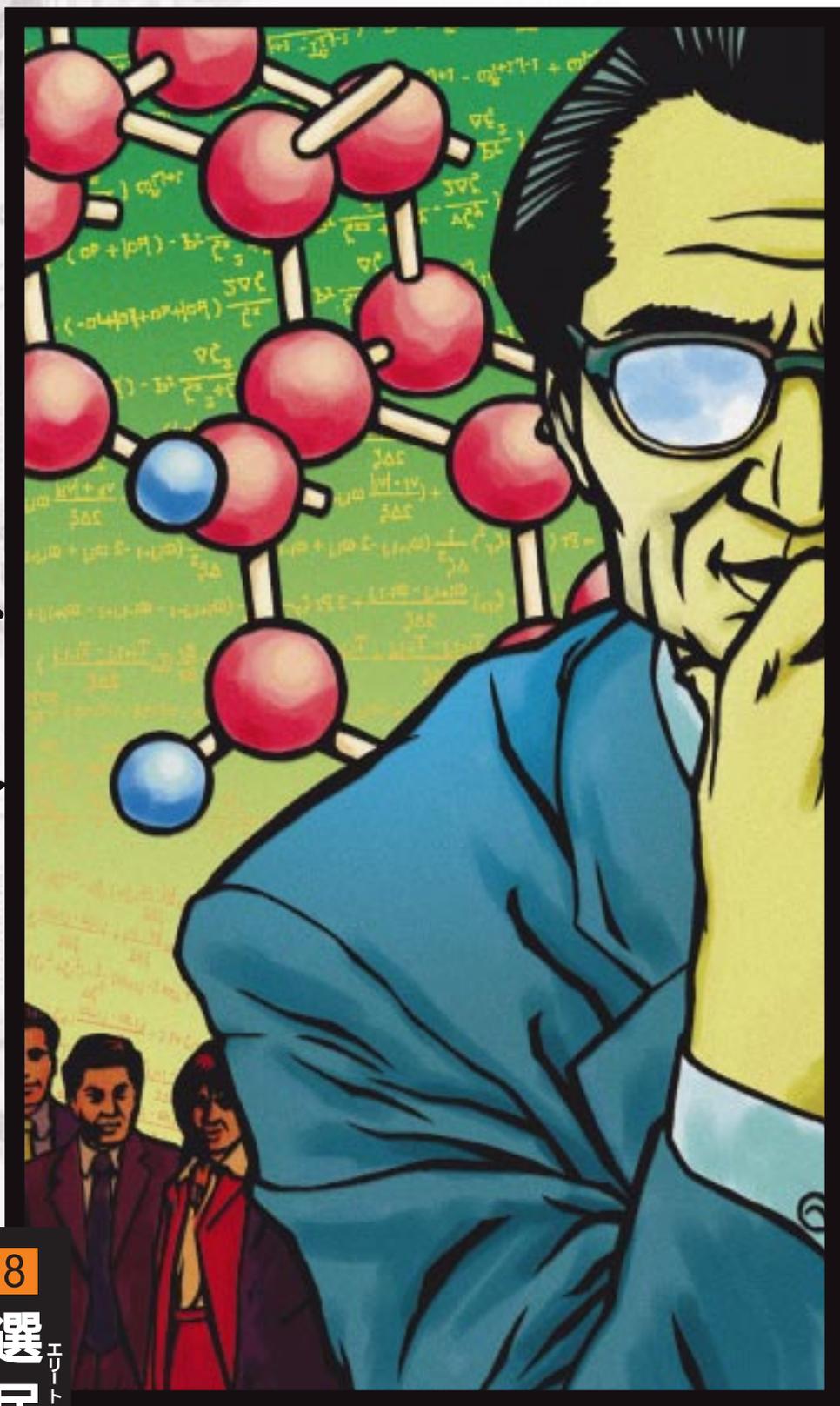


実録

誰も書かなかった

フジファントの正体



巨大マネー

8
選民
レポート

増資の発表を機に株価は急落した

「えっ、こんなわけではないじゃないか。もっと下がってはいはずだ」

千葉祥二は、日本航空の株価チャートを映し出すパソコン画面に向かって思わず声を上げそうになった。

今年7月3日。日航の株価は、寄り付き前から相場の焦点になっていた。前営業日の6月30日、日航は最大2000億円の調達を狙って発行済み株式数の35%に相当する7億株の公募増資を発表。この日、株価は急落が必至と見られていたからだ。

