



ディストレスト債の投資機会

Leong Wai Mei

債券運用部門、ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

本稿では、経営難に陥った企業の債務再編、債務交換が奏功した事例について、その背後にある3つの要因について解説します。投資家の過度なリスク回避姿勢が高まる中においても、厳選されたディストレスト債には潜在的な投資機会が存在し得ると私たちは考えています。

2021年は中国の不動産開発業者にとって厳しい年であったと言っても過言ではないでしょう。ブルームバーグによると、2021年の中国オフショア（本土外）債券のデフォルト（債務不履行）総額は過去最高の102億米ドルで、その業種別内訳は不動産関連が36%を占めました¹。

JPモルガンは、中国ハイ・イールド債の59%が額面100に対して70（財政難を示す価格水準）とアンダーパー（額面価格よりも低い価格）の水準で取引されており、バリュエーション面でみた中国ハイ・イールド債の推定デフォルト率は40%としています²。

また、JPモルガンの調査によると、中国ハイ・イールド債の約40%が額面100に対して、50以下、さらにその半数は30以下の価格で取引されていました。

これらの価格水準は、2021年11月までの5年間ににおける無担保シニア債の過去12か月のデフォルト済み債券のリカバリー率が世界平均で約43%であった³ことを考えると、最悪のシナリオを織り込み済みであると言えます。

私たちは、投資家のリスク回避姿勢がやや過剰に見える現在の市場環境においては、分散が効いた債券ポートフォリオを持ち、また債務再編のプロセスに耐えることが出来る投資家にとっては、魅力的なディストレスト債*の投資機会が潜在的にあると考えています。

* 経営難に陥った企業の社債などの債券

本稿では、近年成功した債務再編と債務交換の2つの事例を検証し、債券保有者に最終的に価格回復の恩恵をもたらした経緯について解説します。

投資家は、時にはこのような投資機会を慎重に検討すべきであり、大幅に割安な価格水準にあるデフォルト債またはディストレスト債を保有することがリターンを生み出す場合があることを認識する必要があります。

事例①：佳兆業集団（カイサ・グループ） / 中国

中国の佳兆業集団は、2015年に同国の不動産開発会社として初めて米ドル建て社債がデフォルト（債務不履行）に陥りました。同社に関するネガティブなニュースが出始めたのは2014年12月で、政府当局が地元深センの不動産販売を差し止めたことがきっかけでした。同月、創業者で会長の郭英成（Kwok Ying Shing）氏が辞任したことで、HSBCが融資していた4億香港ドルの融資（タームローン）の償還が前倒しされました。その後まもなく佳兆業集団はHSBCから返済猶予の通知を受け、早急に返済する必要はなくなりましたが、佳兆業集団のグループ全体としての流動性は依然として厳しい状況にありました。

そしてついに佳兆業集団は5億米ドルの無担保シニア債に関連して、2015年1月8日に支払うべき2,300万米ドルの利払いを履行しませんでした。その直後、同社のオフショア債の価格は額面100に対して35を下回るまで急落しました。（図表1参照）

そして同グループの複数の取引先金融機関の預金残高は凍結され、査定を受けるなど、債権者対策が取られました。しかし同社は30日間のデフォルト猶予期間内に上記のシニア債の利払いが履行できなかったため、2015年2月に正式にデフォルトに陥りました。

2015年4月には、佳兆業集団が深センの8つの不動産プロジェクトにおける売れ残り物件の大半について、政府当局からそれまでの販売差し止めが解除されたと発表し、いくつかの明るい展開がみられました。また、中国の保険会社Funde Sino Life Insurance Co., Ltdの子会社が、佳兆業集団の深センにある事業体を対象に年利12%で1,377百万人民元の融資を行いました。なお、同月、市場予想に反して、Kwok Ying Shing氏は会長職に復帰しました。

同時に佳兆業集団は、中国本土外の同社債券保有者の債権者運営委員会と協議を続け、経営再建策の合意を打ち出しました。さらに佳兆業集団は、まだいくつかの事業を継続できることを示す強い兆候として、2015年の年初10ヵ月間で、前年同期の売上高のわずかに約22%ではありましたが、52億人民元の契約売上高を達成しました。

2015年2月のデフォルトから9ヵ月後の2015年11月、佳兆業集団はオフショア債務の再編案を発表し、債権者運営委員の支持を得ました。佳兆業集団の経営再建策の条件は何度も練り直され、2016年1月にオフショア債券保有者の53%から合意を得るに至りました。同年3月、佳兆業集団は早期の同意手数料をそれまでの2倍の1%に引き上げる（元本1,000米ドルに対して10米ドル）など条件を変更し、再編案について80%以上のオフショア債券保有者の支持を集めることに成功しました。

