



あすかアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長

# 谷家 衛氏 語

Mamoru Taniya

金融

## たにやまもる

Profile

1987年 ソロモン・ブラザーズ入社。日本における金利商品の相対価値取引の第一人者として活躍するとともに日本およびアジアの自己勘定部門の共同責任者を務める。1999年には米国大手運用会社であるチューダー・インベストメントの日本拠点を設立後MBOにより独立、2002年に国内独立系の投資顧問会社としてあすかアセットマネジメントを設立。

喉元過ぎれば熱さを忘れる。金融の世界で、いろいろな事例が思い浮かぶのではないだろうか。何かしらのイベントが生じた時、資産運用のプロフェッショナルでさえ、投資哲学

## Financial Information Technology Focus

### あすかの設立と運用哲学

**堀江** あすかグループは色々とユニークな展開をされている会社だと思います。まずは、どのような会社か、経緯からお話いただけますか。

**谷家** もともと私どもは1987年からソロモン・ブラザーズで自己勘定の運用を行っており、95年にはアジアにおける共同投資責任者になっていました。98年にソロモンがシティグループに買収される際、自己勘定の運用部門が縮小されることになり、その時、外に出ることにしました。

アメリカの大手投資銀行や大手ヘッジファンドなどとお会いした中で、チューダーから一番いい条件の提示があったので、チューダー・キャピタル・ジャパンをつくりました。それから2年後に、チューダーをMBOして、3人の創業メンバーで90%を買い取り、名前を「チューダー」から「あすか」に変えました。今でもチューダーは

10%の株式を保有しています。

もともとやりたかったことは、大きく2つありました。

金融も、物づくりやサービス産業と同じように、在庫管理をして運営を行うということが1つ目です。例えばメーカーがどんなにいい商品をつくっても、消費者がいいと思わない限り売れないわけです。金融も在庫管理をして、実業としてちゃんとやらない限り成り立っていかないと考えています。

もう1つは、ファンドマネジャーが「活きる」会社をつくりたいと思っていました。われわれが独立する頃は、外資系が日本の金融機関に勝つみたいな雰囲気がありました。ある種、第2次世界大戦後の日本のメーカーは似たような感じだったと思うんです。外資に比べて、自分たちは技術では勝てないと思っていた。しかし、ソニーのような会社が出てきて、技術者のパラダイスをつくり、日本の技術者は世界でも十分対抗できるぐらいの力を持った。

外資系金融機関にいて、同じようなことをずっと感じていたんです。われわれ日本人のファンドマネジャーは、運用に専念できる環境を与えられていて、すごく活躍できました。ファンドマネジャーという職種は、1つのことを一生懸命に突き詰めて、職人みたいにやっていくところがありますので日本人の気質に合っています。そういった環境さえあれば、十分対抗できるし、世界にも通用する。そういう場所をつくりたいと思って、あすかを設立しました。

**堀江** 今もアービトラージの戦略をやっていると思いますが、それだけだと限界があると思われたのは何年ぐらいですか。

**谷家** 98年です。LTCMの破綻を見てです。

**堀江** 確かジョン・メリウエザーはソロモン時代の同僚ですよ。

**谷家** ボスです。今でもすごく尊敬しています。あれだけマーケットのことを知っている優秀な人はめったにいないと思います。人格的にも素

# らう 堀江 貞之

IT 対談 *Sadayuki Horie*



を厳格にまもるのは実は容易ではない。どのような投資哲学をもって、それを貫徹しているのか、あすかアセットマネジメントの谷家氏に語っていただいた。

## ほりえ さだゆき

## Profile

1981年 野村総合研究所入社。「NRI債券パフォーマンス指数」(現NOMURA-BPI)の開発に従事。86年から88年にかけてNRIアメリカに赴任し、オプション・モデル/ターム・ストラクチャー・モデルを開発。96年~2001年野村アセットマネジメントに赴任。現在、AIMAジャパン調査委員長のほか、大阪経済大学経営情報研究科大学院非常勤講師。

晴らしい人です。

アービトラージが全盛の頃はまだ、アービトラージをやっている人の市場全体に占める割合が小さかったんです。ところが、いつの間にか、みんながアービトラージ戦略が正解だと思うようになって、そこにお金が集まるようになった。気がつくと、参加者のうちかなりの人たちが似たような手法を使うようになっていた。微分でいうと、昔は1次微分だけでリターンが取れましたが、今は2次微分、3次微分まで分析しないとリターンが稼げない状況になってしまったんですね。

平常時はそれでもいいんです。しかし、何かイベントが起こると、そこから一斉にお金が引いて、市場にそれを吸収するだけの流動性がなくなってしまうため、結果としてはすくなく損をする、ということが起こってしまうんです。

