

米 RIA の再編と価格からの示唆と考察

野村総合研究所アメリカ 金融・IT 研究部門長

愛知大学 特別客員教授 吉永高士

米国には個人投資家向けに一任運用を中心とするアドバイス事業を行う RIA（投資顧問会社）が約 18,000 社あります（純粋な資産運用会社も制度的には RIA に含まれ、それらも含めると約 33,000 社ありますが、米国で純粋な資産運用会社のことを一般的には「RIA」とは呼ばないのでここでは除いています）。1 社で 1,000 人を超すアドバイザーを抱えているメガ RIA も 10 社強に上る一方、1 社あたりの平均アドバイザー数は 4～5 人前後で安定的に推移しています。アドバイザー数が 1～2 人だけの RIA も全体の 75～80%を占めており、RIA のアドバイザー数の中央値（順番に並べてちょうど真ん中に位置する数）も 1 人になるなど、全般的に中小規模で経営されている会社が多いです。

RIA 業界には常に新規参入者と退出者がいますが、2025 年までの 5 年間で各年 1,100～1,500 社に新規参入がある一方、合併・買収や営業譲渡、廃業による減少もあり、同期間の RIA 数の純増数は年 200～600 件に留まります。預り資産 1 億ドル以上の RIA 統合が絡む M&A 件数は 2025 年に前年比 18%増の 322 件と過去最高を更新しました。2026 年 1-9 月も 244 件となり、前年並みの高い頻度での再編が続いています。

米国の RIA が会社や事業を売却する理由やきっかけは、創業者オーナーでもあるアドバイザーの引退や事業承継だけではなく、さらなる飛躍に向けた外部資本の注入、事業基盤の維持・拡大・飛躍に必要な IT 投資、高度で複雑な顧客ニーズに備えるための態勢拡充、ハードルが上がり続けるコンプライアンスへの対応などさまざまです。現在は米国 RIA の上位 100 社の半分以上にはプライベートエクイティ（PE）ファンドの資金が

入っており、その資金力を後ろ盾にした買収意欲の強さも活発な M&A の大きな理由になっています。しかし、PE などの外部資本に過半数株式を売却した会社であっても、その後に経営陣による MBO で PE から持ち分を買い戻すケースもけっしてめずらしくありませんし、旧オーナーや経営者がまったくの新事業を起業するステップの一環だったりもします。つまり、会社の売却は競争力を欠き衰退する RIA のオーナーや経営者にとっての終活の一環とは限らず、むしろ成功した創業者やオーナーが RIA 経営や個人としてのキャリア、人生計画をさらなる高みや斜め上へとステップアップする手段の 1 つとしても利用されています。

RIA の買収に際しては、買収額の計算方法は EBITDA 倍率、営業利益率、オーナー報酬前 EBITDA 増加率、純資金流入額増加率などが考慮されますが、出来上がりの数値として、概ね純営業収益のうち直近フィーベース収入（主に投資顧問契約であるラップの投資一任で構成）の約 3 倍、同コミッション収入の約 1 倍の数値の合計額が直近の買収額の平均となっています。たとえば、2 つの RIA（F 社と C 社）があって、いずれも年間 100 万ドルの純営業収益を稼いでいたとしても、フィーベースの F 社は 90% をフィー、残り 10% をコミッションを稼いでいるのであれば、280 万ドル程度の値段がつきます。これに対し、コミッション主体の C 社は 10% をフィー、90% をコミッションで稼いでいるならば、売却額は 120 万ドル程度にしかありません。

コミッション主体とフィー主体の事業モデルのどちらが優れているとか、どちらが善であるということは、それ自体をもって予断を持つ必要はありません。それでも、両者の企業価値のバリュエーションには、毎年毎年、期初にゼロクリアされたところから売上を積み上げ始めるコミッションと、前年の預り資産残高と売上を発射台にしてさらなる純流入と資産価格上昇による積上げにフォーカスし右肩上がりの将来の成長軌道が描きやすく実行もしやすい両者の収益特性の違いが反映されます。

100 万ドルの売上は、1 人の優秀なアドバイザーが創業オーナー兼アドバイザーとして経営する RIA であっても、アシスタント人員も使いこなしながら、正しいゴールベース資産管理をしっかりと実践しながら預り資産を 1 億ドルまで積み上げれば無理なく実現

できる目標や通過点です（ただし、正しくないゴールベースアプローチを信じて実践していてもそうなりません）。フィーベースのアドバイザーは 30 代よりも 40 代、40 代よりも 50 代、50 代よりも 60 代へと（さらに、健康かつ働く希望があれば 70 代以降も）、預り資産も売上も右肩上がり成長を無理なく続けることができます。しかも、売上の分母である預り資産が増大し顧客との関係も深化し続けているので、同じ金額を稼ぐための毎年の負荷はどんどん軽くなっていきます。経営やヒトのマネジメントにも興味があるオーナー兼アドバイザーは、他の優秀なアドバイザーを 10 人、100 人と集め、自分のノウハウや知見をしっかりと伝えてスキルアップさせたり、未経験者を自社養成したりしてさらにスケールすることもできます。

コミッション主体で年間 1,000 万ドルを稼ぐ RIA と、フィー主体で同額を稼ぐ RIA では、積み上げてきた事業の価値が 3 倍も違うのであれば、賢明な経営者や起業家精神のあるアドバイザーとしてはどちらを目指すのかは自明でしょう。これは二択のチョイスではなく、コミッション型ビジネス主体の事業者やアドバイザーが既存事業基盤や手法を捨てて全面的に切り替えるかどうかの話ではありません。コミッション主体のビジネスを展開してきたところでも、既存の預り資産や稼働資産の 10 分の 1 でも、20 分の 1 でもよいので、正しいゴールベース資産管理により毎年少しずつでも楔を打ち込むようにして取り組み始めることはできます。最終的に事業を一部または全部売却するにせよ、または他社を買収して主体的な再編者としての事業拡大を目指すにせよ、自分がオーナーとして経営する RIA の価値が高められるチャンスを見逃す理由はありません。

翻って、日本に置き換えた場合、かつて PE が出資する米大手 RIA の CEO と日本での金融商品仲介業者買収の可能性について議論した時に、制度上の違いや規模の小さい会社が多いことだけでなく、コミッション主体の会社が多いことが日本での魅力的な投資機会が少ない大きな理由になるということで意見が一致しました。しかし、日本でもゴールベース資産管理によるフィーベース事業モデルが徐々に広がり、再編も相俟って預り資産が数百億円台後半～数千億円規模の会社も増えていくなかで、米国流のバリュエーションによる IFA 法人の企業価値の再評価やバリューアップが進んでいく可能性があります。欧米名門 PE ファンドによる最近のマジョリティ出資事例は空前絶後の特殊

事例ではなく、後年振り返った時に、日本の金融商品仲介という産業がネクストステージに進んだことを示す序章の始まりとなる象徴的事例になるものと捉えています。