だが、案に相違して株価は下げない。寄り付きこそ前日比20円安の267円で始まったものの、その後は、下げるどころか反発の動きさえ見せた。

「どうしたんだ」「下げない」「誰か買い支えているのか」。インターネット上の掲示板にも、個人投資家から次々と書き込みが入る。

思惑が錯綜する中、株価は結局、最後まで大きく下げず、273円へ上げて引けた。だが、その動きをじっと注視していた千葉は呟いた。

「おかしい。この後は絶対下がるはず。空売りだ！」

国内大手ヘッジファンド、RSアセット・マネジメントのファンドマネジャー、千葉が動き出したのはそれからだった。

千葉は、いったん日航の株価が戻した後、7月7日頃から連日空売りをかけ始める。一方で公募増資にも応募。空売りのため借りた株式を、取得した株で返済するというしたたかな戦略も取った。

狙いは当たった。7月20日まで数億円を売り続けると、日航の株価も急落。



21日に215円まで下げると、公募で取得した株式をすかさず返済に回し、一連の取引を終えた。空売り開始から2週間余り、目論見通り大きな利益を手にした…。

学者型人材が中核に

だが、千葉の真骨頂は、いかにも“ヘッジファンドらしい”こんな動きだけではない。

日航株のケースのように公募増資など株価に影響を与える「出来事」に着目する運用手法は、得意技の1つに過ぎない。

独自の指標で割高・割安銘柄を判定し、買いと空売りを同時に建て、相場の動きに影響されずに利益を目指す手法も、千葉のファンドの特徴。これは、同様の手法で40～50も使うと言われる株価指標を、3つに絞り込むことで割高・割安判定効果を上げ、高い運用成績を上げるというものだ。

景気の「回復」「拡大」「減速」「後退」という4つの局面で最も効果の高い指標を大量のデータ解析と独自の分析で

選び出したという。

これ以外にも、ある価格で日経平均先物を買ったり売ったりできる権利（オプション）を、局面に応じて売買して儲ける手法も自在に使う。

あるいは、株価の動きに相関性のある2つの銘柄の価格差に注目し、株価が大きく開いた時に、割高な方を空売りし、割安な方を空買いするといった売買をする手法も駆使する。それぞれ1つだけでも1本のヘッジファンドが立つような4つの手法を、状況に合わせて駆使しているのである。

だが、これも株式、デリバティブ（金融派生商品）からマクロ経済まで様々な分野の深い知識と、コンピューターを駆使する分析力といった高い能力があればこそのも。

実は今、ヘッジファンドの世界では、経済、経営、財務など文系の専門知識に加え、理系の金融工学的な解析能力を備えた高学歴、高能力の人材が主流になり始めている。

かつて1990年代後半、米国の巨大ヘッジファンド、ロングターム・キャ

ピタル・マネジメント(LTCM)は、オプション理論でノーベル賞を受賞したマイロン・ショールズとロバート・マートンという2人の経済学者を擁して、世界の為替、債券、デリバティブ市場を席卷したが、今や世界のヘッジファンドでも学者型の優秀な人材が次第に中核を占め始めているのである。

RSアセットの千葉は東京工業大学工学部で都市工学を専攻、88年に卒業している。都市工学は「新しい鉄道や橋、トンネルなどを建設した際の利用者数や採算の推計(千葉)などをする学問だから、株式市場とはもちろん関係ないが、「そこで学んだ線形計画法という利用者数、採算の推計方法が株価の予測に生きている」と話す。

莫大なデータをコンピューターで分析し、推計式を駆使する理工学的発想が生きているということなのだろう。

卒業後入社した野村証券で就いたクオンツという専門職も、科学的、工学的な方法で個別銘柄や市場を分析。リスクをコントロールし、高リターンを上げる運用方法の開発などをするものだった。

187億円の運用資産を動かし、他の日本株ヘッジファンドが低調に喘ぐ中で今年、年初から5.4%(7月末現在)という着実な運用成績を上げる原動力になっているのは、

この専門能力の高さなのである。

米大学助教授からの転身

学生時代の都市工学とクオンツの現場で科学的運用能力を身につけた千葉を、「学者・研究者型運用者」の1つの典型とするなら、実際に大学の教壇から運用の世界に身を投じた四塚利樹は、もう1つの典型だろう。

その経歴は、かつて、80年代から90年代初め、債券運用の世界で圧倒的な強さを誇った米ソロモン・ブラザーズの運用チームで働き、後には同社東京支店のナンバー2にまで上った、というから成功に彩られている。

当時、ソロモンの運用チームを率いたのは、後にLTCMを創業する伝説の債券トレーダー、ジョン・メリウエザー。いわば世界の檜舞台に立った経験も持っているのである。

だが、それも88年夏、1本の電話がかかってくるまで想像もできないこと

だった。

その時、四塚はシカゴ大学ビジネススクールで金融論などを教える助教授。「学者を目指し、それで生きていこうと思っていた(四塚)と言うように、終身教官の資格が取れる特別コースで着実に生きていた。

