

## 米国独立系投資銀行の台頭

岩谷 賢伸

### ■ 要 約 ■

1. 米国には、商業銀行の傘下に入らない独立系投資銀行が数多く存在する。それらは、①投資銀行業務のみならず、セールス&トレーディング業務やリテール業務も手がける「大手総合独立系」、②大手に比して規模が小さい「中堅総合独立系」、③財務アドバイザー業務に特化した「アドバイザー専門系」、④PEファームやヘッジファンドが参入してできた「ファンド系」、に分類できる。
2. 近年は、アドバイザー専門系の台頭が進み、M&A アドバイザー・リーグテーブルの上位に入る独立系投資銀行が増加している。背景として、①顧客重視の堅持、②企業の経営陣とのネットワーク、③特定の業界への専門性、④意思決定の速さ、⑤優秀な人材の獲得、において秀でていることが指摘できる。
3. 例えば、高い収益性を誇る創業13年のグリーンヒルは、財務アドバイザー業務から収益の大半を得ているが、企業の経営陣との強固な関係をより多く築いているシニア・バンカーの積極的な獲得が功を奏している。また、センタービュー・パートナーズは、創業わずか3年であるが、シニア・バンカーが大手企業の経営指南役を長年務めていたことが大型案件獲得につながり、2008年のグローバルM&Aアドバイザー・リーグテーブルでは、早くも13位に食い込んだ。
4. 今後は、商業銀行系及び大手総合独立系の投資銀行が財務アドバイザー業務を再強化する可能性があり、アドバイザー専門系と競合するのか、補完関係となるのかが一つのポイントである。加えて、アドバイザー専門系投資銀行が、収益基盤安定化のために、業界のカバレッジ、営業地域、業務範囲をどこまで拡大していくかも注目される。

## I. 独立系投資銀行とは

独立系投資銀行とは、商業銀行グループの傘下に入っていない投資銀行を指し、正確な数は把握できていないが、米国には大小数多く存在する。商業銀行グループの傘下にあるかどうかで異なる点は、第一に、連邦準備制度理事会（FRB）の監督下に入るかどうかである。FRBの監督下では、レバレッジの制限など、証券取引委員会（SEC）よりも厳しい規制を受けるため、手がける業務のフレキシビリティは制約される。第二に、グループの商業銀行の貸付機能を通して、投資銀行と顧客企業との間に利益相反が起こり得るか否かである。例えば、債権者の立場から顧客企業の資金調達の決定に影響力を及ぼしたり、M&Aのアドバイザリーでは、顧客企業やM&Aのカウンターパーティーの債権者であったりすると、必ずしも中立的なアドバイスを出来る立場になかったりといったケースが想定される。独立系投資銀行の場合にも買収資金であるレバレッジド・ローンなどの供与を通して債権者となることもあるが、商業銀行グループ傘下の投資銀行に比べて利益相反が起きる可能性は低い。

ただ、ひとえに独立系投資銀行といっても、手がける業務、規模、出身母体などは様々である。そこで、本稿では、分析のために独立系投資銀行を①大手総合独立系、②中堅総合独立系、③アドバイザリー専門系、④ファンド系の4つのグループに分類して分析することにする（図表1）。

まず、大手総合独立系とは、いわゆるバルジ・ブラケッツと呼ばれる大手投資銀行を指す。「総合」と付けたのは、財務アドバイザリーや引受などのインベストメント・バンキング（IB）業務にとどまらず、セールス&トレーディング、リテール、資産運用、プライベート・エクイティ（PE）などの業務を幅広く手がけているからである。近年、商業銀行系の投資銀行とIB業務で激しいシェア争いを繰り広げてきたが、サブプライム問題勃発後、ベア・スターンズとメリルリンチがそれぞれJPモルガンとバンク・オブ・アメリカの傘下に入り、リーマン・ブラザーズが破綻したため、残ったのはゴールドマンサックスとモルガンスタンレーのみとなった。この2行も、2008年に銀行持株会社化しているため、厳密にはもはや独立系ではない。

次に、中堅総合独立系とは、大手に比べて資産や収入等の規模は小さいが、大手同様の事業ラインアップを持つ投資銀行である。ただし、リテール事業を中心とするオンライン証券会社などとは異なり、あくまでもIB業務主体でリテール事業は持たない。ジェフリーズなどのように、中規模以下の会社のM&Aアドバイザリーに注力するといった点も、このグループの特徴の一つである。それから、このグループに属する独立系投資銀行の中には、ハイテク業界に強いトーマス・ワイゼルや金融サービス業界に特化したKBWなど、特定の業界について深い専門性を持ち、投資家向けのリサーチ部隊を持つようなところも多い。

