

123456

□F□O□R□P□R□O□F□E□S□S□I□O□N□A□L

ドリームバイザー特選メールマガジン (2)  
木村喜由のマーケット通信 2006年10月24日

□D□R□E□A□M□V□I□S□O□R□.□C□O□M□□

まだ過熱感なし、押し目はあっても浅そう

TOPIX も戻り高値更新、新サイクル入り確認

米国の相場格言に、「強気市場は悲観の中に生まれ、懐疑の壁を登っていく」というのがある。まさに今の市場などは懐疑の壁をよじ登っているような趣きである。北朝鮮の核実験や景気の先行き不安、相次ぐ大型ファイナンスによる需給懸念、高水準の裁定買い残高など、買い手控え要因を数え上げたらきりが無いが、尻込みしていたら6月以来15%以上もインデックスが上がる強気市場を見逃す結果となった。

現状はどうか。だいぶ安心感は戻ってきたが、楽観心理が広がったというほどではない。24日の騰落レシオはやっと100%を回復したばかりであり、TOPIXの55日移動平均線からの乖離率はまだ3%に過ぎない。過熱感をいうなら騰落レシオ120%接近、55日乖離率は少なくとも5%はあるべきである。直近安値9月26日からの上昇期間もまだ1か月足らずで、日柄的にもまだ反落には少し早すぎる。

日経225に次いで23日にTOPIXが9月の高値を抜いたことで、03年春からの3年サイクルが6月安値をもって終了、現在は新たな3年サイクルに突入していることが確認された。このサイクルは、通常1年サイクル3回または1年半サイクル2回によって構成されるが、いずれにしても新サイクル入り後の半年は堅調で下げにくい(下げにくかったからこそ新サイクルに入れたとも言えるが)。次の中期サイクルの安値は1月前後になるが、その前に高値トライと小幅の調整が2、3回あるだろう。当面は下げにくい局面なので、サイクル途中の下げ幅は3-5%程度にとどまる公算が強い。ただしすこし先だがサイクル終了時の下げは7-10%に及ぶ可能性が高い。

戻り高値は更新したが、依然片肺飛行で銘柄間格差、セクター、カテゴリー別格差はまだ修復の序盤といったところ。楽天、ヤフーなどの大所は安値を離れたが、その他大勢はまだ低迷の域を脱しきれない。個人投資家が出光興産やおおぞら銀行といった大型ファイナンス銘柄の払い込み資金手当てでエネルギーが奪われている状態では、なかなか小型株にまとまった資金流入は起きにくいからだ。それでも野村不動産や本日上場の出光興産のように新規上場銘柄が公開価格より少し高い程度で寄り付き、その後も堅調で推移するならば、ダメージは軽微にとどまろう。

本日のもう一つのハイライトは携帯電話の番号継続制度スタート。ソフトバンクが「思い切った」新料金体系を打ち出してシェア争いに一石を投じたことで、衆目の一致する勝ち組だったKDDIに不安心理が働いたのか予想外の急落。ただ、ソフトバンクは目一杯の財務状態で勝負しているので、体力に勝るライバルが値下げ競

争に打って出てくるとそれ以上の手が打てなくなる。今後の陣取り合戦が見ものだ。

## エクイティーファイナンスの新潮流

前向きな資金需要発生に伴うエクイティーファイナンス(EF)といえ、これまでは公募増資か時価を5%程度上回る転換権行使価格が付された転換社債型新株予約権付き社債(以下、CBと略す)が普通だったが、最近行使価格が時価の20-50%上に設定されて社債の色彩が強まったCBで資金調達を行なうケースが増えている。先週末発表された新日本製鐵の場合は、発行規模こそ3千億円と大きかったが買い手は大手銀行に限定され、行使価格も740円と時価より50%高い水準に設定されており、当面発行株数の増加に直結しないと見られたことで、株価への悪影響は乏しかった。

証券アナリストは、一株利益予想の表示の際に、予想利益を現在の発行株数で割ったものと、潜在株式が全部普通株に変わった場合(完全希薄化後)の両方を表示することになっている。特に外資系証券ではこのルールは厳格であり、運用担当者も後者の数字を重要視する。ところが、実際に行使されるまえに企業側が潜在株のベースとなっているCBや優先株を買い戻してしまうケースが案外多い。この場合、アナリストの提示していた最初の完全希薄化後の数字は実態を過小評価したあまり意味のない数字となってしまう、現実を見誤ることになる。

いすゞや日産ディーゼルが経営危機の際に発行した大量の優先株は、急速な業績の回復によって早期の転換や買戻しが進み、今ではほぼ解消のメドが立っている。新日鐵のCBも、一見金額は大きいですが1年間の純利益程度であり、使途が韓国ポスコ(PER一桁台)との株式持合いなので、消却しようと思えばいつでもできる性格のもの。今回発生した潜在株を加算して一株益を計算するのはちょっと行き過ぎだろう。

「自社株買いをやったすぐ後でEFをやるのは一貫性がないのでは」という批判は一見正しいが、資金使途が明確であり、たとえ株式数が増えてもいずれ自社株買いで吸収する意志が確認できるのであれば、あまり気にする必要はないのである(極端な話、それがMSCBのような下手な調達法であっても)。むしろEFの報道に反応して叩き売られた銘柄の中に、実はあまり下げるべきではなかった銘柄や、長期の有望銘柄が紛れ込んでいる可能性が高いように思う。大事なことは企業の営業利益の趨勢がどうかである。もう一つは、成功して余裕資金ができれば自己資本の圧縮に向かう自制心があるかどうかである。

大型買収に乗り出した日本板硝子や東芝のクラスになると、評価は単純には行かない。特に板硝子のケースはやはり首をかしげてしまう。しかし時間は掛かっても営業利益の増加に結びつく確実性が高いのであれば、前向きに評価することは可能。評価が不安定なうちに思わぬ安値があれば拾っておくのも一法だろう。

(了)

----- 最終的な投資判断はご自身で  
お願いします。本文、データなど本メールマガジンの内容すべてに関する正確性、  
信頼性、安全性、迅速性などに直接または  
間接的に起因する損害や費用などの一切について、その程度を問わず、ドリームバ

イザー・ドット・コム（株）およびマネックス証券（株）、NPO 日本個人投資家協会、その製作者、データ提供者、その他関係者は責任を負わず、損害賠償に応じません。また、メールマガジンの本文、データなどは著作権法などの法律、規制により知的所有権が保護されており、個人の方の本  
来目的以外での使用や他人への譲渡、販売コピーは認められていません（法律による例外規定は除く）。以上の点をご了承の上、メールマガジンをご利用くださ