

GPIF委託調査研究

**運用受託機関の役職員の報酬体系
（インセンティブ構造）についての
調査業務**

<公表用レポート>

**2019年3月
Mercer**

本調査の背景と目的、アプローチ

本調査の背景と目的

- GPIFにおいては、2017年および2018年スチュワードシップ活動報告にもあるとおり、ここ数年にわたり、投資原則の公表、スチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則の公表、ESG投資に関する世界銀行グループとの共同研究、関係機関とのエンゲージメント強化等の様々な取り組みを通じ、ミッションである被保険者の利益に資する長期的な投資リターンの拡大を着実に実現してきた
- ここ数年間は、国内外の株式市場の上昇等の環境要因および効率的な組織運営も奏功し、運用実績は年金財政計算上の前提を大きく上回って順調に推移する一方で、全資産の約2割を占めるアクティブ運用においては、2014年～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結果となっている
- 目標超過収益率未達の原因としては、現状のアクティブ運用機関の選定に関する課題感に加え、アクティブ運用機関側の運営が適切でない可能性（特に、経営上の要請から超過収益獲得よりも受託残高増大に注力している可能性）も想起される中、2018年度には運用受託機関に対して全面的に実績連動報酬制度を導入し、alignment of interest を重視する姿勢を示している
- このような一連の文脈の中、運用受託機関の役職員の報酬体系に関して、**ショートターミズムを助長するインセンティブ構造になっていないか、また長期のアセットオーナーが期待する長期的なリターン向上に資する報酬体系になっているか**、といった点を合わせて明らかにすることが有意義と考えられる
- 以上の問題意識に鑑み、本調査では、現時点の運用受託機関の報酬に対する考え方や報酬体系（特にインセンティブ構造）について、質問票ベースおよびヒアリング調査を実施し、現状の報酬体系が長期のアセットオーナーが期待する長期的なリターン向上に資する仕組みとなっているかの整理・確認を行うと共に、今後の運用受託機関の選定・評価に反映させていくことを目指した

本調査のアプローチ

Questionnaire

- ・ 全最終運用受託機関に対する報酬体系の質問票ベースの調査



- ✓ オルタナティブを除く国内外株式・債券の全運用受託機関の最高経営責任者、最高投資責任者、戦略運用責任者に関する報酬体系の調査（再委託先がある場合、再委託先に実施）
- ✓ 質問票は全受託機関共通。役職員の行動に影響を与えうる報酬・その他人事関連項目を幅広く選定（※集計・分析のし易さを考慮し、できるだけ定量的回答が得られるように留意）

Follow-up Interview

- ・ 全調査対象先に対する対面または電話インタビュー



- ✓ 改めて今回の趣旨を説明
- ✓ 調査対象の運用機関全てについて、対面または電話でインタビュー実施
- ✓ 調査票にご記入いただいた内容を踏まえた上で、ショートターミズムを助長する構造になっていないか、長期的なリターン向上に資するインセンティブ体系になっているか、を中心としてフォローアップ

Reporting

- ・ 質問票調査・インタビュー結果のとりまとめ
- ・ GPIFによる今後の報酬体系アセスメントのあり方への示唆



- ✓ 質問票及びインタビューを通じて得られた各社報酬体系に関する事実及び示唆を、個別報告書としてとりまとめ
- ✓ 各運用受託機関の現状を評価しつつ、全受託機関における報酬体系を俯瞰し、超長期アセットオーナーが期待するリターン向上に資する報酬体系フレームワークのアセスメントの観点を整理
- ✓ GPIFによる今後の運用機関の年間評価の一環としての報酬体系（インセンティブ構造）に関するアセスメントのあり方への示唆を提示

全体傾向

報酬体系（インセンティブ構造）調査結果概要

- 最終運用受託機関の役職員の報酬体系（インセンティブ構造）を、ショートターミズムを助長しない、また長期的なリターン向上に資するかという観点でレビューした。
- この結果、ショートターミズムの助長に関しては、特にEU/UK等における経営の健全性の観点からのガイドライン制定等の動きもあり、単年の運用成績を含む定量指標を機械的に評価のうえ、過度に大きく個人賞与に反映するといった仕組みはほとんどみられなかった。
- 長期的なリターンの向上に資するか、という観点に関しては特に進んでいる運用機関(Leading company)においては、それぞれの組織の成り立ち、特性を踏まえた下記のような工夫を行っていた。

