

## BBL 議事録 2001.08.29

### 「日本人による、日本人のためのヘッジファンド」

須永晃(NDC インベストメント社長)

金融界の野茂を目指す

まず始めに私の経歴を紹介させていただきます。大学を出ていきなり、証券バブルが崩壊し始めた 90 年に証券会社に就職しました。就職期間中はまだ相場が高値を付けており、金融にあらずんば人にあらず、という雰囲気の中で、一番儲かりそうなのは金融だなと思いい、特に外資系の証券会社ばかりを回って就職しました。

最初はファースト・ボストンという会社に就職しました。就職してからは相場が下がる一方でした。ファースト・ボストンはクレディ・スイスに買収されてクレディ・スイス・ファースト・ボストンというスイス資本 100%の会社に生まれ変わりましたが、元々アメリカの山一証券のような会社でした。老舗ではあるが財務体質が少々悪く、最終的には買収されてしまいました。しかし金融テクノロジーではかなり先端を走っているところでした。私はその会社でオプション・トレーダーをやりました。それから UBS = スイス・ユニオン・銀行でデリバティブ商品のプライシングなどをロンドンやニューヨークで担当しました。最後は、ピクテというスイスのプライベートバンクでファンド・マネージャーをやり、独立したのは 4 年ほど前です。私は今、新たな会社を作っています。日本デリバティブコンサルティングといいまして、略して NDC と称しています。なぜ会社を作ったかという、外国人に雇われて仕事をしていると自分が鵜飼いの鵜になったように感じてきたからです。非常に利ざやが稼げるデリバティブ商品を買ったり、デリバティブ・トレーディングで日本のマーケットからお金を稼いでくると雇い主からお金をもらえる。捕った魚ではなく餌をもらっている鵜のようなものです。まあ、少々上等な餌ですが。

しかし、よく考えると捕っている魚はみんな日本の魚なのです。本来は私のお客様です。これでいいのか、と考え始めました。かっこよくいえば、日本のためにこれではいけない、本音を言えば、何で外人に金を渡さなくてはいけないのか、全部自分でできるじゃないか、ということでした。

そこで、日本人でもデリバティブ、ヘッジファンド、アービトラージをできますよということを書いて、賛同していただいた方々からお金を出していただき、会社を立ち上げたのです。最初は海外でヘッジファンドを 4 年前に始めました。金融ビッグバンの前でしたので、日本でヘッジファンドを取引するには投資顧問か投資信託の免許を取らなくては行かなかったからです。免許は事実上、大手金融機関の子会社しか取れないようになっていました。いきなり個人が取りたいといっても無理でした。マーケットとしては日本を考えていたので、会社の所在地はニューヨーク、ロンドンなど時差のあるところを避けようと思いました。インフラ、税金、法律、規制など色々調べた結果、シンガポールがベスト

だと判断し、移住しました。最初は日本人が顧客でしたが、今は外国人も増え、アメリカのヘッジファンドなどからもお金を預かって運用しています。金融の最先端の分野に日本人として一番乗りをする、というのが夢でした。まるでメジャーリーグに乗り込む野茂になったような気分でした。その夢は実現できたのですが、まだタイトルは取れていない、というのが現状だと感じています。

#### デリバティブは本当に損ばかりか

ずっと外資系金融機関で歩いて参りましたが、証券不況とは全く関係なく外資系は儲かっています。とくに、日本で儲かっています。その秘密は何か。実は秘密など別にはないのですが、デリバティブ、ヘッジファンド、アービトラージ、などの分野で儲けているのです。これらの商品は日本人には、非常に危ない、手を出してはいけない、というイメージが付きまといまいます。当たり前の話ですが、デリバティブというのはゼロサム・ゲームです。誰かが 1000 億円稼ぐと、誰かが 1000 億円負けているわけです。負けている人たちは 1000 億円の大損失と取りざたされて大騒ぎになります。そこで手を出すとみんな負けてしまうようなイメージになってしまうのですが、勝っている方は黙って笑っているだけですから、大騒ぎになりません。負けた方は会社が倒産したりで大騒ぎになりますから、いかにも危なく見えるわけです。もう一つの特徴は、負け組は日本人で勝ち組はだいたい外国人だということです。日本人の中にいると周りの人がみんな負けている、ということになりますが、私のように外資系にいとこんなに儲かる商売はない、というほどデリバティブは儲かるというイメージがあります。

