

水、どこもかしこも、水

2023年10月



ロバート・ランバート
BlueBay ポートフォリオ・
マネジャー

公益企業の売上は規制上保護され、インフレにリンクしていることが多く、債務支払いのためのキャッシュフローの予見性が高いため、一般的に公益企業は高レバレッジという特徴があります。

プライベート・エクイティがオーナーとなっている公益会社は、金利上昇に対して脆弱となってきたようです。投資適格債チームのロバート・ランバートが解説します。

欧州の大半の企業は近年、レバレッジ解消に取り組んできており、その始点はグローバル金融危機(GFC)や欧州ソブリン危機に遡ります。これらの金融危機以降、ユーロ圏の多くの銀行が融資基準を厳格化しました。2009年以降の制度改革によって、銀行の自己資本や流動性要件は引き上げられ、銀行の与信意欲に影響を及ぼしました。結果として、多くの企業は、資本投資の削減を通じた緩やかなペースでのレバレッジ解消に取り組みました。欧州の企業の総レバレッジは、2007年以前の約39%から、昨年末の時点で34%近くまで縮小しました。

公益企業、とりわけ水関連の企業は、このようなレバレッジ低下トレンドの流れに反し、一部のサブセクターではむしろレバレッジが上昇してきました。これは主に、プライベート・エクイティ(PE)会社の関与に起因するものです。PEは、10年超のゼロ金利環境を最大限に活用し、可能な限りレバレッジを最大化してきました。しかし、足元の金利上昇によって、新たな試練に直面しています。

PEにとっての濁った水

水関連企業(所有権の70%をPEや海外企業、年金基金が保有)やその他PEオーナーが保有する公益会社は、とりわけ今回の経済サイクルに対して脆弱です。PEは、自らのリターンを最大化するため、保有企業の債務レベルの限界を押し上げる事業モデルをとっています。そのようなモデルは、企業が収益を拡大させている環境下においては機能します。しかし、コロナ禍以降、ウクライナ問題や利上げなどが続き、これまで買収(を通じた収益拡大)をまかなうために使用してきた負債の一部が金利上昇に対するヘッジを備えていなかったことによって、これらの企業は苦戦を強いられています。

PE会社は金利上昇に対して、より敏感です。彼らは2つの投資戦略を有するためです。1つはベンチャー・キャピタル、もう1つはレバレッジド・バイアウト戦略です。後者において、PEファンドはほとんど資本を使うことなく、多くの場合デット(負債)に頼って企業の経営権を獲得します。デット部分は、年金基金や投資銀行などが融資者となり、長期目線を持った資金であることが一般的です。結果としてPEファンドはリターンを大きく見せられますが、そのためには利払いのための安定的なキャッシュフローが欠かせません。つまり金利上昇への感応度は高く、さらに出口(Exit)のタイミングで最終的に達成するリターンは、デット部分の金利水準に大きく左右されることとなります。

公益企業の売上は規制上保護され、インフレにリンクしていることが多く、債務支払いのためのキャッシュフローの予見性が高いため、一般的に公益企業は高レバレッジという特徴があります。レバレッジの水準を見る際、投資家はよく、公益企業を以下の2つのいずれかに分類します。1つは発電や総合型の公益企業、もう1つは、水や送電網、ネットワークを運営するインフラ事業者です。後者のレバレッジは概ね5.5倍から6倍である一方、前者はそのシクリカル性から、レバレッジが約3倍となっています。

「最終的にPEは新たな環境に適応せざるを得ないでしょうが、インフレ率の低下はその妨げとなるかもしれません。」

公益企業の負債の50%近くが小売物価指数(RPI)にリンクしているということを考慮すれば、水関連の業界にとってインフレは予期せぬ落とし穴となり得ます。さらに売上や利用明細は、住宅価格を含む消費者物価指数(CPI)の前年比によって調整されます。足元では、両者に大きな差が生じており、負債コストの上昇ペースが売上の伸びのペースをはるかに上回っています。当局による引当金の削減もこれに拍車を掛けています。

今後どうなるか？

政策金利の水準はサイクルのピークに近いとみられますが、利下げ時期の予想は後ずれしています。結果として高レバレッジセクターにとっての資金調達コストは、2024年に入っても高止まりするとみられます。その結果、今年既に英国の水関連企業で見られたような株価下落や、さらなる資産再評価の動きにつながる可能性があります。また、その他の公益セクターやREITでは、割安な株価を利用してバランスシートを強化する動きが見られるかもしれません。

足元の投資環境によって構造的な変化がもたらされる可能性もあるでしょう。一部セクターでは政治的圧力が強まっており、ここでも英国の水関連企業や電力会社などは、レバレッジや信用格付に対する規制が強化されるかもしれません。PE会社は、より低レバレッジの事業モデルを迫られることになるでしょう。最終的にPEは新たな環境に適応せざるを得ないでしょうが、インフレ率の低下はその妨げとなるかもしれません。

英国の水関連業界は今年に入って危機に直面しています。PE会社が成功を収めるためには、レバレッジを最大化したり、複数のアービトラージ機会を模索するのではなく、実際に企業の収益を改善させ、有機的な成長を促す必要があるでしょう。いずれも、良い経営を行っている企業であれば自ずと達成を目指すことではあります。



ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド金融商品取引業者 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主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	イマ→ンク債	ハイブリッド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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、契約資産を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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、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、当社の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