

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 ベストウェル

岡田 功太、中村 美江奈

■ 要 約 ■

1. 米国では確定拠出型年金（DC）の代表格とされる 401(k)プランは、約 7.3 兆ドルの資産を有し、国民の老後の資産形成において必要不可欠な制度として位置づけられている。他方、米国において、401(k)プランを提供している中小企業は限定的であり、中小企業従業員の退職資産の形成には十分に寄与していないという課題もある。その主な要因としては、中小企業には 401(k)プランを運営・管理する十分なリソースがないこと、中小企業にとってプラン導入時のコストが高いこと等が指摘されている。
2. そうした中、中小企業向けに、テクノロジーを駆使し、低コストでサービスを提供する 401(k)プラン・サービス・プロバイダーが注目を集めている。フィンテック企業としても著名なベストウェルは、大手金融機関等と提携することで、プラン管理、運用商品選定、独自の商品開発等、多面的な事業の拡大を模索しており、職域資産形成プラットフォームとして急成長を遂げている。
3. 日本においても、中小企業に対する企業年金の普及拡大は積年の課題である。DC を通じた老後の資産形成の重要性は増しており、金融機関等にはその支援・後押しを行うことが求められる。ベストウェルのように、テクノロジーにより企業側の負担を軽減させつつ効果的なサービス提供を目指すサービス・プロバイダーの台頭が、重要な鍵となる可能性がある。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太・中村美江奈「米国の中小企業従業員に対する職域年金プランの普及策」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号（ウェブサイト版）。
- ・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。

I 中小企業向け 401(k) プランの普及・拡大という課題

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) プランは 2021 年 9 月末時点で約 7.3 兆ドルの資産を有しており、国民の老後の資産形成において必要不可欠な制度として位置づけられている。401(k) プランの運営には、プラン資産の運営管理、加入者向けの運用商品の選定及び入れ替え、加入者とのコミュニケーション（投資教育ツールの提供や運用報告等を含む）、監督当局に対する報告等、様々な業務（以下、401(k) プラン業務とする）が発生する。そのため、多くのプラン事業主は、401(k) プラン業務を 401(k) プラン・サービス・プロバイダーと呼ばれる金融機関等の業者に委託している。言い換えれば、401(k) プラン・サービス・プロバイダーは、法令に準拠しつつプラン事業主に代わって 401(k) プラン業務を遂行し、加入者の退職資産の形成を後押しするような多様なサービスを開発・提供している。

他方で、米国では、3,000 万もの中小企業が存在しているが、401(k) プランを提供している中小企業はわずか 60 万社であると推定されている¹。つまり、中小企業の従業員は、十分に 401(k) プランにアクセスし、効率的に退職資産を形成できているというわけではない。この要因として、中小企業には 401(k) プランを運営・管理する十分なリソースがないことや、中小企業にとって同プラン導入時のコストが高いこと等が指摘されている²。

そのような中で、米国では、テクノロジーを活用することで、低いコストで 401(k) プラン業務を遂行する 401(k) プラン・サービス・プロバイダーが注目を集めている。それらのサービス・プロバイダーには、大手金融機関だけではなく、例えば RIA（投資顧問業登録をしているファイナンシャル・アドバイザー）と呼ばれる投資顧問業者³と連携することで、中小企業を中心としたプラン事業主の顧客化に成功したフィンテック企業も含まれ、米国 401(k) プラン・ビジネスのダイナミズムを創出している。

本稿では、中小企業プラン向けの中堅レコード・キーパーとして急拡大を遂げているベストウェルを取り上げる。同社は買収等により管理資産残高を 250 億ドルに拡大する一方で、フランクリン・テンプレトン等の大手資産運用会社との提携を通じて運用商品の拡充にも取り組む等、職域資産形成プラットフォーム（workplace savings platform）として多面的な事業の拡大を模索しており、興味深い事例と考えられる。

¹ “After 401(k) account growth catapults ahead of curve, Vestwell CEO scrambles to make big hires and abdicates chairmanship to freed-up Lori Hardwick,” *RIABiz*, October 14, 2021.