#### 巨大ヘッジファンドはヘッジしていないファンドである

ジョージ・ソロス、LTCM などは有名な巨大ヘッジファンドで注目を集めていますが、私からいわせればあのようなところはヘッジしていないファンドなのです。昔はヘッジをしていたのですが、巨大化してくると、それでは儲からなくなるのです。彼らが今やっているのはいわゆるグローバル・マクロというものです。これは巨額な金を動かさなくてはできないので、いきなりグローバル・マクロから始めることもできません。1兆円もあると、個別の株を買っても自分のマーケット・インパクトで値上がりしてしまいます。また、株を売っても暴落してしまいます。そこで、流動性の高い為替取引、マーケット・インデックスなどを行うことになります。そうすると必然的にグローバル・マクロというものになってしまいます。しかしグローバル・マクロになってしまった瞬間にヘッジファンドではなくなってしまう。たとえば、円が強くなる、と予想したとします。日本にお金もあります。では、それで株を買うか・・・などと判断していきます。つまり、まずグローバルな経済動向を読み、そこからだんだん具体的な施策へ、トップダウンで上から下の方針を決定

するのです。

それでは、アメリカはもうダメだ、日本は安いという状況でアメリカの株を売って日本株を買うのはヘッジになるか、ということこれはヘッジではありません。単なる分散です。全くヘッジしていません。一方でデリバティブというとハイリスク・ハイリターンが話題になります。大儲けしたり、倒産したりといった話が話題になるのですが、これも象徴的に捉えられていて正しくありません。アメリカで4~5000社のヘッジファンドがありますが、毎年だいたい1000社ぐらいが潰れて1000社ぐらいが新たに誕生しています。現在ヘッジファンドはヨーロッパで1000社ないくらい、アジアでは100社もないでしょう。我々のような日本に特化して取り引きしているエキスパート・ファンドは30くらいです。そのうち日本人がやっているのは数社しかありません。私が考えている本来のヘッジファンドとはリスクをヘッジするためのファンドなので非常に安定的に運用しています。

日本の金融機関は運用者としてはプロではない

ヘッジファンドの目的は何かと考えるとアブソルートリー・リターンを出す、ということです。アブソルートリー・リターンとはネガティブ・リターンに対する言葉です。それではネガティブ・リターンとは何かとといいますと、証券会社などに任せてもらえばプロですから日経平均の実績より数パーセント良い成績で運用しますよというもので、ネガティブ・バリュウ・ファンドが生み出すリターンのことです。今までの日本で売られていたファンドは全てこの方式です。日経平均をはじめとしたベンチ・マークを設け、それより良かった、悪かったということで評価するのです。しかし、残念ながらほとんどのファンドが良い成績を残せません。それは運用している人がプロでないからだ、と私は思います。投資信託や投資顧問はプロではないのか、という人もいますが、仕事としてはプロなのですが運用者としてはプロではないと思います。なぜなら彼らはサラリーマンとして金融機関から給料をもらっている人たちであり、運用利益で食べている人ではないからです。いくら負け続けていても食べていける人はその道のプロとはいえません。これは個人の能力の問題ではないのです。

運用で実績を出しても社長になれるわけではないことは、誰だってすぐ分かります。一番稼いだ人が社長になる、というルールがはっきりしていれば多分プロ集団になります。しかし、日本では組織の中での出世競争に勝つ人が社長になります。みなさん頭のいい人ばかりですから、運用成績が目立つよりも問題を起こさず生き残る方がサラリーマンとしては勝ちなので、儲けている人もじきに方針転換してしまいます。プロになりようがありません。

私の会社はプロ集団を目指しているので、お客さんである投資家のみなさんにもトレーニングをしてノウハウを教えてしまいます。共存共栄なので全部ディスクローズしています。金融機関からもトレーニーとして当社に来る人がいるのですが、会社に帰っても成功しま

せん。理由は分かっています。少し儲けると目立ってはいけない、ということであとは流しているのです。

私たちヘッジファンドは収益の大半が成功報酬です。儲けたらそのうちの2割を頂きます。日本の会社で羊のように暮らしていた人でも、私の会社に来ると狼に変わります。10億円儲けたら2億円稼げるぞといわれたら、みんな必死でやります。もっと頑張ろうとするのです。ムチの方もあります。私の会社では損をしている人は給料をもらえません。6カ月でも1年でも損をしている限りはもらえません。私の会社は終身雇用です。クビにはぜったいにしません。その代わり給料はどこまででも下がる、というシステムなのです。

