

2008年12月25日

## [緊急特別レポート！！]

### 本当に悪いのは誰だ！マドフ事件レポート②

～バーナード・マドフ事件を読み解く～

前回紹介した4つのフィーダー・ファンドのほかに、新たにもう一つ、大きなフィーダー・ファンドの存在が明らかになりました。

アクセス(Access International Advisors)社の運用するルクスアルファ(Luxalpha)というファンドです。直前の残高が14億ドル(1ドル90円として1260億円)ということですので、アスコットについて5番目の大きさです。これで、5個のフィーダー・ファンドの合計は、175億ドル(1兆5750億円)になりました。この調子だと、まだ新しいフィーダー・ファンドの存在が明らかになりそうなので、総額は、前回推定額を超えて、200億ドル(1兆8000億円)くらいなのかもしれません。また、ファンド・オブ・ファンズや、プライベート・バンクの口座を経由して投資されていたものも、単純にフィーダー・ファンドへ投資するだけでなく、マドフが直接に運用する専用の個別口座(separate account)を使っていたものもあるようなので、やはり、二重計上を考慮して500億ドルの半分の250億ドル(2兆2500億円)というのが、妥当な推計なのでしょう。

ところで、このアクセス社ですが、創業者で社長のティエリー・マゴン・ドゥ・ラ・ヴィユウシェ(Thierry Magon de La Villehuchet)氏は、23日、自分のオフィスで死体となって発見されています。自殺であるとされています。もちろん、動機などの背景はわかりませんが、自殺に追い込まれた重要な要因は、訴訟リスクであろうと思われます。前回、主要フィーダー・ファンドの一つ、ガブリエル社のアスコットの関係者が損害賠償の訴えを起こされたことを申し上げました。その後、最大のフィーダー・ファンドであるフェアフィールド・セントリーの運用会社フェアフィールド・グリニッジ社も訴えられています。関心は、マドフの責任よりも、マドフを使って巨額な資金を集めていたフィーダー・ファンドの責任の方へ移っています。恐らくは、ドゥ・ラ・ヴィユウシェ氏も、自身の責任の重さを感じたのだと思います。

なぜ、フィーダー・ファンドの責任が重いのでしょうか。それは、フィーダー・ファンドの運用会社が、法律上の運用者なのであって、マドフが運用者なのではないからです。また、フィーダー・ファンドの運用会社が、実際に顧客から資金を集めた営業者なのであって、マドフが直接に資金を集めたわけではないからです。マドフは証券会社です。運用会社ではありません。マドフは、運用会社の証券売買の注文を執行する証券会社に過ぎなかったのです。従って、直接に顧客に接した営業者としても、法律上の運用者としても、フィーダー・ファンドの運用会社が、第一義的に全責任を負うのは、全く自明です。

では実際に、マドフと運用会社の関係は、どのような仕組みになっていたのでしょうか。

結論からいうと、マドフは、運用会社の売買注文を待たずに、完全一任で、証券やデリバティブの売買執行を行っていたと考えられているのです。証券会社の一任売買は、それほど特異なことではありません。日本でも、一定の法律の要件を満たせば、証券会社の一任売買が可能です。マドフも米国の法律の下で、合法的なやり方で一任業を行っていたことは、間違いないでしょう。

問題は報酬です。証券会社の一任売買の問題性として広く知られているのが、利益相反です。というのも、通常は、マドフの例のような一任売買の場合、証券会社は、資産運用の一任判断にかかわる報酬を別途貰うのではなく、証券会社としての売買手数料を徴収するのみだからです。要は、注文を独占的に貰う見返りに、ただで資産運用サービスを提供するという仕組みなのです。ただほど高いものはない、といいますが、利益相反の可能性は極めて明白です。無用な売買を繰り返せば繰り返すほど、証券会社の報酬は大きくなる一方で、そのような無駄な売買が運用成果を引き上げる可能性は必ずしも小さくなく、むしろ引き下げる可能性のほうが大きいからです。

マドフが、このような詐欺に手を染めた動機は、謎のままです。なぜなら、このような仕組みでは、マドフに一切、運用報酬は入らないからです。マドフが利益を得たとしたら、売買手数料の形か、元本そのものを着服したかです。しかし、売買手数料の形で利益を得ることは不可能ではないでしょうか。もしも、見かけ上ではあれ、ファンドのほうに利益が出ているのならば、マドフの行為は、利益供与(損失補填)のようなことですから、その分、裏側では損失を累積していたのではないかと思われるからです。では、元本を着服したのでしょうか。どのようにして、それが可能なのか想像もつきません。今後の解明を待つのみです。

**一方、フィーダー・ファンドを提供していた運用会社は、巨額な運用報酬と販売手数料を手に入れています。**

フィーダー・ファンドの運用報酬は、かなり高額で、ファンド資産の1%から1.5%になっています。加えて、ヘッジファンドの通例で成功報酬を取っています。二桁の収益率を安定的に誇ってきたファンドですから、成功報酬も巨額に達していたはずですが、古いフィーダー・ファンドは、1990年代にさかのぼるとされています。金額は、徐々に増えていったのですが、仮に、1000億円を10年間運用したとすれば、1%の固定報酬だけで、毎年10億円、10年で100億円、成功報酬を極く控えめに見積もって1%としても、やはり10年で100億円、合計して200億円。1000億円以上の残高のあった5個のフィーダー・ファンドの運用会社は、総額で、少なく見積もっても数百億円の運用報酬としての収入を挙げているはずですが、さらに問題なのは、これらの運用会社は、同時にファンドの販売会社として高額な販売手数料すら取っていたのです。

**では、これら運用会社は、運用会社として何をしていたのでしょうか。**

何もしていません。ただひたすら資金を集めただけです。運用はマドフに一任です。マドフの運用の実態確認すらしていません。運用者として何もしないのに、運用報酬の全額を手にしたのは、これら運用会社です。マドフには、一銭も運用報酬は入っていません。少なくとも、現時点では、運用会社からマドフへ報酬が払われた事実は確認されていないのです。誰が一番儲けたのでしょうか。マドフでしょうか。高額な運用報酬と販売手数料を取りながら、実際の運用はおろか、顧客の利益を守るなんらの努力をしなかった、これらの運用会社なのではないでしょうか。