

2005 年 10 月 31 日

## 米国ハイ・イールド市場：2005 年 9 月 事件は続く

大変遅くなりましたが、ポスト・アドバイザー・グループの運用するファンドの 9 月の成績を添付します。

9 月はトラディショナルとプラスがどちらもマイナス 0.40%、オポチュニスティックがプラス 0.41%で、年初来のリターンはそれぞれ 2.33%、6.84%、10.51%となっています。9 月の 10 年国債と S&P500 のリターンはそれぞれマイナス 2.12%とプラス 0.81%で、年初来のリターンはどちらもプラスの 1.74%と 2.76%です。

年初に「景気回復による金利上昇時のハイ・イールド債のリターンは国債のそれを上回る」ので、今年はハイ・イールド債への投資の方が良い、と書きましたが、第 3 コーナーを回ったところで、ハイ・イールド債、10 年国債、S&P500 がほぼ横一線に並んでいます。10 月に入って直線での成績は 3 頭とも息が上がった状態で、どれもマイナスになりそうです。10 月は通常投資に厳しい年で、11 月、12 月と回復するので、この直線最後の追い込みに期待したいところです。

これからの話題は年末商戦の行方になります。小職の生活観から言うならば、今年の年末商戦は厳しいと思います。私の SUV のガス・タンクを満タンにすると 60 ドルかかります。日本に比べれば安いとはいえ、満タン 30 ドルに慣れた我々の財布には響きます。

金利の上昇も徐々に影響が現れます。住宅融資を変動金利で借りている場合、プライム連動のようなもの（ホーム・エクイティー・ローンにこの種のものが多い）は金利上昇に直ちに反応しますが、6 ヶ月 T ビル、1 年 T ビルなどに連動しているものは半年に 1 回、或いは 1 年に 1 回の調整で、その影響が現れるのに時間的ズレがあり、昨年春からの利上げの効果が遅れて家計をヒットします。住宅価格の上昇が続くうちはこのような負担増も気分的に乗り切れますが、住宅価格の上昇ストップ、或いは下落がメディアに載り始めると財布の紐を締めたくなるものです。先般ニューヨークのアパート（日本でいうマンション）の価格が 10%強値下がりました、という大手不動産会社のレポートが話題になっていましたが、このレポートを正確に読めば、「高価格物件の取引が減ったので、平均価格、中位価格は下落したが、単位床面積当りの価格は変化していない」というものです。しかし、この種の報道が市場を冷やしつつあることは事実のようで、不動産関係者は「ビジネスはスロウだ」と言います。

9 月の話題の中心は、8 月末に米国ガルフ地区を襲ったハリケーン・カテリーナが及ぼした

被害でした。その後、デルタ航空とノースウエスト航空が倒産。更にはヘッジ・ファンド、ベユウの破綻、ハリケーン・リタのガルフ上陸、10月に入ってデルファイ、レフコの倒産、ハリケーン・ウィルマのフロリダ直撃と続きます。10月もハイ・イールド・ボンドのリターンはマイナスで終わると思われますが、カテリーナによる石油製品の価格高騰や前述の各種波乱要因を考えると、株式、債券市場共に下げたとはいえ、よく耐えていると思います。

9月末に、「これだけ事件が起きればもう年末まで何事もなかりょう」というような暢気なことを言っていたところ、10月に入って大手自動車部品メーカーのデルファイが倒産、商品先物ブローカー独立系最大手を傘下に持つレフコも倒産。デルファイについては、この春のGMの格下げ事件による下げ相場の中で「目先の流動性に問題はなく、2006年満期の同社発行の短期社債は買い」ということでGMの社債を処分してデルファイに乗り換えるというような動きがあったのですが、そのデルファイがその後数ヶ月で倒産したわけです。

レフコは、米国的な、つまり経営者の「インチキ」がばれて、エンロンを凌ぐスピードでの倒産です。8月にIPOを行い、10月に倒産... ともかくそのスピードが速いので、レフコの株式と債券への投資家は、余程この種の事件に「慣れた」投資家でない限り逃げることは出来なかったと思います。

