

【アライアンス・バーンスタイン】

マージャー・アービトラージ戦略にはシステマティック・アプローチが有効

概要

マージャー・アービトラージ戦略(合併裁定戦略とも言う。以下、「当戦略」ということがある。)は長らく、ポートフォリオ価値の増大に貢献できるオルタナティブ戦略であると多くの投資家に考えられてきた。市場を取り巻く環境や規制が大きく変化している中で、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は当戦略から低コストでリターンを得るには、投資家は綿密にリサーチされ、効率的に執行されるシステマティックなプロセスを活用すべきではないかと考える。なぜなら、マージャー・アービトラージ戦略は古典的なリスク・プレミアムの特性を有しており、だからこそ強力で質の高いリターンを創出できていることを示す、明確な論拠があるからだ。本稿では、この論拠を示すとともに、アクティブなマージャー・アービトラージ戦略がリスク・プレミアムを上回る価値の創出に苦しんでいること、そしてリターンから手数料として差し引かれるコストの比率があまりに高いことについて説明したい。

マージャー・アービトラージの理解

過去1世紀以上、企業は合併について価値を増大させる方法であるとみなしてきた。1980年代に行われた代表的な合併としては、ロン・パールマンによるレブロン買収、KKRによるナビスコの敵対的買収成功、パラマウント・ピクチャーズ買収を巡るパイアコムとQVCの戦いなどが挙げられる。1990年代と2000年代初めにも大型買収が相次いだ。ヤフーによるジオシティーズ買収、ファイザーによるワーナー・ランバート買収、AT&Tによるベルサウス買収などである。これ以外にも数千件のディールが行われたが、これら上場企業の大規模買収や合併は、スキルを有するマージャー・アービトラージの専門家が多額の利益を得る機会を生み出した。

リスク・アービトラージとしても知られるマージャー・アービトラージ戦略は、標的となった企業の株価を買収価格よりも安い水準で購入する戦略である。スプレッドと呼ばれるそのディスカウント幅には、ディールが実現しなかった場合のリスクに対する対価であるプレミアムが反映されている。合併が予想どおり完了すれば、裁定取引を行った投資家はスプレッドを手にすることができるが、合併が実現しなければ多額の損失を被る可能性がある。

1つ例を挙げてみよう。2018年10月に、IBMはオープンソース・ソフトウェアを手掛けるレッドハットを1株当たり190米ドルの現金で買収する契約を結んだ。合併が発表された日に、レッドハットの株価は120米ドルから170米ドルに急騰したため、裁定取引を狙う投資家はレッドハット株を170米ドルで購入することができた。2019年7月に合併が完了すると、レッドハット株は190米ドルの現金と交換され、投資家は1株当たり20米ドルの利益を得ることができた。しかし、(おそらく規制上の理由で)合併が実現しなかった場合には、レッドハット株は120米ドルに逆戻りし、投資家は多額の損失を被る可能性があった。

ヘッジファンド「戦略」か、それとも「リスク・プレミアム」か？

多くの投資家はマージャー・アービトラージを「戦略」だとみなしているが、リターン源泉を考えれば、「戦略」というよりはるかにリスク・プレミアムであるように見える。その理由は、ターゲットとなった企業の株主は持ち株を売却し、買収価格と現在の株価の差からできるだけ多くのリターンを獲得しようとするため、投資家はディールが発表された日に一斉に同じ行動を取り、そこに構造的な投資機会がもたらされるからだ。そのため、ABはこれをリスク・プレミアムだと考えているが、以下ではもう少し具体的に見ていくことにする。

ターゲットとなった企業の株主は主に2つの問題に直面することになる。第一に、一部の株主は独占禁止問題や他の原因による規制当局の介入など、自分たちのコントロールが及ばない理由で買収が完了しないリスクがあることだ。同様に、多くのファンダメンタルズを重視する投資家は合併など複雑な企業行動を分析する能力を備えておらず、投資判断を行うのに十分な情報を有していないことも問題だろう。第二に、ディールの条件次第では、制約を抱えた投資家は買収提示価格で持ち株を売却できない可能性があることだ。被買収企業の株主が買い手企業の株式で対価を受け取る方式の合併の場合(株式ディール)、一部の制約のある株主(ロングオンリーの投資家)は買い手企業の株式でショートポジションを取ってスプレッドを確定することができない。この状態で買収完了前に買い手企業の株式が下落すれば、被買収企業の株主にとって実現できる価値が減少することになる。

