

*** レポート ***

日本株ヘッジファンドの運用状況

～株式ロング・ショート戦略と株式マーケット・ニュートラル戦略～

資産運用研究所 鈴木優子

要約

ヘッジファンドの特徴の一つは、相場環境に依存せず、絶対収益の獲得を目的としている点であるが、パリバショックに始まる過去数年間の金融市場の混乱の影響も受けず、本当に収益を獲得できていたのだろうか。そこで、本稿では、主に国内株式に投資を行うヘッジファンド、及び、それらの運用戦略（株式マーケット・ニュートラル戦略、株式ロング・ショート戦略）を採用している投資信託の合計 30 本を対象に、株式市場の下落局面（2007年7月～2009年2月）及び、株式市場の上昇局面（2009年3月～2010年4月）において、収益をどのように得ていたのかについて調査した。パフォーマンス関連指標として、ファンドのリスク・リターン、株式市場に依存しないファンド固有のリターン（ α ）、株式市場への感応度（ β ）を推計した。

その結果、①リターンが株式市場の下落期においてマイナス、上昇期においてプラスであったファンドが大半であり、②株式市場の局面に依存せずプラスの収益を得ることができていたのは、少数であったことが明らかになった。つまり、日本株式型ヘッジファンドのパフォーマンスは、株式相場に依存する傾向があったといえる。

①に該当するファンドのうち、「株式ロング・ショート戦略」を採用している投資信託は、推計期間中は平均してロングポジションであったと推計された。つまり、これらのファンドは、株式のポジションを適切に変化させることで、絶対収益を獲得できていなかったといえる。その他の①に該当するヘッジファンドや「株式マーケット・ニュートラル戦略」を採用している投資信託においては、概ね株式市場リスクからの影響は限定的であったと推計された。しかし、大半のファンドにおいて、 α が株式市場の下落期マイナス、株式市場の上昇期にプラスであり、 α も株式相場の影響を受けていたと推測される。

②に該当するファンドは、30本中4本のみである。このうち3本は、 α と β の推計結果から、「株式マーケット・ニュートラル戦略」により収益を得ていたと推測される。残りの1本については、株式市場の下落局面から上昇局面にかけて、ポジションが若干のマイナスからプラスに推移したと推計されたことから、 β をコントロールすることにより、収益を得ていたと推測される。

以上の調査結果から、いわゆる株式ヘッジファンドは、 α の追求が基本にあるが、とりわけ、「株式ロング・ショート戦略」においては、株式市場の局面に応じて、感応度を適切にコントロールできるかが、収益を得る上でのポイントになると思われる。

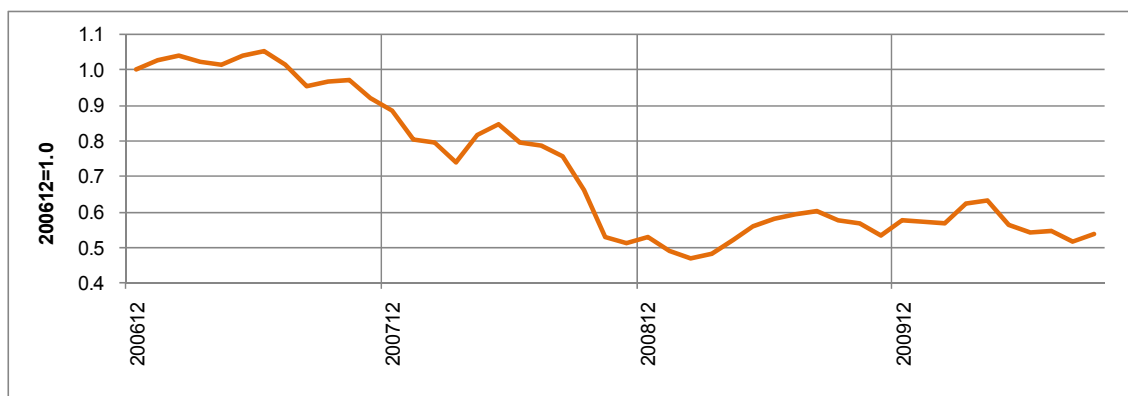
目次

1. はじめに
2. 株式ヘッジファンドの戦略について
3. 調査対象ファンドの抽出
4. 分析方法
 - 4.1. 分析期間について
 - 4.2. 評価指標について
5. 推計結果
 - 5.1. 全体的な傾向について
 - 5.2. 市場局面による分類
6. まとめ

1. はじめに

国内株式市場のリターンは、サブプライムショックが発生した2007年（-11.4%）やリーマンショックが発生した2008年（-40.4%）と比較して、2009年（+6.0%）や2010年（1月～9月）（-4.5%）の直近では、株式市場は落ち着きを取り戻したものの、回復したとは言い難い（図表1）。