- 長期的なリターンの向上を促進する考え方を明文化したり、そうした考え方に沿った運用が徹底されるような報酬の仕組みづくり、コミュニケーションがなされている
- 変動報酬の割合およびその変動を適切に設定している
- Investment Performanceを重視する一方、AUMについては重視しない
- Investment Performanceを過去1年、3年、5年（一部では8年、10年も）見ている
- 個人のみでなくチーム全体の協働や中長期的な能力開発や貢献を評価する
- 報酬の仕組みとしてKPIやそのウェイトを一定程度機械的に算出した上で、discretion（裁量）を持ち環境要因を適切に排除し、本来評価すべき貢献に報いている
- 支払いや金額確定にdeferred（繰延べ）の仕組み（場合によっては支払い時点で在籍要件に加え、運用成績/業績要件も）を持たせている
- 自己/自社のファンドに投資する仕組みを設けている

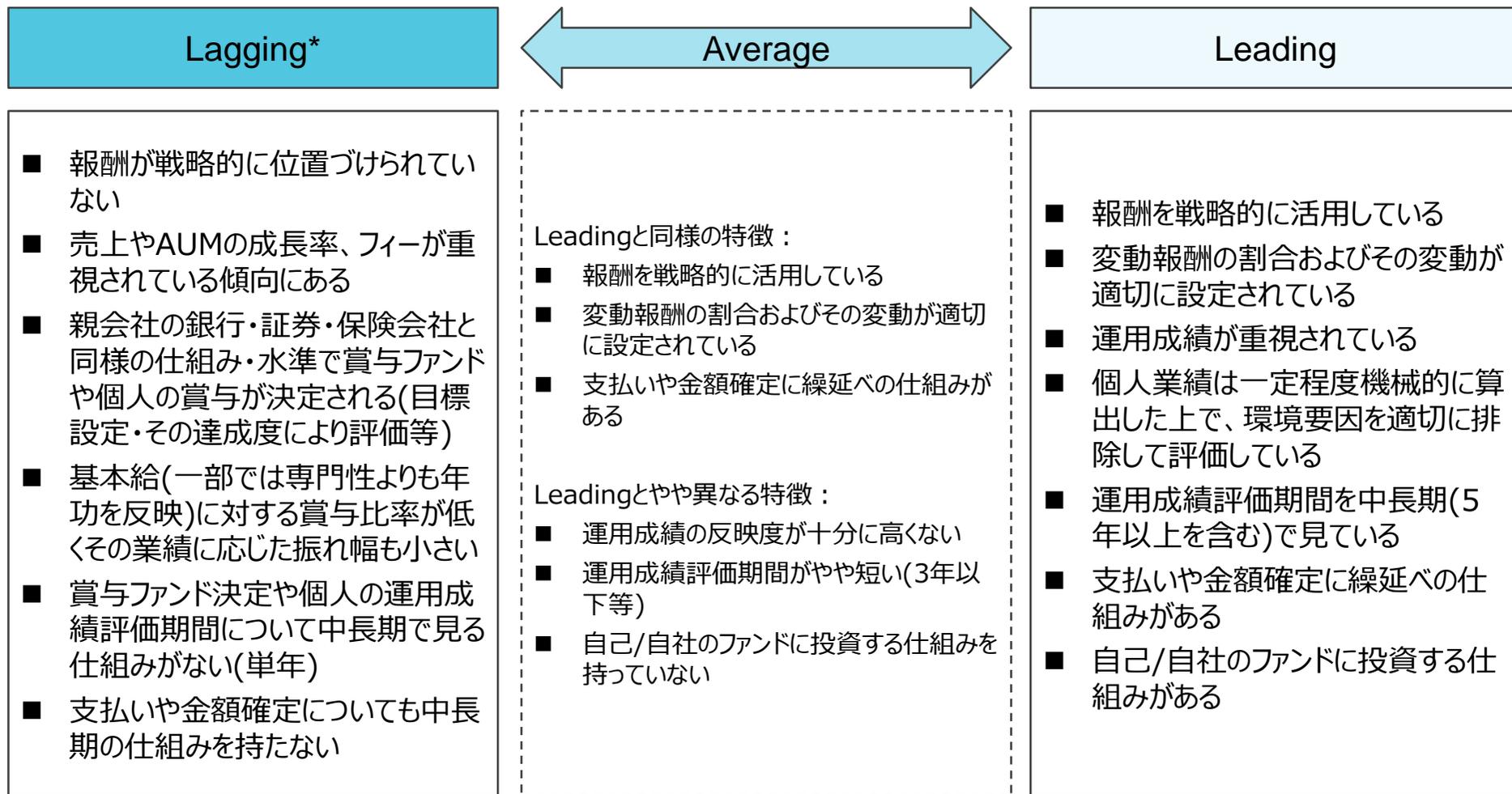
- なお、ESG Headに関しては、情報提供先が少なく、またその位置付けに沿った報酬の仕組みづくりを行っている運用機関は、現時点では限定的であった。