図表 1 独立系投資銀行の分類と代表的な会社

	財務アドバイザリー	引受等その他IB	セールス&トレーディング	リサーチ	リテール	資産運用 (WM、HF含む)	PE
<b>&lt;大手総合独立系&gt;</b>							
ゴールドマンサックス	○	○	○	○	-	○	○
モルガンスタンレー	○	○	○	○	○	○	○
<b>&lt;中堅総合独立系&gt;</b>							
ジェフリーズ	○	○	○	○	-	○	-
パイパージャフレー	○	○	○	○	-	○	○
コーエン	○	○	○	○	-	○	○
トーマスワイゼル	○	○	○	○	-	○	○
KBW	○	○	○	○	-	○	○
<b>&lt;アドバイザー専門系&gt;</b>							
ラザード	○	-	-	-	-	○	-
エバコア	○	-	-	-	-	○	○
グリーンヒル	○	-	-	-	-	-	○
センタービュー	○	-	-	-	-	-	○
モエリス	○	-	-	-	-	-	○
<b>&lt;ファンド系&gt;</b>							
KKR	○	○	-	-	-	○	○
ブラックストーン	○	-	-	-	-	○	○
シタデル	○	-	○	-	-	○	-

(注) WM: ウェルスマネジメント、HF: ヘッジファンド

(出所) 各社資料を元に野村資本市場研究所作成

3 つ目のアドバイザー専門系とは、その名の通り財務アドバイザリー業務に特化した投資銀行で、米国ではブティック投資銀行と呼ばれることが多い。これらの投資銀行は、同時に PE 業務やマーチャント・バンキング業務（プリンシパル投資）を手がけることが多いのが特徴である。ラザードのように非常に長い歴史を持つ会社がある一方で、過去 10 年以内に創業したような会社も多い。近年、このタイプの独立系投資銀行の台頭が目立っており、後で詳しく紹介する。

4 つ目のファンド系とは、大手 PE ファームやヘッジファンドが、財務アドバイザリーなどの IB 業務に参入するケースである。彼らは元々数人のパートナーが集まってパートナーシップを設立し、バイアウト投資などを始めるが、複数のファンドを運用したり、運用資産が巨大化したりする中で、多くの人員を抱える機関となっていく場合がある。そして、中には、ブラックストーンのように PE ファーム自体を取引所に上場させて公開企業となるケースもある。ファンド投資のビジネスは M&A や景気サイクルなどに影響されるので、大規模なファンドにおいては、収益を安定化させるために IB 業務などのフィー・ビジネスを手がけるインセンティブが高く、近年、参入が増加している。

## II. 独立系投資銀行の台頭とその背景

### 1. 独立系投資銀行の台頭

前章で 4 つのタイプの独立系投資銀行について紹介したが、中でもアドバイザー専門系の独立系投資銀行が、M&A を中心とする財務アドバイザリーの分野で近年台頭してき

ている。その具体的な指標としては、第一に、リーグテーブルにおける順位の上昇が挙げられる。2008年のグローバルのM&Aアドバイザー・リーグテーブルを見ると、上位25社の中に5社のアドバイザー専門系投資銀行が入っている（図表2）。一方、3年前の2005年の同リーグテーブルには、上位25社の中にアドバイザー専門系はラザードとエバコアの2社のみである。センタービューは2006年、モエリスは2007年創業の会社であり、創業後数年間で早くも上位にランクインしている。彼らの特徴としては、平均案件金額が大手に比べても大きいことが挙げられ、案件数は少ないながらも大型案件の獲得に注力する戦略が伺える。

第二に、戦略的に大型案件に注力している結果、その獲得率が高いことが挙げられる。2008年に発表されたグローバルの大型M&A上位20案件のうち、7割の14案件で独立系投資銀行が財務アドバイザーに指名されている（図表3）。中には、スイスの製薬会社ロシュによる米国バイオ医薬品会社ジェネンテックの完全子会社化の案件で、グリーンヒルが買い手のアドバイザーを務めたように、独立系投資銀行が単独で大型案件のアドバイザーに指名されることもある。

第三に、株式を上場している代表的なアドバイザー専門系の投資銀行については、収益性が大手投資銀行に比べても見劣りしないことが挙げられる。過去5年間の税引き前純利益率を商業銀行、大手総合独立系、中堅総合独立系の会社と比較すると、金融危機の前は、グリーンヒルとエバコアの数字は商業銀行や大手総合独立系を大きく上回る水準であり、ラザードについても20%を超える水準である（図表4）。また、金融危機の影響で2008年は軒並み営業赤字になっている会社が多い中で、グリーンヒルは35.1%の営業利益率を記録している。

