez, *Trade Credit in Small and Medium Size Firms: an Application of The System Estimator with Panel Data*, *Small Business Economics*, 27 (2/3), 103-126.

• Wilson, Summers [2003]: N. Wilson, B. Summers, *Trade Credit Terms Offered by Small Firms: Survey Evidence and Empirical Analysis*, *Journal of Business Finance & Accounting* Volume 29, Issue 3-4, pp 317-351

• Zainudin, Regupathi[2010]: N. Zainudin, A. Regupathi, *Manufacturing SMEs' Credit Collection Period and its Determinants: Some Evidence from Malaysia*, *Folia Oeconomica Stetinensia*, De Gruyter Open, vol. 9(1), pp 83-104, January.

## 第3章 照会件数と倒産の関連性

### 3.1 先行研究

倒産予測はこれまでに様々な手法で研究、分析されてきた。その中でも、特に、アルトマンの Z Score やロジットモデルが有名である。しかし、こうした定量分析は財務諸表の勘定科目を活用するために、前提として、顧客や仕入先から財務諸表を取得する必要がある。公開企業と違って、法律で決算開示が義務付けられていない国を除いて、非公開企業の財務諸表を取得するのは極めて難しい。

定性分析を活用した倒産予測については、噂や債権者側の不安心理などの定性情報を題材にした研究はほとんどない。岡本は組織、経営者、製品などの定性情報と倒産の関係に着目した[1]。白田、竹内、荻野、渡辺が有価証券報告書に出てくるキーワードと企業倒産の関係を分析した[2]。董、星野はファジィ理論を使って、市場ニーズ、製品とサービス、経営者、その他の定性情報と倒産の関係を研究した。本研究では、Enquiries trend または、Inquiries trend と呼ばれる信用調査会社への照会件数を活用して、債権者の不安心理を定量化し、倒産の可能性との関係を分析した。

与信管理の専門家の間では、倒産の直前に信用調査会社への問い合わせが急増することがよく知られている。本研究では、この経験則の正確性を統計学的手法で検証する。信用調査会社への問合せ件数である照会件数が債権者の不安心理を反映すると仮定して、対象企業の照会件数と信用リスクとの関係を分析する。Encyclopedia of Psychology は、不安を「緊張や心配する考えの気持ちによって特徴づけられる感情、血圧上昇などの身体的変化」と定義づけている[3]。

中小企業の財務諸表を取得するのは困難だが、噂や不安心理などの定性情報を活用することで、倒産予測が可能になれば、有用である。先行研究による定量分析を中長期予測とし、定性分析を短期予測として、組み合わせることができれば、正確性も向上すると考えられる。

表 1 先行研究一覧

先行研究	年	国	分析データ
Altman	1968	米国	公開企業、製造業、非公開場企業、非製造業
清水	1985	日本	中小企業、業歴、経営者の年齢・経歴、評判
岡本	1987	日本	組織、経営者、製品
董、星野	2008	日本	ファジィ理論、市場ニーズ、製品とサービス、経営者
大東	2009	日本	ラフ集合、新聞記事
白田、竹内、 荻野、渡辺	2011	日本	有価証券報告書、テキストマイニング

### 3.2 研究方法

研究では、2017年1月～7月に倒産した英国企業からランダムに選んだ71社の信用調査レポートを取得した（表2）。業種は建設から、サービス、卸売、運輸、製造、不動産まで多岐にわたる。サンプル企業の業歴、資本金は図1に示した。82%の企業が業歴10年未満で、73%の企業は資本金が、100ポンド未満であった。日本と違って、資本金が少ない欧米企業の特徴を除いても、サンプル

は多様な業種の中小企業であるといえる。信用調査会社への月次の照会件数である Enquiries Trend について分析した。Enquiries Trend は、英国や欧州の一部でのみ入手でき、日本では一般的に入手できない情報である。日本では、信頼できる信用調査会社がこの種の定性的な信用情報を提供すると、情報が誤解されて、会社を倒産させてしまうと考えられているためだ。したがって、日本では支払遅延などの定性情報は、信用調査レポートに記載する代わりに口頭でのみ提供される。

表2 業種別倒産企業数

業種	社数	比率
建設	16	22.5%
卸売	15	21.1%
サービス	14	19.7%
運輸	10	14.1%
製造	7	9.8%
飲食	5	7.0%
不動産	4	5.6%
合計	71	100%

(出所：筆者)

欧米でも、こうした照会件数をレポートに記載する信用調査会社はほとんどないために、英 Creditsafe 社の信用調査レポートを活用した。同社は信用調査会社の大手で、全世界で2億4千万のデータベースを保有する。企業倒産の情報



表3 業種別回答者数

業種	回答者数	比率
サービス	33	28%
製造	21	18%
卸売	16	14%
建設	8	7%
運輸	7	6%
小売	6	5%
不動産	5	4%
その他	21	18%
合計	117	100%

(出所：筆者)

### 3.3 照会件数と業界別信用リスクの分析

#### 3.3.1 与信管理の専門家の不安心理と照会件数との関係

回答者の64%は、前述のアンケートで「信用調査会社に問い合わせる」「信用調査レポートを取得する」と回答した(表4)。Allport、Postman は噂を「確実な基準や証拠なしに人から人へ伝達される特定の意見への提案」と定義した[5]。このアンケート結果は、与信管理の専門家の大多数が、他の情報源から信用情報を入手したときに、裏をとるために、信用調査会社に確認したり、信用調査レポートを取得したりすることを示している。これは、与信管理の担当者は、銀行、信用調査会社、同業他社、業界団体、顧客の社員や近隣など多様な情報

源を活用して、信用リスクを判断するためだ。Rosnow は、「情報と噂の違いは、考えが熟考される高度な背景の違いにある」と述べている[6]。噂は噂に過ぎないこともあるが、同じ噂を複数の情報源から何度も聞けば、噂も情報になる。

表4 アンケートの回答結果

回答	数	比率
信用調査会に社に問い合わせる	16	31%
信用調査レポートを取得する	12	24%
営業担当者に聞く	10	20%
インターネットで検索する	7	14%
銀行に問い合わせる	6	12%

(出所：筆者)

図2は、Creditsafe社のレポートにおける英 Dunne Group の照会件数の推移を示している。同社は、2016年8月に倒産した建設会社である。照会件数が2016年8月の直前である7月に照会件数が急増したことを示している。同社の平均照会件数は52件なのに対して、7月は8倍の401件に増加した。当該企業の業界での噂や悪評を聞いた債権者が、真実を確認するために同社の信用調査レポートを確認したことがわかる。

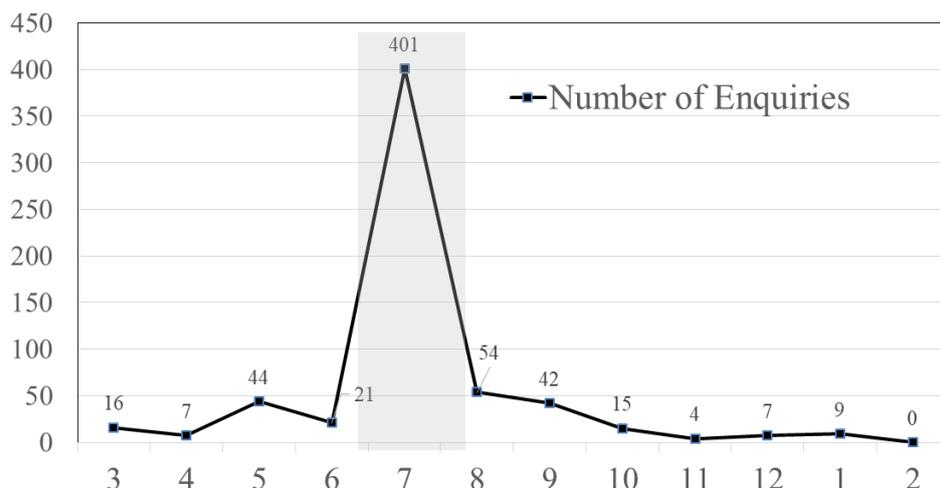


図2 倒産前の急激な照会件数の増加 (X軸：月、Y軸：照会件数、出所：筆者)

