

独自の低コスト戦略で台頭するディメンショナル

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 米国資産運用会社ディメンショナル・ファンズ・アドバイザーズへの資金流入が継続している。ディメンショナルは、ケネス・フレンチやユージーン・ファーマなど同社に在籍する著名経済学者の理論に基づき、低コスト戦略と運用スタイルの遵守を投資意思決定からトレーディング、販売に至るまで徹底している。
2. 運用スタイルの中核は小型株・バリュー運用であり、クオンツ手法を用いて行っている。これにより、個別銘柄選定のコストを省き、運用スタイルのドリフトを防止している。また、運用スタイルのドリフトを防止するべく、ポートフォリオの頻繁なリバランスも行っている。
3. 低コスト戦略のもう一つの柱がトレーディングである。より有利な価格で売買できるよう、ポートフォリオ・マネージャーから送られる投資対象候補バスケットについて、どの銘柄をどのタイミングで執行するか、トレーダーに広範な裁量を与えられている。また、DMA の多用によっても、コスト低下を図っている。
4. 個人投資家向けのファンドの販売では、フィナンシャル・アドバイザー（FA）経由に特化している。FA がディメンショナルのファンドを扱うには、FA がクオンツ運用の有効性を信じるか、といった観点から厳格な審査を受ける。一旦その審査を通過すれば、実務・理論の両面で手厚い支援が提供される。ディメンショナルは FA から絶大な支持を得ており、ある調査では FA が好む運用会社ランキングで1位となっている。
5. ディメンショナルの台頭は、低コストなプロダクトに対するニーズ、個人投資家の投資アドバイスに対するニーズの高まりといった米国資産運用業界の潮流を反映したものと見ることもでき、今後の同社の動向が注目される。

I ディメンショナルの概要

米国資産運用会社ディメンショナル・ファンズ・アドバイザーズ（以下、ディメンショナル）への資金流入が継続している。金融危機の影響を受けた 2008 年も純資金流入を達成し、2009 年以降は再び資金流入額が増加している。その結果、ディメンショナルの

2010年末の運用資産残高は2,065億ドル、うち投資信託は1,323億ドルとなり、米国で11位（MMF除く）に浮上している（図表1）。金融危機直前まで純資金流入が上位であったにも関わらず直近数年では大幅な純資金流出に直面している大手運用会社もある中で、ディメンショナルは順調な成長を遂げていると評価できよう。

1981年に設立されたディメンショナルは、超小型株および小型株の運用会社として始まった。全世界の従業員数は約540名であり、米国では本社のあるテキサス州オースティンに加えてカリフォルニア州サンタモニカに拠点を置き、海外ではロンドンとシドニーにトレーディングとマーケティングを担う拠点を置いている。その取締役会には、マイロン・ショールズやユージン・ファーマなど錚々たる学者が名を連ねており、顧客向けセミナーや商品開発にも携わるなど、単なる名義貸しに留まらない役割を果たしている（図表2）。実際、ケネス・フレンチやマイロン・ショールズなどは一ヶ月のうち数週間は物理

図表1 米国投資信託運用会社の資産残高ランキング推移

| 順位 | | | 運用会社 | 株式ファンド | | | 債券 ファンド | 合計 |
|-----------|-----------|-----------|-------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| 2006年 | 2008年 | 2010年 | | 米国内 | 海外 | | | |
| 1 | 1 | 1 | バンガード | 9,628.9 | 8,427.2 | 1,201.7 | 3,949.2 | 13,578.0 |
| 3 | 3 | 2 | フィデリティ | 8,128.8 | 6,906.9 | 1,221.9 | 1,801.0 | 9,929.8 |
| 2 | 2 | 3 | キャピタル・リサーチ | 8,194.8 | 4,752.3 | 3,442.6 | 1,056.8 | 9,251.7 |
| 6 | 4 | 4 | ビムコ | 376.5 | 227.3 | 149.2 | 3,785.7 | 4,162.2 |
| 4 | 5 | 5 | フランクリン・テンプレトン | 1,935.9 | 1,192.0 | 743.8 | 1,437.6 | 3,373.4 |
| 5 | 6 | 6 | Tロウ・プライス | 2,557.6 | 2,233.7 | 323.8 | 603.3 | 3,160.9 |
| 11 | 7 | 7 | ジョン・ハンコック | 1,639.2 | 1,439.4 | 199.8 | 410.8 | 2,049.9 |
| 9 | 10 | 8 | コロンビア | 1,306.5 | 1,139.9 | 166.5 | 446.4 | 1,752.8 |
| 7 | 8 | 9 | オッペンハイマー | 850.0 | 389.7 | 460.3 | 585.6 | 1,435.5 |
| 13 | 11 | 10 | ブラックロック | 1,069.5 | 495.8 | 573.7 | 307.8 | 1,377.3 |
| 16 | 12 | 11 | ディメンショナル | 1,101.9 | 514.9 | 587.0 | 220.9 | 1,322.8 |
| 18 | 16 | 12 | JPモルガン・アセットマネジメント | 565.4 | 486.9 | 78.4 | 711.1 | 1,276.5 |
| 8 | 9 | 13 | ドッジ&コックス | 963.4 | 546.5 | 416.9 | 226.3 | 1,189.7 |
| 22 | 30 | 14 | インヴェスコ | 932.8 | 774.6 | 158.2 | 196.3 | 1,129.2 |
| 15 | 15 | 15 | ジャナス | 925.3 | 691.5 | 233.8 | 80.0 | 1,005.3 |
| 10 | 13 | 16 | ハートフォード・ミューチュアル | 808.9 | 760.7 | 48.2 | 190.6 | 999.5 |
| 32 | 14 | 17 | INGファズ | 804.2 | 633.7 | 170.6 | 172.7 | 976.9 |
| 14 | 17 | 18 | MFS | 721.3 | 511.3 | 210.0 | 196.9 | 918.3 |
| 33 | 32 | 19 | ウェルズ・ファーゴ | 563.0 | 435.9 | 127.1 | 304.6 | 867.6 |
| 40 | 19 | 20 | プリンシパル・ファンズ | 671.3 | 573.6 | 97.8 | 183.6 | 854.9 |

