

# 投資銀行のビジネスモデルの分岐点

## ～試される欧米の投資銀行と金融市場のレゾンデートル～

金融調査部 内野 逸勢／中村 昌宏

### 要 約

コロナ禍にあってデジタル化とグリーン化が加速する中、投資銀行のビジネスモデルは長期的な次世代モデルの構築に向けた分岐点にあると考えられる。この分岐点での判断を誤ると投資銀行、金融市場のレゾンデートルが問われかねない。リーマン・ショック後、規制が強化され、欧米投資銀行がハイリスク・ハイリターンのビジネスモデルから脱却するために、自己勘定のF I C C事業の縮小・再構築など構造改革に取り組んできた。市場のデジタル化の進展によって金融仲介機能での役割を高頻度トレーディング業者に大幅に代替され、証券取引所間の競争が激化し、相場に関係なく短期投資を目的とした高頻度、大量の取引が増え、価格発見機能が部分的に不全となることで“市場の質”が劣化し始めている。その一方、グリーン化に代表されるE S G投資は、長期的に経済・社会の持続可能性を高めるような投資の結果を重要視する方向に投資方針を変換することを投資家と投資銀行に求めている。投資銀行は、E S G分野のソリューションにこそ技術的なイノベーションを活用して、個々の投資家のE S Gへの関心、投資方針を具体的な長期投資に反映させるように、E S Gリサーチエコシステムを変革して、アドバイザリーの質を高めるウェルスマネジメント中心のビジネスモデルに移行する必要があるだろう。

### 目 次

- はじめに ～試される欧米の投資銀行と金融市場のレゾンデートル～
- 1章 規制強化によるハイリスク・ハイリターンモデルからの脱却
  - 2章 電子トレーディングの浸透による市場構造の変化と投資銀行への影響
  - 3章 投資銀行によるイノベーションを活用したE S Gリサーチエコシステムの変革
- おわりに ～投資銀行のビジネスモデルの分岐点～

## はじめに ～試される欧米の投資銀行と金融市場のレゾナント～

コロナ禍にあってデジタル化とグリーン化が加速する中、投資銀行のビジネスモデルは長期的な次世代モデルの構築に向けた分岐点にあると考えられる。この分岐点での判断を誤ると投資銀行、金融市場のレゾナントが問われかねない。

デジタル化では、すでに株式・為替・フィクストインカムを中心としたアセットクラスでのデジタル化の進展がみられ、リーマン・ショック後の投資銀行への規制強化により、金融市場における投資銀行のマーケットメイクという金融仲介機能において高頻度トレーディング（HFT；High Frequency Trading）業者が台頭してきた。アルゴリズム取引（高速アルゴリズム取引を含む）は金融機関と機関投資家にすでに浸透しており、アルゴリズム取引自体もAI等の導入により進化している。このため将来的には既存の手法で金融取引の機会を提供するよりも、アルゴリズム取引の目的（大口取引のコスト・リスク削減、取引の高速・高頻度化による新たな金融取引の機会の発見等）を最大化するようなテクノロジーあるいはミドル・バック機能というインフラを提供することの重要性がさらに増すであろう。

リーマン・ショック後、規制が強化され、欧米の投資銀行がハイリスク・ハイリターンビジネスモデルから脱却するために、FICC（フィクストインカム、カレンシー、コモディティ）部門を縮小し、金融仲介機能での役割を高頻度トレーディング業者（HFT業者）に大幅に代替された。さらに証券取引所間の競争が激化し、相場に関係なく短期投資を目的とした高頻度、大量の取引が

増え、価格発見機能が一部不全となることで市場の質が劣化し始めている。長期投資を目的とした規制当局の市場改革の当初の目的とは乖離した方向に向かっている。

その一方、グリーン化に代表されるESG投資は、短期の投資リターンの追求ではなく、長期的に経済・社会の持続可能性を高めるような投資の成果（アウトカム）を重要視する方向に投資方針を変換することを投資家・投資銀行に求めている。

問題は、投資銀行のビジネスモデルの変化の移行期には、デジタル化・グリーン化が一部の投資家にとって積極的な収益機会として捉えられる傾向が高まることである。この移行期にはテクノロジーの進化、ESG関連の開示規制の改訂など、不確実な要素が満載である。このため、グリーン化・デジタル化の要素を加味した標準的な情報開示基準と企業価値評価基準が早期に形成されず、グリーン化・デジタル化という名目で調達された資金の用途目的が蔑ろにされる可能性がある。加えて、投資家の投資行動も形式的なESG投資に終始することで、企業あるいは産業のグリーン化とデジタル化が一種のバブルを生み出すリスクが高まっていると言える。

投資銀行は、ESG分野のソリューションにこそ技術的なイノベーションを活用して、個々の投資家のESGへの関心、投資方針を具体的な長期投資に反映させるように、ESGリサーチエコシステムを変革して、アドバイザーの質を高めるウェルスマネジメント中心のビジネスモデルに移行する必要があるだろう。経済の成長とサステナビリティを両立させることに資するようなビジネスモデルに変革することが社会の要請であると今まで以上に認識すべきではないか。

# 1章 規制強化によるハイリスク・ハイリターンモデルからの脱却

## リーマン・ショック前の大手投資銀行のハイリスク・ハイリターンのビジネスモデル

グローバルな金融・資本市場において金融仲介機関以上の存在感を示し、実体経済において、過度な“経済の金融化”（＝金融工学を駆使した金融商品の開発とその膨張により、グローバルな金融取引が急増し、実体経済をはるかに上回るピッチで拡大する金融資産と金融市場）を進展させたのが、欧米の大手投資銀行<sup>1</sup>である。

リーマン・ショック以前の欧米大手投資銀行のビジネスモデルはハイリスク・ハイリターンのビジネスモデル、「オリジネート・トゥ・ディストリビュートモデル」（OTDモデル）と言われている。

これを図表1で説明すると、まずオリジネーション（プライマリー市場）では、政府、家計、事業法人の「最終借入者」に働きかけてサブプライム・ローンを含む消費者ローン等の原資産を確保（組成及び買収）しながら、「ノンバンクの貸し手」の機能を活用して、確保した原資産に裏付けられたCDO（債務担保証券）等の証券化商品を、デジタル化されたデータに基づき金融工学を

駆使して、大量に組成（プロダクト供給）した。さらに、A I G等の大手の保険会社が証券化商品組成の信用補完の機能を提供した。大量に組成した証券化商品は「銀行」の機能において、自己のバランスシートに大量に在庫を抱える必要があった。当時の自己資本規制の水準に応じたリスクアセットの上限に達すれば、オフバランスして特別目的会社（SPC）にも在庫を積み増した。このSPCに「ローン・ウェアハウジング」<sup>2</sup>により銀行が信用供与していた。さらには、セカンダリー市場において、顧客を相手に証券化商品のトレーディングにおけるマーケットメイク（流動性供給）のために、投資銀行は「ブローカー・ディーラー」として大量の証券ポートフォリオも保有していた。その一方、投資銀行も自己勘定取引において証券化商品に投資していた。