図表1 国内株式(総合)指数の推移



(出所) J-Mix より NFI 作成

このような相場環境の中でも、主に日本株に投資を行うヘッジファンド（以下、日本株ヘッジファンド）は、収益を得ることができていたのだろうか。ヘッジファンドの特徴は、相場環境に依存せず、絶対収益の獲得を目的としている点である。そこで、本稿では、日本株ヘッジファンドを対象として、以下のポイントについて調査する。

- ① 株式市場の下落局面や上昇局面に関わらず、収益を得ることができていたのか
- ② 株式市場の局面に関わらず α^1 を獲得し、 β^2 をコントロールできていたのか

2. 株式ヘッジファンドの戦略について

株式を主要な投資対象とするヘッジファンドの代表的な運用戦略には、「株式マーケット・ニュートラル戦略（以下、株式 MN 戦略）」と「株式ロング・ショート戦略（以下、株式 LS 戦略）」の 2 つがある。「株式 MN 戦略」は、 β をゼロ、つまりニュートラルにし、銘柄選択によって α を獲得することを目的としている戦略である。つまり、株式市場リスクを極力抑え、銘柄固有の要因から収益を得ようとする戦略である。ただし、この戦略には、 β ではなく、株式のポジションをニュートラルにする（同量のロングポジションとショートポジションを保有する）手法や、バリューやグロースといったスタイルをニュートラルにする運用手法も含まれている。

一方、「株式 LS 戦略」は、値上がり期待される銘柄をロングにし、値下がり期待される銘柄をショートにして、 α だけでなく、 β によって株式市場リスクからも積極的に収益を獲得しようとする戦略である。

本稿では、上記 2 つの運用戦略を採用しているヘッジファンドと投資信託を併せて調査対象とする。それには次の 2 つの理由がある。まず、① これら 2 つの戦略は、株式のショートポジションとロングポジションを組み合わせ、相場環境に関わらず収益を得ることを目的としている点が共通している（この点を踏まえて、ヘッジファンドデータのベンダーの中には、この 2 つの運用戦略を区別せず、1 つの分類にまとめている会

¹ 株式市場に依存しない、銘柄固有のリターン。マネージャーの運用能力や、銘柄固有のリスク（不祥事の発生、予想外の利益変動、M&A 等の不測事態等）から得られるリターンを指す。
² 個別銘柄が保有する株式市場リターンへの感応度のこと。

社もある³⁾。また、両戦略を併用して運用するなど、②一概に「株式MN戦略」か「株式LS戦略」のいずれかに分類できないファンドがあるためである。

3. 調査対象ファンドの抽出

調査対象とする日本株ヘッジファンドには、ヘッジファンドと国内籍の追加型株式投資信託（以下、投資信託）を併せて用い、それぞれのデータを2つのデータベースより取得した（図表2）。なお、分析期間は2007年7月～2009年2月である。

図表2 調査対象ファンド

運用形態	データソース	抽出条件	本数
国内籍追加型株式投資信託	投資信託協会各ファンドの目論見書	以下のいずれかの条件を満たし、分析期間中の全データが揃っていること ・NFI小分類が「オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル」である ・NFI小分類が「オルタナ投資 国内株式ロング・ショート」である	15
ヘッジファンド	ユーレカヘッジ	以下の条件を全て満たすこと ・主要な投資戦略が“Long / Short Equities”である ・投資地域が日本である ・通貨が日本円である ・分析期間中の全データが揃っている	15

投資信託については、弊社独自の調査により、目論見書に記載されている運用方針を基にして、ファンドの分類を行う。なお、弊社の分類⁴⁾では、目論見書に「マーケット・ニュートラル・ポジション」を明記している投資信託を「オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル」に分類している。ヘッジファンドについては、ユーレカヘッジのデータベースに基づき、主要戦略が“Long / Short Equities”と報告されているヘッジファンド⁵⁾から抽出する。評価対象とするファンドの一覧は、図表3-1と3-2に示した。

³⁾ たとえば、Hedge Fund Research(HFR)では、「株式MN戦略」と「株式LS戦略」の区別をつけず、株式ヘッジ(Equity Hedge)というカテゴリーに分類している。ユーレカヘッジは株式ロング・ショート(Long / Short Equities)に分類している。

⁴⁾ NFI分類とは、国内籍追加型株式投資信託を対象とし、目論見書に記載された運用方針（投資方針）をベースに、投資対象（株式、債券、不動産、商品など）、投資地域（国内、海外）、運用方針（アクティブ運用/パッシブ運用）、投資手法（ヘッジファンド、戦略分散など）に着目した、投資信託の分類である。また、グローバル投資型については為替ヘッジの有無にも着目している。分類の大きさに応じて、「NFI大分類」、「NFI中分類」、「NFI小分類」の3階層がある。詳しくは「投信調査情報」<http://www.nikko-fi.co.jp/uploads/photos/1/864.pdf>を参照。

