



EXECUTIVE SUMMARY

- GPIFでは全資産の約2割をアクティブ運用機関に委託して運用しているが、2014～2016年度の3年間で目標超過収益率を達成したファンドは少数にとどまる。
- この原因としては、GPIFの選定能力の問題に加え、アクティブ運用機関側には目標超過収益率の設定が適切でない可能性及びキャパシティ管理より受託残高の増大に注力している可能性が考えられる。
- このため、従来の固定報酬や緩やかな実績連動報酬の仕組みを改め、次のような新しい実績連動報酬を導入した。
 - ① アラインメント強化のため、基本報酬率をパッシブ運用の料率まで引き下げるとともに、実績連動報酬部分の上限を撤廃
 - ② 報酬額が中長期的な運用成果に連動するよう、毎年の報酬支払を一部留保するキャリーオーバーを導入
 - ③ 中長期的な運用目標の達成を可能とするため、複数年契約を締結
- GPIFはユニバーサル・オーナーとしてパッシブ運用への依存度が高い。パッシブ運用は効率的な市場が前提であり、市場が効率的であるためにはアクティブ運用は不可欠。今回の新実績連動報酬の導入がアクティブ運用機関の一層の高度化につながることを期待



INDEX

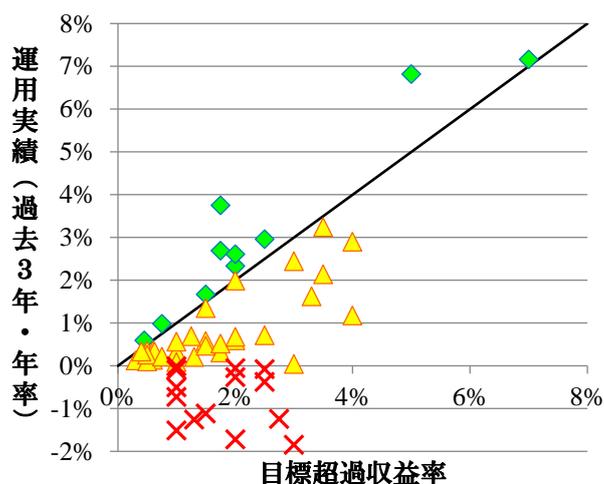
1. 問題意識	2
2. 新しい実績連動報酬の体系	4
(1) 基本報酬と実績連動報酬	4
(2) キャリーオーバー	5
(3) 複数年契約	5
3. 検討過程	6
(1) 現行の実績連動報酬	6
(2) 上下限の拡大	6
(3) 上限撤廃とインフォメーションレシオによる配分率調整	7
(4) 配分率の固定	8
(5) ハイウォーターマーク、クローバックとキャリーオーバー	8
(6) 超過収益の3年平均方式と累積キャリーオーバーからの定率支払	8
(7) 基本報酬率の設定	9
(8) 複数年契約	9
4. 終わりに	10

¹ 本稿のうち意見に関する部分は、著者の個人の見解である。

1. 問題意識

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）においては、160兆円の資産のうち伝統的資産の約2割をアクティブ運用により運用受託機関との投資一任契約を通じて運用を行っている。しかしながらその運用成果は必ずしも芳しいものではないのが現実である。2014～2016年度の3年間において運用受託機関が掲げている目標超過収益を達成しているファンドは図表1のとおり少数にとどまる。

図表1：GPIF 既存ファンドの運用目標と実績



この原因はいくつか考えられる。まず考えられるのは、市場が十分に効率的でありアクティブ運用が活躍する余地が限定的なのではないか、ということである。この点については Sykes and Dell[2017]の分析によると、先進国グローバル大型株のユニバースにおける過去10年間の平均超過収益率は1.1%であったとされ²、GPIFにおいても図表1のとおり約3/4のファンドは超過収益を生み出していることを踏まえると、市場の非効率性の活用余地は残っているものと考えられる。次に考えられるのは、GPIFの運用受託機関の選定能力が低いのではないかということである。同じく Sykes and Dell[2017]によ

ると、先進国グローバル大型株のユニバースにおいて、過去10年間で平均的な目標超過収益率である2.7%を上回ったファンドは26%存在したとされており³、データベースの生存バイアスを考慮に入れるとしても、GPIFの目標到達率より勝っている。GPIFの選定能力に改善の余地があるということは、自らも認識しているところであり、常日頃より高度化に取り組んでいるものである。