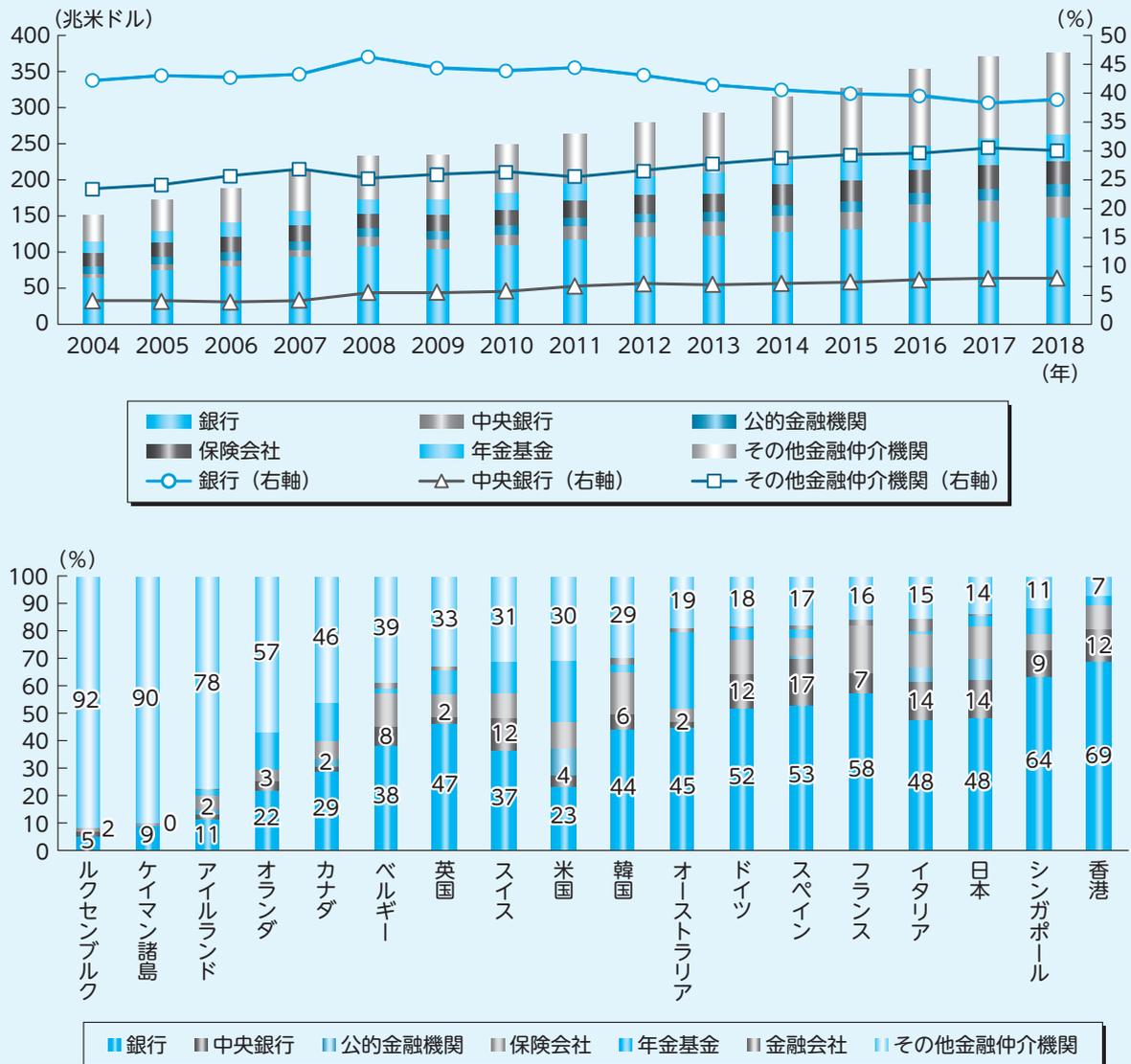
次に、ディストリビュート（販売）では、この在庫を抱えたバランスシートを回転ドアのように回し続けて収益を追求するために、「機関投資家」へ積極的に販売した。機関投資家は収益を最大化するため、銀行とのレポ取引によって、レバレッジを高めることができた。セカンダリー市場においても、機関投資家は銀行相手に証券を売買することができた。これによって、図表2に示すようにリーマン・ショックが発生した2008年にグローバルベースでの銀行の金融資産残高が108

1) 投資銀行の定義は様々であるが、ここでは図表1のブローカー・ディーラーと銀行の両方の金融仲介機能を担う機関と定義する。投資銀行のビジネスは、一般的には、伝統的とも言える法人・機関投資家向けビジネスであるセカンダリー市場（株と債券のトレーディング）とプライマリー市場（株と債券の引受とM&A）のビジネスに分類され、両者の間にはチャイニーズ・ウォール規制が存在する。前者には、F I C C部門（債券・債権などのフィクストインカム商品、為替、コモディティの対顧客のエージェンシービジネスと自己資金の自己勘定ビジネス）とエクイティ部門（対顧客と自己勘定ビジネス）がある。後者はコーポレート・ファイナンス部門が該当し、エージェンシービジネスであり、引受手数料、M&A手数料を収益源とする。個人向けのビジネスとしては、プライベート・ウェルスマネジメント部門（超富裕層向けのアドバイスと運用サービスを提供するエージェンシービジネスで運用パフォーマンスベースの手数料を含むコミッションベースのビジネス）とアセットマネジメント部門（コミッションベースのエージェンシービジネスとプライベート・エクイティなどの自己勘定ビジネスに分類）がある。

2) ウェアハウジングとは、収益安定化や取得タイミング調整のため、投資法人が取得する前にスポンサー会社または設立したSPCが取得する物件取得手法であり、ローン・ウェアハウジングとは物件をSPCが取得する際に銀行から実行される融資である。



図表2 金融仲介機関別のグローバル金融資産残高の推移とシェア（上図）と  
先進国経済の国内金融資産残高の金融仲介機関別シェア（2018年）（下図）



（出所）F S B, "Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019"（2020年1月）のデータから大和総研作成

兆米ドル、全体に対する比率が46.5%と、直近の過去15年間でピークとなった。

商品組成、レポ取引等の短期貸出の提供、マーケットメイクによる流動性供給において、欧米の投資銀行は当時シャドバンク、現在はノンバンク金融機関（ノンバンク・ファイナンシャル・インスティテューション；NBF I）と密接に関係

して、ハイリスク・ハイリターンビジネスモデルを築き上げた。この結果、バランスシートの拡大と資金調達構造の脆弱化、トレーディング業務への傾注に伴う過度のリスクテイク、取引の複雑化という副作用が出て、リーマン・ショックによって同ビジネスモデルが崩壊したのである。

### ハイリスク・ハイリターンのビジネスモデルからの脱却

リーマン・ショック以後、ハイリスク・ハイリターンのビジネスモデルは、危機後の業務プロセスの透明化や違反行為に対する監督の強化、自己資本比率規制の強化等によって大きく変化した(図表3)。

具体的には、1) 新たな自己資本比率規制による自己勘定取引<sup>3</sup>の制限による収益機会の減少、2) OTC(Over The Counter; 店頭)デリバティブの清算集中に関連した規制によるコンプライアンスコストの高まりと、収益機会の減少、3) 金融商品に対する追加的な資本要求に伴う、資金調達コストの増加などが挙げられる。

図表1で説明すれば、上記1)では、「銀行」の自己勘定取引及び「プライベート・エクイティ」・ファンド及びヘッジファンドへの投資等を原則として禁止・制限することとなり、トレーディング業務の収益性の低下、マーケット・メイキング等の縮小による金融市場の流動性が低下している。

上記2)では、増加するOTCデリバティブの費用として、新たな証拠金要件、エクスポージャーに対する新たな資本賦課、及び追加的な報告要件によるコンプライアンス費用等がある。OTCデリバティブの取引を行う全ての市場参加者、すなわちマーケット・メイキング・ディーラーを含む金融カウンターパーティーとなる「金融仲介機関」、「機関投資家」が影響を受けることになった。

図表3 危機後の規制強化と投資銀行への影響

規制	自己資本	流動性リスク	システムリスク	監督	ガバナンス	取引市場	報酬	金融犯罪
米国 ドッド・フランク法(10年)	●		●	●		●	●	
バーゼルⅢ(18年)	●	●						
資本要求規則(CRR)(13年)	●	●						
第4次資本要求指令(CRDⅣ)(13年)	●				●			
第2次金融商品市場指令(MIFIDⅡ)(18年)					●			
欧州銀行監督機構(EBA)ガバナンス・ガイドライン					●			
金融安定理事会(FSB)原則				●		●	●	
欧州市場インフラ規則(EMIR)(12年)						●		●
米国 外国口座税務コンプライアンス法(FATCA)(13年)						●		●
金融取引税(FTT)						●		
ソルベンシーⅡ	●	●						
証券集中保管機関規則(CSDR)			●			●		

