

格付け会社に対しても、私はいささか腹を立てている。

そもそも、勝手に他人の会社を格付けするような行為が許されるのか。銀行融資の際の金利も、いまや格付けによって決まるのである。文句のつけようもない基準で格付けされるのなら仕方がないが、彼らが常に納得できる企業評価を下しているかといえ、とてもそうとは思えない。

### CDS (Credit Defaults Swap)

CDSについてはこれから詳しく説明するが（九一ページ参照）、これは危険きわまらないデリバティブの一つなのだ。とりあえずここでは、「企業版の生命保険」という程度に考えておいていただければいい。

CDSにもいろいろな種類があるが、そのなかから一つの基本パターンを解説しておこう。

A社が社債を発行したとする。金利は八%。なかなか魅力的な金利だが、その分危ないところがある会社だという見方もある。倒産したら、買った社債は紙くずになるのは誰でもわかるだろう。そのためB社は、CDSでリスクヘッジをしたうえで、A社の社債を十億円ほど買うことにした。

B社はインベストメントバンクに行き、A社を対象にしたCDSを買いたいと申し込む。

するとインベストメントバンクは、さっそくA社を対象にしたCDSを設計して、金利（＝A社の息の根が止まったときに備えての「生命保険料」）を四%に設定した。すなわちB社が買った社債十億円分に対する四%であるから、生命保険料は年に四千万円となる。

その結果、B社は、A社から八%（八千万円）の金利を受け取るごとに、CDSによる保証を引き受けたインベストメントバンクに四%（四千万円）の保険料を支払うことになる。

それでもB社は、差し引きで年間四%（四千万円）の金利を受け取れるし、もしA社が倒産しても、CDSで元本の十億円は保証されているから、とりあえずは万々歳である――。

こう書くと、CDSのどこがいけないのか？ 立派なリスクヘッジ商品じゃないか？ ということになるだろう。

しかし……、である。

いま、この魅力的な商品であったCDSが軒並み破綻しているのだ。

.....

CDSはなんと六千兆円もの巨大市場であり、極論だが、もしCDSで保証している企業のすべてが倒産したら、保証を引き受けている人たちに対し、トータルで六千兆円の支払い義務が発生することになる。

.....

そもそも、世界中の国々のGDP（国内総生産）をぜんぶ合わせても約五千兆円にすぎない。世界第二位の経済大国といわれる日本のGDPでも約五百兆円しかない。その十倍以上の六千兆円のお金など、どこにも存在しない。

インベストメントバンクは、インサイダーに近い情報で儲ける

いまでは、インベストメントバンクのレバレッジ（テコの原理。つまり、他人の資本によって、自身の資本の利益を高めること）は三十倍だといわれている。

では、彼らは具体的にどのようなビジネスで儲けていたのか。

たとえば三菱商事株の購入を求めている人や会社の情報が増えてきたら、今後三菱商事の株価が上昇すると予測がつく。そこで安値のあいだに自分たちで三菱商事株を大量に買いつける。インベストメントバンクは世界中に売り子（営業マン）を何万人と抱えているから、その手のインサイダー情報ではないがインサイダーに近い情報はいくらでも人ってくる。

その後、実際に三菱商事株を五十億円分ほしい機関投資家が現れたら、保有している三菱商事株から五十億円分を売却する。これだと手数料以外にも、最初に安値で買った分のキャピタルゲイン（値上がり益）を得られるのである。

一方、三菱商事株の売却を考えている人や会社の情報が入ってきたら、今度はマーケットで空売りをかけ、株価を引き下げる。下がりきったところで売りがっている人から安値で購入し、購入した株で空売りした分を納める。こうすれば空売りした際の株価のほうが高いので、その分のサヤ取りができる。在庫を抱えるのでリスクは生じるが、利益は格段に大きくなるのである。