(注) 単位は億ドル、MMF除く。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより野村資本市場研究所作成

図表2 ディメンショナルの所属学者

| 氏名（敬称略） | ディメンショナルにおける役職 | 所属大学 | 実績等 |
|-------------|---------------------------------------|---------------------------|--|
| ユージン・ファーマ | ディメンショナルのボード・メンバー、債券およびバリュウ戦略のコンサルタント | シカゴ大学 ブース・スクール | 効率的市場仮説を提唱。また、ケネス・フレンチとともに、ベータに加えて時価総額とバリュウで株式の収益率を説明するスリー・ファクター・モデルを提唱。 |
| ケネス・フレンチ | ディメンショナルのボード・メンバー、コンサルタント、投資政策委員会委員長 | ダートマス大学 タック・スクール | ユージン・ファーマとともにスリー・ファクター・モデルを提唱。2007年に米国ファイナンス学会会長を務める。 |
| ロジャー・イボットソン | ディメンショナルの米国内ファンドのボード・メンバー | イェール大学 スクール・オブ・マネジメント | イボットソン・アソシエイツ（モーニングスターが買収）創業者、前会長。 |
| ロバート・マートン | 客員研究員 | マサチューセッツ工科大学 スローン・スクール | オプション価格理論で1997年にノーベル経済学賞受賞。 |
| マイロン・ショールズ | ディメンショナルの米国内ファンドのボード・メンバー | スタンフォード大学 | オプション価格理論で1997年にノーベル経済学賞受賞。 |

(出所) ディメンショナルのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

的にもディメンショナルのオフィスに在席しているという¹。

ディメンショナルのビジネス・モデルを単純化すると次のようになる。まず、単年度でベンチマークを大幅に上回るパフォーマンスを追及するのではなく、わずかであっても継続的にベンチマークを上回るリターンを投資家に提供することを目的とする。そのために、投資意思決定からトレーディング、販売に至るまで、低コスト戦略と運用スタイルの遵守を徹底している。以下では、それを運用と販売に分けて見ていくこととする。

II 運用の特徴：徹底した低コスト戦略と運用スタイルの遵守

1. 投資意思決定プロセス

ディメンショナルの運用哲学の基本は、投資に関する三つの側面（ディメンション）から成る。即ち、①株式の期待収益率は債券より高い、②小型株は大型株より期待収益率が高い、③価格の低いバリューストックの方が価格の高いグロース銘柄より期待収益率が高い、というものである。また、債券運用においては、①長期債の方が短期債よりリスクが高い、②クレジット・クオリティの低い商品の方が高いものよりリスクが高い、という考えに基づき、低リスク運用を行う。

