

## 401(k)プラン向けソリューション・プロバイダーとして 進化する米国ロボ・アドバイザー

橋口 達、岡田 功太

### ■ 要 約 ■

1. 米国の確定拠出型企業年金 401(k)プランが米国人にとって不可欠な老後の資産形成手段となる中、ロボ・アドバイザーは、401(k)プランにおける退職資産形成を後押しする包括的なソリューション・プロバイダーとして進化し始めている。
2. ゴールドマン・サックスは 2022 年 3 月に、401(k)プラン加入者向けロボ・アドバイザーのネクストキャピタルの買収を発表した。同社は、今般の買収により、401(k)プラン向けソリューション事業の拡大を通じた、アセット・マネジメント事業の強化を図っている。
3. 独立系ロボ・アドバイザーのベターメントは、401(k)プラン向けに、ポートフォリオの推奨や、運営管理サービス等を提供することで中小企業の顧客化を目指している。直近では、独立系フィナンシャル・アドバイザー（IFA）を通じた顧客基盤の拡大にも精力的である。
4. 日本においても、確定拠出年金における投資アドバイスの制度整備を実施し、サービス開発等の創意工夫を促進することなどで、個人の退職資産形成を後押しする意義は大きいのではないだろうか。

---

#### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 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・中村美江奈・野村亜紀子「求められる確定拠出年金加入者向け投資アドバイスの解禁－米国の制度整備からの示唆－」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号。

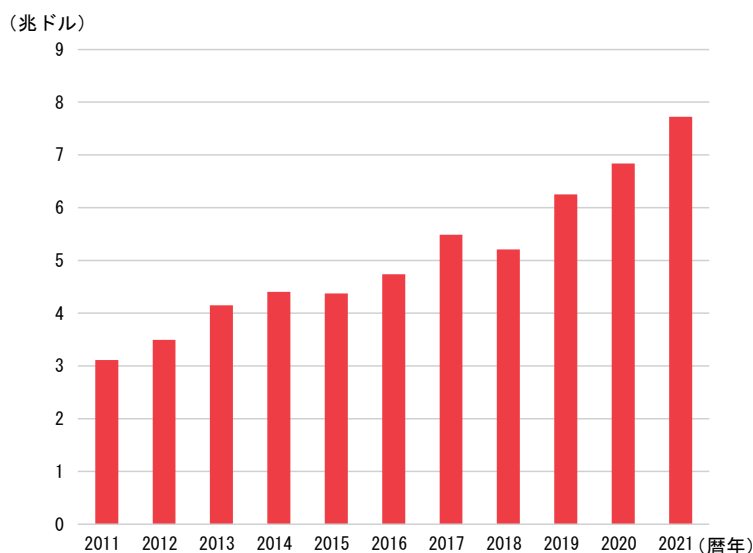
## I 退職資産形成を後押しするロボ・アドバイザー

米国において、企業向け確定拠出型年金（DC）の代表格である 401(k)プランの資産残高は、2011 年末の約 3.1 兆ドルから 2021 年末には約 7.7 兆ドルとなり、過去 10 年間で約 2.5 倍となった（図表 1）。401(k)プランは、米国人にとって不可欠な老後の資産形成手段であるため、数々の金融機関が 401(k)プラン・サービスを充実させている。ここでいう 401(k)プラン・サービスとは、①加入者向けオンライン投資アドバイス（ポートフォリオの推奨）、②運営管理サービス、③レコード・キーパー機能の提供等を指す。

近年では、401(k)プラン加入者に対して、ロボ・アドバイザー・サービス<sup>1</sup>を提供する金融機関が目立つ。ゴールドマン・サックスは 2022 年 3 月に、401(k)プラン向けのロボ・アドバイザーであるネクストキャピタルを買収し、職域を通じたアセット・マネジメント事業の強化に取り組んでいる<sup>2</sup>。大手独立系ロボ・アドバイザーのベターメントは 2020 年 8 月に、401(k)プランの雇用主及び加入者を顧客化すべく、ベターメント・アット・ワークというソリューションの提供を開始した。

