

本稿ではヘッジファンド戦略解説の第1回として合併裁定戦略を取り上げます。同戦略の成否は投資する合併・買収取引が無事完了するか否かにかかっており、市場との相関が相対的に低いという特徴があります。足元ではその投資機会が非常に魅力的であるとの見方を持つマネジャーも少なくありませんが、同戦略による安定リターンを獲得には高い専門性に基づく選別的な投資が必要です。以下では合併裁定戦略の仕組みと取り巻く環境、求められる競争力や今後の見通しについてご説明します。

ヘッジファンド 投資部 インベストメントオフィサー 林 幸平

■ 合併裁定戦略とは

企業の合併・買収（M&A）は複数企業が統合して1つの企業になること、あるいは株式の買付け等により企業の支配権を取得することです。事業会社はM&Aを通じて既存事業の補強、拡大や新規事業の取り込みによる経営多角化等を目指す一方、経営改善によって買収先企業の価値を高め、これを上場、売却することで利益を得ることを目的とする買収者もいます*1。

M&Aが完了するには買収資金の確保、株主の同意や規制当局の承認といったいくつかの条件を満たす必要があります。**合併裁定戦略とはこうしたM&A完了の不確実性にまつわるリスクに見合うプレミアムを獲得する戦略です。**

典型例は、買収合意発表後に被買収企業の株式を買収価格以下で購入し、買収成立時に購入価格と買収価格の差（ディールスプレッド）の収益を得るというものです*2,3。

【図1】は2022年のイーロン・マスク氏による買収提案発表後のTwitter社の株価推移です。取引を取り巻く環境が変化中、**買収成立の不確実性の台頭、後退に応じてディールスプレッドが拡大、縮小している様子が伺えます。**なお本件は同年10月に当初の買収価格54.20米ドルでの買収が成立し、これに投資したマネジャーは収益を得たものと推察されます。

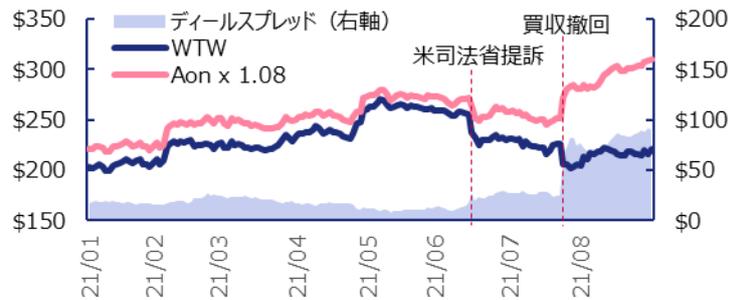
【図2】はWillis Towers Watson（WTW）社とAon社の株価推移です。2020年3月にWTW社は1株当たりAon社株式1.08株で買収されることに合意していましたが、

【図1】Twitter社の株価推移



*1: 前者はストラテジックバイヤー、後者はフィナンシャルバイヤーと呼ばれます。
*2: 株式交換の場合は買収元の株式を空売りしてディールスプレッドを収益化します。
*3: ディールスプレッドは無リスク金利に上述のリスクプレミアムを上乗せしたのになります。

【図2】WTW社とAon社の株価推移とディールスプレッド



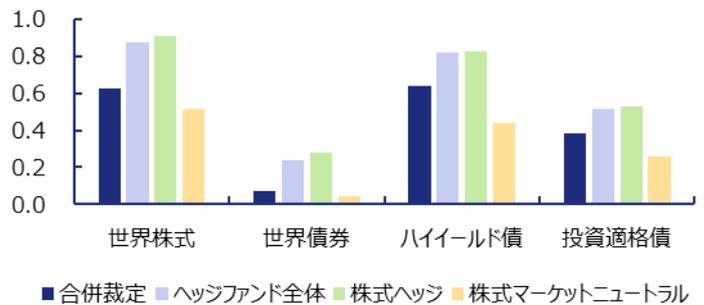
2021年6月に競争阻害の恐れがあるとして米司法省から提訴され、同年7月に買収案の撤回が発表されました。市場では当取引の完了確度は高いと受け止められていただけに、これに投資していた多くの合併裁定戦略で損失が発生したものと推測されます。

■ 合併裁定戦略のパフォーマンス特性とマクロ環境

【図3】が示すように**合併裁定戦略は市場との相関が相対的に低い部類に属します。**これは同戦略の成否は投資するM&Aが無事完了するかどうにかかっており、直接的には市場の騰落と関連がないことによると考えられます。

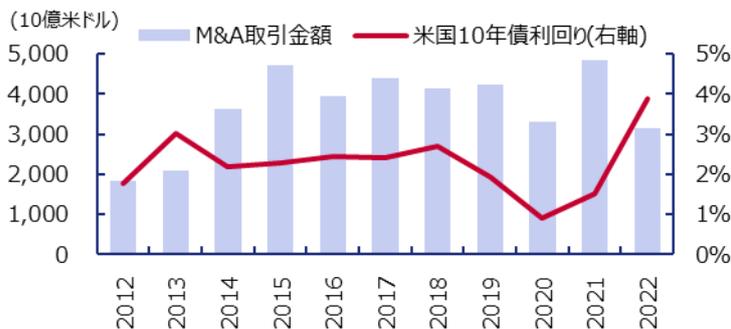
それに対して、**合併裁定戦略の全体的なパフォーマンスを左右する主な外部要因として、M&A取引量とディールスプレッドの2つが挙げられます。**取引量は投資機会、ディールスプレッドは投資当たりの収益性につながりますが、これらはマクロ環境と密接な関係があります。