バフェットのように、莫大な資金があり現金を保有することが許される場合は別ですが、われわれのように投

資を職業として常に市場に投資をすることが期待されている場合には、ファクターの数が少なく、トレードの数が少ない、要するにベットの数が少ない戦略を常にやっていたら駄目だと強く思うようになったんです。

**堀江** 常にベットしなければいけないのはどういう理由からですか。

お客様との投資目的の約束の中で、もう少しマネジャーの裁量を多くとれるようにしておけば、マネジャーもいろいろな工夫ができると思うんです。

**谷家** ファンドにお金を預ける側が、ファンド・オブ・ファンズのように資産運用を職業とする場合が多くなっています。どの戦略に投資するかはファンド・オブ・ファンズが決めるわけです。すなわち、全体のポートフォリオの中で、アロケートされた戦略内でやるしかなくなってしまう。そうすると、なかなか、堀江さんのおっしゃるような運用がしにくくなります。

**堀江** 確かにファンド・オブ・ファ

ズはかなり厳格にガイドラインに沿って、それぞれの戦略の実行を要求してきますね。リスク・バジェットティングをやり過ぎて、全体最適が悪くなっている感じがします。

**谷家** おっしゃる通りだと思います。

例えば年金であれば、何よりも元本を減らさないことが第一で、その中で安定したリターンを上げるのが目標だと思うんです。ライアビリティは比較的債券に近いわけですから、それに合った運用をするのが望ましいと思います。

しかし、そこにいろんな研究とか専門職が出てきて、インデックス運用とか分散投資といったことを言い過ぎて、本末転倒になってしまっているように思います。

**堀江** 谷家さんは、それに対してどういうソリューションを目指しているんですか。

**谷家** 基本的には、資産クラスで運用を考えるのではなくて、ファクターの数とトレードの数で投資のやり方を4象限に分けて考えています。



平常時は債券で運用するのが一番いいと思うんです。しかし、日本の場合だと、債券の利回りが低過ぎるため、目標の利回りに達しません。

債券に期待する役割は、元本を減らさないことと流動性の高さの2つだと思うんです。その2つを達成して、かつ年金が求める最低の利回りを達成するものを探すわけです。それには、ファクターの数が多くて、トレードの数が多く、ヘッジファンド戦略が一番いいと思っています。

#### Financial Information Technology Focus 運用哲学は イベントリスクの回避

**谷家** われわれのリスク管理の哲学に、自分が思っていることと市場が反対側に動いたら、どんなに自分達が正しいと思っても、いったん現金に戻す、というのがあります。そのほか、1カ月に5%を失ったファンドマネジャーはその月はもうトレードできないし、10%を失ったファンドマネジャーは、その年はトレードできません。例えば5%を失うと、それから3日間ぐらいの間にポジションをほとんどゼロにするようにします。

今回の地震はその最たる例です。3月11日にあのような悲惨な地震が起こってしまいました。14日の段階でエクスポージャーは、グロスで170%ぐらいありました。それ

を1日目に大体40%、2日目にはほぼ10%、3日目にはゼロにしました。それから1週間はほとんどポジションを取らず、市場が落ち着いたのを見てから再開しました。これは以前に何度も同じような経験をしたからです。その結果、3月のロスは限定させることができました。

おそらく10回中9回の割合でマーケットは戻るんです。しかし、あとの1回は、もっとディザスターになってもおかしくないんです。戻るであろう9回に賭けることは、自分達はすべきでないと思っています。

今回も、正直、戻る確率は90%以上だと思っていました。しかし、残りの10%になった場合には、本当に終わってしまいます。元本さえ守っていれば、いくらでも回復させる方法はあります。

**堀江** どんな戦略をとっていたんですか。

**谷家** マルチ戦略型のオポチュニティーズファンドとロング・ショートファンドについては、いったんポジションをきれいにしました。マーケットが急落した15日に買えば、もっと収益が上がったと思います。しかし、これはイベントが発生した際でも致命的なロスを回避し、できるだけ長期で安定した収益を積み上げることを目指しているオポチュニティーズファンドやロング・ショートファンドではやるべきではないと思っています。

また、バリュアアップ戦略についても、ポジションを小さくしました。これは、働く株主として経営陣と協業し、国内企業の成長を後押しして株主価値向上を目指す厳選投資

型の戦略です。震災直後の週末から投資先の被害状況の収集・分析に努め、ごく一部、長期的に考えると、地震の影響を受けない会社については少しだけ買い、その替わりもともと持っていた会社の株式は状況を個別精査して一部売却するとともに先物を使ってエクスポージャーを抑制しました。

