

米国 DC 加入者のニーズに応え拡大する

ファイナンシャル・エンジンズ

荒井 友里恵、野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国の確定拠出年金（DC）市場では、金融サービス業者が多様な加入者向けサービスを展開している。その中で 401(k)向けの投資アドバイス及び投資一任勘定（Managed Account, 以下 MA）の先駆者的存在であり最大手のプロバイダーでもあるのが、ファイナンシャル・エンジンズ（Financial Engines, 以下 FE）である。
2. 同社は、1998 年に 401(k)プランの運用商品メニューから加入者個々人に合わせた具体的な商品を推奨する「オンラインアドバイス」の提供を開始し、2004 年に最終的な投資判断やモニタリングも専門家に任せたいという加入者向けに「プロフェッショナル・マネジメント」という MA の提供を開始した。法制度が整備されたこともあって DC 加入者の MA 利用は広がり、FE も MA による収入を飛躍的に伸ばした。
3. FE の成功要因としては、①同社が独立系の業者であり、中立性・客観性を確保したサービス提供をしている点、②営業戦略として、直接 DC のスポンサー企業に働きかけるだけでなく、レコード・キープ（RK）サービス業者と提携している点、③FE のサービス利用者が、サービスを利用していない加入者に比べて良いパフォーマンスを上げてきたという実証分析がある点等が考えられる。
4. わが国でも、DC における投資アドバイスや MA のようなサービスのニーズは潜在的にあると考えられ、DC 以外にも NISA やラップ口座の広がりなど資産形成の機運は高まっている。そうした中で、米国の DC においてサービスを発展させてきた FE は、良いケーススタディとなるのではないだろうか。

I 米国の確定拠出年金とファイナンシャル・エンジンズ

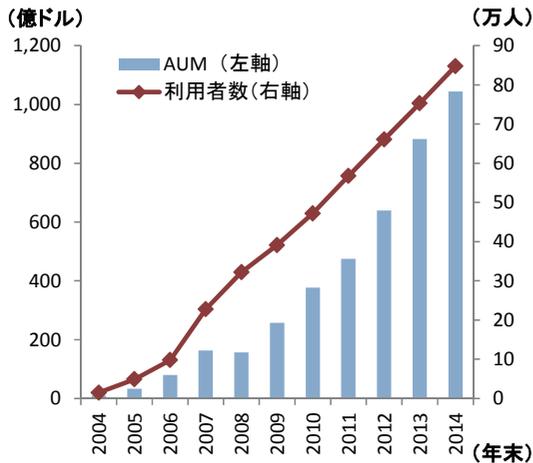
米国では、確定拠出年金（DC）の規模の拡大が続いており、401(k)等の職域 DC の合計資産残高は、2014 年末時点で約 6.8 兆ドルとなった。巨大な同市場において多くの金融

サービス業者がビジネスを展開しているが、その主要な分野の一つが加入者向けサービスである。米国の DC の加入者には、投資教育や運用商品に関する情報、運用をサポートするツールの他、投資アドバイスや投資一任勘定 (Managed Account, 以下 MA) など様々なサービスが提供されている。

こうしたサービスのうち、投資アドバイス及び MA の先駆者的存在であり最大手でもあるのが、ファイナンシャル・エンジズ (Financial Engines, 以下 FE) である。同社は「個々人に合わせた退職向け資産形成支援を、独立系の業者として、すべての人に提供する」という理念に基づき、ノーベル経済学賞受賞者であるウィリアム・フォーサイス・シャープ氏らによって 1996 年に創設された。1998 年に 401(k) に特化したオンラインでの投資アドバイスの提供を、2004 年に 401(k) におけるポートフォリオ作成から投資判断・リバランスまですべてを引き受ける MA の提供をそれぞれ開始し、2010 年には NASDAQ への上場も果たした。今日では、時価総額 20 億ドル前後を誇り、サービスの規模も着実に拡大している。2014 年末時点で 602 の企業にサービスを提供しており、その中にはフォードや IBM、ケロッグ、ネスレなどの大企業も多い¹。同年末のサービス提供対象者²は 830 万人、MA の利用者数は 85 万人、運用資産総額 (Assets Under Management, 以下 AUM) は 1,044 億ドルとなっている (図表 1)。DC において MA を提供する業者の AUM を見ても、FE は 2 位のモーニングスターを大きく引き離しトップに立っている (図表 2)。