² 詳細は、岡田功太・中村美江奈「米国の中小企業従業員に対する職域年金プランの普及策」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号（ウェブサイト版）を参照。

³ 詳細は、岡田功太・下山貴史「米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーを巡る近年の動向」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号を参照。

II ベストウェルのビジネスモデル

1. 中小企業向けの 401(k)プラン・サービス・プロバイダー

ベストウェルは、401(k)プラン・サービス・プロバイダーとして、2016年の創業から5年余りの間で急速に知名度を高めているフィンテック企業である。同社の401(k)プラン・サービスは、主に、①レコード・キーパー、あるいは法令上のプラン・アドミニストレーターとして提供する運営管理サービス、②法令上のインベストメント・マネージャー及びインベストメント・アドバイザーとしてプランの運用商品の選定等を行うサービス、から成る⁴。米国の401(k)プランは従業員退職所得保障法（ERISA）の規制対象であり、サービス・プロバイダーは同法の規制に留意しつつ活動することが求められる。それらの概要を整理したのが図表1である。運用商品選定の受託者責任を一定程度ベストウェルが負うサービスは、福利厚生関連に多くのリソースを割けない中小のプラン事業主にとって、負担軽減に繋がっている。

ベストウェルの主な顧客層は、従業員数500名以下、プラン資産1,000万ドル未満の中小企業である。同社の顧客数は、2020年に約7,000プランであったが、2021年10月頃には約22,000プランにまで急増した⁵。

図表1 ERISAの規定と401(k)プラン・サービス・プロバイダー

ERISA上の名称	主な役割
プラン・アドミニストレーター	ERISAに準拠してプランを運営する責務を負う。加入者及び米国内国歳入庁への報告、開示義務も含まれる。プラン・アドミニストレーターの要件は、ERISA第3条(16)において規定されていることから、3(16)プラン・アドミニストレーターと呼ばれることがある。
インベストメント・マネージャー	加入者向けの運用商品の選定及び入れ替え、資産の管理、運用商品に関する定期的な報告等を行う。インベストメント・マネージャーは、ERISA第3条(38)において、1940年投資顧問法に基づく投資顧問業者、銀行、保険会社のいずれかのライセンスを有することが義務付けられている。しばしば3(38)インベストメント・マネージャーと呼称される。401(k)プランの3(38)インベストメント・マネージャーは、投資信託の資産運用会社とは異なり、プラン事業主に代わって加入者向けの運用商品の選定等を行う存在である。
インベストメント・アドバイザー	プラン事業主による運用商品の選定について助言する。インベストメント・アドバイザーの要件は、ERISA第3条(21)に規定されていることから、しばしば3(21)インベストメント・アドバイザーと呼称される。プラン事業主は、3(21)インベストメント・アドバイザーを採用した場合、どのような運用商品を選定すべきか等の助言を受けることができるが、実際に商品ラインナップを決定するのはプラン事業主自身である。
<参考> レコード・キーパー	ERISAで規定された受託者ではないが、プランの運営管理に欠かせない存在。加入者の拠出、運用、給付等に係る記録業務を行い、加入者の指示に従ってカスタディアン等に取り引執行の指示をする。しばしば、401(k)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も行っている。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究作成

⁴ ベストウェル・アドバイザーズ LLC が、3(38)インベストメント・マネージャー及び3(21)インベストメント・アドバイザーを担っている。ベストウェル・アドバイザーズ LLC は、投資顧問業者であり、ベストウェル・ホールディングス・インクの100%子会社である。

⁵ “After 401(k) account growth catapults ahead of curve, Vestwell CEO scrambles to make big hires and abdicates chairmanship to freed-up Lori Hardwick,” *RIABiz*, October 14, 2021.