報酬体系理解の観点 (特にファンドマネージャー・ヘッド)

| 観点 | | 内容 | |
|----|-----------------------------|-------------------------------|---|
| 1 | 報酬体系の基本的な考え方 | GPIFが期待する要件の整合性 | ・ショートターミズムの回避、および中長期での高い運用成績の創出を促進するような報酬体系を志向している(明文化、従業員コミュニケーション、実際の運用) |
| 2 | 賞与全体額の決定方法 | 会社業績との連動 | ・会社業績が芳しくない場合でも極端に賞与全体額が縮小することなく、高業績者に対して十分に遇することが可能である |
| 3 | | 運用成績の反映 | ・賞与全体額の決定要素として、会社全体の運用成績を含んでいる |
| 4 | 賞与 個人賞与決定のためのKPI(業績評価指標) | 運用成績のウェイト | ・個人のボーナス決定KPIに占める運用成績のウェイトが高く設定されている(目安: KPI全体の70%以上) |
| 5 | | 5年以上の運用成績の反映 | ・個人の運用成績は、過去5年間以上の期間を含めて、個人のボーナス決定KPIに反映されており、ショートターミズムの回避につなげている |
| 6 | | AUMの反映 | ・個人のボーナス決定KPIに、AUM増減は反映されておらず、既存ファンドの運用成績向上に注力することを促している |
| 7 | | ボーナスの構成比率や、ボーナスの振れ幅が適切に大きい | ・ボーナスの構成比率が適切に大きく(例、ベース給の100%程度以上)、更に運用成績反映に伴うボーナスの振れ幅も適切に大きい(例、0.5~1.5倍程度以上) |
| 8 | | 繰延べ賞与 | ・ボーナスの一部を単年度キャッシュとしてではなく、数年後に支給する仕組みあり(支給するものはキャッシュに限らず、株式や運用ファンド連動型等のものも含む) |
| 9 | LTI (中長期業績賞与) | LTIの仕組みの有無 | ・中長期キャッシュプランや譲渡制限付き株式、業績連動型株式報酬等、付与から権利行使/支給まで期間のある報酬(LTI)の仕組みがある |
| 10 | 自己資金のファンド投資 | 自己資金の自己/自社運用ファンドへ投資の仕組み・推奨の有無 | ・ボーナスやLTIの一部を自己/自社運用のファンドに投資(もしくは連動)する仕組みがある。もしくは、自己資金を投資することを会社として推奨している |
| 11 | 自社株保有の仕組み | 自社株保有の仕組みあり | ・自社の株式が付与される仕組みがある(ファントムストックを含む。但し、投資ファンド以外のビジネスを含む親会社株式の付与は対象外とする) |

報酬体系（インセンティブ構造）カテゴリー別概要

- 最終委託機関の役職員の報酬体系（インセンティブ構造）を、ショートターミズムを助長しない、また長期的なリターン向上に資するかという観点で評価し、3つのカテゴリーに分類した。それぞれの大きな特徴は以下の通り。



*EU/UKを初めとする経営の健全性の観点からのガイドライン制定等の動きもあり、ショートターミズムを助長するような仕組みはほぼみられなかった。Laggingに分類されたのは報酬体系を戦略的に位置づけしていない運用機関が多い。