(出所) 各種資料から大和総研作成

3) 銀行等の取引勘定(トレーディング勘定)において、1又は複数の金融商品の売買(短期的売買目的)に、当事者(プリンシプル)として関与すること。

上記3)は金融商品のリスクの多寡に応じた段階的な措置、証券化商品に対する措置、自己勘定取引や金利リスク関連商品に対するリスク算出方法の改定等による資金調達コストの増加が挙げられる。図表3に示すように、欧州では、「バーゼルⅢを導入したEU(欧州連合)のCRR/CRDⅣ(資本要求規則/第4次資本要求指令)において強化された自己資本規制とレバレッジ比率規制によって、自己資本の積み増しか、自己資本規制対応としてリスク・ウェイト資産(RWA)の削減、レバレッジ規制対応として低リスク資産の削減を中心とした総リスク・エクスポージャーの削減が求められた。このため、欧州の大手投資銀行ではバランスシートで在庫を抱え顧客注文に対応するFICCビジネスを縮小する取り組みが活発化した。これにより、図表2に示すように、2018年にグローバルベースでの銀行の金融資産残高が148兆米ドルと増加したが、全体に対する比率が39.0%と大幅に低下した。その一方、急激に金融資産残高を増やしたのは、その他金融仲介機関(Other Financial Intermediaries; OFI)である。2008年時点の金融資産残高は59兆米ドル、同比率は25.3%であったが、2018年には114兆米ドルと倍増し、同比率も3割を超える水準となった。

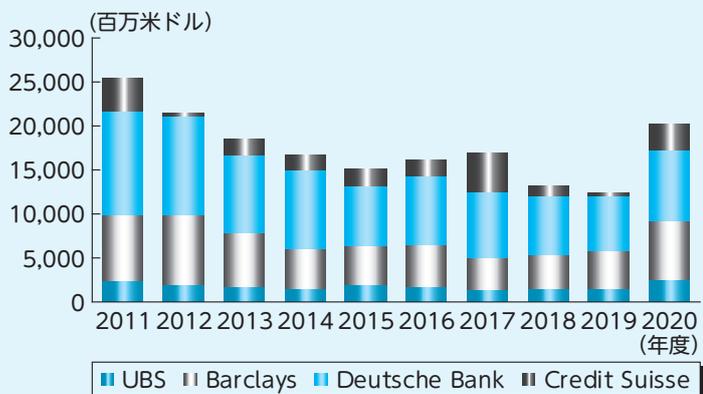
### 進む欧米投資銀行ビジネスモデルの構造改革とウェルスマネジメントへの注力

上記の規制強化によって欧州の大

手投資銀行はFICCビジネスのリストラに取り組んできた。図表4に示すように、直近過去10年におけるFICC収入の推移をみると、2020年度には増加した。それ以前は個別行によって差があるものの、米国の投資銀行は横ばい、欧州の投資銀行は低下傾向が顕著である。

個別行の状況をみると、UBSは2011年に投資銀行部門の大幅縮小を発表し、2012年秋以降、FICC業務からの大々的な撤退を伴うリスク圧縮を急速に進めた。現物株式の自己勘定取引及び、FICCのうちマクロ・トレーディング、証券化、複雑なストラクチャード・プロダクトから完全撤退した。加えて、長期の金利商品のトレー

図表4 米国(上図)・欧州(下図)の大手主要銀行のFICC収入の推移



(出所) 各投資銀行公表資料から大和総研作成

ディング、グローバルな資産価格の相関を捉えるトレーディングを大幅に縮小し、それ以外のF I C Cも縮小の方針を打ち出した。それ以降、投資銀行業務はウェルスマネジメント業務のサポート機能として位置付けられ、投資銀行関連のRWAを2013年にかけて大幅に縮減した。世界最大級のプライベート・バンキング（ウェルスマネジメント）事業という安定性と成長性を兼ね備えた収益源を中核に持つことから投資銀行業務の大胆な縮減が可能となったと考えられる。投資銀行のプライマリー業務（M&Aの助言、引受）やセカンダリー業務（株式及びF I C C のトレーディング）がウェルスマネジメント業務を支えるという独自のビジネスモデルの強みを打ち出すことができたといえよう。

クレディ・スイスは、UBSと同様の大規模な事業再編を進めたが、当初はRWAの削減が進まず頓挫した。このため本格的な再編のスタートはUBSに比べて2～3年遅れたものの、その後は着実に進めて2018年までに完了し、ウェルスマネジメント事業を中心に据えたビジネスモデルへ移行した。加えて、Global Trading Solutionsを通じた引受やマーケット業務とのコラボレーションにより、複雑なニーズを持つ超富裕層顧客に対し、機関投資家向けと同等の質の高いサービスを提供することに成功しており、独立系プライベート・バンクとの差別化が可能となった。

上記のスイスの二つの銀行と比較して、ドイツ銀行とバークレイズ銀行は投資銀行部門のリストラ、RWAの削減が相対的に進んでいないと見受けられる。この背景には、スイスの二つの銀行と比較して、ウェルスマネジメントという個人顧客向けのビジネスの競争力が低いことが理由として挙げられよう。

米国の投資銀行も同様に投資銀行部門のリストラを行ってきたが、その取り組みには差がある。

モルガン・スタンレーは、2013年1月に「資本賦課の大きいF I C C 業務（ホールセール）への依存を減らし、収益及び資金調達が比較的安定した富裕層向け事業（リテール）を強化する」という合理的な戦略を掲げて目標を設定した。その後の数年間でF I C C業務のリスク量の圧縮は順調に進み、普通株等T i e r 1比率は米銀大手で最も高い水準まで上昇した。この背景には、元来個人顧客向けのプライベート・ウェルスマネジメントに強みをもっており、それに加えてスミスバーニーの買収により、全米のマス顧客層へのアプローチも可能となり、顧客基盤を強化することができたことが挙げられよう。

ゴールドマン・サックスも、リーマン・ショック後、積極的な顧客へのマーケットメイクの活動を抑えたことによる収益機会の減少に対応してF I C Cへの経営資源の配分を大幅に縮小してきた。しかし2017年、ロイド・C・ブランクフェイン会長兼CEOが、「長期的な変化に加え周期的な変動も影響しているとし、F I C C業務における今後の成長余地を放棄することは戦略的に賢明ではないと考え、同業務に対して経営資源を再投入している」と発言した。同社は、F I C C部門の中において、債券関連トレーディングでの電子トレーディング・プラットフォームの統合をハイタッチの顧客とともに進めてきた。しかし、顧客からは、トレーディングの執行における直接的なコントロールへの要望が高まり、機関投資家向けの次世代のプラットフォームに、優秀なエンジニアを雇い、取り組んでいるものの、思惑通りに進んではいないと考えられている。そのため、個人顧客向けのウェルスマネジメントのビジネスに

進出してきているのが現状である。

バンク・オブ・アメリカは、リーマン・ショック以前では投資銀行部門はホールセール部門の1セクション（プライマリー、セカンダリー、M&Aアドバイザー）にすぎず、収益の源泉は商業銀行部門であった。ただし、2012年にメリルリンチを買収し、ウェルスマネジメント部門の強化を他行と同じく進めるとともに、投資銀行部門もグローバルバンキング部門とグローバルマーケット部門の2部門制にした。さらに、メリルリンチのウェルスマネジメント部門のシステム（メリルエッジ）を商業銀行部門（リテール中心）に配置するなど、より大衆向けの顧客層へのアプローチを積極化していった。