### 退職者の長生きが天秤になる金融商品

このようにして誕生したリスクヘッジ商品は、どこまで進んだか。たとえば、年金を売買する金融商品である。大手自動車会社などでは、六十歳になったら社員に定年退職してもらう代わりに、生涯にわたって年金を支払うという契約を交わしている。その場合、企業としては、退職者に長生きされればされるほど年金支払い額が増え、経常の重荷になる。そこで退職者の年金を肩代わりしてくれる投資家を募り、年金基金を証券化して売却するのだ。肩代わりする投資家は、退職者が長生きせず、年金の支払い総額が購入した金融（証券化）商品の金額より少なければ、その分を儲けにできる。

企業は退職者が長生きした場合のリスクを避けるために売り、買う側は長生きしない可能性に賭けて、金融商品を買う。

### CDO (Collateralized Debt Obligation)

この CDO は「資産担保証券」と訳しておくことにしよう。

CDO は金融工学の面目躍如ともいえるデリバティブだ。財務理論のもとで統計学、確率論など高等数学を駆使して、ほとんどの一般人にはとても理解できそうもない金融商品に仕上げられている。ただし、彼らの常で、論理構成に矛盾はない。

発想の元は「異なったリスクをパッケージにする」である。一つの袋を思い描いていただくといい（図2参照）。その袋のなかに、サブプライムローンや企業版の生命保険と説明した CDS、ジャンク債（破綻する可能性の高い会社の社債）、公債（国債、州債、市町村債など各種公共団体などが発行する債券）そのほか、さまざまな種類の金融商品がたくさん入っている。ときには一つの袋に二百種類の商品が入っている。

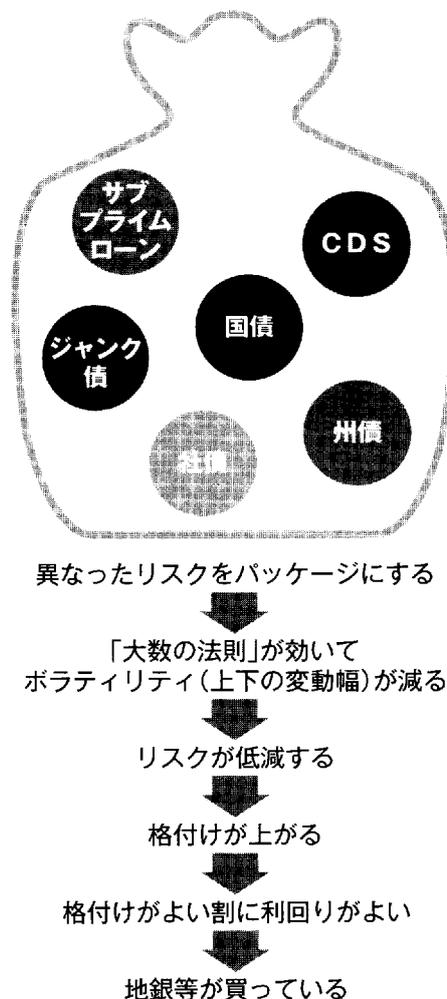
この袋全体を CDO と呼ぶのである。

...

前述したように、それぞれ異なったリスクを持つデリバティブなど各種証券類が、数多く集められているところがミソになっている。

サブプライムローン、CDS、一般社債、ジャンク債、公債、そのほか諸々、それぞれに個々のリスクを背負ってはいるが、これらすべてが同時に悪い方向に動くことはない。少なくとも理論上はない。すると、CDO は全体としてボラティリティが抑えられ、金融商品としてのリスクが低減するわけである。

図2 CDOのマジック



### CDO は地銀等に売り込まれた

CDO は世界各国で売られたが、日本では地銀などがよく買っていたようだ。

ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーなどの日本法人から、東京大学や早稲田大学出身の若い女性セールスがやってきて、「AAA の格付けでありながら、おトクな六%の利回りが約束された商品です」などと売り込みをかける。

自ら（日本の銀行）は、預金者に〇・一%の利息しか払っていない。

持ち込まれた CDO は六%だから、なんと六十倍の利回りだ。セールスにきた女性は知的で感じがよいし、商品の「目論見書」などたくさん書類を抱えている。商品説明にも淀みがない。しかも販売元は、誰もが知っている外資系の超有名企業である。

