

はじめに——「ウォール街の戦い」の始まり

私が本書のメインテーマとして「ウォール街の戦い」を選んだのは、過去二〇年間にわたって、金融界の重要な部分での戦いはウォール街で起こっており、そして周知の通り、本書の執筆中も一層の激戦が続いているからだ。

戦闘は主にバイサイド訳注1（兵士はヘッジファンドなど）とセルサイド訳注2（兵士は商業銀行と投資銀行のハイブリッドなど）という二つの巨大な軍隊の間で行われている。さらに、取引所、政府系ファンド、寄付金基金、金融企業家など他の関係者も途中で参戦している。

二〇〇八年になると、ウォール街の戦いは私が教鞭を執っている教室にまで広がってきた。フリーエージェントの出現で野球が変わったのとちょうど同じように、現在、野心に燃えたウォール街タイプの連中が関心を抱いている新しい役割は、私がかつて一人前の投資銀行家として果たしていた役割とは大きく違っている。

1 「訳注」バイサイド（買い手）：機関投資家など、証券に投資する側。お金を預かり、そのお金で株券などを買って、運用を行う。ヘッジファンドもバイサイドに含まれる。株を買うという点では個人投資家もバイサイドと言える。個人投資家については本書43ページ参照。

2 「訳注」セルサイド（売り手）…主に証券会社。株式や債券などの証券を売る側。

私は、二五年間のキャリアで学んだ実際的なことに加えて、グローバルな市場や金融機関の背後にある理論を授業で教えている。金融の最前線で過ごした仕事の興奮を伝えるために、なるべく個人的な体験談や戦争物語をしゃべることにしている。

ところが、学生達はまったく違うことに興味がある。それは私があたかも、ワールド・シリーズの試合がナイターでなくてデーゲームで行われたらどうなるか、というようなことを話しているように感じているのだ。学生が唯一興味を持っているのは、そうではなく、二〇〇九年に完成する新しいスタジアムをニューヨーク・ヤンキースがどうやってファイナンスしているか、ということなのだ。二〇〇七―〇八年の金融危機で情勢が一変したことを受けて、野球場は一体どうなるのだろうか、ということを心配している。

要するに彼らは、今日の新聞に出ている見出しの背後でいったい何が起きているのかを知りたいのである。投資銀行の伝統的な役割や新しい役割などはどうでもいい。「バイサイドのことを話してください。オルタナティブ資産運用マネジャー、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ会社のことを話してください」と彼らは要求する。「株式取引所はどうなっていますか？ 政府系ファンドは何を企んでいるのでしょうか？ よく耳にする金融企業家とはどんな人達なのですか？ すばしっこい奴とどっしりした奴の間の戦いではどちらが勝つのでしょうか？」

学生達は、今日はどこに動きがあつて、明日はどうなるかを知りたいのだ。さーあ、と私は答えに困ってしまう。私は時代遅れの恐竜なのだろうか？

私が学生達の席に座っていた頃は、教授達は商業銀行の出身者であった。その頃の先生方も戦争物語や個人的な体験談を話してくれた。しかし、私が聞きたかったのは投資銀行の話だった。当時は、それが新聞の見出しを飾っていたし、世の中の動きがその方向に変化しているように感じていたからだ。もしかして、その頃の先生方も自分が恐竜になってしまったように感じていたのだろうか？

ウォール街で地殻変動が起こっていると感じているのは学生だけではなく。最近、ある友人と話していたら、著名なセルサイドの金融機関が、トレーディング・ルームの喧騒から離れたところで開催した債券グループ向けの研修会のことを教えてくれた。その話題は何だったのか？ 彼らのような古典的なセルサイドの金融機関としては、ヘッジファンドの影響力増大にどう対応すべきか、ということについてだったようだ。

セルサイドは学生と同じことを考えている。動きがバイサイドに移っていると感じているのだ。当然ながら対応策を模索している。要するに、セルサイドだって時代遅れになりたくないからだ。

戦端はどうやって開かれたのか

この戦いはもちろん権力闘争である。物語が展開するにしたがって、それが投資家の心、精神、それにももちろん財布をつかむことにかかわるものであることも明らかになるだろう。

