

M&Aの急増が投資適格債のリスクとなる可能性がある

デイビッド・デルベッキオ、マネージングディレクター兼米国投資適格債チーム共同責任者

我々が先日発行したレポート「[M & Aの回復がハイイールド債にとって追い風となる](#)」における検証の結果、M&Aの増加はハイイールド債のパフォーマンスにプラスの影響を及ぼす傾向があると分かった。一方で、投資適格社債市場では、悪化方向での格付遷移を含めた、やや異なる影響が見られる。本稿では、M&Aの増加を牽引している原動力、投資適格の発行体への潜在的な影響、これらを考慮した結果としての投資適格債市場に対する我々の見解について示す。

M&Aの件数は一時激減していたが、大企業が今後の継続的な成長のために事業規模の拡大や基盤強化に努める中、2021年の件数はコロナ禍前の水準を超過している。また、記録的な低金利、経営陣による景況感への確信度の高まり、バランスシートの大幅な改善、現預金の積み上がり等が、M&A件数を押し上げてきた。このような背景に加え、力強い業績の回復も相俟って、投資適格の発行体は、現状ではリターンが期待できない現預金をより積極的に活用するよう促されていると考えられる。多くの企業は成長軌道を加速または延長させるために、あるいはコロナ禍後の環境に事業をより適合させるために、買収を検討するだろう。BBB格の発行体は、投資適格維持のために引き続き債務返済を優先すると思われる一方、より高格付の発行体は、信用ファンダメンタルズの低下や格下げを招くようなM&Aにも積極的に取り組む可能性があると考えられている。

コロナ禍の先を見据えた資金調達

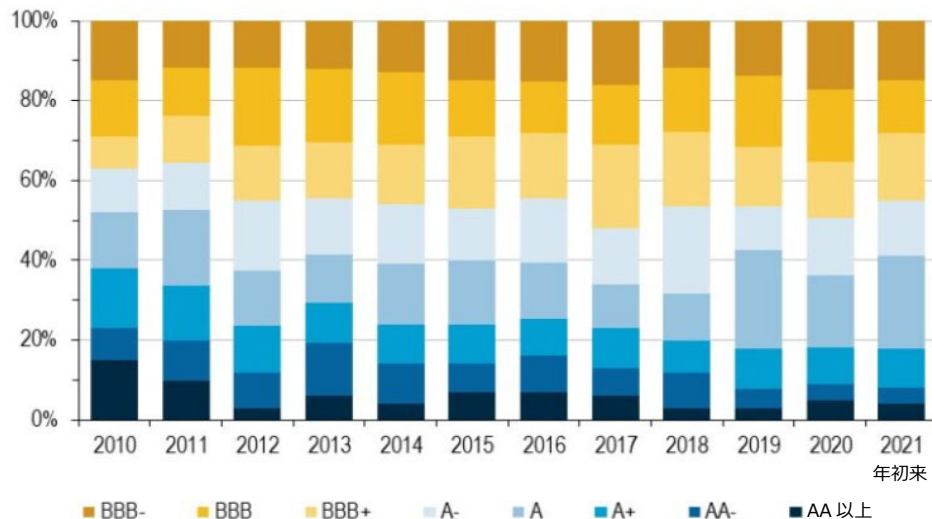
コロナ禍を巡る不確実性が和らぐ中、売上高、EBITDA、利益率、債務、および支払利息等、投資適格の発行体の信用ファンダメンタルズは概ねコロナ禍前の水準まで回復し、一部ではそれを上回るケースも見られる。また、2020年第3四半期にピークを付けた現金および現金同等物は依然として高水準であり、2019年末時点を約20%上回る水準を維持している¹。

こうした現預金の積み上がりりと力強い業績の回復を背景に、足元数か月間でより積極的な財務方針を追求する発行体も見られるようになってきている。多くの買収では、コロナ禍後の世界に向けた成長や事業基盤の強化が目的とされている。このように世界的にM&Aが急増する中、2021年1-9月期のM&A総額は4.3兆米ドルに上り、過去最高を記録した2007年の年間4.1兆米ドルを既に上回っている²。

その間、資金調達条件は過去に例を見ないほど魅力的な状況にある。株式のバリュエーションは高く、株価収益率（PER）は過去5年あるいは過去10年の平均を大きく上回っている。スプレッドは世界金融危機後の最もタイトな水準付近にあり、米国債の利回りは過去数十年で最も低い水準で推移している。米国投資適格社債の発行総額は9月末で1.1兆米ドルに達し、2016～2019年の平均である9,600億米ドルを大きく上回っている。しかし、格付間で起債動向には大きな差が生じている。A格の発行体が最も活発で、非金融セクターの時価ベースでは29%を占めるに留まるが、年初来の発行総額においては全体の47%を占める^{3,4}。一方、投資適格社債市場の62%を占めるBBB格の発行体は、年初来の発行総額全体の44%に留まっている（図1）。