しかし日本の金融機関で10億円儲けても2億ボーナスをもらえるわけではありません。会社への成績としてはもう合格なのでこれ以上頑張る必要もありません。

あとは仕事をしている振りだけして、年末までその10億円を守っていればいいのです。鼻先にニンジンぶら下げられて、お尻をムチで叩かれれば優秀な人ほど実績をあげます。しかし日本型の組織の中では優秀な人ほどリスクを負わなくなるのです。

ほかの金融機関にノウハウを教えても構わないのは彼らには真似ができないからです。能力的な問題ではなく、組織の構造上の問題としてライバルになり得ないと思っているのです。

## ユダヤ陰謀説のからくり

ヘッジファンドは非常に狭い世界で、ニューヨークに行けば誰が何をしているか大体わかってしまいます。タイガーやソロスなど有名なファンドの創立者たちは昔からの知り合いなので、毎朝電話で連絡をしながら動いています。確かに一斉に日本株を売り出したりすることもあります。日本の雑誌に書かれるような「ユダヤの陰謀」などということは全くありません。お互いに勝ったり負けたりしています。もちろん勝ちの方が多いのですが。たとえば、90年初頭の日本株大暴落の時を考えてみましょう。確かに一番売っていたのはソロモン・ブラザーズです。名前からしてユダヤ系なのですが、そんな陰謀などというようなギャンブルめいたことをソロモンはしません。

日本が日経平均という先物取引を導入したのが87年、オプション取引を導入したのは89年です。確かにこれを導入したのがきっかけなので、これをもって陰謀だ、というのならその通りかも知れません。アメリカの証券会社が日本市場になかなか食い込めないで、先進国たるもの先物取引くらい行うべきだと外圧をかけて行かせたわけですから。

いずれにせよ、日本の証券会社が先物取引に対する準備が全然出来ていないうちに始めてしまったのです。江戸時代に堂島で行われた米相場が世界初の先物取引といわれていますが、明治政府によって廃止されてから、長い間経っています。

アービトラージ(裁定取引)で儲けるノウハウを持っているのはほとんどが外国人でした。私たちの現在のやり方と同じですが、売りと買いの2つを常に組み合わせ、相場が大きく

上がったり下がったりしてもあまり関係ない状態にしておくのです。理論的にみて少し安い、または高いという商品の中で、割安を買い割高を売る、というような小さな取引を積み重ねていくのがアービトラージの本質です。

結果として、アービトラージは発達して大きな取引になりました。当時、日本人は右肩上がりの神話を信じていたので、みんな株を買いたがり先物を買いました。そうすると先物は割高になるので、外資系の金融機関は日本の先物は終わりだと売り始め、現物取引が買い時だったので現物を買いはじめるといったアービトラージの法則にしたがって取引をしたのです。

そのうちに先物を買う人がいなくなり、割安に変わってきます。すると外資系の会社は今までの先物売り現物買いのポジションを解消します。つまり、現物を売り始めました。毎日、毎日、いったいどこからそんなに持ってくるのだ、というほど現物を売ってくるので「ユダヤの陰謀」といわれるようになったのだと思います。アービトラージでは相場が上がっても下がっても関係ありません。たまたま安い現物を買って高い先物を売っていた、それが逆転したので逆の取引を始めただけです。簡単にいうと日本人が異常なくらい先物を買いまくったからこのようなことが起こったのです。

アメリカでは日本株は高すぎる、日本経済は減速し始めるといった話は87年からありました。外資系証券会社では87年くらいから日本売りブームは起きていたのです。アメックスというマーケットでは「ジャパン・ブット」という日本株が下がると儲かる仕組みの商品が上場して大ヒットしていました。

売っている会社は日本株が下がれば払い出さなければいけないので、日本の先物市場で売ることによってバランスをとるのです。どちらに転んでもいいというわけなのです。手数料だけ上乗せし、つねに儲かるような値段で投資家に売ります。その後、日本市場が暴落するのですが、日本人から先物で儲けたお金は「ジャパン・ブット」を買った人のものになったのです。買った人は誰かというとならば機関投資家を含めたアメリカやヨーロッパの投資家たちです。