一般的に、ロボ・アドバイザーは、スマートフォン等を通じて、複数の質問に回答することによって、個々人に適したポートフォリオを提示する。しかし、足元、ベターメントや、ネクストキャピタルを買収したゴールドマン・サックスは、401(k)プランの加入者

図表 1 401(k)プランの資産残高推移



(出所) Investment Company Institute (ICI)より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> Goldman Sachs Asset Management, “Goldman Sachs to Acquire NextCapital Group,” March 29, 2022.

(及び雇用主)に対して、上記で記したような広範な 401(k)プラン・サービスの提供に注力している。つまり、ロボ・アドバイザー・サービスを提供する一部の金融機関は、オンライン投資アドバイスの提供者に留まらず、米国人の退職資産形成を後押しする包括的なソリューション・プロバイダーとして進化し始めているといえる。

本稿では、ゴールドマン・サックス及びベターメントによる 401(k)プランの雇用主及び加入者に対するサービスの概要や事業戦略について紹介した上で、日本への示唆について考察する。

## II ゴールドマン・サックス及びネクストキャピタルの事業戦略

ゴールドマン・サックスは 2022 年 3 月に、401(k)プラン加入者向けロボ・アドバイザーとして著名なネクストキャピタルの買収を公表した。以下では、ネクストキャピタルの主なサービスに加えて、ゴールドマン・サックスの職域を通じたアセット・マネジメント事業の強化策について紹介する。

### 1. ネクストキャピタルの会社概要

#### 1) 401(k)プラン加入者向け資産運用サービス

まず、ネクストキャピタルが、401(k)プラン加入者向けに提供する資産運用サービスについて紹介する。ネクストキャピタルは 2013 年に、ロブ・フォレッガー氏<sup>3</sup>によって設立され、2014 年にビジネス・ロジック・コーポレーションと合併することで事業を本格的に開始した投資顧問会社である。ビジネス・ロジック・コーポレーションは 1996 年に設立され、401(k)プラン加入者向けのポートフォリオ分析用のソフトウェアをダウ・ジョーンズ等に提供していたことで知られている。

現在、ネクストキャピタルは、マネージド・アドバイスという資産運用サービスを 401(k)プラン加入者に提供している。マネージド・アドバイスは、加入者の年齢、給与水準、雇用主の拠出額など 30 以上の情報に基づいてアセット・アロケーションを構築するマネージド・アカウントである<sup>4</sup>。つまり、ネクストキャピタルは、401(k)プランの雇用主を通じて、加入者に適したアセット・アロケーションを構築し、ポートフォリオを提示する、B to B to C 型のロボ・アドバイザーであるといえる。

米国では、401(k)プラン加入者向けの資産運用商品として、ターゲット・デート・ファンドが普及している。ターゲット・デート・ファンドとは、株式や債券等に分散投資をするバランス型ファンドの一種であるが、投資家のライフステージに合わせて、動的にポートフォリオを変更するタイプの資産運用商品である。加入者の加齢に伴っ

<sup>3</sup> フォレッガー氏は、独立系ロボ・アドバイザーとして著名なパーソナル・キャピタルを 2009 年に創業したことも知られている。

<sup>4</sup> マネージド・アカウントの詳細は、野村亜紀子「米国 401(k)プランのマネージド・アカウントについて」『資本市場クォーターリー』2004 年秋号を参照。

てアセット・アロケーションを変更するというターゲット・デート・ファンドの特徴が、401(k)プラン加入者向けの資産運用商品として適しているとの見方が強まり、多くの雇用主に選好されるようになった。バンガードの調査によると、ターゲット・デート・ファンドを、運用指図をしないプラン加入者の拠出金の投資先（デフォルト商品）として採用している雇用主の割合は、2021年末時点で98%に達している<sup>5</sup>。