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。

図1：2021年の新規発行額のうち、A格の発行額が47%を占める



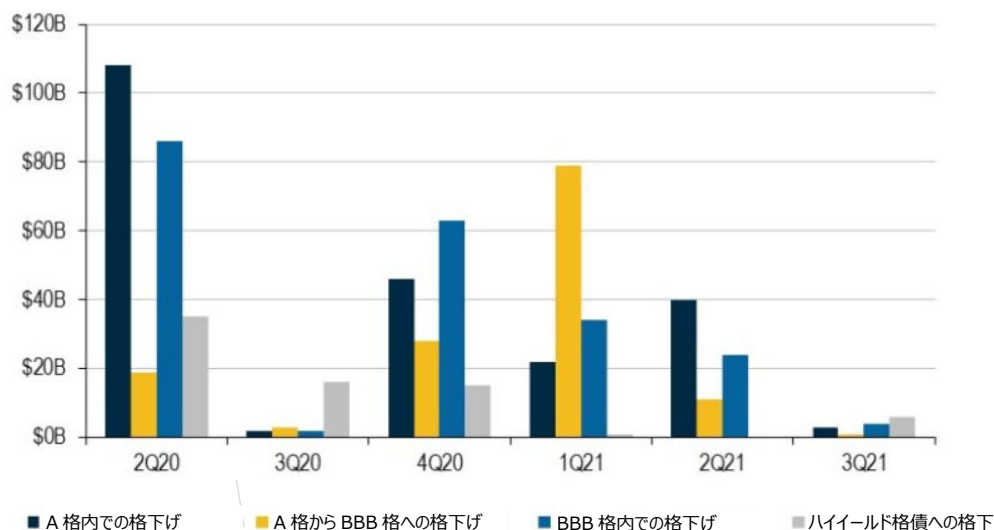
出所：J.P.モルガン、ディールロジック、2021年10月5日現在。この図は、説明のみを目的としたものである。

投資適格社債市場における、M&A関連の発行は2021年初来で1,110億米ドルと相対的に抑制された水準にあり、また既に発表されているが保留となっているM&A関連の発行も710億米ドルに留まっている。しかし、今後についてはバランスシートを犠牲にしても、M&Aや自社株買い、配当などの積極的な財務方針を追求する可能性が高い発行体もあると我々は考えている。

A格からBBB格への格下げが増加

投資適格社債市場における格下げは、直近数四半期で大幅に減少したとは言え、A格では明らかな信用力の悪化が見られる。2021年9月末時点で、約910億米ドル相当のA格の債券がBBB格に格下げされたが、その多くはM&Aや株主還元のために起債を実施したことが原因と考えられる（図2）⁵。

図2：2021年にはA格からBBB格への格下げが急増



出所：J.P.モルガン。注記：新興国社債を除く、非金融機関の発行体。2021年10月11日現在。この図は、説明のみを目的としたものである。

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。

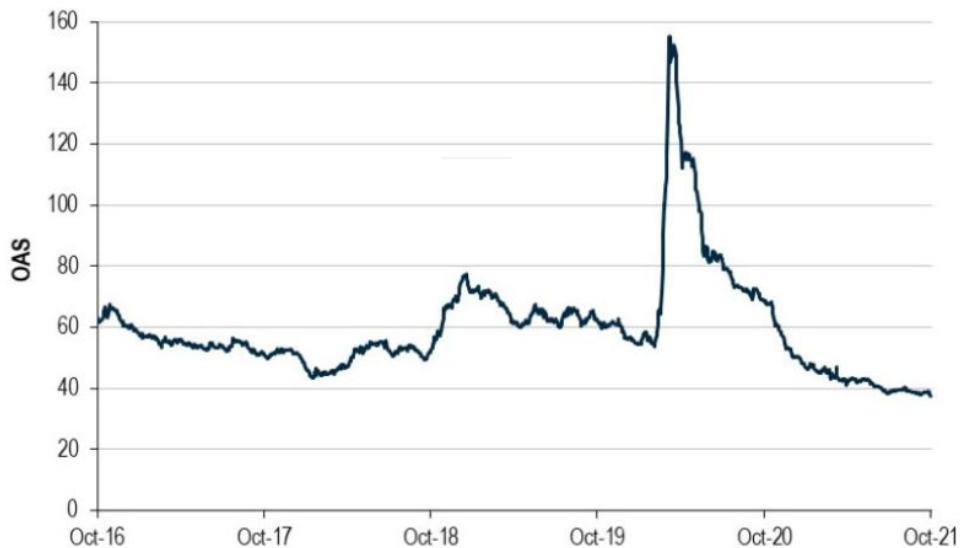
最近では Southwest Gas Corpと AmeriSource Bergen の2社が、買収に伴い格下げされている。Southwest Gas Corpについては、8月の Riggs Distiller & Co の買収完了後に、A-から BBB に格下げされた。Amerisource Bergen についても、Alliance Healthcare(65億米ドル規模の買収完了後、6月に A- から BBB+ に格下げされた。