長年にわたって（何百年にもわたってとさえ言える）力を持っていたのはセルサイドである。個人投資

家であれ大手機関投資家であれ、市場に関する情報は、大体においてセルサイドが教えてくれたものに限定されていた。個人投資家の場合、株式や債券の価格、あるいは市場の方向性を知りたければ、ブローカーに尋ねた。したがって、知っているのはブローカーが言ったことだけであつた。上場を検討している企業の役員なら投資銀行に相談して、市場動向に関してアドバイスを受けた。バイサイドが知っていることは、全部とは言わないまでもほとんどはセルサイドが教えてくれたものに基づいていた。独立的な情報へのアクセスは限られていたからである。

セルサイドが市場を創設し、市場を形成し、市場アクセスを統制し、市場に関連のある情報をコントロールし、市場をほとんど管理していた。バイサイドは力、あるいは影響力が限定されているか、それがまったくない参加者にすぎなかつたのである。バイサイドにとつて供給が制限されていたのは情報だけではなかつた。お金へのアクセスも制約されていた。市場の流動性は主としてセルサイドから出てきていた。資金ないし資本は主に商業銀行や投資銀行の調節弁から流れていたのだ。

いま述べたようなことが、これまでの長い間における物事のあり方であつて、圧倒的にセルサイドが有利だつた。ところが、すべてが変わり始めた。他のさまざまな革命と同じく、この変化も技術が一つの引き金となつている。それがバイとセル両サイドの競争条件の平準化に大きな役割を果たした。

それは、バイサイドがコンピュータ画面を通して、だれがどんな価格で市場を形成しているのかを初めて見ることができるようになつたことだ。突然、バイサイドがこれまで考えられなかつたほどの情報にアクセスできるようになつたのである。情報の門番であるセルサイドは次第に力のほとんどを失うことに

なった。長いこと優位でいられる要因であつた膨大な情報を、第三者が提供するようになったからだ。

バイサイドは技術のおかげで計算の力を手中に収めることができた。コンピュータが強力になり、ソフトウエアが精緻化され、ユーザーが賢くなり、ソフトとハードの値段がともに低下するのに伴つて、儲けにつながる異常が市場に存在しないかどうかを探す複雑なアルゴリズム分析を行うことも可能になった。

ウォール街という風景に追加されたもう一つの要素は、豊富な「緑札」^{訳注}である。お金は常にウォール街を浮き沈みさせており、混乱の中で常に鍵を握る成分であつた。しかし、私がここで言わんとしているのは流動性のことだ。つまり、お金、しかも大量のお金が入手しやすくなったのである。

過去一〇年の間に、ウォール街のプレーヤー達にはかつてないほど大量のお金の流れ込むようになった。「二、三十億ドル」という言葉を耳にすれば、かつてならそれは何か重要なことが検討されているという情報を意味した。しかし、ここ五年間、何百億ドルという単位の話が聞こえてくるようになった。それどころか、最近ヘッジファンドがどれくらい大きくなったかという話になると、何兆ドルという単位が使われ始めている。

プレーに使えるお金の量は劇的に増加した。砂の量で言えば、裏庭の砂場からビーチへ移つたようなものだ。それは確かに全部が砂——全部がお金——には違いないが、規模の拡大はゲームのやり方をまったく変えてしまった。借り手は、かつては存在しなかったか、あるいはアクセスがほとんど不可能だった流

3 「訳注」グリーンバック、すなわちドルのこと。

動性のプールを活用できるようになったのである。それには年金基金、寄付金基金、富裕層、銀行、それに、そうだ電子取引所も含まれる。流動性のプールが数と規模の両面で拡大するのに伴い、さらに富が創造されて、それが流動性の量を増加させる。このような循環性が自己増殖したのだ。

金融危機の下で経験しているように、現在は流動性サイクルのなかで違った局面にある。お金は依然として利用可能ではあるものの、お金を持っている人は貸すことに消極的になっている、あるいはごく最近のことではあるが、借り手が背を向けなくなるような条件でしか貸したがらなくなっている。二〇〇八年九月にウォーレン・バフェットがゴールドマン・サックスに五〇億ドルを投資したのを覚えているだろうか？ ゴールドマンは資金注入が受けられて間違いなく喜んだものの、高価な代償を払わざるを得なかった。メレディス・ホイットニーというオッペンハイマー社のアナリストは、顧客向けのレポートで次のように述べている。「……この取引の条件は途方もなく高価であり、現在の市場環境が本当に厳しくなっているということを示している」¹。