図表 1：佳兆業集団の社債、価格推移（表面利率：8.875%、2018年3月償還）

（日次：2013年3月14日～2016年8月4日）



出所：Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。（2021年12月13日時点）

当時の佳兆業集団のオフショア債務の内訳は、英金融大手のHSBCと大手国有銀行の中国工商銀行（ICBC）からの約1億2,700万米ドルの融資、22億2,000万米ドルの普通社債、2億3,200万米ドルの転換社債となっていました。2016年3月の再編案では、同社のオフショア債務の債権者は、保有する債券の一部または全部を以下の3つのいずれかに交換する権利が与えられました。

- ▶ ①**新発社債と不確定価額受領権（CVR）**：既発社債1に対して新発社債1の割合での交換。さらに交換する新発社債の想定元本の7%に相当する不確定価額受領権（CVR）が付与。
- ▶ ②**新発社債**：既発社債1に対して新発社債1.02598の割合での交換。ただしCVRは無し。
- ▶ ③**強制転換条項付社債**：既発社債1に対して1の割合で（総額に上限設定あり）強制転換条件付きの新たな社債への交換。この社債は、佳兆業集団の株式取引が再開されると、自動的に新たな転換社債に転換。

佳兆業集団の債務再編完了後の最初の2年間は、交換した債券の利払いは現金ではなく追加債券（現物支給）に偏っていましたが、3年後には利払い時の現金部分が増加しました。また、既存のオフショア債の保有者に対する保護策として、将来の社債発行で得られた資金の使用用途に対する制限や、将来の劣後債や株式の発行制限などの追加的な策が設けられました。

なおオンショア（本土）人民元建て債券については、2016年2月末、佳兆業集団は330億人民元のオンショア債の債務再編の交渉に成功しましたが、その半分は中信銀行（CITIC Bank）が所有していました。佳兆業集団はその1ヵ月後、オンショア債の90%の債務再編が完了、もしくは債務再編の必要がなくなったと発表しました。

最終的に、オフショア債の保有者は2016年5月に佳兆業集団の債務再編案を承認し、2016年6月に香港とケイマン諸島の両裁判所でこの案が可決されました。最初にデフォルトに陥ってから約1年半後の2016年7月、佳兆業集団は債務整理計画の完了を発表しました。同社の債券の気配値は、債務再編の発効日（2016年7月21日）直前には約86%という高いリカバリー率を示唆することとなりました。（図表1参照）

事例②：アラム・ステラ不動産 / インドネシア

アラム・ステラ不動産は、インドネシアの大手総合不動産開発会社です。1993年11月に設立され、2007年12月にインドネシア証券取引所に上場しました。同グループは、インドネシアの住宅・商業地区において、土地の売却や不動産開発に注力しています。

2020年、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）により不動産販売が打撃を受け、さらに有力顧客である中国の不動産会社、China Fortune Land Development Co., Ltd.への土地販売が落ち込んだため、アラム・ステラ不動産の信用指標と流動性は大幅に低下しました。また、2020年に発生した米ドルに対するインドネシア・ルピアの急激な下落は、アラム・ステラ不動産の債務のリファイナンス（借り換え）リスクを悪化させました。世界的なパンデミックを背景にリスクセンチメントが悪化し、同社の借り換えの選択肢が減少したため、アラム・ステラの米ドル債は2020年7月に額面100に対して35程度にまで急落しました。

2020年の初め、世界の大手格付機関の3社すべてが借り換えリスクの高まりなどを理由に、アラム・ステラ不動産の格付け見通しをネガティブとしました。これは、投資家心理をさらに悪化させました。同社は2020年4月に2021年満期社債1億7,500万米ドルのうち6,000万米ドルを繰上償還しましたが、同社の債券価格は2020年の大半を通じて低迷しました。アラム・ステラ不動産は借り換え計画について金融機関との協議を続けましたが、インドネシアにおけるパンデミック状況の悪化と同国のウイルス関連規制の影響を受け、進展は限定的なものとなりました。

2020年9月29日、アラム・ステラ不動産は、2021年4月満期社債（表面利率：11.5%）の115百万米ドル分および2022年4月満期社債（表面利率：6.625%）の370百万米ドル分について交換オファー（交換の申し出）を発表しました。同社の提案は、2021年4月満期社債についてはすべてを2024年満期の新発社債に交換するというものでした。一方、2022年4月満期社債については25%は2024年満期の新発社債、残りの75%は2025年満期の新発社債と交換するという条件でした。この交換条件に応じた場合には元本1,000米ドル当たり5米ドル（0.5%）の同意手数料が支払われ、全債権者の85%以上が同意した場合にのみ実行されるという条件付きでした。