そのため、合併が発表された後は、被買収企業の株式を積極的に売却したいものの制約を抱えてしまう株主が現れてくる。彼らが十分な資本と流動性を確保するためには、買い手呼び寄せのインセンティブを提供しなくてはならない。つまり、被買収企業の株主は、そのインセンティブのため、発表された買収価格で株式を売却できないという状況を受け入れる必要があるのだ。それでも、彼らは買収価格を下回る水準で第三者に株式を売却しても、まだ利益を得ることができるため、株式の売り手と買い手の双方にとって望ましい状況となる。ヘッジファンド・マネジャーは、以前からそうした株式の積極的な買い手となってきた。彼らはリサーチを通じて買収が完了する可能性が高いと判断した個々のディールについてリスクを取って選別しつつも、レバレッジを活用しながら複数のディールに分散することで、個別のディールからのリスクを分散し、質が高く、代替的な(株式や債券との相関の低い)リターンを生み出すことを目指している。

アクティブなヘッジファンド・マネジャーにとっての課題は、ディールの選別を通じてこのリスク・プレミアムを上回る価値(アルファ)を創出することである。一方、投資家は、ヘッジファンド・マネジャーがこのリスク・プレミアムを抽出するための対価として求めているトータル・コストも把握すべきだろう。特に、ボラティリティ当たりのトータル・コストが重要な意味を持つと考える。

裁定取引に提供されるリスク資本は限定的

リスク・プレミアムが本質的にディール発表後の売り圧力によってもたらされるとすれば、裁定投資家が利用できるリスク資本の総額がどれほど大きいかを考慮することが重要になる。歴史的にこの分野では投資銀行が最大の市場参加者の一員だったが、銀行の自己勘定取引に制限が課せられた結果、大きな利益が期待できるこの分野から去ってしまった。また、マージャー・アービトラージ戦略に特化したファンドの数も少なく、投資銀行が去った今、裁定に利用できるリスク資本の総額は限られている。

ABの推定では、マージャー・アービトラージ戦略に特化したヘッジファンドの運用資産総額(AUM)は250億米ドル程度だとみられる(2008年末時点)。より流動性の高いUCITS(EU(欧州連合)の法律に従って設立・運用されている投資ファンド)や米国の1940年法に基づくミューチュアル・ファンドのユニバースは190億米ドルのAUMを抱えている。これらを合わせたリスク資本の総額には、大規模なイベント・ドリブン戦略ファンドやマルチストラテジー・ファンドの資金は反映されていない。これらのファンドでは、ディール固有の要因ではなく、ディールの規模が大きい時、スプレッドが拡大している局面で投資配分比率を増やすなど、よりオポチュニスティックな行動を取りがちだからだ。いずれにしても、毎年200億米ドル規模の合併が数多く実施されることに比べれば、このリスク資本の総額は小さいように見える。

加えて、ディール固有のリスクをコントロールするには分散投資も必要であるため、実際に1つのディールに配分できるリスク資本は、前述した全資本のうちごくわずかな割合に過ぎない。結局、1つのディールに、提供されるリスク資本は非常に限られているということだ。

消滅するアルファ

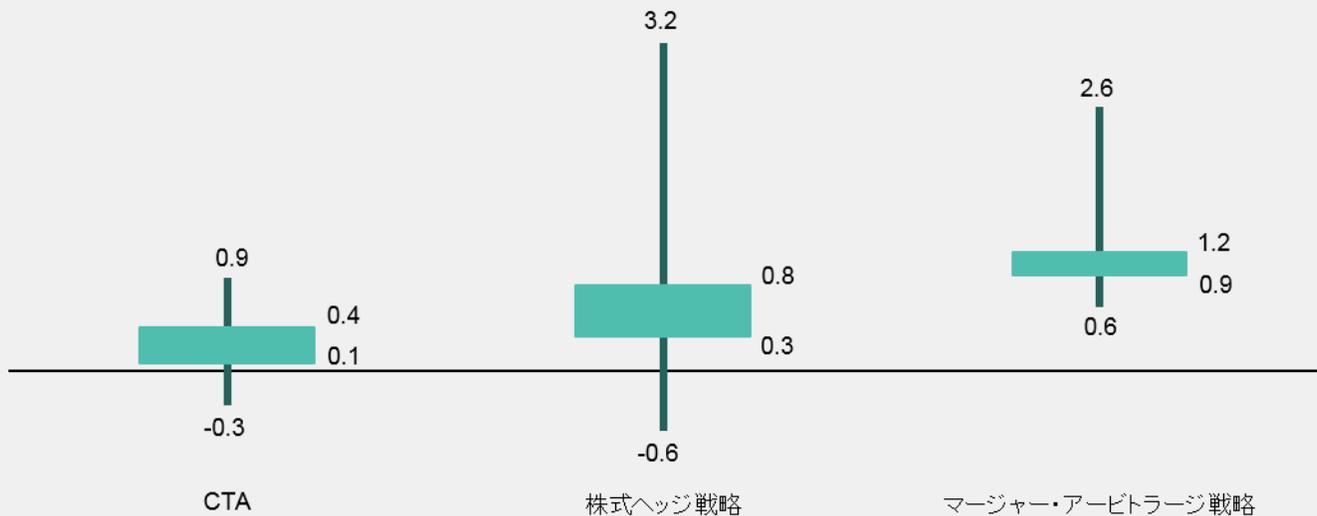
マージャー・アービトラージ戦略のマネジャーのアウトパフォーマンスを詳細に分析すると、驚くことにリターン源泉はディールの選別を通じて着実にアルファを積み上げていくアクティブ運用マネジャーの能力ではないことが分かる。むしろ、一般的で質の高いリスク・プレミアムがリターンの原動力となっているようだ。