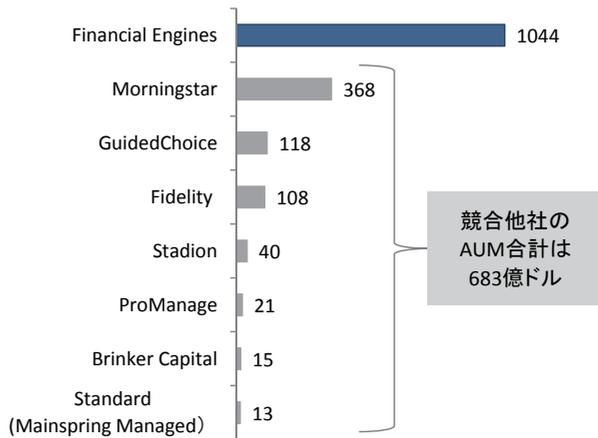
本稿では、同社のサービスの概要と発展の経緯を紹介する。

図表 1 FE の MA 利用者数と AUM



(出所) FE 資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 DC における MA 提供業者の AUM



(注) 単位は億ドル。2014 年 12 月末時点。
(出所) FE 資料より野村資本市場研究所作成

¹ FE によれば、フォーチュン 500 企業のうち 144 社が FE と契約している (2014 年末時点)。

² 後述のように、FE は DC のスポンサーである企業との契約に基づきプラン加入者にサービス利用資格を与えているが、実際に FE のサービスを利用するか否かは加入者自身の判断に委ねられている。

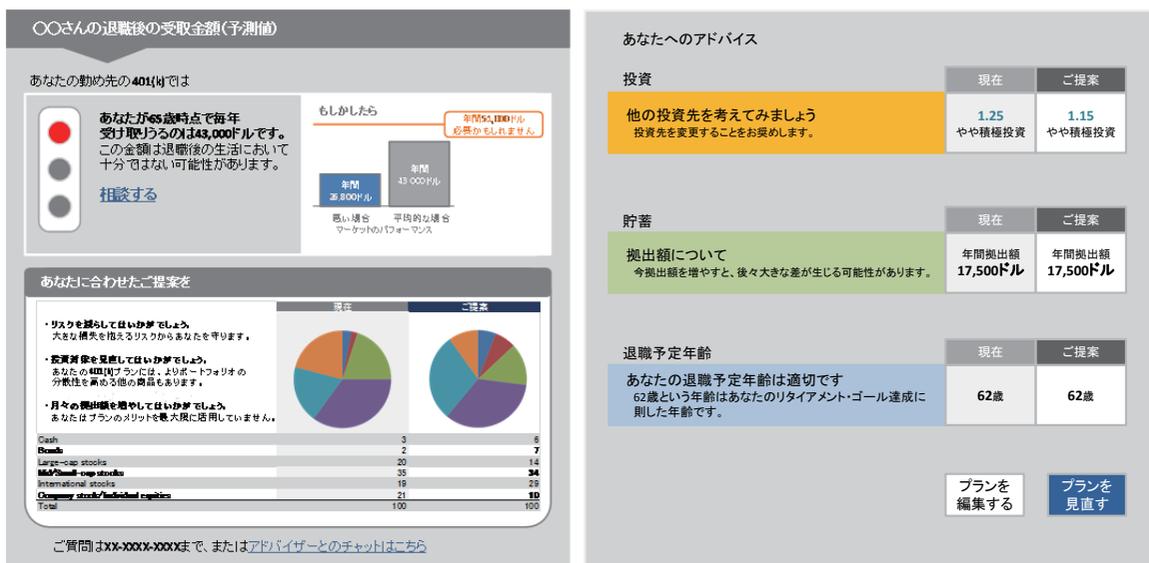
II FE のサービスの概要と発展の経緯

1. オンラインアドバイス

かつての米国の DC は、わが国同様、加入者教育を受けた加入者が、投資信託等の運用商品メニューの中から自分で投資先を選ぶという形が一般的だった。しかし、アセット・アロケーション・モデルの提供や基礎的な投資関連用語の解説といった投資教育では満足せず、具体的な投資アドバイスを求める加入者も多いのではないかと考えた FE は、1998 年 10 月、業界では先駆的なサービスとして 401(k)向け「オンラインアドバイス (Online Advice)」の提供を開始した。

