

米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー

岡田 功太、幸田 祐

■ 要 約 ■

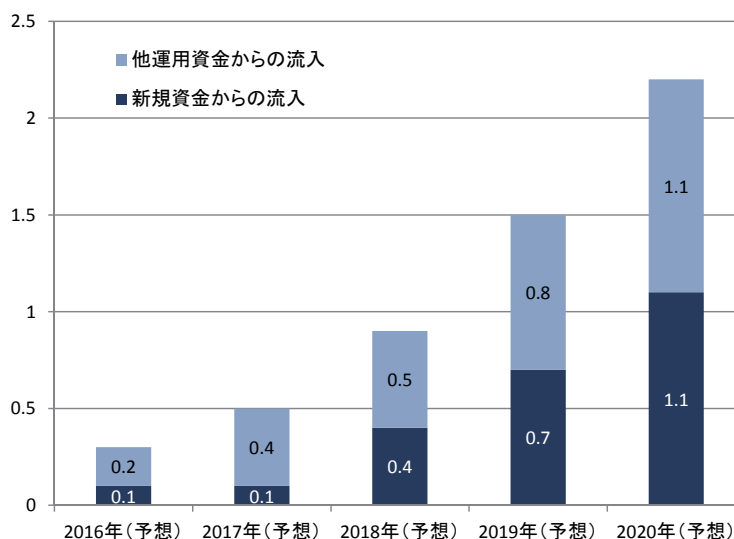
1. 米国の資産運用業界においてロボ・アドバイザーが注目されている。ロボ・アドバイザーとは対面の営業担当者ではなく、スマートフォン等を通じて個人の資産運用に関する提案を行う金融サービスの総称である。2001年のエンロン事件を契機に誕生し、2010年以降ベンチャー企業がミレニアル世代を主要顧客として拡大し、2020年までに2.2兆ドルになると予想されている。
2. ロボ・アドバイザーが拡大している要因には、第一に、非対面で資産運用のサービスを提供するロボ・アドバイザーは、対面営業を主軸とするファイナンシャルアドバイザー(FA)にとって脅威と言われているが、その一方で優秀な成績を収めているFAほど顧客層の拡大を狙ってロボ・アドバイザーの活用を検討していることが挙げられる。
3. 第二に、2014年10月にフィデリティがロボ・アドバイザー大手のベターメントと提携、2015年5月にバンガードがロボ・アドバイザーを自社で開発、2015年8月にブラックロックがフューチャーアドバイザーを買収するなど、大手資産運用会社の参入が相次いだことにより、ロボ・アドバイザーが資産運用ビジネスの多様な場面で活用され、普及するきっかけを得たことである。
4. 今後、各ロボ・アドバイザーが、個々人にあった適切なポートフォリオ策定の精度を上げ、サイバーセキュリティ・ポリシーを強化することによって個人投資家の信頼を勝ち取ることができれば、ミレニアル世代の資産形成の更なる一助となる可能性もあろう。

I 勢いを増すロボ・アドバイザー

近年、米国資産運用業界においてロボ・アドバイザーの台頭が目覚ましい¹。特に2014年以降、フィデリティやブラックロック等の大手資産運用会社とロボ・アドバイザーによる提携や買収が増加したことに加え、年金等の資産形成制度の運用にも参入する動きが見られる。ロボ・アドバイザーとは対面の証券営業担当者ではなく、スマートフォン等を通

¹ 和田敬二郎、岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『資本市場クォーターリー』2015年冬号を参照

図表 1 ロボ・アドバイザーの推定市場規模の推移（兆ドル）



(出所) A.Tカーニーより野村資本市場研究所作成

じて個人の資産運用に関する提案を行う金融サービスの総称である²。コーポレートインサイトの調査によると、ロボ・アドバイザーの運用資産総額（AUM）は約 210 億ドル（2015 年 7 月末時点）に達し、2014 年 12 月対比で 11%増加している³。また、A.T.カーニーの調査によると、ロボ・アドバイザーの AUM は 2020 年までに 2.2 兆ドルになると予想されており、その勢いは増す一方である（図表 1）⁴。

II エンロン事件を契機に誕生したロボ・アドバイザー

ロボ・アドバイザーの起源は全米を震撼させたエンロン事件に遡る。2001 年 12 月、総合エネルギー会社であったエンロン（テキサス州ヒューストン）は巨額の不正会計・不正取引による粉飾決算により、破綻した。その際の負債総額は簿外債務を含めると 400 億ドルを超えていたと言われ、当時、米国史上最大の企業破綻であった。しかし、破綻前のエンロンは、2000 年度年間売上高 1,110 億ドル（全米第 7 位）と全米でも有数の企業と評価されており、実際に 2000 年 8 月にはエンロンの株価は 90 ドルに迫る勢いであった（図表 2）。この時点でエンロンの経営陣は「株価は 130 ドルから 140 ドル程度まではこのまま上昇するだろう」との見通しを示し、各金融機関の株式アナリストもエンロン株を「買い推奨（ストロング・バイ）」とした。

