

米国ハイ・イールド債市場：

IDS 或いは EIS

ポスト・アドバイザー・グループが運用するファンドの 9 月の運用成績をお送りします。

米国ハイ・イールド市場は、追い風が吹く状態が続いています。月次リターンは、過去 4 ヶ月連続で 1% を上回っています。しかし、ポスト・アドバイザーの CIO であるラリー・ポスト氏が 9 月を振り返って書いたレポート(添付資料)からは、マネージャーの悲鳴が聞こえてきます。

私は、「高いデフォルト率が高いリターンを生む」と述べてきました。現状は、デフォルト率が低く、それが為にスプレッドが縮小し、ハイ・イールド債のリターンが低下しています。運用マネージャーにとっては、デフォルトが頻発する市場で、自分のポートフォリオに入っている銘柄にはデフォルトが起きない状況がベストです。今のようにデフォルトが起きない市場では、「目利き」による差別化が難しいと言えます。また、投資適格債からの「墮ちた天使」の誕生も少なく、企業の財務体質の改善から社債の途中償還が起きたり、市場の拡大が止まってしまっています。年間の利払いが 650 億ドルあるハイ・イールド債市場にとって、市場規模が拡大しない状況は価格の上昇、リターンの下落を生み出します。

「第二のエンロン、ワールドコム事件待望」というところでしょうか...

7 月のポスト・アドバイザーの市場レポートの中に IDS という言葉が登場し、その後時々この言葉を見かけます。これは Income Deposit Securities の略で、時には Enhanced Income Securities (EIS) とも称されます。最近では、10 月 14 日のニュースに、「IDS での IPO を見送ったアメリカン・シーフーズ・グループが、額面 196 百万ドルの 7 年満期ゼロクーポン債を発行した」というものがありました。

この IDS は、カナダで生まれた証券で、社債半分、株式半分の組み合わせ商品です。カナダでは、1990 年代半ばから人気を得て、現在 158 銘柄が上場され、Can\$450 億の規模になっています。過去 4 年間、この市場の利回りが年率 20% を超えていることが人気の理由

です。発行企業には米国企業もあり、フィジシャン・パートナーズがメディカル・ファシリティーズ(株)を上場させる(Can\$221.7百万、2004年4月)など、2002年5月から現在までに7社がCan\$10億以上の資金調達を行っています。「このIDSを米国で…」というのが最近の動きですが、前述のように、アメリカン・シーフーズは夏場の市場環境の悪い時に当たったこともあり、IPOに失敗しています。今までに米国でこの形式で上場されたのは、ブラック・ストーンがボリューム・サービシズ・アメリカを米国(アメックス・ティッカー：CVP)とカナダ(トロント証券取引所・ティッカー：CVPU)で昨年3月上場させたものと、今年10月上場されたB&Gフーズ(アメックス・ティッカー：BGF)があります。

発行企業としての特徴は、成熟段階にある中規模企業で、潤沢なキャッシュフローを持つ企業だということです。成長性に期待が持てない事から、「成長見込み」で勝負するIPO市場では人気が出ないので「一工夫」してIPOを行おうというわけです。社債の金利はコストとして税務上損金処理できますが、配当は税引き後の利益からということになりますので、半分社債、半分株式の上場証券を作り、社債部分に高い利回りを付与することで、低コストで投資家に高い利回りを提供し、また、上場商品とすることで、流動性を高めて小口取引を可能にし、その魅力でIPOを有利に進めていこうという考え方です。

しかし、SEC及び公認会計事務所がこのスキームに「疑問あり」とレッド・フラッグを揚げたため、すったもんだの挙げ句にストラクチャーに条件を付けてやっとOKとなった経緯があります。その主たる条件とは、IPOのスポンサーは株式の10%をクラスBシェアとして最低2年間保有すること、及び、社債部分の最低10%相当は独立した社債(ニックネーム：パチョラー・ボンド)としてIDSへの投資家、スポンサー以外の投資家に売却することというものです。更に、IDSは発行後45日経過後には切り離すことが可能で、また、逆に、バラバラのものからIDSに仕立て直すことが出来なければなりません。このような条件の意図するところは、IDSを構成する社債と株式のバリュエーションをそれぞれの独立した証券としての市場価格から乖離させないということにあります。

米国IRS(税務当局)は、発行体がこの社債部分に対して支払う金利を税務上損金処理することに対して、否認とも容認ともまだその立場を表していません。これはIRSの新商品に対してのいつものスタンスで、従って、将来否認されるリスクは残しているものの、一流公認会計事務所によるポジティブなタックス・オピニオンが出ていることやSECが新型の証券としてすでに承認したことなどから、このリスクは小さいというのが市場での認識となっています。

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Toyo Keizai Build. 7F, 1-2-1 Nihonbashi Hongoku-cho, Chuo-ku, Tokyo, Japan 103-0021
TEL 81-3-5200-5211 FAX 5200-2100

米国では、現在、17本のこの種のディールが、SECにファイルされています。ストラクチャーとしてハイ・イールドの債券が発行されることになるので、ハイ・イールド債の発行体、ディーラーは注目するわけですが、今のところ投資家からの人気という点では、どうもパッとしないようです。また、格付け会社の目には、キャッシュをどんどん投資家に還元するスキームは会社の体力を削ぐと映るようで、懐疑的に見ているようです。

10月にアメリカン・ストック・エクスチェンジに上場されたB&G フーズ・ホールディング(株)の上場内容を見てみましょう。

この会社は、EISとして、

- クラス A 普通株：17,391,305 株
- 2016年満期12.0%のクーポン付き上位劣後債券：124.3 百万ドル

をパッケージとして、1 EIS 当り 15 ドルで発行し、債券の満期償還価格を 7.15 ドル、一株の価格を 7.85 ドルとしています。これで総額 260 百万ドルを調達しました。

この発行では更に、

- 22.8 百万ドルの 2016 年満期 12%クーポン付き上位劣後債 (バチヨラー・ボンド)
- 240 百万ドルの 2011 年満期 8%クーポン付き優先債

を合わせて発行し、総額約 523 百万ドルを調達しています。

B&G フーズの EIS は、ティッカー・シンボル「BGF」で上場され、10月8日のIPO以来高値 15.08 ドル、安値 14.50 ドルで推移しています。(因みに、もう一つ米国で昨年 12 月に 15 ドルで上場されたボリューム・サービシズの価格は、上場来高値 17.80 ドル、安値 12.75 ドルで、現在 13.95 ドルです)

B&G フーズの社債の利払いは四半期毎で、株式の配当も四半期毎に 0.212 ドルが予定されています。もし配当が予定通り支払われると、1 EIS 当りの年間分配金は 11.37%となります。また、社債部分に格付けはありません。

この IPO の詳しい内容は、SEC Registration No. 333-112680 としてその目論見書が開示されており、参照が可能です。

高橋芳徳記

Axes Japan News Letter (No16)

(2004年10月20日号)

<作成責任者>

アクシズ・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシズ・アメリカ LLC CEO 高橋芳徳

: 212-922-1795

e-mail : Info@axam.com

アクシズ・ジャパン証券株式会社 営業本部長 中島正雄

: 03-5200-5211 (代表)

e-mail : nakashima@axesjapan.com

当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Toyo Keizai Build. 7F, 1-2-1 Nihonbashi Hongoku-cho, Chuo-ku, Tokyo, Japan 103-0021

TEL 81-3-5200-5211 FAX 5200-2100