視点を変えて、運用受託機関側の原因について考察すると、第一に、各運用受託機関の設定している目標超過収益率が適切ではないのではないかとということである。第二に、各運用受託機関が経営上の要請から残高の増大に注力し、運用キャパシティを厳格に管理して超過収益

² MercerInsight に登録されたファンドの2017年6月までの過去10年間の平均。

³ MercerInsight に登録されたファンドの2016年12月まで過去10年間のデータによる。

GPIF の新しい実績連動報酬

を獲得することが第二義的になってしまっているのではないかということである。

現行の固定報酬やゆるやかな実績連動報酬の仕組みのもとでは、運用成果の如何に関わらず相応の報酬が支払われてしまうことから、目標超過収益率を適切に設定し、超過収益獲得のために創意工夫を重ねたり、運用キャパシティを管理したりする動機付けが運用受託機関サイドで働かず、課題解決の道が遠くなるものと考えられた⁴。こうした問題意識を踏まえ、GPIFとしては、超過収益獲得への取組強化の一つの手段として、新しい実績連動報酬体系の導入を決定したものである。

⁴ Ross and Turner[1999]によれば、固定報酬でも投資家と運用受託機関の利害の一致は図れるとされているが、キャパシティ管理の重要性を軽視している部分があり、支持できない。

2. 新しい実績連動報酬の体系

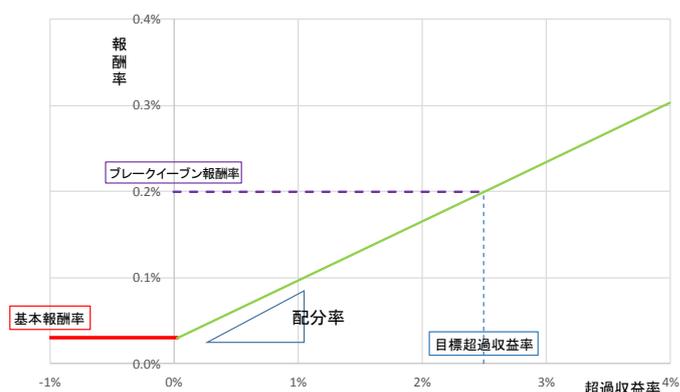
GPIF は、新しい実績連動報酬の導入にあたり、

- 前述の問題意識を踏まえて GPIF と運用受託機関のアラインメント強化の目的で、運用成果と報酬の連動性を強めるべく、基本報酬率を引き下げ、報酬率の上限も撤廃する、
- 他方、報酬が中長期的な運用成果に対して連動するように、報酬を一部留保して支払額を平準化するキャリーオーバーの仕組みを取り入れる、
- 加えて運用受託機関による中長期的な運用目標の達成を可能とするため、今回の実績連動報酬の導入に際して、原則として運用受託機関と複数年契約（コミットメント）を締結する、という3つの取組みを実施している。

（1）基本報酬と実績連動報酬

報酬額は基本報酬と実績連動報酬から構成される。基本報酬率については、思い切って機関投資家向けのパッシブ運用の料率まで引き下げている。実績連動報酬については、基本報酬率を上回る部分の超過収益率に配分率と日次平残を乗じて計算することで運用成果の金額的貢献を正確に計測し、かつ報酬率の上限は設けないこととした。なお、配分率については、目標超過収益率と既存の契約で目標超過収益率を達成した場合に支払われる報酬率をもとに計算される⁵。新しい実績連動報酬のペイオフは図表2のとおりとなる。