新発社債の2024年満期社債および2025年満期社債は、アラムステラ地区にある巨大ショッピングモールのMall@ Alam Sutera（推定評価額2.5兆ルピア）および同地区にあるスウェーデン発祥家具大手のIKEAに隣接する商業地（推定評価額2.4兆ルピア）の土地担保が第1優先順位で設定されました。これらの担保が売却された場合、新発社債の2024年満期社債については優先的に償還が義務付けられました。また、保有するジャカルタ中心部のオフィスビルThe Tower（推定評価額1.8兆ルピア）が売却された場合、2024年満期社債はさらに強制償還の恩恵を受けることになります。

2020年10月27日、アラム・ステラ不動産は交換オファーが成功したことを発表しました。2021年満期社債の保有者の86.1%、2022年満期社債の保有者の87.4%が、新発社債の2024年満期社債と2025年満期社債に交換することを同意しました。交換オファー完了後、アラム・ステラ不動産の米ドル建て社債の発行残高はそれぞれ2021年4月満期社債：1,599万米ドル、2022年4月満期社債：4,658万米ドル、2024年11月満期社債：17,140万米ドル、2025年5月満期社債：25,100万米ドルとなりました。

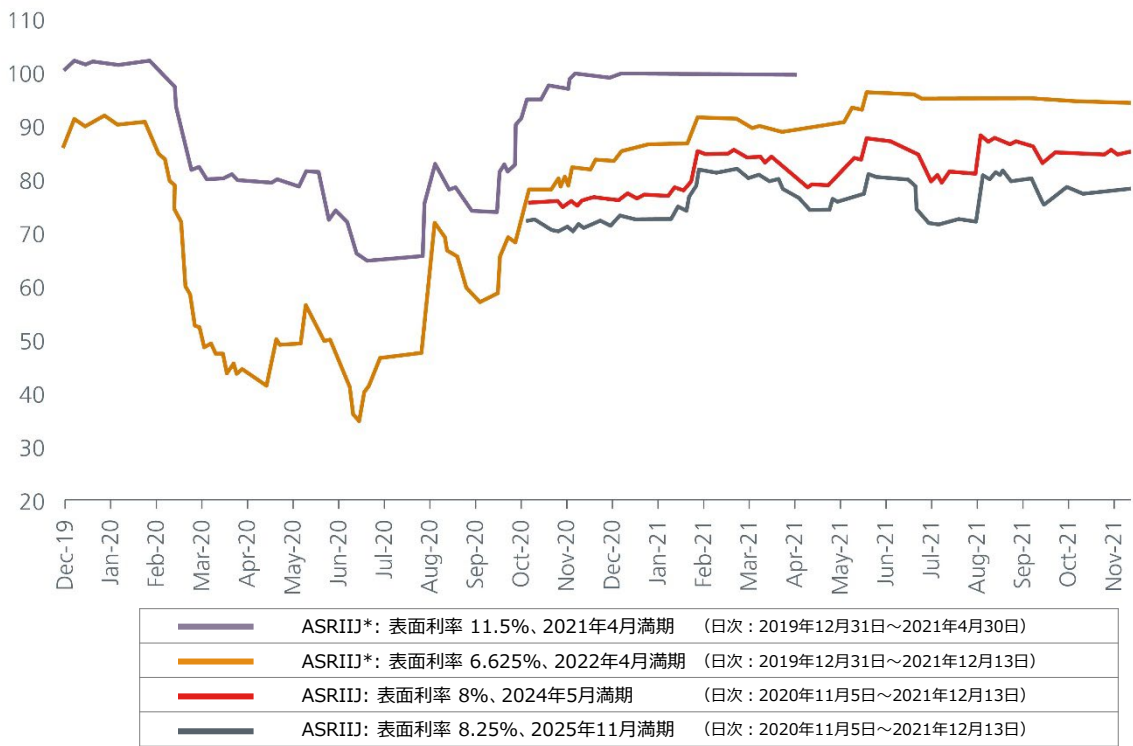
アラム・ステラ不動産は、未償還だった少額の2021年満期社債を2021年4月の満期日に償還しました。一方、2022年満期社債は、気配値ベースの価格は94前後（2021年12月13日時点）となっています。2022年満期社債は未償還の発行残高が2,410万米ドルと少ないため、流動性が極めて低いことが背景にあるとしても、それ以外の、2024年満期社債、2025年満期社債の新発債についても、額面100に対して、2021年12月13日時点、それぞれ79、85近辺の水準で取引されています。（図表2参照）

