

Title	米大手投資銀行の業務展開(2) : Morgan Stanley(上)
Author	神野, 光指郎
Citation	経営研究. 71(1); 157-196
Issue Date	2020-05-31
ISSN	0451-5986
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経営学会
Description	

Osaka City University

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

米大手投資銀行の業務展開 (2) －Morgan Stanley (上)

神 野 光 指 郎

はじめに

- 1 危機後の改革と業績推移
 - 2 トレーディング業務
(以下次号)
 - 3 投資銀行業務
 - 4 ウェルス・マネジメント業務
- おわりに

はじめに

金融危機の激震を受けても、Goldman Sachs と Morgan Stanley は被保険銀行を傘下に抱えるグループへと転身しながら、独立を保った。しかし、危機後における金融業界の構造的な変化は、大手投資銀行の従来型のビジネスモデルに転換を迫った。そして、この両社が危機後にたどった道のりは、ある面から見ると極めて対照的であった。

一般的な評価では、Morgan Stanley がトレーディングを縮小して安定的な利益を追求したのに対して、Goldman はトレーディングを継続し、プリンシパル投資にも積極的であり続けた (Baer and Rudegeair, 2015a)。そのため、2009 年には信用市場の回復から Goldman が恩恵を受け、時価総額で Morgan Stanley に 500 億ドルもの差を付けた (Kandell, 2018)。全体としては業界のリストラが進んでいても、ウォール街が根本的に変化しなければならないと考えた人間は少なく、トレーディングと投資銀行業務が元に戻るまでの一時的な現象との見方が多かった。ところがトレーディング業務は世界的に縮小に向かって行った (Hoffman, 2016a)。

その後、両社の時価総額の差はほとんど解消された。Goldman の強みが資本規制と投資家によるリスク回避で打撃を受けた一方、Morgan Stanley は資本規制の影響を受けないモデルへの進化を遂げていったからであると評価されている (Hoffman, 2017c)。結局は Goldman もリテール向け銀行業の追求によって比較的安定した収入を求めるようになり、ターゲットは異なっているが、改革の終盤にさしかかった Morgan Stanley と似たようなところが増えた

と指摘されるようになった (Hoffman, 2018d; Demos, 2019)¹⁾。こうして見ると、脱トレーディングと安定収入の追求が、危機後の投資銀行業界における潮流に思えてくる。

たしかにそうした面があることは否定できない。しかし、大手投資銀行によるビジネスモデルの転換が、金融業界全体の地殻変動を反映したものであることを忘れてはならない。大手投資銀行が手がけていた業務は、消滅した訳ではなく、役割分担が変わったのである。中でもトレーディングは、技術発達の影響によって競争・分業構造の劇的な変化が生じた業務の代表といえる²⁾。投資銀行は、トレーディングから撤退したのではなく、市場に関与する方法を変えたのである。

本稿では Morgan Stanley が危機後にビジネスモデルをどのように変化させてきたのかを確認し、脱トレーディングと安定収入の追求といった表現では捉えきれない実態に迫る。大手投資銀行は金融仲介システムの中で中核的な役割を果たしてきた。したがって、そのビジネスモデルの転換は、金融システムの様々な分野で生じる胎動と直接的な接点が多いと考えられる。安定収入確保の成功例とされるケースを検証することで、金融システムにおける地殻変動の全体像を把握する一助としたい。

1 危機後の改革と業績推移

1.1 トレーディング業務の縮小とウェルス・マネジメント業務への傾注

Morgan Stanley は 1997 年の合併から、Dean Witter 出身の Philip Purcell が CEO を務めたが、収益性の低下に直面し、バランスシートをもっと積極的に使うべきとの圧力を受けることになった。2005 年に辞任した Purcell の後を John Mack が引き継ぎ、自己勘定強化に向かうと同時に FrontPoint、Lansdowne、Avenue Capital 等ヘッジファンドへの出資を推進した (Rose-Smith, 2010-2011; Chung and Glazer, 2015)。その結果、2007 年には MBS デスクで 100 億ドル近い損失を出し、信用トレーディングでも打撃を受けた (Adler, 2010)。2008 年に Lehman が破綻すると、Morgan Stanley に対する取り付けが発生し、慌てて傘下の産業ローン会社を国法銀行に転換することになった (FCIC, 2011, pp. 360-363)。

破綻の危機に瀕して資本の確保を最優先しなくてはならなくなった状況で、ドッド＝フランク法の成立が Morgan Stanley の脱トレーディングを後押しした。McKinsey が規制によって大手投資銀行の ROE は 20% から 7% に低下するとの報告書を発表し、その内容について主要銀行に問い合わせたところ、Morgan Stanley だけが推計に同意するとの返事をよこした。Morgan Stanley は当時、トレーディングに関する削減分野を公表する唯一の銀行でもあった (Wallace, 2012)³⁾。トレーディング部門のリストラにはスピノフも利用された⁴⁾。ボルカー・ルールでは自己勘定トレーディングと同時に、ヘッジファンドへの出資も制限されることになっており、FrontPoint 等の持ち分も処分されていった (Rauch, 2011)。

しかし、自己勘定トレーディングからの撤退やヘッジファンドへの出資引き揚げは、規制に

従わなければならなかったことだけが要因ではない。MFS Investment Management 金融部門運用担当の Kevin Conn によると、銀行の ROE は低下すると予想されるが、株式評価の改善が見込まれた。それは、投資家が確実性の高い安定した成長モデルを好み、ROE が低くなくてもボラティリティが低下すれば、より高い P/E 倍率を喜んで払うと考えられたからである (Rose-Smith, 2010-2011)。ヘッジファンドに出資すると、好調時は良くても、不調時には経費の大きさが問題となる⁵⁾。もともとヘッジファンドへの関与は循環的な性格を持っていたのである。

変動の激しい事業を縮小する代わりに、Morgan Stanley が重視した分野はウェルス・マネジメント(財産管理)である。John Mack の下で推進したリスクテイクが裏目に出て多額の資産償却を行うことになり、急いでリスクを取り去ろうとすると、2009 年の市場回復に乗り損ねた。その Mack の後任となったのは、元 Merrill Lynch でブローカー部門の責任者を務め、Mack 自身がスカウトして自社のブローカー部門強化を依頼した James Gorman であった。トップ交替前に、同社はすでに Citigroup からの Smith Barney 買収で合意しており、Gorman がその統合作業に注力していた (Ji, 2009a)⁶⁾。

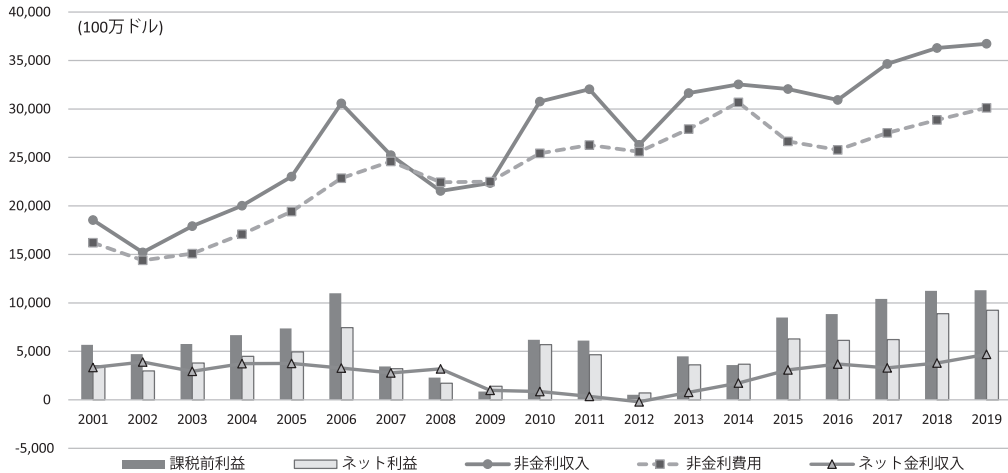
Gorman はブローカー部門の収益性を高めるため、地方店舗を削減すると同時に、資産 5 万ドル未満の顧客対応の報酬を撤廃し、アドバイザーが超富裕層に集中するよう動機づけた。Smith Barney の獲得を決めた後も、後方事務の集約と、エリア・マネジャー制によってコスト削減を推進した。ただ、全米最大規模のブローカー網を持つことは、財産管理部門における競争だけが狙いではない。Gorman の CEO 昇格で、Smith Barney との統合作業を統括するようになった James Rosenthal は「最大の分売プラットフォームを持つようになったので、発行者は我々を新規発行で取引するのにより魅力的と見るようになる」との期待を語っていた (Ji, 2009b)。

証券発行や M&A 助言を含む投資銀行業務も、トレーディングに比較すると資本の必要度が小さく、リスクも低い。投資銀行として伝統ある Morgan Stanley の名声を復活させる上での重要性も高かったと考えられる。危機後の Morgan Stanley は、この財産管理部門と投資銀行部門の連携を軸に、事業の再構築が進められていったことは間違いない。

1.2 危機後の業績推移

それでは、以上の改革が、どのような成果に結びついてきたのかを確認しておきたい。図 1 は収入と利益の推移である。課税前利益は 2002 年の 47 億ドルから 2006 年の 110 億ドルへと急速に増加し、ネット利益も 29 億ドルから 74 億ドルへと伸ばしている。それが危機によって一気に落ち込み、2009 年もさらに利益を減らした。それ以降、2014 年まではやや不安定な動きが見られるが、2015 年からは収入の安定的な伸びとコストの抑制によって着実に利益をあげるようになっている。

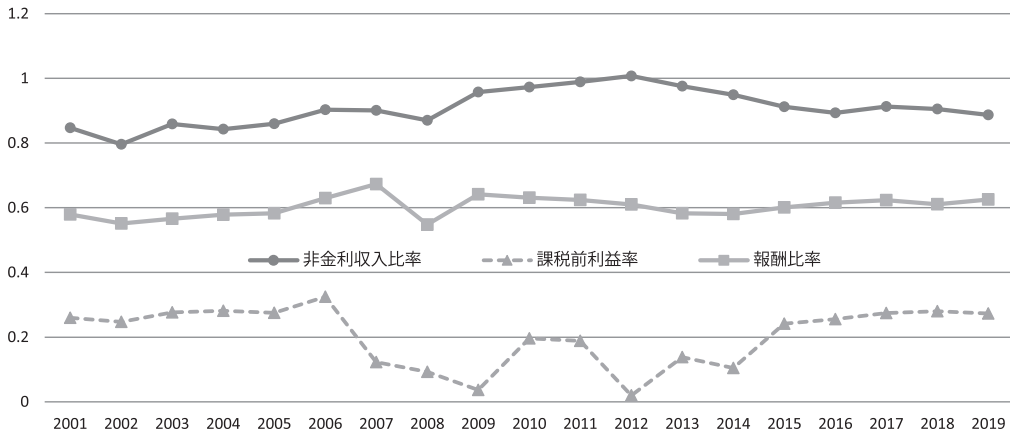
図1 ネット利益と内訳の推移



注) 会計年は2008年まで前年12月から同年11月の1年間、2009年からは暦年。以下の図表で全て同じ。

出所) Morgan Stanley, Form 10-K より作成。

図2 営業効率



注) 非金利収入比率=非金利収入/(非金利収入+ネット金利収入)。課税前利益率=課税前利益/(非金利収入+ネット金利収入)。報酬比率=報酬/非金利費用。

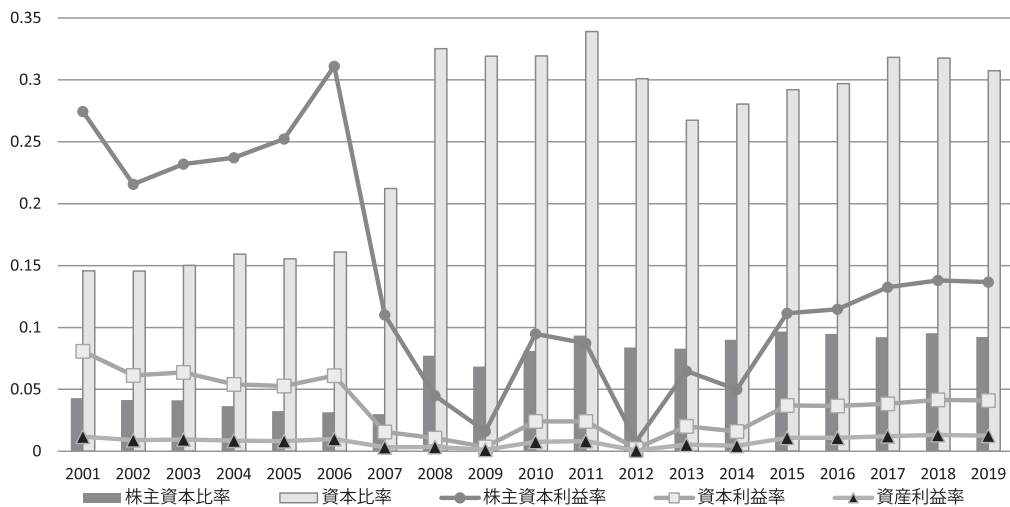
出所) 図1に同じ。

図2は営業効率である。課税前利益率は2006年まで高水準でやや上昇傾向にあった。それが2014年まで不安定に変動するようになり、ようやく2015年以降に落ち着きを取り戻した。報酬比率で危機前後を比較してみると、危機前は費用に占める報酬の割合が高まっており、危機以降にそれが抑制されている。これは危機前にトレーダーに対して多額の報酬を支払っており、危機後にそれを圧縮したことが一因と推察される。ただし、2015年からはわずかながら

報酬比率が上昇に転じている。

トレーディングから財産管理業務と投資銀行業務へと比重を移したとすると、レボ関連の取引を含む分、トレーディングの方がネット金利収入の増減に左右されるように思えるが、2013年以降に非金利収入比率の低下が見られる。図1からもネット金利収入の増加傾向を確認することができる。財産管理業務と投資銀行業務への注力と並行してネット金利収入の割合が高まっているのは注目に値する。

図3 資本利益率と資本比率



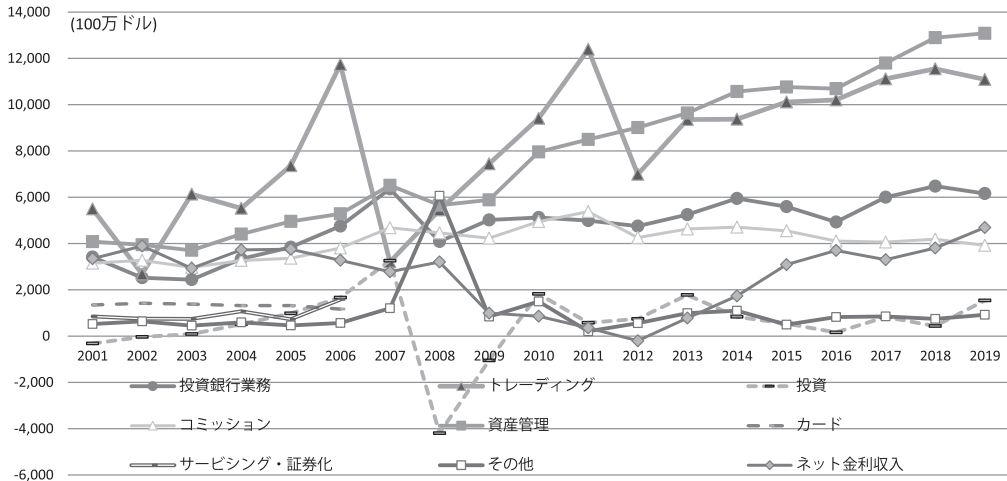
注) 株主資本利益率＝課税前利益／期末株主資本。資本利益率＝課税前利益／(期末株主資本＋期末長期負債)。資産利益率＝課税前利益／期末総資産。株主資本比率＝期末株主資本／期末総資産。資本比率＝(期末株主資本＋期末長期負債)／期末総資産。長期負債(long term borrowingsは2017年から borrowings と表記されているが、2017年公表の前年数値は long term borrowings と一致している。

