

米国 401(k)プランのレコード・キーパーの生き残り戦略 — 鍵を握るデジタル化と投資アドバイス提供 —

岡田 功太、中村 美江奈

【 要 約 】

1. 米国 401(k)プランのレコード・キーパーは、雇用主及び加入者に記録管理を含む様々な支援を提供する IT システム・サービス業者である。米国では、主に資産運用業、証券業、保険業を営む金融機関がレコード・キーパー事業を展開しており、米国 401(k)プランの普及と共に同事業は成長してきた。
2. 他方で、レコード・キーパーは、長年にわたる厳しい競争に加え、手数料開示をはじめとする規制強化もあり、構造的な収益性の低下に直面している。約 10 年前には約 450 社あったレコード・キーパーは、現在約 160 社まで減少している。レコード・キーパーの本格的な統廃合や事業売却は、過去 20 年間に少なくとも 37 件行われた。また、レコード・キーパー事業の収益水準は、2006 年から 2017 年にかけて半減している。
3. 生き残りをかけた事業改革が必要とされる中、レコード・キーパーは、大量の加入者情報を有しているという優位性を活用した取り組みを活発化させている。最大手も例外ではなく、フィデリティ・インベストメンツの包括的な福利厚生サービスの提供、バンガードのインフォシスとの提携、エンパワー・リタイアメントのマスミューチュアル及びフィフス・サード・バンクのレコード・キーパー事業買収等に、端的に表れている。そこでの鍵はデジタル化の推進とロボ・アドバイザー提供であることも見て取れる。
4. 日本でも、私的年金の重要性が増す中で、確定拠出年金への期待は高まっている。日米の環境は様々な点で異なるものの、確定拠出年金の運営管理業界の活性化には、健全な競争促進や、デジタル・ソリューションの開発等が重要と言えよう。そのダイナミズムを経て、加入者の裾野拡大と、リタイアメント資産形成の拡充が期待される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・野村亜紀子「米国 401(k)プランの手数料をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2007 年夏号を参照。
- ・野村亜紀子「米国 401(k)プランの運用に係る従業員向けコミュニケーション～台頭するオンライン・アドバイザー～」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号を参照。

I はじめに

米国 401(k)プランのレコード・キーパーは、同プランに係る記録関連業務、同プランを採用する雇用主の支援や、加入者向けのウェブサイト運営及び投資教育ツールの提供等を行う IT システムの提供者であり、同プラン運営に必要な不可欠なサービス・プロバイダーである。401(k)プランを含む確定拠出型年金プランのレコード・キーパー大手 10 社は、図表 1 の通りであり、2019 年末時点の管理資産総額は約 5 兆 9,247 億ドル、加入者数は約 7,307 万人に達している。

米国 401(k)プランのレコード・キーパーは、同プランの普及と共に業界全体が成長した一方で、長年にわたる厳しい競争に加え、手数料開示をはじめとする規制強化もあり、構造的な収益性の低下に直面している。収益性改善のための事業改革が必要とされる中、大手レコード・キーパーは、大量の加入者情報を有しているという優位性を活用した取り組みを活発化させている。例えば、プリンシパル・ファイナンシャルは、ウェルズ・ファーゴのレコード・キーピング事業を買収し、顧客基盤を拡大することで規模を追求している。また、バンガードは、インフォシスと提携し、クラウド・サービスを活用したデジタル・レコード・キーパー開発に踏み切ったが、これにより、加入者の 401(k)プランにおける投資行動の詳細データを集積し、効率的にロボ・アドバイザー・サービスを提供することで収益性の向上を目指していると思われる¹。エンパワー・リタイアメントも、マスマチュアル及びフィフス・サード・バンクを相次いで買収して規模を拡大すると共に、レコード・キーパーとして顧客に対し、ロボ・アドバイザー・サービスを提供する予定である。

図表 1 レコード・キーパーの管理資産総額上位 10 社 (2019 年 9 月末時点)

	レコード・キーパー名	管理資産総額 (億ドル)	加入者数 (万人)	業態
1 位	フィデリティ・インベストメンツ	22,525	2,369	資産運用・証券
2 位	エンパワー・リタイアメント	6,317	920	保険
3 位	TIAA	6,114	630	資産運用・保険
4 位	バンガード・グループ	5,587	569	資産運用
5 位	アライト・ソリューションズ	4,592	482	専業
6 位	プリンシパル・ファイナンシャル	3,791	860	保険
7 位	ボヤ・ファイナンシャル	3,483	539	資産運用・保険
8 位	バンク・オブ・アメリカ	2,695	405	銀行・証券
9 位	ティー・ロウ・プライス	2,106	226	資産運用
10 位	プルデンシャル・ファイナンシャル	2,037	307	保険