図表2 グローバル M&A アドバイザー・リーグテーブル

<2008年>						<2005年>					
順位	財務アドバイザー	案件総額 (百万ドル)	シェア (%)	案件数	平均案件金額 (百万ドル)	順位	財務アドバイザー	案件総額 (百万ドル)	シェア (%)	案件数	平均案件金額 (百万ドル)
1	Goldman Sachs & Co	853,692	29.2	353	2,934	1	Goldman Sachs & Co	791,547	29.6	439	2,139
2	JP Morgan	793,427	27.1	384	2,543	2	Morgan Stanley	727,491	27.2	392	2,238
3	Citi	718,353	24.5	344	2,641	3	JP Morgan	687,772	25.7	448	1,829
4	Bank of America Merrill Lynch	649,934	22.2	352	2,174	4	Bank of America Merrill Lynch	662,008	24.7	425	1,908
5	Morgan Stanley	581,709	19.9	347	2,034	5	Citi	518,977	19.4	486	1,454
6	UBS	571,135	19.5	354	2,123	6	UBS	444,814	16.6	345	1,672
7	Deutsche Bank AG	487,386	16.7	298	2,413	7	Deutsche Bank AG	314,035	11.7	254	1,454
8	Credit Suisse	472,806	16.2	329	1,764	8	Credit Suisse	292,098	10.9	262	1,281
9	Barclays Capital	313,016	10.7	109	3,478	9	Lazard	290,431	10.9	266	1,614
10	Lazard	285,304	9.7	231	1,941	10	Barclays Capital	242,790	9.1	140	1,927
11	BNP Paribas SA	262,647	9.0	126	3,054	11	Rothschild	231,111	8.6	287	1,122
12	Rothschild	226,524	7.7	309	1,150	12	Nomura	213,086	8.0	243	1,127
13	Centerview Partners LLC	188,109	6.4	11	18,811	13	BNP Paribas SA	146,880	5.5	139	1,514
14	Nomura	141,592	4.8	159	1,115	14	RBS	82,502	3.1	163	786
15	RBS	102,138	3.5	118	1,148	15	Commerzbank AG	81,278	3.0	91	1,145
16	Wells Fargo & Co	95,149	3.3	40	3,069	16	HSBC Holdings PLC	79,849	3.0	74	1,630
17	Commerzbank AG	92,636	3.2	61	2,438	17	Evercore Partners	68,732	2.6	27	2,864
18	Mediobanca	84,798	2.9	96	1,247	18	Calyon	67,757	2.5	38	2,186
19	Moelis & Co	83,207	2.8	12	6,934	19	Blackstone Group LP	62,157	2.3	28	2,391
20	Societe Generale	80,074	2.7	45	2,966	20	PricewaterhouseCoopers	60,613	2.3	376	243
21	Evercore Partners	77,958	2.7	29	4,103	21	KPMG	56,963	2.1	501	258
22	Greenhill & Co, LLC	73,940	2.5	23	4,621	22	Houlihan Lokey Howard & Zukin	56,512	2.1	165	583
23	China International Capital Co	69,083	2.4	37	3,838	23	Mitsubishi UFJ Financial Group	55,045	2.1	159	786
24	HSBC Holdings PLC	67,030	2.3	76	1,490	24	Wells Fargo & Co	48,989	1.8	77	830
25	KPMG	59,657	2.0	424	319	25	Mediobanca	46,170	1.7	36	1,399

(注) 発表ベース

(出所) トムソン・ロイターより野村資本市場研究所作成

図表 3 グローバル M&A トップ 20 (2008 年) と独立系投資銀行の関与

ターゲット会社名	買収側の社名	発表時案件 総額 (百万ドル)	独立系投資銀行の関与
1 アンハイザー・ブッシュ	インベブ	60,829	モエリス(タ)、センタービュー及びラザード(買)
2 ジェネンテック	ロシュホールディング	44,047	グリーンヒル(買)
3 メリルリンチ	バンク・オブ・アメリカ	40,452	JCフラワーズ及びフォックスピット・ケルトン(買)
4 AIG	米国政府	40,000	ブラックストーン(タ)
5 タイム・ワーナー・ケーブル	株主(スピンオフ)	39,558	エバコア(タ)
6 チャイナネットコム	チャイナユニコム香港	29,259	ロスチャイルド(タ)
7 オールテル	ベライゾン・ワイヤレス	28,100	
8 コンチネンタル	INAホールディング	27,219	
9 アルコン	ノバルティス	27,040	
10 ABNアムロ事業ユニット等	オランダ王国	23,186	ラザード(買)
11 リグレー	マーズ	22,638	
12 ローム・アンド・ハース	ダウ・ケミカル	18,862	ラザード(売)
13 スコティッシュ&ニューキャッスル	ハイネケン、カールスバーグ	18,748	ロスチャイルド(タ)
14 HBOS	ロイズ・バンキング・グループ	17,075	ラザード(買)
15 セント・ジョージ銀行	ウェストパック・バンキング	16,849	カリバーン(買)
16 ワコビア	ウエルズ・ファーゴ	14,821	ペレラ・ワインバーグ(タ)
17 リオ・ティント	アルコア、中国アルミ	14,135	
18 プリティッシュ・エナジー	フランス電力公社(EDF)	14,114	グリーチャー・シャクロー(タ)、ラザード(売)
19 NRGエナジー	エクセロン	13,645	ラザード(買)
20 アライド・ウェスト・インダストリーズ	リパブリック・サービス	13,051	モエリス(タ)