他方で、ターゲット・デート・ファンドは、従業員の年齢のみを考慮したアセット・アロケーションを行うため、個々人の状況を踏まえたポートフォリオを構築しているとは言い難い。ネクストキャピタルは、個々の加入者の状況によりきめ細かく対応したポートフォリオを構築すべく、ターゲット・デート・ファンドではなく、マネージド・アドバイスを提供しているという。

## 2) レコード・キーパーとの提携による顧客基盤の拡大

ネクストキャピタルは、レコード・キーパーとの提携を積極化することで、マネージド・アドバイスの顧客基盤を拡大させている（図表 2）。レコード・キーパーとは、401(k)プラン等の退職プラン加入者の拠出、運用、給付に係る記録業務、退職プランへの加入や脱退の手続き、加入者向け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提供を行う業者を指す。

レコード・キーパーは、長年にわたる厳しい競争に加え、手数料率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が、401(k)プランの雇用主及び加入者との接点が多い<sup>6</sup>。そこで、ネクストキャピタルは、複数のレコード・キーパーと提携することで、マネージド・アカウントの利用者の拡大を目指している。例えば、ネクストキャピタルは2021年2月に、プルデンシャル・リタイアメントと提携し、退職プラン加入者約320万人に対して、マネージド・アドバイスの提供を開始している。

なお、米国においては、主に資産運用会社と保険会社がレコード・キーパー機能を提供している。前者は大規模な401(k)プランを顧客化している傾向があり、後者は中小規模の同プランを顧客化している場合が多い。図表2が示す通り、ネクストキャピタルは、主に保険会社と提携していることから、マネージド・アドバイスを利用して退職資産を運用している従業員は、中小企業に所属しているケースが多いと考えられる。

<sup>5</sup> 米国では、2006年年金保護法及び2007年適格デフォルト商品（QDIA）規則によって、ターゲット・デート・ファンド、マネージド・アカウント、バランス型ファンドを401(k)プランのデフォルト商品として規定することが容認されている。ターゲット・デート・ファンドの詳細は、岡田功太「米国のターゲット・デート・ファンドを巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号を参照。バンガードの調査は、Vanguard, “How America Saves, 2022,” June 7, 2022 を参照。

<sup>6</sup> 詳細は、岡田功太・中村美江奈「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—」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号を参照。

図表2 ネクストキャピタルの主な提携先レコード・キーパー

提携時期	提携先レコード・キーパーの社名	会社概要
2017年11月	ジョン・ハンコック	カナダの保険会社マニユライフの米国エンティティ。2021年9月末時点の管理資産総額は約2,099億ドル、加入者数は約308万人。
2019年8月	アセンサス	中小企業向けのサービス提供に強みを有する独立系レコード・キーパー。
2019年12月	ニューポート・グループ	独立系リタイアメント・ソリューション提供者。2021年11月にアセンサスにより吸収合併されることが公表。吸収合併後のアセンサスの管理資産総額は7,000億ドル超の見込み。
2020年5月	マスマューチュアル	米国の大手生命保険会社。同社のレコード・キーパー部門は、2020年9月に大手レコード・キーパーのエンパワー・リタイアメントにより、買収。
2021年2月	プルデンシャル	米国の大手生命保険会社。2021年9月末時点の管理資産総額は約2,832億ドル、加入者数は約352万人。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

## 2. ゴールドマン・サックスのアセット・マネジメント事業強化策

### 1) 401(k)プラン向けソリューション事業の構築

次に、ゴールドマン・サックスの職域を通じたアセット・マネジメント事業の強化策について紹介する。ゴールドマン・サックスがネクストキャピタルを買収した目的として、アセット・マネジメント事業の中でも、401(k)プラン向けソリューション事業の拡大が挙げられる。