(出所) “The largest DC record keepers”, *Pensions & Investments*, April 20, 2020 より野村資本市場研究所作成

¹ ロボ・アドバイザーの詳細は、岡田功太、杉山裕一「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号（ウェブサイト版）、岡田功太、幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号、同「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号、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」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号を参照。

このように、米国 401(k)プランのレコード・キーパー業界は、M&A を含めた規模と経済合理性を追求する動きが活発化しているセクターである。また、テクノロジーの活用との親和性が高い業態でもある。翻って、日本の確定拠出年金の運営管理業界を見ると、記録関連運営管理業務は、2001 年の制度開始以来、2 社²が寡占する状態が続いており、事業主及び加入者向けサービスを提供する運用関連運営管理業務は、記録関連運営管理機関 2 社のうち、片方あるいは両方を使用する業者が、154 社存在する（2020 年 11 月末時点）。運用関連運営管理機関は、記録関連業務がいわば相乗り状態であるがゆえに生ずる制約条件の下で競争を展開するという構図になっており、結果的に業態としてのダイナミズムが、米国に比べて制約されざるを得ない状況になっていると言える。

本稿は、米国 401(k)プランのレコード・キーパーの取り組み、業界の変貌とダイナミズムを紹介する。その上で、日本の DC 運営管理機関を取り巻く環境が大きく異なることを踏まえて示唆を考察する。

II 変貌を遂げる米国レコード・キーパー業界

1. レコード・キーピング事業の概要

米国 401(k)プランのレコード・キーパーの主な業務は、まず、加入者及び雇用主による拠出金、加入者による運用商品の取引、退職者への給付等の記録管理である。また、401(k)プランへの加入及び脱退の手続き、加入者による照会対応のウェブサイトやコールセンターの運営、加入者向けの運用報告や投資教育ツール等のサービスを提供しており、401(k)プランの根幹を支えている。

米国では、大手金融機関がレコード・キーパー事業を展開している。レコード・キーパーの管理資産総額を業態別シェアで見ると、保険会社が約 49%、資産運用会社が約 31%、専門レコード・キーパーが約 13%、銀行が約 5%、証券会社が約 2%となっており、保険会社及び資産運用会社が大半を占めている（2017 年末時点）³。ただし、同シェアを 401(k)プランの資産規模別（平均値）で見ると、大規模プランについては資産運用会社が約 60%であり、中小規模プランについては保険会社が約 55%を占めている。つまり、保険会社と資産運用会社のレコード・キーピング事業は、それぞれ顧客層が異なることが見て取れる（図表 2）。

レコード・キーパーと類似した業務を担うサービス・プロバイダーとして、サード・パーティー・アドミニストレーター（TPA）がある。TPA は、年金プランの年次報告書等の

² 日本のレコード・キーパーは、日本インベスター・ソリューション・アンド・テクノロジー株式会社（JIS&T）、日本レコード・キーピング・ネットワーク株式会社（NRK）、損保ジャパン DC 証券株式会社、SBI ベネフィット・システムズ株式会社の 4 社であり、そのうち、JIS&T 及び NRK が市場を寡占している。両社共に 1999 年に設立され、JIS&T は金融機関等 88 社、NRK は金融機関等 73 社が出資している。

³ ICI, “The Bright Scope/ ICI Defined Contribution Plan Profile: A Close Look at 401(k) Plans, 2017,” August 2020. Bright Scope のデータは、管理資産 3 兆ドルに上る約 5 万件の確定拠出型年金プランを網羅している。

図表 2 401(k)プラン規模別シェア (2017 年末時点)

	保険会社	資産運用会社	その他 ^(注)
100 万ドル未満	56.1%	10.2%	33.7%
100 万ドルー1,000 万ドル	57.9%	22.3%	19.8%
1,000 万ドルー5,000 万ドル	47.5%	34.4%	18.1%
5,000 万ドルー1 億ドル	37.5%	41.7%	20.9%
1 億ドルー2 億 5,000 万ドル	33.1%	45.8%	21.1%
2 億 5,000 万ドルー5 億ドル	22.5%	54.4%	23.2%
5 億ドルー10 億ドル	18.3%	61.2%	20.5%
10 億ドル以上	16.1%	60.4%	23.5%