報酬体系（インセンティブ構造）全体像 1/2

カテゴリー別

| Lagging | Average | Leading |
|---------------------------------|--|---|
| <p>開示度低 (N=5)</p> | <p>中間的な位置づけ (N=10) Leadingと同様に、</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 報酬を戦略的に活用しており、支払いや金額確定を繰延べる仕組みがある <p>一方で、</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 運用成績の反映度が十分に高くない仕組みとなっている | <p>報酬を戦略的に活用 (N=20)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 報酬の仕組みとして運用成績を中心とするKPIやそのウェイトを一定程度機械的に算出した上で、discretion(裁量)を持ち環境要因を適切に排除し、チーム/個人の貢献に報いる工夫がある |
| <p>報酬に対し固有の考え方 (N=1)</p> | <p>中間的な位置づけ (N=2)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 5年以上の運用成績に連動して個人の賞与が決定するほか、固定報酬に対する変動報酬の比率やその変動の程度も高め ✓ Deferred(繰延べ)や自社ファンドへの投資の仕組みも採用 | |

International

Domestic

報酬体系（インセンティブ構造）全体像 2 / 2

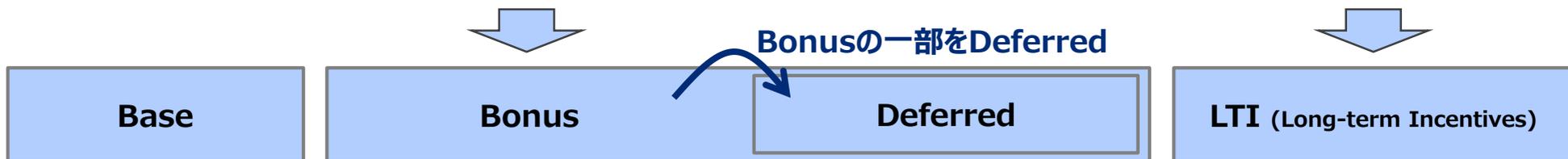
会社形態別

| | | | |
|--|---|--|----------------------|
| <p>Listed (N=5)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Mutual Fund Unitあり ✓ 会社業績要件に紐付く株式の付与/持ち株制度あり | <p>Parent Listed (N=21)</p> <p>銀行・証券・保険会社等の子会社</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 特にCEO/CIOについては親会社の報酬の仕組みの範囲内であるケースも多いものの、運用会社としての独自性（運用成績重視、市場環境/長期運用成績変動の中での中長期成績の重視等）をある程度有している | <p>Private – Partnership (N=5)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ プロフィットシェア(利益分配型賞与) / 自社株保有/ファンドへの投資あり ✓ 個人として強い運用プロフェッショナルを長期視点で育てている <p>Private – Others (N=5)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ ファントムストックの仕組みあり ✓ 賞与比率・賞与のKPIとしての運用成績のウェイトが高い | International |
| <p>Parent Listed (N=9)</p> <p>銀行・証券・保険会社等の子会社</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 親会社・グループ会社の報酬の仕組み・水準の範囲内のケースが多い ✓ 一方で長期的な人材育成・チーム運用を重視 | | | Domestic |

報酬体系（インセンティブ構造）概要：全体像

当年の業績を反映して支給額が決定

当年に基準額/株数が決定し、当年～支給時までの業績/株価変動を反映して支給額/株数が決定



Base :

- 業績によらず固定的に現金支給。年に1回、市場昇給率やインフレ率、職責や評価等の社内ルールに従って昇給・改定
- Base、および総報酬は各国の報酬マーケットを勘案して競争力のある水準を決定

Bonusプール :

- 会社業績(トップダウン)と個人の積上げ(ボトムアップ)の両方を勘案して、一定範囲で増減
- ### Bonus(個人への配分):
- KPIは定量(単・過去複数年の運用成績、会社・部門業績等、ウェイトは高め)と定性にて構成
 - 運用上の振れ幅(上下限)は、業績に応じてメリハリを利かせている
 - KPIや振れ幅(上下限)を仕組みとして決定している場合と裁量の場合がある

Deferred Bonus :

- Bonusとして金額確定の後、その一部を数年後に(または翌年以降の複数年にわたって)現金支給

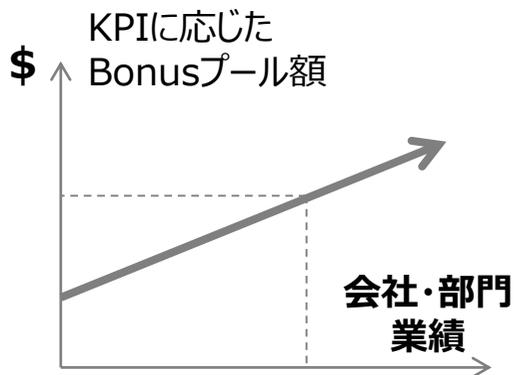
Long-term Incentives :