J Pモルガン・チェースは、危機直後、ベア・スターンズやワシントン・ミュージアムを買収して事業ラインアップの拡大を積極的に進め、2010年初頭から現在に至るまで売却や撤退などビジネスラインアップの調整を継続した。内部の構造改革として、ジェイミー・ダイモンCEO主導の下、各部門を独立採算制にして各部門の収益を透明化した。商業銀行部門と投資銀行部門の連携など、部門間連携自体は推進した。基幹システムの内製化を進め、優秀な人材獲得も積極的に推進した。商業銀行部門（リテール中心）とホールセール部門の二大部門制へと変更し、セルサイド（投資銀行）からバイサイド（資産運用業）への転換を進め、預り資産の増加とFA（Financial Adviser）の雇用を積極化した。他方で、非コア部門（プライベート・エクイティや個人年金関連）は売却した。

## 全社的な構造改革の進展

規制の強化が強く影響はしているものの、フィクストインカムの特レーディングは他のアセット

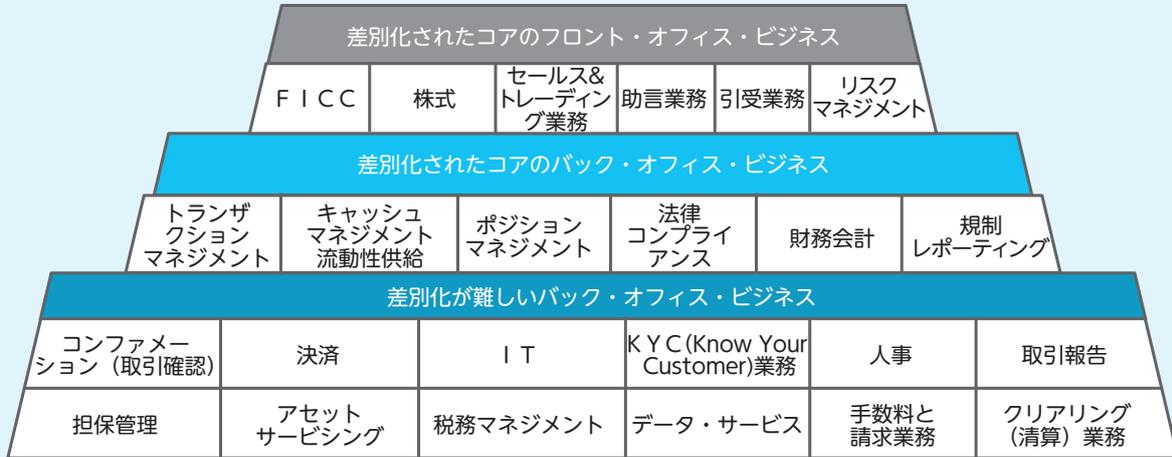
クラスの特レーディングと比較して、電子特レーディング化が進んでいなかったビジネスであり、装置産業化が進んでいた部門であったと想定される。このためFICCビジネスの構造改革は、差別化が可能な部門と不可能な部門を取捨選択するトリガーとなり、全社的な構造改革につながったと考えられる。収益性の高い分野への注力と不採算事業の縮小を推進する中で、危機後のけん引役はアセットマネジメントとウェルスマネジメントであった。つまり、自己資本を使う特レーディングビジネスから自己資本を使わないアドバイザービジネスへの転換が図られた。ビジネスラインアップの再構築と最適化、コストの最適化、テクノロジー投資の最適化の三つを軸に据えて取り組みが行われた。

特に、金融サービスのサプライチェーンの最適化は、図表5に示すように、1) 差別化されたコアのフロント・オフィス・ビジネス、2) 差別化されたコアのバック・オフィス・ビジネス、3) 差別化が難しいバック・オフィス・ビジネスに分け、それぞれをどのように最適化していくかが、投資銀行が危機後に直面した課題であった。

解決策としては、1) では、事業の選択と集中又はフルカバレッジの継続、2) では、徹底的な効率化、高度化、内製化（FinTechの活用）、3) ではアウトソーシング、クラウド化（FinTechの活用）が挙げられる。

2020年においては、コロナ禍によりあらゆるアセットクラスで電子取引の割合が急増したことや、特レーディングや分析の分野においてAIなど先端技術の利用が増えているため、フロント・オフィス業務さえも、アウトソースするケースが出てきている。この背景には、MiFID IIなどの規制面のプレッシャーと最良執行義務を果た

図表5 米国の投資銀行ビジネスの差別化戦略の概観



(出所) Aite Group資料から大和総研作成

すために、あらゆるアセットクラスの取引コストを分析して、適切なコストの水準を把握する必要性が増大していることがある。このように差別化可能なフロント業務でさえもアウトソースする必要性が増していることから、投資銀行のセカンダリー市場での金融仲介者としてのレゾンデールが問われ始めているともいえよう。

## 2章 電子トレーディングの浸透による市場構造の変化と投資銀行への影響

前章で説明した投資銀行のハイリスク・ハイリターンモデルからの脱却により、リーマン・ショック前まで投資銀行が果たしてきた流動性供給の役割が縮減することとなった。これがグローバルな金融市場に構造的な変化をもたらすことになった。

この変化として、まずは、様々なアセットクラ

スでの急速なトレーディングの電子化と、相対取引の電子的プラットフォームによる中央取引市場化などが挙げられる。特に注目されるのは、フィクストインカムの子レーディングの電子化と市場プラットフォーム化が、先行していた株式・為替のレベルに追いついてきたことである。

次に、テクノロジーの進歩を背景に、その電子化によって、HFT業者である「プライマリー・トレーディング・ファーム (PTF)<sup>4)</sup>」の金融仲介の中での流動性の供給者、プラットフォームの提供者としての存在感が大幅に高まり、市場参加者の相互接続に影響を与えて、金融市場全体の資金フローのエコシステムが変化してきたことが挙げられる。

最後に、市場の流動性と市場の効率性 (全ての市場参加者が保有する全ての利用可能な情報が完全に市場価格に反映されているとすること) によって測定される“市場の質<sup>5)</sup>”ヘインパクトを与えたことも注目すべき点であろう。

4) 米国最大のPTFはシタデル社 (Citadel LLC)。

5) トレーダーが、資産の潜在的な価値を、大口の取引でも、即時に、正確に反映して値付けできる市場の能力の程度。

## 相対的に導入が遅れていたフィクストインカムで進展してきた電子トレーディング<sup>6</sup>化

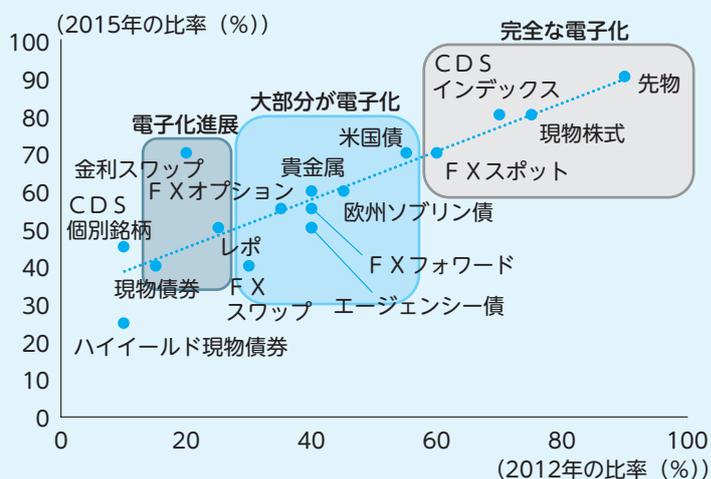
全てのアセットクラスにおいて電子取引の普及率が高まっている。図表6に示すように、電子トレーディング化の割合は各アセットクラスで異なるが、トレーディングの電子化が進展している。近年、特に進んでいるのが、フィクストインカム市場とOTCデリバティブ市場である。顧客の取引仕様が異なる買い手と売り手のマッチングが困難なことが障害となり、1990年代後半以来電子化へのシフトは進んでいたものの、株式・為替などと比べ遅れていたフィクストインカムの電子化が着実に増え、多様な電子トレーディング・プラットフォーム（ETP；Electronic Trading Platform）が存在している。このETPとは有価証券の売りと買いの注文を電子的に照合させる