(注) その他とは、銀行、証券会社、専業レコード・キーパーの合計値である。

(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

作成に加えて、拠出額が上限を超えていないことの確認や、内国歳入法上の差別禁止規則遵守の検証等のコンプライアンスに係る業務を担っている。すなわち、レコード・キーパーに比べ、TPA は雇用主に関する業務の比重が高いと言える。

ただし、実際には、レコード・キーパーと TPA の機能を同一のサービス・プロバイダーが担っている場合も多く、明確に区別されていないケースも散見される。なお、レコード・キーパー及び TPA は、両社共に、従業員退職所得保障法 (ERISA) が規定する受託者責任を負っておらず、あくまでも、雇用主及び加入者に関連する情報の記録管理等の業務支援に従事している。

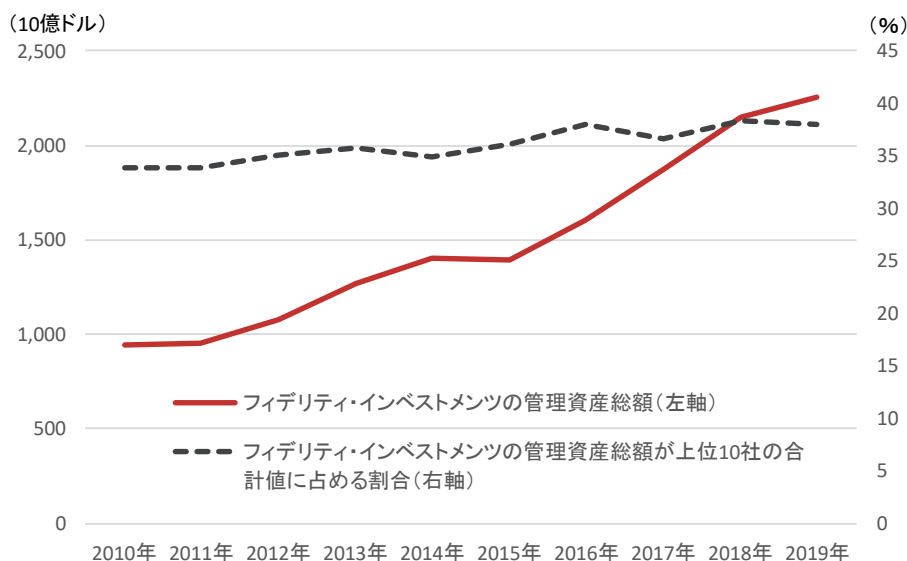
2. 圧倒的なシェアを有するフィデリティ・インベストメンツ

米国のレコード・キーパー業界において、フィデリティ・インベストメンツは、長年に渡って圧倒的なシェアを有している。同社がレコード・キーパーとして有する管理資産総額は 2019 年末時点で約 2 兆 2,525 億ドルに達しており、前掲の上位 10 社に占める割合は 35%を超えている (図表 3)。

フィデリティ・インベストメンツは 1990 年代に、いわゆるバンドル型サービスを提供することで、401(k)プランのレコード・キーパー業界を席捲した⁴。バンドル型サービスとは、自社の運用商品とレコード・キーパー等の 401(k)プランの管理サービスをパッケージ化したものであり、雇用主から手数料を一括して徴収するワン・ストップ・ソリューションである。バンドル型 401(k)プランを採用した雇用主は、各サービス業者をそれぞれ選定する手間がかからず、全体として割引価格でサービスを利用できるというメリットが享受できる。つまり、フィデリティ・インベストメンツは、バンドル型サービスによって 401(k)プランの記録管理を担うレコード・キーピング・プラットフォームを、あたかも自社の運用商品の販売チャネルのように位置づけることで、運用会社としての収益性を確保しつつ、401(k)プラン加入者向けの運用商品の提供者及びレコード・キーパーとして、他社を凌ぐ勢いで急成長した。

⁴ 詳細は、井瀉正彦、沼田優子「拡大続く米国 401(k)プラン」『財界観測』1996 年 2 月を参照。

図表3 フィデリティ・インベストメンツのレコード・キーパーとしての管理資産総額



(出所) “The largest DC record keepers”, *Pensions & Investments*, April 20, 2020 より
野村資本市場研究所作成