日本株はみんなが売ったから下がったのであって、陰謀があったわけではありません。ソロモンやバンカースは投資家たちが買いたいといってきたので、相対してそのような商品を買っていただけです。市場が求めていたのです。株価を操作しているわけではありません。

会社が大きくなりすぎるとヘッジファンドは儲からなくなる

最近大きなヘッジファンドが倒産しています。それはお金が集まりすぎたからです。資金が1兆円もあれば、買い続けているだけで自分の資金の規模で価格が上がり儲けることができます。しかし、いつか資金の流入は止まります。誰かがファンドの解約をする。すると今まで自分のマーケット・インパクトで作ってきたパフォーマンスが逆回転をはじめま

す。解約が出た。売ります。しかしマーケットは小さいので、1兆円もの資金を簡単に吸収してくれません。自分の売りで値段が下がる。下がると評価損が発生するためにもっと売らなくてはならなくなる、という逆連鎖が起きて倒産してしまう。マーケットが十分大きな時や、自分たちが小さい時は良いのですが、資金が数兆円もの規模でロシアのように小さな市場へ行けば、マーケットを全てひっくり返してしまうようなポジションになってしまうのです。大きすぎると儲からないということがわかり、大きなヘッジファンドはみんな辞めてしまいました。自分の金だけで細々とやる、ということになっています。日本人のなかにも大きなヘッジファンドに投資してずいぶん損をした人もいます。これは日本人が長いものに巻かれる、という諺にあるように大きなものが好きだからです。

大きくて有名になると、これは安心といって買いにきます。私は日本の年金の運用をしたことがあるのですが、実績があるところを好み、ある程度以上の大きなところにしか預けない、小さいところには預けないのです。その考えが有効な分野もあるのでしょうか、ヘッジファンドに関しては大きなところは儲かりません。ところが日本人は大きなところに殺到します。みんなが儲けているところにやってくるのです。それはいわゆる高値掴みになります。そして意思決定が遅れるので安値逃げになります。

多数決、コンセンサスなどは相場には一番向かないやり方です。なぜなら相場そのものが多数決だからです。毎日集まって値段を多数決で決めている場が相場なのです。それに議論してから参加するのですから、市場の決定に毎回一歩ずつ遅れてしまいます。上がったら買う、下がったら売るになってしまいます。本当はみんなが買う前に買い、みんなが売る前に売らなければなりません。多数決主義の日本の金融機関は絶対に儲けることができないのです。

## 質疑応答

質問 A 一般の金融機関はどの国でも経済がグローバル化する過程で小さいところを吸収し大型化しています。しかしヘッジファンドは小さくなければいけないということですが、そのこのところはどのように整理されるのでしょうか。

須永 最近大きな金融機関もヘッジファンドをはじめていますが、4年ほど前はまだ一般的なものではありませんでした。そもそも、ヘッジファンドはプロが絶対勝てます、とやってやるもので、大きな組織なら勝てます、というものではありません。私が大きな組織や看板で商売している金融機関の経営者であるならばヘッジファンドはやりません。

大きな証券会社は潰れない、たくさんのアナリストがいるなど、看板で商売すればいいので相場を当てられるなどといっはいけないのです。当てられなければ、雇っているアナリストは何のためにいるのだ、という話になってしまいます。しかし顧客の中にはアナリストたちの分析を聞きたい人もいます。大きな金融機関は相場で勝つか負けるかなど

というリスクをとらずに看板に徹した商売をすればいいのです。  
われわれのような小さくて実績のないヘッジファンドはパフォーマンスで勝負するしかありません。後は投資家が選べばいいのです。

質問者 B トレーダーの中には勝負しすぎて会社を潰して新聞をにぎわした例があったかと思いますが、トレーダーに大きな責任とインセンティブを与えると暴走するリスクがあると思います。それを防ぐにはどうすればいいとお考えですか。

須永 リスクには分類すると3つのパターンがあると思います。

1つは日系企業型です。彼らは年功序列で人事上回ってきた仕事としてトレーダーをやっています。20人トレーダーがいれば1人か2人は勝つ人が出てきます。同じように1人か2人は負けるべくして負ける人が出てきます。後の人は勝ったり負けたりです。すると勝つ人は最初の3カ月くらいで1億円のノルマを稼いでしまって、後は何もしません。負けている二人は上司に呼び出され怒られるわけです。そうすると、その2人はあがきにあがいて1億円の損が2億3億と増え、最終的には10億円になってしまうのです。だからトータルで見れば日本の金融機関はいつも負けています。