### 3.4 照会件数の増加と業界別信用リスクの分析

#### 3.4.1 照会件数の増加、クレジットスコア、倒産率

会社によっては照会件数が倒産直前で増加する事例と、照会件数が変わらない事例がある。業界別照会件数の平均増加率[7]とクレジットスコアの比較を行った(図3)。業界の平均クレジットスコアは、Creditsafe社の“2016 A Year in Review”[8]による。2016年の平均クレジットスコアが61なのに対して、建設とサービスのクレジットスコアは、それぞれ、54、50であった。スコアの数字が低いほど信用リスクが高いことを示す。照会件数の平均増加率が470%の中、建設とサービスの照会件数の増加率は613%、532%であった。建設やサービスなど比較的クレジットスコアの低い業界は、照会件数の増加率が高い傾向があることを示す。不動産と運輸のクレジットスコアは、それぞれ、64、69であり、増加率は、352%、368%であった。不動産や運輸など比較的クレジットスコアの低い業界は、照会件数の増加率が低い傾向がある。

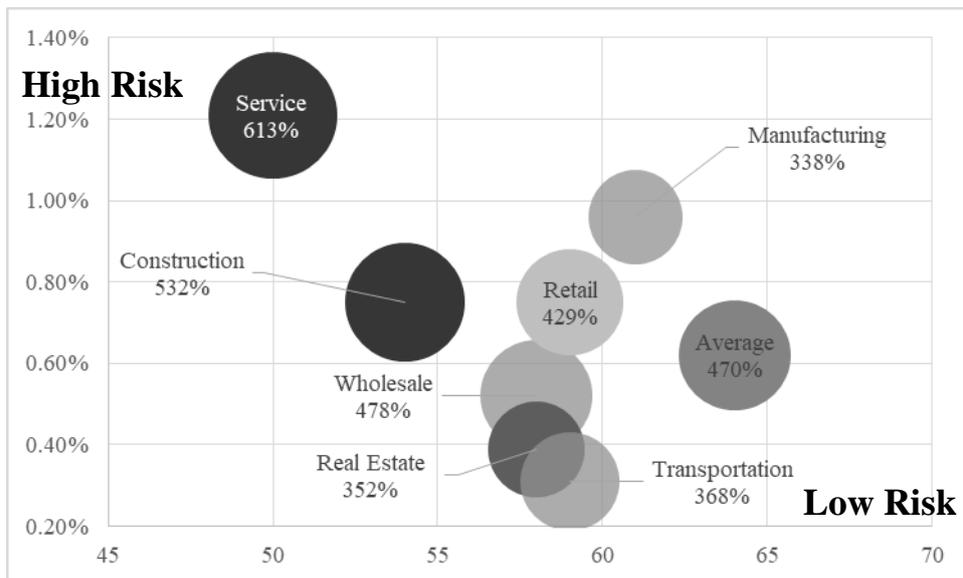


図3 照会件数の増加、クレジットスコア、倒産率の関係 (X 軸：クレジットスコア、Y 軸：倒産率、円の大きさ：照会件数の増加率、出所：筆者)

図3は、照会件数の増加率と倒産率を示している。2016年の英国全体の倒産率が0.62%である中、建設とサービスの倒産率は、それぞれ、1.21%、0.75%であった(表5)。倒産率の高い業界ほど、照会件数の増加率が高い傾向があることを示している。一方、不動産、運輸の倒産率は、それぞれ、0.39%、0.31%であった。倒産率の低い業界ほど、照会件数の増加率が低い傾向があることが分かる。図2では、信用リスクの高い業界は左上に位置し、信用リスクの低い業界は、右下に位置している。照会件数の増加率と信用リスクの関係性が観測できる。

表5 業種別倒産率

業種	倒産数	全企業数	倒産率
農林漁業	51	-	-
炭鉱・採石	69	1,745	3.95%
製造	1,430	148,590	0.96%
電気・ガス・空調	49	6,630	0.74%
水道・廃棄物処理	137	8,520	1.61%
建設	2,701	358,410	0.75%
卸売・小売	2,174	419,710	0.52%
運輸・倉庫	369	119,200	0.31%
宿泊・飲食	1,668	175,575	0.95%
情報通信	921	242,960	0.38%
金融・保険	270	45,475	0.59%
不動産	433	110,595	0.39%
専門・科学・技術サービス	1,310	548,420	0.24%
管理・支援サービス	3,352	278,120	1.21%
公的管理・防衛・社会保障	10	-	-
教育	178	47,825	0.37%
医療・社会活動	324	130,960	0.25%
芸術・娯楽・リクリエーション	232	70,515	0.33%
その他サービス	593	23,145	2.56%
世帯活動・世帯関連製品、サービス	4	10,050	0.04%
国外組織	4	84,105	0.00%
その他	1,178	-	-
<b>合計</b>	<b>17,457</b>	<b>2,830,550</b>	<b>0.62%</b>

(出所：英統計局、2016年)

### 3.4.2 信用スコアと照会件数の増加

平均クレジットスコア、倒産率、照会件数の相関関係を見るために、マイクロソフト社のエクセルを活用して相関分析を行った。相関分析は、二つの変数の関連性を測る統計学的な分析手法である。「クレジットスコア」と「倒産率」の間には、強い負の相関がみられたが、「倒産率」と「照会件数」の間には、弱い相関しかなかった。サンプル数が7の時、5%有意水準は0.754%以上であるため、特に、「平均クレジットスコア」と「照会件数」は強い負の相関を示した。クレジットスコアが低くなるほど、照会件数の増加率が高くなるといえる。

表6 クレジットスコアと照会件数の相関

	平均クレジット スコア	倒産率	照会件数
平均クレジットスコア	1		
倒産率	-0.744969083	1	
照会件数	-0.901385585	0.580865621	1

(出所：筆者)

### 3.4.3 業界別倒産率と遅延日数

図4は、業界別の倒産率と支払遅延日数を比較したものである。ここでも、建設とサービスは、図の右上に位置し、不動産と運輸は左下に位置している。Creditsafe社によれば、2016年の英国全体の平均遅延日数が17日の中、建設とサービスにおける平均遅延日数は、それぞれ、21日、19日であった。業界別の

平均遅延日数と倒産率を比較することで、支払遅延日数の長い業界ほど、照会件数の増加が高い傾向があることが分かる。

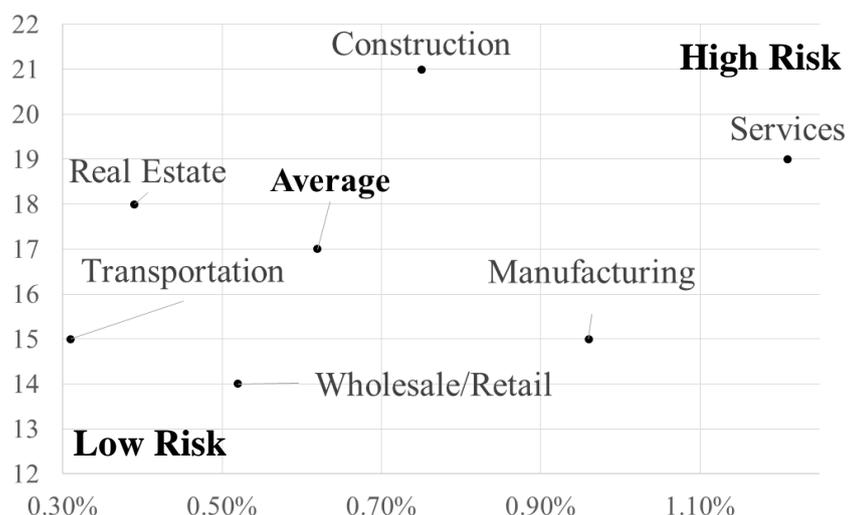


図4 業種別倒産率と支払遅延日数 (X軸：倒産率、Y軸：支払遅延日数、出所：筆者)

#### 3.4.4 照会件数と倒産の関係

倒産前に照会件数が増加した月を分析したところ、39%の倒産企業では倒産と同じ月に照会件数が増加していた。24%の倒産企業では、倒産の前月に照会件数が増加、15%の倒産企業では、倒産の2か月前に増加していた。全体では、79%の倒産企業で、倒産の2か月前から同月に照会件数が増加していた(表7)。データベースの性質上、照会件数の増加が、倒産の前に起こったのか、後に起こったのかは、判別がつかない。しかしながら、今回分析したサンプル企業の倒産は、月末に集中しているため、倒産後に照会件数が増加した可能性は低い(表8)。サンプルで分析した28%の倒産企業は、30日に倒産している。

表7 照会件数が増加した月

増加した月	件数	比率
同月	28	39%
前月	17	24%
前々月	11	15%
前々月より前	15	21%

(出所：筆者)