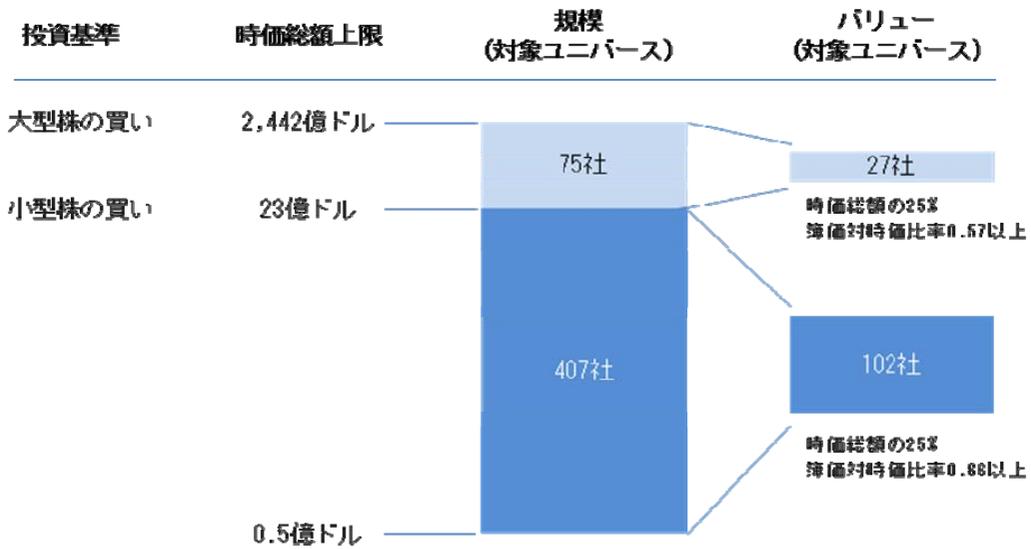
このように、ディメンショナルの運用哲学は、ユージーン・ファーマ教授とケネス・フレンチ教授が提唱したスリー・ファクター・モデルに基づくものであり、極めてオーソドックスな小型株・バリュー運用と言える。特徴的なのは、その運用哲学の実践において、低コスト戦略と運用スタイルの遵守を徹底できる仕組みをビルドインしていることである。まず、投資意思決定プロセスでは、投資基準をプログラム化したクオンツ運用を行っている。例えば、バリュー運用において、まず国・地域（欧州の場合）別に時価総額でソートを行った後、簿価対時価比率（Book to market ratio）²で更なるソートをかけて売買対象候補のバスケットを形成するが、何れの段階もプログラム化され、ポートフォリオ・マネージャーの意思決定を介さない（図表 3）。これにより、リサーチと個別銘柄選定のコストを減らしており、高度な分散投資が可能となる。実際、最も銘柄数の少ないポートフォリオでも 200 銘柄以上が組入れられている。

クオンツ運用には、コスト低下に加え、人手を介さないことにより、運用スタイルのドリフトを防止する効果もある。また、日次ベースでのポートフォリオのリバランスも行っている。例えばラッセル 2000 株価指数に連動するインデックス・ファンドでは、リバランスが年一回であるため、一年間の価格変動が大きかった場合、リバランスの直前に小型株エクスポージャーが低下することがあるが、ディメンショナルの米国小型株ポートフォリオでは頻繁なリバランスで小型株比率を常に高位に維持している（図表 4）。こうした

¹ シカゴ大学のビジネス・スクールであるブース・スクールはディメンショナルの創業社長であるデビッド・ブース氏が 2008 年に 3 億ドルの寄付をしたことから名付けられた。なお、ブース氏はシカゴ大学のビジネス・スクール在籍時、ケネス・フレンチ教授に師事している。

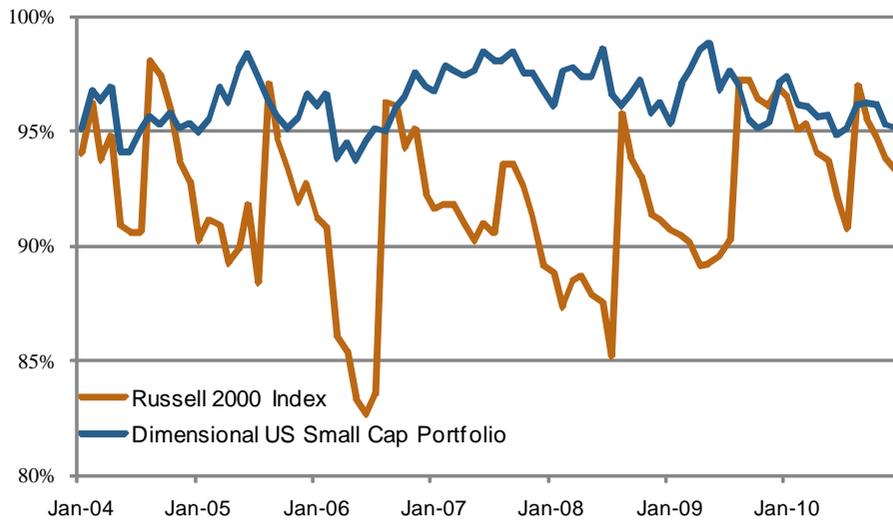
² 企業の簿価を時価総額で除して得られる値であり、株価純資産倍率（PBR）の逆数に当たる。