⁵⁾ そのうち一部のヘッジファンドにおいては、より詳細な運用方法として、サブ戦略（Secondary Investment Strategy）が報告されている。

図表 3-1 評価対象ファンド一覧：投資信託（資産運用残高順）

2010年9月末					
順位	ファンド名	運用会社(略称)	NFI小分類	資産運用残高 (百万円)	設定日
1	大和住銀ジャパン・スペシャル ニュートラル・コース（ヘッジあり）	大和住銀	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	4,450	2002/01/25
2	ゴールドマン・サックス日本株式マーケット・ニュートラル・ファンド	ゴールドマン	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	4,381	2002/11/29
3	日本株マーケット・ニュートラル・ラップ	新光	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	3,231	2004/11/09
4	スパークス・ロング・ショート・ストラテジー・ファンド	スパークス	オルタナ投資 国内株式ロング・ショート	2,646	2002/03/19
5	スパークス・日本株・L&S	スパークス	オルタナ投資 国内株式ロング・ショート	2,507	2003/02/14
6	野村日本株マーケット・ニュートラル・ファンズ（野村SMA向け）	野村	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	1,541	2005/09/29
7	スパークス・日本株・ロング・ショート・ファンド	スパークス	オルタナ投資 国内株式ロング・ショート	1,449	2002/03/11
8	G S 日本株式マーケット・ニュートラル・オープン	ゴールドマン	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	1,302	2002/12/20
9	日本株コア	日興	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	585	2003/04/30
10	日本株ダブルアルファ・ラップ	新光	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	559	2005/08/31
11	住信マーケット・ニュートラル・ファンド	住信	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	369	2005/07/11
12	日本株プライムニュートラル・ファンド（ラップ向け）	三菱UFJ	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	298	2005/12/16
13	住信LSオープン	住信	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	261	2002/12/20
14	BR MARS II（マルチ・アブソリュート・リターン・ストラテジー）C	ブラックロック	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	230	2005/03/01
15	ステート・ストリート・日本株マーケット・ニュートラル・オープン	ステート・ストリート	オルタナ投資 国内株式マーケット・ニュートラル	80	2002/09/30

（出所）投資信託協会より NFI 作成

図表 3-2 評価対象ファンド一覧：ヘッジファンド（資産運用残高順）

2010年9月末					
順位	ファンド名	運用会社(略称)	サブ戦略	資産運用残高 (百万円)	設定日
1	AlphaGen Hokuto Fund - JPY	Gartmore Investment Management plc		48,286	2000/11/01
2	Henderson Japan Absolute Return Fund - JPY	Henderson Global Investors		27,234	2001/11/01
3	Hadoh Fund Ltd - Class A JPY	N.I.S. New Investment Solutions Ltd		22,556	2005/12/01
4	Akamatsu Fund - Class A JPY	PCE Investors Limited		10,526	2005/01/01
5	SPARX Long-Short Fund Ltd - JPY	SPARX Overseas Ltd	Long Bias	9,858	2009/10/01
6	Arcus Japan Long Short Fund	Arcus Investment Limited	Convertible Bond Arbitrage	8,020	1999/04/01
7	Arcus Zensen Fund - JPY	Arcus Investment Limited		5,012	2001/12/01
8	Blue Sky Japan - Class E JPY	Blue Sky Capital Management Pty Ltd		4,511	2000/05/01
9	Lazard Japan Vela PLC Y2 - Yen	Lazard Asset Management LLC		4,177	2005/11/01
10	Strategic Evarich Japan Fund Limited - JPY	E.I. Sturdza Strategic Management Limited	Long Bias	3,425	2004/02/01
11	Nomura MN (Sakura) Master Fund	Nomura Asset Management Hong Kong Limited		3,091	2004/07/01
12	Lazard Japan Carina Fund PLC	Lazard Asset Management LLC		3,007	2005/11/01
13	GAM Japan Equity Hedge JPY Open	GAM International Management Limited	Long Bias	1,671	1999/06/01
14	Stratton Street Himeji Fund JPY	Stratton Street Capital LLP	Long Bias	752	2003/02/01
15	Myojo Japan Long Short Fund JPY	Myojo Asset Management Hawaii LLC		167	2003/12/01