表8 倒産日

日	件数	比率
30	20	28%
29	2	3%
28	2	3%
27	1	1%
24	1	1%
23	4	5%
19	1	1%
17	2	3%
16	3	4%
15	9	12%
13	1	1%
11	1	1%
10	5	7%
9	4	5%
8	3	4%
7	2	3%
6	1	1%
5	3	4%
3	1	1%
2	3	5%
1	2	4%
合計	74	100%

(出所：筆者)

### 3.5 本章のまとめ

企業で与信管理を担当している与信管理の責任者や担当者の 64%は、他の情報源から信用情報を入手したときに、裏をとるために、信用調査会社に確認したり、信用調査レポートを取得したりすることが分かった。建設やサービスなどの業界では、照会件数の増加率が平時に比べて 5～6 倍と急増した。製造、不動産、運輸などの業界では、比較的緩やかな 3 倍程度の増加が見られた。倒産件数が常に多いために、建設やサービスの取引先は、与信管理に注力する傾向がある。

特に、英国では、サービスの倒産率は産業全体の平均より 2 倍も高い。そのために、噂や悪評などの断片的な情報でも確認しようとする。一方、不動産や運輸などの業界では、それほど、倒産率が高くないので、この種の情報に劇的に反応しない。倒産率の高い業界ほど照会件数の増加率が急速になる傾向があり、倒産率の低い業界ほど照会件数の増加率は緩やかな傾向がある。平均クレジットスコアと照会件数の増加率の間には、強い負の相関がみられた。クレジットスコアが低いほど、照会件数の増加率が高くなる。

倒産と同じ月から 2 か月前に照会件数が増加した倒産企業は 79%あった。照会件数の急速な増加は、倒産予測の指標となる可能性がある。課題としては、39%の倒産企業では、照会件数の増加が倒産と同じ月に起きていることである。倒産までに時間がない状況では、債権者として取れる手段は限定的である。倒産の直前に照会件数が急増するために、この指標は短期的な倒産予測としては有効だが、長期的な指標としては有効でない。定量分析によるこれまでの倒産予測と組みわせて活用することで、精度が増すはずだ。今後の研究では、存続

企業と倒産企業の照会件数の増加率の比較などが考えられる。

## 注記

- [1] 岡本大輔：「企業倒産に関する研究（Ⅱ）」（1987）
- [2] 白田佳子、竹内広宜、荻野紫穂、渡辺日出雄：「テキストマイニング技術を用いた企業評価分析：倒産企業の実証分析」（2009）
- [3] A. E. Kazdin, “*Encyclopedia of Psychology*” (2000, American Psychological Association)
- [4] 牧野和彦：”*Analysis on payment trend by industry in Japan and European countries* “(2018)
- [5] G.W. Allport, L. Postman, “*The psychology of rumor*” (1947)
- [6] R.L. Rosnow, “*Factors influencing rumor spreading: replication and extension*” (1988)
- [7] 照会件数の増加率は、倒産前に増加した件数を、直近 12 か月の平均値で割ることにより算出
- [8] Creditsafe: “*2016 A Year in Review*” (2017)

## 引用・参考文献

・ E.I. Altman, Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, 23, pp. 589-609(1968)

・ Creditsafe Business Solutions Ltd., 2016 A Year in Review(2017)

Office for National Statistics [2016]: <https://www.ons.gov.uk/>

・ 袴道守「定性情報による経営分析の試み、内閣府の「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査報告書」に見る Going Concern（企業存続）の条件」（京都マネジメントレビュー第 4 号、2002 年）

・ 石川温、藤本祥二「ビッグデータを用いた企業規模による倒産確率の算出と適正な保険のありかた」（金沢学院大学紀要 第 15 号、2017 年）

・ 大東真「企業の信用度評価への定性的情報の適用」（高知県立大学、2009 年）

・ 岡本大輔「企業倒産に関する研究（Ⅱ）」（三田商学研究 30 巻 5 号、1987 年）

・ 岡崎一浩「企業の持続可能性と上場廃止の関連性」（愛知工業大学、2009 年）

・ 刈谷武昭『信用リスク分析の基礎』（東洋経済社、1999 年）

・ 清水龍瑩「中小企業倒産の構造的要因の分析」三田商学研究 28 巻 2 号（1985 年 6 月）

・ 白田佳子、竹内広宜、荻野紫穂、渡辺日出雄「テキストマイニング技術を用いた企業評価分析：倒産企業の実証分析」（経営分析研究 25 号、2009 年）

・ 董彦文、星野珙二「ファジィ加重平均を用いた取引先信用評価に関する研究」（福島大学平成 20 年度研究報告、2008 年）

・藤井真理子、竹本遼太「中小企業のデフォルトリスクとその期間構造：大規模財務データによる実証研究」金融庁金融研究研修センターFSA リサーチレビュー第6号（2010年3月）

・牧野和彦『海外取引の与信管理と債権回収の実務』（日本実業出版、2003年）

・牧野和彦『海外取引の与信管理と債権回収』（税務経理協会、2010年）

・安永利啓「企業存続可能性モデルの構築」（京都マネジメントレビュー、2002年）

・吉野直行「中小企業金融における銀行の融資決定メカニズム・中小企業データ分析と中小企業へのリスクマネーの提供」RIETI Discussion Paper Series 11-J-028（2011年）

## 第4章 信用リスクの組織論と資格制度

### 4.1 本章の目的

本章では、与信管理に関する資格制度について、日米の違いを分析する。また、両国における Credit Manager（与信管理部長、審査部長）の職務範囲や責任についても言及することで、日本における与信管理の資格制度の普及について提言する。

### 4.2 米国における与信管理の資格制度

米国における与信管理関連の資格は確立されており、与信管理の専門家が転職時に候補者が自らの能力や知識を有していることを客観的に証明するモノサシとなっている。代表的な資格制度は、NACM（National Association of Credit Management、全米与信管理協会）と RMA(Risk Management Association、リスク管理協会)が認定している。

### 4.3 NACM の資格制度

NACM は 1896 年に設立され、16,000 名超の会員を有する世界最大の与信管理の協会である。企業間信用に関する与信管理の専門家の倫理や行動基準を促進させるための非営利団体である。NACM は、六つの資格を認定している（表 1）。

表1 NACM が提供する資格の種類

分野	資格名称	略称
国内	Credit Business Associate	CBA
	Certified Credit and Risk Analyst	CCRA
	Credit Business Fellow	CBF
	Certified Credit Executive	CCE
国際	Certified International Credit Professionals	CICP
	International Certified Credit Executive	ICCE

(出所：NACM のホームページより筆者)

NACM が推奨する倫理と行動基準は以下のとおりである[1]。

- ・ 全ての取引において誠実、信頼、公平であることを心がける。
- ・ 全ての当事者のために、正直に公平に交渉をすること。
- ・ 債務者、第三者、その他の与信専門家を偏見なく支援すること。
- ・ 与信の意思決定のために、正確で事実に基づく情報を提供すること。
- ・ 非合法や不適切な情報開示を避けること。
- ・ 潜在的な紛争を開示すること。

#### 4.3.1 各資格のレベル

Credit Business Associate (CBA)は基本的な資格で、Basic Financial Accounting (財務会計基礎)、Financial Statement Analysis I (財務諸表分析入門)、Business Credit Principles (企業信用原則) の3分野が対象となっている。Credit Business Fellow (CBF)はCBAの知識に加えて、ビジネ関連法、与信管理に関する法律が対象となる。Certified Credit Executive (CCE)はNACMにおける最上級の資格で、取得者は与信管理の組織を管理できる能力を示すことができる。必要とされるのは、財務、会計、与信管理の業務フロー、法律、マネジメントに関する知識とスキルである。

#### 4.3.2 受験資格

受験資格を得るには三つのパターンがあり、受験のためにいろいろな選択肢が用意されている(表2)。ポイントとは、米国の正式な教育で取得できる一種の単位である。興味深いのは、学校教育だけでなく、NACMのセミナーを受講したり、自分が講義をしたり、記事を書いたり、コミュニティへの参加でも取得することができる。

表2 受験に必要な条件

プラン名	業務経験	ポイント	必要学歴	必要資格	年齢
A	10年	125ポイント	大学卒	-	-
B				CBAと CBF	-
C	15年		-	-	57歳以上

(出所：NACM のホームページより筆者)

NACM は試験を年に4回実施している。受験者は、各地の NACM において、CBA、CCRA、CCB、CCE の試験を受けることができる。試験は同じ日に開催される。試験の結果は、「合格」「不合格」のみで、得点などは受験者に開示されない。

