

M&A の回復がハイイールド債にとって追い風となる

ロバート・シグナレラ、CFA、米国ハイイールド責任者兼グローバル・ハイイールド戦略共同責任者

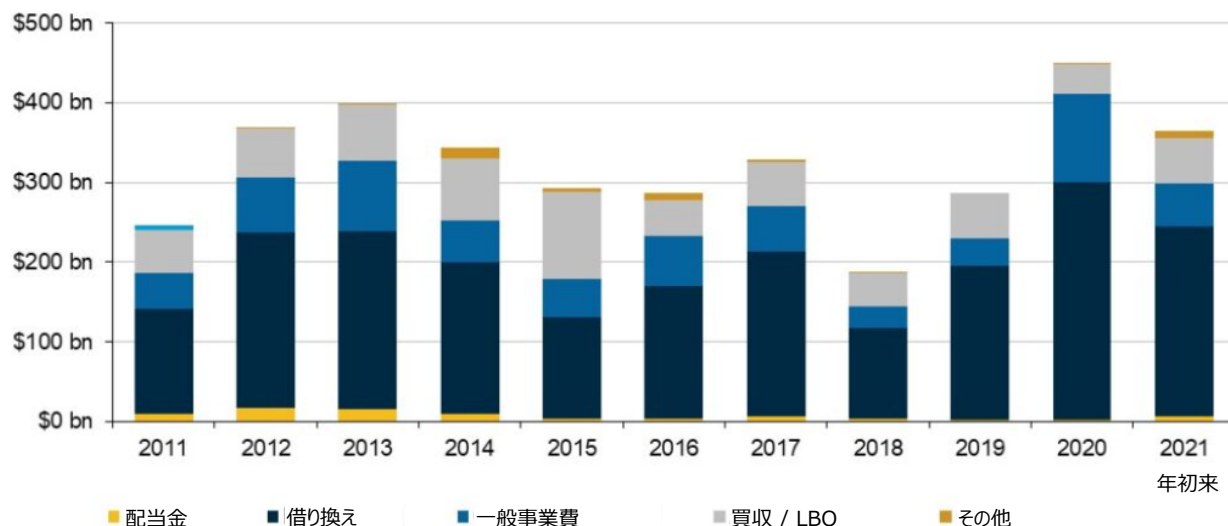
企業の M&A 活動は新型コロナウイルスを背景に一時小休止していたが、足元では単なる回復に留まらず、記録的なペースで推移しており、社債投資を行う上で注視すべき重要な要素となっている。大規模な金融支援策によって、企業やプライベート・エクイティのスポンサーは低コストで容易に資金調達ができ、2021 年上半期を通じて M&A 活動の回復が促進された。もちろん、買い手企業とターゲット企業の信用力に及ぼす影響という観点からは、M&A には良い面と悪い面の両方がある。これに関する 2 つのレポートの前編として、本稿では M&A がハイイールド債の発行体に及ぼす影響について検証する。潤沢な資金を持つ投資適格の企業が事業規模の拡大と事業の成長を加速させるために M&A の機会を追求する一方で、スポンサーであるプライベート・エクイティ（PE）ファンドは、コロナ禍からの経済回復に伴って恩恵を受ける企業への投資を行い、値上がりした既存投資先の売却を追求する中で、ハイイールド債の発行体は M&A による恩恵を最も受けてきた。このように市場には流動性が溢れており、今後も米国ハイイールド債のパフォーマンスにとって追い風となる可能性がある。

再び活況となる M&A

2021 年上半期の米国における M&A 総額は 1 兆 2,700 億米ドルとなり、これは 2020 年上半期と比較して 324% の増加となった¹。また、米国における LBO 案件は今年に入って金融危機以来の高水準に達しており、2021 年上半期には 3,540 億米ドルを上回った¹。このような M&A 活動の急増は、経済の力強い回復、財政・金融支援策、歴史的な低金利、記録的な水準にある待機資金、そしてコロナ禍後の世界に向けた事業の見直しに努める企業によって下支えされてきた。