その後、フィデリティ・インベストメンツは、401(k)プランの運用商品については他社商品も含めるアンバンドル型に移行しつつ、退職プランに限らず、職域分野において包括的な福利厚生サービスの提供に注力して現在に至る。その意味においては、バンドル型サービス提供の概念を踏襲しているとも言えよう。例えば、足元では、フィデリティ・ワークスという中小企業向けサービスを提供している⁵。フィデリティ・ワークスは、運用商品やレコード・キーパー及び TPA だけではなく、従業員に対する給与の支払い及び税務管理サービス、新規雇用や退職者に係るデータ管理サービス、医療積立口座の管理サービス、従業員の資産形成や退職後の資産運用に関する投資教育ツール等をパッケージ化して提供するものである。つまり、フィデリティ・インベストメンツは、単なる資産運用会社や 401(k)プランのレコード・キーパーというだけではなく、企業の福利厚生や従業員向け投資教育を、包括的に提供する総合金融機関として位置づけられている⁶。

3. 米労働省による 401(k)プラン手数料の開示強化のインパクト

前述の通り、近年、レコード・キーパー事業の収益性は悪化の一途を辿っている。その一つの背景要因として、米労働省の 401(k)プラン手数料開示の強化と、それにより「レベニューシェアリング」という商慣行の維持が困難になったことがある。

⁵ Fidelity Investments, “Fidelity Rolls Out New Bundled Solution for Small-and Mid-Sized Businesses,” April 11, 2019.

⁶ フィデリティ・インベストメンツは、現在、独立系ファイナンシャル・アドバイザー向け資産運用サービスの提供事業の成長が著しい。その詳細は、岡田功太、下山貴史「フィデリティの信託報酬ゼロ戦略と米国資産運用業界のメガトレンド」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号を参照。

レコード・キーパーの収益源は、雇用主から直接得る手数料とレベニューシェアリングに大別される。レベニューシェアリングとは、401(k)プラン向け運用商品の手数料（信託報酬）の一部を、レコード・キーパー等のサービス・プロバイダーに配分する取り決めである。

レベニューシェアリングは1990年代に、401(k)プラン業界で普及した慣行であった。当時、米国の金融機関は、フィデリティ・インベストメンツに追随する形でバンドル型サービスの提供を開始し、競争が激化していた。そこで、米国の金融機関は、レコード・キーパーとして、雇用主から取得する手数料を割り引く代わりに、自社及び他社の運用商品の信託報酬の一部を、徴収するようになった。レベニューシェアリングはレコード・キーパーにとって重要な収入源となっていた。

しかし、レベニューシェアリングが定着したことで、401(k)プラン手数料の透明性の低下が指摘された⁷。例えば、レベニューシェアリングの金額は、残高が大きくなるにつれて増加するのが一般的であるため、雇用主に提供されるサービスもそれに伴い充実すると考えられるが、それを雇用主が監視し続けるのは容易ではない。また、レベニューシェアリングの原資は、加入者が負担する運用商品の信託報酬である場合が多い一方で、加入者に対する開示が不十分であるという指摘もされた。

このような中で、2006年頃から、雇用主による401(k)プランの手数料の監視が不十分であること等について、大手企業を対象とする訴訟が続発し、ERISAが規定する雇用主等の商品選定に関する受託者責任が問われ始めた。米労働省は2010年に、401(k)プラン等を提供する雇用主に対し、手数料や費用を含めたプランおよび運用に係るプラン加入者向けの情報の開示を強化する規則を最終化した。また、米労働省は2012年に、ERISA408条(b)(2)を改正し、年金プランのサービス提供者が、年金プランと直接の取引関係等を有しており、かつ、直接または間接的に1,000ドル以上の報酬を得ているとみなされる場合は「カバード・サービス・プロバイダー」に該当すると位置づけられ、雇用主に対し全ての手数料を開示することが義務付けられた。こうした規則改正を通じて401(k)プランのサービス・プロバイダーの手数料開示が強化され、実質的にレベニューシェアリングには大幅な引き下げ圧力が加わった。

4. バンガードの台頭とアンバンドル化の進展

米労働省による開示強化が進む一方で、バンガードの台頭も401(k)プランのレコード・キーピング業界に大きな影響を及ぼした⁸。バンガードは、創業来、一貫して低コストな運用商品の提供に注力しており、同社が米国資産運用業界全体の信託報酬の低下を牽引したと言っても過言ではない。401(k)プラン向け運用商品においても、信託報酬の引き下げ

⁷ 詳細は、野村亜紀子「米国401(k)プランの手数料をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2007年夏号を参照。

⁸ 詳細は、岡田功太、幸田祐「米国投信業界で圧倒的な資金流入額を誇るバンガード」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号を参照。