マージャー・アービトラージ戦略におけるアルファは、一般的に情報の優位性を生み出す能力に基づいているとみられている。しかし、ディールを選択する上での優位性がファックス機や航空便で毎日届けられる海外の新聞を通じて得られた時代である1990年代におけるアクティブ運用のリターンやシャープレシオは、遠い過去のものとなった。また規制の変更(レギュレーションFD:「公正な情報開示」)やテクノロジーの進歩により、いち早く情報にアクセスする能力も損なわれた。その結果、コストがかさむ従来のアルファ創出アプローチを成功に導くのは極めて困難になっている。

こうした見方は、同じようなマージャー・アービトラージ戦略(17の特化型ファンド)を運用するマネジャーのパフォーマンスが一貫していないことで裏付けられる。2012年以降、どのマネジャーも暦年のパフォーマンスが下位4分の1に沈んだ年があった一方、80%のマネジャーは暦年のリターンが上位4分の1に入った年があった。これは強い平均回帰傾向が働いていることを示唆しており、マネジャー選択が極めて難しくなっていると言えるだろう。それはまた、マネジャーによる一貫性のあるディール選択ではなく、リスク・プレミアムが長期的なリターンを押し上げる主な原動力になるという主張を後押ししている。

パフォーマンスのばらつきが少ないことも、マージャー・アービトラージ戦略にとってリスク・プレミアムが大きな影響力を持つことを示すもう1つの要因かもしれない。平均すれば、マージャー・アービトラージ戦略を手掛けるヘッジファンドのシャープレシオは他のヘッジファンド戦略を大幅に上回っている上、シャープレシオの上位25%と下位25%の格差も極めて小さくなっている(次ページの図表1)。CTA(コモディティ・トレーディング・アドバイザー)型のヘッジファンドも同じような特性を持っているが、それはやはりモメンタムというリスク・プレミアムがリターンの主な原動力であるからだ。

【図表1】 シャープレシオの分布



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2019年8月31日現在

リスクフリー・レート=3ヵ月物 LIBOR。分析開始は2009年。調査対象は運用開始後10年以上経過しているファンド。

出所:AB

マージャー・アービトラージ戦略のリスク・プレミアム: リターンの質とアクセスのコスト

マージャー・アービトラージ戦略マネジャーをカバーするヘッジファンド指数のパフォーマンス特性は、それが代替的な性格を持つことを明確に示している。世界の株式市場に対するマージャー・アービトラージ戦略のベータ値はわずか12%に過ぎない。最大ドローダウンは6.9%で、実現シャープレシオは1.13となっている。ダウンサイドの観点で見れば、HFRI マージャー・アービトラージ指数が年間ベースで下落したのは1989年以降で2回しかない(HFRI イベント・ドリブン・マージャー・アービトラージ指数に基づく。米ドルベース。期間:1989年12月末-2019年8月末)。

学術論文はマージャー・アービトラージ戦略のリターン源泉に関する幅広いトピックをカバーしている。それらには、リターン源泉をプレミアムと考える理論に関するリサーチや、どんなタイプのディールが他のディールよりも完了する可能性が高いかなど、幅広いディールを対象とした検証が含まれている。内容が優れているとABが判断した論文としては、以下のものが挙げられる。

