

## 第2部 ヘッジファンド運用と投資適合性

平成18年1月20日

本PDFには、別添(「ヘッジファンド戦略」を理解するために必要な基礎知識の解説)を添付してありません。ご興味のある方は、個別に下記アドレスまでお問い合わせください。

[teramoto@assetmc.co.jp](mailto:teramoto@assetmc.co.jp)



株式会社エー・エム・シー

寺本名保美



# 目次

1

ヘッジファンドの種類と最近の傾向

2

ヘッジファンドの運用手法

3

投資適合性という考え方

別添

「ヘッジファンド戦略」を理解するために必要な  
基礎知識の解説

## 主要ファンドオブファンズにおける戦略組入れ状況

	ファンドタイプ と目標利回り(短期金利+)						
	裁定型3%	裁定型6%	裁定型10%	裁定中心6%	インデックス型	マルチ7%	マルチ10%
金利裁定取引関連	13	8	36	29	12		
転換社債裁定取引関連	13	22	5	9	7	30	11
株式市場中立関連	9	7	13	14	7		
イベント・リターン関連	31	23	13	25	17		2
株式ロング・ショート関連	0			23	15	29	63
マクロ・CTA等デレクショナル関連					30	24	9
クレジット関連	6	24	28			13	14
マルチストラテジ - 関連	23				12		
その他	5	16	5			4	1
合計	100	100	100	100	100	100	100

各社運用報告資料からエー・エム・シーで再分類 2005年9月近辺の実績、ファンド毎に時期は異なる

## 2005年(1月～12月)ヘッジファンド・インデックス年間収益率

S&P ヘッジファンド 計	2.28%
S&P アービトラージ	-0.32%
S&P イベント・リターン	4.61%
S&P デレクショナル・タティカル	2.54%
S&P マネージド・フューチャーズ	-6.11%
S&P 米国株式ロング・ショート	4.78%
S&P グローバル株式ロング・ショート	13.60%

HFRX ヘッジファンド 計	2.72%
HFRX 転換社債裁定	-5.69%
HFRX 破綻証券	1.21%
HFRX 株式ヘッジ	4.19%
HFRX 株式市場中立	0.21%
HFRX イベント・リターン	2.81%
HFRX マクロ	6.67%
HFRX M & A	3.72%
HFRX その他裁定	-0.97%

## 2005年(1月～12月)金融市場 \$ 建収収益率

2005年米国短期金利(FF)平均	3.60%
米国株式 S&P 500	3.00%
米国株式 ダウ平均	-0.60%
欧州株式(\$) S&PEUROPE350	6.54%
全世界株式(\$) S&PGlobal 1200	7.69%



- 2004年に引き続き、2005年もヘッジファンド収益は低調
- 年間で2%と急ピッチで上昇した米国短期金利の影響や歴史的な高値となった原油動向などの影響を受け、不安定な金融環境でした。
- 更に、春先のGMショックで裁定型のヘッジファンドに損失が膨らんだこと、夏場の大型ハリケーンで長期金利が乱高下したこと、10月の資源株の急落で多くのヘッジファンドが損失となったこと、年末にかけて航空会社や電力会社などで大型倒産が発生したことなど、イベントが多発したため、単月で大きなドロウダウンを出すファンドが相次ぎました。
- そうした環境の中で、年前半は資源株に年後半は日本株の市場リスクをとったヘッジファンドについては、高パフォーマンスとなっていると、ヘッジファンドインデックス会社各社は一様にコメントしています。
- 当社への新規プロポーザルの商品特性を見る限り、アジア市場にフォーカスをあてたFoFsや、グローバルマクロ系などのディレクショナル戦略の多いFoFs、日本株のFoFsなどが増えている。これは、ヘッジファンドの投資対象が米国外に広く分散してきたことを意味する一方、直近のパフォーマンスに引きずられた商品提案がされているという側面も否定できません。

