

株式公開企業の「突然倒産」

- 2002年には「極めて突然な」倒産が再発生 -

金融研究部門 志立 正弘
shidachi@nli-research.co.jp

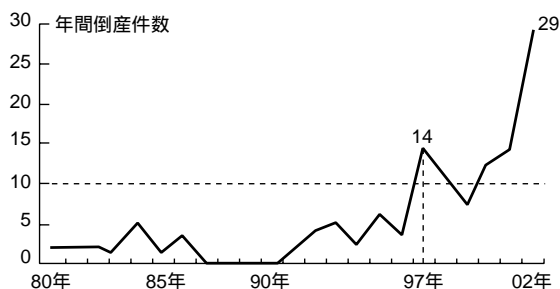
1. 増加する株式公開企業の倒産

株式公開（＝上場・店頭公開）企業の倒産が増加している。1997年以後、高水準が続いており、2002年には29件に急増した（図表 - 1）。

企業が倒産した場合、残った財産に対する株主の請求権は最も劣位で、株式はほぼ無価値になるため、それを保有していた投資家は大きな損失を被る。この「倒産リスク」を避けるには、倒産企業の株式を事前に予測し、売却しておく必要がある。より確実にリスクを避けるには、予測精度を高めたり、機会損失は覚悟の上で、若干でも危なそうな銘柄は売却しておくような方針をとらねばならない。

それでは、株式公開企業の倒産が増加傾向にある中、投資家の倒産リスクへの意識はどのように変化してきたのだろうか？

図表 - 1 株式公開企業倒産件数の推移



（資料）『全国企業倒産集計』（帝国データバンク）よりニッセイ基礎研究所作成

2. 投資家は、倒産リスクにより注意を払い、「突然倒産」割合が減少

もしも投資家が、より倒産リスクに注意を払うようになってきているのなら、倒産することが殆ど予測されずに、倒産前日^(注1)でも株価がある程度高いまま「突然倒産」してしまうような企業の割合は、少なくなってきたはずである。以下では、過去の倒産企業の倒産前日の「PBR（株価純資産倍率）」と「株価」そのもののデータを用いて、これを確かめてみたい。

「PBR」は、割安株を発見するための投資指標の一つで、「株式時価総額 ÷ 株主資本」で求められる。ある企業を買収する金額（株式時価総額）が、その企業が保有する正味の資産価値（株主資本 = 企業が保有する資産価値 - 借金残高）の何倍かを示す指標である。つまり、PBR > 1の場合、株価には現時点で企業が持つ正味の資産価値に加えて、その企業が将来生み出す利益に対する評価が上乘せされていることを意味する。このためPBR > 1の場合、少なくともその企業が将来も存続することを前提とした株価になっていると考えるのも良いだろう。そこで、ここでは倒産前日にもPBR > 1だった企業倒産は、投資家が十分に予測できなかった「突然倒産」と見なすことにする。

しかし、PBRだけでは判断材料として不十分な場合もある。例えば、借金が多く、PBRの分母である正味の資産価値が極端に少ない企業では、株価が極めて低くてもPBRが大きくなる。株価 = 7円にも関わらずPBR = 18倍という例もあり、この場合はPBRが高くとも、投資家はある程度その企業の倒産を予測していたと考えられる。そこで、ここでは株価自身も加味し、「倒産前日にPBR > 1、かつ株価 > 100円」の倒産を「突然倒産」とし、各年に倒産した株式公開企業のうち、投資家が十分に予測できずに「突然倒産」した割合^(注2)の推移を見てみよう。

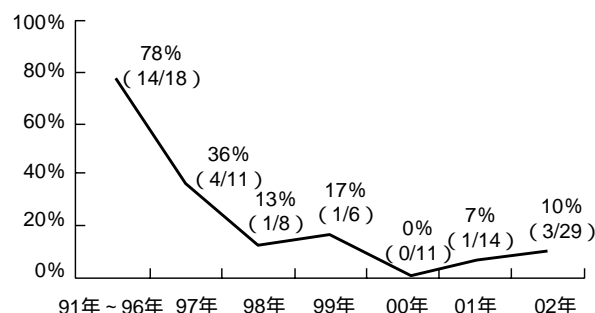
図表 - 2 に示すとおり、「突然倒産」の割合は1997年に急減した後、更に低い水準にある。つまり、近年、株式投資家が、より倒産リスクに注意を払うようになったことが窺える。

3. しかし、「極めて突然な」倒産が再発生

しかし、視点を変えると2002年には興味深い現象が起きていることがわかる。図表 - 3 は、1997～2002年の間に「突然倒産」した各企業について、横軸：倒産前日の株価 縦軸：倒産前日のPBR、の平面に図示したものである。「株価 > 200円かつPBR > 2」と、どちらの基準で見てもかなり高い、つまり投資家が事前に殆ど予測できなかった「極めて突然な」倒産企業は、1997年の2社以降は2001年まで表れてない。従って1998年以降は1997年よりも、「突然倒産」の割合がより減少し、「突然倒産」の「突然さ」も総じて弱まった、ことがわかる。このことから、1998年以降、投資家がより倒産リスクに注意を払うようになったことが窺える。しかし、それにもかかわらず、2002年には投資家が殆ど予測できずにPBR・株価とも非常に高いまま、「極めて突然に」倒産する企業が再び2社現われたのである。

冒頭でも述べた通り、2002年には株式公開企業の倒産が急増したが、これは銀行が資産圧縮のため、かつてないほど企業融資の選別を強めたことが背景とされる。2002年の「極めて突然な」倒産が、一過性のものでなく、こうした今後も継続し得る要因によるものだとしたら、投資家はその要因をより重視した倒産予測を行ったり、分散投資をより徹底するなどの、さらなる対応を図る必要があるのではないだろうか。

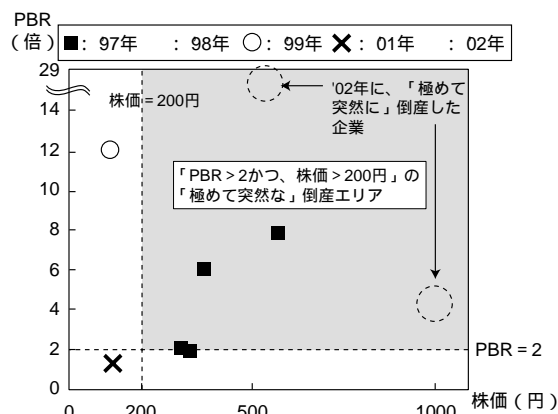
図表 - 2 各年¹⁾における、「突然倒産」した株式公開企業の割合
(カッコ内は、突然倒産企業数 / 倒産企業数²⁾)



¹⁾ 91年～96年は対象企業数が少ないため、合算値。

²⁾ 定義は文末(注2)を参照。

図表 - 3 97～02年の各年における、「突然倒産」した株式公開企業
(00年は「突然倒産」なし)



(注1) 本稿での「倒産」は、帝国データバンクの定義による(詳細は <http://www.tdb.co.jp/> を参照)。

(注2) 計算方法の詳細は以下の通り。

- ・倒産前日の終値を利用し、倒産前日に既に監理・整理ポストに入っている銘柄は対象外とする。
- ・参照する株価は、旧商法における50円額面に換算した値。また、債務超過企業はPBR算出不能のため、「株価 > 100円」の基準のみで分類した。