近年、ゴールドマン・サックスは、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（以下、GSAM）をグループ全体の成長戦略の中核に据えている。GSAMは2018年12月に、オルタナティブ投資ソリューション提供者であるアプティテュード・インベストメント・マネジメントを買収し、2021年9月にはGSAM傘下のピーターシル・パートナーズをロンドン証券取引所に上場させた。ピーターシル・パートナーズは、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ・ファンド運用会社に少額出資し、そのマーケティング活動を行っている<sup>7</sup>。ピーターシル・パートナーズは、上場することで、オルタナティブ・ファンド運用会社に出資するための資金調達力の向上を図った。更に、GSAMは2021年8月に、オランダのNNインベストメント・パートナーズを約16億ユーロで買収することを公表した。NNインベストメント・パートナーズは、オランダの保険会社NNグループ傘下の子会社であり、伝統的なアクティブ運用を主体とする資産運用会社である。

加えて、GSAMは2021年11月に、独立系大手レコード・キーパーのアセンサス<sup>8</sup>と提携し、ゴールドマン・サックス・ワークプレイス・リタイアメント・ソリュー

<sup>7</sup> オルタナティブ・ファンド運用会社の詳細は、岡田功太「米国のオルタナティブ・ファンド事業の新潮流」『野村資本市場クォーターリー』2021年秋号を参照。

<sup>8</sup> 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。

ション（以下、GSWRS）という新たなサービスの提供を開始した<sup>9</sup>。GSWRSとは、GSAMの資産運用商品とアセンサスのレコード・キーパー機能を組み合わせた401(k)プラン向けのソリューションである。このようにGSAMは、2021年頃までは、オルタナティブ・ファンドを含めた資産運用商品の拡充に注力していたが、足元では、401(k)プラン向けソリューション事業の構築に注力し始めている。

そして、今般、ゴールドマン・サックスは、ネクストキャピタルの買収を公表し、GSAMに統合することを予定している。これにより、GSAMは、ゴールドマン・サックスの法人顧客の401(k)プラン加入者に対して、マネージド・アドバイスを提供したり、GSWRSのサービス・ラインナップにマネージド・アドバイスを追加する等、401(k)プラン・サービス事業の拡大を図る見込みである。

## 2) ウェルス・マネジメント部門の職域提供グループとの連携強化

GSAMは、今般のネクストキャピタルの買収を受けて、ウェルス・マネジメント部門の職域事業との連携を強化することも考えられる。ゴールドマン・サックスのウェルス・マネジメント部門は、証券取引サービス、オンライン・バンキング・サービス、資産運用サービス等を個人顧客に提供しているが、ゴールドマン・サックス・アイコ・パーソナル・ファイナンシャル・マネジメント（以下、「アイコ」とする）という職域サービス提供グループも擁しており、フォーチュン100企業のうち55社を含む475社を顧客としている（2022年3月末時点）<sup>10</sup>。

従前、アイコは、主に大企業の経営陣を対象に、ファミリー・オフィスの設置や活用、資産承継プランの作成といったファイナンシャル・コンサルティングを提供してきたが、近年では対象顧客を顧客企業の従業員にまで拡大させており、サービスも拡充している。具体的には、退職後に向けた計画の策定、税務対策、保険及び不動産の活用方法等に関するガイダンスやコーチングの提供を本格化している。また、アイコは、アイコ・マーケットプレイスと呼称するオンライン・プラットフォームも運営しており、オンライン上で、ローン、貯蓄口座、寄付、保険等を提供している。アイコの顧客企業の従業員は、アイコ・マーケットプレイスを活用することで、ガイダンスやコーチングの内容を踏まえたファイナンシャル・プランニングを実践できる。

GSAMは、今般のネクストキャピタルの買収により、アイコの顧客約160万人に対して、マネージド・アドバイスを提供する可能性がある。このように、GSAMは、アイコが提供する対面のファイナンシャル・コンサルティング・サービスや非対面のアイコ・マーケットプレイスに、退職資産の運用サービス機能も追加することで、職域領域における包括的なソリューションの提供者として、更なる成長を目指しているものと考えられる。

<sup>9</sup> Goldman Sachs Asset Management, “Goldman Sachs Asset Management and Ascensus Offer a Retirement Plan Solution for Small and Mid-Sized Businesses,” November 2, 2021.