図表2：新しい実績連動報酬のペイオフ



⁵配分率 = $\frac{\text{ブレークイーブン報酬率} - \text{基本報酬率}}{\text{目標超過収益率} - \text{基本報酬率}}$

ブレークイーブン報酬率は、既存契約において目標超過収益率を達成した場合の手数料率を指す。

GPIF の新しい実績連動報酬

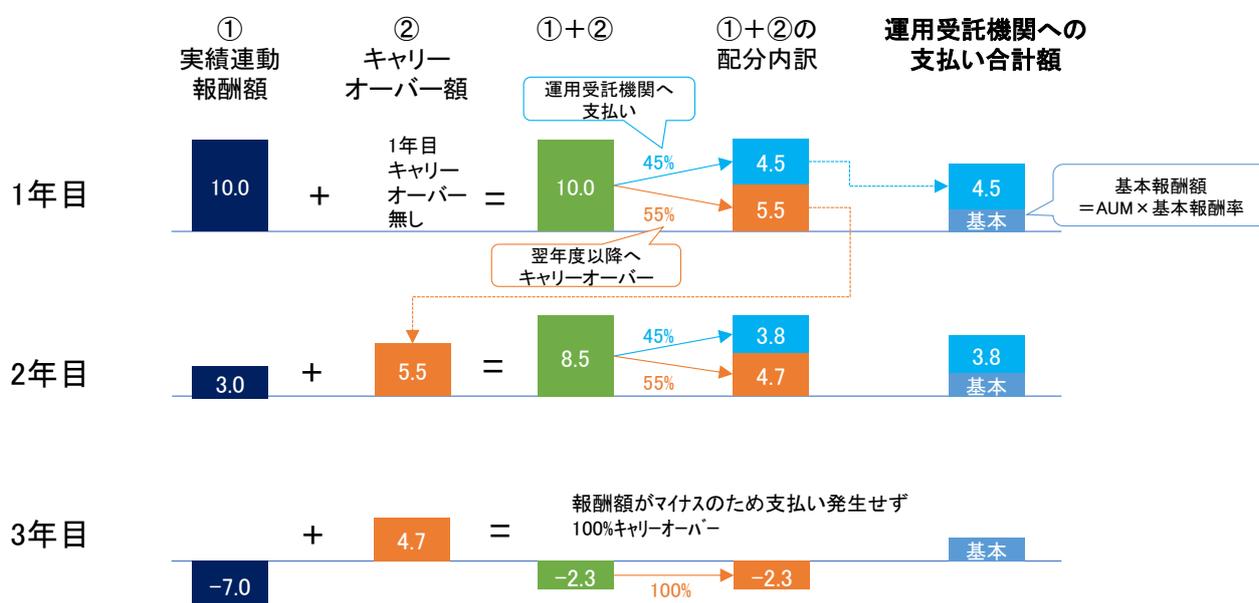
(2) キャリーオーバー

毎年計算される実績連動報酬額について、全額を毎年支払うのではなく、累積額の 45%を運用受託機関に支払い、残りの 55%はキャリーオーバーとして次年度に繰り越す仕組みとした。この概念を図示すると図表 3 のとおりとなる。

(3) 複数年契約

今回の新しい実績連動報酬制度の実施と同時に、一部運用受託機関とは複数年契約を締結し、契約期間をコミットすることとした。

図表 3：キャリーオーバーの概念図



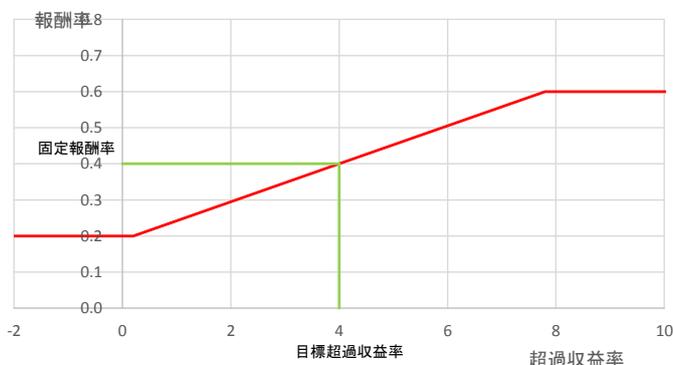
3. 検討過程

Senik[2011]によると、実績連動報酬の仕組みを構築するにあたっては、①投資家にとっての公正性、②運用受託機関にとってのインセンティブ、③管理面における実践性の3要素を備えることが大切とされる。検討過程で浮上した数々の案についてこれらの観点から検討し、最終案に至ったプロセスについて説明したい。

(1) 現行の実績連動報酬

GPIF においては、既に 2013 年よりゆるやかな実績連動報酬を導入してきたところである。これは報酬率に上下限が設定されているもので、パーティカル・ブル・コール・スプレッド型と呼ばれる。アセットオーナーが報酬率の最低保証をする代わりに運用受託機関も報酬率の上限設定を容認するという点で一定の公正性があり、運用受託機関の過度なリスクテイクを防止できるという長所を有する反面、実態としては上下限の幅が狭く、固定報酬と大差ないことから、目標超過収益獲得やキャパシティ管理に向けての運用受託機関の動機付けが弱い。過去 3 年平均の超過収益率を使って、当年度の月次平残をもとに報酬計算を行うことから、運用受託機関の金額的な貢献度に基づく報酬計算になっていない、という課題を有していた。