流動性のプールの増加は、新しいアセットクラスの登場をもたらしている。ミューチュアル・ファンドは一九六〇年代から七〇年代にかけてはエキゾチックにみえたかもしれないが、九〇年代になると完全に主流となり、退屈なものになってしまっている。セルサイドよりも優位に立つことに関しては常に攻撃的なバイサイドが、ヘッジファンドを初めとするオルタナティブ運用ファンドなど新しいアセットクラスを生み出した。しかし、セルサイドは反応が遅かった。バイサイドが上手を取って、その優位性は今日まで継続している。

資産の種類が変化するにしたがって、大学寄付金基金や公的年金基金といった新しいプレーヤーが舞台に登場してきた。このようなファンドは長いこと比較的小規模であり、官僚が運用していた。一〇億ドルの大学寄付金基金は稀で、一億ドルでも「虹のふもとにある金の壺」^{〔訳注4〕}のようなものだった。

このようなファンドを運用している連中は、現在ではウォール街の連中に対抗できる専門家になっている。頭脳と洗練さに加えて、腐るほどのお金を持っている。例えば、二〇〇七年度末現在、イエール大学の寄付金基金は二二〇億ドルもの規模を誇っている。² さらに、カリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）など、もつともつと巨額の資金を保有しているファンドが他にもある。二〇〇八年九月現在、カルパースの総資産は二二三〇億ドルに達している。³ これはどんな定義からしても巨大な資金量であり、巨大な力でもある。

このような年金基金や寄付金基金は、二〇年前には聞いたこともなかったヘッジファンドやプライベート・エクイティ会社など、バイサイドのアセットクラスに投資することによって自らの収益率を高めた。このような非伝統的なアセットクラスへのシフトによって、彼らの伸びと富には拍車がかかった。今度はそれがバイサイドの伸びに拍車をかける一方で、セルサイドはそれと戦わなければならなかったのである。政府系ファンドも金融界の風景を揺るがす別の新たなプレーヤーの出現を意味する。アブダビ投資庁（ADIA）^{〔訳注5〕}などこの種のファンドは、一国の外貨準備から流動性をプールしたもので、資本というライ

4 〔訳注〕 夢。

5 〔訳注〕 石油などの輸出収入を原資として投資を行っている国もある。

ファインを必要とする金融機関にお金を投資している。金融機関が救命具を必要とした時、どこに電話をかけたのだろうか？ それはフリーダイヤル “一八〇〇一” 政府系「ファンド」だったのである。しかも私が言っているのは、時としてライファインが必要になる無名の個人営業の金融機関ではなく、シティグループ、モルガン・スタンレー、UBSなどウォール街でも屈指の大手機関のことだ。政府系ファンドはどこからともなく降って湧いてきて、いつのまにか金融の権力者のテーブルに着席していたのである。

金融危機が展開していく中で、金融界のもう一人の大家が復活してきたのを我々は目の当たりにしている。それは日本のセルサイド金融機関だ。皮肉なことに、彼らは二〇〇〇年代のリスキーなアセットクラスには手を出していなかった。一九九〇年代には自国の金融危機を乗り切るのに精一杯だったからだ。

このような流動性プレーヤーが参戦した時、セルサイドは奇襲されるのを必ずしも黙って待っていたわけではない。ウォール街の戦いで勝ち目はバイサイドに大きく傾いていたものの、セルサイドも独自の武器を開発していたのである。プライム・ブローカレッジと未公開株式や企業の買収をめぐるファイナンスがその例であり、これによってセルサイドはバイサイドにサービスを提供して大儲けをしていた。

しかし、セルサイドの業績はパツとしなかった。二〇〇七―〇八年になると、ウォール街は混乱に巻き込まれた。もちろんその混乱とは、サブプライム住宅ローン危機と、それに伴う一九三〇年代以降では初めてのクレジット・クラッシュ（信用収縮）のことである。二〇〇八年三月、ウォール街の大手証券会社の一つ、ベア・スターンズはたちまちにしてJPモルガンの手中に消え去った。