<sup>10</sup> 詳細は、岡田功太・下山貴史「ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの事業改革—ウェルス・マネジメント事業を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

### Ⅲ 変貌を遂げるベターメントの事業戦略

ベターメントは独立系のロボ・アドバイザーとして知られているが、足元では、ベターメント・アット・ワークという 401(k)プラン向けソリューションの提供に注力している。以下では、ベターメント・アット・ワークについて紹介する。

#### 1. 中小企業の顧客化を目指すベターメント・アット・ワーク

ベターメントは、2008年に創業した米国を代表する独立系ロボ・アドバイザーであり、顧客数は73万人超、預かり資産は約330億ドル、企業価値（S&Pグローバルによる推定値）は約17億ドルに達する（2022年3月末時点）。

実は、ベターメントは、投資顧問会社として、証券口座を有する個人投資家に対してポートフォリオを推奨するだけでなく、2015年9月以来、ベターメント・アット・ワークという 401(k)プラン・サービス事業に注力しており、401(k)プラン加入者向けのポートフォリオの推奨や、401(k)プランの運営管理サービス等を提供している<sup>11</sup>。

ベターメント・アット・ワークの 401(k)プラン運営管理サービスとは、401(k)プラン加入者向けの資産運用商品の選定及び入れ替え、同商品に関する定期的な報告や開示、401(k)プラン資産の管理等であり、日本でいう運用関連運営管理機関のサービスに該当する。他方で、ベターメント・アット・ワークによる 401(k)プラン加入者向けのポートフォリオの推奨とは、ブラックロック、バンガード、GSAM等の低コストなETFから成るポートフォリオを提供するサービスを指し、利用者は、十分に分散されたポートフォリオだけではなく、「クライメート・インパクト」や「ソーシャル・インパクト」等のテーマ型のポートフォリオを選択し、401(k)プラン資産の運用をすることができる。

ベターメント・アット・ワークの顧客企業は約1,000社に達しており、そのうち約4分の3は従業員数50名以下の中小企業である。中小企業は、大企業に比べてリソースが少ないことや401(k)プランの運営管理コストが高いこと等から、一般的に401(k)プランの導入に消極的である。こうした状況下、ベターメント・アット・ワークは、401(k)プラン・サービスだけではなく、顧客企業と給与代行会社約10社のシステムを接続するサービスも提供している。これにより、ベターメント・アット・ワークの顧客企業の給与天引き等の記録業務に伴う負担を軽減したり、顧客企業の従業員が401(k)プランへの拠出額等を変更した場合、自動的にシステムに反映される仕組みを構築している。

<sup>11</sup> ベターメント・アット・ワークが提供する 401(k)プラン加入者向けオンライン投資アドバイスと 401(k)プランの運営管理サービスは、従業員退職所得保障法（ERISA）において規定された受託者責任に基づくサービスである。詳細は、岡田功太・中村美江奈「米国 401(k)プランのサービス・プロバイダーとして台頭するベストウエル」『野村資本市場クォーターリー』2022年冬号を参照。

## 2. ベターメント・アット・ワークの顧客基盤の拡大策

ベターメントは2020年8月、独立系ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）向けに、アドバイズド401(k)と呼ばれるサービスを開始した。アドバイズド401(k)を利用するIFAは、自身の顧客企業に対して、ベターメント・アット・ワークを提供することが可能であり、401(k)プラン資産のデータを閲覧し、従業員に投資アドバイスを提供できる。アドバイズド401(k)を利用するIFAは、2022年2月末時点で約2,000人に達している。なお、ベターメントは、アドバイズド401(k)を利用するIFAの顧客企業から401(k)プランの資産残高に応じた手数料を徴収し、その一部を四半期ごとにIFAに支払う。