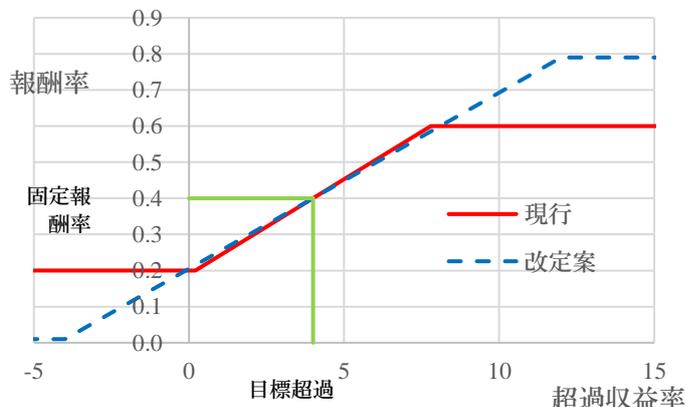
図表 4：現行の実績連動報酬



(2) 上下限の拡大

運用成果と報酬の連動性を高めて運用受託機関の動機付けを向上させる観点から、現行方式における報酬の上下限を拡大する方法がまず検討された。しかしながらこの方法では上限が残ることから中途半端な性格が残る。下限の拡大により、超過収益がマイナス圏内においても実績連動報酬が発生するかのような誤解を生じかねないという課題が残った。

図表 5：上下限の拡大



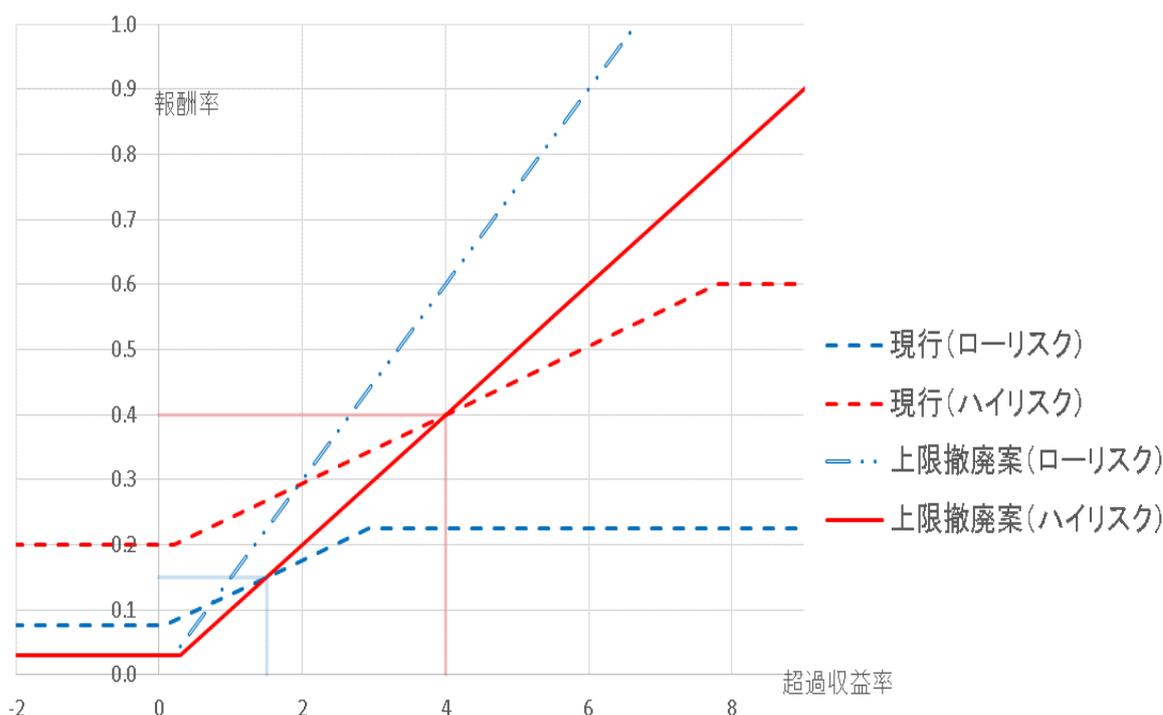
(3) 上限撤廃とインフォメーションレシオによる配分率調整

次に検討されたのは、運用受託機関の動機付けを高めるために、上限を撤廃するとともに、インフォメーションレシオ⁶によって配分率を調整する、即ち図表 6 のようにインフォメーションレシオの高いファンドほど配分率を高める方法である。