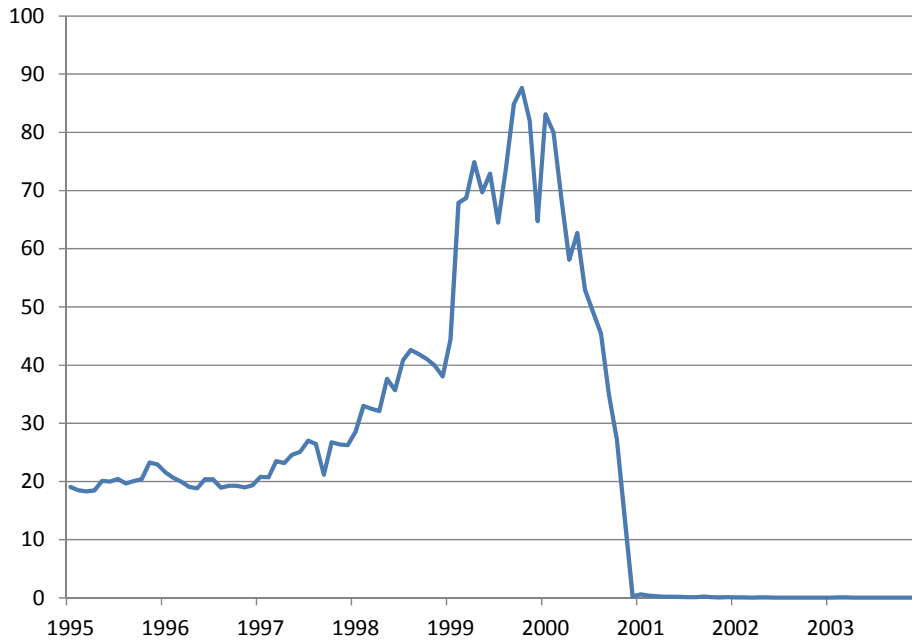
その後、2001 年 10 月、ウォールストリート・ジャーナルがエンロンの不正会計疑惑を報じ、証券取引委員会（SEC）がエンロンに対する調査を開始したことを受け、同社の株

² ロボ・アドバイザーは米国の対面営業担当者（フィナンシャルアドバイザー）に対比した造語である。

³ “In the wake of BlackRock’s FutureAdvisor deal, which independent robo-advisor will be bought next?” Investment News, August 2015.

⁴ A.T.Kearney, “Hype vs. Reality: The Coming Waves of ‘Robo’ Adoption”, June 2015.

図表 2 破綻前後のエンロンの株価推移（ドル）



（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

価は急落した。しかし、株価が 20 ドル以下になっても、多くの株式アナリストが「ストロング・バイ」として買い推奨していたため、エンロン破綻後に株式アナリストに対する信頼は失墜した。

破綻前、エンロンのケネス・レイ社長は、確定拠出年金制度（401（k））について可能な限り自社株（エンロン株）に投資するよう従業員に対して要請していた。実際に、ある従業員は勤続約 30 年の忠誠の証として 401（k）を全額自社株（エンロン株）に投資していたという極端な例もあり、エンロンの企業文化は歪んでいた。その後、エンロンが破綻したことで従業員の年金は毀損し、社会問題に発展した。これを受け、当時のブッシュ大統領は「大手企業が 401（k）を利用し、社員の意思を超えて自社株を保有するよう誘導することは問題だ」と述べた。

ロボ・アドバイザーは、以上の一連の流れの中で誕生した。2002 年 3 月、「ファイナンシャル・プランニング」という雑誌において、リチャード・コレット氏が初めて「ロボ・アドバイザー」という用語を記事において用いた。同氏はエンロン事件を踏まえ、401（k）の投資対象資産の配分について、人の主観を排除し、システムによるポートフォリオ構築の重要性を紹介した⁵。つまり、当時のロボ・アドバイザーとは、401（k）に特化したオンライン投資サービスを手掛ける企業及びサービスを指した。諸説あるがエムパワー（モーニングスターの子会社）及びファイナンシャル・エンジンの 2 社が、最初のロボ・

⁵ “Here's Where The Term 'Robo-Advisor' First Appeared” Business Insider, September 2014.