#### 4.4 公的なプログラム

業界団体だけでなく、国として与信管理に関する教育プログラムも提供している。教育省は Credit Administration Program (CAP)、Advanced Credit Administration Program (ACAP) の2種類を提供し、与信管理の専門家の地域やスキル向上を支援している。CAP は、前述の CBA の資格取得を目指すためのコースで、Basic Financial Accounting (財務会計基礎)、Financial Statement Analysis I (財務諸表分析 1)、Business Credit Principles (企業信用原則) で構成されている。ACAP は前述の CBF 資格を取得するためのコースで、Business Law I (Contracts) (ビジネス関連法 1 (契約))、Credit Law (与信管

理に関する法律) から成る。公的な資格を取得するためのセミナーや講座を民間の企業が提供する日本とは逆で、民間の資格を取得するための講座を国が提供する点が興味深い。

#### 4.5 再認定のシステム

CCEの資格を有する者は、3年ごとに再認定を申請しないと、資格を維持できない。ただし、年齢が60歳に達したり、55歳でも業界から正式に引退したりすると、生涯有効な資格が与えられる。資格制度の品質を維持するには、こうした再認定システムが不可欠である。

再認定には3年間で6ポイントの取得が必要になり、そのうち3ポイントは教育ポイントで、3ポイントは参加ポイントである必要がある。教育ポイントは、NACMのセミナーやCredit Congressと呼ばれる与信管理に関するカンファレンスへの参加、講演や関連する講座での講義、通信講座の終了などにより取得できる。参加ポイントは、NACMの関連団体の役員、Business Credit MagazineというNACMが発行する雑誌への寄稿、Credit Manager's Index (CMI)と呼ばれる与信管理担当者への意識調査、NACMの全米電話会議への参加、自社の売掛金のデータをNACMに提供することで取得できる。

#### 4.6 資格取得のメリット

米国でも、日本と同じように、与信管理の資格を取得した者だけが行える職種は存在しない。しかし、Credit Todayが実施したアンケート、“2004-2005 Salary & Job Satisfaction Survey”によれば、与信管理関連の業務に従事する

CCE の資格取得者の平均年収は\$82,430 であったのに対して、資格を持たない者の平均年収は、\$62,726 となった。20,000 ドルの給与の差は、CCE という資格が米国の人材市場において幅広く認識されていることを示している。

#### 4.7 RMA の資格制度

RMA は 1914 年に NACM 内の一つのグループとして設立され、その後、独立した団体となり、後に Risk Management Association と改名した。金融業界の与信管理の専門家を支援するための業界団体で、2,500 社の法人会員を抱えている。2002 年から RMA の資格制度を開始した。RMA には、Credit Risk Certification (CRC) という資格があり、業界、市場、競合相手の評価、経営能力の評価、財務分析、キャッシュフロー分析、担保評価、融資の構造とリスクの理解、延滞債務への対応などの知識やスキルが求められる。

受験資格は 3 年以上（5 年以上が望ましい）の信用リスクに関する業務経験のみである。試験は選択肢方式で、120 問のからなり、年間 3 回開催される。資格は 3 年間有効であり、再認定には 45 ポイントが必要になる。

#### 4.8 資格取得者の状況

各資格別の正確な保有者数は開示されていない。NACM の関連団体である FCIB (Finance, Credit and International Business Association) NACM の国際関連の資格で最も上位に位置する CICP を保有する人は 2,100 名超。資格保有者は、名刺やリンクトインなどの SNS 上で、資格保有者であることを記載で

きる。NACMは1,600名の会員、FCIBは1,100名を有している。RMAでは、2016年春のCRCの試験に1,000名超が応募し、49名が合格したとしている。

#### 4.9 日本における与信管理関連の資格

日本与信管理協会は日本の信用調査会社が設立母体となり、2010年4月に設立され、2014年4月に一般社団法人に変更された。同協会は、2種類の資格制度を有している。「ビジネス実務与信検定」と「与信管理士」である。

与信管理士は2012年から3年間で487名が受験し、52名が合格した。合格率は10.7%となる。ビジネス実務与信検定は、同期間に3,902名が受験し、1,953名が合格した。合格率は50.1%である。与信管理士の方が、圧倒的に難易度が高いようだ。

#### 4.10 普及が進まない理由

資格自体が開始されてから、年数が浅いこと、さらに、資格授与団体の知名度が低く、歴史も浅いことが、普及が進んでない一つの理由と考えられる。与信管理協会は、上場している信用調査会社のリスクモンスターを基盤としているため、競合会社である大手の信用調査会社は協会と距離を置いていることも普及を阻んでいる。また、資格は民間団体が認定するものであり、政府から出る公的なものではなく、公認会計士や弁護士のように資格がないとできない与信関連の業務があるわけでもないため、資格取得の明確なメリットがあるとは言えないことも一因である。

#### 4.11 日米における資格制度の差異に関する考察

米国では、認定団体の歴史が長く、規模も大きい。認定する資格が専門家としての能力を証明するものであると広く認知されている。一方、日本では、認定団体の歴史は浅く、知名度は低い。資格自体も、米国のようなステータスを獲得するに至っていない。

日本で人気があるのは TOEIC など英語関連や宅建、簿記などの資格である（表 3）。10 位にランクインしたビジネス法務検定は、今回の対象となる与信管理の資格に、内容的には最も近い。この資格も、資格を取得することで、できる仕事があるわけではないが、ある程度、普及しており、日本で与信管理の資格を普及させるうえで参考になる。

表3 資格人気度ランキング

順位	資格名
1	中小企業診断士
2	TOEIC (レベル C)
3	TOEIC (レベル B)
4	TOEFL
5	宅地建物取引主任者
6	日商簿記 2 級
7	日商簿記 3 級
8	TOEIC (レベル A)
9	TOEIC (レベル D)
10	ビジネス法務実務検定

(出所：日経ビズアカデミーのホームページより筆者作成)

日本と米国では、**Credit Manager**（与信管理部長、審査部長）の社内におけるポジションが違う。米国の **Credit Manager** は、与信判断に対する権限を持ち、与信申請を却下することもできる。一方、日本の **Credit Manager** は、ほとんどの会社で、営業部門に対して、アドバイスをする立場にあり、最終的な決定は営業部門にゆだねられていることが多い。

また、日本では、企業で与信管理に携わる人たちの立場がどちらかというと弱いことが多い。近年では、与信管理部門の人員を削減していることや、コンプライアンス部門の中に取り込まれていることも弱体化の一因となっている。日本企業の倒産件数がここ数年減少傾向にあることも大きな理由である。多くの会社は、与信管理よりは営業開拓に興味がいきがちである。

日本の信用調査会社の歴史は、興信所から始まっており、私立探偵のようなマイナスイメージがある。大手の信用調査会社でさえも、労働環境が悪く、残業が多いブラック企業として評判が悪い。一方、米国では最大手の D&B は、4 名もの米国大統領を輩出した名門企業と考えられている。

与信管理には財務と法律の知識が不可欠である。しかし、ビジネスパーソンが、その両分野での専門性を外部に証明しようとする場合、知名度の低い与信管理の資格を取得するよりは、社会的に認められた公認会計士や弁護士の取得に挑戦しようとする。

与信管理業界において、業界全体をリードする大手企業がないため、業界横断的な強力な業界団体が存在しないことが結果的に、資格制度の認知度の低さにつながっている。業界最大手の会社は、業界団体や資格制度の創設に重要な役割を担う必要がある。または、日本で多くの資格が輸入されているように、NACM や FCIB の資格を日本にそのまま持ち込むのも一案である。

## 注記

[1] NACM Ethics & Standards, <https://nacm.org/ethics-a-standards.html>

## 参考文献

FCIB: Finance, Credit and International Business Association, <http://fcibglobal.com/>

NACM: National Association of Credit Management, <https://nacm.org/about-nacm.html>

RMA: Risk Management Association, <https://www.rmahq.org/who-we-are/>

一般社団法人日本与信管理協会、<https://yoshin-kanri.com/system/index.html>

## 第5章 与信管理における国内外の差異に関する考察

### 5.1 与信管理の定義

地理的な位置づけから、日本では独特の文化や商習慣が発達してきた。最近では、機能豊富なスマートフォンが全盛の世界において、ガラケーと呼ばれる旧来型の携帯電話が今でも普及している日本はガラパゴス的な特殊な市場であると言われている。こうしたガラパゴス的な現象は、与信管理や信用調査の分野についても発生している。一方、日本企業の与信管理担当者には、こうした認識に欠けている傾向がある。無論、日本式がすべて時代遅れで非効率的であるというわけではない。しかし、日本企業もグローバル化が加速する中、日本式の与信管理をそのまま、海外の子会社に押し付けてしまうと、反発を招いたり、企業統治に支障をきたしたりする可能性がある。最近では、日本企業が海外企業を買収するケースが増えているが、買収後に、企業統治で苦勞する事例も少なくない。近年では、第一三共のランバクシー買収、リコーのIKON買収、東芝のウェスティングハウス買収などが日本企業によるアウトバンドM&Aの失敗例が記憶に新しい[1]。