電子コミュニケーション・ネットワーク（ECN）である。このECNはディーラー間の米国債、欧州ソブリン債など流動性の高い国債市場において浸透し、中央取引市場として運営され、買いレート（オファー）を集めて、売りレート（ビッド）に対してマッチングしている。ディーラーと顧客間の市場は、ディーラー（マーケット・メイカー）の気配（クォート）がその後の取引を呼び込む「気配駆動方式」であるが、その一方ECNは指値注文が新たな取引を呼び込むことから「注文駆動方式」である。加えて、中央指値注文台帳（CLOB）形式を採用しているECNが主流であり、複数の指値注文間の競争（価格優先原則・時間優先原則）によって市場内競争が維持され、ビッドやオファーなどのデータが市場参加者全員に事前に開示され、いつでも参照できる。その他の相対取引（OTC）に対する利点として、

匿名での事前に規定された上限での取引、取引後の取引価格の非開示、ストレート・スルー・プロセッシング（発注・売買成立から決済に至るまでの過程を、人手を介さず電子的に行うこと）の導入が挙げられる。

株式等では10年以上の間を費やした電子トレーディング化が、フィクストインカム、OTCデリバティブ市場では、短期間で急速に進み、伝統的な投資銀行のFICC部門が、その電子化に

図表6 アセットクラス別の電子トレーディング化の現状



(注) 数値は推定を含む  
(出所) B I S, "Electronic trading in fixed income markets" (2016年1月) から大和総研作成

6) 取引のライフサイクルにおける様々な活動を含むが、一般的には電子的システムを通じて発生する取引の交渉と執行のフェーズにおける買い手と売り手の金融商品の所有権の移転のためのマッチングである。電子トレーディングは広義には、電子気配注文 (electronic quote requests)、電子コミュニケーションネットワーク、ディーラープラットフォーム、ダークプール等の代替的トレーディング、気配値及び取引注文の電子的発信、電子的な決済と報告メカニズム等のシステムでの取引の執行を指している。つまり、高頻度取引 (HFT) も含まれると同時に、注文は音声である電子決済の仕組みも含んでいる。

キャッチアップできず、同部門の労働集約型のビジネスモデルの陳腐化が急速に進んだのである。

## プライマリー・トレーディング・ファームの台頭

E T Pというテクノロジーのイノベーションは、規模の大きな市場への導入がなされることで、フローの部分での買いと売りのマッチング及び清算などの取引コストを低下<sup>7</sup>させてきた。これに加えて、新たな取引システムの初期の投資コストを大幅に削減してきたため参入障壁が低下してきた。E T Pは、商品の標準化を促進してきた。その一方、清算、決済、リスクマネジメント、規制上の報告、マーケット・メイキングの改善等のソリューションを提供する能力が、利用者からE T Pには求められた。これにより従来のO T C中心の市場とは異なる顧客のニーズが生まれ、新たなビジネスモデルが形成された。

これらの要因により、新たな市場参加者として自動トレーディング（A T；Automatic Trading）と高頻度トレーディング（H F T）の戦略を追求する「プライマリー・トレーディング・ファーム（P T F）」（図表1）が、電子トレーディング化が進む株式市場、F X市場だけではなく、フィクストインカム市場（特にディーラー間市場）で台頭し、流動性供給と金融仲介の本質的な部分に影響を与えるようになり、グローバル市場の構造的な変化を生み出している。さらにP T Fによって、フィクストインカムの特に先物の電子トレーディング化は、株式とスポットのF X市場と同等なレベルに達してきた。

P T Fは、H F Tの技術をフィクストインカム、特に流動性の高い米国債市場においても活用し、ディーラー間市場にE T Pを提供している。

この背景には、電子化がフィクストインカム市場よりも進展している米国株式市場の存在がある。2003年にマーケット・メイカーである金融機関が自らの地位と情報を不当に利用した可能性をS E Cにより指摘されたことで、ニューヨーク証券取引所は2004年に従来のオークション取引と電子取引による自動執行を組み合わせたハイブリット市場への移行を決め、2008年7月の現物株式のマーケット・メイカー制度として指定値付け業者制度（DMM；Designated Market Maker）を導入した。その結果、株式取引の電子化の流れが明確になった。

急速な変化に取り残された米国の大手投資銀行<sup>8</sup>は2011年以降、相次いでDMM事業をH F T業者に売却した。この結果ニューヨーク証券取引所におけるDMM5社のうち4社がH F T業者となり、同取引所における存在感が増した。この背景には、非上場取引特権（U T P；Unlisted Trading Privilege）制度によるダークプールをはじめとした取引所外取引が大きな存在感を持つことで規制当局の当初の目論見とは逆の市場の分断、流動性の分散が発生していること、レギュレーションN M S（全国市場システム）による価格のみでの厳格性の高さが求められる最良執行義務による過度な証券取引所間の競争が激化していることなど、米国の証券取引所の抱える構造的な問題がある。10以上の証券取引所・E C Nに加えて数十か所にも及ぶダークプールが乱立している。

7) 市場情報の効率的な開示により市場の透明性を高め、取引の蓄積、市場の分裂と分断を低減し、市場参加者の競争を高めることで、流動性供給の部分での恩恵を享受し、取引コストを下げる事ができた。

8) 2011年にはバンク・オブ・アメリカがゲッコー（現K C G）へ、2014年にはゴールドマン・サックスがI M C ファイナンシャル・マーケットに、2016年にはパークレイズもG T S セキュリティーズに売却した。シタデル・セキュリティーズはK C GのDMM事業を買収し、同取引所の最大のマーケット・メイカーとなった。

さらに、証券取引所が生き残りをかけて自社の市場の取引量を増大させるインセンティブ（リベート）を付与して流動性供給者（メイカー）を誘致するという「メイカー・テイカー手数料モデル」の問題も大きい。マーケット・メイカーは、株式相場の見通しとは無関係に、高速トレーディングを活用して値付けのアドバンテージを追求すると同時に取引ボリュームを極大化すれば、リベートの総額も最大化できるため、HFT事業者がDMMを独占するようになった。他方、個人向けマーケット・メイカーでも、ニューヨーク証券取引所が導入したリテール投資家向け流動性供給プログラム（RLP；Retail Liquidity Program）を導入し、同取引所のマーケット・メイカーは市場価格よりも有利な株価を提示することが可能となり、PTFは同プログラムを活用するビジネスで収益を上げている。加えてPTFはデリバティブ市場における高速電子トレーディング化によって、金利スワップの有力なマーケット・メイカーとして台頭しつつある。この背景には、「OTCデリバティブ規制」によって、米国の金利スワップを中心に特定の電子取引プラットフォームであるSEF（Swap Execution Facilities）の利用が義務づけられたことがある。

ただしノンバンクという“銀行の規制フリー”というアドバンテージはあるものの、PTFでは、資本市場からの資金調達を余儀なくされ銀行預金のような安価かつ安定した調達をベースとした強固な財務基盤の構築が難しいという課題がある。

主要なアセットクラスの電子トレーディング化が進展する中で、伝統的なディーラーである投資銀行はプリンシプルとしての役割が法的に禁止されたため、ブローカーという顧客の代理（エージェンシー）の役割を果たす金融仲介機関に移行し、それとともに市場の電子化に対応するためにATの技

術への投資を近年行ってきた。しかし急速な電子化の流れとビジネスモデルの大きな変化にキャッチアップすることができず、PTFの台頭を許し、電子化が完了しつつあるアセットクラスにおいて、金融仲介機能における役割の重要性が低下した。ただし、コマーシャルペーパー（CP）、事業法人向けクレジット（事業債・事業融資など）のコアの法人向けのOTCの資金調達市場では、市場の規模は大幅に拡大してきたものの、自動化のレベルは低く、ディーラーによる仲介への依存度が高いという特徴を持つ構造が維持されているといえる。