図表3 ディメンショナルの投資意思決定プロセス（オーストラリア株式の場合）



(出所) ディメンショナル資料より野村資本市場研究所作成

図表4 ラッセル2000 株価指数とディメンショナル米国小型株ポートフォリオにおける小型株比率



(注) 小型株は、市場における時価総額下位 10%を指す。
 (出所) ディメンショナル資料より野村資本市場研究所作成

頻繁なリバランスにおいても低コスト戦略を貫徹するべく、ディメンショナルはモメンタム・オーバーレイを採用している。即ち、株価上昇時には翌日にも上昇を続け、下降期には翌日も下降を続けるという考え方にに基づき、その上昇／下降の度合いの低下を見計らって売り／買いを行う。モメンタム・オーバーレイは他社で採用しているところもあるが、ディメンショナルの場合は、これもプログラム化されている点が特徴である。

2. トレーディング

クオンツ運用と並び、トレーディングもディメンショナルにおける低コスト戦略の根幹を成している。ディメンショナルは、世界全体でポートフォリオ・マネージャーを 29 人（平均経験年数 12 年）³、トレーダーを 21 人（平均経験年数 11 年）擁している。トレーダーは、米国のオースティンとサンタモニカに加え、ロンドン（欧州株を担当）とシドニー（アジア株を担当）にも配置しており、ほぼ 24 時間体制でトレーディングをできる体制が構築されている。

米国では、バイサイドのトレーダーもアルファの創出に寄与するべきとの議論は以前からあったが、多くの場合、トレーダーはポートフォリオ・マネージャーの指図を執行する受動的な役割を担うに過ぎない。その中であって、ディメンショナルではトレーダーに広範な裁量が与えられている。例えば、ポートフォリオ・マネージャーが売買対象候補のバスケットをトレーダーに転送した後、トレーダーは自らの裁量で、その日のどのタイミングで、どの銘柄の注文を出すか、決定することができる。ポートフォリオ・マネージャーから出された条件にもよるが、指定期間中にバスケットの銘柄の取引を一切行わないという判断もできる。そのため、トレーダーは急いで注文を出す必要がなく、より有利な価格を待つことができる。更に、急いで売買執行をすることを防止するべく、IPO やインデックス組み換えなどのイベントのある銘柄の取引は避けることとしている。

また、ディメンショナルはトレーディングにおいて、DMA (Direct Market Access)⁴ を多用することによっても、低コスト戦略を実践している。DMA により、トレーダーがより直接的に注文をコントロールできるようになり、執行コストを抑えることができるのだという。ディメンショナルは、米国内外で DMA を利用できる市場では極力 DMA で注文を出しており、2006 年には 30% 強であった総取引量に占める DMA の割合は 2010 年には 80% 強に至っている。高頻度売買を行うヘッジファンド以外で、これほど DMA を活用している事例は稀である。また、利用するブローカーも、リサーチを提供しない代わりに低コストの執行サービスを提供するエージェンシー・ブローカーを多用している。

このようにディメンショナルでは、ポートフォリオ・マネージャーはポートフォリオの構築とモニタリング、トレーダーは有利な価格の発見、という役割分担になっていると言えよう。

3. プロダクトとパフォーマンス

ディメンショナルのプロダクトは、小型株・バリュー運用が中核を占めているが、30 年の歴史の中で投資対象資産クラスを拡大しており、今では国内外の大型株、小型株、新興市場、債券、コモディティをカバーしている（図表 5）。また、2005 年以降は株式運用

³ なお、ポートフォリオ・マネージャーの下には経験年数 5 年以下のアソシエイトもいる。

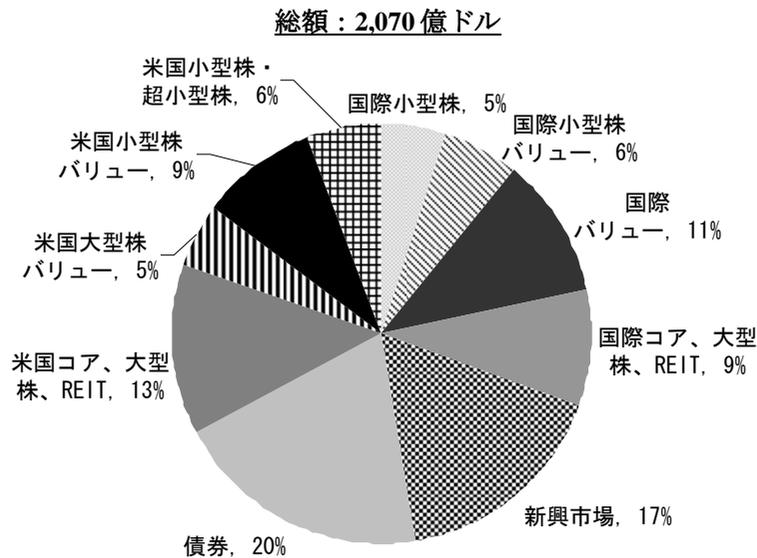
⁴ バイサイドがセルサイドのシステムを経由して市場に直接発注する仕組み。

プロダクトでコア戦略も提供するようになっている。これは、小型株・大型株をミックスしたプロダクトであり、顧客が単一プロダクトで適正な小型株・バリュウ運用のエクスポージャーを得られるように設計されたものである。