- ファンドやヘッジファンドに含まれている個別戦略について、年金スポンサーはなにをどこまで理解する必要があるのでしょうか？
- ヘッジファンド投資のリスクを一般に説明する際に用いられる、テールリスク（大きなイベントで標準偏差以上の損失を出すこと）や破綻リスク（詐欺や運用の失敗でファンドが破綻すること）といったことが、ヘッジファンド投資のリスクの本質なのでしょうか？
- 年金スポンサーにとってのヘッジファンド投資の最大のリスクは『運用内容が理解できない』という点にあります。
- 我々がヘッジファンドの運用手法を完全に理解することはできません。しかしながら、ヘッジファンドが活用している金融市場の仕組みを理解することはできると思います。
- ヘッジファンドが活用している金融市場は、これまで年金スポンサーが認識していた株式や債券のインデックス市場より非常に種類の多いものです。しかしながら一つ一つの仕組みはそれほど複雑なものではありません。
- ヘッジファンド戦略は、様々な金融市場の仕組みを組み合わせ、単独の仕組みにはない収益特性を創造しているにすぎないのです。
- ファンドやファンドにせよ、ヘッジファンド単体であるにせよ、ヘッジファンドというプレイヤーと関わりを持つのであるなら、まず彼らの使っている部品の名前と役割の理解からはじめるべきであると考えます。
- 本資料では、代表的なヘッジファンド戦略に、どの様な部品（戦略的部品）が使われているかを整理してあります。別冊となっている『ヘッジファンド戦略を理解するために必要な基礎知識の解説』には、個別の戦略的部品について解説をしています。
- 両冊子を見比べていただくことで、ヘッジファンド戦略というもののアウトラインが多少なりとも身近に感じていただけるのではないかと思います。



# 1. 株式マーケットニュートラル

投資戦略の概念	値上がりが期待される銘柄群による買いポートフォリオと値下がりが期待される売りポートフォリオとを組合せ、市場の上下の影響を排除して超過収益の獲得を狙う。
---------	---

主な投資手法	シングルアルファ	インデックスベンチマークのアクティブファンドのロング + インデックス先物の空売り
	ダブルアルファ	ロングポートフォリオ + 空売りポートフォリオ
	ヘッジ	価格変動パターンの近似している銘柄同士を買いと売りのペアにしその価格差をとる

戦略的部品	株式の投資尺度	先物取引	コーポレートイベント	レバレッジ				
-------	---------	------	------------	-------	--	--	--	--

戦略特有のキーワード	ダラニュートラル	買いポートフォリオと空売りポートフォリオの金額を一致させること
	ヘタニュートラル	買いポートフォリオと空売りポートフォリオの市場感応度を一致させること
	セクターニュートラル	買いポートフォリオと空売りポートフォリオの業種配分を一致させること
	サイズニュートラル	買いポートフォリオと空売りポートフォリオのマーケットキャップを一致させること
	スタイルニュートラル	買いポートフォリオと空売りポートフォリオの投資尺度を一致させること

リスクの分布	戦略の判りやすさ	時価の明確さ	換金性の高さ	特定の市場のリスク	収益のポテンティ	レバレッジの大小	ファットテールの大小
				なし	小から中	小から中	小から中

主な損失の要因	銘柄選択の失敗	スタイルやサイズリスク	空売りコストの増大	現物と先物の価格差
---------	---------	-------------	-----------	-----------

主要なリスク管理項目	マルチファクターモデルによる、対市場インデックスに対するトラッキングエラー管理
------------	---



## 2. 株式のロング アンド ショート

投資戦略の概念	個別の銘柄選択により、買い銘柄と空売り銘柄を選択。中長期的な絶対収益を狙う。市場感応度や業種配分での中立化は意図しない。
---------	--

主な投資手法	地域限定のロングショート	米国株式特化・欧州特化といった特定した地域での銘柄選択
	業種限定のロングショート	医薬品セクター内・IT産業内、といった特定の業種内での銘柄選択
	市場間のロングショート	米国株式市場 (S&P500) 買い、日本株式市場 (TOPIX) 売り、といった市場選択

戦略的部品	株式の投資尺度	先物取引	コーポレートイベント	レバレッジ				
-------	---------	------	------------	-------	--	--	--	--