## ノンバンク金融機関（NBFI；旧シャドールバンク）の流動性供給の増加

前述したようにリーマン・ショック以降、銀行への流動性の規制が強化されたことにより、銀行が自己のバランスシートの在庫を活用して流動性を提供することが困難になり、代わりにアセット・マネージャー、投資信託、民間年金基金、保険会社、ヘッジファンド等のノンバンクの金融機関（NBFI）が流動性を供給することとなったため、流動性のフローの経路が複雑化している（図表1）。

NBFIに加えて、ソブリン・ウェルス・ファンド、中央銀行は伝統的にはバイサイドの投資家として市場に参加していたが、カウンターパーティーは事業債のような流動性の低いアセットも含めて、今まで以上の頻度で流動性を要求し、取引コストの分析を通じて最良価格執行の証跡を求めるようになってきた。このため組織としてトレーダーの役割に重要性を置き、流動性を供給するマーケット・メイカーとして参加する方向に自社のポジションをシフトしている。

これを機に、前述のPTFは、顧客には最良価格執行の分析ツールと証跡を提供しながら、追加

的な流動性供給先を探し出すサポートをするビジネスも行っている。加えて、大規模な取引コストを最低水準に下げするために、内部で処理する場合には別のアカウントを活用したり、外部で処理する場合には市場へのインパクトを軽減するために、取引執行専用のアルゴリズムを活用して大規模な取引を小規模な取引に分割して注文を執行したりする戦略を採用している。

さらにはフィクストインカムにおいて、投資家同士が直接取引することが可能な新たなプラットフォームも増えている。フィクストインカムの投信及びETFを活用して、流動性を確保するケースも増えている。低イールドの市場環境が続いてきたことにより、流動性の低い事業債市場への投資が増えているが、同時に流動性を確保したい要望も投資家から高まってきた。コロナ禍の影響も加わり、事業債に加えてソブリン債の発行も急増したこともあり、フィクストインカムの投信、ETFの資産残高が急増してきた。フィクストインカムETFは、フィクストインカム市場の電子化の一つの形態と認識すべきとの見方もある。

### 懸念される電子トレーディング・プラットフォームの“市場の質”への影響

金融市場における電子トレーディング化（電子トレーディング・プラットフォーム化）は、いわゆる“流動性の外部性<sup>9)</sup>”により市場の質を強化することが可能とされている。一か所に取引が集中すれば取引コストも低減し、価格の競争も集中するメリットが生まれ、さらに市場の参加者に流動性が全体に分散されていれば、分断されたトレーダー間の相対での売りと買いをマッチする金融仲介のニーズも減少し、流動性供給者が集中しない

というメリットも生まれる。しかし、経済の動向など市場に関連する情報には過度に敏感になるというデメリットがある。その一方、電子トレーディング・プラットフォームは、単純にイベントの後の情報のアップデートのスピードが速くなるだけで、ディーラーのようにイベント前の事前予想の情報、情報の質を見極めてマッチングを行うディーラー間市場よりも相場の方向性を事前に察知する能力において劣後する可能性がある。

産業のデジタル化、DX（デジタル・トランスフォーメーション）によって、既存の産業の将来、企業のビジネスモデルの不確実性が増すことで、アービトラージの機会が増えると考えられる。このため、投資家による電子トレーディング・プラットフォームの活用の仕方が問題となろう。金融仲介機関だけではなく、機関投資家・個人投資家のデジタル化も進展しているため、前述したように相場、企業の業績に関係なく、証券取引所が高速トレードで取引量を増やすことにインセンティブを与えると、市場の規律が乱れ、市場機能が働かない可能性が高まる。例えば、個人投資家の市場では、SNSの個人投資家コミュニティによって市場の価格発見機能が不全状態に陥った、2021年の1月下旬に発生した米国でのゲーム小売チェーンであるゲームストップ株を巡るHFT業者を巻き込んだ騒動が挙げられる。売買手数料無料の証券会社であるロビンフッド社が、空売りファンド（HFT業者）に対抗するためにゲームストップ社の株式を大量に注文したReddit（個人投資家向けの投稿サイト）を活用した個人投資家に対して導入した規制措置（証拠金の引き上げと買い付け株式数の制限等）による市場の混乱である。この背景には、HFT業者との関係において、

9) 個別の金融機関の内部流動性のみに依存せず外部の活用可能な流動性への依存を高めること。

ロビンフッド社の大量の売買をすることへのインセンティブが高まっていた可能性がある。

さらに機関投資家の市場においても、MiFID IIの導入により、アナリスト・サービスと取引執行がアンバンドルされることで、企業・産業のプロからのアドバイスの機会が減少することが考えられ、電子的な取引執行だけの世界が広がり、長期投資の芽が摘まれることが懸念される。

電子トレーディング・プラットフォームは、活用する投資家のモラルの問題が大きいと考えられる。モラルが低下して、パブリックの市場自体が機能不全となり、信頼性が損なわれれば、既存の金融仲介機能を活用せず、プライベート市場の活用が増える、あるいは電子通貨など、最終的な資金の出し手と調達者がつながるデジタル化されたマーケットプレースが勃興していく可能性がある。これを示す事象として、未上場のスタートアップ企業へのベンチャーキャピタルなどによる投資が近年増加し、IPO（Initial Public Offering; 新規公開株式）によって資金を調達する必要性が低下していることが挙げられる。このため、米国ではダイレクトリスティングや特別買収目的会社（SPAC）による上場を選択するスタートアップ企業が増加している。

規制側の市場の仕組みを改善してより効率的に機能させようとする思惑と、電子化が進む中での市場参加者の思惑とが乖離する中、莫大な経営資源を投入して構築してきたパブリック市場の仕組みが負のレガシー化し、そのレゾナード自体が懸念される。

## 市場構造の変化が生み出す市場の脆弱性とモラルハザード

上述のような投資銀行の仲介機能の低下により

発生した以下の三つの金融市場の構造変化が市場の脆弱性とモラルハザードを生み出している。

まず市場構造の変化として挙げられるのが、クレジット・リスクが銀行セクターの外部（NBF I）で仲介され、保有されることが増えていることである。このため、NBF Iの役割は高まり、クレジット・リスクを負担し、金融市場で仲介するモデルの存在感が増してきた。その結果、金融システムの耐性は、銀行の資本バッファーに左右されにくくなり、これまで以上にストレスがかかった時期において、投資家による効果的な市場、クレジット、流動性リスクを管理する能力に依存することとなった。すなわち、ポートフォリオと関連するリスクを管理するための市場流動性と市場価格のシグナルへの依存が大きくなることを意味する。

ちなみに、図表2に示すように、NBF Iの中の年金基金、保険会社を含まないOFI（その他金融仲介機関）のグローバルベースの金融資産残高は2008年から2018年の過去10年間で、59兆米ドルから114兆米ドルと倍近くの水準となった。全体の同金融資産残高は、232兆米ドルから377兆米ドルと約146兆米ドル増加したことから、増加分の約4割はOFIの増加が寄与したこととなる。残りの増加分は銀行と中央銀行のそれぞれ約40兆米ドル、約17兆米ドルであった。OFIのうち投資ファンドは21兆米ドルから53兆米ドルへ大幅に増加した。ただし、金融仲介機関のシェアで見ると、OFIの金融資産残高のシェアは英国・米国が高く、日本、ドイツ、フランス、イタリアは低いというように、先進主要国間で差がある（図表2下図）。

第二に、米ドルが国際金融における独占的な地位を確立していたため、グローバルな経済活動と

金融活動は米国外での金融機関・事業者間のスムーズで効率的なフローを目的とした米ドルの調達能力に大きく依存していた。さらに銀行とNBF Iのクロスボーダーのリンクも増加した。このため、米ドルの市場での資金調達が大幅に増加し、さらにグローバル経済の拡大のペースを凌駕してきた。このためNBF Iは市場での米ドル建ての資金調達に一層依存するようになり、中央銀行の短期流動性枠、与信供与枠などのファシリティへの依存が減少した。

