

M&Aの波に注視

負債によって賄われる企業のM&A（合併・買収）活動は景気サイクルが後期にあることを示す典型的な指標であり、デフォルト（債務不履行）率の上昇やボラティリティ上昇の転機となる可能性があります。

- 低金利及び安定的なファンダメンタルズを背景に、企業の起債による資金調達はやや積極性を増しています。
- 2018年に入り、M&Aを目的とした資金調達手段としての起債が急速に増加し、企業が再びレバレッジを高めている兆候が見られます。
- このような「債権者にとって非友好的な」起債は、過去にデフォルト率及びボラティリティが上昇する前兆となってきました。

これまでの状況：堅調な経済指標や信用ファンダメンタルズの改善、さらに相対的に低位に留まる金利水準は、企業にとって比較的好条件で資金調達ができることを意味してきました。そして将来予想される金融引き締めを前に、企業はこのような状況を有効活用してきました。過去1年間でハイ・イールド債市場に関連したプレゼンテーションを聞いたのであれば、新発債市場の状況が当資産クラスに対する一定の安心感を抱くための要因の一つであったことがわかるでしょう。新規発行による資金調達は主に借り換えや債券の買入償還を目的としたもの、つまり新規発行の多くが一般的に「債権者にとって友好的」とされるものでした。

トレンドの変化：ただし2017年後半に掛けて、負債によって調達した資金を元手としたM&A活動の増加の初期兆候が見られ始めました。2018年に入ってから特に欧州でこの動きが活発化しており、J. P. Morganが示したデータに基づくと、新規発行によって調達された資金の約50%が買収関連の企業活動に使用されるとされています。負債によって賄われるM&Aは、一般的に株式の買戻しやその他のレバレッジを高める企業活動とともに、債権者と比較して主に株主を優遇することを目的とした、やや「積極果敢な」資金調達であるとされています。言い換えれば、負債による資金調達及びM&A執行に関連したリスクは、少なくとも短期的には「債権者に非友好的」とあると言えます。今年に入ってから傾向を見極めるためには依然として事例が少ないため、早急に結論を出すことには慎重になっていますが、以下の図1で見て取れる通り、債権者に非友好的な新規発行には明らかに増加の兆しが見られます。

インサイト



ジャスティン・ジュエル

パートナー兼
レバレッジド・ファイナンスチーム共同ヘッド
2018年2月26日

図1：2017年と2018年の欧州発行体による調達資金用途の比較

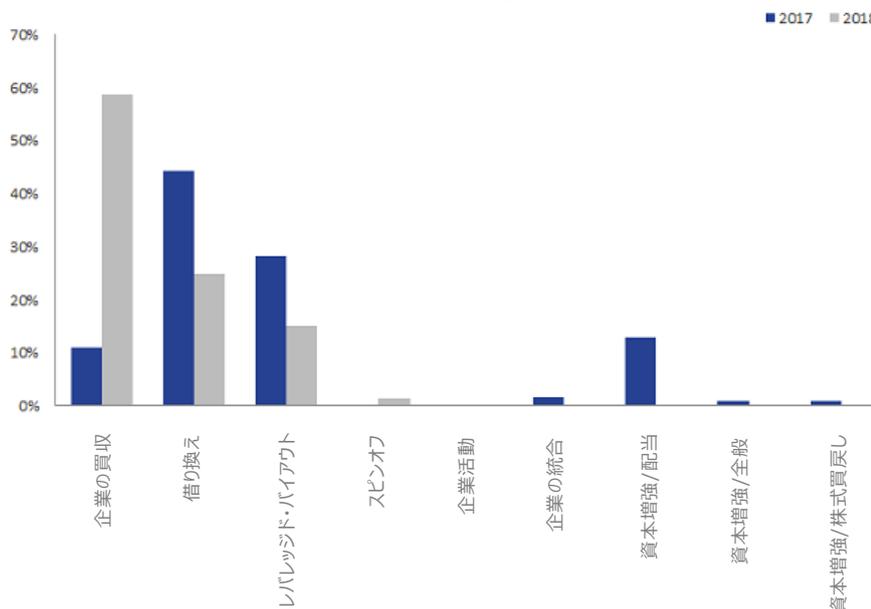


図2：「債権者に非友好的な」新規発行の割合（欧州ハイ・イールド債市場）



出所：JP Morgan, 2018年1月時点（「債権者に非友好的な」資金調達とは、M&A目的やレバレッジ上昇につながる資金調達）

なぜ注視すべきか：負債によって賄われたM&Aの増加は、景気サイクル後期を示唆する典型的な指標とされています。より積極果敢な企業活動を目的とした新規発行は、デフォルト率上昇の先行指標となる傾向もあります。実際のデフォルト率上昇までには時間が掛かる場合が多いものの、依然として重要な警告であることは確かです。

投資家にとっての意味：M&Aの増加は最終的には魅力的な投資機会をもたらすと言えます。買収ターゲットの候補となる企業を見極めることが重要となるほか、ボラティリティ上昇のきっかけとなる可能性があるため、超過収益の源泉となり得ると言えます。足元で見られるトレンドは、おそらくいまだ赤信号には至らない、オレンジ程度の警告であると言えるでしょう。ブルーベイでも、現段階では広範な市場環境を概ね好感しており、企業が過度に積極的な行動を取ってはいないことに一定の安心感を抱いています。ただし景気サイクルが後期に差し掛かるなか、企業の積極的な行動は活発化する可能性があり、投資家として単に市場に連動する投資を行っていくことの魅力は低下していくと考えています。したがって、規律正しい綿密なボトムアップ分析に基づいて超過収益の獲得機会を探っていくことの重要性が、今後より一層増していくと考えています。今後の動向に注目してください。

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2018年2月27日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することをご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上