運用資産残高上位5プロダクトのパフォーマンスを見ると、何れも過去5年、設立来でベンチマークを上回っている（図表6）。特に注目されるのが新興市場バリュウのポートフォリオである。通常の新興市場運用では、世界各地にリサーチ・アナリストを配置するなど高コストの運用となる。

ディメンショナルは、情報量が少なくボラティリティの高い新興市場では、ポートフォリオ・マネージャーによる個別銘柄選定よりも、クオンツ運用で一つの投資基準を堅守してこそ、低コストを実現しつつ、ボラティリティを抑えて安定的なパフォーマンスを実現できるという立場を採る。そこで、アナリストは配置せず、上記のクオンツ運用手法を新興市場株式でも採用し、過去5年で399bp（ベースス・ポイント）、設定来で626bp、ベンチマークを上回っている。担当ポートフォリオ・マネージャーは、この高パフォーマンス

図表5 ディメンショナルのプロダクト内訳（2010年末）



（出所）ディメンショナル資料より野村資本市場研究所作成

図表6 運用資産額上位5ポートフォリオの実績（2010年末）

| | 運用資産残高 (億ドル) | 設定年 | 対ベンチマーク超過収益率 (bp) | | ベンチマーク |
|-----------|-----------------|------|-------------------|-----|------------------|
| | | | 過去5年 | 設定来 | |
| 新興市場バリュウ | 232 | 1998 | 399 | 626 | MSCIエマージング・マーケット |
| 米国小型株バリュウ | 184 | 1993 | 19 | 205 | ラッセル2000バリュウ |
| 米国コア株式 | 143 | 2005 | 58 | 51 | ラッセル3000 |
| 国際小型株バリュウ | 125 | 1995 | 111 | 380 | MSCIワールド小型株（米除く） |
| 国際コア株式 | 116 | 2005 | 107 | 129 | MSCIワールド（米除く） |

（出所）ディメンショナル資料より野村資本市場研究所作成

スの要因として、①市場によっては高コストの現地ブローカーを使わず、ADR や GDR のみに投資すること⁵、②変動の少ない簿価対時価比率を用いることでトレーディング回数を抑えていること（年間回転率は約 25%）、③金融危機後に割安になった金融セクターへの配分増（金融危機前の 20%から 2010 年 8 月には 29%へ増加）が奏功していること、を挙げている⁶。

III 販売の特徴：哲学の共有と広範な支援の提供

1. 個人投資家チャネル

ディメンショナルは 1981 年の設立来、年金基金などの機関投資家の資産のみ運用してきた。しかし、1989 年から、フィナンシャル・アドバイザー（FA）チャネルを経由したリテール向け投資信託の販売も開始した。現在では、64 名体制で約 1,500 の FA を対象にしている。また、2010 年 9 月末には 1,012 億ドルの運用資産残高を有するに至っており、会社設立来のチャネルであった機関投資家チャネルの 796 億ドルを上回るに至っている。

ディメンショナルの FA チャネルの販売手法は他社とは大きく異なる。まず、ディメンショナルから FA にアクセスすることはなく、ディメンショナルのファンドを販売したい FA は自らディメンショナルに連絡を取る。その上で、ディメンショナルから質問票を送付され、電話面接を受け、更にディメンショナルのチームが FA のオフィスを訪問し、面談を行う。ここで問われるのは、ディメンショナルのビジネス・モデルの根幹にある低コスト戦略と運用スタイルの遵守に適した FA であるか、という点であり、具体的には、①個別銘柄の選定・売買では恒常的にマーケットをアウトパフォームすることは不可能であることについて合意していること、②顧客投資家に頻繁な取引をさせないこと、である。例えば、ディメンショナルによる FA のオフィス訪問では、個別銘柄の選定や回転売買に拘泥している様子であるか否かをオフィス環境から読み取ったりする。こうした一連の過程で、過去数千人の FA がディメンショナルのファンドを扱うことを拒否されている⁷。ディメンショナルによると、同社に連絡してくる FA のうち、最終的にファンドの取り扱いを認められる FA は半分にも満たないという。