圧力がかかり、レベニューシェアリングの原資は減少した。

また、図表 1 の通りバンガード自身も確定拠出型年金のレコード・キーパー大手である一方、運用会社としてのバンガードが存在感を増すにつれて、同社の低コストファンドの採用を希望する雇用主が増加し、アンバンドル型の 401(k)プランへの支持が高まった。実際に、コンサルティング会社カラン・インスティテュートが、2019 年に行った調査によると、完全バンドル型は 11.5%と過去最低水準となり、アンバンドル化への傾向が強まっていることが指摘された。特に、プラン資産 10 億ドル以上の大規模プランでは、完全バンドル型の割合はわずか 6.8%に留まり、アンバンドル型が 56.2%、残る 37%は、部分的バンドル型や複数のレコード・キーパーを利用するプラン等であった⁹。

手数料に関する開示強化、401(k)プラン向け運用商品の低コスト化、アンバンドル型サービスに対する注目度の高まり、レベニューシェアリングの低迷あるいは停止圧力といった様々な背景要因の下、レコード・キーパー業界は構造的な収益性の低下という問題に直面した。コンサルティング会社 NEPC が、2017 年に行った調査によると、401(k)プラン加入者一人当たりのレコード・キーパー等の手数料（年間平均値）は、2006年の 118 ドルから、2017年には 59 ドルに低下し、収益は半減した¹⁰。

5. レコード・キーパー業界の再編

構造的な収益性の低下を受けて、レコード・キーパー業界は、度重なる再編に見舞われている。約 10 年前には約 450 社あったレコード・キーパーは、現在約 160 社まで減少している¹¹。レコード・キーパーの統廃合や事業売却件数は、過去 20 年間だけでも、少なくとも 37 件に達している。

レコード・キーパー業界の再編には、いくつかの特徴を指摘できる。第一に、プライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）が買収に積極的であるという点である。エーオン・ヒューイットは 2017 年に、ブラックストーンに買収された。独立系レコード・キーパーであるアセンサスは 2016 年に、ジェンスター・キャピタル等の複数の PE ファンドに買収された¹²。更に、中堅のレコード・キーパーであるヴェリサイトは 2013 年に、PE ファンドのストーン・ポイント・キャピタルに買収され、2014 年にコンサルティング会社であるニューポートに売却された。

第二に、銀行によるレコード・キーピング事業からの撤退である。ウェルズ・ファーゴは 2020 年に、レコード・キーピング事業をプリンシパル・ファイナンシャルに売却した。JP モルガン・チェースは 2014 年に、JP モルガン・アセット・マネジメントのレコード・キーピング事業をグレート・ウエストに売却した。更に、中堅のレコード・キーパーで

⁹ Callan Institute, “2020 Defined Contribution Trends Survey,” January 9, 2020.

¹⁰ NEPC, “Corporate Defined Contribution Plans Report Flat Fees,” August 23, 2017.

¹¹ “Consolidation of record keepers for 401(k) plans ‘worrisome’,” *InvestmentNews*, September 1, 2018.

¹² アセンサスの詳細は、岡田功太、中村美江奈「米国州政府による確定拠出型年金プランの自動化制度の挑戦—オレゴン州のオレゴン・セーブズを中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号を参照。

図表 4 保険会社によるレコード・キーピング事業の再編

実施時期	買収側の金融機関名	売却側の金融機関名
2020	エンパワー・リタイアメント ^(注)	マスミューチュアル
2019	プリンシパル・ファイナンシャル	ウェルズ・ファーゴ
2016	アメリタス・ライフ	ガーディアン・インシュアランス
2015	トランスアメリカ	マーサー
2015	ワンアメリカ・ファイナンシャル	BMO ファイナンシャル・グループ
2015	ジョン・ハンコック	ニューヨーク・ライフ
2014	グレート・ウエスト ^(注)	JP モルガン・チェース
2014	ワンアメリカ・ファイナンシャル	シティ・ナショナル・バンク
2013-14	ボヤ・ファイナンシャル	ING U.S.
2008	ING	シティ・ストリート
2008	マスミューチュアル	ハートフォード
2008	マスミューチュアル	ファースト・マーカンタイル・

(注) エンパワー・リタイアメントは 2014 年にグレート・ウエストによって創設。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

あったシティ・ストリート（シティ・グループとステートストリートのジョイントベンチャー）は 2008 年に、ING に吸収された。これらを経て、図表 1 の通り、2019 年時点で管理資産総額上位 10 位にランクインする銀行は、バンク・オブ・アメリカのみとなった。