（出所）ユーレカヘッジより NFI 作成

※資産運用残高は米ドル建てを 1 ドル=83.54 円で換算した

4. 分析方法

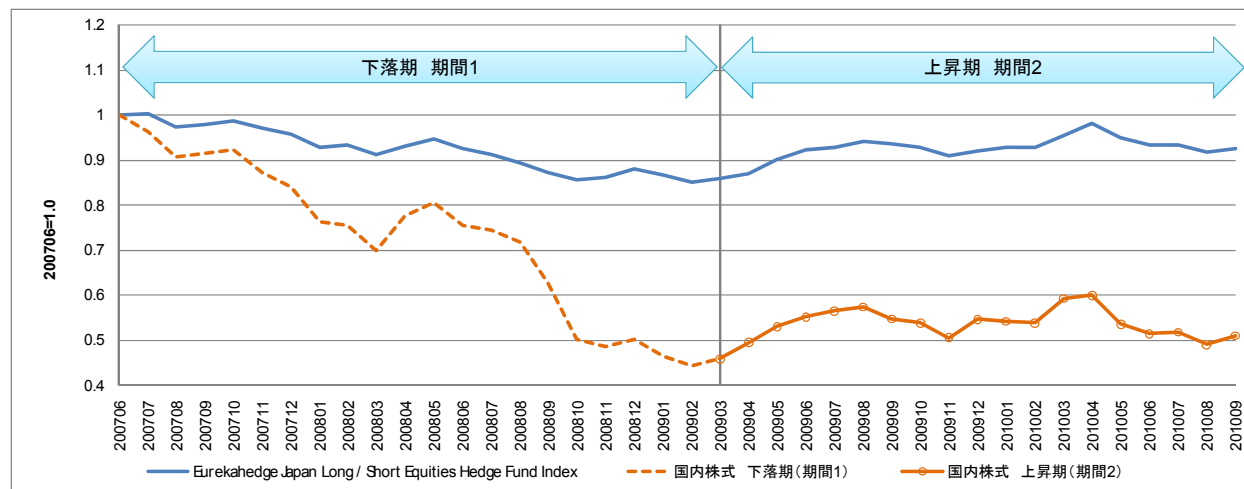
ここでは、第1節で設定した2つの調査項目を調べるために推計する、パフォーマンス評価指標に関して述べる。

4.1. 分析期間について

分析データは、2007年7月～2010年4月の月次リターン・データを用いる。始めに、株式市場が大きく下落した期間（期間1）のパフォーマンスの評価指標を推計し、次に、その後の株式市場の回復期（期間2）においても同様に推計する。

図表4 分析期間と各種指数

分析期間	月数	国内株式(総合)指数 (年率,%)		Eurekahedge Japan Long / Short Equities Hedge Fund Index(年率,%)		
		リスク	リターン	リスク	リターン	
期間1	2007年7月～2009年2月	20	22.12	-38.56	5.84	-9.21
期間2	2009年3月～2010年4月	14	16.99	29.26	5.51	12.88



(出所) J-Mix、ユーレカヘッジより NFI 作成

4.2. 評価指標について

以下の回帰式において、第2節で述べた、株式市場に依存しないファンド固有のリターン（ α ）と、株式市場リターンに対する感応度（ β ）に分解する。

$$\text{ファンドリターン} = \alpha + \beta \times \text{国内株式(総合)指数リターン} + \text{残差項}$$

ファンドの評価指標として、上記の α 、 β に加え、リスク、リターン、相関係数（対国内株式(総合指数)指数）、下方リスクを推計する。 β （感応度）は、分析期間中の平均的な株式のポジションを表す。下方リスクとは、データの頻度が月次であれば、リターンがプラスである月を除き、マイナス・リターンを記録した月のみを計算対象とする標準偏差である。

5. 推計結果

ファンドの評価指標を期間ごとに推計し、図表 5-1 及び図表 5-2 に示した。なお、図表の中で、日本語で表記されているファンドは図表 3-1 の投資信託であり、英語で表記されているファンドは図表 3-2 のヘッジファンドである。

図表 5-1 推計結果（リターン順）

期間 1：2007年7月～2009年2月

(単位：%)