このスクリーニングを通過した後、FA は住む地域によってオースティンもしくはサンタモニカのディメンショナルの施設に招かれ、二日間に渡るセミナーを受ける⁸。このための移動・宿泊費は FA 持ちとなる。ディメンショナルの幹部によると、これは FA の本気度を試す意味合いがあるという（また、低コスト戦略の一環とも考えられよう）。このセミナーは導入セミナーと位置づけられ、ユージーン・ファーマなどディメンショナルに所

⁵ ADR（米国預託証券）は米国外企業の株式を裏づけとして米国市場に上場する証券、GDR（国際預託証券）は欧州外企業の株式を裏づけとして欧州市場に上場する証券を指す。

⁶ “Strictly By the Book” *Barron's*, August 16, 2010

⁷ 本節は、Michael Lewis “The Evolution of an Investor” *Portfolio.com*, December 2007 に基づく。

⁸ サンタモニカおよびオースティンの社屋では、全国から来る FA 向けのセミナーを開催するためのフロアがある。

属する学者が、基礎的なポートフォリオ理論の講義を行う。そこでは、ディメンショナルの製品の説明や推奨は一切ない。

このように、ディメンショナルのファンドを販売するには、FA はある意味で「逆審査」を受けることになるが、一旦こうしたハードルを越えてしまえば、ディメンショナルの FA に対する販売支援は非常に手厚い。例えば、ディメンショナルの施設で行うセミナーでは、FA の顧客投資家向けトークの仕方、ストーリーの伝え方、更には FA の組織組成や人材開発、といったテーマも取り扱われる（ここでも個別製品の説明・販売は行われぬ）。また、ディメンショナルのファンドのみを扱う契約をする FA に対しては、顧客向け資料やウェブサイトの作成支援なども行う。

なお、対象となる FA は、売買ごとのコミッションを取らずに残高に応じた手数料のみを取るフィー・オンリーの独立系 FA が 70%以上を占める。これは、ディメンショナルが販売に回転売買の少なさを求めることによる。このチャンネルでは、1989 年当初からディメンショナルのファンドを扱ってきたチャールズ・シュワブの FA プラットフォームが圧倒的に最大のチャンネルとなっている。もっとも近年では、コミッション・ベースのビジネスも行う独立系ブローカー・ディーラーのチャンネルも開拓している。ディメンショナルは、同市場には 40 万人の FA、6,000~7,000 億ドルの資産があると推定しており、その規模ゆえに無視できないという。このチャンネルでは、傘下に多数の独立系ブローカー・ディーラーを抱える LPL が最大のチャンネルとなっている⁹。

前記のようなディメンショナルの運用哲学、更にこのような FA 対応から、ディメンショナルは米国の FA から熱狂的な支持を得ており、その様子は「宗教的」と喩えられることもある。その躍進ぶりは、米国の最大手クラスの運用会社が危機感を抱き、グーグルでディメンショナルを検索して出てくる画面に自社の広告を掲載したほどである¹⁰。実際、コジェント・リサーチ社の 2010 年度の調査によると、米国 FA が好む運用会社ランキングでディメンショナルは過去数年に渡り 1 位を維持してきた大手運用会社を逆転して 1 位になっている。同調査によると、FA 一人当たりのディメンショナルの収益は 10 万ドルと業界平均の 2 万ドルを大きく上回っており、同社が小数のロイヤリティの高い FA を採用している姿が浮き彫りになっている。

例えば、フィー・オンリーの FA の業界団体である全国個人 FA 協会（National Association of Personal Financial Advisors）の元会長リチャード・ベルマー氏が設立した地方 FA 会社ディアフィールド・フィナンシャル・アドバイザーズのモデル・ポートフォリオでは、株式運用の大部分がディメンショナルのファンドとなっている（図表 7）。この理由として同社は、①パッシブ運用のため手数料が低いこと、②平均的なインデックス・ファンドをやや上回るリターンを実現し得ること、③FA 経由で販売されているため長期投資家が多く、解約対応で保有証券の売却を迫られることが少ないこと、を挙げている。

⁹ LPL については、服部孝洋「米国リテール証券アドバイザーの多様化と LPL の成長戦略」『野村資本市場クォーターリー』2010 年春号参照。

¹⁰ Ron Lieber “Finding Success, Passionate Followers in Tow” *The New York Times*, January 28, 2011