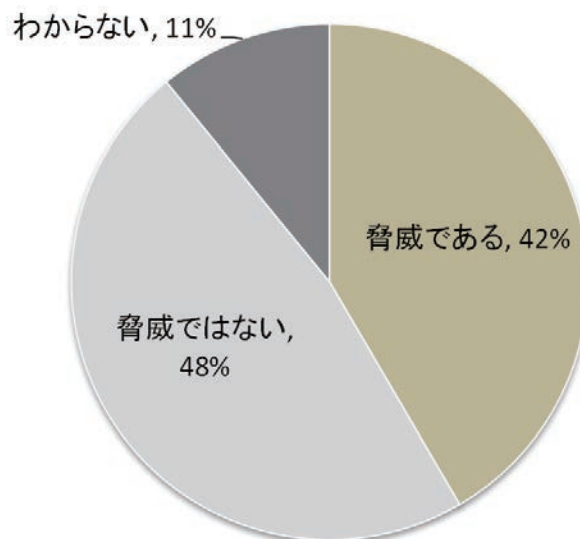
アドバイザーとされている⁶。しかし、現在のロボ・アドバイザーは、スマートフォン等を通じて個人の資産運用に関する提案を行う金融サービスの総称であり、ソーシャルネットワークに精通したミレニアル世代（40歳以下の若年層）を主要顧客としている。時代と共にロボ・アドバイザーの事業内容やサービスは変化し、現在に至っていると言えよう。

Ⅲ 優秀なフィナンシャルアドバイザーほど活用するロボ・アドバイザー

前述の通り、ロボ・アドバイザーは人の主観を排除することを目的に生み出されたことから、非対面で資産運用サービスを顧客に提供する。そのためフィナンシャルアドバイザー（FA）にとって脅威になり得ると指摘されている。事実、2015年4月、米国アドバイザー協会が約500名のFAに対して行った調査によると、回答者の約40%が脅威であるとしている（図表3）⁷。

その一方で前述の調査によると、回答者の約25%がロボ・アドバイザーを理解しており、約15%が今後1年間の間にロボ・アドバイザーを活用する予定であるとしている（図表4）。彼らは回答者のうち最も顧客からの預かり資産が多く高い収益を上げているFAであった。彼らは、現在の資産は小規模であるが、将来、自身の主要顧客となり得るミレニアル世代にロボ・アドバイザーを紹介し、富裕層に対しては自らが対面営業を行うことで顧客のセグメンテーションを図っている。さらに、2015年2月、インベストメン

図表3 「ロボ・アドバイザーは脅威か？」という設問に対する回答（2015年4月）

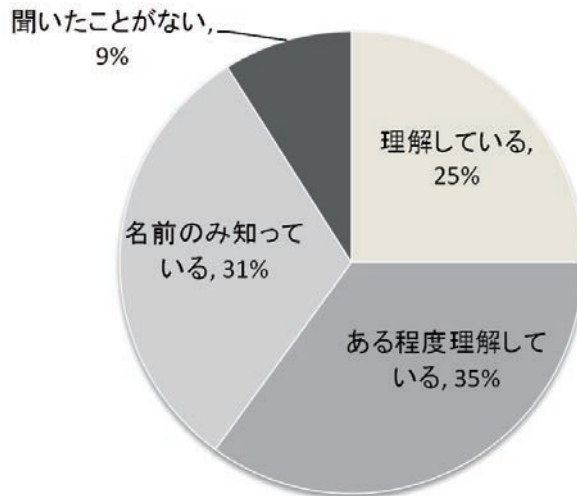


（出所）米国アドバイザー協会より野村資本市場研究所作成

⁶ ただし、当該2社は本稿執筆時点でロボ・アドバイザーに分類されない場合が多い。フィナンシャル・エンジニアーズについては、荒井友里恵、野村亜紀子「米国DC加入者のニーズに応え拡大するフィナンシャル・エンジニアーズ」『資本市場クォーターリー』2015年夏号を参照。

⁷ Jefferson National “ADVISOR AUTHORITY - Executive Report: The Innovation and Issues that RIAs and Fee-Based Advisors Care About Most” April 2015.

図表4 「ロボ・アドバイザーを理解しているか？」という設問に対する回答（2015年4月）



（出所）米国アドバイザー協会より野村資本市場研究所作成

ト・ニュースが約 7000 名の FA に対して行った調査によると、回答者の約 10%が今後、ロボ・アドバイザーのエッセンスを対面営業に加える方法を模索するとしている⁸。つまり、FA が顧客に代わって、自身が推奨するロボ・アドバイザーのシステムに顧客の家計状況等の情報を入力し、それによって策定されるポートフォリオに対して FA 独自の提案アイデアを加えるというものである。これにより顧客層を拡大し、ユニークさを追求できる。

IV 米国資産運用会社によるロボ・アドバイザー事業への参入

1. ベンチャー企業と提携するフィデリティ

FA によるロボ・アドバイザー活用の動向が注目される中、大手資産運用会社が提携や合併などを通じて、ロボ・アドバイザー事業への参入を活発化させている。2014年10月、伝統的なアクティブ運用の雄であるフィデリティは、ロボ・アドバイザー大手のベターメントと提携すると発表し、「ベターメント・インスティテューショナル」の提供を開始した。これにより、フィデリティの商品を推奨する FA はベターメントの税務管理のソフトウェア、ポートフォリオのリバランス等の様々なツールを用いて、顧客のポートフォリオを多角的に検証できるようになり、大手証券会社を退職した独立系 FA や新人の FA にとって有効なサービスとなった。その結果、2015年6月、ベターメントの AUM はウェルス・フロントに追いつき、ベンチャー系ロボ・アドバイザー業界において首位となった。

⁸ “2015 Adviser Technology Study” Investment News, February 2015.