対応に出た銀行の役員たちが、心を動かされるに十分なシチュエーションなのだ。

・・・

結局は「ほかはどうなんだ?」「地銀上位の A 銀行も B 銀行も買っているようです」「そうか。じゃあ、ウチも買おうか」という結末に落ち着く。

ここまでは、すべて正しいのである。

## CDO パニック

CDO はインベストメントバンク大手七社だけが扱っており、それなりにうまく流通していたのである。多くは、彼らが店頭気配（取引価格）を出し、それに応じて売る人、買う人と、そこそこの取引を続けていた。

そこへ、香港上海銀行からいきなり大量の「売り」が入ったのである。

買わされたのはメルリリンチで、なんと一千億円分の CDO の売り注文だった。そのときの CDO にはバカバカしいほど安い店頭気配が出されており、メルリリンチならずとも「誰も売る人はいないだろう」と思い込んでいたのである。

それこそ寝耳に水だった。

とはいえメルリリンチは、店頭気配を出していた以上、売り出されたすべての CDO を引き受けないといけない。このとき香港上海銀行は、購入時の六割ほどの価格で CDO を売り払ったといわれている。四割もの損失を覚悟して売るとは、よほどカンがよい行員がいたのか、あるいはどこからか何か特別な情報でも入ったのか。

いずれにせよ、これでインベストメントバンクは、すっかりまいってしまった。

そこで彼らがどうしたのかといえば、CDO の店頭気配を出すのをやめてしまったのだ。取引ストップである。CDO が無価値になったわけではないが、財務理論上では「値がつかないもの」「売れないもの」は紙くずも同然とみなされる。

これで世界中が一気にパニック状態になってしまった。

この CDO パニックの特徴は、互いに疑心暗鬼を生じていることである。地銀を筆頭に、多くの企業が CDO を持っているのは間違いないが、どこが、どんな種類の CDO を、どれだけ持っているのか、まずこれがわからない。

・・・

香港上海銀行が危険を察知して売り払ったのは、いったいどんな種類の CDO だったのか。売却した一千億円分の CDO を持っていれば、年に六十億円の利回りを生むのだから、売却したのはよほど危険な CDO だったに違いない。

的確な情報を得られない限りは、不安な CDO を抱えながら事態を静観するしか、いまのところ打つ手がないのである。

## CDS を引き受け合う魅力と簿外という隠悪さ

CDS を日本語に訳すのはなかなか難しい。みなさん仕方なく、そのまま CDS と呼んでいる。そこをあえて日本語で説明すれば、「債権は移転せずそのままにしておいて、信用リスクのみを移転する取引」ということになるだろうか。

実は、この「信用リスク」の一語が問題なのである。

・・・

ところで、CDS には実にうまいというか、怪しい利用法がある。

A 社と B 社とでお互いの CDS を引き受け合うのである。

A 社と B 社が、危ない会社の社債（利回りが高い）をそれぞれ百億円ずつ買ったとしよう。ふつうなら、この場合は買った社債分の百億円の引当金が必要になる。しかし、A 社が B 社発行の CDS を百億円買い、B 社は B 社で A 社発行の CDS を百億円買うかたちをとると、実に面白いことが起こるのだ。

まず、お互いの保険料は相殺される。

もちろん、お互いの CDS の購入代金も「行ってこい」である。

おまけに、これでお互いが「A 社（B 社）の保証をしているだけ」というかたちになる（CDS は信用リスクのみを移転する）から、引当金の百億円が要らなくなる。単

に保証しているだけなら簿外ですむのである。

こうして A 社も B 社も、引当金なしで高利回りの社債を保有できることになった。まったく、これは平時にはたまらない魅力である。

このような、CDS を使った帳簿上のマジックが、あらゆるところで行なわれているようだ。危険な社債をいくら抱えていようが、簿外だから帳簿上はきれいなものだ。ただ平時にはいいが、世の中がおかしくなったら大変である。

いまが、まさにそうだ。

これから、危ない会社はバタバタ倒産していく。そんな会社の社債を買っていたり、CDS を引き受けていたりした会社があれば、そこもたちまち倒産してしまう可能性が高いのである。いわゆる連鎖倒産だ。