その要因として、第一に指摘できるのが、低コストでの 401(k)プラン・サービスの提供である。同社の手数料は、①プランの設立及び管理費用（年間の定額料金⁶）、②各加入者から徴収する利用料（月額の手数料）、③資産残高に応じた手数料⁷の 3 つで構成されている。一般的に、ベストウェルの傘下企業であるベストウェル・アドバイザーズをインベストメント・マネージャーとして採用した場合の手数料の合計額は、年間 1,200 ドル～1,500 ドル程度（ただし加入者の人数等によって増減する）とされているが、これは他のインベストメント・マネージャーの手数料の 4 分の 1 程度である⁸。そのため、ベストウェルは、コスト負担を懸念して、401(k)プランの導入に躊躇せざるを得ないような中小企業から人気を博している。

第二に、積極的なテクノロジーの活用である。ベストウェルは、API (Application Programming Interface) を活用し、約 18 社の給与代行会社とシステムを接続している。そのため、給与代行業者の顧客企業の従業員が、401(k)プランの拠出額等を変更した場合、迅速に把握することが可能となっている。ベストウェルは、レコード・キーパーとして、プラン事業主及び給与代行会社による 401(k)プランに関する作業負担を軽減させており、この点も中小企業から支持を得ている。

2. ホワイトレーベル方式の採用による大手金融機関との連携

ベストウェルは、事業を展開するにあたって、所謂、ホワイトレーベル方式を採用している。米国では、レコード・キーパー、RIA、資産運用会社、保険会社等の主体が、401(k)プラン業務を行っている。一般的に、資産運用会社及び保険会社は、401(k)プラン加入者向けの資産運用商品を組成している。レコード・キーパーは図表 1 の通り 401(k)プランの運営管理全般に関するサービスを提供するが、資産運用会社等の金融グループ内に属する場合もある。RIA は、図表 1 のインベストメント・アドバイザーとして、プラン事業主向けの運用商品選定業務を行っている。ベストウェルは、これらの様々なプロバイダーと提携し、自社のブランドを表に出さずに 401(k)プラン・サービスを提供している。ホワイトレーベル方式を採用することで、ベストウェル単独での顧客開拓に比べ、顧客層と収益の拡充を図ることができる。同時に、ベストウェルの提携先は自身のコア・ビジネス以外の機能をベストウェルに任せることで、自身の負担軽減とサービス提供の効率化を図っている。

例えば、ベストウェルが、RIA と提携する場合においては、レコード・キーパーやプラン・アドミニストレーターとしての機能を提供する。それにより、RIA は、インベストメント・アドバイザーとして運用商品の選定業務に注力することが可能となる。ベストウェル

⁶ プランの設立及び管理をするにあたって、追加的な時間やリソースが必要とされる場合、別途手数料が発生する。

⁷ 例えば、ベストウェルが 3(38)インベストメント・マネージャーを務める場合には、プラン事業主の資産残高の約 10%を同社が受け取る。

⁸ “Newer Retirement Plan Providers Tout Their Value Proposition,” *Plansponsor*, September 1, 2021.

ルは 2017 年 6 月にアリアンツと提携し、アリアンツの RIA が、ベストウェルのサービスを中小企業に提供することとなった。従来、RIA が、中小企業に 401(k)プランの導入を提案する際、コスト面や技術面で課題が多かったが、ベストウェルは低コストかつ先進的なサービスを開発しており、アリアンツの RIA は、中小企業に対してベストウェルのサービスを紹介することで、401(k)プランの導入を促しやすくなった。

更に、ベストウェルは 2021 年 7 月にモルガン・スタンレーと提携し、モルガン・スタンレー・アット・ワークという職域向けプラットフォームのレコード・キーパーとなった。モルガン・スタンレー・アット・ワークは、退職プラン等の加入者約 200 万人の資産を管理している⁹。モルガン・スタンレーのファイナンシャル・アドバイザーは、ベストウェルのレコード・キーパー等のサービスを顧客に提供することで、更なる顧客基盤の拡大を目指すものと思われる。

ベストウェルが、ホワイトレーベル方式を通じて他の金融機関と共に中小規模のプラン事業主の顧客化に成功していることは金融業界においても評価されており、同社は、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、フランクリン・テンプレトン、アリアンツ、BNY メロン等から、創業来、少なくとも 1 億 1,250 万ドルの資金を調達している¹⁰。足元では 1 億 5,000 万ドル以上の企業価値を有すると推定されている¹¹。