本稿の目的は、与信管理の分野において、国内外の差異を検討し、日本企業が海外の子会社を含めグローバルに与信管理を行う上での課題を検討することである。本章の構成は以下の通りである。まずは5.2で、与信管理の目的について再確認する。5.3では、与信管理に関する国内外の差異を、周流となる決済条件、サイトの起算方法、主な担保物件、個人保証の活用の観点から分析する。5.4では、与信管理に関する組織の差異を集約型と分散型の比較から行う。

## 5.2 与信管理の目的

与信管理における国内外の差異について検討する前に、与信管理の定義について再確認しておきたい。牧野（2010,2011）のまとめによれば、「融資先、あるいは掛け売り先の信用状況を見極め、取引の是非を判断し、取引開始後も信用状態を管理することを与信管理と呼ぶ」。それでは、与信管理の目的は何だろう。一般的には、「債権回収を不要にすること」と考えられている。請求書を発行するだけで、何の督促もせずに毎月支払条件どおりに、売掛金が回収されていけば、その会社の与信管理は非常にうまく行っているということになる。また、キャッシュフローという観点からも期日どおりに回収することで、会社に貢献していることになる。しかし、回収を確実にするために、前払いで購入してくれる顧客とだけ付き合っていたのでは、与信管理としては優良だが、営業や会社経営という観点からは、現状維持になりがちで発展性がない。

与信管理の目的は、長らく貸し倒れの防止にあると考えられてきた。元来、与信管理は営業部門からの審査依頼を受けて、案件ごとに与信管理の可否を審査することがほとんどだった。つまり、どちらかというと受身で、営業の後工程的な業務だったわけである。しかし、数年前から、能動的な仕事に変化し始めている。事前審査と呼ばれるやり方がその一例で、カード会社のDMなどによく見られる。あらかじめ審査がとおりやすい顧客にだけ、カード入会の勧誘を行うマーケティング手法の一種である。こうすれば、入会審査条件を満たさない顧客に対するDMや審査にかかる費用と時間が節約されることになる。

こうした潜在顧客を抽出できるように、顧客の属性データと支払動向を分析して関連性を導き出すのが、与信管理部門の重要な業務になっている。「与信は

入り口、回収は出口」というように与信管理と債権回収を常に一対で議論されることが多い。また、欧米の会社組織では、Credit & Collection という部門が、専門的に審査から債権回収までを担当するケースが多く見られる。著者は営業担当者に対する研修で、「営業の仕事は代金を回収して始めて完結する。」と指導している。これについて研修で言及するのは、これまで一般的に言われてきたことに加えて、営業担当者に当事者意識を持ってほしいと考える管理部門から、営業担当者向けの研修で、改めてその点を強調してほしいと要請されることが多いからだ。

与信管理と債権回収の関係は、「原因と結果」を表す因果関係になぞらえることができる。従って、審査の基準を緩めれば、遅延債権や不良債権が増加し、債権回収の業務が煩雑になる。反対に審査の基準を厳しくすれば、遅延債権や不良債権が減少し、債権回収の業務は軽減されることになる。適切な与信管理を行い、リスクに応じた取引を行っていれば、遅延債権や不良債権も減少することになり、督促活動に費やす労力や費用が必要なくなる。

上述のことから考えると、与信管理の目的は、「債権回収を不要にすること」や「与信管理は、営業に対するブレーキだ」だけでは充分ではない。本稿では、与信管理の目的を「与信管理と債権回収の最適化を図り、売上を増加させながら不良債権を減少させ、キャッシュフロー増大に貢献すること」と定義する。営業部門を諫めるだけの管理ではなく、事前審査など積極的に関与をはかることで、債権回収の業務を可能な限り削減し、かつ売掛金の回収を早め、会社のキャッシュフローの限りなく高めることが、与信管理の目的であるといえる。

### 5.3 与信管理における国内外の差異

世界的に見て日本企業ほどお金をきちんと支払う国はないと言える。牧野(2018)によれば、単純に DSO[2]で比較すると、日本の平均支払日数は 51 日である。イタリアや中国の 88 日からするとかなり短い。さらに、日本独特の Cycle Payment[3]を考慮すると、日本の平均的な支払いサイクルは 60 日となるため、遅延がほとんどないことがわかる。

日本には期日通りに借りたお金を返済したり、買掛金を支払ったりすることを美德とする風潮がある。もちろん、時代の変化とともに、こうした意識も変化しているのは事実だ。それでも、なお世界的に見れば支払いの良い国民なのである。このことを端的に表わしているのが、経理担当者の意識の違いである。日本の経理担当者は、請求書の支払期日通りにお金を支払うのが大切な仕事である。しかし、海外の企業の経理担当者は必ずしもそうではない。むしろ、いかに遅れて支払うことができるかが腕の見せ所だと考えている。

「訴えられるまで払うな」という言い方があるほどである。日本では常識のように考えられる期日払いが海外では常識ではないのだ。欧州最大の Collection Agency である Intrum Justitia が行った調査では、「意図的な遅延」が欧州全体で二番目に大きな理由となっていた。

果たして、「意図的な遅延」とは何か。原文では、Intentional Late となっており、まさに意図的な遅延だが、意図的とは何を意味するのか。別の観点から見ると、仕入先を間接金融として活用しているともいえる。仕入先に遅れて支払うことで、運転資本を少なく確保したり、銀行からの借り入れを減らしたりすることができる。そのために、意図的に支払いを遅延しているのだ。

この認識の差を正確に理解していない日本企業は意外に多い。一般的な貿易の講座では、決済手段については解説されているが、実際の支払遅延が発生した場合の回収方法や事前の予防策についてはほとんど言及されていない。日本とは大きく異なる海外の与信管理や債権回収に関する基礎知識さえあれば、未然に防げることも多いと考えると残念である。米国の大手コンピューターメーカーの日本支社では、「日本は売掛金の回収率が最もよい国のひとつだ」と言われている。

日本では、法人にせよ個人にせよ、請求書の支払期日どおりに支払いをするのが大前提、すなわち常識となっている。しかし、海外ではこれは前提条件ではない。このような支払期日に対する認識の違いは、日本と海外の与信管理における相違点から来ている部分が多い。代表的な相違点は以下の4点であると考えられる。

表1 日本と海外における与信管理の差異

項目	日本	海外
主流となる決済条件	約束手形、請求書払い	Open Account
サイトの起算方法	Cycle Payment	Calendar Days
主な担保物件	不動産	債権、動産
個人保証の活用	一般的	一般的でない

(出所：『海外取引の与信管理と債権回収』牧野和彦、税務経理協会、2010年)

### 5.3.1 主流となる決済条件の違い

日本では企業間決済の半分近くは手形決済によるものであるといわれている。ただし、これは近年減少傾向にある。約束手形の決済では、満期日、つまり支払期日に約束手形の振出人の当座口座に約束手形金額以上の残高がなければ、手形は決済されずに不渡りとなる。そして、6ヶ月以内に2回の不渡りを出すと銀行取引停止処分になる。銀行取引停止とは、当座勘定および貸出取引が、取引停止処分の日から起算して2年間停止されることである[4]。単に銀行取引が停止されるだけでなく、事実上の倒産を意味すると日本では考えられている。このような厳しい決済のシステムを国の経済インフラとして整備している国や地域は、日本のほかには韓国と台湾ぐらいしかない。約束手形(Promissory Note)が存在しないわけではないが、特別な業種を除きほとんど商取引で使用されていない。また、手形の交換市場や不渡り制度などもない国が多い。例えば、最近市場としての存在感の増す中国にも手形取引は存在するが、為替手形が中心で手形の交換市場も不渡り制度もない。中国では「手形は備忘録」に過ぎないとよく言われる所以だ。米国でも手形取引はほとんど使われていない。主流となる決済条件はOpen Accountである。オープンアカウントとは、請求書払いのことである。請求書が発行されてその支払期日までに振込み等で支払う決済条件の総称である。約束手形による決済と違ってオープンアカウントの場合は、期日通りに支払いをしなくても決定的な問題にならない。信用不安はもちろん、倒産するということもない。つまり、実質的なペナルティーはないのだ。確かに、当事者間の契約などには遅延損害金など規定されていることがほとんどである。しかし、数日や数週間の遅延に対して、顧客に遅延損害金を請求するか

