



スパークス東方投資見聞録

イベント・ドリブン戦略

ハイライト:

- イベント・ドリブン戦略
- BHPピルトンによるリオティントの買収提案
- 買収提案を取り巻く環境
- 買収提案に対するヘッジファンドの動き

マーケット:

| 騰落率 | 7月 | 年初来 |
|----------------|---------|---------|
| TOPIX | -1.25% | -11.66% |
| 日経225 | -0.78% | -12.61% |
| 香港 | 2.85% | -18.27% |
| 上海 | 1.45% | -47.25% |
| 台湾 | -6.64% | -17.43% |
| 韓国 | -4.79% | -15.94% |
| ベトナム | 13.01% | -51.31% |
| オーストラリア | -4.56% | -21.49% |
| インド | 6.64% | -29.24% |
| シンガポール | -0.61% | -15.47% |
| マレーシア | -1.98% | -19.51% |
| タイ | -12.01% | -21.18% |
| インドネシア | -1.90% | -16.07% |
| フィリピン | 4.76% | -28.84% |
| MSCIアジア | -3.22% | -16.12% |
| MSCIアジア (日本除く) | -3.06% | -21.30% |

*上記マーケット騰落率に使用している株価指数の詳細については次頁注書きをご参照下さい。

ヘッジファンドの投資戦略 -イベントドリブン

今回は、ヘッジファンドの投資戦略のひとつである「イベント・ドリブン戦略」についてお話したいと思います。それは、株価に大きな影響を与えるような出来事(イベント)を利用して、そのイベントが上手くいくか、失敗するかに賭けてポジションをとる投資手法です。例えば、株価に大きな影響を与えるイベントとしては、M&Aなどの企業買収があります。一般的に企業買収では、買収される企業の株価にコントロール・プレミアムを上乘せして株を買いますので、買収される側の企業の株価が上昇します。一方で、買収を株式交換や資金調達を併せて行う場合は、買収する側の企業の株式が希薄化されたり負債比率が高まったりすることなどを嫌気されて下落します。そこで、M&Aアービトラージと呼ばれるイベント・ドリブン戦略をとるヘッジファンドは、買収される側の企業の株を買い持ち(ロング)して買収時に払われるコントロール・プレミアムをリターンとして得る一方で、買収する側の企業の株を空売り(ショート)するなどしてリターンを獲得しようとします。逆に、何らかの理由で買収が上手くいかない場合には、株価は上記とは逆の動きを示すことになるため、ターゲットとなった企業の株価が下落し、買収を仕掛けた企業の株価は上昇します。この様に合併が失敗すると予想する場合は、ヘッジファンドは逆のポジション(買収される側の企業の株をショート、買収する側の企業の株をロング)をとることで、このイベントを利用します。これらの例に見るように、M&Aアービトラージ戦略は、M&Aが成就するか否かを正確に予測する調査能力、判断能力が問われる投資戦略だと言えます。また、M&Aの場合には価格の収斂は急速に起きることから、リスク管理が非常に難しい高度な運用戦略と言えます。

それでは、より詳しくこの投資戦略を理解するために最近話題となっている世界最大の鉱業会社のBHPピルトンとリオティントのM&A案件を例にとりながら話を進めて参りたいと思います。

BHPピルトンによるリオティントの買収提案

昨年11月に世界最大の鉱業会社である英豪系BHPピルトンは同業のリオティントに合併の可能性を打診したところリオティントはそのオファーを拒否しました。然しながら、この合併が実現すれば、両社に共通する鉄鉱石、原料炭、一般炭、アルミ、銅、ウランなどの原料分野で寡占化が進み、圧倒的な価格交渉力を持つ企業が生まれることとなります。中国、インドの資源需要増加に合わせ、市場独占による強い価格決定力と操業の合理化効果によってこの合併からBHPピルトンの得られる優位性は誰の目にも明らかです。鉄鉱石、原料炭、一般炭、ウラン、ニッケルなどに関しては、アングロアメリカ、リオティント、BHPピルトンの上位三社で輸出市場の6~8割程度を握っており、BHPピルトンとリオティントとの合併は精錬・製鉄業界など周辺業界にも大きな影響を及ぼすこととなります。ちなみに、BHPピルトンによるリオティントの買収提案のニュースを受け、鉄鉱石価格の高騰懸念が再燃した影響で、新日鉄の株価が急落しました。

リオティント株価チャート



BHPピルトン株価チャート



(出所:リオティント、BHPピルトン各HP)

イベント・ドリブン戦略(つづき)

買収提案を取り巻く環境

しかし、BHPピリトンとリオテントのM&Aを取り巻く環境はすんなりとは行きません。なぜなら、この合併に反対している利害関係者が多くいるからです。まず、この合併には国際鉄鋼協会(IISI)、欧州鉄鋼協会(Eurofer)、日本鉄鋼連盟(JISF)といった鉄鋼業界団体が強い懸念と反対を表明しています。新BHPの圧倒的な価格交渉力により鉄鋼業界には原料価格の上昇圧力が強くかかることになるからです。また、中国の鉄鋼業界団体、中国鉄鉱石鉄鋼協会(CISA)も合併に反対、銅生産業界も、価格交渉の難航を予測し反対を表明しています。さらには、西欧メジャー企業に、新興国メジャー企業を加えたM&A後の資産整理を狙う新興国企業(中国、カザフスタン、ロシア、インドなど)がこのM&Aに間接的に関わっており、情勢をより複雑にしています。