第三に、保険会社が M&A に積極的であるという点である。図表 4 が示す通り、保険会社は、売り手にも買い手にもなっている。

III 大手金融機関によるレコード・キーパーの抜本的な事業改革

レコード・キーパーは、収益性の観点から苦境に立たされている一方で、雇用主との接点が多く、加入者に関する多量の情報を有するという、DC ビジネスにおける優位性を有している。401(k)プラン向けに資産運用商品・サービスを提供する保険会社及び資産運用会社は、そうした優位性を活用するべく、レコード・キーパーの抜本的な事業改革に乗り出している。以下では、プリンシパル・ファイナンシャル、バンガード、エンパワー・リタイアメントの最近の動向を紹介する。

1. 規模を追求するプリンシパル・ファイナンシャル

プリンシパル・ファイナンシャルは 2019 年 4 月に、ウェルズ・ファーゴのインスティテューショナル・リタイアメント・アンド・トラスト（IRT）部門の買収を公表した。同部門は、401(k)プランだけではなく、確定給付型年金プランや、役員報酬プログラム及び従業員持ち株会プランの管理サービス等を提供している。当該買収によって、プリンシパル・ファイナンシャルの年金等各種プランの管理資産総額は約 3,590 億ドル、加入者数は約 750 万人となり、それぞれ買収前の約 2 倍の規模となった。

プリンシパル・ファイナンシャルは、主に資産運用商品を提供している一方で、ウェル

図表 5 レコード・キーパーの大型 M&A 案件のコスト

実施時期	買収側の金融機関名	売却側の金融機関名	買収額／売却側の 管理資産総額
2019	プリンシパル・ファイナンシャル	ウェルズ・ファーゴ	0.0015
2008	ING	シティ・ストリート	0.0034
2008	マスマチュアル	ハートフォード	0.0073
2003	プルデンシャル・ファイナンシャル	シグナ	0.0420

(出所) “Principal-Wells Fargo retirement deal hints at fee compression,” *InvestmentNews*, April 11, 2019 より
野村資本市場研究所作成

ズ・ファーゴの IRT 部門は、資産規模 1,000 万～10 億ドルの年金プランを主な顧客層としており、優れた投資教育やレポート機能等を有している。そのため、プリンシパル・ファイナンシャルのダン・ヒューストン CEO は、両社を統合することで、中小規模の雇用主及び加入者向けの資産運用事業を強化できると述べている。

本件買収については、買収額が約 12 億ドルであった点が注目された。プリンシパル・ファイナンシャルは、ウェルズ・ファーゴの IRT 部門の預かり資産 1 ドルに対して、15 ベースポイント支払った計算だった¹³。これは、図表 5 が示す通り、過去のレコード・キーパーの大型 M&A 案件よりも低い価格である。すなわち、レコード・キーピング事業が、将来的に生み出す予想収益率が低下しているという見方を反映しており、同事業を継続するには、より一層の規模を追求する必要があることを示唆した。実際に、ヒューストン CEO は、今後もレコード・キーピング事業のスケールメリットを追求すると述べている。

2. デジタル・レコード・キーパーを目指すバンガード

バンガードは 2020 年 7 月に、インフォシスと戦略的提携を締結したことを公表した。バンガードの 401(k)プラン等のレコード・キーピング事業は、約 1,500 社の雇用主と約 500 万人の加入者を顧客化しているが、今般の戦略的提携を受けて、同事業をインフォシスに移管する。これにより、マーサ・キング氏（レコード・キーピング事業の責任者）を含む、バンガードの従業員約 1,300 人はインフォシスに移籍する。キング氏は、インフォシスにおいて、チーフ・クライアント・オフィサーに就任し、引き続きレコード・キーピング事業を指揮する。インフォシスに移籍したバンガードの従業員は、12 か月間にわたって、移籍前の水準の待遇が保証される予定である。

インフォシスは、顧客企業のデジタル・トランスフォーメーションの促進を図るべく、コンサルティング・サービス等を提供している。同社はプレスリリースにおいて、今般の戦略的提携を受けて、バンガードのレコード・キーピング・プラットフォームをデジタル化し、ウェブサイト等のインターフェースの刷新や、自動化されたレポート機能を追加することで、雇用主及び加入者にとって利便性の高いシステムを構築すると述べている。また、バンガードも、インフォシスは、クラウド・サービスを用いることで、加入者

¹³ “Principal-Wells Fargo retirement deal hints at fee compression,” *InvestmentNews*, April 11, 2019.