出所) 図1に同じ。

続いて、図3によって資本利益率を見ておく。危機前は株主資本利益率がかなり高水準であったが、それはレバレッジによって支えられていた。リスク調整無しの株主資本比率では、危機前の数年に低下傾向が見られ、長期負債を考慮しても危機後に比べるとレバレッジの大きさが顕著である。危機後は資産の伸びが停止し、増資によって株主資本比率が大幅に引き上げられた。長期負債の水準も高まっており、資金源の安定化が進んだと見られる。それによって利益率は危機前より低下したが、それでも回復しており、しかも安定的に推移するようになった。資産に対する比率では、2002～2006年の平均が0.90%であるのに対して、2015～2019年は1.19%と、危機前を上回るようになった。

図4は事業別の内訳である。財産管理を含む資産管理関係の収入が最大の項目になっているのは、戦略の成功を物語っている。ただ、トレーディングの貢献もそれに迫る大きさになって

図4 事業別収入



注) 連結損益計算書のデータ。
出所) 図1に同じ。

いる。2012年の利益落ち込みはもっぱらトレーディングの影響であったことが分かり、トレーディングが収益全体に及ぼす影響はやはり無視できない⁷⁾。コミッションを含めれば、なおさらである。投資銀行はというと、増加傾向にはあるものの、トレーディングとの差が開いており、ネット金利収入に迫られている。

投資銀行業務は企業のM&Aや資金調達によって業界全体の収入が規定されるため、個別の努力ではいかんともし難い面もある。トレーディングとネット金利収入の大きさを合わせて考えると、改革後のMorgan Stanleyをもってしても依然として市場の変動による影響を抑制するのは難しいようである。

Gomanは安定収入を追求する一方で、CEO就任後にROEで10%を達成する目標を掲げた。トレーディング部門のリストラとSmith Barney統合で徐々に成果を上げ、2014年には目標未達にもかかわらず、市場の評価が高まって、PERでGoldmanと同程度の倍率になった(Carney, 2015a)。2015年には組織簡素化、従業員の低コストな拠点への異動、技術利用の強化によってインフラコスト削減に切り込み、利益率を高めた(Baer and Rexrode, 2016)。それでも2016年前半はトレーディングと投資銀行業務がともに不調で、後半に盛り返すも、前半の落ち込みを挽回しきれなかった(Back, 2016a; Hoffman, 2017a)。

2017年に入ると金利上昇と株高の効果が強く表れるようになった。この両方からMorgan Stanleyほど恩恵を受ける銀行は少ないと評価されている(Hoffman, 2017b)。積極的な自社株買いもあってROEを高め、2018年初頭には新たな目標として10-13%を設定するまでになった(Hoffman, 2018a)。さらに2018年には減税によって、直接的な恩恵だけでなく、

投資家と企業の活動がともに活発化し、四半期毎に前年を大きく上回る利益を報告し続けた(Hoffman, 2018b; Hoffman, 2018c; Hoffman, 2018e)。

ただ、2018年末には市場の混乱で業績が下振れした。それでも、2019年に不安定な環境が続く中、さらなるコスト削減と、順調な収入の確保で前年並みの課税前利益を出している。ここに来て、ようやく市場の浮き沈みからの影響を最小限に抑える体制が整えられたということかもしれない。以下では、その体制の実態と、そこに至る過程を、各業務の内実に立ち入って、もう少し詳しく見ていきたい。

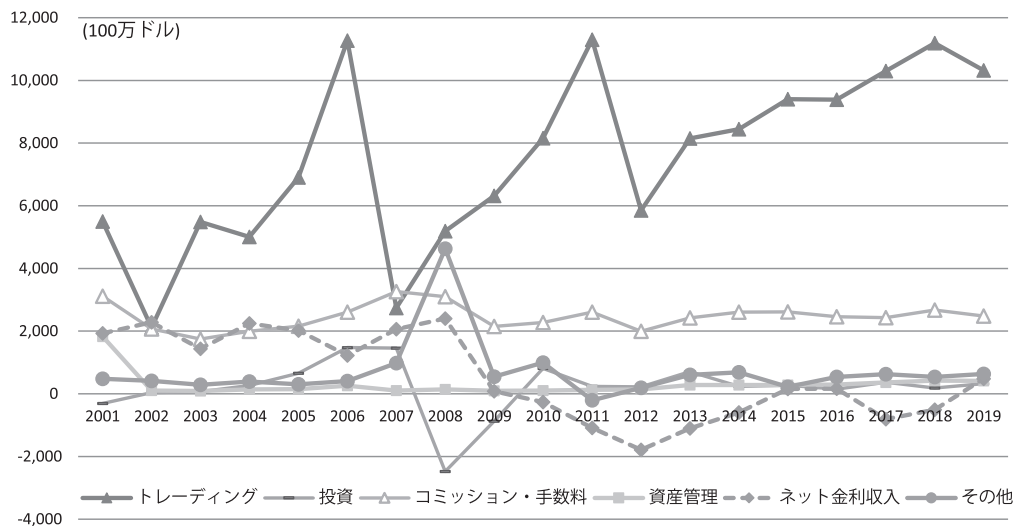
2 トレーディング業務

2.1 トレーディング収益の推移

機関投資家や企業向けのトレーディングは Institutional Securities Group が担当しており、その部門の販売・トレーディング収入の内訳を見たものが図5である。当たり前のように、トレーディング収入はグループ全体とほぼ同じ動きをしており、この業務からの収入のほとんどを占めている。コミッションは危機以降、25万ドル近辺で全くと言って良いほど動いていない。投資と「その他」は2008年の動きを除くと目立たない⁸⁾。それ以外で動きがあるのは、危機までプラスで推移していたネット金利収入が、危機後にはマイナスになったことくらいである。このマイナスも縮小傾向にある。

同じものを資産別に見たものが図6である。John Mack がバランスシートの利用を積極化

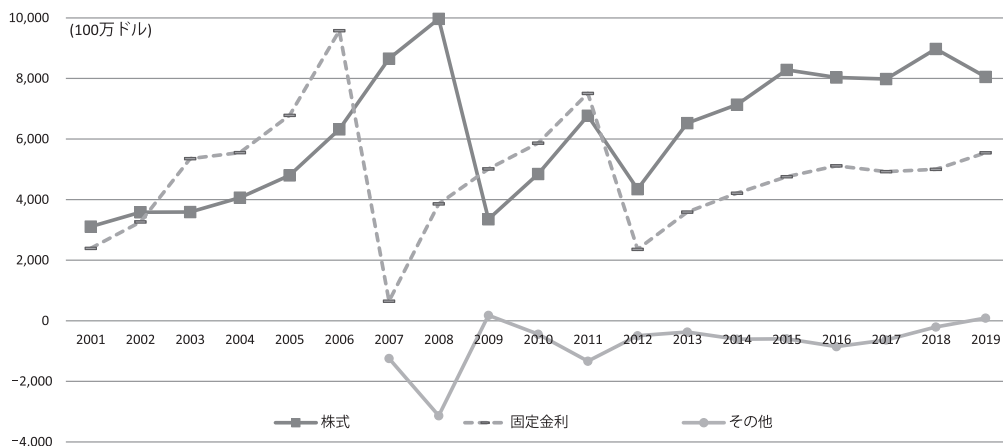
図5 販売・トレーディング収入内訳



注) Institutional Securities Group の Sales and Trading のみ。同グループは 2001 年まで Securities Group だった。

出所) 図 1 に同じ。

図6 資産別販売・トレーディングの内訳



注) この図の株式、固定金利、「その他」の合計は、図5のトレーディング、コミッション、資産管理、ネット金利収入に等しい。

出所) 図1に同じ。

すると決めた際、特に力を入れたのは固定金利であったと考えられる。それが2007年に大きく落ち込んだ。その後の回復は金融緩和の影響を受けているとして、2012年までは会計上の調整の影響も大きい。基本的には部門の縮小が固定金利活動に集中した形で行われており、トレーディングは株式中心へと向かっていった⁹⁾。2013年からはそれが明確になっている。それでも、固定金利での活動が放棄されたという訳ではない。

グループ全体については、表1で固定金利業務の内訳も見ることができる。データの入手可

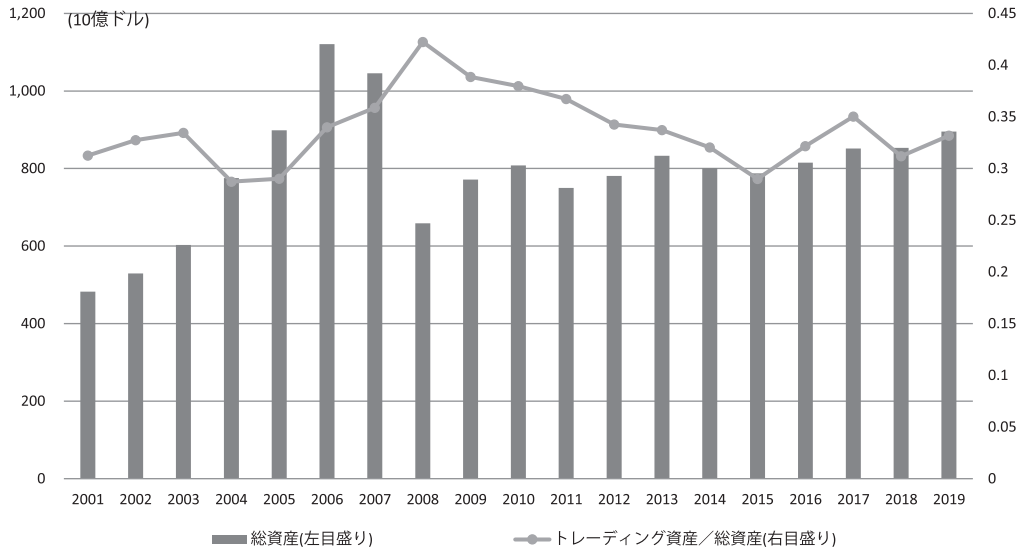
表1 トレーディング収入とネット金利収入内訳

	(100万ドル)											
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
トレーディング収入内訳												
金利契約							1,249	1,522	2,091	2,696	2,773	
外為契約							984	1,156	647	914	395	
株式・インデックス契約							5,695	5,690	6,291	6,157	5,246	
商品・その他契約							793	56	740	1,174	1,438	
信用契約							775	1,785	1,347	610	1,243	
ネット金利収入内訳												
リバースレポ		859	769	886	364	-20	-298	-560	-374	169	1,976	3,485
トレーディング資産ネット	5,155	3,931	3,593	2,736	2,292	2,109	2,262	2,131	2,029	2,392	2,899	
レポ	1,374	1,591	1,925	1,805	1,469	1,216	1,024	977	1,237	1,898	2,609	
ネット	4,640	3,109	2,554	1,295	803	595	678	780	961	2,470	3,775	

注) 連結財務諸表の注記データ。ネット金利収入内訳は、収入側に投資証券、ローン、顧客受取勘定、費用側に預金、借入、顧客支払勘定がある中から、この表にある項目のみ抜粋。リバースレポは2014年までFF売却を、2015年からは証券借入を含む表記になっている。しかし2015年公表の前年分では表記が変わっても数値が一致していた。レポは証券貸出を含む表記になっている。トレーディング資産は2012年まで Financial instruments owned と表記されている。

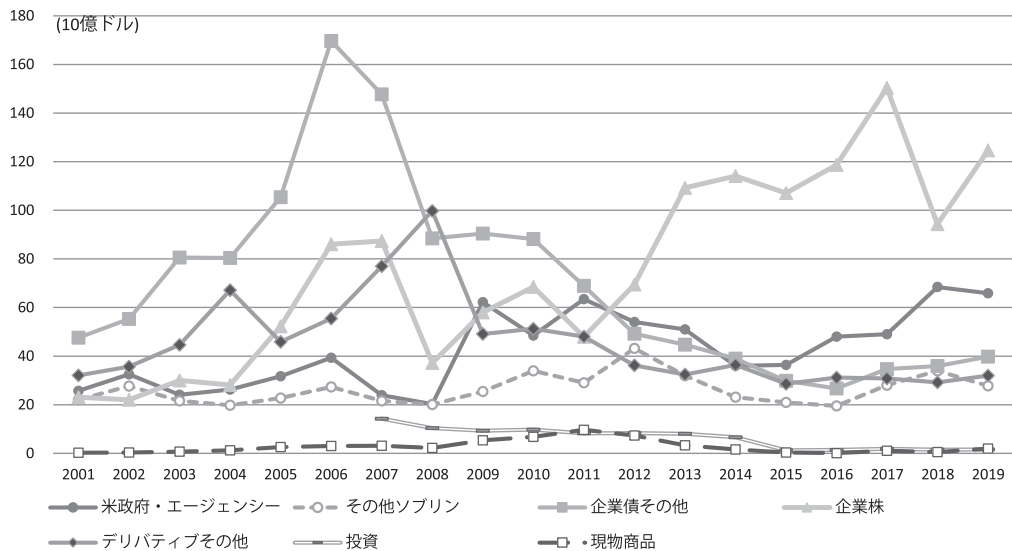
出所) 図1に同じ。

図7 総資産とトレーディング資産



出所) 図1に同じ。

図8 トレーディング資産内訳



注) 連結財務諸表の注記データ。2007年公表分を前年分と比較すると、投資は企業債その他から分離されたと見られる。企業債その他は Corporate debt and other と Muni, MABS、Loans and lending を合算した数値。

出所) 図1に同じ。

能な期間は短い、2015年以降では、信用契約からの収入が不安定に動いているのに対して、金利契約からの収入は年々増加している。一方で、トレーディング資産からの金利収入は、2009年の51億ドルから2017年の20億ドルまで低下し、その後上昇に向かっていているが、2019年でも30億ドルには満たない。むしろ、2018～2019年にかけては、証券借入を含むリバースレポからの金利収入が大きく伸びている。これは固定金利のトレーディング収入が、在庫を持たない形で獲得されていることを示唆する。

図7と図8で、グループのトレーディング資産残高を確認することができる。総資産が危機まで急速に増加し、危機時に劇的な落ち込みを見せた後、資産の伸びがかなり緩やかになっている。その中でトレーディング資産が占める比率は2015年まで低下を続け、そこから若干回復に向かっていている。その内訳で、2012年からは株式が最大の比重を占めるようになった。トレーディング収入が株式中心になったことと整合的である。固定金利はというと、2007年以降に企業債その他が顕著に落ち込んでいる。2016年以降はわずかに回復傾向にあるが、2019年でも2001年の金額に及ばない。在庫に増加の動きが見られるのは財務省やエージェンシー債である。

FRBが債券購入の縮小を打ち出したのは2013年12月であったが、2014年には市場の予想ほど金利上昇が進まず、固定金利取引が低調であった。しかも第4四半期には急な値動きで投資家が取引を手控え、ディーラー各社にも打撃を与えた (Chaudhuri, 2015)。これを受けて、Morgan Stanleyはさらなる固定金利部門のリスク加重資産圧縮を計画した (Baer and Chaudhuri, 2015)。

ところが2015年第1四半期に固定金利のトレーディング環境が改善し、それによってROE目標10%を12四半期ぶりに達成すると、固定金利トレーディングの強化を目指すようになった (Baer, 2015a)¹⁰⁾。2015年前半が終わった段階の業績報告で、Gormanはアナリストに「時間とともに、この事業でシェアを高める可能性がある」と語った。ただし、戦略を変えるものではないとも付け加えた (Baer and Rudegeair, 2015b)。