FE のオンラインアドバイスとは、プランの運用商品メニューから個々人に合わせて選ばれた具体的な商品が、加入者向けに推奨されるというサービスである。加入者が、現在のポートフォリオやリスク選好、退職予定時期などをオンラインシステム上で入力すると、退職時点で受け取る金額の予測値が示される (図表 3)。その予測値に関して、DC 口座への拠出額の引上げや、退職予定時期の後ろ倒し、アセット・アロケーションの変更等が提案される。このうち、アセット・アロケーション変更の提案は、加入者が属する DC の商品ラインアップから選んだ具体的な商品の推奨を通じて行われる。希望する加入者には、職域 DC 以外で保有する資産の残高や公的年金の受取予定額など、他の要素も考慮したアドバイス・サービスも提供される。加入者は、提供された情報やアドバイスに基づいて、自ら投資判断やモニタリング、リバランスを行うことになる³。

図表 3 退職時受取金額予測値と FE による提案 (イメージ図)



(出所) FE 資料より野村資本市場研究所作成

³ FE では、モニタリングやリバランスを忘れないよう、希望する加入者に対して定期的にリマインドメールを配信するサービスも提供している。

これらのアドバイスは、人ではなく FE 独自のシステムによって提供されている（図表 4）。同システムは、「シミュレーション・システム」と「最適化システム」の 2 つから成る。前者は、DC 内外の 38,000 銘柄を超える投資信託、株式、債券、ストック・オプション、GIC（利回り保証契約型保険商品）やステーブル・バリュー・ファンド、ETF 等の金融商品についてリスク・リターン、販売手数料、取引手数料、運用方針などを分析し、一定時点でのリターン予測値をシミュレーションするシステムであり、後者は、プラン内で提供される商品から個人に合わせた商品を選び出すシステムである。システムが提示するアドバイスの質を担保するため、専門チームによる管理の下、システムに入力されている情報が最新かつ正確か否かを自動的に確認・承認するプログラムも組み込まれている。

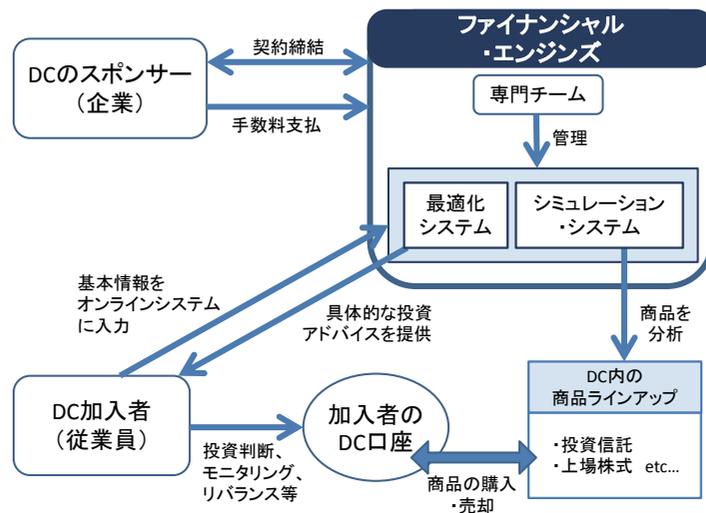
FE は SEC に登録している投資アドバイザーとして⁴、DC のスポンサーである企業との間で契約を結び、同契約に基づいてプラン加入者にサービス利用資格を与える。実際にサービスを利用するかどうかは加入者自身の判断に委ねられているが、利用状況を問わず、加入者一人当たり最大 40 ドル（年間）の手料を企業から受け取る（2015 年 3 月末時点）。

2. MA サービス

加入者個人に合わせたアドバイスが提供されるという点でオンラインアドバイスは投資教育と異なるが、最終的な投資判断やモニタリングも専門家に任せたいという加入者もいる。そこで、FE は 2004 年に「プロフェッショナル・マネジメント（Professional Management）」という MA サービスを開始した。

背景には、法的な整備が進んだこともある。1974 年従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act, ERISA）の下では、原則として年金プランの利害関係者が