3. 資産運用会社との連携による商品の拡充

自前の運用商品を持たないベストウェルは、資産運用会社と連携し、401(k)プランの運用商品の拡充や商品開発にも注力している。例えば、ベストウェルは、同社と契約したプラン事業主に対して、モーニングスター・インベストメント・マネジメントやフランクリン・テンプレトン等が運用するターゲット・デット・ファンド及びマネージド・アカウントを提供している（図表 2）。

ターゲット・デット・ファンドとは、目標年（ターゲット・デット）に向けて自動的にポートフォリオのアセット・アロケーションを保守化させるものである¹²。投資家の年齢が若い時期には、株式等の配分比率を高く設定し、投資家が年を重ねるにつれて徐々に同比率を低下させ、その代わりに債券等の配分比率を引き上げるという考え方に基づく。アセット・アロケーションの変更推移をグライド・パスと呼称する。

マネージド・アカウントとは、ポートフォリオの最適化モデルに基づき、加入者のプロフィールを反映して投資計画を策定・実行する運用サービスである。一般的に、マネージド・アカウントは、個別にポートフォリオをカスタマイズする分のコストがかかる。ベス

⁹ 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。

¹⁰ “Vestwell raises another \$70-million, which it needs as it burns cash to keep up with rapid tripling of its 401(k) recordkeeping startup -- driven both by RIAs and Wall Street,” *RIABiz*, July 20, 2021.

¹¹ “Why Wells Fargo, Morgan Stanley, and Others Helped Vestwell Raise \$70 Million,” *RIA Intel*, July 21, 2021

¹² 詳細は、岡田功太「米国のターゲット・デット・ファンドを巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』2019 年秋号（ウェブサイト版）を参照。

図表 2 ベストウェルが 401(k)プラン向けに取り扱っている主な運用商品の一覧

資産運用会社／商品	取り扱い 公表日	運用商品の概要
モーニングスター・インベストメント・マネジメントのターゲット・デット・ファンド	2019年4月	モーニングスター・インベストメント・マネジメントが運用するターゲット・デット・ファンド。同ファンドは、ファンド・オブ・ファンズ形式であり、ロードアベット、ステート・ストリート、オッペンハイマーファンズ等が運用するファンドに投資。
リーフハウス・ファイナンシャルのターゲット・デット・ファンド	2020年3月	リーフハウス・ファイナンシャルが運用するターゲット・デット・ファンド。同ファンドは、複数のETFに投資する。当該ETFのスポンサーは、フランクリン・テンプレトン、ステート・ストリート、フィデリティ・インベストメンツ。
フランクリン・テンプレトンのマネージド・アカウント	2021年1月	フランクリン・テンプレトンのゴール・オブティマイゼーション・エンジンを活用したマネージド・アカウント。ゴール・オブティマイゼーション・エンジンは、フランクリン・テンプレトンが開発したポートフォリオ最適化モデル。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究作成

トウェルが採用したフランクリン・テンプレトンのマネージド・アカウントの運用報酬は下限が年率 0.2%¹³に設定されているが、これは通常の小規模退職プラン向けマネージド・アカウントの3分の1程度に抑えられているとされる。

ターゲット・デット・ファンド及びマネージド・アカウントは、米労働省による 401(k)プランの適格デフォルト商品 (QDIA) 規則にも例示されており、特にターゲット・デット・ファンドは多くのプランでデフォルト・ファンドとして採用されている。デフォルト・ファンドとは、運用指図をしない 401(k)プラン加入者の拠出金の投資先を指す¹⁴。米国では2006年年金保護法及び上記のQDIA規則によって、一定の要件を遵守すればデフォルト・ファンドが仮に元本割れを起こしてもプラン事業主は受託者責任を問われないこと等が明確化された。他方、プラン事業主は依然としてQDIAに則した適切な商品をデフォルト・ファンドとして選定する責任を負うが、ベストウェルと契約する中小企業は商品選定の負荷を軽減することが可能となるのに加え、図表2の運用商品を低コストでデフォルト・ファンドとして利用することができる。