(注) (タ) : ターゲット企業アドバイザー、(買) : 買収側企業アドバイザー、(売) : (子会社などの) 売却側企業アドバイザー。打ち切り案件含まない。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 4 独立系投資銀行の税引き前純利益率

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>グリーンヒル</b>	<b>41.8</b>	<b>40.7</b>	<b>41.0</b>	<b>44.3</b>	<b>35.1</b>
バンク・オブ・アメリカ	33.2	29.3	28.2	17.8	4.7
ゴールドマンサックス	22.4	19.1	21.0	20.0	4.4
モルガンスタンレー	17.3	13.7	12.9	4.0	3.7
JPモルガン	21.3	17.6	20.1	19.2	3.6
<b>ラザード</b>	<b>32.4</b>	<b>24.8</b>	<b>20.5</b>	<b>20.4</b>	<b>1.5</b>
<b>エバコア</b>	<b>60.1</b>	<b>53.0</b>	<b>43.5</b>	<b>-16.2</b>	<b>-1.6</b>
コーエン	3.3	4.2	4.8	-7.5	-6.8
パイパージャフレー	9.8	9.8	18.3	5.8	-21.8
シティ	30.2	24.5	20.2	1.5	-40.0
KBW	18.4	10.1	22.5	11.6	-42.1
トーマスワイゼル	9.2	-1.9	9.1	-0.9	-52.7
ジェフリーズ	18.9	17.9	17.8	9.0	-56.4

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

## 2. 台頭の背景

以上のように、近年、アドバイザー専門系を中心とする独立系投資銀行が台頭してきている背景としては、以下の6つの要因を指摘できる。

### 1) 対顧客重視のビジネス

アドバイザー専門系投資銀行は、預金取扱金融機関としての融資機能を持たないことに加えて、M&Aアドバイザーに付随して生じ得る引受業務なども手がけていないため、

顧客との利益相反が生じず、中立的な立場から客観的に財務アドバイスをすることができ  
る。1999年に成立した金融制度改革法（グラム・リーチ・ブライリー法）によって銀行業  
と証券業の分離規定が廃止されてから、いわゆる銀証コングロマリットがIB業務を拡大し  
ていたが、アドバイスの中立性に重きを置く顧客企業は、アドバイザリー専門系の投資銀  
行を好んでアドバイザーに指名している。

更に、大手投資銀行では、2000年代前半頃から自己勘定のトレーディングなど自らのバ  
ランス・シート及びレバレッジを活用したビジネスに傾倒し、顧客本位の姿勢が弱まった  
ことも指摘できる。そのため、対顧客重視のアドバイザリー専門系が案件に参加できる可  
能性は従来よりも高まった。

## 2) トップ・マネジメントとのネットワーク

アドバイザリー専門系投資銀行が大手投資銀行との競争の中で大型案件に食い込んでい  
るケースでは、シニア・バンカーが、顧客企業のトップ・マネジメントの経営指南役とし  
て長年深い関係を築いていることが多い。彼らは、財務的な相談に留まらず、顧客企業や  
その所属する業界への深い知識を背景に、トップ・マネジメントから様々な経営上の相談  
を受ける。そして、彼らはそれに対して解決策を提示することでトップ・マネジメントと  
の信頼関係を醸成する。そもそも、アドバイザリー専門系の投資銀行は、複数の顧客企業  
と深い関係を築いているシニア・バンカーが創業するケースが多く、また、そのようなシ  
ニア・バンカーを競って採用する傾向が強い。

## 3) 特定の業界への専門性

アドバイザリー専門系の投資銀行には、特定の業界において他社に比べてより深い専門  
知識や案件の経験の蓄積を持つところが少なくない。特に、ハイテク、ヘルスケア、金融  
サービスなど、技術や製品の価値の評価が難しい分野では、多くの専門家を擁する投資銀  
行が他社に対して優位性を持つ。例えば、ヘルスケア業界に特化するリーリンク・スワン  
は、医師、研究者、オピニオン・リーダー等を含む全世界のヘルスケア専門家約2万5,000  
人を登録したネットワークMEDACorpを活用し、ヘルスケア・ビジネスに関して非常に高  
度なアドバイスやリサーチが提供できる体制を整えている。

この他、特定の業界に特化している又は強みを持っている例としては、ハイテク業界に  
強みを持つトーマス・ワイゼル、金融サービス業界に特化するKBWやサンドラー・オニ  
ール、メディア・エンターテイメント業界に強いアレンなどがある。

## 4) 小規模であることによる意思決定の速さ

アドバイザリー専門系の投資銀行は、一般的に組織が小さいので、組織が巨大化し官僚  
機構化しかねない大手投資銀行に比べて、意思決定が速く、組織のしがらみも少ない。そ  
の結果、顧客の要望にも速やかに対応することが可能となる。また、小規模なチームで案