図表 4 オンラインアドバイスの構造



（出所）野村資本市場研究所作成

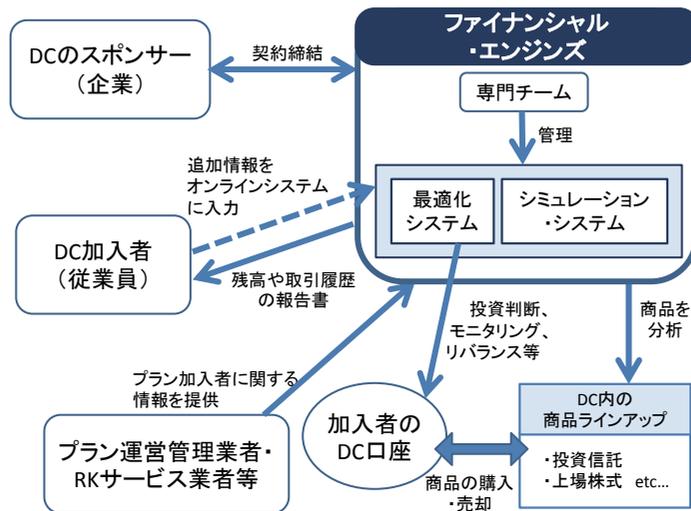
⁴ FE はブローカー・ディーラー（証券会社）ではない。

利益相反の可能性が疑われる取引を行うことを禁じているが、2001年12月に米国労働省から、一定の条件下で提供される MA サービスはこの禁止事項に該当しないというアドバイザリー・オピニオンが出された⁵。2001年以前にも DC プラン内で MA を提供している企業は複数存在したが、このアドバイザリー・オピニオンに依拠する形で、DC のスポンサーである企業は MA を提供する業者と契約を結ぶことができるようになったのである。

プロフェッショナル・マネジメントもオンラインアドバイス同様、FE と企業間の契約に基づいてサービスが提供される。契約方法には、「オプト・イン方式」と「オプト・アウト方式」がある⁶。オプト・イン方式の場合、加入者は自ら運用指図をするか、プロフェッショナル・マネジメントを利用するかを判断し、能動的にサービスを利用することになる。他方、オプト・アウト方式では、全てのプラン加入者が同サービスを利用することとなる。ただし、自ら運用指図をしたいという加入者は、特段のペナルティなしにサービス利用を停止することができる。オプト・イン方式、オプト・アウト方式のいずれの場合においても、プロフェッショナル・マネジメントのサービス利用者となることで、加入者は FE に DC 口座の資産管理を一任したものとみなされる。

資産管理を一任された FE は、プランの運営管理業者やレコード・キーピング (RK) サービス業者からプラン加入者の口座情報及び個人情報を受け取り⁷、加入者個人に合わせた投資計画の作成から実行・モニタリングまですべてを行う (図表 5)。サービス利用者の手元には、口座残高、退職時点の残高見込、取引履歴を示すレポートが四半期ごとに届く。さらに、退職時期が近づくと、退職後の年間収入予測値や同世代の投資状況が記載されたレポートも届く。利用者は、こうした情報を基に自らのライフ・プランについて考える他、FE のコールセンターに電話をし投資アドバイザーと直接やり取りをしながら

図表 5 プロフェッショナル・マネジメントの構造



(出所) 野村資本市場研究所作成

⁵ United States Department of Labor, *Advisory Opinion 2001-09A ERISA Sec. 406(b)*, December 14, 2001.

⁶ この他に企業は、両方の方式を組み合わせることで自社に合わせた契約を結ぶこともできる。

⁷ 加入者は、DC プラン外の資産状況等の追加情報を FE に提供することもできる。

退職後の生活について具体的なイメージを膨らませ、希望退職年を変更したり、リスク選好を見直したりすることができる。

手数料は口座残高の最大 0.75%（年間）で（2015 年 3 月末時点）、サービス利用者が支払う場合もあれば、DC のスポンサーである企業が支払う場合もある。

3. 退職期の引出サービス

プラン加入者の資産形成時のニーズに応じてきた結果、FE は DC において多くの口座・資産を獲得してきた。しかし、サービス利用者が退職期を迎え DC から離れてしまうと、これまで獲得した口座・資産は他の金融機関に流れてしまうことになる。とりわけ、人数の多いベビーブーマー層についてはそのインパクトが大きい⁸。そこで FE は 2011 年 1 月、プロフェッショナル・マネジメントの機能の一つとして、個人に合わせた退職後の資産引出計画の策定・実行をする「インカム・プラス（Income+）」という MA サービスを開始した。