という別問題である。金融など一部の業種を除き、そこまではしてない企業が大多数だ。

したがって、支払期日に対する概念が日本と海外では大きく異なっている。1日にでも遅れれば倒産する可能性があるとしたら、たとえ海外の企業の経営者でもきちんと払うはずである。それこそ、知人や親戚から借りてでも決済しようとするはずだ。しかし、多少、自社の信用に影響が出る程度であれば、おのずと緊迫感も違ってくる。また、債権者側もある程度の遅延は容認するだろうと見越している節もあるため、ますます期日通りには支払わなくなる。

### 5.3.2 サイトの起算方法

オープンアカウントの普及に加えて、支払遅延を増徴させる要因が、サイトの違いである。日本では、サイトの計算は五十日（ごとうび）と呼ばれる5日や、10日、15日、20日、月末から起算する。そして、支払日も起算日の翌月や翌々月の五十日に集中する **Cycle Payment** が中心である（小島,1998）。これは、支払期日が集中していて管理しやすいというメリットがある反面、支払いまでの日数が長期化するというデメリットもある。月末締めの場合、締めからのサイトは30日だが、実際のサイトはその2倍の60日である。例えば、1日に製品を納品して顧客が検収を完了したとしても、請求するのは月末になるから、請求するまでに最長30日待つことになる。

これに対して、海外では **Calendar Days** が一般的である（小島,1998）。例えば、米国で最も一般的な決済条件はオープンアカウントの **Net30** だが、起算日から30日後が支払期日になるのだが、起算日が正確に理解されていないことが

多い。欧米では請求書も毎日のように発行するし、支払期日も毎日のように到来する。キャッシュフローを意識した請求方法といえる。その反面、支払期日が集中していないため、数日程度の遅延が発生しやすい。

さらに、起算日の問題もある。起算日は、正確には売り手の売上計上基準と関係があるために、一概にいつとは言えない。こうしたサイトの計しかし、買い手は、自分の都合のいいように、起算日を捉えるため、製品の受領日や請求書の日付だと勝手に解釈する。こうした起算日に対する認識の違いも、数日程度の遅延の要因となっている。

また日本では、支払期日の決定権は売り手にはほとんどなく、買い手の支払サイトや支払日に合わせるというのが一般的である。売り手は、買い手の支払サイクル、あるいは支払うと約束した日にあわせて請求書を発行したり、支払期日を設定したりする。こうした方法だと、買い手の指定した支払日なので、期日どおりに支払われる可能性が非常に高い。これに対して欧米では、売りに支払期日の決定権があることが多い。もちろん、ビジネス上の力関係に左右されることもあるが、一般的には、売り手の決済条件が基準になる。

さらに欧米では、決済の手段には小切手がいられることが多く、各企業が振り出した小切手を普通郵便で送るのである。郵便の到着の遅延などで支払期日までに債権者の元に小切手が届かないこともある。このあたりを見越して、支払期日の日付で小切手を来ておけば、問題ないだろうと高をくくっている債務者も多いのが現実である。電信振込が基本の日本とは大きな違いである。こうした部分でも、数日の支払遅延が発生する要因となっている。

### 5.3.3 主な担保物件

日本では主な担保物件と言えば不動産である。金融機関が融資をする際の保全措置として、不動産担保はよく使われている。最近でこそ、債権や動産を担保にした融資も新聞などで取り上げられ注目を集めているが、総与信に染める割合は1%にも満たないのではないだろうか。それぐらい、日本では不動産担保が幅をきかしている。これは、日本の国土の狭さや大都市への人口集中などが不動産価値を高めていることに起因している。

これに対しては、海外では「担保＝不動産」とは限らず、債権や動産も良く使われている。特に、企業間取引に伴う与信では、債権や動産の方が一般的な国もあるほどだ。その証拠に、海外の信用調査レポートを読むと、不動産に関する記述がほとんどない。日本の信用調査レポートには、必ずと言っていいほど、不動産登記簿が調査されていて、所有状況や担保設定状況についての調査結果が記載されている。しかし、海外ではこうしたことは稀で、仮に不動産について言及されていても1～2行程度である。これは、日本のように与信管理と不動産が結びついていないからである。その反面、海外では債権や動産に対する担保設定状況は調査されていて、きちんと記載されていることが多い。

### 5.3.4 個人保証の普及

日本では、経営者の個人保証も非常によく使われる債権保全策である。特に、中小企業の場合は、金融機関から融資を受ける際は、必ずと言ってもいいほど、経営者の連帯保証が求められる。経営状況によっては、第三者の連帯保証をたてる必要がある場合もある。あるいは、経営者でなくても、日本人にとって個

人保証は馴染みのある法律行為である。例えば、就職時の身元保証人や不動産賃貸における保証人は、多くの人が一度や二度は経験したことがあるに違いない。そして、こうした保証は連帯保証であることも多い。近年、こうした日本独特の商習慣は見直されており、金融庁は、日本商工会議所、一般社団法人全国銀行協会と共に、平成 25 年 12 月 9 日に「経営者保証に関するガイドライン」を公表し、連帯保証の在り方の見直しを提言した[5]。

これに対して海外では、日本ほど個人保証が普及していない国も多い。多くの国では、日本と同じように、普通保証、連帯保証なる制度が存在する。しかし、金融機関が中小企業に融資する際も、必ずしも前提条件ではない。融資にリスクがあれば、その分利率を高めることで収益性を上げてリスクを取ったりする。ましてや、一般の事業会社では、与信取引で顧客企業の経営者の個人保証を取ることは稀である。欧米の経営者は、無限責任である個人事業主ではなく、有限責任の株式会社で取引をしているのになぜ、無限責任である連帯保証を個人として負わなくてはならないのか、理解できない部分がある。米国では、債務者が既婚者の場合は、配偶者と連名で連帯保証を取得しないと、無効であるという州もある。海外の企業の経営者などから連帯保証を取得する場合は、こうした法制度面の確認はもちろん、相手の連帯保証に対する理解も確認しておく必要がある。

#### 5.4 与信管理に関する組織の差異

社内で与信管理や債権回収を担当する適切な部門をどこに置くべきかについては、各社議論の分かれるところである。組織における与信管理・債権回収機

能については、本社で一括管理する「本社集約型」と各事業部門に権限を与える「事業部分散型」に大きく分かれる。どちらの型にも一長一短があるが、どちらかという、前者は欧米企業に多く、後者は日本企業に多い傾向がある。日本でも金融機関、ノンバンク、商社などは前者の場合が多い傾向がある。また、「本社集約型」の場合でも、債権回収の機能は現場に近い各事業部門に持たせるといふ会社もある[6]。

「本社集約型」の利点は、会社全体で首尾一貫した与信管理ができるということである。その反面、現場を無視した硬直的・官僚的な管理体制になる危険性がある。「事業部分散型」の利点は、現場の意向に合わせて迅速かつ柔軟な対応が可能であることだが、プロフィットセンターであるが故に、売上や利益を追い求めすぎるあまり、リスクの高い顧客に無理な与信をするなど、暴走する危険性も持ち合わせている。欧米企業と日本企業の体制における大きな違いは営業部門の役割にある。日本では、営業マンが審査や債権回収をするのは珍しいことではない。いやむしろ、「営業は代金を回収して完結する」、「優秀な営業担当は回収も得意だ」などと言われる。しかし、これは欧米では必ずしも当てはまらない。ほとんどの企業では、営業に与信管理や債権回収は担当させない。数字を上げるために、無理な与信をするに決まっていると考えるからだ。

これは性悪説だけではなく、**Sales Representative** と呼ばれる営業担当者の雇用形態によるところも大きい。彼らは契約社員であることが多く、基本給は少ない。基本給よりも契約金額に応じた成功報酬で生計を立てている人がほとんどだが、中には役員並みの成功報酬を手にする有能な営業担当もいる。おのずと契約に対する意気込みが違う。また、各自の職務内容が明確な欧米では、営業の仕事は契約の締結までとはっきり定められている場合が多く、与信管理、