第三に、中央の清算が増加することで、CCP（中央清算機関）の体系的な重要性が高まり、市場参加者とCCPの相互接続が増えてきたことが挙げられる。有担保の短期金融市場（コール市場、レポ市場等）における、担保の活用（＝債券の貸し手（担保金）と借り手（債券）に付随する担保金利率と賃借料を含む）が増えることで、市場参加者は担保の入手可能性と円滑なフローに依存する度合いが高まってきた。このため、市場参加者は今まで以上にNBF Iによる流動性供給への依存を高めてきた。

上記三つの市場構造の変化は銀行の資本バッファへの過度な依存から脱却し、市場の効果的なリスクの管理能力に依存することとなったが、2020年3月の株式市場等の急激にボラティリティが高まった時点では、市場による流動性、クレジットの供給が機能しなくなった（図表1の「コロナ禍のストレス状態での流動性のフローの断絶」）。各国の中央銀行が流動性の供給等の金融政策を相次いで出動させてボラティリティを抑えてきたが、その一方、中央銀行の金融政策がモラルハザードになることが懸念される。

### 3章 投資銀行によるイノベーションを活用したESGリサーチエコシステムの変革

#### 求められる投資銀行のリサーチエコシステムの変革へのコミットメント

前章では投資家の電子トレーディング・プラットフォームを活用する投資家のモラルが危ぶまれることと、投資銀行がプリンシプルでの金融仲介機能を縮小してNBF Iに部分的に代替されることにより金融市場がより経済等の市場環境の動向を示すデータと情報に敏感になることに触れた。テクノロジーの進化でオルタナティブ・データを含む様々な種類のデータがリアルタイムで収集され、電子化された市場に影響を与える。データ・情報自体の重要性がこれまで以上に増している。このような状況において、ESGデータ・情報をESG要素として運用手法の中に組み込む必要がある。

これを踏まえて投資銀行のESGへのコミットの仕方が問題となる。1章で述べたように、欧米の大手の投資銀行のビジネスモデルがプライベート・ウェルスマネジメントに傾注し始めている中、既存のデータ・情報の収集、分析、情報の作成、配信のデータ・情報のサプライチェーンとリサーチエコシステムを、ESG要素を組み込んだ形態に変革する必要がある。

図表7に示すように、ESG情報のリサーチエコシステムを構成する当事者は、1) 基準設定機関<sup>10</sup>、2) 情報ベンダー等のデータ・アグリゲーター、3) 格付け機関、4) ESG専門データ提供者の四つに区分され、サステナブル投資が増加

10) CDP、Climate Disclosure Standards Board (CDSB)、Global Reporting Initiative (GRI)、サステナビリティ会計基準審議会 (SASB)、国際統合報告フレームワーク (IIRC) の5機関。IIRCは2020年11月にSASBと統合する意向を示した。

するにつれ、相互に密接な関係を持ちながらエコシステムを進化させている。ESGデータ専門会社のAI、マシンラーニング等によるデータ分析は、格付け機関による“お墨付き”が必要であり、格付け機関は先端的なESGデータの分析は同専門機関から提供を受けている等、相互依存を強めている。

ただし、基準設定機関の企業の報告基準、格付け機関の格付け手法（ESGスコア）は合理的な統一、継続性の維持が十分になされておらず、その開示基準をベースにしたデータ・アグリゲーターにより提供されるデータでは、投資家による投資判断のデータとしては活用が難しい。このため、基準設定機関は、法的強制力がないESG開示基準・報告基準が統一されていないことが問題と認識し、2020年の9月に5機関共同で包括的な企業報告システムの構築に取り組むことを公約した。

この背景には、既存の公表データで透明性を備えて企業のESGスコアの算出手法を構築し始めている格付け会社があることや、ESG専門データ提供者の数が増え、様々なESG関連の大量のデータをAI、マシンラーニング等で分析し、ESGの投資リスクと投資機会をモニタリングする機能を商品化したり、それらのデータ・機能を大手の機関投資家が自社の運用プラットフォームに統合したりする事例がでてきていることなどがあると考えられる。つまり、基準設定機関よりも先行して、ESG専門会社と格付け機関がイノベーションによって新たなリサーチエコシステム

を構築する危機感が高まっていると想定される。

投資銀行は、個人投資家、機関投資家からの信頼が高くかつ活用しやすいESGデータを判断して、ESGリサーチエコシステムの変革を促進するような取り組みが求められよう（図表7）。

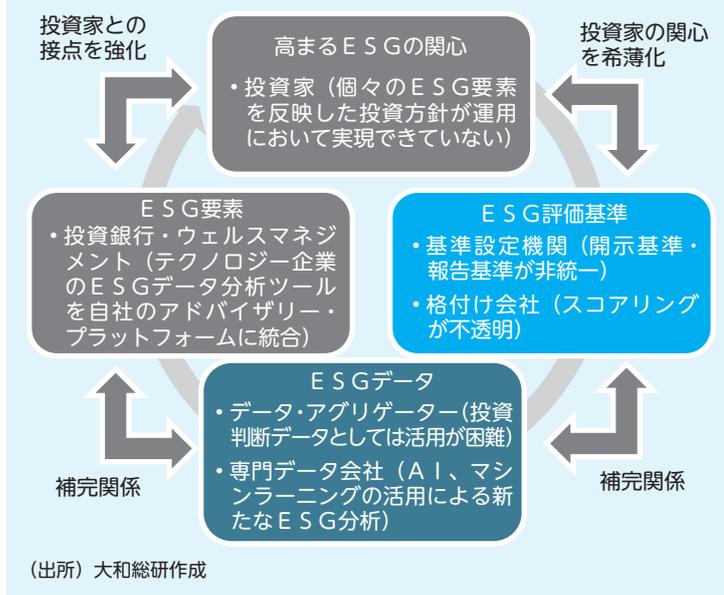
## ESGリサーチエコシステム変革の目的

機関投資家（NBF Iなど）、個人投資家がESG投資への意識を高め、長期投資を目指すことを促進する必要がある。これによって前章で述べた市場の電子化による投資家の短期投資へのインセンティブの修正を図るためである。

NBF Iはグローバルな金融市場における金融資産の規模でも銀行の金融資産の規模に比肩するようになった。流動性リスク、クレジット・リスクの負担も増え、決済、資金移動などFinTechの活用によりビジネスモデルの変化が実体経済へ及ぼす影響も大きくなっている。

このように金融市場・実体経済の両方で存在が

図表7 ESG要素の具体的な運用手法への組み込みと当事者の現在地



高まっている機関投資家のESG、サステナブル投資への興味の度合いを高めるためには、ESGの評価と開示基準を統一して、ESGデータを有意なデータとして認識・蓄積させるESGリサーチエコシステムの再構築が必要不可欠である。これによってESG要素をこれまで以上に密接に投資判断に組み込むことが可能となり、ESG関連の投資商品への需要が高まっていく。

### 投資銀行のESG情報を含むアドバイザー・プラットフォーム構築への取り組み

ESGのリサーチエコシステムを変える以上に、投資銀行のウェルスマネジメント部門自身のESG情報の利便性と分析力を高める必要がある。このため、イノベティブなテクノロジーを活用して既存のプラットフォームを再構築し、多種多様な投資家層に適応したアドバイザーの強化に積極的に取り組んでいる投資銀行が出てきている。この背景には、パッシブ運用に加えスマートベータなど新しい低報酬ファンドが増加しており、投資家や規制当局の視点が報酬に見合った価値(=バリュー・フォー・マネー)に向けられてきたことがある。投資家ごとの異なるニーズにあった運用成果(=アウトカム)が単なるリターンより重視されてきている。スタイルボックスの範疇にある運用商品の価値は劣後し、マルチアセットストラテジーを駆使しながら、ESGの要素も含めて、アウトカム重視の運用商品・運用ソリューションの優位性が高まっているといえよう。