この方法は、リスク活用の効率性に着目したものであり、一定の公正性を有していたものの、160 兆円という

GPIF の規模を考慮した場合、アクティブ運用の採用には限界があり、今後も現状と同程度にパッシブ運用中心の運用構造が継続するものと考え、リスクテイクを促す方向に動機付けするほうが、GPIF 全体としてより超過収益への取組強化が期待できることから、過度にインフォメーションレシオに着目する必然性はないと考えられ、この案は適切ではないという結論となった。

図表 6：上限撤廃案（インフォメーションレシオ考慮）



⁶ インフォメーションレシオとは、超過収益率／アクティブリスクによって計算される比率。アクティブリスクは超過収益率の標準偏差であることから、運用受託機関が取ったリスクに対するリターンの効率性を表す指標となる。

(4) 配分率の固定

次に、報酬率の上限撤廃のうえ、配分率を全ての運用受託機関について一定の値とする方法が検討された。この方法は、GPIF と運用受託機関の双方にとって公正性が高いものと期待されたが、一方で、配分率の設定次第では、管理運用手数料総額の削減が目的との誤解を招く懸念があった。

こうした観点から、2.(1) で記載した配分率の計算式のとおり、現行の固定報酬率や実績連動報酬のプレークイーブン報酬率を基準として配分率を決定することとした⁷。これによって、従来の契約内容を尊重し、実務上の実践性に配慮するとともに、目標超過収益率を達成すれば、従来と同じ報酬水準が保証されることとなり、管理運用手数料総額の削減が今回の制度改定の目的ではないという GPIF のメッセージが明確になった。

(5) ハイウォーターマーク、クローバックとキャリーオーバー

上限を撤廃した実績連動報酬については、コールオプション性⁸に起因する過剰払い問題を軽減する手立てが不可欠となる。この観点から当初は、ハイウォーターマーク⁹やクローバック¹⁰といった仕組みが検討された。しかしながら、ハイウォーターマークは運用開始の当初

に優秀な成績を挙げ、その後の運用成績が不振に陥った場合に過剰払い問題が残ることが課題となった。クローバックについては、報酬を受領した運用受託機関において GPIF に対する払い戻しのリスクを負うため、会計上は収益認識ができない一方で、税務上は益金として処理され納税義務が発生してしまうケースが多いことから、運用受託機関の財務上不利なものとなることが判明した。これらの課題を踏まえ、クローバックと同等の効果を持つものとして、報酬の一部を GPIF に留保し、残額を運用受託機関に支払うキャリーオーバー方式が優れているのではないかと考えられた¹¹。

(6) 超過収益の3年平均方式と累積キャリーオーバーからの定率支払

支払根拠となる超過収益率については従来の3年平均方式を軸に考えていたところ、一部の運用受託機関から、実績連動報酬額をキャリーオーバーとして累積させ、当該累積額の定率(45%)を支払うことでも同等の効果が得られるという指摘があった。この定率支払方式は、3年平均方式と異なり、超過収益額のプラスもマイナスも長期にわたって考慮できること(3年平均方式だと、3年を経過すると以後の計算に影響を全く与えなく

⁷ Sykes and Dell[2017]によると、配分率は5%~25%が適切とされる。また、Hodgson[2017]は基本報酬が0%なら配分率は33%が適切という。

⁸ 図表2のような実績連動報酬のペイオフはコールオプションに類似し、この仕組みを単年度毎に適用すると、プラスの超過収益となった年度にはプラスの実績連動報酬が支払われるが、超過収益がマイナスの年度にはマイナスの実績連動報酬が発生することがない。このため、投資期間通期での累積超過リターンがマイナスであるにも関わらず実績連動報酬額の累計がプラスになるという状況が発生しうる。このことをコールオプション性に起因する過剰払い問題という。

⁹ ハイウォーターマークとは、投資開始来の最も高い累積超過リターンを上回った部分について実績連動報酬を支払う仕組み。ヘッジファンドなどで運用受託機関と投資家の利害の一致のため採用される報酬計算方法。

¹⁰ クローバックとは、投資を開始して一定期間経過後に累積超過リターンがマイナスの場合には、運用受託機関がそれまでに受領した実績連動報酬の一部を投資家に返還する仕組み。プライベートエクイティなどで運用受託機関と投資家の利害の一致のため採用される報酬計算方法。