債権回収など比較的境界線が曖昧になりがちな仕事を自主的に行っても必ずしも評価されない。

そして、もうひとつの特徴は欧米では **Credit & Collection**（与信管理・債権回収）が一つの部門になっていることが多い点だ。その責任者は **Credit Manager**（審査部長）と呼ばれ大きな権限を有している。企業によっては、営業部門が申請してきた新規顧客との与信取引を拒絶するほどの権限がある。日本企業の場合、取引の可否を最終的に判断するのは、営業部門の取締役であることが多い。権限を有する代わりに、与信管理や債権回収の効率性や不良債権の発生に対する責任も問われることになる。欧米型の経営手法は日本に馴染まないことが多いので、本社集約型を無理に採用する必要はないが、責任の所在が明確である点だけは欧米企業の管理体制の特徴である（図3）。

中央集約型にせよ、分散型にせよ、大切なことは部門間のコミュニケーションである。与信管理規定を作成、改訂する場合は、再度、各部門の与信管理に関する業務フローを見直し、再定義する必要がある。地味な作業であるが、これを行うことで曖昧だった役割分担や業務内容が明確になり、各部門の業務効率が向上するはずだ。

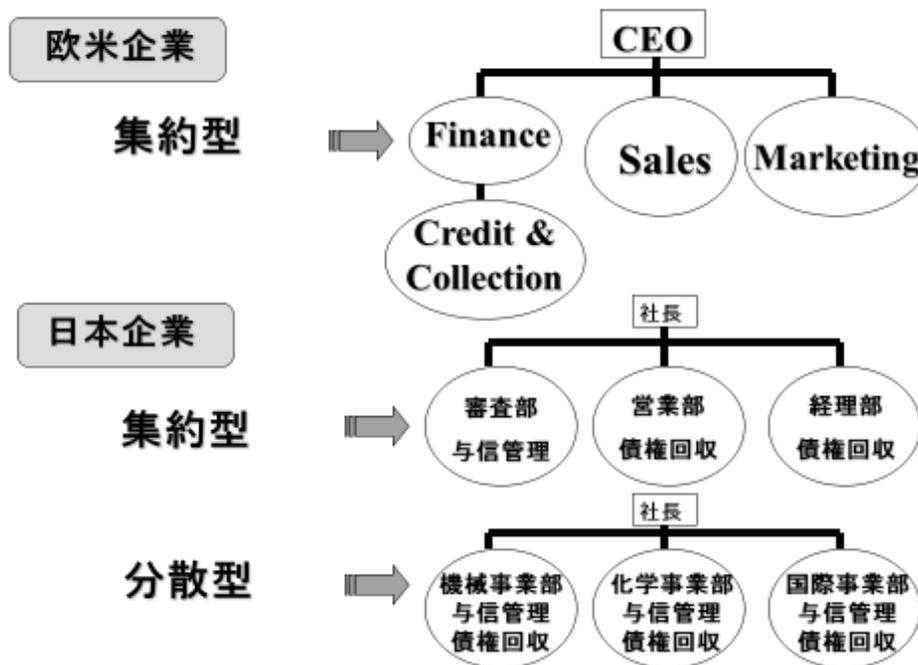


図3 与信管理に関する組織体制（出所：『海外取引の与信管理と債権回収』牧野和彦、税務経理協会、2010）

## 5.5 まとめ

最近では、日本企業の海外企業に対する M&A 件数は増加傾向にある。2018 年、日本企業が手掛けた M&A は 3,850 件であり、前年対比で 26%も増加した [7]。一方、せっかく、買収した海外の企業で相乗効果を上げるどころか、東芝やリコーのように、巨額の損失を計上する例も少なくない。

経済産業省が実施した日本企業の海外 M&A に対する調査報告書でも、「特に、日本企業はあらゆる情報について本社に報告を求める傾向にあり、結果として現地の経営者や担当者の不満につながっている。」と指摘している [8]。同様のことが与信管理の現場でも起きていると推察される。本社側の担当者が前述し

たような日本独特の商習慣を十分理解したうえで、各国の独自の商習慣や管理手法を学ぶ必要がある。各国の商習慣を理解したうえで、日本独特の管理手法を海外の子会社や関連会社に実行させるのは意味があることである。

例えば、欧米企業の日本法人では、回収条件で約束手形を認めない会社がある。本国では、約束手形の取引が一般的でないことが主な理由だが、結果的に、自社の回収期間を短くすることができ、信用リスクの低減につながっている。

前述した決済条件やサイトの起算、担保などは、各国の金融制度や商習慣との関連もあり、日本流を現地でそのまま行うのは、無理がある。しかし、与信管理に関する組織などはこうした制約を受けない。集約型がいいのか、分散型がいいのか、リスク管理の効率性を議論した上で、日本流の子会社や関連会社に踏襲させることもできるはずだ。

## 注記

[1] 服部暢達「日本企業による海外企業 M&A の成功と失敗ケーススタディ―成功のための必要条件考察―」『証券レビュー』第 59 巻第 4 号，平成 31 年

[2] Days Sales Outstanding（売掛金回収日数）

[3] 各社が月末などの締め日を設け、その締め日の一定期間後を支払期日として集中して支払いを行う支払方法

[4] 東京手形交換所規則・施行細則第 65 条「不渡報告に掲載された者について、その不渡届に係る手形の交換日から起算して 6 か月以内の日を交換日とする手形に係る 2 回目の不渡届が提出されたときは、次の各号に掲げる場合を除き、取引停止処分に付するものとし、交換日から起算して営業日 4 日目にこれを取引停止報告に掲載して参加銀行へ通知する。」

[5] ガイドラインは、保証契約時等の対応として、(1)中小企業が経営者保証を提供することなく資金調達を希望する場合に必要な経営状況とそれを踏まえた債権者の対応、(2)やむを得ず保証契約を締結する際の保証の必要性等の説明や適切な保証金額の設定に関する債権者の努力義務、(3)事業承継時等における既存の保証契約の適切な見直し等について規定している。（出所：経営者保証に関するガイドラインの公表について（金融庁ホームページ、平成 25 年 12 月 9 日）

[6] National Association of Credit Management, “Principles of Business Credit”

(NACM Graduate School for Credit and Financial Management Project, 2015)

[7] 『2018 年の M&A 振返りと 2019 年展望：本業加速型 M&A が主流に』日本 M&A センター ホームページ（2019 年 1 月）

<https://www.nihon-ma.co.jp/columns/2019/s20190109column/>

[8] 『日本企業の海外 M&A～M&A の最前線に立つ国内外の企業の声からひもとく課題克服の可能性～』 経済産業省 (2019 年 4 月)

## 参考文献

Dennis, Michael: “Credit and Collection Handbook” (Prentice Hall, 2000)

Makino, Kazuhiko “Analysis on Payment Trend by Industry in Japan and European Countries” (Journal of Strategic Accounting Vol.2 No.1, Global Accounting Community, July 2018)

National Association of Credit Management “Principles of Business Credit” (NACM Graduate School for Credit and Financial Management project, 2015)

小島義輝『入門・英文会計』、日経文庫、1998 年

牧野和彦『海外取引の与信管理と債権回収の実務』日本実業出版、2003 年

牧野和彦『海外取引の与信管理と債権回収』、税務経理協会、2010 年

牧野和彦『税理士・会計事務所のための与信管理入門～顧問先にきかれたらこう答える！』中央経済社、2011 年

## 結章

第1章では、継続企業の前提に関する注記がついた企業296社を35四半期にわたり分析をした。6つのタイプに分類した中で、倒産タイプ、上場廃止タイプについて、上場廃止までの期間を上場と店頭公開の2グループに分けて生存分析を行った。その結果、2グループの生存曲線に大きな差があり、有意性があることが分かった。

店頭公開企業の方が、倒産や上場廃止までの期間が短く、上場企業の方が長い。救済タイプと再生タイプにおいては、生存分析で有意な違いを見つけることができなかった。救済されるにせよ、再生するにせよ、顧客基盤やブランド、営業ネットワークなどの経営資源が劣化しないうちに、実施する必要があり、時間との勝負である点は、上場企業、店頭公開企業によらず、同じであると推測される。

そもそも、継続企業の前提に関する注記とは何を意味するのだろうか？「監査法人から投資家に対する注意喚起」と捉えることもできる。別の言い方をすれば、対象企業の財務内容を精査した財務分析のプロからの警告である。いわば、定量情報をベースにした定性情報だともいえる。無論、警告は予測でも、予知でもないわけで、その精度を問われているわけではない。投資家に注意を促すことが本来の目的である。

本研究のテーマである企業の信用リスクと定性情報との関連性という観点から見ると、継続企業の前提に関する注記自体が、信用リスクを必ずしも示すとは言えない。しかし、継続企業の前提に関する注記が付いた店頭公開企業は、上場企業に比べて、短い期間で倒産や上場廃止になることは生存分析で検証で