そこに来た思いもかけぬソロモンへの転身の誘いは、四塚の人生を一変させる。提示されたのは、債券や株式の価格評価モデルの開発と、運用リスクの評価や管理などをするトレーディングリサーチなどの仕事。

「(ソロモンは)既に理系の人材は数年前から採用していたけど、金融を系統的に、それも博士課程レベルで学んでいる人材を求めているようだった」

30歳。未知の全く異なる世界だが、米国の大学は1~2年休職して別の仕事をしても復帰できることもあり、思い切って飛び込んだ。

以来、18年。四塚は今、二足のわらじを履いている。経済学博士、早稲田大学大学院教授、そして債券型ヘッジファンドなどを運用するシンプレクス・アセット・マネジメント取締役、がその肩書である。

ソロモンには97年3月まで在籍して退職。ソロモンで同僚だった、三上芳宏らと共に、シンプレクス・アセットの親会



RSアセット・マネジメントの千葉。複数の運用方法を自在に組み合わせ、好成績を上げている

空売り、空買いとは？

株式投資を基に説明してみよう。空売りは証券会社や証券金融会社などから株式を借りて売却。株価が下がった後、同じ銘柄を買い戻して差額の利益を得るというもの。買い戻した株式は借りた相手に返却する。

例えば、株価1000円の銘柄を空売りし、700円に下

がったところで買い戻すと、売却時に1000円の収入、買い戻しで700円の支出、差し引き300円の“利益”となる(実際には、株式の貸し手に支払う貸株料も差し引く)

当然ながら、空売りは先行き株価が下落すると予想した場合に行うもの。投資家が保有株の下落に伴う損失回避や、株価の下落局面を狙う投機に使える。



シンプルクス・アセット・マネジメント取締役の四塚利樹(左)とマネージング・ディレクターの山辺僚一。四塚は早大教授、山辺も大学教授を目指し数理ファイナンスを研究していた

社、シンプルクス・テクノロジーを立ち上げたという。

シンプルクスの運用手法は、日本国債の短期から長期債の金利カーブ(イールドカーブ)の動きを見て、例えば、中期の7年物国債の金利が理論値より低く(価格は割高)、5年、10年物国債の金利が高ければ(価格は割安)、7年物を空売りし、5年と10年物を買って建てるといったもの。

現実の金利水準の理論値との乖離という歪みを取る裁定取引が基本だが、そこで重要になるのが理論価格を算出するモデル。

市場金利は当然ながら常に変化している。例えば、ゼロ金利が将来解除されるという予想が市場に広がったとして、それが「数カ月先ではなく、数年

先ならある」という予想なら長期金利が動き、逆なら短期金利が変化する。

博士の研究室へ“変貌”

モデルは、そんな様々な要因を織り込んだ過去の金利変動の特徴を基に、将来のイールドカーブを予想するものだ。現在、シンプルクスで、そのモデルを駆使して実際に運用を指揮しているのは山辺僚一だが、実はその山辺も、大阪大学大学院博士課程で数理ファイナンスを研究しているところを四塚にスカウトされて入社している。

2000年6月、山辺が博士課程1年目の頃のことだった。「将来は大学教授になるつもりで、金利デリバティブの理論モデル開発をやっていた」のだが、「夏休みの東京旅行のつもりで」仕事

を手伝ってみて、実際の運用の面白さから離れられなくなったという。

「自分で書いた理論モデルを実践に使ってみてもうまく動かなかったりして研究心を刺激された」と山辺。

新しいモデルは、四塚と山辺、それに、四塚、三上のソロモン時代の同僚であり、現在はシンプルクス・アセットの取締役。そして、カリフォルニア大学ロサンゼルス校(UCLA)ビジネススクール教授でもあるフランシス・ロングスタッフの3人を中心を作っていくという。

まさに、博士たちの研究室のような世界である。今、ヘッジファンドは次第に超エリート(選民)の世界に変わっていくつある。

=敬称略(編集委員 田村 賢司)

一方の空買いは、同様に証券会社などから資金を借りて株式を買い、値上がりした後に売却して融資資金を返済。売買手数料などのコストを差し引いた残りが利益になる、というもの。こちらは将来、対象銘柄の株価が上昇すると予想した場合に行う。

ともに手持ち資金や株券などを元にその何倍かの売買ができるという利点もある。信用取引を始めるのに

必要な最低の資金額が委託保証金で、約定金額に対してのその担保の比率を委託保証金率と呼ぶ。

ただし、株価が狙いと逆に動くと損失(含み損)が発生する。これが生じると、その分を担保額から差し引くことになっており、損失を控除した後の額が委託保証金最低維持率と呼ばれる比率を下回ると追加の担保(追証)が求められる。