その一方、資本市場では低金利環境も相俟って、投資活動に向けた潤沢な流動性の確保に全力を挙げて取り組んできた。2021 年 8 月末までの米国ハイイールド債の発行総額は、2020 年同期の 2,990 億米ドルから 3,640 億米ドルに増加している²。その大半は債権の借り換えに充てられたが、発行総額の 16% にあたる 570 億米ドルは買収資金に振り向けられた。これに関して言えば、2020 年に発行されたハイイールド債のうち、買収資金に振り向けられた金額は 380 億米ドルに留まっている（図 1）。しかし、ハイイールド債市場における足元の M&A 関連の発行は、必ずしも企業が自らレバレッジをかけていることを意味するものではない。むしろ、足元の LBO 案件では、その多くが発行主体となっており、これらの案件の中には、過去の LBO 盛況時と比べ、より出資部分が大きい案件も含まれることが重要である。

図 1：買収に関連した債券発行は上昇している



出所：JP モルガンによるハイイールド債とレバレッジド・ローン市場に関する調査、2021 年 9 月 1 日現在。

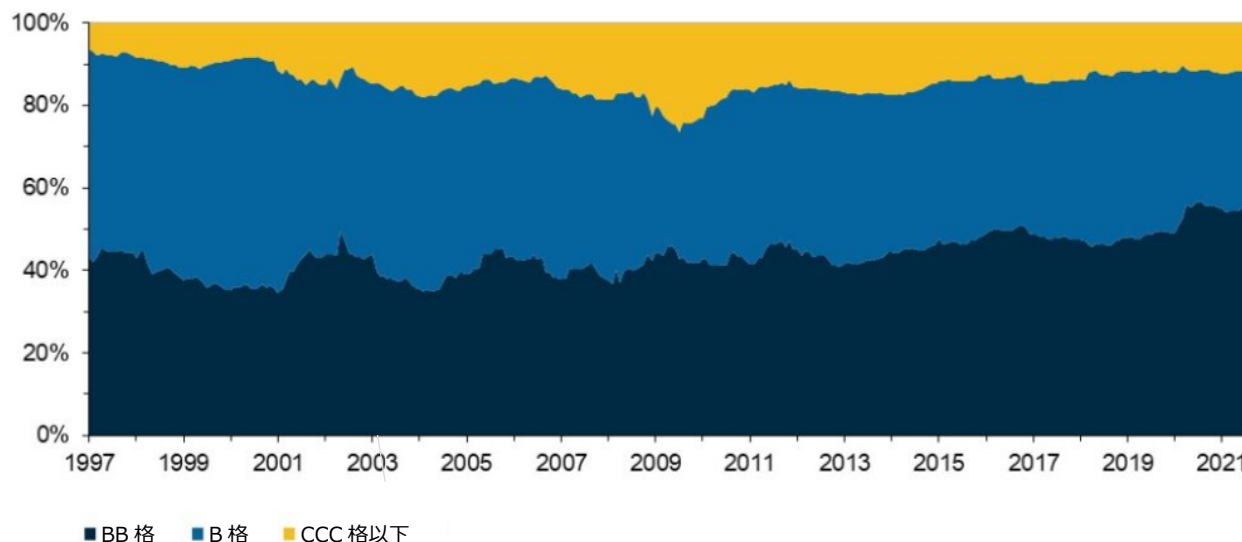
大型 LBO 案件の復活

特に PE ファンドは良好な資金調達環境の恩恵を受けており、買収資金の一部を調達するために M&A のターゲット企業を通して徐々に市場にアクセスしてきている。Preqin 社によると、こうした PF ファンドは現在 1 兆 6000 億米ドルの待機資金を有しており、機会に応じて迅速に資金を振り向けてきた³。最近発表された、Blackstone、Hellman & Friedman、Carlyle を含む PE コンソーシアムによる 300 億米ドル規模にのぼる医療機器メーカー Medline の買収は、2021 年最大の LBO 案件であるだけでなく、この先大型の LBO 案件をもたらすクラブ・ディール（複数の異なる PE が参加する LOB）が復活する可能性を予感させるものである。重要なのは、PE ファンドが Medline 買収の一環として過半数の株式を取得すると報道されていることであり、これは 2006～2007 年の LBO 盛況時に見られた 30%～35%と比較すると高い水準である。