順位	ファンド名	運用会社（略称）	リスク (年率)	リターン (年率)	リターン/ リスク比	α (年率)	β	相関 係数	下方リス ク(年率)
1	Lazard Japan Carina Fund PLC	Lazard Asset Management LLC	6.22	7.12	1.15	5.42	-0.04	-0.13	2.83
2	日本株コア	日興	6.99	6.24	0.89	7.80	0.03	0.11	4.47
3	AlphaGen Hokuto Fund - JPY	Gartmore Investment Management plc	5.35	4.85	0.91	7.18	0.05	0.21	1.82
4	Akamatsu Fund - Class AJPY	PCE Investors Limited	7.03	3.11	0.44	1.64	-0.04	-0.12	3.92
5	Lazard Japan Vela PLC Y2 - Yen	Lazard Asset Management LLC	11.42	2.92	0.26	-10.24	-0.30 *	-0.59	7.31
6	Hadoh Fund Ltd - Class A JPY	N.I.S. New Investment Solutions Ltd	10.92	0.73	0.07	12.07	0.24 *	0.48	7.39
7	日本株マーケット・ニュートラル・ラップ	新光	4.45	-1.18	-0.26	1.36	0.05	0.27	1.91
8	大和住銀ジャパン・スペシャルニュートラル・コース（ヘッジあり）	大和住銀	3.17	-1.50	-0.47	0.49	0.04	0.30	1.97
9	住信 L S オープン	住信	4.79	-2.88	-0.60	-4.46	-0.04	-0.17	3.61
10	日本株ダブルアルファ・ラップ	新光	4.83	-3.00	-0.62	1.02	0.09	0.40	2.98
11	日本株プライムニュートラル・ファンド（ラップ向け）	三菱UFJ	5.08	-3.39	-0.67	-1.48	0.04	0.18	3.01
12	住信 マーケット・ニュートラル・ファンド	住信	4.67	-4.24	-0.91	-5.21	-0.02	-0.10	3.57
13	Henderson Japan Absolute Return Fund - JPY	Henderson Global Investors	13.59	-5.25	-0.39	7.36	0.26 *	0.43	6.72
14	ゴールドマン・サックス日本株式マーケット・ニュートラル・ファンド	ゴールドマン	4.47	-7.24	-1.62	-8.04	-0.01	-0.07	3.66
15	G S 日本株式マーケット・ニュートラル・オープン	ゴールドマン	4.49	-7.28	-1.62	-8.07	-0.01	-0.07	3.68
16	野村日本株マーケット・ニュートラル・ファンズ（野村SMA向け）	野村	3.34	-7.81	-2.34	-5.12	0.06 *	0.43	2.05
17	Stratton Street Himeji Fund JPY	Stratton Street Capital LLP	7.26	-8.39	-1.16	1.04	0.21 *	0.64	3.13
18	ステート・ストリート・日本株マーケット・ニュートラル・オープン	ステート・ストリート	6.39	-9.25	-1.45	-2.05	0.16 *	0.57	4.31
19	BR MARS I I（マルチ・アブソルート・リターン・ストラテジー）C	ブラックロック	6.28	-9.73	-1.55	-5.55	0.10	0.35	2.56
20	Myojo Japan Long Short Fund JPY	Myojo Asset Management Hawaii LLC	11.80	-10.17	-0.86	-12.65	-0.06	-0.11	7.13
21	SPARX Long-Short Fund Ltd - JPY	SPARX Overseas Ltd	8.91	-10.47	-1.18	-1.94	0.19 *	0.48	7.88
22	Nomura MN (Sakura) Master Fund	Nomura Asset Management Hong Kong Limited	12.69	-13.11	-1.03	-4.46	0.19	0.34	8.52
23	スパークス・ロング・ショート・ストラテジー・ファンド	スパークス	7.79	-16.02	-2.06	-5.69	0.25 *	0.71	6.25
24	スパークス・日本株・ロング・ショート・ファンド	スパークス	8.06	-16.42	-2.04	-6.32	0.25 *	0.68	6.59
25	スパークス・日本株・L & S	スパークス	8.03	-16.53	-2.06	-6.48	0.25 *	0.68	6.56
26	Arcus Zensen Fund - JPY	Arcus Investment Limited	15.72	-18.97	-1.21	6.06	0.57 *	0.80	10.76
27	Blue Sky Japan - Class E JPY	Blue Sky Capital Management Pty Ltd	18.36	-29.08	-1.58	-31.50	0.02	0.02	13.12
28	Arcus Japan Long Short Fund	Arcus Investment Limited	20.80	-30.41	-1.46	0.79	0.76 *	0.81	13.67
29	GAM Japan Equity Hedge JPY Open	GAM International Management Limited	20.71	-36.98	-1.79	-4.51	0.85 *	0.91	15.28
30	Strategic Evarich Japan Fund Limited - JPY	E.I. Sturdza Strategic Management Limited	25.32	-37.67	-1.49	-1.78	0.91 *	0.80	12.68

(出所) 投資信託協会、ユーレカヘッジ、J-mix より NFI 作成

※ α は株式市場に依存しないリターン、 β は株式市場リターンに対する感応度

※ 「*」は t 値の絶対値が 2 以上で統計的に有意なもの

※ 相関係数は対国内株式(総合)指数

図表 5-2 推計結果（リターン順）
期間 2：2009年3月～2010年4月

(単位:%)