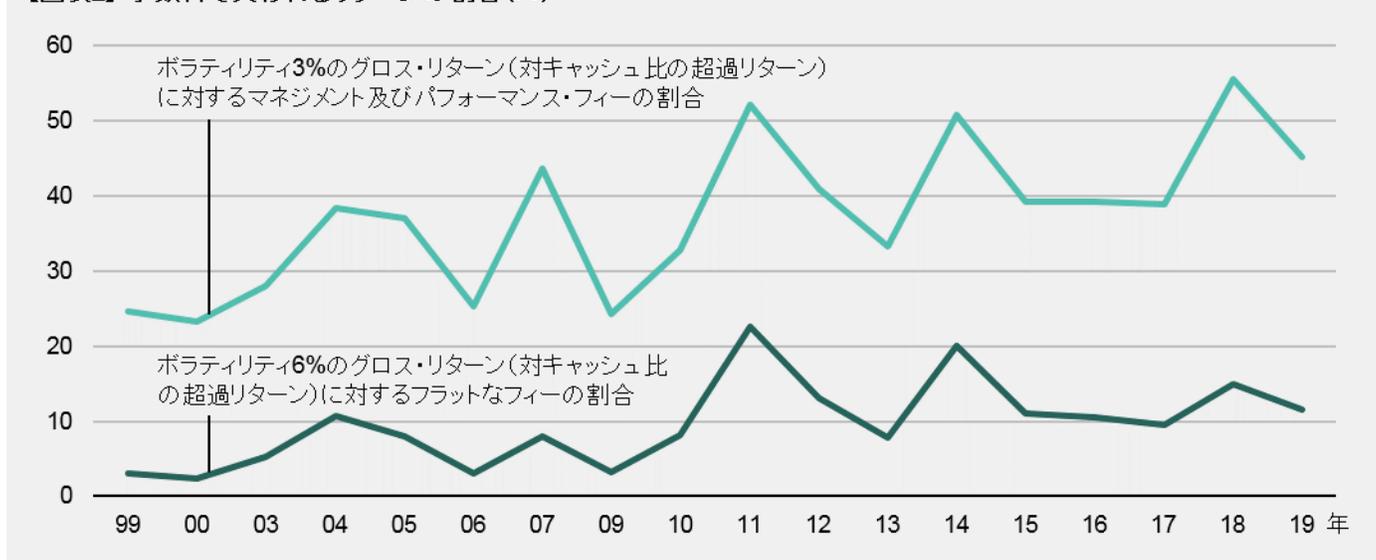
- + リスク・アービトラージのリスクとリターンの特性: Mitchell and Pulvino (2001年)
- + 買収や合併を利用する限られたアービトラージ投資家: Baker and Savasoglu (2002年)
- + テンダーオファーのリスク・アービトラージ: Dukes, Cheryl and Christopher (1992年)
- + 買収提案された取引における投機的なスプレッドと市場のプライシング: Jindra and Walking (2004年)
- + リスク・アービトラージと成功する企業買収の予測: Brown and Raymond (1986年)

マージャー・アービトラージ戦略のリターンが実際にリスク・プレミアムに左右されるとすれば、リスク・プレミアムを獲得するために支払う手数料は、あらゆる投資を評価する上で重要な要因となる。HFRI マージャー・アービトラージ指数のグロス・リターン(キャッシュを上回るリターン)と、グロス・リターンに対する手数料の割合を検証すれば、その推移は極めて好ましくないことが分かる。マージャー・アービトラージ戦略に特化した17のマネジャーのグロス・リターン(キャッシュを上回るリターン)に対する手数料の割合は、1999年の約25%から2019年には約40%に上昇している。

問題の1つは、HFRI マージャー・アービトラージ指数の実現ボラティリティは3%で、それにはパフォーマンス・フィーが含まれていることだ。その結果、ボラティリティ当たりのアクティブ・フィーは高く、そして上昇している。これは、アルファが緩やかに減少し、リスク・プレミアムも縮小した一方で、手数料がいつまでも高止まりしてきたことになる。グロス・リターンに対する割合で手数料を課しているヘッジファンドでは、手数料がリターンを

大きく圧迫しているのに対し、ボラティリティ目標を6%に設定し、低水準のフラットな手数料でリスク・プレミアムを獲得しているケースでは、手数料によるリターンの押し下げ効果を大幅に軽減することができている(図表2)。

【図表2】手数料で失われるリターンの割合(%)