#### ヘッジファンドが各国政府の為替介入を打ち負かしてしまう

ヘッジファンドは十年ほど前、アジア通貨危機の裏で暗躍し、アジアの多くの国々、とくにタイ、インドネシア、韓国などは大打撃を被って、国家滅亡の危機にまで立たされた。あのときは、ヘッジファンドが各国政府の為替介入を打ち負かしてしまったというのだから、これはもうどうにもならない。

さすがに見かねたアメリカが、ヘッジファンドへの規制を強化する姿勢を見せたため、いまはそれでもかなりおとなしくなったほうなのだ。

ヘッジファンド——こんなもの世の中にとって必要なのか？

私はずっと疑問に思ってきた。

#### ヘッジファンドが相場を操作する

ヘッジファンドは株式だけではなく、ありとあらゆるものを手がけている。

そのなかでも、商品先物取引やデリバティブの取引などは、証拠金の十倍までの取引ができるのである。たとえば、「原油を買った」「トウモロコシを買った」といった先物取引では、一億円の証拠金を入れれば、原油やトウモロコシを十億円まで買ってしまう。

ということは、四百兆円のお金を四千兆円として動かしていることになる。

表向きは四十兆円しかなくても、レバレッジをかけて四百兆円、さらに証拠金取引をすることで四千兆円。これは大きい。

この四千兆円が、あるときは一気に原油に流れる。すると原油価格は、アッという間に一バーレル百四十ドルになってしまう。サッと引くと、今度はアッという間に一バーレル七十ドルになってしまう。百四十ドルから七十ドルになるまでに、一年とかからなかったはずだ。

原油のような大型商品でこんなことが起こる原因は、ヘッジファンドが四千兆円もの「虚のお金」を動かしているからである。

#### ヘッジファンド社員の年収

ヘッジファンドは、東京・原宿の表参道あたりにたくさんあって、DI の株なども売り買いしているが、彼らのなかには三十代で年収数千万円くらいもらっているような人も珍しくない。よってシニアクラスは推して知るべし、これは明らかに儲かっていることになるだろう。

運用者が大儲けなら、出資者も必然的に儲かる。

DI: ドリームインキュベータ。会長 堀 紘一。

#### 実態経済との乖離

ヘッジファンドが動かしている金額が、推定で四千兆円にもものぼるという現状。インベストメントバンクにしても、自らが生み出した CDS を六千兆円市場にまで巨大化。合計 1 京円。

対して実の経済が動かしているお金は、世界中の何もかもすべてを集めてきても、五千兆円しかない。

インベストメントバンク；ゴールドマン・サックスの例

そして彼らは、違法ではないが、違法スレスレのことをする。

DI がマザーズに上場して一年数カ月経ったときのこと。二十三万円で公募して、約二十八万円でスタートした株価が、四万円くらいになってしまった。これには理由があって、DI と提携していたセピエントという IT 企業が日本から撤退することになり、持っていた DI 株を片っ端から売り始めたからである。

その売買を請け負っていたのがゴールドマン・サックスだった。

来る日も来る日も売るものだから、買いは引っ込んでしまい、ついに二十八万円が四万円になってしまったのだ。そのとき、どう考えても実態価格はもっとあると、まず野村証券が、続いて日興証券が、「ウチで引き取りましょうか」と申し出てくれたのである。

実際に DI と、野村、日興の担当者がゴールドマン・サックスの担当者と会い、株を引き取ることで話をまとめて、決済日まできちんと決めてきた。

ところが、いざ決済日になって野村証券と日興証券の担当者が株を引き取りにいくと、ゴールドマン・サックスの担当者から「株がありません」といわれたのである。そんなバカな話はない。ほんの数日前に、引き取り価格まで決めただけじゃないか。

いくら説明を求めても、どこ吹く風といった態度で「ないんです」と、同じ言葉を繰り返すだけだったという。

私は、何が起きたのか、さっぱり理解できなかった。

そこで、インベストメントバンク出身の村田君と K さんに、怒りを抑えつつ、「約束した株を売らないなんて、商売人の風上にも置けないじゃないか。天下のゴールドマン・サックスに、こんなバカな話があるのか？」と聞いてみた。

