

SMC金融・経済マーケットレポート

Reporter Your Financial Brain 豊島 健治

マーケット・メカニズム

一昨日、あのヤオハンが会社更生法を申請し事実上倒産した。ヤオハンの経営不安は、昨年、今年5月に償還期限が到来する転換社債(CB)の償還が困難になるとの見方が出てきて表面化した。市場では、同社の株式とCBが売りとたかれ暴落した。その後、再建策が発表され、結果的に5月に償還期限を迎えたCBは銀行借入で賄い無事償還された。しかし、マーケットは再建を疑問視、株価もCB価格も低迷を続けたまま推移し、結局は株もCBも紙切れになった。

ヤオハン破綻の原因は、事業拡大戦略に財務戦略が伴わなかったことにあると思ったが、その結果は惨澹たるものとなった。同社の一昨日の株式・CBの最終取引価格は、株式70円、CB1回債44.2円、3回債20.5円であったが、いずれもゼロになる可能性が大きい。

ヤオハンのCBの最終取引価格を利回りに引き直すと、1回債が79%、3回債が101%になる。つまり、3回債を20.5円で買い、償還期限まで持ち、且つ約束の価格(100円)で償還されるとすれば、このCBへの投資資金は年利101%で運用されることになる。同じ期間の銀行定期預金が利率1%としたら、実に101倍の利回りである。ヤオハンCBはマーケットでここまで売り叩かれてしまったのだ。そして、ここまで売り込まれたところで会社更生法申請となり、市場での取引が停止された。取引停止前に取引した人の思いはいかほどであったろうか。

ところで、マーケットが非情なところであることは先刻ご承知だと思うが、駄目との烙印を押されれば無情の売りを浴びせられ、逆に良いとなれば嵐のように買われる。こうした売買を通じてあるべき価格を模索する機能がマーケット・メカニズムと呼ばれるものであるが、こうして形成された価格が必ずしも適正かどうかは判らない。常に行き過ぎもあるし、過小評価もある。しかし、といて、こうしたメカニズムを通じて形成された価格を馬鹿にすることは出来ない。そこには少なからぬ「事実」を含んでいることが多いからだ。「マーケットに復讐される」とよく言うが、マーケットを馬鹿にすると痛い目に会う事を言っている言葉であろう。

非情なるマーケットの暴力は、今、ゼネコンと金融に向けられている。次の表は、一昨日の「問題企業」のマーケット価格である。

企業名	株価	CB最終利回り
佐藤工業	120円	66.3%
フジタ	94円	46.0%
長谷工	95円	35.1%
青木建設	53円	59.6%
日本国土開発	107円	52.9%
拓銀	97円	(発行無し)
徳陽シティー	102円	(発行無し)

これらの企業の株価やCBの利回りを見る限りにおいては、マーケットはかなりの確率でこれらの企業の経営破綻をその価格に織り込んでいると言って差し支えないように思う。

天下の東証一部上場企業発行のCB利回りが、この低金利下で40%、50%にもなるなど誠に以って信じられないことである。はたして、マーケットは行き過ぎなのだろうか、それとも信用リスクを反映した適正価格なのだろうか？

こうした「市場の反乱」は、しかし確実に企業を追い詰めて行く。例えば株価が100円を割った拓銀は、幸いにも社債を発行していなかったから救われたが、もし同行の定期預金を有価証券である社債(CB)になぞらえれば、預金金利(利回り)が40~50%でなければ誰も買手がいなくなることを株価は暗示している。

もちろん預金は預金保険機構の保証対象だから信用リスクがない点が社債と異なるが、預金も社債も企業の資金調達手段(負債)であるという点では全く同じである。そうした意味で、拓銀は資金調達手段としての預金の取入れに、相当の困難が発生している事が想像される。

昨日の新聞によれば、東証一部二部上場企業の内、株価が200円未満が150銘柄あり、100円割れが20銘柄あるという。かつては、200円割れは倒産株価と言われたが、今では200円割れも特殊ではなくなった。

しかし、マーケットを通じて送られてくるサインをどう理解するかには神経を尖らす日々は、これからも続くに違いない。