この間のレフコの株価は(引け値)

10月7日(金)	28.56ドル
10月10日	15.60ドル
10月11日	13.85ドル
10月12日	10.85ドル
10月13日	7.90ドル

そして、取引が再開された18日の寄り付きの値段は何と75セントです(今は1ドル前後)。

このスピードに加え、事件の張本人で、くびになったCEOベネット氏がレフコに対する「隠し借金」である4億ドル以上の金を「返済した」という報道も投資家の判断を遅らせたと思います。IPO時にこの借金があることを公表しなかったことが問題となったわけで、借金を返したとすれば取り敢えず最悪の事態は回避出来ると考えても不思議はありませんでした。ともかく、投資家が実態を把握することが出来ないままに倒産してしまっただけです。事件から3週間経っても未だ実態は不明で、政府管轄下の規制企業であるレフコの子会社であるレフコ・キャピタルに入っており、金の引き出しが出来ない。これは「インチキ」である、という訴訟が起こされています。訴訟を起こしたのは日本でも人気の投資家、ジム・ロジャーズのファンドです。

デルファイのケースでは、「近い将来同社の資金繰りはつかなくなる」というのが業界のコ

ンセンスであったとはいえ、目先の金はありました。「目先の資金繰りはつくのだから、金のあるうちにこの困難を乗り切る努力をするのが経営者の仕事」などと悠長なことを考えていた投資家は、大きな損失を被ることになりました。株価は年初 9 ドル前後、GM の格下げ事件の頃に 3 ドル近くまで下げ、その後夏場に 6 ドルを越えるまで回復し、以降は倒産まで下げ続け、倒産発表前が 2 ドル前後、倒産後は 30 - 40 セントでした。レフコに比べるとカタツムリのスピードでの倒産で、余程の暢気者でない限り、「晴天の霹靂」と嘆くわけには行きません。

ここで疑問に思うのは、「破産法 11 条による倒産」とは何なのか？ということですが、会社の経営者は株主の利益を守る筈ですが、デルファイのケースにしろレフコのケースにしろ、株主は見事に切り捨てられています。目先の資金繰りが付かなくなったから倒産したのではなく、早目に倒産することにより会社再建をより確実にしようというわけです。しかし、会社再建とは誰のため？ 既存の株主にとっては再建の犠牲になるのが自分達とすれば、倒産させずに何とか生き延びる努力を経営者に求めたくなります。経営者は「経営資源が尽きる前に立て直しに動く」のだと言うわけですが、それにより順位の高い債権者は保護されても、最下位にある株主は切り捨てられます。日本の倒産劇のように、借金しまくって、倒産時には社債への投資家も、株主への投資家も同様に全損というのとは大きく異なります。米国では、企業が倒産しても社債への投資家に何がしかの金が戻ってくるのはこのためですが、株主の立場からは何か割り切れないものがあります。タンカーの座礁・原油漏れ事件の後のテキサコのように、財務内容とは別の観点から倒産を宣言する場合がありますので、「倒産」という言葉自体がフィットしないのかも知れません。

デルファイの倒産に比べて、レフコの倒産は今後更に多くの訴訟を生み出すと思われます。レフコは長年に亘り個人会社でしたが（日本人で同社のトレーニング・プログラムに参加した人は多数います）2004 年 8 月に P/E ファンドの老舗トーマス・リー・パートナーズが 508 百万ドルでその 57% を買い取り、1 年後の去る 8 月に約 2 倍の価格で IPO しています。リーはその際に 208 百万ドルを現金化し、約 15 億ドル（ピーク時の株価での換算）相当の株式をキャリアしていました。

WSJ によれば、リー・パートナーズは買収の際の企業内容精査に 1000 万ドルを遣ったとのことで、それでも不正は見抜けませんでした。会計監査報告は、全米で第 5 番目の規模の会計事務所であるグラント・ソートンが行っています。