そして、2015年の後半に再び環境が悪化すると、第3四半期にはトレーディングが大手の中で最悪の結果となり、危機後最低の業績を報告することになった (Baer and Rudegeair, 2015c; Rudegeair and Baer, 2015)。トレーディングデスクには固定コストが大きく、収入が減ってもすぐに縮小することはできない。Institutional Securities部門では報酬を27.8%削減したが、それでは固定コストの影響を逃れることはできなかった (Carney, 2015b)。そこで10月には株式トレーディング責任者のSam Kellie-Smithに固定金利責任者も兼任させ、両部門の協調を図るとともに、固定金利人員の1/4を削減する計画を立てた (Baer, 2016; Baer, 2015b)。

人員削減は、Morgan Stanleyの安定性を評価してきた投資家からの要求に沿うものであった。投資家は同社が、より大きい負債活動を持つGoldmanなどと、負債トレーディングを切

り捨てた UBS との中途半端な位置にいるのではないかと懸念していた (Baer, 2015c)。2015 年第 4 四半期に発表した 1200 人の人員削減計画には、固定金利、商品のトレーディングと販売員 470 人、ニューヨーク固定金利部門の後方事務数百人が含まれていた。しかしフロント部分からの削減は 100 人未満で、従業員向けメモには、人員削減でも最低限の規模を維持し、顧客が求める商品と地域での対応を可能にすると記されていた (Baer, 2015d)。撤退した活動は欧州通貨とアジアのディストレストで、強みを持たない分野であった (Baer and Rexrode, 2016)。

2016 年に入ると、第 1 四半期こそ不調であったが、第 2 四半期からはプレクジット、米大統領選、FRB の政策スタンスを巡る思惑などで顧客取引が活発化し、Morgan Stanley も大いに恩恵を受けた (Hoffman and Rudegeair, 2016; Hoffman, 2016b)。取引の活発化に支えられたのは他社も同じである。それは在庫の値上がりからではなく、売買が活発な商品の取り扱いからの収入に依存するということである (Eisen, 2016)。この条件には、財務省などを取引するレート (金利契約) の方が、信用トレーディングよりも合致すると考えられる。

良好な固定金利トレーディング環境でも Morgan Stanley には恩恵が小さいと予想されていたが、同社は 3 四半期連続で固定金利トレーディング収入が 10 億ドルを突破した。大規模な人員削減にもかかわらず、報告ラインを整理し、負債の引受活動に必要な規模は維持することによって、取引活発化の機会を捉えることができた (Back, 2016b; Hoffman, 2016c)。活発な取引を利用して、在庫をバランスシートに残さないようにすれば、小さい資本でも VaR を引き下げながら、トレーディング収入を拡大することが可能であった (Davies, 2017)。

2017 年の前半には Morgan Stanley の固定金利収入が、2 四半期連続で Goldman を上回った。これについては、Goldman が得意とする複雑な商品への需要が低迷しており、同社はパッシブ運用へのシフト、ヘッジファンドの低迷、市場の安定といった環境への適応に苦慮していると評価された (Hoffman, 2017c)。ここからも、Morgan Stanley のトレーディングの性格を垣間見ることができる。同社の場合、すでに経費とリスクが他の活動を支援する上で必要最小限に抑えられ、取引が活発化すればその恩恵を受けるが、逆に低迷すれば固定コストが重たくのしかかる状況になったということであろう (Hoffman, 2018a)。

株式についても、ほぼ同じことが当てはまる。投資銀行の株式取引で、価格の上下を利用する目的のものが危機前の 50% 程度から、2015 年には 10% ほどにまで低下したと推計されている。Morgan Stanley の場合は 1 日平均 VaR が、2010 年第 2 四半期の 1 億 6400 万ドルから 2015 年第 2 四半期の 5400 万ドルまで引き下げられていた。2015 年夏の終わりにそれまで前例がないほど株式市場のボラティリティが高まっても、それが大手銀行の大きな利益にも損失にもつながらなかった。役員は夏期休暇に出ており、市場の大幅な変動によって呼び出されることはなかった (Baer, *et al.*, 2015)。

投資銀行の株式トレーディングを後押しした一因は ETF と関連するデリバティブの活況で

あった (Colchester and Rudegeair, 2015)。ただし、それもボラティリティに左右される。危機後の回復相場ではボラティリティが低下してきたが、2015年には上昇基調が一服し、ボラティリティが復活した (Weil, 2015-2016)。この時期に Morgan Stanley 以外の大手銀行も、株式への取り組みを強化するようになったと指摘される (Colchester and Rudegeair, 2015)。

しかし、2016年の第3四半期には、株価指数が記録的な水準に上昇する中で、ボラティリティが極端に低下した (Driebusch and Kuriloff, 2016)。第4四半期こそ、米大統領選を受けて、投資家が何十億ドルもの資金をテック株から金融株に移すことで出来高が膨らんだが、その後は他の選択肢がないまま株高が最終インニングを繰り返すと表現されるような状況が続いた (Hoffman and Rexrode, 2017; Katsenelson, 2017)。

大きな要因は投資家が低いボラティリティに惹かれて FAAMG 株に投資を続けたことである。その動きにはヘッジファンドも積極的に参加していた (McElhaney, 2017b)¹¹⁾。時価総額の大きい銘柄は指数全体を引っ張る。そうすると、パッシブ投資家もテック株主導の株価上昇に乗ることになる。これが出来高の低迷下で株価上昇が続いた要因になっていたと考えられる。Schwab 金融研究所の Randy Frederick は、投資家にはインデックスの傾向が強く、「多くの人間がすでに市場にいる。自分の持っているものが値上がりして利益を得られるなら、売る理由はない。もし現金を持ったままなら、今からゲームに入るのは遅すぎる」と語っていた (Gold, 2017)。

この間は Morgan Stanley の株式トレーディング収入が伸び悩んでいる¹²⁾。しかし、2018年には第1四半期にボラティリティが急上昇し、米投資銀行各社が取引拡大の恩恵を受けた。ここで注目されるのは、欧州系の銀行が振るわなかったことである。その理由として、電子化の進展が挙げられている。米銀は危機の影響を早期に克服して多大な技術投資をしたのに対して、欧州系はまだリストラの途上ということである (Davies, 2018)。つまり、ここにも固定コストの負担で、取引活発化の恩恵は受けるが、逆に低迷するとその重みが増えるという構図がある。

その後は金利動向、貿易摩擦、中国経済の減速を主な材料として不安定な動きを繰り返してきた。ただ、乱高下の度が過ぎるとあまり収益につながらないようである。これについては次のような説明がある。ウォール街はかつてもっと抵抗力があった。何ヶ月か証券を抱え続けることが可能であれば、乱高下を乗り切ることができた。しかし危機後はポジションの時間制限を受け、非流動的な資産の保有を劇的に圧縮している。投資家も若干の不安ならデリバティブを使って損失に備えるが、恐怖におののくと単に売りに走る。そうすると、銀行の収入はわずかなコミッションになる (Hoffman, 2019b)。

Morgan Stanley は株式の在庫水準を高めていたが、それが値上がり益の追求を反映している訳ではないのかもしれない。むしろ、固定金利でも株式でも、売買の取り次ぎ役という性格を強めているのではなかろうか。

2.2 トレーディングをめぐる環境変化への対応

2.2.1 固定金利市場

危機後に大手ディーラーがバランスシートの利用に消極的になったのは間違いない。それが流動性を低下させた主因かどうかは必ずしも明らかではないが、少なくとも多くの業界関係者にそうした認識を持たせることになった。例えばPIMCOのスタッフは、ディーラーが緩衝材の役割を果たさなくなったため、他の市場参加者が金利の動きに過剰反応するようになり、2013年のテーパー騒動もそれが主因であると指摘している(Rodosky and Moore, 2014)。テーパー騒動以降に流動性問題についての議論が活発化するのには、それまで金利低下によってボンド市場が活況だったからである。TABB GroupのAnthony Perrottaは、市場が落ち着いていたことで問題が隠され、市場参加者は変化への対応が遅れたと述べている(Segal, 2014)。

しかし、一部の大手バイサイドは、流動性問題が注目を集めるようになる前から、様々な対策を実施していた。最先端を走るのがBlackRockであり、2010年代初頭には、資本市場デスクを設置して、ポートフォリオに求める証券の発行を発行者に働きかけるようになっていた。さらに注目すべきは、当時すでに自社ファンド間の取引を付け合わせていたシステムを外部に開放し、固定金利の電子トレーディング促進を計画していたことである(Segal, 2011)。そして2013年にはMarketAxessと戦略提携し、自社と顧客の取引システムAladdin Trading NetworkをMarketAxessのプラットフォームに接続することを発表した(Segal, 2014)。

当時、MarketAxessでの取引はほとんどが500万ドル未満であったが、Opne Tradingはより大口の取引も可能にする仕組みであった。それはall-to-allの中で効果的にIOI(Indication of Interest)を提示して相手を見つけ、それから価格と規模を個別に交渉するためである(Segal, 2014)。MarketAxessの予め数量を指定して建値を要求するRFQ(Request for Quote)よりも情報漏洩リスクが小さい。しかし、RFQでも大口取引を可能にする方法が模索された。TradewebのLee Oleskyは「all-to-all市場は革新の重要な構成要素だ。しかしRFQの改善と取引技術にも飛躍的な進化がある。特に大口ブロックとラウンドロット取引で」と証言している(Kelly, 2017)。

電子取引といっても、RFQの場合、ディーラーが建値を提供することが前提になっている。バイサイド間の直接取引を実現する上での大きなネックは価格情報であろう。この点についても進展が見られる。MarketAxessは2017年にプラットフォームでの執行価格情報を利用して事前価格の予想値を計算するようになった。また、2015年にIntercontinental Exchangeが買収したInteractive Data Corp.は、長年、投信がNAV(Net Asset Value)計算に利用するボンド価格推計の唯一の提供者であったが、恒常的なデータへの需要が高まり、日中価格情報の提供にも乗り出した(Segal, 2017)。

電子取引の拡大が利用可能なデータを増やして事前価格推計を容易にし、それがさらに電子取引を促すという循環が働いていると考えられる。そして、ETFや信用デリバティブ市場の

発達も、データの豊富化に貢献しているのは間違いない。ETF は明らかに現物債券取引を代替している部分がある¹³⁾。また、危機後には中央清算と標準化の進展が、店頭デリバティブでの電子取引利用を後押しした¹⁴⁾。そして、CDS は、現物では迅速に出入りすることが困難な銘柄や満期にアクセスして、市場で生じた一時的な機会を利用する手段となった¹⁵⁾。

電子取引の発達や、現物取引を補完する手段の多様化は、流通市場をめぐる役割分担の変化と表裏の関係にある。電子取引では株式同様、HFT 業者が売買量でのシェアを高めた¹⁶⁾。さらに重要なのはリスクを取る運用業者の存在である。例えば Ellington Management は、マーケットメイクは行わなくても売買に関わることで価格に関する現実の感触を得て、魅力的な証券を売り急ぐ投資家から購入し、その後自己のポジションから売るようにしていた。同社の共同創業者 Michael Vranos は、「流動性が低いという人間がいるが、彼らが本当に不満なのは、ビッドが望む水準より5ポイント低いということだ。我々はクリアリングの水準についてもっと現実的だ。だから喜んで間に入る」と説明している (Segal, 2015c)。

固定金利市場では、中央銀行や保険会社など必ずしもリターンの最大化を優先しない参加者の比重が大きく、構造的な非効率性を利用して高いリターンを上げることが比較的容易である¹⁷⁾。それだけアクティブ運用業者の活動余地が大きい。ただ、これまで運用業者は価格を提供するという感覚を持っていなかった。それが電子取引拡大で変化しつつある。MarketAxess の Richard McVey は「運用業者は新たなシステムを実行し、内部遵守状況の確認などの作業を行う人員を雇わなければならない。それによって、ディーラーが提示した価格を受け入れるだけでなく、価格を主導できるようになる」と予想している (Segal, 2015c)。

以上のような環境変化に、大手ディーラーがどのように適応したのかは必ずしも明確ではないが、推測するためのいくつかの材料はある。Sweeney (2017) に、2017年の機関投資家による大手ディーラーの欧州固定金利販売チームに対する評価についての調査が紹介されていたため、それを参考にしたい¹⁸⁾。まずランキングは J. P. Morgan、BNP Paribas、Citi、BoA Merrill、Goldman Sachs International、Morgan Stanley、UBS、NatWest Markets、Oddo Securities の順であった。

首位の J. P. Morgan についての評価として、メキシコ市が国際空港整備目的の調達で、案件の仕組みやキャッシュフロー計算などについての投資家の疑問に対して、同社の欧州チームが質問に対応し、ニューヨークやラテンアメリカの投資銀行担当者との電話会合を設定した例が挙げられている。これは、既述のように Morgan Stanley が発行市場との関係でトレーディングを維持しようとしていたことと合わせて、投資銀行業務と販売・トレーディング業務の結びつきの強さを示唆している。

3位の Citi への評価として、取り扱い銘柄のカバーが広いこと、調査が強いこと、早い段階で投資機会を提供してくれることが挙げられていた。投資機会については石油・ガス部門の LBO で銀行ペーパーへの投資を提供したことが紹介されている。BlackRock が特定銘柄や満

期の発行を発行者に働きかけていたことから分かるように、発行市場を幅広く押さえておけば、投資家の特殊なニーズに対応することが容易になるのである。

意外だったのは、あるロンドンの投資家が、Citiを「取引での価格を維持する上で最も良い仕事する。最も強いカウンターパーティーでもある。Citiが軽く大口取引を受けてくれることに驚く」と評価していることである。いくら商業銀行系とは言っても、大手ディーラーはどれもバランスシートの利用を控えているはずである。大口の買い注文に対してなら発行市場の利用である程度対応できたとしても、売り注文では役に立たない。

ただ、ディーラーが投資家の売り注文に対して、自己勘定で買い向かうとは限らない。電子取引の発達は、ディーラーにバランスシートの節約を可能にする役割も果たしているのである。J. P. Morganの北米信用トレーディング責任者 Kevin Corganは「流動性のことを日々考えている。新しい電子プラットフォームがいくつかあり、それらを評価しているところだ。どれが成功し、流動性を高めるか実験しているようなものだ」と語っている (Segal, 2015a)。ディーラーは電子プラットフォームを敵と見るのではなく、その利用機会を探っているのである。

そして、リスクを取る投資家の存在がある。TIAA-CREFのコア・ボンド運用担当 Joseph Higginsによると、ある主要銀行ABSデスクから大手金融会社が発行したABSのブロックに興味が無いかとの連絡が入ったが、その銀行はABSの在庫を抱えておらず、顧客ヘッジファンドに変わってコンタクトしてきたということである (Segal, 2015c)。Segal (2015c)は、ヘッジファンドや大手運用業者が銀行の在庫保管場所になっており、Apollo、BlackstoneのGSO Capital、KKRなどが機関投資家から何十億ドルも調達し、市場が機能しなくなった際に流動性提供の機会とみて介入してくると指摘している。

これには、大手ディーラーから最も収益的な部分がリスクを取る運用業者によって奪われているという側面がある一方、大手ディーラーがそれら運用業者との関係を利用して自らの役割を再構築しようとしている側面もある。大手ディーラーと運用業者の関係は多面的である。両者は競合する部分も多いが、運用業者はディーラーのサービスを利用するため完全にディーラーの役割を奪おうとはしない。そして、ディーラーも、取引の執行と清算だけではなく、様々なサービスを提供しようとするのである。

2.2.2 株式市場

Morgan Stanleyは2015年末に株式トレーディングの人員を5%削減する計画を立てたが、これはトレーディングの業績が不振で25%の人員を固定金利部門から削減したのとは無関係であった。ウォール街では株式部門が危機後のモデルと見られており、その要素は技術重視、低リスク、少人数であった (Baer and Strasburg, 2015)。株式市場では固定金利市場に比較してはるかに電子化が進んでおり、その分、ディーラーは早期から環境変化への適応を迫られてきた。

