

# M & A市場の攪乱要因と なっているCFD

日本では馴染みの少ないCFD取引。英国で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案件の攪乱要因として、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無いこと、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あり、買値と売値の差額（Difference）のみを現金決済する契約（Contract）を指す。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、専ら、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と言われる。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<sup>1)</sup>、その存在感は見逃せない。

本稿では、類似する他の取引手法と比べ、CFDが好まれる理由、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様に受けられる。現物株よりも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%と馬鹿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択する大きな理由の1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。以下の図表は、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言えるだろう。

図表 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

## M&A案件にモノ申すCFD保有者

CFDは、現物株と同様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、水面下でCFDにより当該企業への出資比率を高めた上で、パッ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

### Writer's Profile



芦田 毅  
Takeshi Ashida

NRIヨーロッパ  
アナリスト

専門はデリバティブ業務調査  
focus@nri.co.jp

る。これらはいずれも、CFD取引により当該株式の真の保有者、保有比率が隠蔽できることを逆手にとったものである。しばしば挙げられるのが、2004年のジェネラル・ダイナミックス社とアルビス社のケースである。以下でその顛末を紹介しよう<sup>2)</sup>。

米軍事産業大手のジェネラル・ダイナミックス社（以下GD社）は、2004年3月、英戦車メーカーであるアルビス社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%超のアルビス社を保有していた大株主、英軍事産業大手BAEシステムズ社（以下、BAE社）は、同ディールに対するスタンスを明らかにしておらず、アルビ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いた。

そこで、CFDを通して4.9%に相当するアルビ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・マネジメント（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形成し、ファンド勢のアルビス社への出資比率を突きつけることでBAE社をアルビス社買収へ駆り出すことを画策したのだ。

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社のアドバイザーであったゴールドマン・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ビス社株の保有比率は16.2%にまで増加し<sup>3)</sup>、BAE社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社はヘッジファンド軍団の結束の固さに後押しされ、アルビ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社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<sup>4)</sup>。

ここで持ち上がる疑問は、CFDが議決権を有さないのに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の提供業者が、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、瞬時に大量保有者として躍り出ることが可能となるのだ。GDや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、英国にて企業買収・合併を監督するザ・テイクオーバー・パネル（以下TP）は、対策を迫られた。TPは、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よう規則を変更するに至る。

伝統的な機関投資家等からの開示を求める声を受け、英国金融サービス機構（FSA）においても、CFDを含む株式デリバティブによる『間接的な大量保有』に係る開示義務の要否に関する市中協議を開始している<sup>5)</sup>。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、投資家保護の観点からも、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、大変、参考になると思われる。

## NOTE

1) Investment Dealers Association of Canada 「Regulatory Analysis of Contracts for Differences (CFDs)」(2007年6月6日)より。また、2007年6月4日付けFT紙「Gentle reminders for hedge funds」の中では、概算ベースで全取引の40%に達する日もあると紹介。

2) Wall Street Journal 紙「With Rising Clout, Hedge Funds Start To Sway Mergers」(2005年1月25日)、FT紙 Money Guide 「Retail Derivatives : Takeover Panel forces CFDs into the open」(2005年12月10日)、Citywire 「The CFDealer : BAE conquers Alvis」(2004年6月4日)等より。

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 Ltd、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社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) CP06/04 「Implementation of the Transparency Directive : Investment Entities Listing Review」。