戦略特有のキーワード	ロングバイアス	買いポジションの総量が空売りポジションまたは先物ヘッジの総量を上回っている状態。一般的なロングショートで多い。
	ショートバイアス	空売りポジションまたは先物ヘッジの総量が買いポジションの総量を上回っている状態。ショートセリングという戦略に含まれることもある。
	マクロ戦略	個別銘柄ではなく市場の方向性でリスクを取る。グローバルマクロに含まれる。

リスクの分布	戦略の判りやすさ	時価の明確さ	換金性の高さ	特定の市場のリスク	収益のポテンティ	レバレッジの大小	ファットテールの大小
				高い	高い	中から高	大

主な損失の要因	戦略の間違い	市場ベータの影響	レバレッジ条件の悪化	外的ショック
---------	--------	----------	------------	--------

主要なリスク管理項目	VaR	ストレステスト	ストップロス
------------	-----	---------	--------



### 3. イベント ドリブン

投資戦略の概念	合併・買収や増資・増配といった、企業のコーポレートイベントによって起きる株式等の価格変動に注目して行う裁定取引
---------	---

主な投資手法	M&A裁定	合併比率に対する株価の歪みに注目した主に株式のロングショート
	破綻裁定	破綻が見込まれる企業の債券と株式の残余財産権の違いに注目した裁定取引

戦略的部品	コーポレートイベント	破綻市場	債務の返済順位					
-------	------------	------	---------	--	--	--	--	--

戦略特有のキーワード	ディールリスク	合併発表後に、公正取引委員会や法的見解、もしくは当事者間の経済的問題等により合併が破綻になるリスク

リスクの分布	戦略の判りやすさ	時価の明確さ	換金性の高さ	特定の市場のリスク	収益のボラティリティ	レバレッジの大小	ファットテールの大小
				原則なし	中	小	大

主な損失の要因	ディールリスク	戦略の間違い	空売りコストの増大	極端な信用不安
---------	---------	--------	-----------	---------

主要なリスク管理項目	VaR ストレステスト
------------	-------------





## 4. 債券アービトラージ

投資戦略の概念	主に主要国の国債など、流動性の高い市場、およびその先物市場を利用し、市場間の金利差やイールドカーブの歪みなどに収益機会を求める戦略
---------	---

主な投資手法	国債市場間ロングショート	経済実態や金融政策の方向性から見て割高な国の債券を買い、割安な国の債券を売る
	イールドカーブ戦略	イールドカーブの形状変化を予想し、割安な期間の債券を買い、割高な期間の債券を売る。
	キャリートレード	低金利の債券を空売りし調達した資金で相対的に高金利の債券を買う。金利差を目的とした戦略

戦略的部品	イールドカーブ	先物取引	オプション売買	ボラティリティ売買	信用リスクの売買	レバレッジ		
-------	---------	------	---------	-----------	----------	-------	--	--

戦略特有のキーワード	ラダー	短期・中期・長期の金利を満遍なく保有すること。中期の金利に集中させることをブレット。
	バーベル	短期と長期の金利を保有し中期を保有しない、もしくは空売りすること（バタフライ戦略）
	エージェンシー債	主に米国の政府系住宅抵当証券債券（ジ・エム・ファミリーなど）を指す。高格付け（AAA）であるにも関わらず、早期償還リスクなどがあることから同年限の国債より利回りが高い。キャリートレードに利用される

リスクの分布	戦略の判りやすさ	時価の明確さ	換金性の高さ	特定の市場のリスク	収益のボラティリティ	レバレッジの大小	ファットテールの大小
	x			原則なし	レバレッジ次第	中から大	レバレッジ次第

主な損失の要因	急激な金利変動	レバレッジコストの増大	信用不安	外的ショック
---------	---------	-------------	------	--------

主要なリスク管理項目	VaR ストレステスト デュレーションコントロール
------------	---------------------------



## 5. ディストレスト (破綻証券)

投資戦略の概念	デフォルト（債務不履行）をおこした企業や、会社更生法申請をした企業、またはその可能性の高い企業の債券やローンや株式などを投資対象とする戦略
---------	---