大手ディーラーは、投資家の大口取引需要に対してブロックデスクが応じ、顧客注文同士の付け合わせや店内化を効率化するシステムを構築してきた。当初はコスト削減が主な目的であったが、後にバイサイドの直接参加に道を開き、ブローカー・サービスの売り込みに利用するようになった (Mittal, 2008)。それは、取引所での取引が小口化したことで機関投資家が大口取引の執行場所を求めようになり、分裂する取引場所の相互接続が進む中で付加価値の高い執行サービスの提供が差別化要素になると考えられるようになったからである (井上、2007、126頁、131頁)。

しかし、取引所を含む取引場所間の競争によって、発注場所の選択が極めて重要になった。ディーラーにとって、顧客との関係を維持する上で、効率的なダークプールを運営するだけでは十分ではなく、瞬時に状況を把握して注文の送付先を特定するアルゴリズムの提供が不可欠になった。2008年に未曾有の金融危機に直面し、期待した効果を上げることができない局面もあったが、それでも決定的な役割を果たし続けた。当時、自動取引システム提供者の一つである EdgeTrade の Joseph Wald は「数年前までアルゴリズムを機能と効率性で評価していた。現在は流動性を探し出すために活用されている」と証言している (Groenfeldt, 2008)。

投資家が流動性を求めて取引場所を選択しても、単一の場所に取引が集中していくとは限らない。注文は均質ではなく、取引意欲、緊急性、リスク許容度、情報の非対称性、取引スタイルなどの差によって多様である。分裂した取引場所それぞれに注目するのはコストがかかる反面、注文の性質に応じてその時々で最良の場所を選択することを可能にする (Carrie, 2008)¹⁹⁾。そのため、ディーラー、情報システム業者、取引場所運営業者が入り混ざって、様々なプールとアルゴリズムの提供を競っているのである²⁰⁾。ディーラーにとっては、この競争における優劣もトレーディングの業績を左右することになる²¹⁾。

株式市場では投資家によるディーラーの評価ランキングが複数年分、入手できた。それを元に、Morgan Stanley の変化への適応状況を確認しておきたい。最初は Rose-Smith (2008) のヘッジファンドを対象とする取引先ディーラー評価の調査である。調査期間は春から初夏にかけてで、Bear Stearns は救済合併された後であるが、Lehman はまだ破綻していない。

このアンケート調査で、Morgan Stanley は伝統的執行で5位、電子トレーディング・DMA (Direct Market Access) で1位、アルゴリズム・トレーディングで4位、トレーディング専門性と市場知識で3位の、総合3位であった。それぞれの差に詳しい説明はないが、Goldman は RediPlus への評価によって電子トレーディング・DMA の3位に入ったと解説されている。RediPlus は全ての注文管理システムと中間、後方事務システムを接続し、さらに実行可能な機会の通知、ニュース塊集、フィルター、分析などの機能を提供する²²⁾。類似のサービスで Morgan Stanley は最も高く評価されたということになる。

一方、総合1位の Credit Suisse はダークプールを効果的に選択するアルゴリズムへの評価が高かったということであるが、この部門で Credit Suisse は2位で、首位はまだ Merrill と

統合していない Bank of America であった。そして、BoA グローバル株式責任者 Ciaran O’Kelly によると「資産マネジャーとセルサイド・トレーダーの間でより多くの対話と関係が生じるようになっている。特に大きなポートフォリオで。トレーダーの役割はかつて無いほどコンサルタントのようになっている」。技術力は不可欠であるが、サービスとしては対人が重要であることを示唆している。

このアンケートとは別のところで、バイサイドが技術利用の執行ではコストを重視し、付加価値は別に求める様子が紹介されている。例えば運用会社 Brandes のトレーディング責任者 Joseph Scafidi によると、同社はコストのみで選択したブローカーとハイタッチ業者を併用していた。なぜなら、ハイタッチ業者は HFT 業者から捕食されるのを防ぎ、小型株や新興市場銘柄の洞察で役に立つが、アルゴリズムはそこで役に立たないからということであった。そこで、ブローカー側も付加価値をつけようとする。例えば機関投資家向けアルゴリズム・トレーディングを提供する Fox River は、中小型株の調査に定評のある Robert W. Baird & Co. と組んで、調査提供を行うようになった (Cheng, 2012)。

Johnson (2016) のアンケート調査では、ディーラーがハイタッチとロータッチの同時提供を目指すようになっていた。このアンケートはバイサイドで米株運用に関わるトレーダーや市場構造アナリストを対象としており、評価項目が多岐にわたる。Morgan Stanley は総合 1 位になっており、項目別ではアルゴリズム 1 位、ブロック流動性 1 位、接続性 2 位、DMA が 2 位、アイデア創造 2 位、情報漏出阻止が 1 位、市場構造 2 位、価格改善 3 位、反応性 1 位、リスク管理 2 位、ユニーク流動性 2 位であった。アナリティクスでは上位 3 に入っていなかった。

この調査では販売員を対象とする評価も行われており、販売トレーダーでは上位 10 の内、Morgan Stanley のトレーダーが 1 位、4 位、5 位と最も多くランキングに入った。電子トレーディング販売員では上位 10 の内、6 位の 1 人だけであった。

アルゴリズムと販売トレーダー、およびそれらの関係については、同社の電子トレーディング共同責任者 Brian Gallagher の声が紹介されており、それが参考になる。

「市場の流動性が進化する中で、顧客が流動性と資本への最良のアクセスを求め、ハイタッチなアプローチが再び重要性を高めている。過去数年で我々の電子トレーディングは大きく成長し、今後も重要であり続ける一方、顧客が流動性を発見し、我々の資本を利用して、出来高の小さい環境においてインパクトを最小化する上で、販売トレーダーが鍵であり続けている。」

「ハイタッチ・トレーディングは多様なサービスへのアクセスを提供できる。コストは高い。ブロック流動性にアクセスできるが、潜在的に匿名性は低い。電子トレーディングは明示的なコストが低く、匿名性を提供できる。流動性アクセスは取引所と ATS に限定される。両者は排他的ではない。我々は顧客と協力し、ハイタッチとロータッチの要素を同時に提供する。それで、彼らは最適な流動性と高いサービスに、最小限の情報漏出でアクセスできる。」

「Morgan Stanley にとって顧客第一が基本的な原理である。顧客が最良執行を達成し、各種執行方法のバランスを取るアプローチと目的を理解するのが鍵となる。発声 (voice)、プログラム、電子執行にわたって専門化することが顧客サービスの核である。」

「自社のトレーダーと顧客の両方が利用する注文処理、回送システムに多額の投資を行ってきた。例えば我々の SOR (Smart Order Routing) 技術は、流動性へのアクセスと並行して、情報漏出を最小化し、執行率を最大化するようデザインされている。」

以上から、機械的に実行される複数の機能を提供すると同時に、それらをいかに組み合わせ、市場インパクト抑制、情報漏出阻止、執行率引き上げ、コスト抑制を達成するのか助言するという、執行コンサルタントの実像が浮かび上がってくる。

Dang (2017a) では欧州株式トレーディングに対する評価アンケートの調査結果が紹介されていた。この調査は3部門のランキングにまとめられている。電子トレーディングでは、アルゴリズムのパフォーマンスが最重視されており、匿名性の維持と技術サポートの質を評価するとの声もあった。ハイタッチ取引では、販売トレーダーと顧客サービスの質、流動性へのアクセスが重視された。ポートフォリオ取引では価格インパクト最小化が最も重要で、その他にグローバルなトレーディング力、透明な執行への評価もあった。Morgan Stanley は電子トレーディングで5位、ハイタッチ取引3位、ポートフォリオ取引5位であった。

同年の米株トレーディングに対する評価では4部門のランキングになっている²³⁾。Morgan Stanley はハイタッチ、電子トレーディング、ユニークな市場カラー (全体的なフローへの洞察) の3部門で1位になった。残るポートフォリオ取引では上位3に入っていなかった。このランキングでは評価に対する説明が加えられていない。ただ、株価上昇の中で流動性が低下していた時期であり、全体として流動性へのアクセス提供が最も重視されていたようである²⁴⁾。

そして、2018年の米株トレーディング評価のランキングでは、3部門公表されたランキングで、Morgan Stanley が電子トレーディング、ハイタッチ、ポートフォリオの全てにおいて1位を獲得した。評価の要素は次のように説明されている。電子トレーディングではブロック流動性へのアクセス、アルゴリズムの特別設計、取引前後のコスト分析支援、執行助言。ハイタッチではリスク取引への意欲、大型株と小型株のブロック流動性へのアクセス、市場インパクト最小化。ポートフォリオ取引では簡便な取引報告提供、洞察ある調査提供、透明な執行ということである²⁵⁾。

このように、Morgan Stanley は各種の技術投資を強化しつつ、それらを利用してハイタッチなサービスを提供することによって、ウォール街トップクラスの株式トレーディング収入を獲得していた。これは、人員配置とバランスシートの利用を最小限にとどめながら、いかに付加価値を付けるかが重要であることを示唆している。上に紹介した証言やランキングの評価項目から推測すると、その鍵になるのは、マクロを含む調査サービスに加え、取引執行と中間・後方事務から得られる情報およびその分析力ではないかと考えられる。

2.2.3 調査・分析

これまでに挙げた状況証拠からすると、現在でもディーラーにとって調査・分析の提供が、固定金利と株式の両方で顧客取引を獲得する上で一つの強みになっているようである。しかし、調査を取り巻く環境は、トレーディングと同じく技術発達による影響を受けて、大きく変わってきた。ディーラーはこちらでも事業モデルの修正が必要になる。

Sutherland (2011) に、2000年代までの調査サービスの歴史がまとめられており、アナリストの役割を理解する上で参考になる。以下がその主な内容である。

調査は、投資家が資産の多くを債券に配分し、株式では知名度の高い銘柄から投資を始めていた時代に、DLJ が成長株への投資を促すために始めたサービスであった。1975年にコミッションが自由化されると、調査が差別化に利用されるようになった。SECもコミッションに調査コストを含めることを認めた。

一方、投資銀行業務にとっても調査の重要性が高まった。大手企業が投資銀行サービスを買回ると、アナリストが引受チームに参加し、潜在的な顧客に対して将来の好意的なカバーをほめかした。台頭する機関投資家がアナリストを重視したため、それは効果があった。機関投資家にとってアナリストは保険の役割も果たす。乏しい経験で年金の監視を担う理事会にとって、専門アナリストの報告書という公認は極めて重要であった。

1990年代にはITバブルの中でアナリストの地位が高まり、ロックスターのような存在になった。それは投資家に注目されていたからであるが、Segal (2010b) で補足すると、アナリストは投資銀行部門に新規取引を持ち込むことも多かった。IPO向けのロードショーにも同伴し、投資銀行業務の収入から直接的に報酬を受けた。それが重大な問題を引き起こし、2002年に大手10社がニューヨーク州から起訴された。2003年の規制当局との和解で、投資銀行部門からアナリストへの支払いは禁止され、アナリストは法令遵守担当者の同席なしに投資銀行業務担当者とは対話できなくなった (Segal, 2010b)。

一方、2001年にはSECが企業向けの情報公開規制を導入し、企業は一部の人間だけに重要情報を伝達することができなくなった。UBS上級アナリストだったChristopher Dixonはこの規制について「必要なことを適時に質問することが難しくなった。資本構成の最適化をどうするのか、資本コストにどう対処するのか、負債の発行や自社株買いはあるか。これらの質問は電話会議以外で聞けなくなった」と話している (Sutherland, 2011)。

以上のようにアナリストは、企業側の情報を投資家に伝え、投資家の反応を企業側に伝えるという、投資銀行が手がける資本市場での仲介業務を円滑化する役割を果たしていた。換言すれば、アナリストは投資銀行業務とブローカー業務の結節点であった。アナリストが投資銀行業務から隔離されても、企業と投資家をつなぐ情報伝達経路が不要になる訳ではない。大手投資銀行にとっては、プティックや割引ブローカーなどと差別化する上でも、投資銀行業務とトレーディング業務の新たな連携体制を構築しなければならない。

それでは、投資銀行業務からの隔離以降、アナリストの役割はどのように変化したのであるうか。直後の変化としては、リストラである。アナリストの多くが解雇され、残ったアナリストは経験が乏しいか、調査担当範囲を広げられて専門分野を失った。企業側から見ると、投資銀行で自社をカバーするアナリストがいなくなるか、多いときで以前の倍にもなる担当範囲を抱えたアナリストに担当されることになった (Spiro, 2003)。アナリストの報酬はコミッションに限定されることになったが、そのコミッションは電子化の影響で縮小していたためである。

これは投資銀行が提供する調査への注目度を低下させる作用を持った。2008 年末まで Citi のアナリストだった George Shapiro は「バイサイドは、上級担当者が去ったため、セルサイドの調査に関心を示さなくなった」と話している。それでも、セルサイドの調査がなくなった訳ではない。Barclays でのアナリスト経験者 Craig Huber によると「バイサイドのアナリストはあまりに多くの産業部門と銘柄をカバーしているため、賢い人間は誰が最良のセルサイド・アナリストかを見つけてそこに電話する」ということであった (Segal, 2010b)。

しかし、取引の電子化・自動化、インデックス運用普及、情報技術の革新が進むにつれ、求められる調査の内容自体が変化するようになった。BoA のチューリッヒ拠点で株式販売を担当する Mehdi Ghozali によると、「1999 年に販売を始めたとき、販売はボトムアップで、単一銘柄のアイデアに基づいていた。それ以降になると、株式販売では信用、デリバティブ、マクロ、商品の動きについての理解を深め、顧客の資産配分で適切な助言を提供しなければならない状況に対応する必要が生じた」(McCann, 2017)。これはインデックス運用普及とともに、リテールで生じた売買推奨から助言への流れが、機関投資家向けでも生じたことを示している。

情報技術の発達はさらに劇的な変化を生んでいる。金融関係者が集まる Michael Milken 年次会合で、2013 年には SNS 書き込み分析、Wal-Mart 駐車場衛星画像を利用した利益予想、様々なニュースや出版物とデータベースからの兆候掘り起こしといった事例が紹介されていた (Mintz, 2013)。当時はすでに速度によって他社を出し抜くのが困難になっており、HFT 業者の中で従来型のヘッジファンド戦略に向かっていくものが出てきた一方、価格以外のシグナル利用を目指す動きも出ていた。AI を利用したフィルターの自動化、高速化で短期予想を行うことは、クオオツの集まる会議で主要なテーマになっており、そこには Citadel などと共に、Morgan Stanley も参加していた (Heires, 2012)。

代替的なデータへの注目度が高まったのは、ある意味で必然的である。高速で裁定機会を捕食する分析装置や取引システムはリテールにも広がりつつあった。個別銘柄の分析をするにも、SEC の公正情報公開規則は、経営陣と面会する価値を引き下げた。大規模金融緩和が支える経済では、中央銀行政策や政府の行動に応じたリスクオンとリスクオフが繰り返される。こうした環境で市場間の相関が高まり、ファンダメンタルではなく、センチメントで価格が上下するようになったと指摘される (Colvin, 2014)。

一方で、代替データの収集・分析力は高まってきた。SNS 書き込み、口コミ評価、検索語

などは情報としての信頼性に疑問があるが、影響力を測るスコアが開発され、トレーダーが分析可能な形で提供されることによって利用が広がった(Nadler, 2014)。しかし、これらは利用されるデータのわずかな一例にすぎない。膨大なデータの収集・分析が可能になったことで、石油タンカーの衛星シグナルや小売り駐車場の衛星画像などこれまであまり利用されなかった情報が利用されるようになり、企業の財務報告書などこれまで当たり前利用されてきたものが異なる方法で利用されるようになった²⁶⁾。