2つ目は外資系におけるトレーディング・リスクの典型的な失敗で、ご質問の中にあつたケースです。外資系では10億円稼げば2億円もらえるので、みんな必死にがんばります。しかし10億円損したら2億円の罰金があるかということ、そうではありません。考えるとすぐ分かることですが、一番リスクを取った人が勝ちなのです。勝つか負けるかは五分五分かも知れませんが、期待値として押しなべて考えてしまえば目一杯リスクを取ったほうが勝ちになってしまうのです。もちろん外資系企業は成績を見て、負ける人を首にしますので勝つ人が多く残り、トータルとしては黒字になります。

私の会社は第3のパターンです。私の会社はモルガン・スタンレーのような大企業ではないので優秀な人材が毎日やってくるわけではありません。今いる人の中で稼がなくてはなりません。するとその人の能力を最大限に引き出してリスクを管理しなければいけません。おのずと、ある程度成功報酬は抑えなくてはなりません。そして1カ月で負けられる金額は決められています。負けた社員には6カ月給料を出さないということで、ある程度のリスクは担保されているのです。

質問者 C 日系・外資系ヘッジファンドに対する取り扱いの差についてですが、昔はとにかく、今は心理的な面は別として取り扱いに差別はなくなっていると思いますが、いかがで

しょうか。また最近急激に株価が下がっていますが、このような状況をどのように見ていらっしゃいますか。

須永 ライセンスの問題だけではなく、コストの問題も当然あります。たとえば、海外では手数料は自由化されていますが、日本人は固定手数料でディスカウントを認めていません。外資系は海外で取引しているので勝手にどうぞ、という感じでした。そのときの海外手数料は 8 割引でした。今は、かなり接近してきましたが、それでも外資系の手数料は日本の半分かくらいです。もちろんこれは、人件費やオフィスの費用、通信費まで全てのコストが日本は高いからでもあります。携帯電話にしても日本国内で使う料金とシンガポールから日本にかけると同じくらいです。日本にいるだけ高くなります。

もう 1 つの例は空売りの貸し株システムです。日本では日証金、大商金というところが中央管理して、そこから借りなければいけません。たとえば、1000 円の株を借りて空売りしたとします。そうすると貸し株料として 1 日 10 円支払わなくてはなりません。1 日 1%、年間にすればすごい額になります。ここから借りて儲かるわけがありません。私はアメリカの年金から借りてきます。年間借り賃は 0.5% です。誰でも株を貸せるようになれば競争原理が働き、安くなります。日本で貸し株システムがちゃんと機能していないのは、空売りをすると相場が下がるからいけない、という誤った考えが基になっているのではないのでしょうか。

現在の相場の見通しは、私も分かりません。だからヘッジファンドが成り立つのですから。(上がるか下がるか) わかっていたら、どちらかを買えばいいのです。私は相場の予想をするプロではないので、お答えする資格はないと思います。

質問者 D リスクへの対応の仕方でも規模も変わってくるのではないのでしょうか。リスクへの対応として分散と相殺があると思います。相殺は確かに相場の上がり下がりを利用するので規模は関係なくなりますが、分散はいろいろな商品を買うことで損を減らすのですから、規模が大きな方がいいのではないのでしょうか。

須永 確かにその通りです。我々はどちらもやっています。分散は誰がやっても確実にリスクが減りますが、儲ける率は小さいです。ですから規模が大きい方が有利になります。それに対して相殺はよりドラマチックにリスクを減らすことができるのです。

質問者 E ヘッジファンドは市場の歪みがある方が儲かると思います。一方でヘッジファンドはそのような市場のゆがみを是正する機能があるのではないのでしょうか。日本市場の中で、そのような機能を須永さんはどう考えていらっしゃるのかお伺いしたいと思います。



須永 私の会社が日本市場で行っている手法をアメリカでやると、今の5分の1くらいしか儲からないと思います。これはアメリカのマーケットが効率的だからです。私と同じような手法で取引をしている金融機関はアメリカでは1000社くらいあるでしょう。日本は数えるほどしかありません。一方でマーケットのサイズでは日本はアメリカの半分くらいです。2倍の大きさの市場に100倍のライバルがいるのです。当然マーケットは効率的になり歪みは少ないです。つまり儲からなくなってしまうのです。みんなお互いを叩き合うようになってしまいます。アメリカで取引額が大きいのは利ざやが薄いからです。