【図3】ヘッジファンド戦略と株式、債券*4の相関係数*5



*4: 世界株式=MSCI World、世界債券=FTSE World Government Bond Index、ハイイールド債=Barclays US Corporate HY Index、投資適格債=Barclays US Corporate IG Index、合併裁定=HFRI ED Merger Arbitrage Index、ヘッジファンド全体=HFRI Fund Weighted Composite Index、株式ヘッジ=HFRI Equity Hedge Total Index、株式マーケットニュートラル=HFRI EH Equity Market Neutral Index
*5: 2023年2月末時点、直近10年、月次

【図4】M&A取引金額推移*6と金利推移



*6:グローバル、取引額1億ドル以上、出所: Bloomberg

【図4】はM&A取引金額と金利の推移です。2020年は新型コロナウイルス感染拡大で企業活動が停滞したものの、2021年は経済再開や金融緩和の後押しもあり、取引金額は過去最高となりました。その後2022年以降は金利が上昇しています。今のところ明確な兆候は見られませんが、高金利は買収資金の借入コスト増加につながり、M&Aの低迷要因となりえます*7。ただしディールスプレッドは無リスク金利にリスクプレミアムを上乗せしたものとするため*8、**合併裁定戦略における金利高による取引量減少の影響はディールスプレッドの広がりによって一定程度吸収が可能です。**

加えて2021年のバイデン政権発足以降、米国では規制当局による独禁法審査の厳格化が進んでいます。これにより買収成立に対する不透明感が高まり、一般的にディールスプレッドが拡大しています。ただし**当局の申立て全てが認められるわけではなく、足元では裁判で当局の主張が棄却される事例も増えています。**例えば2023年2月には、Meta社によるWithin社買収の差止めを求めた当局の訴えが退けられました。

■ 合併裁定戦略に求められる競争力

このような環境下、合併裁定戦略のマネジャーには**今後一層M&A取引の完了確度を適切に見積もり、選別的に投資することが求められます。**具体的には以下に示すポイントでのリサーチが競争力の源泉となります。

*7: 2022年のM&A取引金額の減少は前年の反動減および規制強化傾向や相場下落に伴う先行き不透明感によることも大きいと考えられます。

*8: もし買収成立に不確実性がなければ、この戦略は無リスク投資そのものとなり、ディールスプレッドは無リスク金利分のみとなります。

注: 本資料に示された意見等は本資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。

【重要なお知らせ】

- 本資料は当社が情報の提供のみを目的として作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買を推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法の推奨をするものではありません。
- 本資料は信頼に足り目且正確であると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性・信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去の実績及びシミュレーション結果は将来の成果等を保証するものではありません。
- 本資料の一部又は全部をいかなる手段においても複製・複製することはできません。
- 主なリスク: 投資対象のヘッジファンド等は株式、債券、金利、通貨、コモディティー等、およびこれらを原資産とする先物、オプション等様々なデリバティブ取引等で運用を行うため、これら金融商品等の価格変動の影響を受け投資元本を割り込む恐れがあります。詳しくは契約締結前交付書面等をご参照ください。
- 投資一任に係る費用: 投資一任契約にあたり「契約資産額を基準とする固定報酬」と「投資一任契約に係るその他の手数料」の合計額を御負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご確認ください。

アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2445号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会
連絡先等 ホームページアドレス <http://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigy@amone-ai.com
所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階 電話番号 03-5221-1340(代表)

独禁法規制: 同業のM&Aでは競争阻害の有無や重複事業売却等による規制回避の有効性が重要です。2022年9月に成立したAvastとNorton LifeLockの合併では、英当局が競争阻害の懸念を表明するなどして一時ディールスプレッドも拡大しましたが、消費者動向等の分析を通じて取引承認を正しく予測したマネジャーは収益を獲得しました。

戦略的合理性: 株主から取引の同意が得られない場合等は**当事者にその障壁を乗り越えて取引完了を目指す十分な動機があることが取引進捗のカギとなります。**2022年11月に成立したPhillip Morris InternationalによるSwedish Matchの買収では、買収先株主の要望を受けて買収価格が約10%引き上げられました。本件は十分な戦略的合理性で裏付けられた取引であったと言えます。

契約の強さ: 当事者を取引に縛り付ける**契約の強さも取引完了のための大きな要素です。**冒頭紹介のTwitter社の買収では、合意内容の分析を通じてマスク氏による合意破棄は困難であると結論付け、ディールスプレッド拡大時に高い確信度で本件に投資したマネジャーもいました。

ダウンサイド推定: 戦略のリスク管理や案件のリスクワード検討には**取引破談時における株価下落幅の適切な推定が必要**です。取引完了時のアップサイドと破談時のダウンサイドの比較の他、一般に多くのマネジャーが共通して保有している案件ほど破談時の株価下落幅は大きくなる傾向にあるため、**市場コンセンサスから差別化した案件選別も重要となります。**

■ おわりに

当社がモニタリングしている合併裁定戦略のマネジャーの中には、現在のディールスプレッドは過去最高水準と捉える者も少なくありません。さらに金利動向等の不透明感払拭を背景に今年後半にはM&A取引量の回復を見込む向きもあります。**総じて同戦略による今後の収益期待は高いと言えますが、安定的な収益獲得には高いリサーチ力に基づく選別的な投資実行が不可欠であると見ています。**当社では収益獲得状況のモニタリング等を通じて各マネジャーの優位性を確認しつつ、これをファンド選定に役立てたいと考えています。