ベア・スターンズの破綻は信用収縮だけが原因ではなかった。自社内部に抱えていたヘッジファンドの

重荷や、顧客である外部へのヘッジファンドへの依存も倒産の要因であった。この創業八五年を誇る老舗はまるで猛烈な嵐のなかで貨物船が沈むように、荒れ狂った深い海のなかに瞬く間に跡形もなく吸い込まれていった。ある瞬間にはそこにいたのに、次の瞬間には視野からすっかり消え去り、目に見えない深いところにある墓場へ向かって、海の中をゆっくりと沈んでいったのである。

もちろん、それは第一号にすぎなかったことがわかっている。その後も荒れ狂った海に沈んでいく、あるいは捨てられていく金融機関という重要な貨物船が引き続いて現れた。二〇〇八年の九月から一〇月という運命の時期には、金融市場が転覆して、セルサイドが業務展開している三つの分野に大惨事が発生するほど信用危機は深刻化した。

投資銀行の分野では、アメリカの大手投資銀行四社が大きな打撃を受けた。リーマン・ブラザーズは廃業した。メリル・リンチはバンク・オブ・アメリカの手に落ちる以外に選択肢がなかった。ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは危機をしのぐために銀行持株会社に再編された。保険の分野では、アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）という巨人が連邦政府に対して約八五〇億ドルという救済資金を要請した。資産管理の分野では、ワシントン・ミューチュアルとワコビアがそれぞれJPモルガンとウェルズ・ファーゴの軍門に下った。

金融部門のよろめきが止まらないため、ついにアメリカ政府も戦いに加わった。二〇〇八年末にかけて

6 「訳注」それぞれ貯蓄金融機関と商業銀行。

議会は前例のない数十億ドル規模の金融界救済策を承認した。その目的は悪いニュースが相次ぐなかで、極度に収縮した金融市場を緩和するためだった。ウォール街の戦いに伴う被害は、突如として、だれも想像しなかったほど甚大になったのである。

戦闘を率いた将軍たち

私は流動性、技術、アセットクラスについて話をしてきたが、どんな企業や業界でも背後にある牽引力は人材である。そこで私は、ウォール街の戦いで足跡を残した大勢の人達を本書の全体を通じて検討したい。

その一部は、電子市場、情報技術、そして様々な金融商品やサービスを創造した企業家達である。これらはウォール街の勢力図を変えるのを後押しすることになった。そして残りは、金融界の発展にとって影響力があった、あるいは重要であった金融機関のリーダー達だ。将軍が重要な役割を演じる軍事的な戦闘と同じように、ウォール街は必要不可欠な役割を演じる人達であふれている。本書の中で、特に各章に挿入されている事例研究では、このような人達が大きく登場することになる。

だれが投手でだれが打者かというように、セルサイドの幹部は常に野球の九つのポジションを占めるプレーヤーになぞらえることができる。バイサイドについては、投球を狙ってヒットを打つ指名打者と言うことができよう。

作戦計画

どちらのサイドも尊敬すべき王朝たるニューヨーク・ヤンキース（私にとってはボストン・レッドソックスが王朝だが）にはなれない。だからこそ本書はタイムリーなのだ。これは歴史書ではない。これは現在も進行中であり、今後とも当分の間継続する可能性が大きいと思われる、支配力を目指す戦いに関する書なのである。

変転して止まず、常に騒がしいウォール街という世界を、私と一緒に旅しよう。流動性の川から恐るべきリスクの波まで、この土地を一変させた軍勢を追跡してみたい。二〇〇七—〇八年の金融危機という岩だらけの崖の上から眺め渡し、それから企業家が杭で囲った海図なき土地を訪れてみよう。羅針盤がセルサイドからバイサイドへ、また過去から未来へと振れるのに伴って、我々はウォール街の地形について包括的な地図を描きながら、各戦闘の総決算をすることができよう。各章末では、どちらの側が名誉ある勝利を手にしようとしているかを宣言するとともに、各戦闘が持つ意味を検討してみたい。