すると、二人とも「残念ながら、そういうことはよくあります」と答えるではないか。

あのときばかりは、二人が異星人に見えたものだ。

やがて真相がはっきりした。ゴールドマン・サックスが、持っていた DI 株をぜんぶ、あるヘッジファンドに売ってしまったのである。野村証券と日興証券が買いにきたことをヘッジファンドが聞きつけて、野村と日興が出てきたということは、四万円は安いと思っているからじゃないか、この株を引き取ればきっと儲かるに違いない、と横から入り込んできたのだった。

さて、ここからはインベストメントバンクよりも、さらにあくどいヘッジファンドの行状へと移ることになる。

ここで注意しておくべきは、彼らはこのように、金儲けのためにはつるむということである。本章の冒頭で記したように、両者は腹違いの兄弟みたいなものなのだから、考えてみればつるんでいても少しもおかしくはない。

このヘッジファンドは、まさにひどいものだった。買った DI 株がなかなか上がらないといって、連口のように電話をかけてくるのだ。そして「何か好材料を発表しろ」と要求するのである。株価を上げて売ろうという魂胆なのだが、とんでもない話だ。

もちろん、相手にしないで放っておいた。

すると、今度は脅迫状が届いた。これは比喻ではなく、あの手紙はまさに本物の脅迫状だった。

「私の上司はアメリカ人で、とても気が短い。DI 株を買ったはいいが、少しも上がらないから、私は毎日怒られている。もし上がらないのであれば、フィデリティー（アメリカの投資信託会社）なり、もっと長期に保有するファンドもあるから、そういうところに話をつけろ。そのためには、嘘でもほんとうでもいいから好材料を流せ。そうすれば、ウチがそっちに売れる」

無茶苦茶である。これではまるきりヤクザと変わらない。

それでも無視した。最後は、それこそ電話で怒鳴り合いである。

「オマエは最低の経営者だ。株主が困って、好材料を発表しろといっているのに、なぜしない。経営者の風上にも置けないヤツだ。オマエのところの株を一円まで下げてやるぞ」

「ああ、どうぞ。どうせ四万円なんて、実態とかけ離れたところまでいっているのだから、下げるのなら下げてください。うんと安くなったら、私、ぜんぶ買いますから」

話はこれで終わらない。  
彼らはどこまでもしたたかだった。

電話で決裂した翌日から、なんと彼らは逆の動きに出た。

場にある DI 株を一気に買い始めたのである。ストップ高の連続で、わずか一カ月くらいのあいだに四万円から三十数万円まで株価を上げた。すると、今度はデイトレーダーが提灯でつく（便乗買い）から、そうこうしているうちに、彼らはどこかで抜け目なく売り抜けてしまったのである。

悔しいが、この手のことにかけては、大した腕前を持った連中なのだ。

・・・

DI のような小型株なら、彼らは一社でも簡単にできるし、二社で組めば朝飯前でできてしまう。

日本の金融庁は英語が苦手だし、そのうえ外国人に弱いから、ヘッジファンドの取り締まりなどほとんどできていない。そのせいもあって、彼らはやりたい放題なのである。だから、これだけ株価が暴落しているなかでも、小型株で儲けているヘッジファンドはいくらでもある。

## ネット証券が信用取引を勧める理由

ネット証券は、つまるところ手数料の競争になる。

差別化が難しく、ほとんど同一サービスでやっているため、手数料を安くして投資家を集めるしかないのだ。手数料を極限まで下げていくわけだから、ネット証券は手数料だけでは儲からない。松井証券などは手数料タダとまで言い出したくらいだ。

ネット証券がどこで儲けるかという点、信用取引をする人の証拠金の金利なのである。

日証金信託銀行の決めている金利が、いま三%強といったところだ。ネット証券が信用取引を勧めるのはそのため、これは確実に儲かるのである。

それも当然で、取りっぱぐれがない。先に記したように、いざとなったら強制決済で株をぜんぶ売らせて、お金を回収してしまうからだ。三%の金利が稼げて、しかも取りっぱぐれがない商売など、世の中にはめつたにあるものではないだろう。