図表 7 FA 会社のモデル・ポートフォリオの一例

| | | | |
|--------------------|-----|-----------------|-----|
| 米国株 | 25% | 債券 | 55% |
| iシェアーズS&P500インデックス | 9% | 米国債 | 14% |
| ディメンショナル米国大型株バリュウ | 8% | 課税地方債 | 13% |
| ディメンショナル米国小型株 | 4% | 非課税地方債 | 23% |
| ディメンショナル米国小型株バリュウ | 4% | ルーミス・セイルズ債券 | 5% |
| 外国株 | 13% | その他 | 7% |
| ディメンショナル国際大型株 | 3% | バンガードREITインデックス | 2% |
| ディメンショナル国際バリュウ | 3% | ピムコ商品リアルリターン戦略 | 5% |
| ディメンショナル国際小型株 | 2% | | |
| ディメンショナル国際小型株バリュウ | 2% | | |
| ディメンショナル新興市場コア株式 | 3% | | |

(出所) Shefali Anand “Who’s Afraid of Munis?” *The Wall Street Journal*, April 4, 2011

2. 機関投資家チャネル

ディメンショナルは、1980年代には機関投資家向け運用のみを行ってきた運用会社であり、現在でも安定した資金源として機関投資家市場を重視している。顧客は、機関投資家向け運用資産残高の過半を占める企業年金をはじめ、公務員年金、大学・財団、サブアドバイザー（保険会社が中心）など500以上に及ぶ（図表8）。顧客対応に当たっては、ユジーン・ファーマやケネス・フレンチがプレゼンをすることも多い。

また、特に大手顧客に対しては、セパレート・アカウントを用いてポートフォリオをカスタマイズすることも多い。例えば、ディメンショナルのプロダクトの一つになっているコモディティ運用も、当初はある顧客からの要請に基づき1億ドルから開始し、現在では倍増しており、更なる拡大を図っているという。

個人投資家チャネルにおけるFA同様、機関投資家チャネルでも顧客のロイヤリティは極めて高い模様である。ディメンショナルの機関投資家営業部門幹部によると、会社設立来、既存の機関投資家顧客を失ったのは、LDIへの移行等でマンドートのリストラクチャリングをするというケース以外にはないという。

図表 8 機関投資家顧客の例（一部抜粋）

| 地方公務員年金 | 海外年金 | 企業年金 |
|-----------------|--------------------------|---------|
| カリフォルニア州（カルパース） | APファンド（スウェーデン） | AT&T |
| アリゾナ州 | ヴィクトリア州運用公社 （オーストラリア） | ボーイング |
| イリノイ州 | | シティグループ |
| インディアナ州 | 非営利団体 | ケログ |
| メリーランド州 | カリフォルニア工科大学 | メルク |
| ユタ州 | カーネギー・メロン大学 | ペプシコ |
| サンフランシスコ市 | ウォレス財団 | ヴェライゾン |

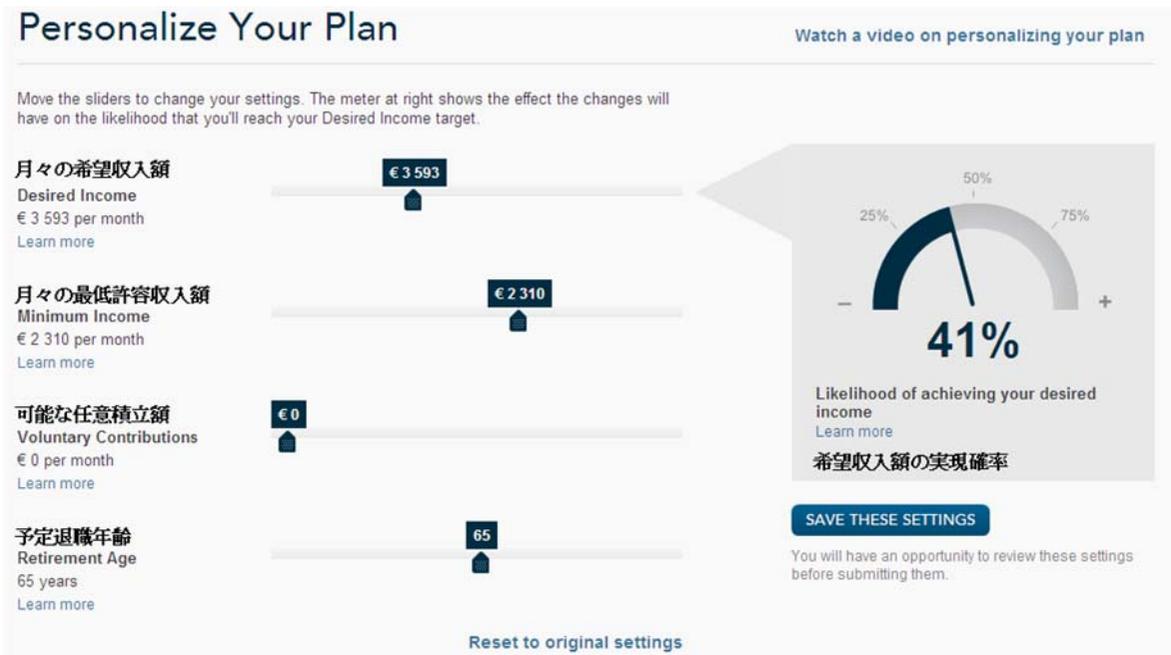
(出所) ディメンショナルのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