また、医療機器メーカーの Baxter International は、127億米ドルで Hill-Rom Holdings を買収すると発表した後、Standard & Poor's から格下げ方向の「クレジット・ウォッチ」に指定され、A- の長期格付を失う危険性がある。Standard & Poor's は、買収に伴う負債の増加によって同社の調整後レバレッジは現在の 1.0~2.0 倍から 4.1 倍程度まで悪化すると予想している。

格下げに伴うコストは低い

注目すべきは、投資適格からハイイールドへの格下げに比べると、発行体が A 格から BBB 格への格下げについては特に厭わないように見受けられることである。2021年の投資適格からハイイールドへの格下げは全体的に抑制的だが（第3四半期末までで僅か70億米ドル）、同期間の非金融セクターにおける投資適格内での格下げは2,920億米ドルに達した。そのうち1/3以上がA格からBBB格への格下げだった。なお、非金融セクター全体の約6%に相当する投資適格債が第3四半期末までに格下げされたが、その大部分は投資適格を維持している⁵。

図3：BBB格債とA格債のスプレッド較差は11年ぶりの低水準に



出所：パークレイズ、2021年10月18日現在。この図は、説明のみを目的としたものである。

この背景には、ハイイールドへの格下げに伴うコストは比較的高くなる一方、A格からBBB格への格下げに伴う相対的なコストは非常に低いことが挙げられる。A格債とBBB格債のスプレッド較差は過去数年で大幅に縮小しており、資金調達観点からはA格を維持するメリットが小さくなっている。なお、BBB格債とA格債のスプレッド較差は足元で37bpsとなっており、これは2010年以降で最も縮小した水準である（図3）。これにより、高いレバレッジおよび低格付に伴うコストが非常に低くなっている。一方、BBB格債とBB格債のスプレッド較差は約93bpsとなっており、投資適格を維持することの価値は高まっている。投資適格を維持することの他のメリットとして、債券市場へのアクセスを維持できること、深刻な不況や市場の低迷時には米連邦準備制度理事会（FRB）が再び投資適格社債を購入する可能性などが挙げられる。

そのため、投資適格社債全体のスプレッド推移について我々は慎重ながらも楽観的な見方を維持する一方で、一部の発行体についてはデレバレッジからより積極的な財務方針へと焦点を移すと我々は予想している。BBB格の発行体については、投資適格の維持あるいは格

上げに向けて、債務返済を優先する見込みである。実際、第 3 四半期に実施された格上げの約 60%は BBB 格から A 格への格上げだった⁵。しかし、業績の伸びが鈍化し始めるにつれ、M&A に伴う信用ファンダメンタルズの低下や A 格の発行体の中で悪化方向の格付遷移が拡大し得る。こうした動向は、経営陣の借入コストに対する意欲や感度、バランスシートにレバレッジをかける積極性、そして格付に対するコミットメント（またはその欠如）を理解することの重要性を強調している。

¹ J.P.モルガン HG クレジット・ファンダメンタルズ：第二四半期レビュー、2021 年 9 月 15 日

² “Pandemic recovery fuels deal crease as third-quarter M&A breaks all records”、ロイター、2021 年 9 月 30 日

³ J.P.モルガン米国ハイ・グレード社債発行レビュー、2021 年 10 月 5 日

⁴ J.P.モルガン米国ハイ・グレード信用格付レビュー、2021 年 7 月 16 日

⁵ J.P.モルガン米国ハイ・グレード 2021 年第 3 四半期信用格付レビュー、2021 年 10 月 11 日

本資料は 2021 年 10 月 28 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、プルデンシャル・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)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・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、プルデンシャル・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もありません。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ものです。その情報の正確性、完全性、および情報に変更されない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は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が適用されます。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 RESURGENCE A POTENTIAL RISK TO INVESTMENT GRADE FUNDAMENTALS"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
PGIMJ86026