¹¹ Hodgson[2017]は、クローバックに課題がある場合には、代替案として50%の支払留保(キャリーオーバー)が適切ではないかとしている。

なる)と、3年平均方式よりも計算が簡易であることから、GPIF にとっての公正性が高く、実務上の実践性にも富むと判断し、最終的にこの方式を採用することとした。

(7) 基本報酬率の設定

現行の実績連動報酬においては、上下限の幅が狭いことから、基本報酬率が相応の水準となり、アクティブ運用を実施する人件費等の経営コストにも配慮する形となっていた。しかしながら、GPIF としては、基本的にパッシブ運用のみで年金財政上の運用目標を達成することができ、アクティブ運用はあくまでも超過収益の確信がある場合のみ実施すればよいものであることを踏まえ、成果の出ないアクティブ運用に対して多額の報酬を支払うことについては抵抗感が強い。従って基本報酬率は、運用受託機関のコスト構造とは無関係に、GPIF にとっての代替手段であるパッシブ運用の手数料水準が適切と考えられた。ただし、GPIF のパッシブ運用は運用金額が巨額であることもあって極めて低廉な水準となっていることから、コンサルタント等から聴取した、年金基金等の機関投資家向けパッシブ運用の水準を採用することとした。

一般社会においては、財やサービスの価格は、それらが有する価値をもとに需給関係によって決まるものであって、供給者のコスト構造が価格に直接反映するものは公共料金等に限定されていること、及び高報酬のファンドマネジャーやアナリストといった専門家の雇用により固定費が相応の水準になるとしても運用成果が上がらなければ顧客にとって意味がないことを踏まえれば、今回の基本報酬率の設定方法は公正な考え方ではないか。しかしながら運用業界においては、こうした考え方の変化は、経営の在り方に抜本的な見直しを要する思想的な変革と見做しうるのではないかと考える。

(8) 複数年契約

目標超過収益率の達成度の低さについて議論する過程で、運用成果が発現する前に、アセットオーナーが短期間の運用不振を理由として解約するケースが多いことが、目標超過収益率達成の障害になっているのではないか、という意見が運用受託機関から多く寄せられた。実績連動報酬の仕組みを改め、運用受託機関に対して運用成果を厳しく追求する以上は、GPIF としても、中長期的な運用目標の達成を可能にする趣旨で、契約期間に一定のコミットメントを行うことが適切ではないかという結論に到った。オルタナティブ資産においては契約期間のコミットメントは日常茶飯的に行われているが、伝統的資産においては、解約権の行使が自由にできる構成が一般的であり、前例のないスキームであったが、今般、一部の運用受託機関とこうした契約の締結に踏み切った。今後、新規に契約する先とは、複数年契約を前提にしたいと考えている。

4. 終わりに

今回の実績連動報酬の導入によっても残る課題は存在する。新規採用の場合の配分率の設定といったことである。こうした課題については引き続き検討を進めたいと考えている。

今回の新しい実績連動報酬の導入は、GPIF における超過収益獲得への取組強化という個別の事情から生まれたものであるが、GPIF の位置づけや資産規模を踏まえると、運用業界全体へのインパクトが大きいことは十二分に認識しているものである。GPIF は法律上の制約から運用の大半を外部委託せざるを得ない立場にあり、運用成果にコミットした足腰の強い運用受託機関の存在は GPIF の業務運営の死命を制するといっても過言ではない。のみならず、GPIF はユニバーサルオーナーと

してパッシブ運用への依存度が高いが、パッシブ運用が成果を上げるためには、効率的な資本市場が大前提であり、市場の効率化に日々力を尽しているアクティブ運用は GPIF にとって不可欠な存在である。今回の仕組みの導入を契機として、運用業界とりわけアクティブ運用機関の一層の高度化に繋がるのであれば、GPIF 及び被保険者にとってこの上ない利益がもたらされるものと確信する。

今回の新しい実績連動報酬の仕組みを検討するにあたり、多数の運用受託機関及びコンサルタントの方々から貴重なご意見をいただくことができた。この場を借りて厚く御礼申し上げたい。

<参考文献>

1. Nick Sykes and Richard Dell [2017] “Investment Management Fees - Seeking Fairness and Alignment”, Research Perspectives Vol.6; No.1/5, 25 September 2017, Mercer
2. Leola B. Ross and Andrew L. Turner [1999] “Incentive Fees: Have Our Fears Been Unfounded?”, Russell Research Commentary, September 1999
3. Dimitri A. Senic, CFA [2011] “Practical Issues with Performance-Based Fees”, CFA Institute Conference Proceedings Quarterly, March 2011
4. Tim Hodgson [2017] “An Alternative Approach to Asset Manager Fees - Fees get another rethink-”, October 18, 2017, Thinking Ahead Institute, Willis Towers Watson