順位	ファンド名	運用会社 (略称)	リスク (年率)	リターン (年率)	リターン/ リスク比	α (年率)	β	相関 係数	下方リス ク(年率)
1	Arcus Zensen Fund - JPY	Arcus Investment Limited	11.17	48.31	4.32	31.34	0.34 *	0.52	1.82
2	Arcus Japan Long Short Fund	Arcus Investment Limited	11.18	44.06	3.94	24.19	0.49 *	0.75	4.17
3	GAM Japan Equity Hedge JPY Open	GAM International Management Limited	19.12	32.90	1.72	2.71	1.02 *	0.91	15.18
4	Stratton Street Himeji Fund JPY	Stratton Street Capital LLP	10.97	29.84	2.72	16.33	0.39 *	0.60	0.70
5	Strategic Evarich Japan Fund Limited - JPY	E.I. Sturza Strategic Management Limited	28.88	27.78	0.96	-8.47	1.36 *	0.80	13.92
6	Henderson Japan Absolute Return Fund - JPY	Henderson Global Investors	11.72	19.43	1.66	2.07	0.60 *	0.88	8.45
7	Blue Sky Japan - Class E JPY	Blue Sky Capital Management Pty Ltd	10.61	18.57	1.75	10.91	0.25	0.40	6.03
8	Hadoh Fund Ltd - Class A JPY	N.I.S. New Investment Solutions Ltd	5.35	13.59	2.54	8.86	0.15	0.48	1.65
9	SPARX Long-Short Fund Ltd - JPY	SPARX Overseas Ltd	7.32	11.28	1.54	2.60	0.31 *	0.71	3.54
10	日本株プライムニュートラル・ファンド (ラップ向け)	三菱UFJ	4.86	11.18	2.30	6.39	0.16 *	0.56	1.45
11	住信 L S オープン	住信	6.19	7.74	1.25	3.86	0.14	0.38	1.83
12	AlphaGen Hokuto Fund - JPY	Gartmore Investment Management plc	4.56	7.49	1.64	4.51	0.10	0.39	1.38
13	住信 マーケット・ニュートラル・ファンド	住信	6.37	6.83	1.07	2.75	0.15	0.40	1.33
14	スパークス・日本株・ロング・ショート・ファンド	スパークス	8.78	6.73	0.77	-1.78	0.32 *	0.61	3.79
15	スパークス・日本株・L & S	スパークス	8.70	6.66	0.77	-1.73	0.31 *	0.61	3.79
16	Akamatsu Fund - Class A JPY	PCE Investors Limited	7.14	6.64	0.93	-1.36	0.29 *	0.70	3.19
17	スパークス・ロング・ショート・ストラテジー・ファンド	スパークス	8.68	6.57	0.76	-1.83	0.31 *	0.61	3.88
18	大和住銀ジャパン・スペシャルニュートラル・コース (ヘッジあり)	大和住銀	1.60	3.63	2.26	3.65	-0.00	-0.02	0.89
19	日本株ダブルアルファ・ラップ	新光	4.12	2.52	0.61	-1.32	0.14 *	0.59	1.75
20	Myojo Japan Long Short Fund JPY	Myojo Asset Management Hawaii LLC	9.52	1.66	0.17	-4.30	0.23	0.42	5.16
21	日本株コア	日興	6.18	0.98	0.16	3.12	-0.07	-0.20	2.55
22	野村日本株マーケット・ニュートラル・ファンズ (野村SMA向け)	野村	2.76	0.91	0.33	-0.13	0.04	0.24	1.61
23	Nomura MN (Sakura) Master Fund	Nomura Asset Management Hong Kong Limited	8.38	-0.93	-0.11	-7.67	0.26 *	0.53	5.56
24	日本株マーケット・ニュートラル・ラップ	新光	4.24	-0.93	-0.22	-3.15	0.08	0.34	2.95
25	ステート・ストリート・日本株マーケット・ニュートラル・オープン	ステート・ストリート	3.13	-1.73	-0.55	-4.12	0.09	0.48	1.99
26	Lazard Japan Carina Fund PLC	Lazard Asset Management LLC	9.33	-3.81	-0.41	-3.77	0.01	0.02	5.69
27	BR MARS II (マルチ・アブソルート・リターン・ストラテジー) C	ブラックロック	4.18	-4.30	-1.03	-7.63	0.12	0.50	2.26
28	G S 日本株式マーケット・ニュートラル・オープン	ゴールドマン	4.02	-5.16	-1.29	-6.52	0.05	0.20	2.96
29	ゴールドマン・サックス日本株式マーケット・ニュートラル・ファンド	ゴールドマン	3.98	-5.28	-1.32	-6.67	0.05	0.21	2.91
30	Lazard Japan Vela PLC Y2 - Yen	Lazard Asset Management LLC	15.20	-24.41	-1.61	-19.22	-0.27	-0.30	15.32

(出所) 投資信託協会、ユーレカヘッジ、J-mix より NFI 作成

※ α は株式市場に依存しないリターン、 β は株式市場リターンに対する感応度

※ 「*」 は t 値の絶対値が 2 以上で統計的に有意なもの

※ 相関係数は対国内株式(総合)指数

※ 網掛部分は期間 1 (図表 5-1) において上位 15 位以内、太字は同 6 位以内であるもの

5.1. 全体的な傾向について

はじめに、第1節で設定した評価ポイントの一つ目、「株式市場の局面に関わらず、収益を得ることができていたのか」については、大半のファンドは、株式市場の下落局面においては、リターンだけでなく α もマイナスになる傾向にあり、絶対収益が得ることができていなかったという結論が得られた。