件が実行されるため、M&A などの案件に関して重要な情報が外に漏れにくいというメリットもある。

#### 5) 低い間接費とビジネス・リスク

アドバイザー専門系投資銀行の収益性が高いのは、バックオフィスのコストなど間接費の水準が低いことが一つの要因である。費用の大半を占める人件費については、各社異なるが、例えば、グリーンヒルは総収入に対する人件費の割合が 50%を超えないようにするのがポリシーであり、過去 3 年間はいずれも 46%と目標を達成している。

それから、財務アドバイザー業務にほぼ特化しているため、有価証券の在庫など多くの資産を抱えたり、レバレッジをかけたりする必要がなく、ビジネス・リスクは相対的に低い。大抵のアドバイザー専門系の会社では、レバレッジの水準が中堅総合独立系同様低くなっている（図表 5）。

#### 6) 優秀な人材の登用

近年、大手投資銀行の優秀なバンカーが、対顧客重視ではない営業姿勢や官僚的な組織に嫌気をさしたりなどして、独立系投資銀行に移籍するケースが増えている。更に、金融危機を通して複数の大手銀行が破綻したり、商業銀行の傘下に入ったりする中で、優秀なシニア・バンカーが流出し、グリーンヒルやエバコアなどアドバイザー専門系投資銀行がその主な受け皿になっている。

図表 5 独立系投資銀行のレバレッジ

	2004	2005	2006	2007	2008
シティ	13.6	13.3	15.7	19.3	13.7
GS	19.8	22.7	20.7	22.4	13.4
JPモルガン	11.0	11.2	11.7	12.7	13.0
MS	26.4	30.7	31.6	33.4	13.0
バンカメ	11.1	12.7	10.8	11.7	10.3
ラザード	6.4	-	-	31.2	9.2
ジェフリーズ	12.9	9.7	11.1	12.6	7.4
エバコア	1.4	1.6	2.0	3.1	3.2
パイパージャフレー	3.9	3.1	2.0	2.0	1.8
トーマスワイゼル	2.4	2.8	1.8	2.1	1.6
コーエン	2.3	2.1	3.1	1.7	1.4
KBW	2.1	2.5	2.0	1.9	1.4
グリーンヒル	1.4	2.0	1.9	2.6	1.3

(注) (レバレッジ) = (総資産) / (自己資本) で計算。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

### Ⅲ. ケース・スタディ

以下では、アドバイザー専門系投資銀行の中でも収益性が高く株価も好調なグリーンヒルと、2006年の創業にもかかわらず、わずか数年でM&Aアドバイザー・リーグテーブルの上位に名を連ねたセンタービュー・パートナーズの2社を紹介する。

#### 1. グリーンヒル

グリーンヒルは、元モルガンスタンレーのバンカーであるロバート・グリーンヒル氏が1996年にニューヨークで立ち上げた独立系投資銀行である(図表6)。創業後、国内・海外共に拠点を増やし、現在、国内はニューヨーク、ダラス、サンフランシスコ、シカゴ、ロサンゼルス、ヒューストンに、海外はロンドン、フランクフルト、トロント、東京にオフィスを構える。

財務アドバイザー業務をコア事業に位置づけ、実際、収入の大半を稼ぎ出す(図表7)。同業務では、事業法人のアドバイザーに就くのを原則とし、PEファンドやヘッジファンド(特にアクティビスト)への助言は行わない。近年、同社が財務アドバイザーを務めた大型M&A案件には、2008年のロシュによるジェネンテックの完全子会社化(買収側アドバイザー)、2007年のフォルティス、サンタンデル、RBSによるABNアムロの買収(買収側アドバイザー)、KKRによるアライアンス・ブーツの買収(ターゲット側アドバイザー)、2006年のJTによるガラハの買収(ターゲット側アドバイザー)などがある。

同社が財務アドバイザー業務で台頭した最大の要因は、手薄な又はカバーしていない業界について、トップ・マネジメントとの強固な関係をより多く築いているシニア・バンカーを積極的に登用し、陣容を強化してきたことである。特に、金融危機発生以降、採用を急増させており、マネージング・ディレクターの数は2007年末の35人から約1年で55人にまで増加した。

それから、同社は財務アドバイザー業務に加えて、マーチャント・バンキング業務やファンド・プレースメント業務<sup>1</sup>も手がける。引受、トレーディング、ウェルスマネジメン