既述のようにセルサイドの調査が不要になった訳ではないが、調査・分析能力の向上に必要な投資に対する予算制約は強まっている。コミッション縮小に追い打ちをかけるように、欧州では2018年に第2次金融商品市場指令(MiFID II)が施行された。この指令では、それまでコミッションに含めていた調査の価格を分割して明示することが求められ、調査の提供主体はそれぞれ課金方法を確立しなければならなくなった。この指令により、当初は調査の供給が縮小するとの予想が飛び交っていた(Mellow, 2017)。

それまでに、セルサイドの調査は急増していた。J. P. Morganは2017年にノート、メール、モジュール更新、顧客通知など13万超の調査報告コンテンツを生み出した。他の大手銀行も同水準であった。The New York Timesでも年間のコンテンツは全て含めて8万ほどである。MiFID IIに向けて大手は膨大なコンテンツの価格競争に向かった。2017年末にJ. P. Morganが全調査を年1万ドルで提供すると発表すると、他社が追随した。この動きは、大手銀行がテキスト報告の価格を下げて、プレミアム・サービスからの利益獲得を目指していると評価されている(Timms, 2018)。

そもそもセルサイドの株式調査はほとんど読まれることがない。顧客へのメールで開封されるのは2~5%程度と言われる。カバー範囲は重なっており、内容はどこも似ている。CFA Instituteが2017年11月に発表した調査では、運用会社は運用資産の3.5~20bpを調査に支払うと回答していたが、実際にMiFID IIが始まると、それすら過大評価であった(Timms, 2018)。ただ、コンサルタントのBenjamin Quinlanは「ほとんどの運用担当者はテーマ取引のアイデア、テクニカル・センチメント分析、深い産業調査を高く評価する」と指摘しており、深い調査には積極的に支払おうとするようである(Mellow, 2017)。

調査ごとに質の差が大きく、それぞれに価格を設定しなければならなくなったことで、マーケットプレイス立ち上げが促された。その一つであるRSRCHXchangeの共同創業者Vicky Sandersは次のような状況を紹介している。ブローカーの投票システムが始まっている。銀行はどのアナリストが顧客を引きつけているかを見極め、それが明らかになれば人員削減が始まる。それが始まるまでアナリストは高給を維持できるが、一部の勇敢な人間は変化を先取りして独立している(Timms, 2018)。

独立したアナリストと利用者を結びつける経路の一つがマーケットプレイスである。RSRCHXchangeは2018年に入ってユーザーが急増し、4月までにバイサイド1200と調査提

供者 330 が参加するようになっていた。同社は個別調査の売買仲介で 20% のコミッションを徴収する方式である。これに対して Smartkarma は 500 のアナリストが参加しており、調査利用者に年間 7500 ドルの固定料金を請求する。その収入の一部を利用実績に応じてアナリストに配分する方式である。そして、これらマーケットプレイスの活況は、代替データの利用拡大と軌を一にしている (Timms, 2018)。

多様なデータを利用した調査・分析が固有の商品になるのであれば、それらの調査を投資銀行業務やブローカー業務に付加価値を付けるサービスとするのではなく、調査自体を販売した方が良い。セルサイドとしての調査は、その他の業務と不可分に結びつくものにならざるを得ないであろう。調査テキストの廉価販売は、顧客をプレミアム・サービスへ誘導するためのロスリーダーかもしれないが、そのプレミアム・サービスはトレーディング業務での執行、販売での投資家への助言、そして投資銀行業務に組み込まれてこそ、自社で手がける価値を持つ。

株式販売での調査利用にプレミアム・サービスの一端が見える。これについてはいくつかバイサイドからの評価のランキングを見つけてきた。このランキングでは次の項目が評価対象になっている。特別サービスの提供。顧客ニーズの理解と特別仕様サービスの提供。調査商品の理解と効果的な伝達。アナリストへのアクセスの包摂。アイデア創造の質。関係の質。サービスの強度と反応の良さ。そして各販売員への投票結果が会社単位で集計されている (McElhaney, 2017d)。

2017 年のアメリカでの販売チームに対する調査で、分野を特定したスペシャリスト評価では、Morgan Stanley が 8 分野の内、基礎素材、資本財・産業、エネルギー、TMT (技術、メディア、通信) の 4 部門で首位を獲得し、総合 1 位であった。分野を特定しないジェネラリスト評価では、2 位であった (McElhaney, 2017d)。

2018 年の欧州販売チームに対する調査では、Morgan Stanley はジェネラリスト評価で上位 10 に入っていないが、スペシャリスト評価では総合 2 位であった。ジェネラリスト評価で 1 位だった Deutsche Bank の EMEA (欧州・中東・アフリカ) 株式販売責任者 Murray Wilson は「よい販売チームには産業の深い知識が必要だ。強いアナリストがいれば、販売チームに移して、顧客とアナリストを密接に連携させる」と話している (Whyte, 2018a)。

2018 年の全米販売チーム評価では、前年と同じく Morgan Stanley がジェネラリストで 2 位、そしてスペシャリストでは 1 位になった。同社の機関株式販売グローバル責任者 Nick Savone は「我々の販売チームは各機関投資家顧客に対して、銀行家として、かつ助言者として活動する。そうするには質の高い調査を利用して、実行できるアイデアを提供することが重要だ。機関投資家にとって利用できる情報が膨大になる中、良い販売チームがそれらをふるいにかける役割を果たす」と説明している (DeLuca, 2018)。

以上から、調査が販売活動と不可分に結びついていることが分かる。また、Savone の発言は「実行できるアイデア」というところから、トレーディング業務との関連性を思い浮かべる

ことができる。独立した調査サービスが簇生する中で、「販売チームがそれらをふるいにかける」という証言も、セルサイドが果たす役割を考える上で興味深い。

さらに、販売に結びついたものとは別に、投資家と経営陣の会合設定も重要なプレミアム・サービスになっている。これについても、いくつか評価ランキングが入手できた。米企業へのアクセスを求める投資家からの2015年の評価で、Morgan Stanleyは37の分野で上位にランクインし、総合で3位であった。この調査で金融関連分野の多くで首位になったKeefe, Bruyette & Woodsの例は、何が高く評価されるかの参考になる。同社は金融でも資産運用、銀行、保険などで異なるイベントを開催した。調査責任者のFrederick Cannonは「それによって投資家は目的の会社群により深入りし、集中できる」と説明している(Delaney, 2015)。

2016年の欧州企業向けアクセス評価でMorgan Stanleyは総合5位であった。米企業向けより低いことは、会合設定が販売チームへの評価と関係していることを示唆する。ちなみに、会合設定はコミッションで支払われてきたが、この時期からMiFID IIが強く意識されるようになった。このランキングで総合1位のMerrill LynchでEMEA調査担当のSimon Greenwellは「何に支払っているのか、支払いの理由は何かについての記録を求められる度合いが強まることは間違いない。欧州だけでなく、世界的な現象だ」と警戒していた(Delaney, 2016)。

同年の米企業向けアクセス評価では、それが意識されてか、会合設定方法が創造的になったと報じられている。Morgan Stanleyは総合2位であったが、10位のCowen & Co.で調査責任者を務めるRobert Faginが「投資家は独自の洞察を求める。医療で、バイサイドは単に企業戦略だけでなく、科学・技術に興味を持つ。どの分野にも当てはまる。ボルトやナットの中身に入りたがる。全ての装置を見たがる。生産ラインがどうなっているのか知りたがる」(Koo, 2016)と、会合の内容を示すような証言をしている。

2017年の欧州企業向けアクセス評価では、投資家からだけでなく、企業からの評価でもランキングが作成されている。Morgan Stanleyは投資家評価でDeutsche Bankと同率の4位、企業評価ではBerenbergおよびKepler Cheuvreuxと同率の3位であった。ここで興味深いのはBerenbergのケースである。同社は投資家と特定銘柄について話した後、販売員がその内容を内部システムに記録し、そのデータベースを利用して、企業側にどの投資家を訪れるべきか助言していた(Dang, 2017b)²⁷⁾。

規制に従って企業へのアクセス提供でも個別の課金が広がるかもしれないが、その代金だけがこの活動から得られる収入であるとは限らない。そして、会合設定は、投資家向けのサービスであるだけでなく、企業向けのサービスでもある。このサービスでの企業との関係が、投資銀行業務と何の関係も持たないと考えるのは無理がある。MiFID II施行後に企業と投資家は直接コンタクトを取る傾向が生じたようである(Roach, 2019)。しかし、発行市場、流通市場、あるいはM&Aで中抜き動きがあっても、仲介業者が消滅する状況にはなりそうにない。これまで見てきたような投資銀行の対応は、企業や投資家との多面的な関係形成による中

抜き防止努力として理解することもできるであろう。

2.2.4 ファンド関連業務

大手投資銀行にとって危機前にはプライム・ブローカレッジがトレーディング関連の重要な収益源であり、今日でもこの業務がトレーディング収入に占める比重は大きいと考えられる²⁸⁾。しかし、その業務のビジネスモデル全体における位置づけは、危機前からやや変化しているように見受けられる。ここでは、プライム・ブローカレッジをファンド関連業務に含めて、ファンド関連業務の危機後の環境変化と、Morgan Stanley の対応を追跡したい。

1990年代まで投資銀行にとってプライム・ブローカレッジはさほど大きな収入源ではなかったが、IT バブル崩壊後に機関投資家がヘッジファンド投資に向かった一方、機関投資家向けのコミッションは削減されていたため、プライム・ブローカレッジの重要性が高まった。2005年にはMorgan Stanley、Goldman、Bear Stearnsの3社で市場の60%を占め、それぞれ10億ドル以上の関連収入を得ていたと推計されている (Rose-Smith, 2009a)。

しかし、サブプライム問題への懸念が強まる中、徐々に投資銀行とヘッジファンドの双方が取引相手を警戒し、関係が変化し始めた。Lehman が破綻すると、投資銀行はレバレッジを急激に圧縮する必要に迫られ、受け入れ担保の範囲を縮小するとともに、証拠金請求を実施した。一方、ヘッジファンドは、カウンターパーティーリスクを懸念し、資産を移すためにバランスシートが強そうな機関に殺到した。業界のトップを占めてきたMorgan Stanley と Goldman は顧客流出の打撃を最も大きく被った²⁹⁾。

Lehman の破綻はヘッジファンドに激震をもたらした。証拠金や担保として拠出した現金、証券は戻ってこない可能性があり、Lehman 相手の店頭デリバティブ取引が無価値になるからである。Lehman 破綻直後に、あるヘッジファンドの運用担当者は「もし資産が Lehman で分離勘定に隔離されていれば理論的には問題無い。しかし、あくまで理論上の話だ。もし資産が隔離されていなければ終わりだ。利益から何から全てを失う。単なる無担保債権者になってしまう」と警戒していた (Adamson, 2008)。

この事態を好機と捉えた中に、カストディ大手が含まれる。BNY Mellon は清算部門 Pershing が提供するプライム・ブローカレッジを本体のカストディと結びつけて顧客獲得を目指した。危機前にヘッジファンドは担保移動の手間を避けてブローカー口座のみ利用したが、このサービスなら BNY Mellon に証券を預託しながら Pershing 経由でショート・ポジションを維持できるということである (Segal, 2008)。

また、カストディはショート向けの貸株で仲介役を果たすことも多く、その収入がカストディ業務全体で7~10%を占めると言われる。危機後は証券所有者の年金基金などが貸株を懸念するようになったが、財務省証券など現金以外の担保も利用するといった対応で活動が維持された (Segal, 2009)³⁰⁾。ヘッジファンドにとって証券調達戦略実行に不可欠である。カストディ

系のプライム・ブローカレッジを利用すれば、証券調達とそれに伴う担保管理の利便性が高まる³¹⁾。

しかし旧来の勢力が顧客の流出を放置していた訳ではない。Morgan Stanley は、Lehman 破綻を受けて 2008 年第 4 四半期にプライム・ブローカレッジ資産が 65%も減少したが、その後同業務責任者 Alexander Ehrlich が離れた顧客の回復に注力した。また、Goldman とともに銀行持株会社に転換したことで、カストディとセットのサービスを提供できるようになった (Gilbert, 2009)。さらに、Smith Barney の獲得は証券貸出の能力を高める効果があったと考えられる³²⁾。

2009 年のヘッジファンドからのサービス評価ランキングでは、Morgan Stanley が 10 億ドル以上のファンドからの評価で 1 位、10 億ドル未満からでも 3 位を獲得した (Gilbert, 2009)。参考までに、表 2 で顧客数の推移を見ると、2019 年まで 2 位を維持しており、シェアには上昇傾向も見られる。大手の銀行やカストディからの攻勢にさらされながらも、同社がこの市場でトップクラスであり続けていることは間違いない。

表 2 Morgan Stanley のプライム・ブローカレッジ顧客数推移

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
顧客数	1346	1358	1645	1714	1729	1748	1761
シェア(%)	15.7	15.5	16	16.3	16.4	16.8	16.7
順位	2	2	2	2	2	2	2

注) 各第 1 四半期の数字。毎年、2 年分掲載されており、重複部分が一致しないことが多い。基本的に公表された年の方だけを採用しているが、2013 年分については 2014 年に前年分として公表された数値。

出所) HFAIart Prime Broker Ranking より作成。

それでも競争は激化している。それとともに、プライム・ブローカレッジ業務の境界線はますます不明瞭になっている。上記のプライム・ブローカレッジとカストディを統合したサービスはプライム・カストディと呼ばれるようになった。J. P. Morgan で同業務責任者の Devon George-Eghdami は「統合されたアプローチが執行と担保管理を簡略化する。それにより調達コストが低下し、報告が統合される」とその利点を説明している。同社はレバレッジ、資金調達、証券貸出、外為、デリバティブ、担保貸出、カストディを一括して提供することで顧客を獲得していった (Fioravante, 2010)。

Citi の場合は報告、取引、ファイナンスに加え、保管、決済、収入処理、記録、外為、現金・流動性管理、ファンド会計、担保監視などを包括的に提供していた。ここまでくると運営サービスに近い³³⁾。BNY Mellon に至っては、包括的なサービスを提供しながら、傘下の Pershing だけでなく外部のプライム・ブローカーへのアクセスを提供する (Fioravante, 2010)。オープン構造を採用する業者があれば、取引とファイナンスに特化した業者でも提携によって包括

サービスを提供することが可能になる。しかし、それは運営サービスと取引・ファイナンスが融合する中で、各業者がそれぞれ最適な活動領域を模索しながら競争を続けているということであり、運営サービスの重要性が高まっていることには違いない。

カストディの重要性が高まった背景には規制の強化がある。店頭デリバティブ取引での担保規制によって、担保の質と量に対する要求が高まった。ヘッジファンドは担保利用の効率性を高めなければならなくなる。一方で、カストディアンにはヘッジファンドが持つ不適格担保を適格担保と入れ替えるサービス提供の機会が大きくなる (Turner, 2014)。また、ドッド=フランク法と欧州 AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) でヘッジファンドに外部カストディアン利用が求められた。同時に機関投資家からの監視も強まり、ヘッジファンドはカストディ利用によって担保リスクの管理を強化するようになった (Hurst, 2015)。

そして、規制当局や投資家からのヘッジファンド監視の強まりと、ヘッジファンド側からの担保利用の効率化を求める動きが、運営サービスの重要性を高めた。当初、貸株と担保管理で接点を持ったプライム・ブローカレッジとカストディの競合関係は、次第に運営サービスを包摂するようになっていった。

Morgan Stanley は 2009 年にファンド・サービスでカストディと運営サービスを統合した Stratum の試験提供を開始した。これはヘッジファンドに対して投資家から後方事務についての詳細な質問が増えてきたことに対応したものであった。このサービスの一貫として、顧客ヘッジファンドの投資家には、ファンドの資産・負債、価格計算での入力データ、取引相手、サービス提供者、公正価値計算方法を証明する明細書が毎月送られてくる (Rose-Smith, 2009c)。Morgan Stanley Fund Services の CEO、Seth Weinstein はこのサービスについて、「我々は投資家のデューデリジェンス要求の受け手になった。マネジャー向けのサービスに加えて」と説明している (Denmark, 2010-2011)。