上記の投資銀行の取り組みの推進力となっているのが、先端的かつ将来の活用に耐えうるプラットフォームを見据えて、洗練されたESG投資ソリューションを提供する主要なテクノロジーベン

ダーである。テクノロジーベンダーはウェルスマネージャーの要望に臨機応変に対応できる“アジャイル”(「素早い」「機敏」等の意)なESGソリューションを提供している。このソリューションには、個人投資家の各々のESG基準に準拠したポートフォリオの組成機能、アセットクラスを横断的にカバーするESGデータを投資家が求めるESG基準の要望に合わせて整理する機能、投資家の複数の運用シナリオに応じてESGデータを各シナリオに順応させる機能などが挙げられ、いずれの機能もデータ分析とAIの活用によって継続的に補強される。

アジャイルなソリューションが必要な理由は、投資家の運用方針が投資家独自のESG基準に準拠しているとは単純に言えるものの、その運用方針をESGデータの裏付けがあって実行していると断言するには困難な現状がある。様々なオルタナティブなESGデータが創出されていく状況において、ESGの基準設定機関は重要ではあるものの、その基準設定の動きに合わせては、投資家が求めるESGを加味した社会的なリターンを含む運用成果(アウトカム)へのアドバイスを迅速に提供できなくなる可能性が高い。

これらテクノロジーベンダーが提供する機能を、自社のウェルスマネジメントのアドバイザー・プラットフォームに統合する事例がでてきている。2021年1月にフィデリティ・インベストメンツは“ESG Pro”を発表し、RIA(登録投資アドバイザー)を中心としたフィナンシャル・アドバイザーのESGを含むアドバイス活動を進化させ、その効果を高めることをサポートするために、伝統的な財務データとESGデータを同じインターフェイスにおいて統合したアドバイザー・プラットフォームを構築した。

この中では、R I Aが様々な投信とE T Fの中から個人投資家のE S Gの要望に応じた“E S Gモデル・ポートフォリオ”を組成することが可能となっている。

モルガン・スタンレーは、2012年からテーマ別のインパクト投資サービスを提供し、インパクト投資に関連するポートフォリオに加えて、160以上の投資戦略がラインアップされている。現在(2020年末時点)では、その預り資産残高は550億米ドルとなった。同社のE S Gのデータ駆動型分析ツール“Impact Quotient(I Q)”を活用して、ファイナンシャル・アドバイザーが、顧客が求める長期的な運用とインパクト投資の両方の目的を満たす、ポートフォリオ・ソリューションを提供することができるようになった。さらにI Qを既存の運用アプリケーションに統合することで、様々な顧客層に対してファイナンシャル・アドバイザーがE S Gデータを含めたアドバイザリーを提供し、顧客接点を強化することができるようになった。

投資銀行によるE S Gデータのテクノロジーベンダーのイノベーションを活用した自社のアドバイザリー・プラットフォームの強化は、個々の顧客のE S Gへの関心を運用方針に反映させ、具体的な長期投資のポートフォリオの組成を可能とする。E S Gリサーチのエコシステムの変革と合わせて、投資家の長期投資の流れをメインストリームに変えていくことが、投資銀行にとって非常に重要な役割であろう。

今後、規制緩和とともにテクノロジーの進化により、セキュリティ・トークンの資本市場への活用が進み、デジタル資産が勃興することが想定される。これによって、例えば機関投資家向けにしか組成できなかったプライベート市場の金融商品が個人向けの商品として組成され、ファンドとい

う形態ではなく個々人のマンデート(資産運用委託)として対応することが可能となろう。とすれば、現状では機関投資家向けと個人投資家向けで別々のサプライチェーンを持つ組織形態を、将来的には統合することも想定されよう。投資銀行の上記の2社のような取り組みは、この流れにも合致していると考えられる。

## おわりに ～投資銀行のビジネスモデルの分岐点～

足もとでは、バイデン大統領が実現に向けて取り組んでいるD X(デジタル・トランスフォーメーション)、G X(グリーン・トランスフォーメーション)を進める大型の財政支出が、コロナ後の世界経済の成長を後押しする上で重要な局面を迎えている。長期的にD X、G Xを促進する政策を着実に進めていけばイノベーションが生まれ、社会・経済の持続可能性が高まり、長期的な運用を目的とした資金の市場への流入を促し、短期的な運用目的の資金流入・流出によって発生する急激な資産バブルとその崩壊を、一定程度回避できると考えられる。このため長期投資をメインストリームに変える投資銀行の役割は一層重要性を増してこよう。

投資銀行の金融仲介機能が市場の電子化により、H F T事業者のP T Fに代替されていく中、E S Gリサーチエコシステムの変革を促し、投資家を長期投資に注力させるウェルスマネジメント部門での取り組みは、今後10年を見据えた次世代の投資銀行のビジネスモデルのコアコンピタンスとして認識する必要があるだろう。この観点から、投資銀行が抱えるリサーチ部門の変革が必要であり、情報の質を高めるコンテンツ事業を次世代のビジネスモデルの中に組み込むことが重要であろう。

仮にリサーチ部門の変革ができなければ、セカンダリー市場における価格発見機能へ影響を与え、市場の質が劣化する可能性がある。加えてプライマリー市場の企業価値評価の機能が不全になることも考えられる。この理由として、投資銀行は、デジタル化・グリーン化による産業構造の変化に追いつけず、投資銀行のアドバイザーのバリュー・プロポジション（顧客にとっての付加価値）が低下するからである。デジタル化（デジタル・トランスフォーメーションに近い概念）は、現在の産業の区分を超えて、大部分の既存の企業の事業特性を大きく変化させ、それによって投資家等のバリュー・ポジション（企業に対する価値基準）を再構築させることとなる。グリーン化（ESG構成要素の一つ）も同様に、中長期的にはビジネスモデル自体をブラウン事業からグリーン事業へ事業特性を変化させることを企業に強いるため、バリュー・ポジションが大幅に変化していく。このように企業あるいは産業全体の特性が構造的に変化することで、投資家が保有する有価証券の価値の“持続可能性”に懸念が高まる。投資銀行がこの変化を先回りして、産業構造の変化を見極めるあるいは先導しなければ、M&Aを含むコーポレート・ファイナンスの中でのアドバイザーという付加価値が低下していくこととなろう。投資銀行が抱えるリサーチ部門は、デジタル化とグリーン化の要素を企業価値評価の中に組み込むことを投資家から本格的に求められることとなろう。これらを踏まえると投資銀行の次世代ビジネスモデルは、資金を仲介することから、情報を仲介して収益化を図る取り組みが必要となるのではなかろうか。その意味において、投資銀行のビジネスモデルの長期的な分岐点に差し掛かっているといえよう。

## 【参考文献】

- ・FSB“Holistic Review of the March Market Turmoil” 2020年11月17日
- ・新形敦「第10章 金融危機後の欧米大手銀行における投資銀行業務の展望」証券経営研究会編『資本市場の変貌と証券ビジネス』2015年3月
- ・神山哲也「投資銀行業務の縮小を進める大手欧銀」野村資本市場クォーターリー2015 Summer
- ・BIS“Electronic trading in fixed income markets” 2016年1月
- ・岡田功太、杉山裕一「米国金融市場の構造変化の中で存在感を増すシタデル」野村資本市場クォーターリー2017 Summer
- ・Karamfil Todorov “The anatomy of bond ETF arbitrage” BIS Quarterly Review, March 2021
- ・Wally Okby “Dawn of a New Era: ESG Integration into Wealth Management” February 2021, Aite Group
- ・Audrey Blater, “The State of Capital Markets Post-Pandemic: Major Paradigm Shifts” November 2020, Aite Group

## 【著者】

内野 逸勢（うちのはやなり）



金融調査部  
主席研究員  
担当は、金融機関経営、  
グローバル金融課題

中村 昌宏（なかむら まさひろ）



金融調査部  
主任研究員  
担当は、金融資本市場、  
アジア新興国市場