主な投資手法	企業再生・バリュアップ	破綻企業の経営権を握り、負債の整理や収益性の向上などで企業価値を高め再上場などをを目指す
	キャピタルストラクチャアビトラージ	破綻が予想される企業の優先証券を買い、劣後証券を空売りする
	ディストレスト債トレーディング	予想される清算価値より割安になった破綻先債券を買い、理論価格で売却する

戦略的部品	破綻市場	債務の返済順位	信用リスクの売買	コーポレートバント	スワップ			
-------	------	---------	----------	-----------	------	--	--	--

戦略特有のキーワード	ワークアウト	破綻先の債券や株式を購入した後、企業価値を高めるために行う実務的作業。再生委員会への出席やCIO・CFOの派遣など、企業経営に直接関わるケースも多い。再生ファンドにはワークアウト専門の弁護士や会計士などが常駐している。
	キャピタルコール	企業再生ファンドなどでは、常に投資案件があるわけではないため、投資家からの資金は投資案件に従い徐々に払い込んでもらうスキームをとることが多い。投資家がファンドに最大払い込むと約束した金額をコミットメント、内払い込みを要求する行為をキャピタルコールという。

リスクの分布	戦略の判りやすさ	時価の明確さ	換金性の高さ	特定の市場のリスク	収益のポテンティ	レバレッジの大小	ファットテールの大小
		×	×	信用リスク	高	なし	大

主な損失の要因	戦略の失敗	極端な信用不安	投資先の詐欺的行為
---------	-------	---------	-----------

主要なリスク管理項目	ストレステスト
------------	---------



## 6. 転換社債アービトラージ

投資戦略の概念	株式市場の上昇時には株式として、下落時には債券としての、転換社債の価格特性を利用した裁定取引。
---------	---

主な投資手法	ボラティリティ ロング戦略	転換社債を買い、同発行体の株式を空売りする。株式市場が予想外に上昇すれば、転換社債価格の上昇益が株式のヘッジ損を上回るので（アンダーヘッジ）益となり、予想外に下落すれば転換社債の債券としての下方硬直性が生きてくるので株の空売り部分が益となる。
	クレジット ロング戦略	信用リスクが発生し割安になった転換社債を買い、金利のデュレーションリスクを先物やSWAPでヘッジする

戦略的部品	オプションの売買	ボラティリティの売買	信用リスクの売買	コーポレートバント	債務の返済順位	レバレッジ	スワップ	先物
-------	----------	------------	----------	-----------	---------	-------	------	----

戦略特有のキーワード	デルタヘッジ	株式の上昇に伴い、株式の売りポジション（空売りや先物ショート）を増やし、株式の下落に伴い売りポジションを減らす戦略。ボラティリティロング戦略で市場変動リスクを排除するための基本的なヘッジ手段
	パリティ	『株式時価 ÷ 転換価格 × 100』 株式時価が980円の銘柄の転換価格が950円であればパリティは103。この103を理論価格として実際の転換社債価格が高ければ割高、低ければ割安と判断する。パリティが低ければ転換社債は債券としての性格が強く、パリティが高ければ株式としての性格が強いとみなされる

リスクの分布	戦略の判りやすさ	時価の明確さ	換金性の高さ	特定の市場のリスク	収益のボラティリティ	レバレッジの大小	ファットテールの大小
	x			なし	小から中	中	中から大

主な損失の要因	ボラティリティの低下	信用リスクの拡大	金利の急上昇	コーポレートバント
---------	------------	----------	--------	-----------

主要なリスク管理項目	VaR ストレステスト デュレーションコントロール
------------	---------------------------



## 7. クレジットアービトラージ

投資戦略の概念	信用リスクの差によって生じるクレジットスプレッドを投資対象とする戦略。原則として金利のデュレーションリスクはとらない。
---------	---

主な投資手法	クレジットロング戦略	国債対比で利回りの高い債券を買い、同年限の国債を空売りする。保有している債券が満期までデフォルトせずに償還すれば、金利差分だけ益となる。利回り重視の戦略
	クレジットロング-ショート戦略	信用リスク対比で売られすぎている債券を買い、割高な債券を売る。信用スプレッド格差の拡大・縮小で起きる売買益を重視した戦略。