つまりネット証券には、今度の暴落で大損する理由が見つからない。

株を売らないですむ金持ちも、大暴落でほんとうの意味での損はしなかった。ネット証券も損をしていない。確実に損をしたのは、強制決済で持ち株を売り払われてしまった個人投資家だけだ。

## 株価を動かすソフト

次にインベストメントバンカーたちが考えついたのは、もっとコンピュータソフトを活用しようということだった。

たとえば、ある株を九百二十五円でいきなり十万株買い入れると、個人投資家が九百二十六円買い、九百二十七円買いと、こまごま注文を入れてきて株価が上がってしまい、なかなか九百二十五円で注文が成立しないとする。こういうとき、彼らはコンピュータにプログラミングして、まず九百二十五円で一万株の買いを出す。これができたら、今度は九百二十四円で一万株。九百二十四円でできなかつたら、また九百二十五円で一万株というように、自動的に注文が出せるようにセットしておくのである。

これを「スライス買い」という。

十万株を一万株にスライスして買うくらいならいいが、極端な場合、彼らは百分の一くらいにスライスして注文する。すると、同じ出来高でも、東証に百倍の数の注文がきてしまうのだ。東証がパンクした大きな原因の一つは、この「スライス買い」による注文口数の異常な増加にあった。

さらに、もっと巧みなソフトがある。

新興株の出来高が薄い銘柄だと、ほんとうの目的は売りなのだが、彼らは逆に一株や二株の小口の買い注文を機関銃のように打ち出す。五十株の注文を三十回くらいに分けて出すと、すばらしく場が盛り上がっているように見える。

それを見た個人投資家が買いに出ると、次の瞬間、静かに売りに入るのである。

個人投資家に高値で買わせて、そのときにはもう売りに転じて回収に入っている。こういう便利なソフトを、彼らはいっぱい備えている。買いと売りを同時に出すのは、紛れもなく不正取引なのだが、彼らは買いを A 証券会社から、売りを B 証券会社からと分けて、しかもこれを瞬間にすませてしまう。

これでは証券取引監視委員会も、A 社や B 社の裏にどんなヘッジファンドがいるのかなど、とうていわかりっこない。

#### 年金の「三〇%ルール」

年金には「三〇%ルール」というのがあり、自己資金の三〇%以上の株は持つてはいけないことになっている。もし年金が、きっかり自己資金の三〇%の株を潜っていたとすると、値上がれば三一%、三二%となって保有限度を超えてしまうから、そのたびに一%、二%と売っていかざるをえない。

逆に、いまのように株が大きく値下がると、三〇%あったつもりが二〇%しかなかったということにもなる。こうなると、今度は買いに出るわけだ。

年金には、上げ相場では売らざるをえず、下げ相場で買いに出るという宿命がある。

いまの東京市場は、外国人投資家がものすごい勢いで売り、個人と年金が買いに回るという図式のなかで暴落が起こっている。つまり、外国人投資家の売りの勢いが、個人と年金の買いをはるかに凌いでいることが、この大暴落を誘発しているわけである。

不況は、金持ちをさらに金持ちにし、強い会社をさらに強くする。

不況のときこそ、金持ちと貧乏人の格差がますます広がるのである。

たとえば、不動産会社でいうと、いま暴落している三菱地所と三井不動産の株は、絶好の買いどきなのだ。この二社はまず倒産しない。カタカナ名の新興不動産会社はいずれバンザイして、保有している土地をこの二社に二束三文で買ってもらうことになるだろう。

つまり、やがて景気が回復したときには、この二社はもうワンランク上の会社になっている。このように、伝統と体力のある不動産会社にとって、不況はさらに強くなる最大のチャンスなのだ。不況は、金持ちをさらに金持ちにし、強い会社をさらに強くする。

景気のよいときに格差が広がるというのは、まったくの誤解、錯覚なのである。