2. 自社開発によりロボ・アドバイザー事業に参入したバンガード

2015年5月、インデックス運用の雄であるバンガードは、ロボ・アドバイザーを自社開発した。当該サービスはバンガード・パーソナル・アドバイザー・サービスーズ（VPAS）と呼称され、2013年から2年間の試験的プログラムを経て、本格的なサービス提供に至った。VPASが顧客に提供するポートフォリオには、主にバンガードのETFが組み入れられており、2015年3月末時点のAUMは約170億ドル（そのうち顧客から新たに獲得した資金は約70億ドル、残りの約100億ドルは同社の他の運用商品からの移行）に達した。

その要因として、バンガードは早い段階から完全な非対面ではなく、人によるアドバイスも提供する体制を整えた（左記はハイブリッド型ロボ・アドバイザーと呼称される）。投資家は運用開始後に、FAと午前8時から午後8時まで電話、メール、ビデオ会議を通じて相談することが可能である。当該サービスは、特に相場下落局面において効果を発揮した。

また、VPASにおける強固なポートフォリオ構築手法（後述）も投資家からの信頼を勝ち取った。バンガードは顧客の投資戦略を組み立てるに当たり、自社開発システムであるバンガード・キャピタル・マーケットモデルを採用している。当該システムは、市場環境やリスク・リターンの想定、顧客ニーズ等の多くの要素を勘案した1万通りのシミュレーションの中で、最も顧客の目標に合ったプランを提示する。

3. ロボ・アドバイザーをリテール部門の主軸としたブラックロック

2015年8月、世界最大の運用会社であるブラックロックは、フューチャーアドバイザーの買収を発表した⁹。フューチャーアドバイザーはサンフランシスコに拠点を置くロボ・アドバイザーであり、ライフイベントに沿った投資プランのデジタル化に注力している。当該買収の狙いは図表5が示す通り、ブラックロック・ソリューションズの強化、FAの効率化、ハイブリッド型のロボ・アドバイザーの提供の3点である。

ブラックロックは、2006年に旧メリルリンチの資産運用部門であったメリルリンチ・インベストメント・マネージャーズを買収し、その後2013年からリテール部門とETF部門の統合を図ることでリテール向けビジネスの収入向上に注力してきた。そして今般、ブラックロックCEOであるローレンス・フィンク氏は「3年後、もしくは4年後にはリテール向けビジネスにおいて強力なブランドを築く」と述べ、その戦略の一環としてフューチャーアドバイザーを中核に据える方向性を示した¹⁰。

⁹ 本稿執筆時点で当該買収は2015年第4四半期にクローズ予定である。また買収額は非公表である。

¹⁰ “BlackRock replaces Porcelli as head of U.S. wealth advisory business” Investment News, September 2015.

図表 5 ブラックロックによるフューチャーアドバイザー買収の狙い

1	ブラックロック・ソリューションズの強化	ブラックロック・ソリューションズとは、機関投資家向けに提供しているポートフォリオのリスク管理システム。当該システムをフューチャーアドバイザーのブランド名で個人投資家に提供。
2	FA の効率化	最低投資金額が 100 万ドルに満たない投資家に対して、フューチャーアドバイザーがサービスを提供することで、対面の FA に対しては、より資産の大きい顧客にフォーカスすることを促す。
3	ハイブリッド型ロボ・アドバイザーの提供	フューチャーアドバイザーのウェブサイトにて、投資家がポートフォリオを策定した後、ブラックロックのコールセンターを用いて顧客フォローを行う。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

V ロボ・アドバイザーが構築するポートフォリオの特徴

1. ETF を主体とするポートフォリオ

大手資産運用会社と提携するロボ・アドバイザーであっても、顧客に提供するポートフォリオは通常、ETF のみで構成される。本稿ではロボ・アドバイザー業界最大手のベターメントを例に挙げ、ポートフォリオの特徴を示す¹¹。

ベターメントが ETF を選好する理由は、第一に高い流動性である。ETF は株式と同様に証券市場において日中も取引が可能であり、マーケットメイカー、短期トレーダー、長期投資家などを含む様々な市場参加者によって頻繁に取引されている。それに対して投信の取引頻度は 1 日に 1 回であり、それでは損益通算の自動化などのポートフォリオ管理戦略が実行できない。