に関する大量のデータを処理し、加入者の投資行動を可視化するとプレスリリースにおいて説明している。

バンガードは、加入者に対して、2020 年末までにデジタル・アドバイザーというロボ・アドバイザー・サービスの提供開始を予定している。その際に、同社は、インフォシスと協働することで、より効率的かつ精度の高い投資アドバイスを提供し、更なる顧客層の拡大を目指している。今後、レコード・キーパー業界は、顧客満足度と利便性の向上を図るべく、より一層、テクノロジーの活用を積極化する可能性がある。

3. 急成長を遂げるエンパワー・リタイアメント

1) ロボ・アドバイザー機能の搭載

エンパワー・リタイアメントは 2020 年 6 月、パーソナル・キャピタルを約 10 億ドルで買収することを公表した。エンパワー・リタイアメントは、カナダの保険会社であるグレート・ウエストの米国子会社であり、管理資産総額第 2 位の規模を有するレコード・キーパーである。同社が管理している年金等各種プランは約 4 万プラン、加入者数約 970 万人、管理資産は約 6,560 億ドルに達している（2020 年 5 月末時点）。

パーソナル・キャピタルは、2009 年に創業された B to B 型のロボ・アドバイザーとして著名であり、アライアンス・パートナーズと提携関係にあることで知られている。アライアンス・パートナーズとは、米国地銀約 250 行で構成されるコンソーシアムであり、その参加行は、自行の個人顧客に対して、パーソナル・キャピタルと共同ブランドで、ロボ・アドバイザー・サービスの提供が可能である。現在、パーソナル・キャピタルの預かり資産は約 120 億ドルであり、同社サービスの利用者数は約 250 万人に上る。

今後、エンパワー・リタイアメントは、レコード・キーピング事業の顧客に、ロボ・アドバイザー・サービスを提供することで収益性の向上を目指す。他方で、パーソナル・キャピタルは、エンパワー・リタイアメントのレコード・キーピング・プラットフォームを活用する 401(k)プラン加入者に対して、オンライン投資アドバイスを提供することで、預かり資産の増加を目指す。

2) マスミューチュアル及びフィフス・サード・バンクの退職プラン事業の買収

エンパワー・リタイアメントは 2020 年 9 月に、マスミューチュアルのレコード・キーピング等の退職プラン事業を約 33 億 5,000 万ドルで買収することを明らかにし、その数日後に、フィフス・サード・バンクの同事業を買収することについても公表した。当該 2 件の買収完了後、エンパワー・リタイアメントが管理する 401(k)プラン等の退職プラン加入者数は約 1,220 万人、資産総額は約 8,340 億ドルに達する。

エンパワー・リタイアメントの親会社であるグレート・ウエストは 2014 年に、JP モルガン・アセット・マネジメントのレコード・キーピング事業を買収した。そして、

グレート・ウエストは同年に、傘下の資産運用会社であるパトナム・インベストメントと JP モルガン・アセット・マネジメントのレコード・キーピング事業を、エンパワー・リタイアメントに統合した。つまり、エンパワー・リタイアメントは、3社を統合したレコード・キーパーである。

更に、今般、エンパワー・リタイアメントは、マスミューチュアルとフィフス・サード・バンクのレコード・キーピング事業を買収することで、より一層の規模の拡大を追求する。そして、エンパワー・リタイアメントは、新たに獲得した顧客に対しても、パーソナル・キャピタルのロボ・アドバイザー・サービスを提供することで収益の向上を目指すものと見られる。

3) 保険会社によって異なるレコード・キーピング・ビジネスの位置づけ

マスミューチュアルは、エンパワー・リタイアメントによる買収前には、レコード・キーパーとして約 2 万 6,000 件の中小規模の退職プランを顧客としており、加入者は約 250 万人、管理資産総額は約 1,670 億ドルであった。同社は、2012 年にハートフォード、2008 年にファースト・マーカンタイル・トラストのレコード・キーピング事業を買収し、顧客基盤を強化してきたが、今般、同事業を売却し撤退することを決定した。

この背景には、近年、マスミューチュアルが進めていた事業改革があると考えられる。マスミューチュアルは 2016 年に、メットライフからファイナンシャル・プランニング事業（プレミア・クライアント・グループ等）を買収し、約 9,200 名（買収公表当時）のファイナンシャル・アドバイザーを擁する販売網を獲得した¹⁴。他方で、マスミューチュアルは 2018 年に、傘下の資産運用会社であるオープンハイマーファンズをインベスコに売却した¹⁵。つまり、マスミューチュアルは、資産運用業を縮小させて、保険事業を強化するという事業改革を実施してきた。

