

## 金融システム研究フォーラム 概要

第 19 回 2009.12.18 (金)

-----

今回は松島齊氏から”Incentives in Hedge Funds”と題する報告を受けて討議した。あと Introduction を書くだけの段階だという新作論文の報告である。今回は報告用メモであるが、近日中（遅くとも 1 月末までに？）に完成稿がダウンロード可能となる。

「政府の規制を受けない Hedge Funds などが伝統的金融セクターの外側で繁殖し、その活発な活動に引きずられる形で金融・資本市場が異常な状態となり、『金融危機』に帰結した」という図式的理解が広範な支持を得ている。「図式」の具体性とその内容、説得力・妥当性などは話題ではない。「Hedge funds は規制を受けないんだから儲かって当然なんだ・・・」という気負いこんだ一同僚の 2008 年晩秋の発言には、同調者はもちろん反論・苦笑も登場しなかった。

Hedge funds 分野で混乱が発生し、それが金融・資本市場全体に波及したとする見方に対する強い支持がある。その一環として、hedge-funds に対する management fee のシステム（報酬体系）に問題があるとする見方が有力である。なかでも、Foster-Young (2008)の “In Theory, Incentive Scheme is Impossible to Design”、つまり、hedge fund system 市場の長期的繁栄を可能とする incentive system は書けない（存在しない）とする結論（主張）は、最も強力であり、hedge funds に対する厳格な規制の主張者たちにとっては最も魅力的である。FT(18/3/08)や NYT(3/8/08)他に”Ideal HF Never Survives. More Transparency!”として紹介させるのも当然だろう。

松島論文は、incentive system が備えるべき 5 つの条件を明示したうえで、特殊な条件の下では Foster-Young の主張が成立するとしても、一般的に成立するわけではないこと、つまり、最も強力かつ魅力的な結論は特殊な状況においてのみ成立すること、を厳密に証明する。詳細は、論文を参照していただきたい。

資本主義制度に「不安定性」「混乱」はつきものであり不可避だとか、金融・資本市場における流動性の高まりとともに網羅的かつ強力な「規制」が不可欠であって、1980 年代以降に世界中で進行した金融・資本市場の規制緩和・「自由化」は根本的に誤りであったとする主張に対する支持が強まっている。しかし、その一環として hedge funds の規制強化を求めるためには、別の正当化事由が必要である。

2:20 と呼ばれる標準的な報酬体系の位置づけおよびこれが標準として採用されている理由は別の検討課題だろう。これと「金融危機」との関連についても別の検討課題である。（混乱の原因は、hedge-funds の盛行に刺激されて発生した”shadow hedge-fund system”だと

する professor Andrew Lo の主張については第 8 回の議事録を参照していただきたい。）

「松島論文にいう hedge funds のどこが現実に存在する hedge funds か？」という疑問・批判が提示されるかもしれない。提示される hedge funds の定義（3 枚目の sheet）は極めて包括的だから、松島論文は、「この定義を満たす意思決定主体によって構成される市場について成立する」と読めばよい。Hedge funds 市場にかぎらず、より広範な市場（とりわけ、不透明性と弱い規制下の市場）について成立するこの結論は、「資本主義制度下の自由な市場は不安定であり、ほとんど必然的に混乱に陥る・・・」とする近年支持を取り戻しつつある伝統的見方に対する冷静な評価・見直しを可能とするかもしれない。

3 時間にわたってわかりやすい説明・解説に根気よく徹していただいた松島氏に深謝する。因果関係は不明だが、会合直後からひどい風邪をひいて休業状態のままクリスマス・正月を迎え、論文の完成は遅れているとのことである。====>完成論文は資料欄へ