足元まで、多くの LBO 案件はテクノロジーやヘルスケアといったコロナ禍の影響を受けにくいセクターに焦点が当てられてきたが、PE ファンドはコロナ禍によって大きな打撃を受けた事業に対して魅力的なバリュエーションで投資し始めている。最近発表された Apollo Capital、Knighthead Capital、Certaes Opportunities LLC による Hertz の買収はその好例である。Hertz は新型コロナウイルスによるロックダウンを背景とした旅行需要の減退から、2020 年 5 月に破産申請した。破産申請時、Hertz の社債は 90%ディスカウントされた水準で取引されていたが、この買収発表後、無担保の債券保有者には全額返済を行うという計画に基づき、債券価格は額面あるいはそれ以上で取引されるまで回復した⁴。

足元で見られる他の LBO 案件と同様に、Hertz の買収および破産からの再興資金はレバレッジド・ローン市場から調達される予定であり、同市場は引き続き 2021 年も PE ファンドにとって好ましい資金調達手段となっている。2021 年 8 月末までの米国レバレッジド・ローンの発行総額は 6,010 米億ドルとなっており、そのうち 1,880 億米ドルが買収資金として使われた²。特筆すべきは、ハイイールド債市場全体の信用力の質が改善し続けている中、こうした LBO 関連の起債が増加したことで、近年ではローン市場の発行体構成が低格付化していることである（図 2）。

図 2：ハイイールド債市場の信用の質が改善している



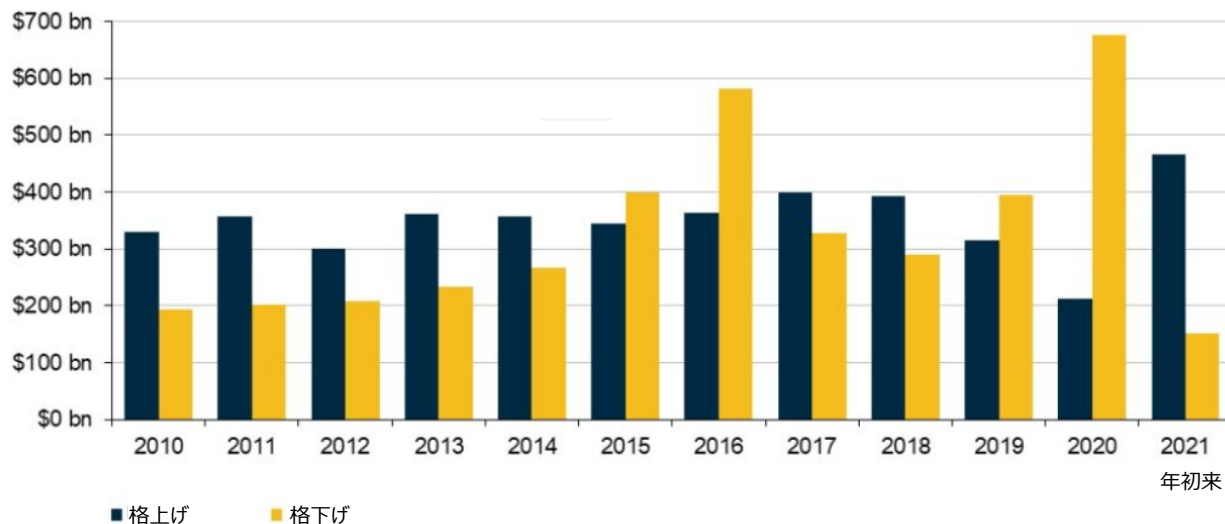
出所：ブルームバーグ。ICE Bank of America Merrill Lynch High Yield Master II Index の構成比（％）。2021 年 8 月 31 日時点。