第二に、ETF が有する安価で公平な手数料体系である。インデックス運用を行う投信は、機関投資家には手数料の低いシェアクラスを提供し、個人投資家には手数料の高いシェアクラスが提供される。一方で、ETF は投資家の属性にとらわれず、全ての投資家に対して同じエクスポージャーとコストを実現することが可能である。

第三に、ETF には過去 20 年の実績がある。多くの国、地域、資産をカバーしており、長期に渡って汎用性及び高い流動性が証明されており、分散の効いたポートフォリオ策定に適している。

2. ETF の選定基準

次に、ベターメントの ETF の選定基準は以下の 6 点であり、これらの条件を基に世界に約 1700 本ある ETF から 30 本を投資家に提供している（2015 年 9 月時点）。

- ① リスク調整後の期待リターンが高いこと
- ② 手数料が低いこと

¹¹ “How Betterment Automates ETF Selection” ETF.com, September 2015.

- ③ 流動性が高いこと
- ④ インデックス運用であること
- ⑤ 過大なリターンを追求しないこと
- ⑥ 税効率が良いこと

ただし、上記以外にも選定基準がある。例えば、ETFの中でもオルタナティブ、コモディティ、為替を投資対象とするものは投機性や手数料が高く、期待リターンの算定が困難であると考え運用対象から外している。また、レバレッジETFは手数料が高いこと、インバースETFは期待リターンの算定が困難であることを理由にポートフォリオに組み入れていない。そして、上記の条件の妥当性の評価を四半期毎に行うことで、競合他社との差別化を図っている。

3. ETFによるアクティブ運用の提供事例

前述のベターメントの事例はインデックス運用を主体としているが、アクティブ運用を提供する動きも散見される。例えばエンベストネットは、2015年8月、ノン・トランスパレント・アクティブ型ETF（ブランド名はNext Shares）の採用を決定した¹²。Next Sharesとは、2014年11月にボストンに拠点を置く資産運用会社であるイトンバンズが開発したETFである。通常のETFのようにインデックスに連動するのではなく、あるアクティブ運用のポートフォリオをETFの形で提供するものを指す。投資家が保有するアクティブ運用のポートフォリオの安価な代替商品として注目されている一方、通常のETFに比べて流動性が低い。ベターメントは流動性の高さを重視し、ETFとベンチマークのトラッキングエラーを最小化することがリスク調整後リターンの最大化に不可欠であると考えているが、エンベストネットはNext Sharesを組み入れ、アクティブ運用を安価なETFで実現することでパフォーマンスを向上させることを重視している。

VI ロボ・アドバイザーが提供するポートフォリオの理論と実態

1. 各ロボ・アドバイザーの株式ポートフォリオの比較結果

2014年8月、ETF.comのアナリストであるエリザベス・キャッシュナー氏は、自身の13歳の息子がロボ・アドバイザーを活用した際、どのようなポートフォリオが構築されるのか分析した。同氏は、分析対象としてウェルス・フロント、ベターメント、フューチャーアドバイザーを挙げた¹³。通常、ロボ・アドバイザーのサイトに個人情報を入力することで、各個人に適したポートフォリオが策定される。ただし、同氏が3社のポート

¹² アクティブ型ETFについては、岡田功太「最近の米国ETF業界におけるイノベーション - スマートベータの取り込みとアクティブ型ETFの開発 -」『資本市場クォーターリー』2015年春号を参照。

¹³ “Inside Robo Advisor Asset Allocation” ETF.com, August 2014.を参照。ただし、エリザベス・キャッシュナー氏は本稿で言及しているロボ・アドバイザー3社以外にCovestor、WiseBaayan、Invescenceも分析対象としている。

フォリオ比較を行うため、各ロボ・アドバイザーと協議した結果、特別に株式を 60%とした場合と 90%とした場合の2つのポートフォリオを策定した。

図表 6 は、ロボ・アドバイザー3 社から提示されたポートフォリオのうち、株式部分の内訳である。ウェルス・フロントはエマージング株式、ベターメントはバリュー、フューチャーアドバイザーはエマージング株式の小型株及び REIT に対するエクスポージャーが目立つという特徴がある。

2. 各ロボ・アドバイザーの債券ポートフォリオの比較結果

図表 7 及び 8 は、ロボ・アドバイザー3 社が提示した債券ポートフォリオの内訳と特徴を示している。当該ポートフォリオを債券の代表的な指数であるバークレイズ米国総合指数と比較した結果、ウェルス・フロントは地方債のデュレーションが長く、ベターメントは地方債及び世界国債のデュレーションが長いことが特徴であった。そして、フューチャーアドバイザーは物価連動債及び世界国債のデュレーションが短いという結果になった。また、ウェルス・フロントはコモディティと金に対するエクスポージャーをとっている。