4. 401(k)プラン以外の資産形成口座の運営管理事業

ベストウェルは、401(k)プラン以外の税制優遇付き資産形成口座の運営管理事業の構築を、今後の成長戦略として位置づけている。同社は2021年11月に、BNYメロンの子会社であるサムデイ (Sumday) の買収を公表した。

¹³ マネージド・アカウントに組み入れられている運用商品の信託報酬が、年率の0.2%とは別に徴収される。

¹⁴ 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。

ベストウェルは、サムデイの買収によって、オレゴン・セーブズの運営管理者の地位を獲得した¹⁵。オレゴン・セーブズとは、オレゴン州退職貯蓄理事会が運営する税引き後拠出型の個人退職勘定（IRA）への自動加入制度であり、401(k)プラン等の職域退職プランを提供していない雇用主に対して、一定の要件を満たす全ての従業員をIRAに加入させることを義務付けている。個人が非加入を望めば脱退することができる。オレゴン・セーブズ加入者のデフォルト（初期設定）の拠出率は給与の5%であり、10%を上限に毎年1%ずつ引上げられる。

今般の買収により、ベストウェルはオレゴン・セーブズが有する約1.3億ドル（2021年9月現在）の資産を管理することになった。そして、ベストウェルは、約80万のIRA口座保有者とその勤務先である中小企業約1.7万社を顧客化した。なお、サムデイは、今後、ベストウェル・ステート・セーブズに名称変更される予定である。

サムデイは、オレゴン・セーブズに加え、ワシントン州やオレゴン州等の高等教育費積立口座（529プラン）や、アラバマ州やメリーランド州等のABLEプログラムの運営管理事業も展開している。529プランとは、州や教育機関等がスポンサーをする税制優遇付きの高等教育資金形成制度であり、ABLEプログラムとは、障がい者が生活する際に必要な資金を管理するための税制優遇口座である。今後、ベストウェルは、401(k)プランに加え、529プラン及びABLEプランの運営管理者として事業拡大を目指す。ベストウェルの創業者兼CEOであるアーロン・シューム氏は、401(k)プランだけでなく、多様な資産形成口座を一元管理することが可能な職域資産形成プラットフォームとして事業拡大を目指していると述べている。

III おわりに

近年、日本では、DCの実施事業主数が増加傾向にある。企業型DC実施事業主数は、2021年3月末時点で約3.8万社となり、過去5年間で約70%増となった。また、iDeCo+（イデコプラス）の実施事業主数は、2021年3月末時点で2,687社となり、2018年5月の制度開始以来、増加傾向にある。iDeCo+とは、企業年金を実施していない中小の雇用主が、従業員のiDeCo口座に、加入者掛金に追加して掛金を拠出できる制度である。

しかし、米国と同様に、日本の中小企業においても企業型DCが十分に普及しているとは言い難い。日本の中小企業（従業員数30人～99人）のうち、退職年金制度のある企業は17.9%、そのうち企業型DCの実施率は44.5%である¹⁶。すなわち、日本の中小企業のうち、企業型DCを実施しているのは約8%に留まる。

¹⁵ 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。なお、オレゴン州退職貯蓄理事会は2017年11月にオレゴン・セーブズの運営を開始するにあたって、一度は独立系レコード・キーパーであるアセンサスを運営管理者として任命したが、その後費用等の条件面で折り合いがつかなくなったためサムデイに変更したという経緯がある。

¹⁶ 厚生労働省「平成30年就労条件総合調査」2018年10月23日。

勤務先の規模等に関わらず、より多くの個人が DC に加入して長期にわたる資産形成を
実践することは、公的年金の実質的な給付額の低下が見込まれる日本においては必要不可
欠であり、金融機関等にはその支援・後押しの役割が一層求められてくる。その際、日本
においても、ベストウェルのように、低コストのサービス提供により事業主の負担を軽減
させつつ、加入者の退職資産形成を後押しするフィンテック企業が台頭するかどうかは、
一つの重要なポイントとなる。