債務再編、債務交換を成功させるための3つの要因

上述の2つの事例は、債務再編と債務交換を成功させるための3つの要因を明らかにしています。

第一に、債券市場の流動性が逼迫して資金調達が困難な状況にある企業にとって、通常の事業活動を可能な限り維持できることが極めて重要となります。債券の最終的なリカバリー率と、経営難に陥った企業が財務的に持続可能な状態に戻る可能性は、企業にとって重要な事業基盤である営業資産のパフォーマンスに大きく左右されます。

図表 2: アラムの社債価格は、リファイナンスのリスク緩和により反発へ



出所：Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。（2021年12月13日時点）

ASRII*:アラム・シナジー社債。アラム・シナジーは特別目的事業体。既存債務の返済・借り換えのための債券発行などを目的に設立。
ASRII*:アラム・ステラ・リアリティ社債。

第二に、債権者は、無秩序な再建状況（最悪の場合は清算）を避けるために、窮境にある債務者と協力する必要があります。一部の調査⁴によれば、デフォルトとなった中国オンショア無担保社債のうち清算シナリオに至った場合のリカバリー率は、2019年は0.2%未満、2018年は1.1%となっています。ところが自発的な債務再編となった場合のリカバリー率は50～85%程度と、はるかに高い数値となっています。

第三に、アジアの米ドル建て債の発行体にとって、資本市場へのアクセスやオフショア債の資金調達が維持できるか否かは非常に重要で、最終的な債務再編計画の結果に影響を与える一因となっています。米ドル建ての中国不動産企業の債券保有者は、米ドルなどのオフショア資金が中国の不動産開発企業にとって重要な資金源であることから、安心感を持つことができます。海外の債券市場へのアクセスが良好な企業は、市場では財務の柔軟性が高いとみなされ、相対的な資金調達コストの低減につながる可能性があります。また、国内の金融情勢が厳しい中でも、オフショア資金にアクセスできる企業は、国外の海外市場を利用した資金調達が可能となります。

私たちは、すでにデフォルトに陥った、あるいはそれに近いような価格水準にある中国不動産関連企業の債券の一部には、上記と同じ要因が働いているとみています。例えば、経営再建中の中国恒大集団（以下、エバーグランデ）の場合、広東省政府は最近、同社に経営正常化に向けた作業チームの派遣に踏み切り、同チームの監督下でリスク対応と経営管理を強化し、経営の正常化を図ると発表しています。

また、エバーグランデは、広東省政府と中央政府の国有企業の上級管理者からなるリスク管理委員会の設立を発表しました。このような政府の介入は、中国政府が、経営難に陥っている不動産開発会社の無秩序な破綻を避けようとする決意を示しているものと言えます。

まとめ

企業を取り巻く悲観的なニュースの見出しが続き債券価格の急落に直面したとき“一歩下がって債券価格がすでに下げ止まっているか否かを冷静に考える”ことは投資家にとって非常に困難なことです。2021年12月にエバーグランデがデフォルトに陥ったとみなされたとき、金融市場の反応が限定的だったことは、中国の不動産開発企業のハイ・イールド債の価格が、ほとんどのネガティブな想定要因をすでに価格に織り込み済みである可能性を示唆しています。

債券市場の流動性がひっ迫して資金調達が困難な状況になったからといって、必ずしもその企業の清算につながるとは限りません。本稿の2つの事例（佳兆業集団とアラム・ステラ不動産）が示すように、状況が最も悪化したと思われる底値でそれぞれの債券を売却した投資家は、その後の価格回復の恩恵を享受することができず、結果として年換算価格リターンで二桁を優に超える大きな投資機会を取り逃がすことになったのです。さらに、債務再編などが成功し、債券価格が相応の回復を遂げた事例が増えれば、現在“ディストレストの価格水準（発行企業の財務状況悪化などで著しく価格が低下した状態）”で取引されている他の債券にもポジティブな波及効果をもたらす可能性があります。これらの債券は、市場や発行体の需給環境などの改善が進めば、順次その価格が上昇する可能性があります。

本稿における個々の発行体、証券、セクター、地域、国に関する言及は、例示を目的としたものであり、特定の証券や金融商品の売買を推奨するものではありません。

データ出所

1. Bloomberg L.P. (2021年12月7日時点)
2. 2021年12月3日時点
3. Moody's. Default Trends - Global November 2021 Default Report.
4. Morgan Stanley. (2021年8月)

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。