

M&A市場の攪乱要因となっているCFD取引

芦田 毅

日本ではなじみの少ないCFD取引であるが、英国においては機関投資家やヘッジファンドの取引ツールとしても活用され始め、M&A（企業合併・買収）案件の攪乱要因ともなっており、当局も関心を寄せている。

CFD取引の存在感

現物株と比べた場合の取引コストの低さや大量保有に際しても開示義務がないこと、および個別株先物と比べた場合の事務負担の軽さが好まれ、英国ではCFDと呼ばれるOTC取引（相対取引）が株式売買の一手法として認知されている。

CFDとは「Contract for Difference」の頭文字を取ったもので、買値と売値の差額（Difference）のみを現金決済する契約（Contract）を指す。少ない資金で大きな取引をするレバレッジもかけられるため、わが国においては、信用取引が最もそれに近いだろう。

CFDは、もっぱら、個人向けへの取引手段として宣伝されているが、取引額で見ると、実は、機関投

資家やヘッジファンドによるものが多いといわれる。ロンドン証券取引所（LSE）においては、出来高の約3割がCFD提供者によるヘッジ取引に関連するとの指摘もあり^{※1}、その存在感は見逃せない。

本稿では、

- ①類似する他の取引手法と比べてCFDが好まれる理由
 - ②ヘッジファンドが同取引を行う背景
- について紹介したい。

CFDが幅広く利用される理由

CFDは、議決権こそ与えられないものの、配当や増資などを含めた経済効果は現物株と同等に受けられる。現物株式よりもCFDが好まれる理由は、売買に際して印紙税が課

せられないことである。

英国では、印紙税が売買金額の0.5%と、ばかにならない水準であるため、コストに敏感な機関投資家が同取引を選好する大きな理由の一つとなっている。

同様に、印紙税のかからない取引手法としては、個別株式先物が挙げられるが、CFDはOTC取引であるため、限月（受け渡し月）にとらわれず保有期間を自由に設定できるなど、取引に際しての自由度が高い。表1は、これら類似する取引手法とCFDを比較したものである。

なお、日本における信用取引との違いは、売り建てに際し借株の手当てを行う必要がない点といえるだろう。

M&A案件にモノ申すCFD保有者

CFDは、現物株と同等の経済効果を持ちながら、大量保有に際して、開示義務の規制を受けない。

こうした法規制の抜け穴を利用し、ヘッジファンドや機関投資家が、CFDによって、当該企業への出資比率を水面下で高めたうえで、バーチャル投資家としてM&A案件や株主総会に対してモノ申す事態が発生している。

これらはいずれも、CFD取引に

表1 類似する取引手法とCFDの比較

	印紙税	取引期限	配当・株式分割の権利	議決権
CFD	不要	自由に設定	相当額	通常無
現物株	要	特になし	有	有
個別株先物	不要	限月で規定	無	無
日本の信用取引	不要	自由に設定	相当額	無

出所）NRIヨーロッパ作成

より当該株式の真の保有者や保有比率が隠蔽できることを逆手にとったものである。このなかでしばしば挙げられるのが、2004年のジェネラル・ダイナミックス（以下、GD）とアルヴィスのケースである。以下でその顛末を紹介しよう^{注2}。

米軍事産業大手のGDは、2004年3月、英戦車メーカーであるアルヴィスに対する買収を発表、5月時点で発行済み株式数の17%を獲得するに至った。

しかし、28%超のアルヴィス株を保有していた大株主、英軍事産業大手BAEシステムズ（以下、BAE）は、同ディール（投資案件）に対するスタンスを明らかにしておらず、アルヴィス株を保有するヘッジファンドは高値売り抜けの機会を見出せずにはいた。

そこで、CFDを通して4.9%に相当するアルヴィス株を保有するヘッジファンド、トラファルガー・アセット・マネージャーズ（以下、TAM）は、同じ思惑を持つ仲間のヘッジファンドと共同戦線を結成し、ファンド勢のアルヴィスへの出資比率をBAEに突きつけることで、BAEをアルヴィス買収へ駆り出すことを画策した。