私たちが日本に特化している理由は、歪みが大きな分儲けも大きいからです。また、ロシア市場やアジア市場などにも手を出さない理由は、それらの市場は流動性がないからです。ですから、数年後に日本市場もアメリカのように効率化してきたら、アジア市場などに進出するかもしれません。ヘッジファンドは数学の世界なので、よく知っている場所だからなどという問題ではないのです。マーケットが大きく流動性もあり、しかも歪んでいる、というところが日本だったのです。アービトラージにとって現在の日本は宝の山です。

質問者 E 日本がアメリカ市場のようになるのには何年かかるとおもいますか。

須永 5年や10年はかかるかも知れませんね。

質問者 F トレーダーが暴走することによって起きる人的損失またはオペレーショナル・リスクの管理というものをCEOとしてどのようにお考えですか。

須永 毎日数字をチェックしていますが、意図的に騙されたとしたら管理をしても仕方がないです。損を隠そうとしたらいくらでもできます。私の経験でも日本人の場合は割と嘘を見抜けるのですが、外国人の嘘はなかなか分かりません。結局慎重に人を見て判断する、としか申し上げられません。

質問者 G アジア金融危機の際、マレーシアは金融市場を規制することで上手くいったという話がありますが、そのような規制は本当に有効なのでしょうか。

須永 暴落のさなかに売りは禁止、買いだけ可能というようにルールを変えたのですから、暴落は止まります。しかしみんな二度と行かなくなります。私たちも当時、マレーシアに進出しようと思っていたのです。口座も開き取引を開始しようという矢先に規制されてしまいました。今では、進出しなくて良かった、二度とマレーシアには行きたくないと思っています。長い目で見るとマレーシアは世界の投資家を惹きつける魅力を失ってしまったのです。

質問者 H 質問が3つあります。1つめは須永さんの会社ではレバレッジという手法をどの

くらい利用しているのでしょうか。2 つめは世界全体でレバレッジは減っているように思いますが、どうお考えでしょう。最後に、レバレッジを多くかけている金融機関をウォッチしていこうという公的セクターに対する須永さんの印象をお伺いしたいと思います。

須永 レバレッジとは、たとえば 100 億円を預かり 200 億円の買いのポジションと 200 億円の売りのポジションを同時に行うことです。ですから 100 億円を預かり 400 億円の取引をしているのでリスクが 4 倍になっている、と見ることもできます。しかし売りと買いを同時に行っているのも、ただ株を買っているよりもはるかに安全です。つまり単純にレバレッジの量でリスクを計ることはできません。たとえば債権のアービトラージでは普通でも 60 倍くらいで運用しています。しかし債権は値動きも小さいので、それほど危険ではないのです。レバレッジを使わず株を運用して年間 25% くらい値動きしますね、というものと、レバレッジで 60 倍にして年間 1% くらいしか値動きしない債権とではどちらが安全かというと、明らかに債権のほうがリスクはないのです。私はリスクを計るためストレス・テストというものを行います。予想もできないほど相場が暴騰したり暴落したりすることは有り得ます。その時いくらくらい損害を受けるかシミュレーションするのです。それを重視しています。レバレッジは計算していますが、それでリスクを取ろうとはしていません。

レバレッジは確かに減ってきています。LTCM の失敗もレバレッジをやりすぎたのが原因で、多くの方はそれが鮮明に脳裏に焼きついているために、レバレッジに注目しています。しかし本当の失敗の原因は最悪のシナリオ分析が不十分だったせいだと思います。しかし、今は皆さんレバレッジに目がいつているため、レバレッジをあまりかけていないファンドの方がよく売れます。

最後の質問ですが、レバレッジをかけていると誰が困るかという問題が鍵になると思います。投資家はリスクを承知の上で 3 倍にしてくれと預けて預けます。このような人は自分が何をしているのか理解しているので守ってあげる必要はありません。それではレバレッジで被害を受けるのは誰でしょう。それはプライム・ブローカーといわれる金融機関です。私の会社ではモルガン・スタンレーがプライム・ブローカーになっています。