買収提案に対するヘッジファンドの動き

BHPピリトンによるリオテントの買収という大型イベントに着目しているヘッジファンドは数多くあります。例えばあるファンドでは、このM&Aが成功するとみて、リオテントの株式をロングしてBHPをショートしています。これはオーソドックスなM&Aアービトラージ戦略です。また、別のファンドはこのM&Aが不成立に終わるであろうと予測して、BHPとリオテントを共にロングしており、ヘッジとしてBHPの先物やコール・オプションをショートポジションとして持っています。M&Aが不成功に終わると予測する理由としては、リオテントの第3位の株主である中国企業がリオテントの株式持分を9%から11%に増やしたことから、M&Aは一筋縄では行かないことを確信しているようです。そして、今は実態価値より割安となっていると判断するBHPとリオテントの株価がM&A不成立後は、実態

価値に収斂すると見ておりこのイベントをロングにベットし収益を狙っています。また別のファンドは、リオテントをロングしてリオテントのコントロールプレミアムと商品市場の高騰による株価上昇を狙う一方で、ヘッジとして鉄鉱石の価格上昇により利益が圧迫される製鉄会社の一つをショートしています。

このように、ヘッジファンドではこうしたイベントを利用して収益を上げているファンドがあり、このようなファンドのとする投資戦略をイベント・ドリブン戦略と呼びます。しかし、一言でイベント・ドリブン戦略といっても、ファンドによって考え方も手法も様々で、私どもの運用するファンド・オブ・ファンズではそれぞれの動向を注視しながらその組み合わせやバランスを常に考えた投資を行っております。

引き続き、アジアのヘッジファンドやそれに関わる情報をご提供して参りますので、ご愛顧くださいますよう宜しくお願い申し上げます。

スパークス・インターナショナル(香港)リミテッド

当資料は、スパークス・アセット・マネジメント株式会社がアジアの経済やヘッジファンド業界の情報を提供するために、スパークス・インターナショナル(香港)リミテッドの協力により作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。この資料は特定のファンドもしくは個別銘柄への投資勧誘を目的としたものではありません。当社およびスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものでなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれら依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

ホームページもご覧下さい。
<http://www.sparxgroup.com>

© 2008 SPARX International (Hong Kong) Limited

*前頁のマーケット騰落率に使用している株価指数の詳細は次の通り。TOPIX:東証株価指数、日経225:日経平均株価、香港:HANG SENG INDEX、上海:SHANGHAI STOCK EXCHANGE COMPOSITE INDEX、台湾:TAIEX INDEX、韓国:KOSPI INDEX、オーストラリア:S&P/ASX 200 INDEX、インド:NSE S&P CNX NIFTY INDEX、シンガポール:STRAITS TIMES INDEX、マレーシア:KUALA LUMPUR COMPOSITE INDEX、タイ:STOCK EXCHANGE OF THAI INDEX、インドネシア:JAKARTA COMPOSITE INDEX、ニュージーランド:NZX 50 FF GROSS INDEX、フィリピン:PSEI - PHILIPPINE STOCK EXCHANGE INDEX、パキスタン:KARACHI 100 INDEX、スリランカ:SRI LANKA COLOMBO ALL SHARES、ベトナム:VN INDEX、MSCIアジア:MSCI AC ASIA PACIFIC、MSCIアジア(除く日本):MSCI AC ASIA PACIFIC EX-JAPAN

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式、公社債および不動産投資信託証券などの値動きのある証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではなく、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等を要因として、基準価額の下落により損失が生じ、投資元本を割り込むことがあります。

ロング・ショート戦略のファンドは売建て(ショート・ポジション)取引を行いますので、売建てた株式が値上がりした場合、基準価額が下落する要因となります。また、ロング・ポジションおよびショート・ポジションの双方が誤っていた場合、双方に損失が発生するために、通常の株式投資信託における損失よりも大きくなる可能性があります。

また、ファンドオブファンズ戦略のファンドは、パフォーマンス連動債の発行体に対する信用リスクや、新興国市場への投資リスク、レバレッジの利用によるリスク等、ファンドオブファンズ戦略に特有のリスクも伴います。

上記は投資信託に係るリスクの一部を記載したものであり、個別の投資信託ごとに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ので、お申込みの際は投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面の内容をよくお読みください。投資信託は、預金商品、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。登録金融機関は、投資者保護基金には加入しておりません。投資信託の設定・運用は、投資信託委託会社が行います。

追加型公募投資信託に係る費用について

スパークス・アセット・マネジメント株式会社における追加型公募投資信託に係る費用の上限は以下のとおりです。

●直接ご負担いただく費用

| | |
|---------|---------------|
| 申込手数料 | : 上限3.15%(税込) |
| 解約手数料 | : なし |
| 信託財産留保額 | : 上限0.5% |

●投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

| | |
|---------|----------------------------|
| 信託報酬 | : 上限1.995%(税込) |
| 実績報酬(※) | : ファンドにより、実績報酬がかかる場合があります。 |

※実績報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

ご留意事項

上記に記載しているリスクや費用の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、スパークス・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべ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。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。

投資信託の取得のお申込みをする場合には、販売会社から投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面をあらかじめお渡ししますので、必ずお受取りになり、投資信託説明書(目論見書)等の内容をよくお読みいただいた上、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

スパークス・アセット・マネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第346号
(社)投資信託協会会員 (社)日本証券投資顧問業協会会員