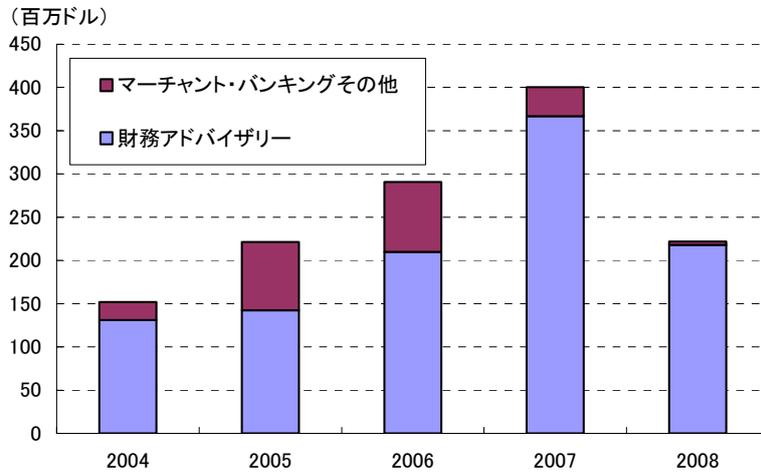
図表6 グリーンヒルの歩み

年月	イベント
1996年1月	創立(本社ニューヨーク)。
1998年1月	ロンドンにオフィスを開設し、欧州に進出。
2000年1月	マーチャント・バンキング業務を司るグリーンヒル・キャピタル・パートナーズを創立。
2001年1月	ファイナンシャル・リストラクチャリング業務を開始。
2004年5月	IPOを実施。ニューヨーク証券取引所に上場(GHL)。
2006年1月	IDD誌のバンク・オブ・ザ・イヤー2005を受賞。
2006年6月	カナダのプティック投資銀行を買収し、トロントにオフィスを開設。
2008年5月	ファンド・プレースメント・アドバイザー部門を立ち上げる。
2008年10月	東京にオフィスを開設。

(出所) 同社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> ファンド組成の助言や支援業務。

図表 7 グリーンヒルのセグメント別収入



(出所) 同社開示資料より野村資本市場研究所作成

トなどの業務を手がけずにこれらの業務を手がけるのは、M&A アドバイザリー業務との親和性が高いことに加えて、利益相反を引き起こす可能性が低いからだという<sup>2</sup>。マーチャント・バンキング部門の投資対象は、財務アドバイザリー部門の主要顧客である上場大企業ではなく、中規模の会社に限定している。

同社は、新興のアドバイザリー専門系投資銀行の中では 13 年という比較的長い歴史を持っている上に、その間、経営陣も変わっていない。独立系投資銀行の一つの成功モデルとして模倣されるケースも出てきており、今後の戦略が注目される。

## 2. センタービュー・パートナーズ

センタービュー・パートナーズは、2006 年に元モルガンスタンレー共同社長のステファン・クロフォード氏、元 UBS 副会長のブレア・エフロン氏、元ワッサー・ペレラ社長のロバート・プルザン氏、元ワクテル・リプトン・ローゼン・アンド・カツ（法律事務所）パートナーのアダム・チン氏の 4 人によって設立された。ニューヨークとロサンゼルスにオフィスを持ち、現在、ロンドンとサンフランシスコにもオフィス開設を準備中である。プロフェッショナル 50 人超の比較的小規模な組織で、財務アドバイザリー業務に加えて PE 業務も手がける。

同社が 2008 年のグローバル M&A アドバイザリー・リーグテーブルで早くも上位に食い込むことが出来たのは、創業パートナーを含むシニア・バンカーが、顧客企業のトップ・マネジメントに対して長年経営指南役を務め、強力な関係を築いていたため、狙った大型案件を確実に取ることが出来たからである。同社の 2008 年の案件数は 11 件に過ぎないが、

<sup>2</sup> “Experienced, Dynamic And Not Conflicted Greenhill's M&A model is gaining traction and emulators”, *IDD*, Jan 16, 2006

図表 8 センタービューの代表的な M&amp;A アドバイザリー案件

発表日	ターゲット企業	ターゲット 企業業種	買収企業	案件金額 (百万ドル)	グリーンヒル の役割
08/29/2007	フィリップモリス・インターナショナル	たばこ	株主(アルトリアからのスピンオフ)	112,955	ターゲット側
01/31/2007	クラフト・フーズ	食品・飲料	株主(アルトリアからのスピンオフ)	61,587	ターゲット側
06/11/2008	アンハイザー・ブッシュ	食品・飲料	インベブ	60,408	買収側
09/08/2008	UST	たばこ	アルトリア・グループ	11,618	買収側
04/20/2009	ペプシ・ボトリング・グループ	食品・飲料	ペプシコ	9,610	買収側
05/01/2007	ダウ・ジョーンズ	出版	ニューズ・コーポレーション	5,598	買収側
04/20/2009	ペプシアメリカ	食品・飲料	ペプシコ	3,897	買収側
11/01/2007	ジョン・ミルトン	たばこ	アルトリア・グループ	2,900	買収側
03/27/2008	コナグラ・トレード・グループ	その他の金融	オスプライ・スペシャル・オポチュニティーズ	2,750	ターゲット側
11/15/2007	ポスト・シリアル	食品・飲料	ラルコープ・ホールディングス	2,696	ターゲット側