エンパワー・リタイアメントは、マスミューチュアルのレコード・キーピング事業を買収する際に、マスミューチュアルの保険商品を 401(k)プラン加入者に提供するという戦略的な提携を締結した。つまり、エンパワー・リタイアメントは、401(k)プラン加入者向けの商品・サービス提供力強化を推し進める一方で、マスミューチュアルは、保険商品の組成と対面販売を中核に事業改革を進めている。今後、両社が、資産運用業及び保険事業をどの様に位置づけ、商品組成や販売等のいずれの機能をどのように強化していくのか、注目に値する。

¹⁴ MassMutual, “MassMutual Completes Acquisition of the MetLife Premier Client Group,” July 5, 2016.

¹⁵ インベスコによるオープンハイマーファンズ買収の詳細は、岡田功太、下山貴史「フランクリン・templertonによるレグ・メイソンの買収」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号（ウェブサイト版）を参照。

IV 日本の記録関連運営管理機関に期待される成長戦略

米国では、約 160 社のレコード・キーパーが、生き残りをかけて、事業改革を進めている。長年にわたる競争環境、手数料開示の規制強化等による構造的な収益性低下に直面する中、大手レコード・キーパーは、買収等を通じた規模の拡大やデジタル化の追求、ロボ・アドバイザー・サービスの提供等のサービス高度化によって収益性の向上に取り組んでいる。各社の取り組みは画一的ではなく、それぞれの業態や個性に応じて異なった事業戦略を追求している。業界の首位を独走するフィデリティ・インベストメンツが退職プランの顧客に対し、包括的な福利厚生プラン・サービスを提供することで顧客の囲い込みを強化する一方、保険会社グレート・ウエスト傘下のエンパワー・リタイアメントは、数々の買収により規模を追求すると共に、ロボ・アドバイザー・サービスを提供することで収益性の向上を目指す。バンガードはインフォシスとの提携により、自前によるレコード・キーピング事業を脱却し、デジタル化を促進すると共に、加入者への投資アドバイスや雇用主へのレポートの自動化サービス等の高付加価値サービスの提供に注力していく。ロボ・アドバイザーやデジタル化等、自社で賄えない機能については、積極的に戦略的提携や M&A を行っていることが、市場の活性化に寄与している。

日本において確定拠出年金が発足してから 20 年以上経つが、主要な私的年金として、加入者のリタイアメント資産の形成に寄与することへの期待は高まっている。他方、運営管理ビジネスをめぐる環境という観点で、日本と米国では、確定拠出型年金制度の規制の枠組み、運営業態、そして市場規模が大きく異なるのが実態であり、日本の運営管理業界は米国のようなダイナミズムを生み出すには至っていないと言えよう。特に市場規模は、日本の制度創設からの期間が短いとはいえ、日本が企業型と個人型を合算しても約 15 兆円にも満たない¹⁶のに対し、米国は個人退職勘定 (IRA) も含めた退職資産は約 20 兆ドル¹⁷に上る。雇用主および加入者拠出の合計額が 57,000 ドルに上る米国に対し、日本は 66 万円と、10 分の 1 程度に過ぎないというのも、1 つの要因であろう。

日本において確定拠出年金の更なる普及のためには、デジタル化が重要な鍵となろう。米国では、バンガードが、インフォシスと協働し、クラウド・サービスを活用したレコード・キーピング・プラットフォームのデジタル化を進めている。翻って日本においては、iDeCo の加入手続きのオンライン化等が進められているものの、米国に比べて大きく遅れていると言わざるを得ない。また、健全な競争環境の整備も必要である。大手金融機関だけではなく、フィンテック企業を含む新規参入者の台頭も、業界活性化に繋がるであろう。確定拠出年金のサービス提供者の間の健全な競争により、サービスの向上と適切な価格設定を実現し、iDeCo を含む確定拠出年金へのサービス開発を促進できれば、私的年金業界の活性化につながるのではないだろうか。そのダイナミズムを経て、確定拠出年金加入者の裾野が拡大し、個人のリタイアメント資産形成が拡充することが期待される。

¹⁶ 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料 2002 年 3 月末～2019 年 3 月末」

¹⁷ ICI, "Retirement Assets Total \$ 31.9 trillion in Second Quarter 2020," September 24, 2020.