規制の強化と透明性の要求は、ヘッジファンドによる α の獲得を困難にする作用を持つ。運営サービスは、ここでも効果を発揮するようになった。Iyer and Jovellanos (2010) は、注文執行から照合、決済までのオペレーションを改善することによって、パフォーマンスを 50~250bp 引き上げることができると主張している。改善の要素としては、取引把握、会計、照合の統合による投資可能な現金の把握、担保管理におけるオペリスク削減と担保最適化、適時のデータ創出による意思決定支援、注文管理と回送の最適化などが挙げられている³⁴⁾。トレーディング業務が執行コンサルティングに向かっていることを思い起こせば、極めて興味深い指摘である。

このように、運営サービスは、中間・後方事務の提供によって外部の投資家向けに透明性を高めるだけでなく、データを利用した効率化を通じて前方機能である意思決定と執行にも影響するのである。こうしてみると、トレーディング、プライム・ブローカレッジ、運営サービスはヘッジファンドを取引相手とする連続したサービスという部分を持つことが分かる。

運営サービスの市場で Morgan Stanley が占める位置について、いくつかの断片的な資料

を参照すると、2009年のヘッジファンドによるサービス評価ランキングで、同社は10億ドル以上のファンドからの評価が3位、10億ドル未満のファンドでは4位であった(Gilbert, 2009)。またEVESTMENTによる集計では、運営サービスでのヘッジファンドからの同社の預かり資産は、2016年末が2277億ドル、2017年末が2796億ドルで、両年ともに業界6位であった(EVESTMENT, 2017; EVESTMENT, 2019)。

ただ、この業務自体の収益性は高くないと考えられる³⁵⁾。顧客からの要求水準が高まるのに応じて、提供業者はサービスの幅を拡大していったが、預かり資産に対する比率ではほぼ同じ水準の手数料しか受け取っていなかった。Deloitteのパートナー、Allee Bonnardは「運營業者で集中が生じ、大手が規模の経済を發揮して、より競争が激しくなった。ITコストは巨大だが、固定的なので、少しでも多くの客を獲得してコストをカバーしようとしている」とその理由を説明している(Turner, 2013)³⁶⁾。

それでもMorgan Stanleyがこの業務に踏みとどまっているのは、トレーディング、プライム・ブローカレッジと連なる業務全体のどこかで収益を回収すればよいからであろう。同社の株式トレーディングの対する顧客の評価と、その業務からの収入が業界トップクラスであることも、他の業務との連携が機能しているからではないかと推察される。

さらに、トレーディングから連なり、運営サービスと隣接している業務として、資産運用(アセット・マネジメント)業務を挙げることができる。規制への対応もあって、投資銀行各社はトレーディングのリスクを抑制し、ヘッジファンドへの出資も処分するようになったことは既に述べたが、顧客向けの資産運用業務は失った収入の一部を取り戻す手段となり、その中で代替資産での運用を提供することは不可欠と考えられた(Rose-Smith, 2013b)。

代替資産の代表にはPEや不動産があり、ヘッジファンドもその中に含まれる。ITバブル崩壊後に機関投資家の資金が殺到したことは、業界の急成長につながった。しかし、それはヘッジファンド業界の変質を伴った。一部の運用会社は規模拡大とともに複合化し、幅広い投資家向けに、投信やスマートβ商品を含む多様な商品を提供するようになった。運用会社Glenview Capital創業者Lawrence Robbinsは「ヘッジファンドには2種類ある。ひとつは機関投資家資産の収集業者で、もうひとつが創業者ヘッジファンドだ。機関投資家資産の収集業者はより多くの年金資金を集め、規模拡大でリターンが悪化する。手数料を下げないといけない」と指摘する(Cantrell, 2014)。

ヘッジファンドが機関投資家の資金を求めて競争する一方、機関投資家は投資のリスクを評価して自身の運用にあったファンドを選択しなければならない。その助けとなる存在にファンド・オブ・ファンズがある。ファンド・オブ・ファンズは、危機後に機関投資家向けの窓口になった。その役割も、単なる資金の収集とアクセスの提供ではなく、リスク管理、ファンド構造、投資リターンに注目した適切なファンドの選択になった(Rose-Smith, 2010)³⁷⁾。機関投資家にとって、個々のファンドではなく、ファンド・オブ・ファンズだけ運営の監視を行えば

すむ利便性もある。

トレーダーが独立してファンドを立ち上げることが多かった大手投資銀行において、ファンド・オブ・ファンズはそれらを資産運用商品にする重要な手段であった。Morgan Stanley は、FrontPoint を手放して以降、ヘッジファンドの運用資産ランキングでは上位 100 にも入らなくなったが、ファンド・オブ・ファンズではいまだに上位を維持している。表 3 が運用資産と業界順位である。ただし、Morgan Stanley の場合、ファンド・オブ・ファンズの運用資産に占める機関投資家向けの比重が半分を割っており、ウェルス・マネジメント業務とのつながりが強いのかかもしれない³⁸⁾。それでも、機関投資家向けに選択と監視の役割を提供していることは間違いない。

表 3 Morgan Stanley のファンド・オブ・ヘッジファンズ運用資産と順位

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
AUM(10億ドル)	9.9	12.5	21.8	21.7	23	23.4	21.6
順位	12	9	6	6	7	7	6

注) AUM は Asset Under Management。それぞれ 3 月末の数字。資料では Morgan Stanley Alternative Investment Partners の運用資産として表記されている。Morgan Stanley のサイトによると、Alternative Investment Partners は投資家に複数マネジャー・ポートフォリオ以外に、セカンダリー、共同投資、インパクト投資戦略、カスタム・ソリューションへのアクセスを提供するとある。

出所) Prequin Quarterly Update: Hedge Funds 各号より作成。

機関投資家はヘッジファンドへの投資に慣れるに従い、直接的な投資を求めるようになったが、Prisma Capital のパートナー Girish Reddy は「ヘッジファンドに直接投資する際、機関投資家は、評判リスクを緩和し、戦術的資産配分決定を行うことができるだけの規模とインフラを持ったマネジャーに安心感を感じる」(Rose-Smith, 2011c) としており、直接投資の対象がごく一握りの著名ファンドに限られることを示唆している。また、投資家の側でも直接投資が可能なほどの規模とインフラを持つ所は限られている³⁹⁾。

名の通った投資銀行が運営するファンド・オブ・ファンズなら、評判リスクを緩和することができるし、直接投資が困難な投資家にインフラを提供することができる。このように、ファンド・オブ・ファンズ業務は、運営サービスが顧客ヘッジファンドと投資家の情報伝達を媒介したのとは異なる方法で、やはりヘッジファンドと投資家の仲介役を果たしている。しかし、ファンド・オブ・ファンズ業務は資産運用業務の一部である。この資産運用業務全体として見れば、投資銀行はさらに多様な役割を果たすことができる。

機関投資家による投資拡大とともにヘッジファンド業界全体ではリターン低下が問題になっていた。ファンド自体の規模拡大がその要因になっているという見方は多い⁴⁰⁾。機関投資家は他の運用資産との相関の低さなど、リターンとは異なる基準も持つ面はあるが、それでも新興の運用業者を求める投資家も多い。ただ、新たに誕生する運用業者は、当然ながら知名度が

低く、インフラへの懸念は大きい⁴¹⁾。そこに、シード資金を提供するファンド・オブ・ファンズが現れた。ファンド・オブ・ファンズ大手のGoldmanやBlackstoneは、すでに2008年からシード資金提供目的のファンドを立ち上げていた(Rose-Smith, 2013a)⁴²⁾。

Morgan Stanleyの事例では、2007年のLiquidFunds Program立ち上げがある。これは、一定基準を満たすヘッジファンドへのアクセスを投資家に提供するものであった。同社はこのプラットフォームに参加するファンド15本に対して2億ドルを提供したと報じられている(Levitt, 2008)。また、2018年にはRiverview Strategic Opportunities Fund IIIを立ち上げ、5億ドル超を調達した。この資金は、投資家からヘッジファンド持ち分を買い取って、ヘッジファンドの流動性圧力を緩和することを目的としている(Idzelis, 2018)。このように、ファンド・オブ・ファンズの形式でなくとも、投資家の選択と監視を支援しながら、ファンドにシード資金を提供し、さらには投資家の流動性需要に対応することもできる。

危機前から投資銀行は、出資、顧客投資家への紹介、場所や設備の貸出などでヘッジファンドの立ち上げを支援してきし、M&Aの仲介やCDO管理の委託など関係も多面的であった。しかし、最大の収益源はレバレッジの提供を含む取引の獲得であったと考えられる。また社内でヘッジファンド活動を抱えていた。危機後にはリストラの必要と規制の強化によって、同じ方法での収益獲得が困難になった。技術発達と、規制当局や投資家の透明性要求もトレーディングの仕組みを変更する圧力となった。

こうした環境変化によって、Morgan Stanleyでも危機前の性格を持つ活動が全て消え去った訳ではない。それでも、株式トレーディングへの注力と執行コンサルティングの効率化、運営サービスと組み合わせたプライム・ブローカレッジ、資産運用業務を通じた投資家とファンドの仲介と、収益回収の仕組みに大きな進化が見られる。危機前に比べると、バランスシートの利用を抑制しながらも、着実に収益を獲得していると言えるであろう。

ただし、トレーディングと運営サービスは固定コストが大きく、取引低迷時に固定コストがのしかかってくる性格であった。一方で、資本水準を大幅に引き上げたことで、それに見合う収益が必要になっている。もちろん、投資銀行業務と財産管理業務でも収益性向上が模索されるが、資産運用業務でも独自の収益拡大に向けた動きを紹介しておきたい。

一つはマーチャント・バンキング活動で、これも資産運用部門で手がけられている。マーチャント・バンキング部門は2009年からCredit PartnersによるLBO、リキャップ、M&A向け運用を担当しており、それが外部の投資家向けに販売されてきた(神山、2011、2-4頁)。また、2015年には、危機時に打撃を受けてから離れていた、商業不動産開発など高リスク不動産ファンドの調達を再開した(Grant, 2015)。このように、Morgan Stanleyはヘッジファンドだけでなく、他の代替資産分野への関与も継続している⁴³⁾。

代替資産への投資にアクセスを提供することは、高いリターンを求める投資家のニーズに対応する上で不可欠であるだけでなく、資産運用業務の中では比較的手数料が高く、成功報酬も

期待できる。そして、あくまで投資家向けの運用であるため、他の業務を支援する目的の投資を行う上での制約は大きい、全く他の業務と無関係とは考えにくい。仮に直接的な関係は無いとしても、投資を通じてLBOや不動産の市場に関与しておけば、事業機会の発見も容易になるであろう。

注

- 1) ただし、Goldman の新業務については評判が芳しくない。Kandell (2018)、Hoffman and Rudegeair (2019)などを参照されたい。
- 2) Carney (2016)には次のような指摘がある。かつてパートナーシップで特定分野に特化していた投資銀行は、市場圧力、技術発達、野心、規制の変化が推進力となって、大きく変貌した。同じ力が、再び投資銀行に変化を迫っている。トレーディングはヘッジファンドにシフトし、後方事務と調査は機械化され、資本配分の役割は運用会社、年金、SWF (Sovereign Wealth Fund) に向かっている。あるデータ科学者が欧州系の大手投資銀行ニューヨーク拠点で面接を受け、固定金利責任者に5年後の展望を聞いたところ、その責任者は「ここにいる連中はみんな消える。彼らの代わりは5人のプログラマーだ」と答えたという。
- 3) Wallace (2012)では、Morgan Stanley 固定金利販売責任者 Kenneth de Regt の McKinsey 報告書に対する「大まかな枠組みは正しい。それについて疑問はない。資本要求は固定金利業務に多面的な影響を持つ」という回答と、業務削減の対象は仕組み信用、証券化投資適格未満の抵当証券、カウンターパーティー信用で、それら業務を完全に止める訳ではないが、ポジションの規模とカウンターパーティーの質により注意するとの証言が紹介されている。
- 4) Morgan Stanley は、内部クオンツ自己勘定トレーディング部門である Process Driven Trading (PDT) の従業員と、彼らが Morgan Stanley の特定の資産を獲得し 2012 年末に独立助言ファームを立ち上げることで合意した。Morgan Stanley は PDT Advisors の優先持ち分取得の権利を持つ。転換までの2年間に PDT は Morgan Stanley の一部として残る。“Morgan Stanley’s PDT to Launch Independent Advisory Firm at End of 2012,” Morgan Stanley, press release, January 10, 2011.
- 5) ファンドの内部情報によると、FrontPoint ではオフィスの花を毎週入れ替えるのに年1万ドルかかっていた。食料パントリーにはいつでも新鮮な寿司や果物、場合によってはロブスターが置かれていたが、従業員はランチに好きなものを出前注文し、ディナーを注文することもあったということである (Comstock, 2010)。Lansdowne は数少ない成功例ではあったが、少数持ち分で役員の席を得ていないし、2013~2014年にかけて共同創業者達が引退し、陣容が大きく変化しているとの事情があったと指摘されている (Chung and Glazer, 2015)。
- 6) Morgan Stanley Smith Barney は、2009年6月に Morgan Stanley が51%、Citi が49%出資のジョイント・ベンチャーとして開始され、同年9月に Morgan Stanley が Citi 持ち分買取で合意した。2012年にまず14%分を取得し、残り35%を購入して完全子会社化したのは2013年6月であった (岡田・木下、2018、102頁)。
- 7) ただし、2012年の落ち込みは大部分が Debt Value Adjustments による影響と見られる。Insutitutional Securities 部門のトレーディング・販売収入は非 GAAP で 2011年と2012年にそれぞれ92億6800万ドルと106億1200万ドルであったが、DVAの影響が2011年にはプラス36億8100万ドルであったのに対して、2012年はマイナス44億200万ドルになっている。GAAPにすると、2011年と2012年のトレーディング・販売収入はそれぞれ129億4900万ドル、62億1000万ドルになる。Morgan Stanley,

Form 10-K, for 2012, p.68. DVA は 2007 年に導入され、負債価値が上がると損失につながり、逆に下がると利益になる。危機後に銀行の負債価値が大きく変動すると、それが収益に与える影響が拡大し、2016 年に FASB によって廃止が決定された (Rapoport, 2016)。