IPO 以降株式を購入した投資家は、当然 IPO の幹事会社（ゴールドマン・サックス等）や監査法人を訴えます。ベネット氏が訴えられるのも当然です。彼は 10 億ドルを超える資産を有すると言われ、これからむしり取られます。ただ、その大半はレフコの株式だと思われ、レフコ倒産後にどれだけ、そして「何処に」あるのかは不明です。レフコは社債も発

行しており、多分格付会社も訴えられます。訴訟を担当する弁護士にとって、ゴールドマンや、グラント・ソートン、S & P等々の金持ち企業が相手であることは有り難いことなのです。

今年も残り 2 ヶ月。前述のごとく投資の世界はぱっとしませんでした。ハリケーンの被害者にとっては気の毒な年です。イラクでは米兵の死者が 2000 人を越えました。ワシントンでは最高裁判事の指名、CIA のスパイの名前を暴露した事件、等々を巡って大統領の支持率は最低。なにか重苦しい雰囲気です。

高橋芳徳記

Axes Japan News Letter (No30)

< 作成責任者 >

アクシーズ・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシーズ・アメリカ LLC                      CEO 高橋芳徳

: 212-922-1795

e-mail : [Info@axam.com](mailto:Info@axam.com)

アクシーズ・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](mailto: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。

**Post Advisory Group LLC Fund Performance Record**

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Monthly Performance Update September 2005 (Estimate)

Performance History	Sep-05	YTD	Cumulative Annualized Returns	Annualized Standard Deviations of Monthly Returns	Ret/Vola	AUM
Post Traditional Fund Composite	-0.40%	2.33%	10.17%	4.52%	2.25	\$4.87 billion
Post Plus Fund Composite	-0.40%	6.84%	13.65%	5.93%	2.30	\$1.66 billion
Post Opportunistic Fund Composite	0.41%	10.51%	18.84%	10.38%	1.82	\$1.10 billion
Lehman Index (Since Sept. 1993)	-1.00%	2.05%	7.31%	6.88%	1.06	

**Gross Monthly Return**

**Traditional Fund Composite**

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2005	0.06%	0.98%	-2.11%	-0.85%	1.29%	1.45%	1.45%	0.50%	-0.40%				2.33%
2004	1.06%	0.21%	0.73%	-0.15%	-1.14%	1.26%	1.02%	1.30%	1.51%	1.45%	0.98%	1.10%	9.70%
2003	1.91%	1.33%	1.81%	3.03%	0.64%	1.81%	-0.54%	1.09%	2.10%	1.21%	1.21%	1.78%	18.79%
2002	1.47%	0.51%	1.16%	1.31%	0.40%	-3.02%	-1.64%	1.55%	0.27%	0.40%	3.77%	0.72%	6.96%
2001	2.49%	1.23%	0.15%	1.69%	2.06%	0.56%	1.12%	1.18%	-7.78%	2.54%	2.92%	0.83%	8.88%
2000	1.51%	0.51%	-0.25%	0.34%	-0.67%	1.24%	0.67%	0.54%	-0.84%	-0.66%	-1.85%	0.90%	3.11%
1999	1.92%	-0.42%	1.89%	1.40%	-0.29%	0.54%	0.37%	0.13%	0.06%	0.68%	0.62%	0.54%	7.66%
1998	1.40%	0.68%	1.08%	0.97%	0.73%	0.64%	0.73%	-4.22%	0.32%	0.56%	4.04%	0.43%	7.41%
1997	1.71%	1.95%	0.18%	0.56%	1.66%	0.92%	2.18%	1.35%	1.69%	0.47%	0.60%	1.16%	15.41%
1996	2.06%	1.02%	0.23%	1.27%	1.23%	0.50%	1.07%	1.11%	1.79%	0.96%	1.24%	0.81%	14.10%
1995	1.34%	2.59%	1.30%	2.00%	1.91%	1.06%	1.81%	0.63%	1.26%	0.75%	1.20%	1.95%	19.30%
1994	2.37%	0.82%	-1.91%	-0.64%	0.51%	0.40%	0.99%	0.60%	0.82%	0.52%	-0.12%	0.45%	4.86%
1993									1.22%	1.67%	1.07%	1.55%	5.62%