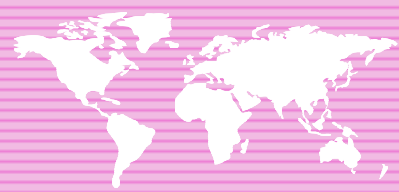
戦略的部品	信用リスクの売買	スワップ	債務の返済順位	レバレッジ			
-------	----------	------	---------	-------	--	--	--

戦略特有のキーワード	デフォルト率	格付け毎に年間何件のデフォルトが起きたかを格付け機関が統計処理したもの。例えばムーディーズ社の調査によればAAA格の企業がデフォルトする確率は年間で0.02%であり、A格で0.1%、最も格付けの低いCCC格で4%となっている。
	フライトゥクオリティ	質への逃避。信用不安や市場の不透明性が高まると、投資家は安全な国債に避難する。
	クレジット デリバティブ	信用リスクをヘッジするための保険の売買。信用リスクが低下しスプレッドが拡大すると判断した時使用する
	投資適格・非適格	格付けでBBB格までを投資適格・BB格以下を非投資適格という。BB格以下無格付け債までをハイイールド債と呼ぶ

リスクの分布	戦略の判りやすさ	時価の明確さ	換金性の高さ	特定の市場のリスク	収益のボラティリティ	レバレッジの大小	ファットテールの大小
				信用リスク	小から中	中	レバレッジ次第

主な損失の要因	信用リスクの拡大	レバレッジコストの拡大	コーポレートイベント	金利の急上昇
---------	----------	-------------	------------	--------

主要なリスク管理項目	VaR ストレステスト デュレーションコントロール
------------	---------------------------



## 8. グローバル マクロ

投資戦略の概念	経済環境や金融市場環境を予測し、特定の市場へのロングポジションやショートポジションをとる戦略。先物を使うことが多く、レバレッジが掛かりやすい
---------	--

主な投資手法	資産間	株式をロングにし、債券をショートにする。原油をロングにし株式をショートにする。など組合せは自由。
	市場間	日本株式をロングにし米国株式をショートにする。\$を買って円を売る。など同一資産内でのロングショート。株式ロングショートや債券ロングショートもグローバルマクロに分類されることもある。

戦略的部品	先物	オプション	レバレッジ	信用力の売買	破綻市場			
-------	----	-------	-------	--------	------	--	--	--

戦略特有のキーワード	テクニカル戦略	過去の価格パターンから、市場の方向性を予想する手法。
	ファンダメンタル戦略	経済予測によるTOPダウンで、市場の方向性を予想する手法

リスクの分布	戦略の判りやすさ	時価の明確さ	換金性の高さ	特定の市場のリスク	収益のボラティリティ	レバレッジの大小	ファットテールの大小
				多大	多大	多大	多大

主な損失の要因	戦略の失敗	レバレッジコストの拡大	コーポレートイベント	外的ショック
---------	-------	-------------	------------	--------

主要なリスク管理項目	VaR ストレステスト ストップロス
------------	--------------------



## 9. C T A マネージドフューチャーズ

投資戦略の概念	C T A (コティティ・トレーディング・アドバイザー - 商品投資顧問) という先物取引専門会社によるトレーディング戦略。戦略の異なる複数の C T A を集めてファンド・オブ・ファンズとしたものが、マネージドフューチャーズ
---------	---

主な投資手法	ファンダメンタルズ	T O P ダウンによる経済予測に従い、特定の市場の先物をロングやショートにする
	テクニカルトレンドフォロー	コンピューターによる解析モデルから過去の価格パターンから一定の法則を導き、順張りのポジションを採用する
	テクニカル逆張り	R S I など市場の過熱感を示唆する指標を組合せ、逆張りのポジションを採用する

戦略的部品	先物	オプション	ボラティリティ	レバレッジ				
-------	----	-------	---------	-------	--	--	--	--

戦略特有のキーワード	プログラム売買	売り買いのタイミングから発注まで、全てプログラミングしたコンピューターシステムで行う売買。
	商品先物市場	大きく分けると、農作物・畜産・貴金属・鉱物資源などの先物市場。
	限月間取引	1ヶ月や3ヶ月毎に清算日の異なる先物が同時に売買されていることを利用した裁定取引