(出所) トムソン・ロイターより野村資本市場研究所作成

平均案件金額は 188 億ドルと大手投資銀行の 20 ～30 億ドルに比べて圧倒的に大きい。同社がこれまでに財務アドバイザーを務めた代表的な案件を見ると、2007 年のアルトリア・グループからのフィリップモリス・インターナショナルとクラフト・フーズのスピンオフ、2008 年のインベブによるアンハイザーブッシュの買収、2009 年のペプシコによるペプシ・ボトリング・グループとペプシアメリカの完全子会社化(未クローズ)など、食品・タバコ業界の案件が大半を占めているのがわかる(図表 8)。創業パートナーのエフロン氏やブルザン氏が、同社創業前からそれぞれペプシコやアルトリア・グループといった主要食品・タバコ企業のトップ・マネジメントと強い関係を築いていたことが案件獲得の原動力となったようである<sup>3</sup>。

## IV. 今後の展望

### 1. 財務アドバイザー業務を巡る案件獲得競争

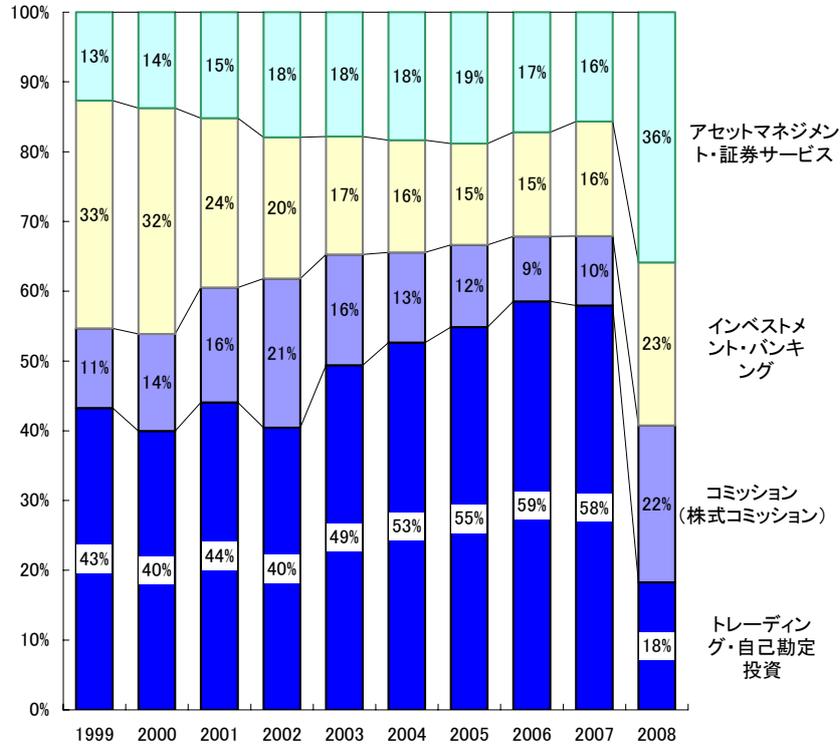
財務アドバイザー業務における独立系投資銀行の存在感が高まる中で、今後、独立系、商業銀行系を交えた案件獲得競争はどのようになっていくのだろうか。

#### 1) 大手投資銀行による IB 業務の再評価

第一のポイントは、大手総合独立系と商業銀行系の投資銀行が、金融危機後、財務アドバイザー業務を含む IB 業務をどのように位置づけるかである。サブプライム問題勃発前までは、収益全体に占めるトレーディング部門収益の割合が年々高まっていき、IB 業務の重要性は相対的に低下していった。例えば、ゴールドマンサックスのセグメント別収益割合を見ると、トレーディング・自己勘定投資業務の収益割合が 1999 年の 43%から 2006 年には 59%まで高まった一方で、IB 業務の割合は 1999 年の 33%から 2006 年の 15%まで落ち込んでいた(図表 9)。

<sup>3</sup> “Boutique Bank That's Riding Out the Storm”, *New York Times*, Feb 29, 2008

図表9 ゴールドマンサックスのセグメント別収益割合



(出所) 同社開示資料より野村資本市場研究所作成

だが、今後は、従来のバランス・シートやレバレッジをフル活用したトレーディングは、自己資本比率維持の関係上、抑制せざるを得ないため、トレーディング部門が従来のように高収益を生み出せるかどうかは疑問である。そこで、対顧客重視のIB業務は再評価され、大手投資銀行は引受やM&Aアドバイザーのマーケット・シェアを高めるために業務の梃子入れを行う可能性がある。一方、大手総合独立系又は商業銀行系が持つ資金調達機能の提供は、中立性や利益相反の観点からは顧客からネガティブに見られることもあるが、資金調達機能を当てにしてM&Aアドバイザーを選択する顧客も少なくないため、その場合アドバイザー専門系は不利になる。

