

「M&A」から眺める世界の株式市場

1-3月の世界のM&A（合併・買収）金額は過去最高を更新し、4月以降も武田薬品のシャイアー買収に見られるように、その勢いに衰えは見えません。歴史的にM&Aの熱狂が株式市場の大幅調整の前ぶれになってきたことを考えれば、足元の株式市場に対しては、やや警戒的な目を向ける必要があるかもしれません。

株式市場はユーフォリア？

リーマン危機後の底値からほぼ3倍に上昇してきたMSCIワールド指数は、2月以降やや不安定な動きを続けています（図表1）。相場格言では「相場は絶望の中で生まれ、懐疑の中で育ち、楽観の中で成熟し、ユーフォリア（幸福感）の中で消えていく」と言われますが、最近の株式市場は既にユーフォリアの域に達したと考えています。それを象徴するのが足元でM&A金額が急拡大していることです。1-3月の世界のM&A金額は1兆ドル（約109兆円）を超え、過去最高を更新しました（図表2）。4月以降も米国携帯電話のスプリントとTモバイルの合併（590億ドル）、英国小売大手セインズベリーのアズダ買収（100億ドル）、武田薬品工業によるアイルランドの製薬大手シャイアー買収（570億ドル）など、その勢いに衰えは見えません。しかし歴史をたどれば、テクノロジーバブルの2000年、クレジットバブルの2007年（図表2）に見られたように、M&Aの熱狂は常に株式市場の大幅調整の前ぶれになってきました。

熱狂するM&A

世界中でM&Aが活発に行われている背景には次のような要因があると考えています。

➤ 成長期待の高まり

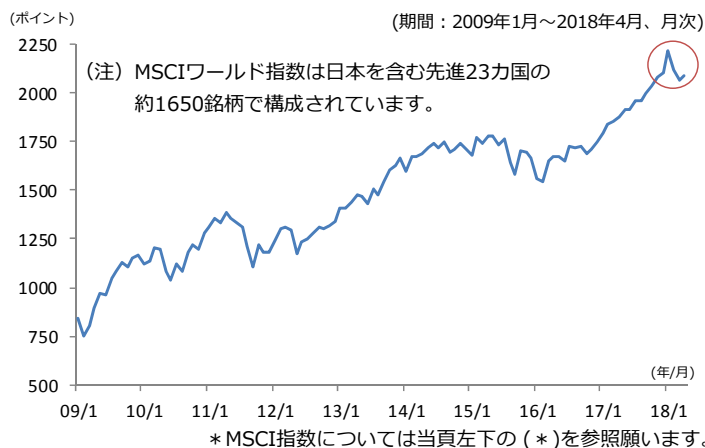
リーマン危機や欧州財政危機の後遺症を克服した後、世界経済の成長スピードは安定的に加速し、企業経営者の景況感が高い水準で推移しています（図表3）。その結果、企業経営者は成長機会を捉えるために積極的にM&Aを進めています。変革のスピードを重視する経営者は既存組織の拡大（オーガニック・グロース）よりもM&Aを好むと考えられています。

(*) MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

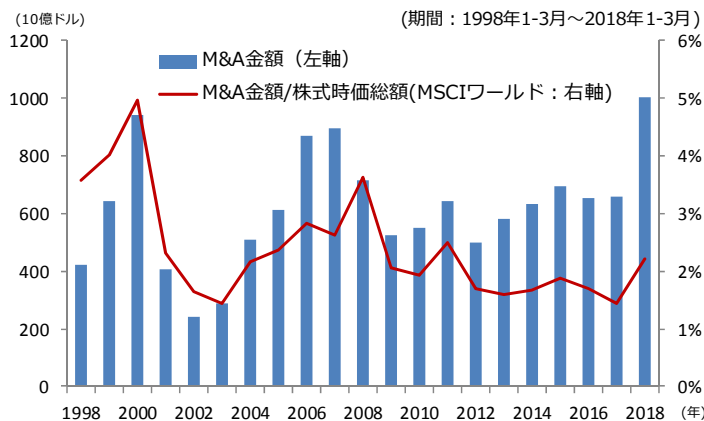
<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市場見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