- 8) 投資の損失は主に不動産ファンドへの出資から生じている。「その他」の収入はグループ負債買い戻しの部門割当分、および MSCI Inc. の追加売り出し 2 回分によって生じている。Morgan Stanley, Form 10-K, For 2008, p. 53.
- 9) 2015 年までの 4 年間に Morgan Stanley の固定金利部門でリスク加重資産が 3920 億ドルから 1570 億ドルに削減された (Baer, 2015c)。
- 10) Morgan Stanley が固定金利トレーディングを再び強化しようとした背景には、欧州勢が活動を縮小したことでライバルが減っていたことに加え、Moody's から格付けが二段階引き上げられたことがあった。格上げは調達力とカウンターパーティーとしての魅力を高める。同年 6 月には同社が BlackRock などにアイデアを持ち込み、固定金利取引を売り込むようになったと言われる。
- 11) FAAMG は Facebook、Amazon、Apple、Microsoft、Alphabet (Google) を指す。一般的には Netflix を含む FAANG であるが、Goldman は時価総額の大きさのため、代わりに Microsoft を入れている。2017 年 6 月に Goldman が発表した調査によると、FAAMG 株全てが同社のヘッジファンド保有を追跡した ETF である Hedge Fund VIP 構成銘柄上位 10 に含まれた。
- 12) 10-K 報告書によると、2016 年は執行サービスで前年よりも顧客取引の減少によって手数料収入が減少した。さらに 2017 年は前年よりも執行サービスで、主に企業活動の鈍化とボラティリティ低下によってデリバティブ商品の結果が振るわなかったが、部分的に現物の利益 (gain) がそれを相殺した。Morgan Stanley, Form 10-K, For 2017, p. 44.
- 13) FRB の政策転換についての思惑によって高利回り債市場が不安定になった 2013 年に、BlackRock が iBoss \$ High Yield Corporate Bond ETF (HYG) の動きを 5 月 1 日～7 月 5 日まで追跡した結果、最も取引が活発だった 5 日に、それまで 1 日当たり 10 億ドル以上取引されたことなかった HYG が、5 日全てでその水準を上回った。その内、5 月 29 日は HYG の償還が 1 億 8000 万ドルであったのに対して、流通取引は 10 億 3000 万ドルであった (Segal, 2013)。債券 ETF の登場で、運用業者はそれを流動性問題への対処に利用し始めた。例えばある高利回り債運用担当者は、投資資金を受け取ると、すぐに現物を購入するのではなく、まず高利回り債 ETF を購入し、その後時間をかけて個別債券を購入する (Segal, 2015b)。ETF の取引拡大で現物との格差が広がり、2016 年には高利回り債市場で平均的なスプレッドが 150bp (basis point) になっていたのに対し、高利回り債 ETF は約 3bp であった (Moore, 2016)。
- 14) Tradeweb の Lee Olesky によると、2014 年には店頭デリバティブの電子プラットフォーム経由の比率が前年の 10% から 50% へと上昇し、標準化と規制当局による電子サービス利用要求がその後押しとなった (Segal, 2015a)。
- 15) Standalrd Life Investments の絶対リターン世界ボンド戦略ファンド運用担当者 Roger Sadewsky の証言 (Thind, 2014)。
- 16) 財務省市場では 2000 年代半ばから電子化が進み始め Jump Trading や Virtu Financial などの影響が強まった。2014 年のフラッシュラリーを受けて、FRB が調査に乗り出したが、ディーラーに電話をかけてもデータに迅速なアクセスができず、事実確認ができなかった。規制当局の共同報告書では、平常時でも 10 年債現物取引で銀行ディーラー 34.7% に対して高速トレーダーが 56.3% を占めるようになっていたが、イベント時には銀行ディーラー 21.4% に対して、高速トレーダーは 73.5% を占めていた (Tracy and Ackerman, 2015)。

- 17) PIMCO 米コア戦略 CIO の Scott Mather によると、2017 年後半までの 10 年間に、株式ではアクティブ運用の中央値がベンチマークもパッシブ中央値も下回ってきたのに対して、債券ではアクティブ中央値がパッシブ中央値を 0.5%以上上回ってきた。上位 25%のマネジャーでは、超過が年 1%にもなった (Westlund, 2017)。
- 18) ちなみに、2016 年の米機関投資家を対象とする調査では、ランキングが J. P. Morgan、BoA Merrill、Citi、Wells Fargo、Goldman の順であった (<https://www.institutionalinvestor.com/research/6411/the-all-america-fixed-income-sales-team>)。
- 19) 例えば AXA Rosenberg Investment Management のトレーディング共同責任者 Floyd Coleman はアルゴリズムの利用とスタイルについて次のような説明をしている。「我々はできるだけ多くのプールに行き、ブローカーのアルゴリズムと独自アルゴリズムの両方を利用する」。それによって最良の執行価格を探す。ただし単に価格に飛びつくことはしない。「我々は独自のトレーディングスタイルに執着している。対極はとにかく執行を求めて市場インパクトを気にしないスタイルだ。結果はパフォーマンスに表れている」(Abbamowitz, 2009)。
- 20) ダークプールに関しては、例えば Citi が既に市場が飽和状態の 2012 年に Citi Cross 立ち上げを発表した。他のプールが時間優先であるのに対して、Citi Cross は均等配分で顧客毎に注文を満たすという性格を持っていた。Citi はダークプールでのシェアが低いにもかかわらず新規立ち上げを行ったのは、ダークプールが価格形成、機能、参加者などによって差別化可能であるからと評価されている (Kutler, 2012)。ただし Citi Cross は 2019 年に閉鎖された (McCrank, 2019)。また取引執行アルゴリズムについては Markit が 2008 年に Hide and B-Smart と React を売り出した。Hide and B-Smart は取引パターン分析に基づく価格変動予想で、最も流動的な取引場所を見つけてブロック注文を隠す。React は表示注文の規模、スプレッド、1 日平均出来高などの情報に基づいて価格の反応を予想し、最適市場を割り出す (Durry, 2009)。
- 21) ちなみに Morgan Stanley は MS POOL、MS Trajectory Cross、MS RPOOL の 3 種類のダークプールを運営している。同社サイトで、MS POOL は価格、キャパシティ、サイズ、時間順による連続マッチング・システム。MS Trajectory Cross は同社アルゴリズムの注文を一定時間にわたってマッチングし、VWAP を適用する仕組み。MS RPOOL は主にリテール顧客注文の連続マッチング・システムと説明されている。 <https://www.morganstanley.com/disclosures/morgan-stanley-dark-pools> (2010 年 3 月 10 日閲覧)。FINRA の ATS OTC Data によると、2019 年全 NMS 銘柄の ATS 取引に占めるそれぞれのシェアは取引件数で MS POOL が 6.89%、MS Trajectory Cross が 3.17%、MS RPOOL が 2.26%、取引株数で MS POOL が 7.70%、MS Trajectory Cross が 3.43%、MS RPOOL が 1.92%であった。
- 22) <https://www.thetradernews.com/guide/goldman-sachs-rediplus/> (2020 年 3 月 10 日閲覧)。
- 23) “Institutional Investor’s 2017 All-America Trading Team Rankings Highlight New Up-and-Comers,” *Institutional Investors*, Marketwired, May 15, 2017.
- 24) このアンケートで電子トレーディングの 3 位に入った Jefferies の電子トレーディング責任者 Bill Bell によると「人々が益々懸念するようになっているのは、どこに流動性がいったのかだ」ということである (McElhaney, 2017a)。
- 25) “All-America Trading Team,” Institutional Investor, (<https://www.institutionalinvestor.com/research/7920/all-america-trading-team>)。
- 26) 例えば Cargo-Metrics Technologies は石油タンカーが発する衛星シグナルを衛星会社から購入し、そこから船舶を特定して輸送記録の膨大なデータベースを構築し、それを金融市場データと突き合わせて取引に利用するようになった (Bleakley, 2016)。また BlackRock では Aladdin が個別ローン情報に

- 基づく MBS の早期償還予想、衛星画像に基づく特定時点の駐車台数計算など様々な分析に利用されている。その一例に、企業の報告書や SEC 登録書類のテキストを分析し、ポジティブな表現とネガティブな表現を分類して数値化するという分析がある (Segal, 2016)。
- 27) 2017 年と 2018 年の米企業アクセス評価で、Morgan Stanley はそれぞれ 3 位と 2 位であった。企業側では上位 3 に入らない。両年ともバイサイドと企業側の評価で J. P. Morgan が首位であった (McElhaney, 2017c; Whyte, 2018)。
- 28) Morgan Stanley の 10-K 報告書では、2016 年から Institutional Securities Group の株式販売・トレーディング収入が financing と execution services に分割されている。2016～2019 年に execution services がそれぞれ 43 億ドル、42 億ドル、44 億ドル、39 億ドルであったのに対して、financing は 37 億ドル、37 億ドル、45 億ドル、40 億ドルになっている。この financing にファイナンス、プライム・ブローカレッジ、ファンド運営サービスの収入が含まれている。Morgan Stanley, Form 10-K, For 2019, p. 31.
- 29) Bear に信用不安が生じた段階で、ヘッジファンドは残高引き出すと同時に、CDS を利用して同社をショートし始めた。一方の投資銀行は、転換債裁定やディストレスト負債ファンド等への与信を絞るようになった。Lehman 破綻後は Goldman と Morgan Stanley から引き出された残高が、Deutsche Bank など欧州大手へと向かったが、最大の逃避先は J. P. Morgan であった (Rose-Smith, 2009a)。
- 30) 貸株が懸念されたのは、ヘッジファンドが担保として差し出した現金が再投資され、その対象に Lehman の CP も含まれていたからである。担保が財務省証券であれば、再投資の必要が無い。
- 31) Pershing Prime Services 事業開発責任者 Jeremy T. Todd は「ヘッジファンドにとって担保管理は最も困難な要素であることが多い。通常は口座間で資産の移転が実行されているか監視する必要がある。単一銀行が提供するプラットフォームなら、プライム・ブローカーとカストディアンがその役割の大部分を果たしてくれる」と自社のサービスを誇っている。“How Hedge Fund Managers Can Get the Most Out of a Tri-Party Custody Relationship,” *Institutional Investor*, September 2009, p. 6.
- 32) Citi は Smith Barney を傘下に抱えていたことで、長らく投資プールから希少な証券を貸し出す能力で競争力があつたとされる (Rose-Smith, 2009b)。
- 33) ただし、Citi は 2015 年にヘッジファンドと PE ファンド向け運営サービスを提供する Alternative Investor Services を SS&C Technologies に売却すると発表した (Stynes, 2015)。
- 34) Citi の例であるが、同社は証券・ファンドサービス事業の中に担保管理部門を新設し、エクスポージャー監視、担保の最適化、担保の再利用など包括的な担保サービスを提供するようになった。証券・ファンドサービス責任者の Neeraj Sahai は、顧客はこのサービスを単なる後方事務の運営以上のものと見ており、問題解決サービスが投資リスクと資産配分の意思決定に関わる前方事務機能に似てきたと話している。そして、「新たな解決策が、従来の収入源の落ち込みを補う、新たな収入源を生み出している」と付け加えている。“Regulations and Client Needs Drive Change in Custody World,” *Institutional Investor*, September, 2010, pp. 1-5.
- 35) 注 28 で見たように、Morgan Stanley の Institutional Securities Group における販売・トレーディングで、2019 年の株式 financing 収入は 40 億 8300 万ドルであったが、内訳はトレーディング 42 億 2500 万ドル、手数料 3 億 7200 万ドル、ネット金利収入マイナス 5 億 1400 万ドルであった。この手数料が運営サービスの手数料収入にほぼ相当するのではないかと考えられる。
- 36) Citi がヘッジファンド・PE ファンド向け運営サービス事業を売却した他に、2012 年には Goldman が State Street に運営サービス事業を売却した。“State Street to Acquire Goldman Sachs Administration Services,” *Business Wire*, July 17, 2012.

- 37) Rose-Smith (2010) では 2009 年に発表された Casey, Quirk & Associates と BNY Mellon の報告書が紹介されている。それによると、2008~2009 年初頭におけるヘッジファンドからの資金引き出しで、富裕層とリテール投資家が 80% を占め、その引き出し先の内、ファンド・オブ・ファンズが 70% を占めた。つまり、危機前にファンド・オブ・ファンズは主に富裕層とリテール投資家にヘッジファンドへのアクセスを提供していたということである。
- 38) Pensions & Investments の The Largest Hedge Funds-of Funds Managers では、Morgan Stanley Investment Management と表記されており、6 月末の数字であるが Preqin のデータとほぼ同程度の運用資産金額になっている。この資料では機関投資家向け運用の比率が載せられており、80% を超える業者が多い中で、Morgan Stanley は 2017 年 41.5%、2018 年 38.9%、2019 年 34% と、徐々に比率が低下している。Cantrell (2014) では、ヘッジファンド業界が機関投資家の資産を集めるモデルと、昔ながらのモデルに分化したことが指摘されていた。もともとヘッジファンドは富裕層を顧客としており、昔ながらのモデルのヘッジファンドは富裕層の資産獲得のため、投資銀行が運営する富裕層プラットフォームに場所を求めるようになったようである。
- 39) K2 Advisors 創業者 David Saunders は Institutional Investors 誌のインタビューを受け、機関投資家がファンド・オブ・ファンズを迂回してヘッジファンドに直接投資するようになってきていることについて聞かれると、「一部の大手がそれで満足しているのは確かだ。我々の業界は淘汰と再編の渦中にある。しかし、直接投資の動きは一時的なもので、トレンドでは無いと考えている」「ほとんどの資源は資産運用会社にある。ヘッジファンド投資で忘れてならないのは、時間がかかるということ。デューデリジェンスと監視が必要だ。多くの投資家は資源無しに配分している。そこにリスクがある」と答えた。“Five Questions: K2’s David Saunders Weighs Changes in Fund-Of-Funds Industry,” *Institutional Investor*, May 2013, p. 3.
- 40) Spring Mountain Capital の Jason Orchard は独自の調査に基づき、「規模はパフォーマンスに多大な影響を及ぼす。小規模ファンドは歴史的に大規模ファンドより高い絶対リターンと α を生んできた。大規模ファンドは小規模ファンドより現実的にはより安全と言えない。資本調達を終了し、償還が始まると、投資ポートフォリオへのネガティブな圧力が大規模ファンドでより大きく働き、悪循環が加速する」と指摘している (Rose-Smith, 2011a)。
- 41) FRM Capital Advisors の Patric de Gentile-Williams によると、「多くの機関投資家が小規模で若いマネジャーに感心を持っている。ポートフォリオを分散させたいから」ということである。しかし、Sothic Capital の Didier Martineau は、経験不足、小さいインフラ、換金への脆弱性があるので小規模ファンドはリスクが大きいと指摘している。ウォール街の自己勘定デスク出身者でも、シード資金を獲得できるとは限らなかったようである (Alessi, 2011)。
- 42) 機関投資家も新規ヘッジファンドの育成目的で、そうしたファンドに投資した。例えばアラスカの SWF は、2012 年に Mariner Investment Group と、同グループが立ち上げる人材育成向けファンドに 5 億ドルの投資を行うことで合意した (Rose-Smith, 2011a)。大手の主力ファンド・オブ・ファンズでは、パフォーマンスへの影響が小さすぎるため、小規模ファンドへの投資は困難である。そこでシード事業によってこの問題を乗り越えようとしている (Rose-Smith, 2011b)。
- 43) Morgan Stanley は 2010 年に Van Kampen を売却して、もともと上位に入れなかった預かり資産残高をさらに減らした。近年でも Investment Management Group は同社の中で最少の部分だが、同分野での買収による規模拡大を考えているようである。Investment Management 部門は小さ過ぎて投資家には注目されないが、収益性は高く、特に 2019 年第 4 四半期には中国幼児食 Feihe Ltd. への投資から大きな利益を得たということである (Hoffman, 2019a; Hoffman, 2020)。

参考文献

- 井上武(2007)「米国株式市場間競争のもう一つの側面」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』冬号、123-135頁。
- 岡田功太・木下生悟(2018)「米モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の取り組み」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』夏号、100-113頁。
- 神山哲也(2011)「モルガン・スタンレーのメザニン・ファンドにみる新たな規制環境下のアセットマネジメント・ビジネス」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』春号、1-5頁。
- Abbamowitz, Pam (2009) "Technology Is Still Name of the Game," *Institutional Investor*, November, pp. 74-76.
- Adamson, Loch (2008) "Party's Over Exposed Hedge Funds Are Left Dangling in Wake of Lehman's Collapse," *Institutional Investor*, October, pp. 9-12.
- Adler, David (2010) "Prop Trading Goes Underground, It's Too Lucrative To Just Abandon," *Institutional Investor*, November, pp. 7-8.
- Alessi, Christopher (2011) "Early Disappointment," *Institutional Investor*, February, p. 22.
- Back, Aaron (2016a) "Morgan Stanley Earnings: Its Battle Plan Collides With Markets," *The Wall Street Journal*, April 18.
- (2016b) "Winners Emerging Among Battered Banks," *The Wall Street Journal*, October 17.
- Baer, Justin (2015a) "Morgan Stanley Weighs New Bond-Trading Push," *The Wall Street Journal*, June 28.
- (2015b) "Morgan Stanley to Cut a Quarter of Bond, Currency Trading Jobs," *The Wall Street Journal*, November 30.
- (2015c) "Morgan Stanley Investors Pushed for Cost Cuts," *The Wall Street Journal*, December 1.
- (2015d) "Morgan Stanley to Cut 1,200 Jobs," *The Wall Street Journal*, December 8.
- (2016) "Morgan Stanley Shakes Up Fixed-Income Division," *The Wall Street Journal*, January 14.
- Baer, Justin and Christina Rexrode (2016) "Bank of America, Morgan Stanley to Cut More Costs," *The Wall Street Journal*, January 19.
- Baer, Justin and Jenny Strasburg (2015) "Morgan Stanley Plans to Trim Stock-Trading Staff as Part of Annual Cuts," *The Wall Street Journal*, December 17.
- Baer, Justin and Peter Rudegeair (2015a) "Goldman Sachs, Morgan Stanley Find Different Paths to Profits," *The Wall Street Journal*, April 20.
- (2015b) "Morgan Stanley Profit Tops Expectations, Buoyed by Strong Trading Revenue," *The Wall Street Journal*, July 20.
- (2015c) "Morgan Stanley Profit Declines as Trading Revenue Weakens," *The Wall Street Journal*, October 19.
- Baer, Justin and Saabira Chaudhuri (2015) "Morgan Stanley's Results Miss Estimates," *The Wall Street Journal* January 20.
- Baer, Justin, James Sterngold and Gregory Zuckerman (2015) "Market Bets Abound, but Where Are the Banks?" *The Wall Street Journal*, September 2.
- Bleakley, Fred R. (2016) "Commander Data," *Institutional Investor*, February, pp. 40-47.