モルガン・スタンレーが 100 億円の資金を集めて私の会社に運用してくれと預けてきます。その際レバレッジは 10 倍まで運用していいといわれています。つまり 500 億円の売りオプションと 500 億円の買いオプションです。売りたいと思ったらモルガン・スタンレーが株を貸してくれるし、買いたければ資金を貸してくれます。もちろんモルガン・スタンレーはそれで貸し株料や金利を稼ぐのです。

この場合、負けてしまった場合誰が困るかという、0 円になってしまったら投資家が困ります。しかしマイナスになってしまうこともあるのです。1000 億円を運用して 30% の損失を出せば 300 億円のマイナスになるからです。100 億円は投資家が払うとして、残りの 200 億円は誰が払うかというとプライム・ブローカーであるモルガン・スタンレーなのです。

そこでプライム・ブローカーになるゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーなどが倒産したくないので政府に働きかけたのです。

質問者 H レバレッジをあまりやりすぎるとシステムチック・リスクは増大するのでしょうか。だとしたら公的にコントロールしたいという話も出てくると思います。

須永 システムチック・リスクが増大するというのは他の全ての金融機関に匹敵するくらい巨大な 1 つの金融機関がある場合です。今の日本市場のように市場を動かすような巨大な金融機関がなくても、全体が 1 つの方向に動き、株価が下がっているところもあるので何がリスクだと定義するのは難しい問題です。確かに一社で市場を動かすような巨額の資金が集まるようでしたら、フェアでないという理由で規制をかける必要はあると思います。

質問者 I LTCM がおかしくなった時、アービトラージの理論が現実には上手く機能せず、是正されるべきところで歪みがかえって増幅されてしまった、という話を聞いたことがあります。そのような意味ではヘッジといってもリスクはないのだ、ということでは必ずしもなく、やはり 1 つのポジション提言であるので、理論通りにいくこともあるし、そうではないときもある、という理解でよろしいのでしょうか。

須永 その通りです。ロシア市場が通常考えられないくらい暴落しました。なぜかというところ、リスクを予想する時は過去のデータを基にするからです。過去のロシア市場に LTCM はありませんでした。ロシア市場全体の時価評価額を上回るような資金を持った LTCM のような投資家はいなかったため、過去のデータをいくら調べても似たような動きは出てきません。自分が参入したために、そのような動きを作ってしまったのです。LTCM は自分たちのマーケット・インパクトを考慮していなかったのです。ヘッジをしても理論通りに動かなかつたのは当たり前なことなのです。ヘッジだから安全ということではありません。

質問者 J ヘッジファンドが運用している資産はどのくらいあるのでしょうか。また、日本の株式市場でもヘッジファンドの売買高が増えてきて、全体の 6%ほどではないかといわれています。須永さんは、ヘッジファンドが大きくなっていることを実感として感じていらっしゃるのでしょうか。

須永 私もヘッジファンドを自分で数えたわけではありません。ですから正確な運用資金がいくらあるかわかりません。一番正確に把握しているのはモルガン・スタンレーだと思います。モルガン・スタンレーはプライム・ブローカーとして世界の半分のシェアを握っています。彼らが一番わかっているでしょう。

昔はヘッジファンドを買う人はそれほどいなかったため、東京で生保や証券会社を回って

いれば十分でした。今は北海道から九州まで、農協やいろいろな企業の厚生年金がオルターナティブという名前でヘッジファンドを買っています。本当に爆発的に増えていると思います。しかし、せっかく制度としてヘッジファンドを作ったのですから増えてもらう方がいいと思っています。

質問者 K ストレス・テストのなかに関東大震災はリスクとして入れていますか。

須永 関東大震災はありません。北朝鮮にミサイルを打たれて東京マーケットだけ潰れた、という想定はあります。シンガポールに流動性がなくてあまり使えないファンドがあるのですが、そこに口座を開いて、口座維持だけのため時々思い出したように取引をしています。東京だけダウンした時にも他の市場は動いているので東京市場が開くのを待っていたら乗り遅れてしまいます。

また市場が一夜にして 25%暴落した時も対応できるように、逆算して取引をしています。では 25%を超えた時にどうなるかという、それはもう手の打ちようがありません。あらゆることを想定すれば結局何もできなくなります。歴史上の実績より少し上くらいの水準を想定しているのです。

この議事録は、RIETI 編集部の責任でまとめたものです