足元、ベターメントは、州政府スポンサー退職プラン制度を導入した州に所在する企業に対して、ベターメント・アット・ワークを利用するよう促している。州政府スポンサー退職プラン制度とは、金融機関ではなく、米国州政府がスポンサーとなり、職場に退職プランが整備されていない個人等に退職プランを提供する仕組みを指す<sup>12</sup>。州政府スポンサー退職プラン制度は、自動化制度を採用している場合が多い。ここでいう自動化制度とは、①従業員が非加入を選択（オプトアウト）しない限り、DCプランに加入する「自動加入」、②拠出率が自動的に引き上げられる「拠出率の自動引き上げ」、③加入者自身が運用指図を行わない場合には「デフォルト・ファンド」で運用する仕組み等から成る<sup>13</sup>。つまり、州政府スポンサー退職プラン制度を導入した州に所在する一部の企業の従業員は、州政府が設定した退職プランに加入することが義務付けられ、自動化制度の下、退職に向けた資産形成を行うことになる。

他方で、州政府スポンサー退職プラン制度における退職プランは、個人退職勘定（IRA: Individual Retirement Account）であることが多い。IRAは、401(k)プランと比較して拠出限度額が小さく、雇用主拠出ができない等の制限がある。そこで、ベターメントは、州政府スポンサー退職プラン制度を導入した州に所在する企業や、アドバイズド401(k)を利用するIFAに対して、ベターメント・アット・ワークを活用することで、401(k)プランを導入するようマーケティングを積極化している。これにより、2021年に、州政府スポンサー退職プラン制度を導入するバージニア州及びオレゴン州に所在する企業でベターメント・アット・ワークを導入した企業は、前年比約10倍となった<sup>14</sup>。

<sup>12</sup> 詳細は前掲脚注9を参照。

<sup>13</sup> 詳細は、野村亜紀子「主たる企業年金となった米国401(k)プランの課題と対応―「自動化」の試み―」『資本市場クォーターリー』2005年秋号を参照。

<sup>14</sup> Lorie Konish, “Betterment sees 370% retirement plan growth bolstered by financial wellness efforts,” *CNBC*, November 5, 2021.



## IV 日本への示唆

現在、日本の確定拠出年金加入者の運用商品の選択状況を見ると、企業型及び個人型共に、元本確保型の商品に該当する預貯金及び保険の割合は45%程度である<sup>15</sup>。このため、多くの日本人は、長期分散投資の観点から、退職に向けた適切な資産運用を実践できていない可能性がある。

日本の運営管理機関を含む金融機関は、確定拠出年金法及び政省令等によって、加入者に対し投資アドバイスを提供することができない<sup>16</sup>。そのため、日本では、金融機関が、ゴールドマン・サックスやベターメントのような確定拠出年金事業を構築することが困難となっている。しかし、確定拠出年金の加入者が投資アドバイスへのニーズを有することについて、日米に大きな相違はない。確定拠出年金加入者向けの投資アドバイスに関して、米国のように大手金融機関から所謂フィンテック企業が参入できるよう、適切な制度改革を施すことで、国民が個々人に適した形で退職資産を形成することにつながると考えられる。

2022年6月7日に公表された、日本の政府が掲げる「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」においても、個人金融資産を全世代的に貯蓄から投資に移行させることの重要性が強調されたところである<sup>17</sup>。確定拠出年金における投資アドバイスの制度を整備し、サービス開発等の創意工夫を促すことで、個人の退職資産形成を後押しする意義は大きいのではないだろうか。

<sup>15</sup> 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2021年3月末）」。

<sup>16</sup> 詳細は、岡田功太・中村美江奈・野村亜紀子「求められる確定拠出年金加入者向け投資アドバイスの解禁ー米国の制度整備からの示唆ー」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号を参照。

<sup>17</sup> 内閣官房「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 ～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」2022年6月7日。