図表 6 株式ポートフォリオの内訳比較 (2014 年 8 月)

投資対象の ETF の名称	ウェルス・フロント		ベターメント		フューチャー アドバイザー	
	株式が 60%	株式が 90%	株式が 60%	株式が 90%	株式が 60%	株式が 90%
Vanguard Total Stock Market	30.0%	35.0%	11.6%	16.2%	9.6%	14.1%
Vanguard FTSE Developed Markets	13.0%	22.0%	24.7%	37.5%	5.6%	8.3%
Vanguard FTSE Emerging Markets	9.0%	28.0%	5.2%	10.5%	11.6%	17.0%
Vanguard Small-Cap					4.8%	7.0%
Vanguard Value			11.6%	16.2%	9.6%	14.1%
Vanguard Mid-Cap Value			3.7%	5.2%		
Vanguard Small-Cap Value			3.2%	4.5%		
iShares MSCI EAFE Value					6.0%	8.8%
Vanguard FTSE All-World ex-US Small Cap					3.8%	5.5%
Vanguard REIT					4.5%	6.6%
Vanguard Global ex-U.S. Real Estate					4.5%	6.6%
Vanguard Dividend Appreciation	7.0%	5.0%				
株式部分の合計	59.0%	90.0%	60.0%	90.1%	60.0%	88.0%

(出所) ETF.com より野村資本市場研究所作成

図表7 ロボ・アドバイザー3社のポートフォリオの債券部分の内訳比較（2014年8月）

投資対象のETFの名称	ウェルス・フロント		ベターメント		フューチャー アドバイザー	
	株式が 60%	株式が 90%	株式が 60%	株式が 90%	株式が 60%	株式が 90%
Schwab U.S. Aggregate Bond					11.0%	3.3%
iShares National AMT-Free Muni Bond	35.0%	5.0%	23.5%	5.5%		
iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond			2.3%	0.6%		
Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities					18.0%	5.4%
Vanguard Total International Bond			9.0%	2.4%	11.0%	3.3%
Vanguard Emerging Markets Government Bond			5.2%	1.6%		
iPath Dow Jones-UBS Commodity Total Return ETN	6.0%					
iShares Gold Trust		5.0%				
債券部分の合計	41.0%	10.0%	40.0%	10.1%	40.0%	12.0%

(出所) ETF.com より野村資本市場研究所作成

図表8 ロボ・アドバイザー3社のポートフォリオの債券部分の特徴（2014年8月）

	バークレイズ 米国総合指数	ウェルス・フロント		ベターメント		フューチャー アドバイザー	
		株式が 60%	株式が 90%	株式が 60%	株式が 90%	株式が 60%	株式が 90%
実効デュレーション	5.2	6.7	6.7	6.8	6.8	4.2	4.2
最終利回り	2.09%	3.05%	3.05%	2.87%	2.89%	1.30%	1.30%

(出所) ETF.com より野村資本市場研究所作成

3. ポートフォリオ構築のための強固な理論

前述の結果の通り、各ロボ・アドバイザーが策定するポートフォリオの構成は異なることから、それぞれ背景にある投資理論モデルに差異があることがわかる。パフォーマンスの変動の90%以上はアセットアロケーションで説明できることは実証されており、各ロボ・アドバイザーは投資理論の有効性の検証と実務への応用に凌ぎを削っている。事実、ウェルス・フロントにはスタンフォード大学等の教授3名、ベターメントにはコロンビア大学等の教授3名が主要なメンバーとして参画、他にも複数の博士号保有者を採用するなど、各社とも理論的バックグラウンドに支えられたポートフォリオ構築モデルを開発しようとしている。

実際に、各ロボ・アドバイザーが参照する理論モデルの基本形は2つあるとされる¹⁴。1つ目はブラック・リッターマン・モデルである。当該モデルは、1992年、フィッシャー・ブラック氏とロバート・リッターマン氏によって考案された。市場均衡に対して

¹⁴ フューチャーアドバイザーのウェブサイト参照。

投資家が持つビューを組み合わせることによって、最適なポートフォリオのウェイトを導出する枠組みである。最も基本的なポートフォリオ理論とは、1950年代にハリー・マーコビッツ氏が考案した平均分散法であるが、期待リターンとアセットアロケーションの制約の設定の仕方によって、解となる最適資産配分が極端に変化するという欠点があった。そこで、ブラック・リッターマン・モデルは市場均衡を仮定し、安定的な期待リターンの算出によって上記の問題を解決した。