3. 確定拠出型年金チャネル

確定拠出型年金の資産は、ディメンショナルの機関投資家チャネルの運用資産残高 796 億ドルのうち約 130 億ドルを占めており、同社にとって重要市場となっている。確定拠出型年金向けにディメンショナルが提供しているのが、ディメンショナル・マネジド DC と呼ばれるプログラムである。これは、ノーベル経済学賞受賞者でディメンショナルの客員研究員であるロバート・マートン氏が開発した確定拠出型年金加入者向けのプランニング・ツールであり、ディメンショナルが 2009 年 12 月に買収したものである¹¹。ロバート・マートン氏自身が顧客向け説明会などを行うことも多い。

ディメンショナル・マネジド DC のフローは以下のようになる。まず、加入者が 4 つの質問、①月々の希望収入額、②月々の最低許容収入額、③可能な任意積立額、④予定退職年齢、に回答する。この回答と、事前にプログラムされた会社の人事部からの情報を統合し、どの程度の確率で退職後に希望収入額を実現できるか表示される (図表 9) 。①②は引き下げるほど、③④は引き上げるほど、この確率は高くなる。加入者は適宜、状況を確認してパラメータを変更することができる。その上で、ディメンショナル・マネジド DC が自動的にアセット・アロケーションを決定する。ここで用いられるファンドはディメンショナルのものだけであり、具体的には 4 本のファンド、株式では国内外のディメンショナルのファンドを組入れたファンド・オブ・ファンズ (13,000 の個別銘柄に投資することとなる)、債券ではインフレ連動型ファンド 2 本と短期債券ファンド 1 本となっている。

図表 9 ディメンショナル・マネジド DC のスクリーン



(出所) ディメンショナル資料

¹¹ 元々スマートネストと呼ばれていたが、2011 年よりディメンショナル・マネジド DC に改称された。なお、運営主体の法人名はディメンショナル・スマートネスト LLC のままである。

退職後は、インフレ連動型アニュイティといった年金給付用の金融商品を提供される。

ディメンショナル・マネジド DC の特徴としては、以下の三点が挙げられる。第一に、インターフェースが極めてシンプルなことである。設問は 4 つだけであり、加入者の金融リテラシーが必ずしも高くない点を考慮し、アセット・アロケーションやリスク許容度など金融に関わることは問わない。第二に、人は生涯を通じて一定の生活水準を維持したいと考えるというライフサイクル仮説に基づき、退職後ではなく現時点における希望収入額と最低許容収入額を問うている。これも、ユーザーにとってのわかりやすさを重視した仕組みである。第三に、低コストである点が挙げられる。元々ディメンショナルのファンドが低手数料である上、ファンドの本数を絞ることにより、管理コストの低下を図っており、ここでも低コスト戦略が貫徹されている。

IV おわりに

ディメンショナルの躍進の背景には、近年の米国資産運用業界の潮流がある。第一に、低コストなプロダクトに対するニーズの高まりが挙げられる。近年、機関投資家の間では、コア・サテライト戦略が広がった結果、パッシブ運用プロダクトの採用が増加してきた。また、個人投資家の間でも、投資に関する知識が普及したことに加え、2008 年の金融危機の影響もあり、投資信託のコストに対する認識が高まった。これは、金融危機後の 2009 年と 2010 年に、米国投資信託業界において、インデックス運用を中心に低コスト戦略を標榜するバンガードのファンドへの資金流入がトップになったことに表れている。

第二に、個人投資家の投資アドバイスに対するニーズの高まりが挙げられる。ドットコム・バブルの崩壊や金融危機で多額の損失を被るケースが多発したことを受け、個人投資家の間でプロのアドバイスを受けながら分散投資することの重要性に対する認識が広がった。これは、2002 年から 2005 年にかけて、米国投資信託業界において、FA 経由の販売に特化したキャピタル・リサーチのファンドへの資金流入がトップであったことに表れている。

第三に、機関投資家によるマネージャー分散化の流れが挙げられる。年金基金などの機関投資家がパフォーマンスの向上を図るべく、従来のバランス型マニデートから特化型マニデートへとシフトする中で、運用スタイルのドリフトが少ない運用会社がより選定されるようになった。

このように、低コスト戦略と運用スタイルの遵守に加え、FA 経由で個人投資家にファンドを販売するというビジネス・モデルを持つディメンショナルの台頭は、米国資産運用業界の潮流を反映したものと見ることもでき、今後の同社の動向が注目される。