次に、評価ポイント二つ目の「株式市場の局面に関わらず、 α を獲得し、 β をコントロールできていたのか」についての全体的な状況は、以下の通りである。

α が両期間で統計的に有意であるのは0本であり、 β については11本である。絶対収益の追求という観点からすれば、 β の水準は、採用している運用戦略に関わらず、株式相場が下落局面の期間1より、上昇局面の期間2で β が大きいことが望ましい。 β が有意ではないファンドも含めて、このようなファンドは23本であった。また、期間1では、期間2と比較して、 α と β の水準のバラツキが大きく、期間2では、リターンが上位であるファンドほど α の水準が高くなる傾向にある。

最後に、いくつかの資産運用残高が大きいファンドは、リターンの水準が高く、両期間でリターンがプラスであるファンドには、資産運用残高が上位1,3,4位のヘッジファンドが含まれている。

5.2. 市場局面による分類

期間1（図表5-1）と期間2（図表5-2）の結果から、調査対象ファンドを、以下の4タイプに分類できる。また、各ファンドとタイプの対応は図表7-1と7-2に示した。

図表6 市場局面によるファンド分類

		期間1（株式市場の下落期）	
		リターンがプラス	リターンがマイナス
期間2 （株式市場の上昇期）	リターンがプラス	タイプ1：4本 ▶ β が有意ではない投資信託1本、ヘッジファンド3本が該当 ▶ そのうち3本は、 α が両期間でプラスである ▶ 残りの1本は、期間1の β がマイナス、期間2では α がマイナスであるが β はプラスである	タイプ2：18本 ▶ 投資信託9本、ヘッジファンド9本が該当 ▶ このうち、サブ戦略が“Long Bias”であるヘッジファンド(4本)と「株式LS戦略」を採用している投資信託(3本)においては、両期間の β がプラスで有意である
	リターンがマイナス	タイプ3：2本 ▶ ヘッジファンド2本が該当 ▶ これらは、両期間で β がマイナスで有意であることから、全期間平均してショートポジションであったと推測される	タイプ4：6本 ▶ 投資信託5本、ヘッジファンド1本が該当「株式MN戦略」に分類されている投資信託5本のうち、3本の α は両期間でマイナスである

(出所) NFI

第1節で設定した、「株式市場の局面に関わらず、収益を得ることができていたのか」という調査項目を満たすのは、タイプ1に属するファンドで、今回調査した30本の内、わずかに4本であった。

図表 7-1 タイプ表：投資信託（資産運用残高順）

2010年9月末					
順位	ファンド名	運用会社(略称)	NFI小分類	資産運用残高 (百万円)	タイプ
1	大和住銀ジャパン・スペシャル・ニュートラル・コース（ヘッジあり）	大和住銀	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	4,450	タイプ2
2	ゴールドマン・サックス日本株式市場・ニュートラル・ファンド	ゴールドマン	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	4,381	タイプ4
3	日本株市場・ニュートラル・ラップ	新光	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	3,231	タイプ4
4	スパークス・ロング・ショート・ストラテジー・ファンド	スパークス	オルタナ投資 国内株式市場・ロング・ショート	2,646	タイプ2
5	スパークス・日本株・L&S	スパークス	オルタナ投資 国内株式市場・ロング・ショート	2,507	タイプ2
6	野村日本株市場・ニュートラル・ファンズ（野村SMA向け）	野村	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	1,541	タイプ2
7	スパークス・日本株・ロング・ショート・ファンド	スパークス	オルタナ投資 国内株式市場・ロング・ショート	1,449	タイプ2
8	GS 日本株式市場・ニュートラル・オープン	ゴールドマン	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	1,302	タイプ4
9	日本株コア	日興	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	585	タイプ1
10	日本株ダブルアルファ・ラップ	新光	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	559	タイプ2
11	住信 市場・ニュートラル・ファンド	住信	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	369	タイプ2
12	日本株プライムニュートラル・ファンド（ラップ向け）	三菱UFJ	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	298	タイプ2
13	住信 LSオープン	住信	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	261	タイプ2
14	BR MARS II（マルチ・アブソリュート・リターン・ストラテジー）C	ブラックロック	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	230	タイプ4
15	ステート・ストリート・日本株市場・ニュートラル・オープン	ステート・ストリート	オルタナ投資 国内株式市場・ニュートラル	80	タイプ4