TAMの創設者であるリー・ロビンソン氏が思い描いたのは、ヘッジファンドが集まって債権者会議を動かすようなことを、買収交渉の世界でも行えないかということであった。ロビンソン氏は、他のヘッジファンドに対し自らのアイデアを提唱すると同時に、BAEのアドバイザー業務を行っていたゴールドマン・サックスにも働きかけ、着実な思惑達成を図った。

結局、ファンド勢によるアルヴィス株の保有比率は16.2%にまで増加し^{注3}、BAEの持ち株を合わせれば、ディールを覆せる水準にまで至った。BAEはヘッジファンド軍団

の結束の固さに後押しされ、アルヴィスの買収に乗り出すこととなる。

この結果、ファンド勢は、当初GDが提示していた価格を1割強上回る水準で売り抜けることに成功したのである^{注4}。

ここで持ち上がる疑問は、議決権を有さないのに、CFDでどうして上述のようなことが起こるのかということである。それは、CFD提供業者が、自社のリスクヘッジとして現物株による反対売買を行っていることによる。ヘッジファンドは、取引相手となるCFD提供業者に対して現物株の請求ができる契約を交わしているため、開示規制を免れつつも、大量保有者として瞬時に躍り出ることが可能となるのである。

GDやその買収のアドバイスをしていたモルガン・スタンレーにとっては、CFDを通してバーチャル投資家がそこまでの保有率を得ていることや、それらヘッジファンドとBAEが結託し、ディールを覆すとは夢にも思っていなかったであろう。

規制当局の対応

上記の買収案件を発端に起こった同様な騒動に対して、英国でM&Aを監督するザ・テイクオーバー・パネル（以下、TP）は対策を迫られ、TPは結局、2005年11月、買収交渉期間中に限り、1%以上の株式に相当する株式デリバティブ商品の保有に対しても開示を求めることができるよう規則を変更した。

伝統的な機関投資家などからの開示を求める声を受け、英国金融サービス機構（FSA）でも、CFDを含む株式デリバティブによる「間接的な大量保有」にかかわる開示義務の要否に関する市中協議を開始している^{注5}。

ここでは、CFDなどのデリバティブ商品が提供する市場流動性の向上という利点を認めつつも、投資家

保護の観点から、関連する取引・市場を包括的に捉えた規制のあり方が議論されている。

わが国においても、金融市場の国際化が重要政策の一つに挙げられることから、多様な金融商品群と、懐の深い市場流動性を実現する英国の動向は、たいへん参考になると思われる。

注

- 1 Investment Dealers Association of Canada “Regulatory Analysis of Contracts for Differences (CFDs),” June 6, 2007より。
- また、2007年6月4日付*Financial Times*「Gentle reminders for hedge funds」のなかでは、概算ベースで全取引の40%に達する日もあると紹介している。
- 2 *Wall Street Journal* “With Rising Clout, Hedge Funds Start To Sway Mergers,” January 25, 2005、*Financial Times*, Money Guide “Retail Derivatives : Takeover Panel forces CFDs into the open,” December 10, 2005、Citywire “The CFDealer : BAE conquers Alvis,” June 4, 2004 などより。
- 3 ヘッジファンドの保有率内訳：7%がCFD、9.2%は株式。行動を共にしたのはGruss&Co、Cross Asset Management、Och-Ziff Capital Management Groupのヘッジファンド3社とUBS自己売買部門。
- 4 当初、GDが提示していた価格は280ペンス（約560円）、最終的な売買価格は320ペンス（約640円）となった。
- 5 FSA CP (Consultation Paper) 06/04 “Implementation of the Transparency Directive : Investment Entities Listing Review” (http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp06_04.pdf)

『金融ITフォーカス』2007年9月号より転載

芦田 毅（あしだたけし）
NRIヨーロッパアナリスト