きた。このことから、店頭公開している取引先に万が一、継続企業の前提に関する注記がついた場合、早い段階で、取引を縮小したり、与信限度額を減らしたり、債権保全をとることが望ましい。

そもそも、上場企業だけのものである、継続注記がさらに店頭公開企業だけに限定されるとするならば、定性情報の活用としては、あまりにも限定的である。

第2章では、企業の支払傾向を国別業種別で分析した。その結果、北欧や日本の企業は比較的遅延が少なく、南欧や米国、中国では遅延が多いことが分かった。また、複数年の比較により、一時的ではなく、傾向を示すことも分かった。残念ながら、日本の現状では、取引先の支払いに関して、欧米並みに入手するのは難しい。しかし、噂や評判という形の信用情報として、入手できることはある。今後、何らかの形で、日本においても、支払情報が容易に入手できるようになると、より、精度の高い分析ができ、取引先の信用リスクを知る定性情報として活用できるはずである。

それでも、今回の分析結果から、国際取引をしている日本企業は、南欧、米国、中国企業との取引により注意を払うべきであるといえる。もちろん、こうした国や地域の企業が全て支払いを遅延するとは言えないが、傾向があるのは自明だ。前金での取引や信用状による取引が望ましい。それでも、営業政策上、信用供与しなくてはならない場合、貿易保険、輸出取引信用保険、ファクタリングなどの活用が考えられる。

第3章では、信用調査会社に対する照会件数に着目して、照会件数と信用リスクの関連性を分析した。クレジットスコアと照会件数の増加率の間には、強い負の相関がみられた。クレジットスコアが低いほど、照会件数の増加率が高

くなることが分かった。その会社に対する不安を抱えている取引先の多さは、信用リスクを表しているわけで、「火のないところに煙は立たない」といえる。

ここでも、支払情報と同じように、欧米では、こうした照会件数の推移が、一般的な信用調査レポートに記載されており、追加料金なしで、容易に入手できる。しかし、日本でも書面化されてないだけで、信用調査から口頭で入手できる。無論、数値化された情報でない限界はあるが、定性情報としては、上場企業、未上場企業の区別なく、入手できる。

むしろ、照会件数の定性情報としての最大の特徴であり、弱点は、倒産の直前に情報として出現することにある。倒産と同じ月や前月に照会件数が増加したと分かっても、打てる手段は極めて限られている。ここは、すでに確立された定量分析と組みわせることで、うまく活用したいところである。

本研究で、日本企業が支払情報の有用性を理解していることは分かった。また、日本企業の支払情報を必要とする声も高い。しかし、そのためには、第5章で述べた **Trade Reference** のようなオープンな環境での情報交換や、信用調査会社への自社売掛データの提供が必須である。ところが、多くの日本企業は、自社の情報は開示せず、他社の情報だけを欲しがろうとする傾向がある。これでは、いつまで経っても、日本では支払情報は一般化しない。匿名でも、ビッグデータとしてでも、構わないが、今後、より多くの日本企業が自社の売掛データを開示することを望みたい。

また、第4章で述べたとおり、米国で普及している資格制度に倣い、日本でも社会的に認知される信用リスク、与信管理に関する資格を普及させることが、与信管理に携わる人材の社会的、社内的地位の向上につながる。ひいては、与信管理の責任者の社内的な権限や影響力を高めることで、会社の重要なデータ

である売掛データを社外に開示するだけの原動力になりうる可能性がある。こうした人材の活用が、長い目では、日本企業の支払情報や照会履歴などの定性情報の整備につながるはずである。

## 本論文に関する研究、発表、執筆一覧

論文のテーマ	発表・掲載誌名	査読	対応章
継続企業の前提に関する注記付き 倒産企業の生存分析	日本生産管理学会第48回全国 大会予稿集 pp.84-85	査読なし	第1章
継続注記の前提に関する注記付き 倒産企業の生存分析～35 四半期、 296 社の分析～	日本生産管理学会「生産管理」 第53号 Vol.26 No.2 pp. 7-14	査読あり	
事前の倒産不安心理と実際の倒産 との関連性にかかる研究	第58回日本経営システム学会 全国研究発表大会講演論文集 pp.104-105	査読なし	第2章
Analysis on Trade Payment Trend by Industry in Japan and European Countries	Journal of strategic accounting Vol.2, No.1 / Global Academic Community に掲載 pp.19-38	査読あり	
欧州における支払情報の地域別・業 種別傾向に関する分析～支払遅延 における北欧と南欧の地域差	第59回日本経営システム学会 全国研究発表大会講演論文集 pp.190-191	査読なし	第3章
Research on the Relevance between Anxiety among Creditors and Corporate Bankruptcy-Analysis from Enquiries Trend of Credit Reporting Agency-	Journal of strategic accounting Vol.2, No.2 / Global Academic Community に掲載 pp.33-44 ※学術論文賞受賞	査読あり	
Qualification System of Credit Management in US and Japan -Comparison of certificate program between US and Japan-	標準化研究学会第5回全国大会 予稿集	査読なし	第4章

## 謝辞

本論文に関する研究、学会発表ならびに論文の執筆にあたり、終始様々なご指導をいただき、豊富なアイデアを示唆くださり、退任後も変わりなくご指導いただきました岡崎一浩名誉教授に心より感謝申し上げます。

また、岡崎先生の退任後、快く指導教授を引き受けていただいた加藤里美教授、在学中にわたり、さまざまなご指導を賜りました近藤高司教授、坂本孝司教授にも深く感謝いたします。全ての皆様のお名前を挙げることはできませんが、本論文の執筆にご協力、ご尽力をいただきました全ての皆様に、この場を借りて、厚く御礼申し上げます。

## 付録

### 第1章 生存分析のデータ

表1 上場企業と店頭公開企業の生存分析 (J=上場企業、T=店頭公開企業)

ID	Time	Status	Group
1	4	1	T
2	40	1	T
3	3	1	T
4	25	1	T
5	36	1	J
6	63	1	T
7	79	1	T
8	26	1	T
9	16	1	T
10	26	1	T
11	9	1	T
12	15	1	T
13	19	1	T
14	44	1	T
15	21	1	T
16	8	1	T
17	3	1	T

18	27	1	J
19	20	1	J
20	21	1	J
21	17	1	T
22	24	1	T
23	37	1	J
24	77	1	T
25	98	1	T
26	26	1	J
27	50	1	T
28	5	1	T
29	22	1	T
30	4	1	J
31	6	1	J
32	38	1	J
33	16	1	T
34	26	1	T
35	18	1	J
36	3	1	J
37	17	1	T
38	32	1	J
39	52	1	T

40	1	0	T
41	41	0	T
42	54	0	T
43	54	0	T
44	5	0	T
45	38	0	T
46	78	0	T
47	14	0	T
48	4	0	T
49	84	0	T
50	5	0	T
51	40	0	T
52	65	0	T
53	4	0	T
54	101	0	T
55	30	0	T
56	84	0	T
57	7	0	J
58	79	0	T
59	21	0	J
60	27	0	J
61	12	0	J

62	15	0	J
63	92	0	T

表2 救済タイプと再生タイプの生存分析 (J=上場企業、T=店頭公開企業)

ID	Time	Status	Group
1	55	1	T
2	37	1	T
3	3	0	T
5	14	0	T
7	102	0	T
8	11	1	T
9	8	1	T
10	84	1	T
11	6	1	T
12	1	1	T
13	48	1	T
22	86	1	T
25	29	1	T
29	101	1	T
30	17	1	T
31	16	0	T
32	56	1	T

38	0	0	T
39	25	1	T
42	51	0	T
45	18	0	T
46	49	1	T
48	30	0	T
49	33	1	T
51	74	1	T
4	32	1	J
6	6	0	J
14	19	1	J
15	45	1	J
16	7	0	J
17	12	0	J
18	16	1	J
19	30	1	J
20	93	1	J
21	21	1	J
23	2	0	J
24	5	0	J
26	91	1	J
27	77	0	J

28	6	0	J
33	29	1	J
34	17	1	J
35	8	1	J
36	5	1	J
37	7	1	J
40	6	0	J
41	8	0	J
43	55	1	J
44	65	1	J
47	12	0	J
50	4	1	J
52	27	0	J
53	6	1	J
54	7	0	J
55	4	0	J
56	12	0	J
57	49	0	J
58	10	1	J
59	60	1	J