プラン加入者にとって、退職後はそれまで貯めてきた資産の取り崩しもしくは運用益が主な収入源となる。インカム・プラスでは、退職後の収入が予想外に減少するような事態を避けることを念頭に、FE が成長性と安全性のバランスを取ったポートフォリオを設定し⁹、当該ポートフォリオのパフォーマンス予測に基づき資産引出計画を提供する。加入者の希望に応じて支払開始年齢を設定し、90 歳代前半まで資産を引き出し続けられるよう資産引出を計画・実行するという、月々の払出しサービスも提供している¹⁰。生涯に亘る保証が必要な場合は、オプションで終身年金保険を購入することもできるが、FE のサービス内で終身年金保険を購入できるのは 85 歳までとなっている。また、FE が年金保険を販売するわけではないため、投資家は自分で購入の是非を判断する必要がある。同サービスの特徴は、必ずしも年金保険の購入を前提とせず、長寿リスク対応に限界はあるものの、利用者にとってより柔軟で自由度の高い資産管理を可能にしている点である。

インカム・プラスに対する反応は良好で、サービス開始から 2 年強の 2013 年 3 月末時点で 70 企業との契約を獲得した。そこで FE は、2013 年 5 月、FE と契約を結んでいない DC の加入者であってもインカム・プラスを利用できるよう、同サービスの対象を個人向け DC である IRA にも拡大した。

なお、FE は、退職後のライフ・プランニングにおける公的年金の重要性も認識しており、2014 年には「ソーシャル・セキュリティ・ガイダンス（Social Security Guidance）」を導入している。同サービスは、サービス利用者の収入源すべてを考慮し、公的年金の最適な受取開始年齢を提案するものである。また、FE のウェブサイト上では、加入者以外

⁸ FE のサービス利用者の 40%以上、運用資産総額の 67%を 50 歳以上の加入者が占めている（2014 年末時点）。

⁹ 資産を成長させるために株式ファンドに投資しつつ、支払の増加に備えて毎年少しずつ債券ファンドへと変更する。

¹⁰ 加入者が自分の口座にある資産を一定額ずつ引出すことをサポートするサービスであり、生涯に亘る収入や払出し総額を FE が保証するものではない。

の人も年齢や年収など簡単な情報を入力すれば利用できる「ソーシャル・セキュリティ・プランナー（Social Security Planner）」という無料のサービスもある。いずれのサービスも、公的年金給付を最適な形で受け取るという考えを、より多くの家計に根付かせようとするものである。

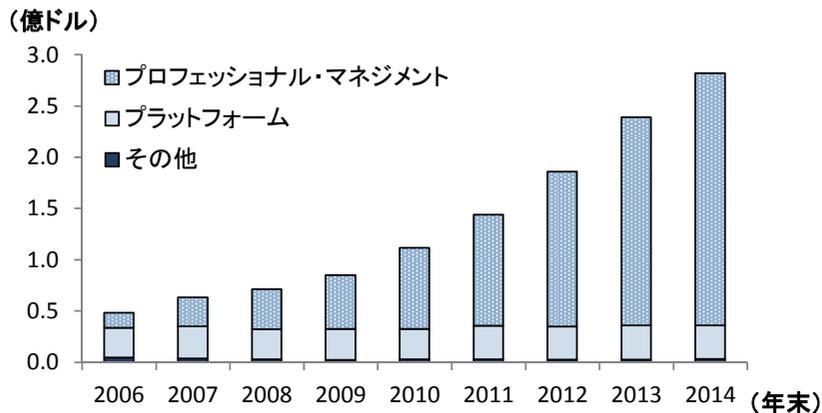
4. 法制度の整備と FE の発展

FE が MA サービスの提供を開始して以降、DC プラン内での MA 活用に関する法制度の整備も進んだ。「2006 年年金保護法」により、企業の受託者責任の範囲が明確化された¹¹。すなわち、適正な業者選定プロセスなどの要件を満たせば、個別のアドバイスについて企業が監督責任を問われないということが明らかにされた。