他方、センタービューのプルザン氏が「我々は、大手投資銀行の競合となるには規模が小さすぎる。むしろ、彼らと協力してやっていく。」と述べているように<sup>4</sup>、中立的なアドバイス機能を担うアドバイザー専門系と、財務や買収スキームの助言や資金調達機能を提供する大手投資銀行が補完関係となる可能性もある。

<sup>4</sup> 同脚注2

## 2) 投資ファンドによる IB 業務の強化

第二のポイントは、PE ファームやヘッジファンドなどの投資ファンドが、今後 IB 業務にどれだけ本格的に取り組むかである。近年、コアの投資・運用業務に過度に依存しない安定した収益構造を築くために、IB 業務を強化する動きが目立つ。

まず、大手 PE ファームの中では、ブラックストーンが以前より財務アドバイザリー業務を手がけているが、同業務の収入は年々増加し、2007 年は総収入の 12% を占めるまでに成長した（図表 10）。また、KKR はグループ内にキャピタル・マーケッツ部門を設け、財務アドバイザリー業務に加えて引受業務も積極的に展開していこうとしている。パイアウトの資金調達スキームの構築や資金調達自体を自前で行うと共に、投資先企業の発行するデットやエクイティの引受も行う。更に、2009 年 6 月には、フィデリティ・インベストメントと提携し、KKR の投資先企業が IPO をする際、KKR のキャピタル・マーケッツ部門が引き受けた株式については、フィデリティのリテールを中心とする顧客に独占購入権を与えることにした。フィデリティの巨大なリテール投資家網を活用できるようになることで、KKR の引受能力は高まるだろう。

次に、ヘッジファンドにおいても、IB 業務に積極的に取り組むところが出てきている。例えば、シタデル・インベストメント・グループは、2009 年 5 月に新たに投資銀行（シタデル・セキュリティーズ）を設立し、財務アドバイザリー業務を手がける。また、ラミウスは、同年 6 月に中堅総合独立系投資銀行のコーエンとの合併計画を発表した。

投資ファンドによる IB 事業が、今後、大手やアドバイザリー専門系の投資銀行にとってどれほどの脅威になるかは未知数だが、投資先企業の経営にコミットしている PE ファームなどは、特定の業界の深い知識や経験の蓄積を持っているため、財務アドバイザリー業務の獲得競争において、それらが顧客企業から高く評価される可能性もある。

過去 1 年間ほど、アドバイザリー専門系投資銀行は業界のカバレッジを広げるために大手投資銀行などから積極的にバンカーを採用しているが、その効果が M&A のサイクルが戻ってきたときにどのように現れてくるか、そして、財務アドバイザリーを巡る案件獲得競争の中で今後彼らは更に台頭していくのか注目されよう。

図表 10 ブラックストーンのセグメント別収益

	(百万ドル)							
	2005		2006		2007		2008	
パイアウト	915	56%	1,128	42%	865	27%	(286)	-
不動産	393	24%	999	37%	1,330	42%	(718)	-
市場性オルタナティブ	207	13%	320	12%	628	20%	152	-
財務アドバイザリー	121	7%	260	10%	368	12%	411	-

(出所) 同社開示資料より野村資本市場研究所作成

## 2. 独立系投資銀行の収益基盤安定化の努力

アドバイザー専門系投資銀行は、通常、小規模な組織であるため、得意とする業界の企業や、以前からトップ・マネジメントと強い関係を築いている一部の企業をターゲットに案件獲得を模索することが多く、アドバイザーの獲得件数は大手に比べて格段に少ない。したがって、少ない大型案件を着実に取れるかどうかや、得意とする業界の再編状況などが収益に大きく影響し、収益は必ずしも安定的とは言えない。

そこで、アドバイザー専門系投資銀行は、新規にバンカーを採用してカバーする業界の数を増やしたり、海外拠点を増やして営業エリアを拡大したりしている。例えば、エバコアは、2006年にメキシコの独立系投資銀行プロテゴ・アセソレスと英国の独立系投資銀行ブレイブハート・フィナンシャル・サービスズを買収した。さらに、2008年には日米のクロスボーダーM&Aへの助言に関してみずほ証券及びみずほコーポレート銀行と提携したり、2009年には中信証券と中国におけるM&Aアドバイザーを共同で手がけるジョイント・ベンチャーを設立したりと、海外進出を積極的に進める。

加えて、業務の多様化も模索され、アドバイザー専門系投資銀行の中には、PE及びファンド・プレースメント業務やウェルスマネジメントを含む資産運用業務などを拡大しようとしているところも少なくない。ただし、業務範囲を広げれば広げるほど潜在的な利益相反のリスクが高まったり、組織が肥大化していつたりする恐れがあるため、どの業務に力を入れるかの判断は慎重になされるべきである。足元ではグローバルのM&A件数、金額とも低調であるため、独立系投資銀行による業界のカバレッジ、地域、業務拡大の動きは今後もしばらくは続くだろう。