2つ目はファーマ・フレンチ・3ファクター・モデルである。当該モデルは市場ベータ、サイズ、バリューの3つのファクターによって資産価格を評価する。1993年にユージン・ファーマ氏とケネス・フレンチ氏によって考案され、当時、米国株式市場において発見されていた代表的なアノマリー要因をモデルに組み入れることで、実際の株式市場における実証的妥当性を示したモデルである。

ブラック・リッターマン・モデルを考案した両名は、当時ゴールドマン・サックスに在籍し、ファーマ・フレンチ・3ファクター・モデルを考案した両名は、現在ディメンショナル・アドバイザーズ（テキサス州オースティンに拠点を置く大手資産運用会社）に在籍している。そのため両モデルは実務への応用が普及している理論であり、各アセットクラスや過去の価格情報をベンダーから取得し、両モデルの数式に変数を代入すれば資産配分または資産価格を導出することができる。事実、ファーマ・フレンチ・3ファクター・モデルは、現在、スマートベータとして広く資産運用業界に普及している¹⁵。

ただし、両モデルに対する批判もある。例えば、ブラック・リッターマン・モデルの解は投資家が持つビューの信憑性に大きく左右される。結局は正確な市場の見通しが必要となる。ファーマ・フレンチ・3ファクター・モデルは経済学の数理モデルとしての基礎が存在せず、実証的に当てはまりの良い統計モデルとしての側面が強いと言われている。そして、当該モデルでは捉えられないアノマリーが市場には存在する。そのような課題を各ロボ・アドバイザーがどの程度、改良しているかによって個人投資家に提供するパフォーマンスに差が出る。

VII 教育及び退職のための資産形成制度への参入

1. 529プランの運用を担い始めるロボ・アドバイザー

理論的にも実務的にも進化を遂げるロボ・アドバイザーであるが、次のステップとして米国資産運用業界の根幹である教育や退職のための資産形成制度を活用している個人投資家に対してポートフォリオの策定を開始し、大手資産運用会社と競合し始めている。

2015年9月、ブラックロックは買収したフューチャーアドバイザーを用いて、529プラン(税制優遇措置が付与された家計向け高等教育資金形成制度)の運用を行う方向性を示し

¹⁵ スマートベータについては、岡田功太「世界の年金基金で進むスマートベータの導入」『資本市場クォーターリー』2014年夏号を参照。

た¹⁶。金融業界における 529 プランに対する資金拠出に関する工夫は従来から行われており、例えば、あるウェブ上に子供の名前や関連情報を登録することで、誕生日などの特別な日に自動的に 529 プランへの資金拠出を可能とするサービスは既に存在する。

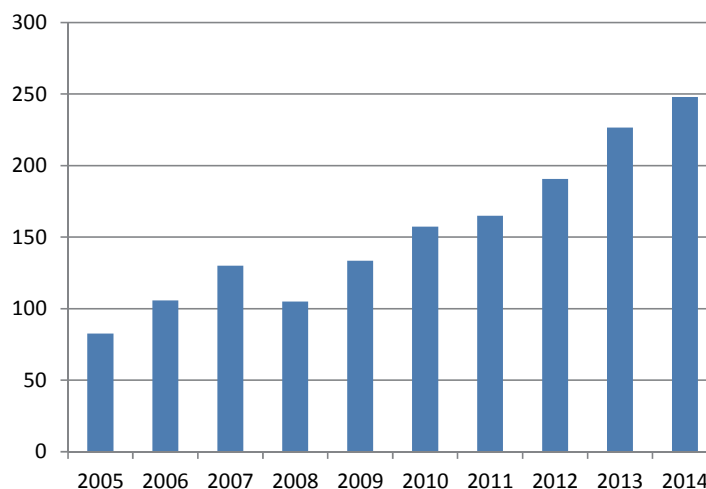
しかし、資金拠出後の運用については、州と契約を締結した資産運用会社が提供する金融商品を自ら選択する必要があり、特に投資に馴染みのない中所得者層は当該選択が難しい場合がある。その結果、ストラテジック・インサイトの調査によると、529 プランを利用していると回答した投資家は 2013 年 29.5%、2014 年 32.9%、2015 年 26.7%と芳しくない。

そこで、ブラックロックは 529 プランに対してフューチャーアドバイザーを提供することで、当該サイトに子供の情報を入力するだけで将来の教育資金を貯蓄するための適切なポートフォリオを策定することを目指す¹⁷。その一方で、529 プランの市場規模は過去 10 年間で 3.8 倍に拡大し、2014 年 12 月末時点で 2479 億ドルに達しており、ロボ・アドバイザーにとって魅力的な市場と言える（図表 9）¹⁸。