（出所）投資信託協会より NFI 作成

図表 7-2 タイプ表：ヘッジファンド（資産運用残高順）

2010年9月末					
順位	ファンド名	運用会社(略称)	Secondary Investment Strategy	資産運用残高 (百万円)	タイプ
1	AlphaGen Hokuto Fund - JPY	Gartmore Investment Management plc		48,286	タイプ1
2	Henderson Japan Absolute Return Fund - JPY	Henderson Global Investors		27,234	タイプ2
3	Hadoh Fund Ltd - Class A JPY	N.I.S. New Investment Solutions Ltd		22,556	タイプ1
4	Akamatsu Fund - Class A JPY	PCE Investors Limited		10,526	タイプ1
5	SPARX Long-Short Fund Ltd - JPY	SPARX Overseas Ltd	Long Bias	9,858	タイプ2
6	Arcus Japan Long Short Fund	Arcus Investment Limited	Convertible Bond Arbitrage	8,020	タイプ2
7	Arcus Zensen Fund - JPY	Arcus Investment Limited		5,012	タイプ2
8	Blue Sky Japan - Class E JPY	Blue Sky Capital Management Pty Ltd		4,511	タイプ2
9	Lazard Japan Vela PLC Y2 - Yen	Lazard Asset Management LLC		4,177	タイプ3
10	Strategic Evarich Japan Fund Limited - JPY	E.I. Sturza Strategic Management Limited	Long Bias	3,425	タイプ2
11	Nomura MN (Sakura) Master Fund	Nomura Asset Management Hong Kong Limited		3,091	タイプ4
12	Lazard Japan Carina Fund PLC	Lazard Asset Management LLC		3,007	タイプ3
13	GAM Japan Equity Hedge JPY Open	GAM International Management Limited	Long Bias	1,671	タイプ2
14	Stratton Street Himeiji Fund JPY	Stratton Street Capital LLP	Long Bias	752	タイプ2
15	Myojo Japan Long Short Fund JPY	Myojo Asset Management Hawaii LLC		167	タイプ2

（出所）ユーレカヘッジより NFI 作成

※資産運用残高は米ドル建てを1ドル=83.54円で換算した

6. まとめ

本稿では、主に日本株に投資を行うヘッジファンドならびに、その運用戦略を採用している投資信託の合計 30 本を対象として、①株式市場の下落局面や上昇局面に関わらず収益を得ることができていたのか、②株式市場の局面に関わらず α を獲得し、 β をコントロールできていたのか、この 2 点に着目して運用状況の調査を行ってきた。分析期間には、株式市場の下落局面として「2007年7月～2009年2月」（期間1）を、株式市場の上昇局面として「2009年3月～2010年4月（期間2）」を用いた。ファンドの評価指標として、リスク、リターン、 α 、 β 、相関係数（対 国内株式(総合)指数）、下方リスクを推計した。

その結果、①については、リターンが株式市場の下落期でマイナス、上昇期においてプラスであり、株式市場の局面とパフォーマンスが連動していたファンド（図表 6 のタイプ 2）が大半であり、①を満たすファンド（図表 6 のタイプ 1）は、調査対象ファンド 30 本中に 4 本しか確認されなかった。つまり、日本株ヘッジファンドのパフォーマンスは、概ね株式相場に依存する傾向にあったといえる。

タイプ 2 に属するファンドのうち、「株式 LS 戦略」を採用している投資信託と、サブ戦略が “Long Bias” であるヘッジファンドにおいては、推計期間中は平均してロングポジションであったと推測される推計結果が得られた。このため、これらと株式市場のリターンは連動していたと推測される。また、この結果から、ヘッジファンドは戦略通りの運用を行っていた一方で、投資信託は、株式のポジションを柔軟に変化させて収益を得ることができていなかったと言える。

その他のタイプ 2 に属するヘッジファンドや「株式 MN 戦略」を採用している投資信託においては、概ね株式市場リスクの影響は限定的であったが、期間 2 において α が得ることができていなかったファンドが半数を占めている。

タイプ 1 に属するファンドのうち 3 本は、両期間で β が統計的に有意ではなく α がプラスであるため、「株式 MN 戦略」により収益を得ることができていたと推測される。残りの 1 本は、期間 1 から期間 2 にかけて、 β の符号が若干のマイナスからプラスに増加しており、株式市場の局面に応じて、ポジションを変化させることで、収益を獲得していたと推測される。

今回の分析では、多くのファンドにおいて推計値が有意でなかったことから、ファンドのパフォーマンスの要因分解を十分に行えたとは言い難い。今後は、ファクターの選定ならびに、分析方法の改良を試みる必要がある。ただし、ヘッジファンドについては、その多くが月次単位でしかデータが入手できないうえ、データの欠損も少なくない。そのため、利用可能なサンプルが限定されてしまうことが多く、ロバスト性が十分に確保できるように、分析には工夫が必要であろう。

また、ヘッジファンドのパフォーマンス評価については、他のリスク指標（ドローダウンやソルチノレシオ等）も加え、より多角的に分析を行い、株式市場に何らかのショックが生じた場合のファンドの動向や、回復力の強さにも注目していきたい。