潤沢な資金力を有する企業による買収

2021 年上半期にはスポンサー型 M&A が過去最高となる 144 件となった一方、潤沢な資金を持つ投資適格を有する企業も M&A 市場を牽引している。6 月には、BBB 格の発行体である Vulcan Materials が、更なる成長と地理的な事業拡大を目的として、U.S. Concrete を 21 億米ドルで買収することで合意した。発表された詳細な買収計画によると、既発の 3 億米ドルのハイイールド債を含む U.S. Concrete の債権は全額繰上償還される旨明記されており、これを受けて同社の債券は 6 ポイント程度上昇した⁵。

投資適格債の発行体によるハイイールド債の発行体の買収によって、2021 年には多くの格上げがもたらされており、8 月末までの格上げ件数は 2：1 の割合以上で格下げ件数を上回っている（図 3）⁶。この中には、WPX Energy Inc.、Parsley Energy Inc.、QEP Resources Inc.、Fiat Chrysler、Norbord Inc など、より潤沢な資金力を有する企業による買収、あるいは他社との合併によって信用力が改善し、投資適格に格上げされたライジング・スターが含まれる。2021 年 9 月 1 日現在、ライジング・スターの数は 2020 年通年よりも 8 多い 20 となっており、総額 262 億米ドルがハイイールド債市場から投資適格債市場へと移行したことを意味している⁷。

図 3：格上げが増加する中で、ライジング・スターの数も増加している



出所：JP モルガンによるハイイールド債とレバレッジド・ローン市場に関する調査、2021 年 9 月 1 日現在。

償還が需給面での追い風となる

2021 年のこれまでの繰り上げ償還の大半は単なる借換えによるものだが、買収に伴うコール・オプションの行使を軽視するべきではない。年初来で繰り上げ償還されたハイイールド債は総額 2,080 億米ドル近くに達しており、新規発行総額が過去最高水準に近づいているにも拘わらず、買入償還や満期償還が相俟って、良好な需給環境がもたらされている。年初来からの大規模な新規発行にも拘わらず、2021 年 8 月末までのネットの供給額は 50 億米ドル弱に留まっており、これは繰り上げ償還、買入償還、満期償還、クーポンの支払い、ライジング・スターなど、多くのハイイールド債が市場から吸い上げられたことを反映している⁸。

最近の M&A の急増は、好調な企業収益やファンダメンタルズの改善、デフォルト率の低下に加えて、ハイイールド債全体のパフォーマンスを下支えする 1 つの要因と捉えるべきだと我々は考えている。資金の振り向け先を追及する PE ファンドや、経済環境の変化に伴い事業再編に取り組む資本力を有する大企業によって多くのハイイールド債の発行体を買収されるにつれ、活発な M&A が今後も市場の追い風となり、少なくとも 2022 年前半まではハイイールド債の更なるスプレッド縮小に寄与すると思われる。次回のレポートでは、M&A の増加が投資適格債市場には全く異なる影響を与えること、および何故それが今後の同市場にとって重要なリスクになると考えられるのかについて検証する。

¹ White & Case 社、"U.S. M&A Hits Record Highs"（2021 年 7 月 30 日）を参照。

² JP モルガンによるハイイールド債とレバレッジド・ローン市場に関する調査、2021 年 9 月 1 日現在。

³ White & Case 社、"Private Equity Goes Back to School"（2021 年 8 月 20 日）を参照。

⁴ Bloomberg 社による。

⁵ Standard & Poor's 社による。

⁶ JP モルガンによるハイイールド債とレバレッジド・ローン市場に関する調査、2021 年 9 月 1 日現在。

⁷ 同上。

⁸ 同上。

本資料は 2021 年 9 月 23 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所（特に断りのない限り）：PGIM フィクスト・インカム。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その情報の正確性、完全性、および情報が増えたり減ったりすることを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していただきません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV 第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域（EEA）では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"M&A REVIVAL A LIKELY TAILWIND FOR HIGH YIELD PERFORMANCE"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ84956