2. 確定拠出年金に参入し原点回帰するロボ・アドバイザー

ロボ・アドバイザーは教育資金だけではなく、退職資金の形成を目的とした制度を活用している個人投資家に対してもサービスの提供を始めている。2014 年 9 月、ラッセル・インベストメンツはネクスト・キャピタルに出資を行うことを発表した。ネクスト・キャピタルとは、創業者であるロブ・フォレンガー氏が率いるロボ・アドバイザー（シカゴに拠点を置く）である。従来から、同社は 401 (k) のポートフォリオ分析のためのソフト

図表 9 過去 10 年の 529 プランの市場規模の推移（10 億ドル）



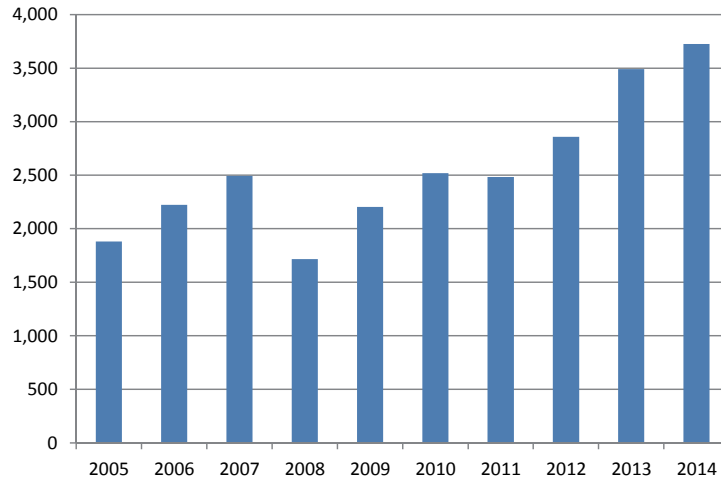
（出所）ICI より野村資本市場研究所作成

¹⁶ “Robo takes first steps into crowdfunding for college savings accounts” Investment News, September 2015.

¹⁷ 529 プランの他にカバーデル教育貯蓄口座、ユニファイド・トランスファー・マイナー・アカウントもフューチャーアドバイザーを提供する対象とする。

¹⁸ ICI, “529 Plan Statistics”, December 2014.

図表 10 401 (k) に組み入れられている投信の市場規模の推移 (10 億ドル)



(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

ウェアを提供していたが、ラッセル・インベストメンツとの関係強化を受けて、401 (k) に対して「デジタルアドバイスプラットフォーム」を導入し、退職金運用のデジタル化を行う方向性を示した。

さらに、2015 年 9 月、ベターメントは 401 (k) への参入を発表した。同社は 2010 年と早い段階からロボ・アドバイザーの提供を手掛けたことで知られているが、本格的な 401 (k) に対するロボ・アドバイザー提供も今回が初めてとなる¹⁹。前述の通り、ロボ・アドバイザーの発祥は 401 (k) のアセットアロケーションのシステム化であったこともあり、このような動きは原点回帰とも言える。なお、米国の 401 (k) に組み入れられている投信の市場規模は 2014 年 12 月末時点で、約 3.7 兆ドルに達した (図表 10)。

今後、401 (k) の加入者の中でロボ・アドバイザーのサービスが浸透することで、従来は積極的なサービス提供を受けることができなかった小規模な加入者に対しても、高度なポートフォリオ理論に基づいた資産運用手法が浸透することが期待される。

VIII ロボ・アドバイザー定着へ向けた課題

ロボ・アドバイザーが大手資産運用会社と提携・合併する中で、今後、個人投資家にロボ・アドバイザーが普及するにあたって、どのような課題があるのか注目されている。2015 年 5 月、米証券取引委員会 (SEC) と金融取引業規制機構 (FINRA) は、ロボ・アドバイザーを活用する個人投資家に対して以下の通り注意を促した²⁰。

- ① ロボ・アドバイザーが提案するポートフォリオに組み入れられている商品は、ロボ・アドバイザーが組成した商品に偏っている可能性があること

¹⁹ “Betterment to become first major robo-adviser to offer 401(k) plans to employers” Investment News, September 2015.

²⁰ “Regulators’ alert on robo-advice puts advisers on notice” Investment News, May 2015.

- ② 投資家から提供された限定的な情報によってポートフォリオが構築され、必ずしも個人に合ったものではない可能性があること
- ③ サイバーセキュリティが十分でないロボ・アドバイザーが存在する可能性があり、個人情報管理には細心の注意を払うこと

上記は、米当局のロボ・アドバイザーに対する問題意識を具体化したものであると同時に、個人投資家の視点に立ったロボ・アドバイザーの課題と言える。各ロボ・アドバイザーは個人にあった適切なポートフォリオ策定の精度を上げ、サイバーセキュリティ・ポリシーを強化することによって個人投資家の信頼を勝ち取る必要がある。そして、ロボ・アドバイザーに注力する大手資産運用会社についても、上記の指針を踏まえた適切な対応をすることで、ミレニアル世代の資産形成の一助となることが期待される。