- Cantrell, Amanda (2014) "Hedge Funds Confront the Future," *Institutional Investor*, October.
- Carney, John (2015a) "Morgan Stanley Charts Course For Calmer Seas," *The Wall Street Journal*, January 20.
- (2015b) "Why Morgan Stanley Can't Trade Its Way Out of Trouble," *The Wall Street Journal*, October 19.
- (2016) "Radical Changes Are on the Way for Investment Banks," *The Wall Street Journal*, June 2.
- Carrie, Carl (2008) "Illuminating the New Dark Influence on Trading and U.S. Market Structure," *Institutional Investor*, Journal of Trading Supplement, pp. 40-55.
- Chaudhuri, Saabira (2015) "Big Market Moves to Dent Results at U.S. Banks," *The Wall Street Journal*, January 12.
- Cheng, Allen T. (2012) "Where Should Thrifty Traders Go for Lowest Transaction Costs?" *Institutional Investor*, December, p. 14.
- Chung, Juliet and Emily Glazer (2015) "Morgan Stanley Aims to Sell Stake in Lansdowne Partners," *The Wall Street Journal*, February 8.
- Colchester, Max and Peter Rudegeair (2015) "Demotion on Wall Street: Bond Traders Take a Back Seat," *The Wall Street Journal*, October 8.
- Colvin, Barry (2014) "Going Beyond Fundamentals to Make Fundamental Investing Work," *Institutional Investor*, March, p. 48.
- Comstock, Courtney (2010) "Morgan Stanley Will Take Huge Loss On FrontPoint Because It's Bleeding Money On Losses And Lobsters," *Business Insider*, August 5.
- Dang, Sheila (2017) "Trading Places," *Institutional Investor*, March, p. 70.
- (2017b) "Behind the Velvet Rope," *Institutional Investor*, April, p. 67.
- Davies, Paul J. (2017) "Bond Trading Wave Gets Harder for European Banks to Catch," *The Wall Street Journal*, January 18.
- (2018) "The Banks Missing Out on the Stock-Trading Boom," *The Wall Street Journal*, April 20.
- Delaney, Jess (2015) "Access Granted," *Institutional Investor*, November, p. 73.
- (2016) "Access Powers," *Institutional Investor*, March, p. 80.
- DeLuca, Alexandra (2018) "Morgan Stanley, JPMorgan Boast Top Sales Teams," *Institutional Investor*, October 15.
- Demos, Telis (2019) "Goldman Sachs vs. Morgan Stanley: What Price for Stability?" *The Wall Street Journal*, October 17.
- Denmark, Frances (2010-2011) "Thirst for Knowledge," *Institutional Investor*, December-January, p. 26.
- Driebusch, Corrie and Aaron Kuriloff (2016) "This Is No Time to Be Trading Stocks, Apparently," *The Wall Street Journal*, October 20.
- Durry, Maureen Nevin (2009) "Clients expect banks to provide an ever-increasing range of technological innovations. Here are some of the latest offerings available to traders," *Institutional Investor*, March, p. 16.
- Eisen, Ben (2016) "Interest Rates, a Downer for Banks, Prove a Boon to Trading," *The Wall Street*

- Journal*, April 18.
- EVESTMENT (2017) *Industry Survey*, Alternative Fund Administration 2017, April.
- (2019) *Alternative Fund Administration Survey*, June.
- Financial Crisis Inquiry Commission (2011) *The Financial Crisis Inquiry Report*, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, USGPO.
- Fioravante, Janice (2010) “Prime Time,” *Institutional Investor*, April, p. 30.
- Gilbert, Katie (2009) “Best of Services in the Worst of Times,” *Institutional Investor*, November, pp. 70-72.
- Gold, Riva (2017) “Beneath the Market Rally: A Lot Less Trading,” *The Wall Street Journal*, October 19.
- Grant, Peter (2015) “Morgan Stanley Makes a Comeback in Real Estate,” *The Wall Street Journal*, October 27.
- Groenfeldt, Tom (2008) “Turning Point for Trading Costs,” *Institutional Investor*, November, pp. 43-46.
- Heires, Katherine (2012) “High-Speed Trading Slowing Down,” *Institutional Investor*, June, p. 21.
- Hoffman, Liz (2016a) “Goldman Sachs, Morgan Stanley Take a Tough Assignment: Reinventing Themselves,” *The Wall Street Journal*, August 28.
- (2016b) “Is Wall Street Climbing Out of Its Slump?” *The Wall Street Journal*, October 12.
- (2016c) “Morgan Stanley CEO: We’re Back on Track,” *The Wall Street Journal*, October 19.
- (2017a) “Morgan Stanley Posts Biggest Forth-Quarter Profit Since Crisis,” *The Wall Street Journal*, January 17.
- (2017b) “Morgan Stanley Trades Its Way Past Goldman,” *The Wall Street Journal*, April 19.
- (2017c) “Morgan Stanley, Goldman Earnings Highlight Firms’ Diverging Paths Since Crisis,” *The Wall Street Journal*, July 19.
- (2018a) “Morgan Stanley’s Brokers Push Its Profits Higher,” *The Wall Street Journal*, January 18.
- (2018b) “Morgan Stanley Posts Record Earnings, Revenue,” *The Wall Street Journal*, April 18.
- (2018c) “Morgan Stanley Wraps Up Big-Bank Earnings With 39% Profit Growth,” *The Wall Street Journal*, July 18.
- (2018d) “Goldman, Morgan Stanley Show Wall Street Charging Ahead,” *The Wall Street Journal*, October 16.
- (2018e) “Morgan Stanley Profit Rises 20%,” *The Wall Street Journal*, October 16.
- (2019a) “Morgan Stanley Earnings Fall Short as Trading Hampers Results,” *The Wall Street Journal*, January 17.
- (2019b) “Traders Wished for Volatility: The Fourth Quarter Wasn’t What They Had in Mind,” *The Wall Street Journal*, January 17.
- (2020) “Morgan Stanley Clears Bar in 2019, Then Raises It,” *The Wall Street Journal*, January 16.
- Hoffman, Liz and Christina Rexrode (2017) “Wall Street Gets Back Its Groove,” *The Wall Street*

- Journal*, January 18.
- Hoffman, Liz and Peter Rudegeair (2016) "Morgan Stanley CEO Curbs Enthusiasm on Bond-Unit Progress," *The Wall Street Journal*, July 20.
- (2019) "Goldman Sachs Tries Banking for the Messes, It's Been a Struggle," *The Wall Street Journal*, September 28.
- Hurst, Georgina (2015) "Risk and Reward," *Institutional Investor*, September, p. 103.
- Idzelis, Christine (2018) "Morgan Stanley's Alternative Investment Unit Raises \$516 Million Fund," *Institutional Investor*, August 6.
- Iyer, Chandresh and Chito Jovellanos (2010) "The Missing Link: Operations Improvements Enhance Portfolio Performance," *Institutional Investor*, September, p. 2.
- Ji, Xiang (2009a) "Can Gorman Revive Morgan? New CEO Vows to Restore Firm's Investment Banking Luster," *Institutional Investor*, October, pp. 7-12.
- (2009b) "The New Herd on the Street," *Institutional Investor*, October, pp. 74-77.
- Johnson, Thomas W. (2016) "Execution Par Excellence," *Institutional Investor*, April, pp. 66-69.
- Kandell, Jonathan (2018) "Lloyd Blankfein's Big, Tricky, Game-Changing Bet," *Institutional Investor*, March, pp. 38-45.
- Katsenelson, Vitaliy (2017) "Inefficient Markets," *Institutional Investor*, April, p. 23.
- Kelly, Jennifer (2017) "Solutions for a Complex Credit Marketplace," *Institutional Investor*, May.
- Koo, Carolyn (2016) "Matchmaking," *Institutional Investor*, November, p. 55.
- Kutler, Jeffrey (2012) "Citi Launches Dark Pool," *Institutional Investor*, October, p. 9.
- Levitt, Joshua (2008) "Structured for Success," *Institutional Investor*, February, p. 71.
- McCann, Bailey (2017) "Sales Challenge," *Institutional Investor*, February, p. 67.
- McCrack, John (2019) "Citi closes CitiCross 'dark pool' amid equities unit review," Reuters, May 7.
- McElhaney, Alicia (2017a) "As Share Prices Soar, Traders Seek to Overcome Liquidity Concerns," *Institutional Investor*, May 10.
- (2017b) "Goldman Warns That Tech Investors Are Ignoring Risk," *Institutional Investor*, June 9.
- (2017c) "JPMorgan Voted America's Best Corporate Access Provider," *Institutional Investor*, October 31.
- (2017d) "Morgan Stanley Tops Sales Ranking," *Institutional Investor*, November, p. 75.
- Mellow, Craig (2017) "Panic at the Sell Side," *Institutional Investor*, April, pp. 15-16.
- Mintz, S. L. (2013) "Analysts Beware! A Machine Has Its Eye on Your Job," *Institutional Investor*, October, p. 248.
- Mittal, Hitesh (2008) "Are You Playing in a Toxic Dark Pool? A Guide to Preventing Information Leakage," *Institutional Investor*, Summer 2008 Supplement, pp. 20-33.
- Moore, Howard (2016) "Acceleration to March 3," *Institutional Investor*, October.
- Nadler, Daniel (2014) "Thomson Reuters Out-Twitters Bloomberg," *Institutional Investor*, March, p. 4.
- Rapopr, Michael (2016) "Banks Get Relief on Accounting Headache," *The Wall Street Journal*, January 5.
- Rauch, Joe (2011) "Morgan Stanley to spinn off prop trading unit," Reuters, January 11.

- Roach, Garnet (2019) "Corporate access and Mifid II: One year on," *IR Magazine*, February 8.
- Rodosky, Steve and James Moore (2014) "What You Don't Know About Long Bonds," *Institutional Investor*, July, p. 21.
- Rose-Smith, Imogen (2008) "In Times Like These..." *Institutional Investor*, Alpha Supplement, September, pp. 65-67.
- (2009a) "Past Its Prime," *Institutional Investor*, June, pp. 54-59.
- (2009b) "A Bakers Dozen," *Institutional Investor*, June, pp. 56-57.
- (2009c) "Who Gets Custody?" *Institutional Investor*, November, p. 28.
- (2010) "Crisis Redirects Manager Priorities," *Institutional Investor*, April, pp. 70-73.
- (2010-2011) "Good Bye to All That," *Institutional Investor*, December-January, pp. 54-102.
- (2011a) "The NEXT Best Hope," *Institutional Investor*, March, pp. 34-77.
- (2011b) "Firms Adapt to Survive Change," *Institutional Investor*, April, p. 3.
- (2011c) "Battle of the Brands," *Institutional Investor*, May, pp. 81-84.
- (2013a) "Alternatives Firms Hire Ex-Bank Traders to Build Hedge Fund Franchises," *Institutional Investor*, August, p. 137.
- (2013b) "U.S. Banks Are Getting Out of Hedge Funds. Will They Return?" *Institutional Investor*, October 7.
- Rudegeair, Peter and Justin Baer (2015) "Morgan Stanley Logs Big Miss as Trading Revenue Drops 15%," *The Wall Street Journal*, October 19.
- Segal, Julie (2008) "Prime Time for the Second Tier," *Institutional Investor*, November, p. 86.
- (2009) "Custodial Banks and Hedge Funds Are Employing New Initiatives to Entice Skittish Investors into Lending Securities," *Institutional Investor*, March, p. 106.
- (2010a) "America Top Money Managers," *Institutional Investor*, July-August, pp. 55-67.
- (2010b) "Death of the IPO," *Institutional Investor*, October, pp. 62-100.
- (2011) "Game Changer," *Institutional Investor*, December, pp. 48-94.
- (2013) "Bond ETFs Help Melt Illiquid Markets," *Institutional Investor*, October, p. 187.
- (2014) "Bond Managers: Please Hang Up and Try Your Order Again," *Institutional Investor*, October.
- (2015a) "The Bond Conundrum: A Plethora of Issues but Little Liquidity," *Institutional Investor*, February 23.
- (2015b) "Fear and Loathing of Bond ETFs," *Institutional Investor*, August 24.
- (2015c) "The Wayback Bond Machine," *Institutional Investor*, October, pp. 42-74.
- (2016) "BlackRock's Turing Test," *Institutional Investor*, November, pp. 27-29.
- (2017) "Bond Pricing Gets Real," *Institutional Investor*, October, pp. 17-18.
- Spiro, Leah Nathans (2003) "The New 'Attention'," *Investment Dealers' Digest*, July 28, pp. 32-37.
- Stynes, Tess (2015) "Citi to Sell Alternative Investor Services Unit to SS&C Technologies," *The Wall Street Journal*, August 18.
- Sutherland, Jim (2011) "Wall Streets Research Revolution," *Institutional Investor*, October, pp. 41-46.
- Sweeney, Paul (2017) "Their Word Is Their Bond," *Institutional Investor*, March, p. 69.
- Thind, Sarfraz (2014) "Tested and Improved, Credit Default Swaps Draw Institutional Interest,"

- Institutional Investor*, January, p. 2.
- Timms, Aaron (2018) "Will The Financial Research Industry Netflixify - or Ossify?" *Institutional Investor*, April, pp. 58-65.
- Tracy, Ryan and Andrew Ackerman (2015) "The New Bond Market: Regulators Scramble to Keep Up," *The Wall Street Journal*, September 23.
- Turner, David (2013) "Hedge Fund Administrators Do More for Smaller Fees," *Institutional Investor*, October, p. 1.
- (2014) "Outsourcing Collateral Management Can Be a Mixed Blessing," *Institutional Investor*, February, p. 174.
- Wallace, Charles (2012) "Was JPMorgan's Loss the End of an Era for Global Banks?" *Institutional Investor*, June, p. 20.
- Weil, Dan (2015-2016) "Volatile Times," *Institutional Investor*, December-January, pp. 68-69.
- Westland, Richard (2017) "Seeking Yield or Managing Risk?" *Institutional Investor*, November, pp. 12-16.
- Whyte, Amy (2018a) "Europe's Best Sales Teams," *Institutional Investor*, February, p. 70.
- (2018b) "Where to Get the Best Access to U.S. Companies," *Institutional Investor*, October 30.