それではベルトを締めて、インサイダーの旅に出発する準備はできただろうか。ウォール街の戦いがどのように展開するかを見に行くことにしよう。

目次

謝辞 iii

はじめに —— 「ウォール街の戦い」の始まり

v

戦端はどうやって開かれたのか

vii

戦闘を率いた将軍たち

xiv

作戦計画

xv

パートⅠ ウォール街変貌の原動力

I

第1章 流動性の大海原

3

弾薬の使いすぎ

4

王様

8

王様万歳

11

事例研究…ブラックロック——味方としての流動性

13

事例研究…AIG——敵方としての流動性

16

これらの示唆する点

19

第2章 デジタル時代の金融情報

23

広く速く安く

26

戦場での両サイド

30

フロントエンドの販売とバックエンドの執行 34
 事例研究…マイケル・R・ブルームバーグ——情報の民主化 36
 リサーチはバイサイド側に行く 39
 個人投資家はバイサイドに行く 43
 事例研究…バークレイズ——金融技術と情報で最先端 45
 事例研究…ソシエテ・ジェネラル・グループ——金融技術と情報で一步後れを取っている 47
 これらの示唆する点 50

第3章 プライム・ブローカレッジの集会所

53

あの当時はそうだった…バックオフィスというドル箱 56
 今はこうだ…振り子が動く 59
 事例研究…ドイツ銀行——偶然のプライム・ブローカー 60
 これらの示唆する点 62

パートII ウォール街変貌の立役者達

67

第4章 ヘッジファンド…バイサイドのプレーヤー、セルサイドの敵

69

アナリストがこちらにやってくる 70
 二%と二〇% 74
 大数の問題 79
 事例研究…シタデル・インベストメント・グループ——方程式の需要側 85
 事例研究…カルパース——等式の供給側 88
 これらの示唆する点 90

第5章 プライベート・エクイティ：バイサイドのプレーヤー、セルサイドの友 95

儲かるパートナーシップ 96

流動性とレバレッジ 99

古い地盤を失って新しい領土を得る 102

戦線が収束する 109

リーマンの培養器 113

事例研究：ブラックストーン——セルサイドのM&Aからプライベート・エクイティまで 115

事例研究：フォートレス・インベストメント・グループ

——セルサイドのトレーダーからプライベート・エクイティへ

これらの示唆する点 120

第6章 企業家から寄付金基金まで：バイサイドの触媒 125

バイサイドは申し込みさえすればいいだけ 126

騎兵隊がやってきた——システム企業家だ 130

企業家は生まれるのではなく作られる 136

事例研究：ラバ・トレーディング——包括的な市場情報 138

事例研究：マーマキット・グループ——公正価値評価 140

事例研究：Gトレード——電子的取引の執行 142

さらなる増援隊——寄付金基金 146

これらの示唆する点 152

第7章 取引所：セルサイドは声、バイサイドは電子 157

バイサイドの盟友 158

ある男が持っていた取引所のビジョン 160

電子版取引所 164

事例研究…ニューヨーク証券取引所 (NYSE)

——発声方式の国内派から電子式の国際派へ 171

これらの示唆する点 173

第8章 政府系ファンド…今日はセルサイド、明日はバイサイド

強力なプレーヤー 182

金融機関…ファンドはニーズがあれば出かける 184

政府系ファンド…優位性があるのでもてはやされる 188

事例研究…シティグループ——二、三ドル恵んでいただけませんか？

これらの示唆する点 193

パートⅢ ウォール街崩壊の現実と将来

第9章 セルサイドの被害、バイサイドにとつての意義 199

メイン・ストリートからウォール・ストリートへ 199

三幕での瓦解…ベア・スターンズ 204

やむを得なかつた連合 212

事例研究…JPモルガン——戦場での勝利 216

事例研究…リーマン・ブラザーズ——戦場に倒れる 219

これらの示唆する点 222

第10章 バイサイドの被害、セルサイドにとつての意義

バイサイドのダムのはび割れ

228

バイサイドのダムの将来

231

事例研究・モルガン・スタンレー——バイサイドを信奉

237

事例研究・D・E・シヨ——セルサイドを信奉

240

これらの示唆する点

243

第11章 規制面での意義

責任のなすり付け合い

250

格付機関の失墜

253

平坦でなかった過去

257

現在を元通りにする

261

これらの示唆する点

268

第12章 将来への意義

金融システム——次に完結すべきこと

277

セルサイドの商業銀行——新しい戦場

283

セルサイドの投資銀行——変更された戦場

286

バイサイド——戦場のシフト

290

ウォール街の戦いの結論

295

注

1 9

索引