2007 年には、米国労働省により適格デフォルト商品（Qualified Default Investment Alternative, 以下 QDIA）に関する規則が制定された¹²。DC のデフォルト商品とは、プラン加入者が自身の口座資産の運用先を選択していない「未指図」の場合の投資先として、あらかじめ指定される商品である。従前は MMF 等の低リスク商品が指定されることが多かったが、年金資産の運用には長期的なリターンが期待できることも重要であるとの認識が高まり、同規則が制定されるに至った。QDIA は適切なデフォルト商品の要件を規定しており、バランス型ファンドやターゲット・デート・ファンドと並んで MA も QDIA の具体例に含まれることとなった。

こうした環境の変化もあり、FE は MA による収入を飛躍的に伸ばし、2014 年の年間総収入 2 億 8,192 万ドルのうち 2 億 4,581 万ドルを MA の手数料が占めている（図表 6）。

図表 6 FE の収入構造の推移



(注) プロフェッショナル・マネジメントの収入には、インカム・プラスの手数料を含む。プラットフォームの収入は、オンラインアドバイスの利用者登録料（実際に利用したかどうかを問わない）。

(出所) FE 資料より野村資本市場研究所作成

¹¹ 2006 年年金保護法の詳細は、野村亜紀子「米国の企業年金改革法について」『野村資本市場クォーターリー』2006 年秋号を参照。

¹² 2007 年の適格デフォルト商品に関する規則制定の詳細は、野村亜紀子「米国 401(k)プランのデフォルト（初期設定）商品に関する規則改正」『野村資本市場クォーターリー』2008 年冬号を参照。

III FE の成功要因

以上のように FE は、DC における投資アドバイスや MA サービス、ベビーブーマー層の退職後のライフ・プランニングといったニーズに応えることで拡大してきた。

同社の成功要因として、以下の三点を挙げるができる。

一つには、同社が独立系の業者であり、かつ、前述のとおり中立性・客観性を確保したサービス提供並びに手数料の取り方を行っている点が考えられる。各手数料は FE と各企業との交渉や利用者の口座残高によって異なるものの、いずれも FE と運用会社の間は一切資金の流れがないという点は共通している。利益相反の恐れのない投資アドバイザーとして、中立公正な立場から利用者にとって最善のサービスを提供できるということで、利用者の信頼を獲得した可能性がある。

また、営業戦略として、直接 DC のスポンサー企業に働きかけるだけでなく、フィデリティやヴァンガード等のレコード・キーピング (RK) サービス業者と提携していることも大きいと考えられる。提携形態には 2 種類あり、一つは、企業が FE に手数料を支払い、FE がその手数料の一部を仲介料等として RK サービス業者に支払うという形態である。この場合、FE は DC のスポンサーである企業と RK サービス業者の両方と契約を締結する。もう一つは、RK サービス業者のブランドを冠して FE がオンラインアドバイスを提供する、あるいは、FE が IT ベンダーとしてソフトウェアやシステムを RK サービス業者に提供するという形態である。この場合、FE は RK サービス業者とのみ契約を締結し、手数料も RK サービス業者から受け取ることになる。このように大手 RK サービス業者と提携することで販路を拡大し、RK サービス業者が顧客として抱えていた多くの企業にアプローチすることが可能になった。