リスクの分布	戦略の判りやすさ	時価の明確さ	換金性の高さ	特定の市場のリスク	収益のボラティリティ	レバレッジの大小	ファットテールの大小
				多大	多大	多大	多大

主な損失の要因	戦略の失敗	レバレッジコストの拡大	コーポレートイベント	外的ショック
---------	-------	-------------	------------	--------

主要なリスク管理項目	VaR ストレステスト ストップロス
------------	--------------------

## 金融庁『ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点』より

## ホ) ヘッジファンドの販売方針

ヒアリングを行った中には、ヘッジファンドの販売に当たり、ヘッジファンドを投資信託等他の投資商品と区別し、預り資産や投資経験等の一定の基準を満たす投資家に対してのみ販売するなどの制限を行っている販売会社は見られなかった。

しかしながら、ヘッジファンドの販売に当たっては、リスク説明を含む商品性の説明が重要との認識の下、当初は個人顧客全般を取り扱う販売部門では取り扱わず、一定の富裕個人層を対象とする販売部門でのみ販売し、その後、社内で商品性についての知識が浸透した段階で、個人顧客全般を取り扱う販売部門における販売に切り替える販売会社も見られた。

販売会社においては、ヘッジファンド独自の勧誘方針は定めていないものの、他の投資信託等と同様、そのリスク分類に沿って適合性の原則に従い販売しており、その中でヘッジファンド固有の運用戦略や購入・換金頻度、基準価額の算出頻度及び提供体制等について説明を行っている。なお、ヒアリングを行った販売会社では、ヘッジファンドを、必ずしも最もリスクの高い投資商品とは分類しておらず、ミドル・リスクの投資商品との扱いであった。

投資適合性原則とは、投資家が金融商品を購入し、リスクをとるにあたっての十分な知識・経験・資産を有するかどうかを、販売会社の責任において調査・確認するべきである、という考え方である。

この場合の、リスクという言葉<sup>1</sup>を単純に元本の毀損の確率や、過去の収益のボラティリティとして捕らえてしまうと、「パフォーマンスのよいファンド＝リスクの小さいファンド」という等式ができてしまう。

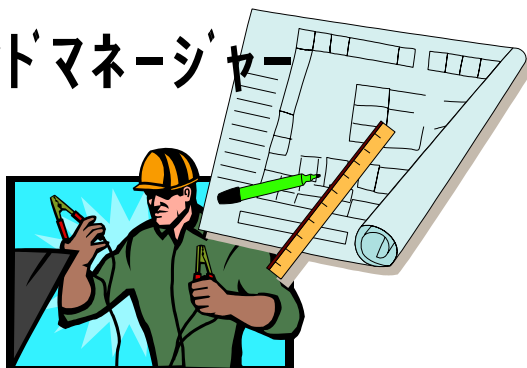
一方で、ヘッジファンドのパフォーマンスは、運用者のスキルの結果であり、過去のパフォーマンスは将来を予想するものではない。従って過去のパフォーマンスで将来のリスクを表現してしまうことは、ヘッジファンド運用には適さない。

ヘッジファンドにおけるリスクの理解とは、少なくとも運用スキームに内包される、金融市場個別のリスクを理解するということである。複合化したリスクの全体像を把握することは不可能であっても、どのような市場リスクを組み合わせているのかというイメージを持つことは、ヘッジファンドを定性評価しモニタリングするうえでは、非常に重要なことである<sup>2</sup>と考える。

ヘッジファンドを提供する人々は、自らが提供するヘッジファンド戦略が利用している部品の仕組を整理したうえで、その概念とリスクを顧客に伝える努力をすべきである。部品一つ一つの概念を理解することはそれほど難しいことではない。



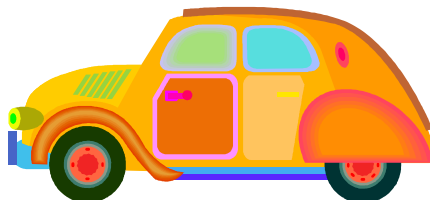
ファンドマネージャー



金融部品



ファンド



投資家



ゲートキーパー・販売