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2019年8月31日まで

前提: HFRI イベント・ドリブン・マージャー・アービトラージ指数のリターン(実現ボラティリティ3%)から1ヵ月物 Libor を差し引いた値は、キャッシュを上回るグロス・リターンを示します。ボラティリティ6%はボラティリティ3%を6%に換算したリターンで、ABのマージャー・アービトラージ・リスク・プレミア戦略のマンデートに近いボラティリティ水準を示しています。管理手数料は0.80%と想定し、機関投資家が支払うマージャー・アービトラージ・リスク・プレミア戦略の手数を表しています。リターン(対キャッシュ比の超過リターン)がマイナスとなった2001年、2002年、2008年はこのグラフから除外しています。

出所: HFRI, AB

流動性のあるオルタナティブ投資は低い手数料を「売り」とするケースが多いが、マージャー・アービトラージ戦略は、キャッシュに対するグロスの超過リターン当たりの手数料の割合が伝統的なヘッジファンドよりも低いとは決して言えない。マージャー・アービトラージ戦略を手掛ける上位16のUCITSを見れば、AUMは合計80億米ドル強で、それぞれのファンドが少なくとも1億2,500万米ドルの運用資産を持っている。ここでも実現ボラティリティが低い一方、マネジメント・フィーは高く、パフォーマンス・フィーも手数料体系に組み込まれている。意外なことではないが、組み入れマネジャーのAUMで加重平均した手数料は、キャッシュを上回るグロス・リターンの46.6%に達している。

システマティックな執行

本稿では先にマージャー・アービトラージは「戦略」と言うよりも、むしろ「リスク・プレミアム」であると指摘した。その長期的なリターン源泉は質が高く(シャープレシオの面で)、暦年ベースのリターンがマイナスとなることがほとんどなく(米ドルベース)、伝統的なベンチマークに対する分散効果をもたらす。また、アクティブなアプローチを通じてこのリターン源泉にアクセスしても、プラス効果は限定的で、しかも低下する可能性があることを強調した。特に、リターンに対する手数料の割合や、エクスポージャーあるいはボラティリティ当たりの手数料を見ればそのように言えるだろう。

アクティブがソリューションにならないのであれば、投資家は、この貴重なリスク・プレミアムを得るためにどうしたらよいのだろうか？そこではシステマティックなアプローチが重要な意味を持つと考える。しかしながら、システマティックなアプローチを実際に設計し執行するのは、この比較的単純で分かりやすいリターン源泉が示しているものよりも、かなりきめ細かく複雑な作業である。設計する上では、この分野に長年携わってきた経験豊富な投資プロフェッショナルや、クオンツに関するインフラやリソース、明確な取引データ、及び効果的な取引プロセスの助けを借りる必要がある。執行者はさらに、リスク・プレミアム自体や、完了する可能性の高い合併ディールのタイプについてリサーチした主な学術論文を研究し、そこからの教訓も生かさなくてはならない。

結局のところ、ルールは、分散の最大化とディールが完了する可能性の最大化のバランスを効果的に取らなくてはならないということだ。マージャー・アービトラージ戦略のリターンはアップサイドの可能性とダウンサイド・リスクが非対称であるため、個別ディールにはダウンサイド・リスクが存在するが、このリスクはディールを分散することで軽減できる。また、目標ボラティリティを引き上げ、グロス・リターン当たりの手数料を引き下げるために、若干のレバレッジを活用できるようにすべきだろう。しかし、発表された取引可能なすべてのディールに投資してしまうと、ディールが破談する可能性が高くなり、破談となった場合に生じる損失を埋め合わせるができるだけの十分なリターンを得ることができなくなってしまう。つまり、システマティックなプロセスでは、このバランス(レバレッジをかけた分散と破談の可能性)を最適化するルールについてリサーチしなくてはならない。

以上、当戦略を支持する学術的および実証的なリサーチの存在に加えて、伝統的なリスク・プレミアムとみなされる理由、マージャー・アービトラージ戦略の力強いパフォーマンス、マネジャー間の格差の小ささ、そしてアクティブ運用マネジャーにとって困難な状況の存在について説明してきた。これらに基づき、ABはマージャー・アービトラージ戦略のリターン源泉は質が高く、代替的な(株式や債券との相関の低い)リターンであると考えている。一方、当戦略は依然としてアクティブな領域として見られることが多く、システマティックに執行できるリスク・プレミアムとしてみている投資家は少ない。今後は、マージャー・アービトラージ戦略を、アクティブな戦略としてではなく、リスク・プレミアムとして捉えた上で、コスト効率の高い方法でリターンを享受する方法を考えるべきではないだろうか。

当資料は、2019年10月現在の情報を基にABが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもと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。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。またABの運用における組み入れを示唆・保証するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABには、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ おお客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限 3.3%(税抜 3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限 0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限 2.068%(税抜 1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。