**堀江** ポジションをクローズするのは、マルチマネジャーの資金配分責任者として、それぞれのマネジャーに対する確信度を下げたほうがいいという発想ですか。

**谷家** そうではないです。

これは、アービトラージをやっていた時に学んだことなんです。LTCMのショックや、今回のリーマン・ショックでも同じことが起こりました。株の場合は割高、割安についてもいろんな見方があるので何でも説明できますが、アービトラージでは明らかに説明できないことが起こったわけです。例えば、10年と20年のスワップスプレッドが大幅にプラス・マイナスが逆転している。10年では国債のほうが高いけれども、20年では国債のほうが40ベースポイントも安い。こんなのはあり得ないですね。

アービトラージの戦略をとっていたファンドマネジャーが破綻した最大の理由は、こうしておかしくがますます進んで、「これは絶対おかしいから戻るはずだ」と考えて、逆にポジションを大きくしたからです。最後は、ファンドの解約なども重なって無理やり売られることになってしまい、その結果、20標準偏差といったイベントが起こったわけです。

**堀江** いったんポジションをゼロにするというのは、時間を買うということですか。リスク管理上、時間をマネジャーから買って、その間は何もしないでリスクの発生余地を残さないということでしょうか。

**谷家** 何が起るか、誰にもわからないということです。

あと、ソロスなどが言っている再帰性。経済や政治で生じた出来事は、どちらが原因でどちらが結果という見方は当てはまらない。それはその通りだと思っているんです。

タイの通貨危機の時、タイの企業のファンダメンタルには何の問題もなかった。だから、タイの企業は結構な額をドルで借りられたわけです。しかし、通貨が下がることによって、ファンダメンタルがおかしくなって、結局みんな倒産してしまっただけです。

似たようなことはいろんなところで起こると思うんです。株価が原因となってファンダメンタルに影響することもあるので、「ファンダメンタルが大丈夫だから、株価がどんなに動いてもいい」というのは当てはまらないと思うんです。

私は、自分のほうが市場よりも賢いと思っている人は、結局は生き残らないと思っています。やはり市場には謙虚でないといけな。どんなに自分が正しいと思っても、反対に行ったら、いったんきれいにする、というのはすごく大事だと思っています。

**堀江** 98年に気づかれていたのは早いですね。

**谷家** アービトラージをやっていたので、流動性がなくなる怖さは

身にしみています。

**堀江** ストップロスのルールは年金の運用にも当てはまると思っています。

ピーター・バーンスタインとマーティン・リーボヴィッツも「リターンを先に決める人がいるが、それは間違っている。リスクを先に決めるべきである」と言っていました。リターンを先に決めると、そこがドライバーになって、リスク管理がおろそかになる、という論理です。

**谷家** おっしゃる通りですね。

それと、先にリスクを決めるのだけれど、パーセンテージでのリスクも動くことを念頭におかなくてははいけません。過去の数量分析から出てくるリスクだけでは駄目で、絶対値での出口もつくっておく必要があります。

リターンかリスクかといえばリスクかもしれませんが、元本を守ることが絶対必要です。

**堀江** この議論をすると、「そうはいいっても、目標リターンを与えられているんです。それはどうやって達成すればいいんですか」と必ず聞かれます。その問いには、どのようにお答えになっていますか？

**谷家** 常にリスク・リワード・レシオをしっかりと管理して、それを積み重ねていく。勝率がたとえ五分五分だったとしても、平常時は、積み重ねていくことが重要だと説いています。

国債の利回りが十分高ければ、平常時は国債でいいと思いますが、今はそういう状況ではありません。国債に期待している特徴は元本を守って流動性が高いということなので、その2つを達成できる商品をまず用意しておく。すなわち、ファクター

の数が多くてトレードの数が多い戦略が中心になります。

リーマン・ショックのように何らかのイベントが起こったら初めて、ファクターの数が少ない戦略をやる。それは、アービトラージかもしれないし、マーケットニュートラルかもしれない。あるいは、ディストレストアセットとか、プライベート・エクイティ、不動産かもしれない。しかし、こういうものは、日常的にやるものではありません。

**堀江** スイッチのタイミングはどのように決めるんですか。

**谷家** マーケットの動きを見てです。最終的にはアートのなところがあると思います。ただ、やはりイベントが起こるまで待つというディシプリンは大事だと思います。

市場の動きに応じて、戦略を機動的に変えるのは不安定だと言われることが多いですが、個人的には逆だと思っています。「機動的に変える」のではなくて、「平常時はやらない」んです。今みたいに、お金の量が多過ぎて、そのお金が早く動き過ぎる時代には、そうするのが一番いいと思っています。

**堀江** 本当に筋が通っていて、聞いていて気持ちがいいです。

本日は、ありがとうございました。

(文中敬称略)