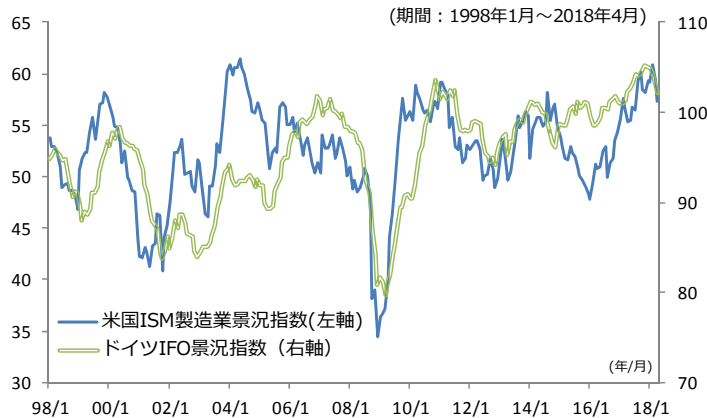
図表1 MSCIワールド指数の推移



図表2 各年1-3月のM&A金額



図表3 米国、ドイツの企業景況指数



(図表1-3の出所) Dealogic、Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

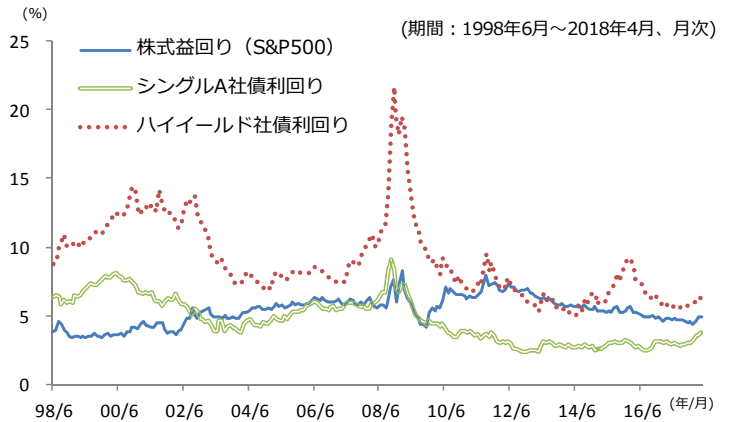
➤ 資金調達コストの低下

リーマン危機後、主要中央銀行の非伝統的な金融緩和によって企業の資金調達コストが低下してきました。理論的には、企業が社債を発行して調達した資金によって企業買収を行えば、株式益回り（株式投資の収益率）と社債利回り（資金調達コスト）の差分だけ企業価値を高めることができます。足元では米国、欧州ともにシングルA社債利回りが株式益回りを下回っているため（図表4,5）、格付けがシングルAの企業は社債を発行して調達した資金で企業買収を行えば企業価値を高めることが可能です。一方、米国ではハイイールド社債利回りが株式益回りを上回っていることから、投資非適格企業とともにハイイールド社債やレバレッジド・ローンで資金調達を行うプライベートエクイティ・ファンドによるM&Aには向かい風が吹き始めていると考えることもできます。

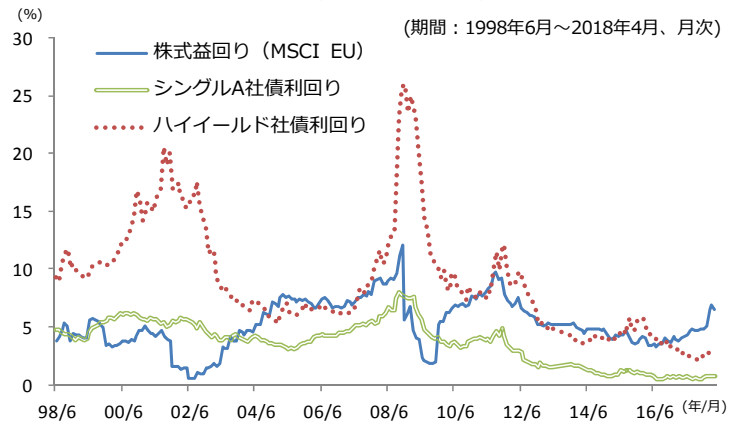
➤ トランプ減税

昨年12月の税制改革を受けて、米国企業は税率引下げで増大した利益やレパトリ減税で海外から国内に還流させた資金を元手にM&Aを活発化させたと考えています。今後、これらの豊富な手元資金や低い負債コストで調達した資金によってM&Aとともに自社株買いを行うことによって株価を押し上げることも期待されます。

図表4 株式益回りと社債利回り（米国）



図表5 株式益回りと社債利回り（欧州）



（図表4-5の出所）Bloomberg, BofA-ML High Yield Strategyのデータより
岡三アセットマネジメント作成

株式市場の見通し

1-3月のM&A金額が過去最高を更新したことを受けて、株式市場がすぐに大幅調整するとは考えていません。1-3月のM&A金額が世界の株式時価総額に占める割合は2000年、2008年の水準を下回っています（前頁の図表2）。Dealogic社によれば、上場株式のPER同様に買収価格の評価に使われるEV/EBITDA倍率（買収価格/事業利益）は2017年の14.3倍から1-3月は14.1倍に低下しました。また、2000年1-3月のM&AがTMT（テレコム、メディア、テクノロジー）セクターに集中していた一方、2018年1-3月のM&Aは小売、公共、メディア、薬品、消費財、金融など様々なセクターに分散されていることから、見かけほどM&A市場は過熱していないと考えています。シングルA社債利回りは米欧とも依然として株式益回りを下回っており、M&Aのみならず自社株買いの余地が残されています。米国でハイイールド社債利回りが株式益回りを上回り負債による資金調達に向かい風が吹いても、2000年に多く見られた株式交換によるM&Aが継続することも考えられます。プライベートエクイティ・ファンドに積み上がったドライ・パウダー（投資家から集めたが、投資されていない資金）がM&Aを加速させることも考えられます。

しかし「歴史は繰り返される」という格言があるように、1-3月のM&A金額が過去最高を更新したという事実は、株式市場の先行きにとっては「赤信号」でなくても「黄信号」と捉えるべきだと考えます。

以上（作成：投資情報部）

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.78%(税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担

純資産総額×実質上限年率1.991088%(税抜1.8436%)程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.01296%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社

事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業

登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号

加入協会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)