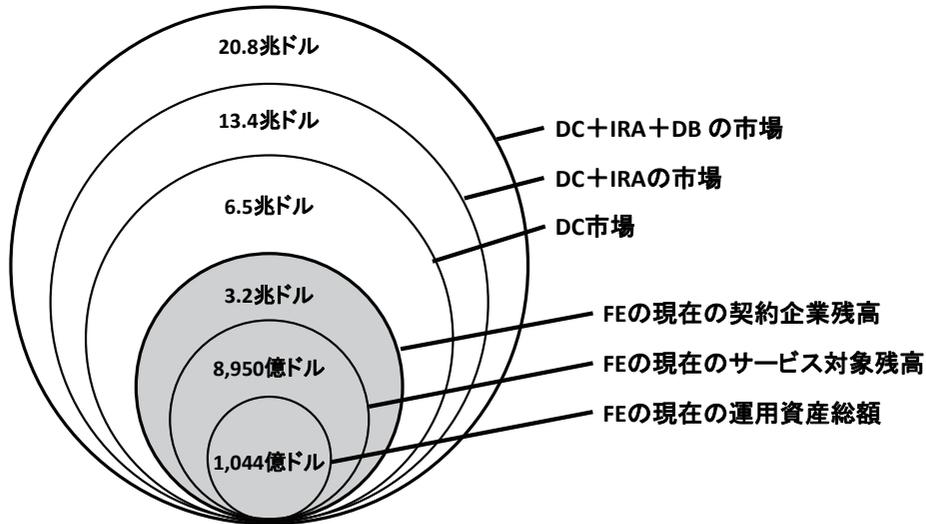
さらに、FE のサービス利用者が、サービスを利用していない者に比べて良いパフォーマンスを上げてきたという実証分析もある。FE と年金コンサルティング会社のエーオン・ヒューイットの共同調査によれば、オンラインアドバイスや MA を利用しているプラン加入者は、利用していない加入者に比べ、401(k)資産において 1 年あたり平均 3%高いリターンを得ているという^{13,14}。

これらの強みや、DC における MA サービスの利用及び DC 市場そのものが拡大傾向にあることを踏まえると、FE は今後さらに拡大する余地があると言える (図表 7)。

¹³ 3%は、2006 年から 2012 年の平均値。また、MA 等の手数料も考慮して算出された値。

¹⁴ Financial Engines and Aon Hewitt, *Help in Defined Contribution Plans: 2006 through 2012*, May 2014.

図表 7 FE にとっての潜在的な市場 (2014 年末時点)



(出所) FE 資料より野村資本市場研究所作成

IV わが国における資産形成サポート・ビジネス拡大の可能性

わが国では、2015 年度の税制改正により、個人型 DC の加入対象者を拡大することとされた¹⁵。DC の加入者数はこれまでも増加傾向にあったが、今後さらに伸びる余地があると言えよう。また、2015 年 4 月 3 日に閣議決定された「確定拠出年金法等の一部を改正する法律案」では、運用商品をより選択しやすい環境の整備や、デフォルト商品に関する規定が盛り込まれるなど、DC 運用改善のための施策が打ち出されている。これらは「DC の運用自体を困難に感じている者がいる等の状況」を背景としており¹⁶、投資アドバイスや MA のようなサービスのニーズも潜在的にあると考えられる¹⁷。ただし日本では、DC における投資アドバイス及び MA サービス提供者の資格要件や、これらを DC で採用した場合の事業主の責任等が制度上明確でないため、こうしたサービスを提供する業者は登場しづらい状況にある。

退職後のライフ・プランニングについても、顧客が退職を迎えた段階で初めてその後の資産の運用や取り崩しの方法等を提案するのではなく、DC における投資アドバイスや MA 等を通じて資産形成期の延長線上でプランニングをすれば、よりスムーズにサービスを提供できる可能性がある。

¹⁵ 詳細は、野村亜紀子「個人型確定拠出年金の加入対象者拡大の意義」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号を参照。

¹⁶ 厚生労働省「確定拠出年金法等の一部を改正する法律案」概要
<http://www.mhlw.go.jp/topics/bukyoku/soumu/houritu/dl/189-46.pdf>

¹⁷ 実際に DC における投資アドバイスの導入が検討されたこともある。2013 年 2 月に厚生労働省がパブリックコメントに付した確定拠出年金の法令解釈通知改正案では、投資助言を利用する場合には助言の内容や効果により報酬が変動しない契約を締結することが望ましい等の項目を提示していたが、最終的には投資助言に関する記載は見送られた。

最近は、DC 以外にも資産形成の機運は高まっている。2014 年より制度が始まった少額投資非課税制度（NISA）は 1 年 3 か月で 879 万口座、投資総額約 4 兆 4,109 億円に達し、急拡大が続くラップ口座は 30.7 万件、残高 3 兆 8,973 億円という利用状況にある（いずれも 2014 年 3 月末時点）。年金であってもそれ以外の目的であっても、引き続き資産形成サポート・サービスのニーズは高いと考えられる。そうした中で、米国の DC において投資アドバイス、MA、退職後の資産管理とサービスを発展させてきた FE は、良いケーススタディとなるのではないだろうか。