**Plus Fund Composite**

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2005	0.81%	1.40%	-1.04%	-0.52%	1.96%	1.98%	1.96%	0.55%	-0.40%				6.84%
2004	1.79%	0.69%	1.04%	0.36%	-0.38%	1.34%	0.80%	1.26%	1.23%	1.79%	1.95%	2.15%	14.93%
2003	4.30%	1.05%	3.94%	5.59%	2.25%	1.87%	0.21%	1.11%	2.92%	2.72%	1.66%	1.38%	33.01%
2002	3.65%	0.78%	3.04%	1.81%	-0.26%	-3.85%	-5.29%	0.55%	-0.55%	1.07%	6.16%	2.01%	8.93%
2001	3.97%	2.31%	-0.82%	1.42%	4.31%	0.76%	1.14%	0.70%	-6.33%	2.60%	2.92%	2.60%	16.25%
2000	2.52%	1.87%	0.66%	0.20%	-0.95%	1.24%	-0.35%	-1.30%	-1.52%	-1.80%	-3.74%	0.27%	-3.02%
1999	0.80%	0.01%	2.27%	1.16%	-0.03%	0.67%	0.55%	-0.67%	-0.28%	0.31%	1.16%	0.94%	7.07%
1998	1.72%	0.92%	2.07%	1.14%	0.91%	0.67%	0.58%	-4.97%	-1.37%	-1.21%	4.86%	0.77%	5.96%
1997	0.88%	2.03%	0.22%	1.09%	1.93%	0.14%	1.54%	0.89%	2.21%	0.64%	1.36%	1.05%	14.89%
1996	2.72%	0.98%	1.09%	1.67%	1.51%	1.87%	-2.41%	1.11%	2.28%	0.89%	2.01%	2.85%	17.78%
1995	1.47%	2.88%	1.76%	1.22%	2.56%	1.44%	2.48%	0.60%	1.83%	0.93%	1.93%	2.64%	24.00%
1994	2.64%	2.24%	-0.07%	-0.98%	0.07%	0.12%	1.52%	0.13%	0.26%	-0.77%	-0.30%	0.28%	5.18%
1993	2.78%	1.99%	2.91%	1.30%	2.16%	2.43%	1.01%	1.50%	0.79%	2.29%	1.24%	1.38%	24.06%
1992							2.93%	1.97%	1.53%	0.37%	1.27%	1.03%	9.43%

**Opportunistic Fund Composite**

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2005	0.82%	1.83%	-0.98%	-1.00%	2.44%	1.64%	2.53%	2.44%	0.41%				10.51%
2004	3.08%	0.17%	0.27%	0.22%	-0.13%	0.87%	0.50%	0.77%	0.84%	1.48%	2.21%	1.87%	12.80%
2003	6.24%	0.67%	3.24%	6.15%	3.53%	2.33%	0.67%	1.21%	3.24%	3.87%	2.50%	1.21%	40.76%
2002	4.30%	0.63%	6.36%	3.05%	0.71%	-7.43%	-7.62%	1.05%	-3.57%	0.45%	8.69%	2.25%	7.78%
2001	6.81%	4.43%	-0.61%	1.81%	8.85%	2.14%	0.23%	0.82%	-4.32%	4.33%	4.27%	2.39%	35.13%
2000	4.54%	6.43%	2.31%	-0.59%	-0.41%	5.62%	1.32%	-0.52%	-1.74%	-3.36%	-4.00%	-2.40%	6.77%
1999			0.00%	4.48%	1.38%	1.78%	0.35%	0.66%	-2.56%	-1.44%	2.91%	1.64%	9.39%

# Post Advisory Group Traditional Fund Performance