- (親会社・自社の)株式/ストックオプション、ファントムストックとして、当年(もしくは数年かけて)基準額/株数を付与し、その数年後に株価・会社業績に応じて現金/株式を支給

Deferred Bonusの中で、支給時までに金額を変動させる報酬は、実質的にLTIと同等の効果(リテンションだけでなく、長期の業績向上への動機付けの効果)がある

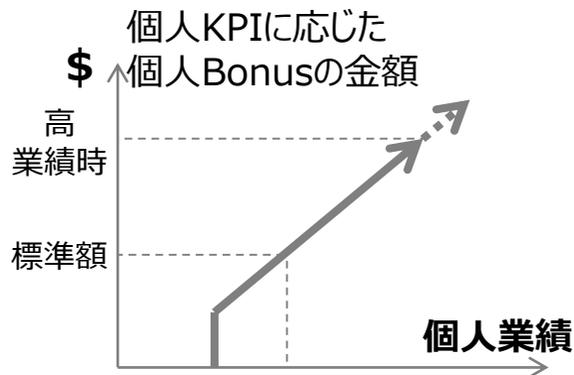
報酬体系（インセンティブ構造）概要：BONUS

Bonusプールの決定



- 会社・部門業績に応じて増減。但し、過度な増減を避けるため、前年実績や個人Bonus積上げ(ボトムアップ)も勘案して決定
 - 全社の運用成績を反映する場合もある
 - 会社・部門業績に応じて、Bonusプールの大幅な増減を想定する場合もある

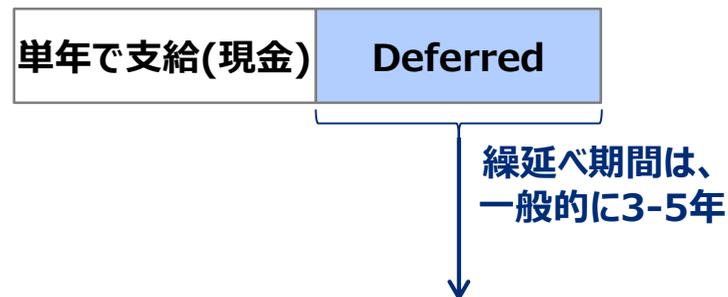
Bonus(個人への配分)



- KPIは定量(単・過去複数年の運用成績、会社・部門業績等、ウェイトは高め)と定性にて構成
 - KPIの定量ウェイトが小さい場合もある
- 運用上の振れ幅(上下限)は、メリハリを利かせている
 - 上図のようにボーナス下限がゼロとしている場合もある

Bonusの支給

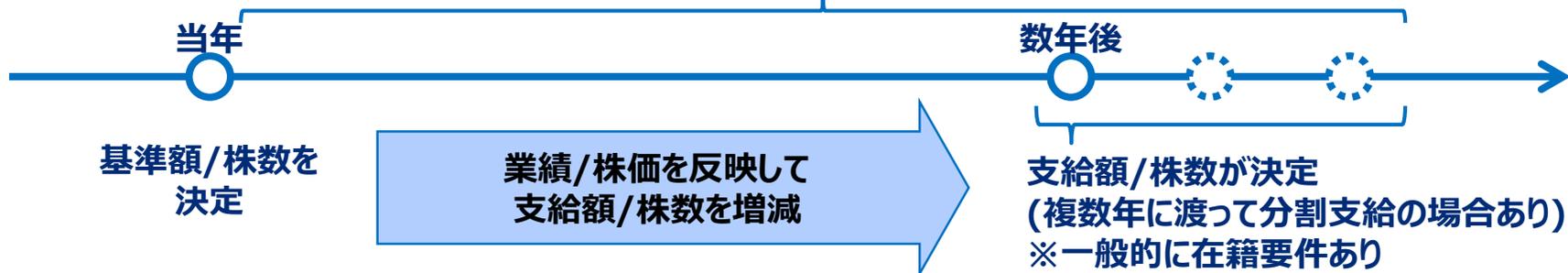
Bonus



| 支給時の金額 | 増減の仕組み |
|--|------------------------------|
| [増減なし] 確定している金額を 数年後に支給 | (金額の増減なし) |
| [増減あり] 支給までの数年間の 業績に応じて支給額を変動 | 株式として付与 |
| | 会社業績に応じて多少増減 自己/自社ファンドに投資 |

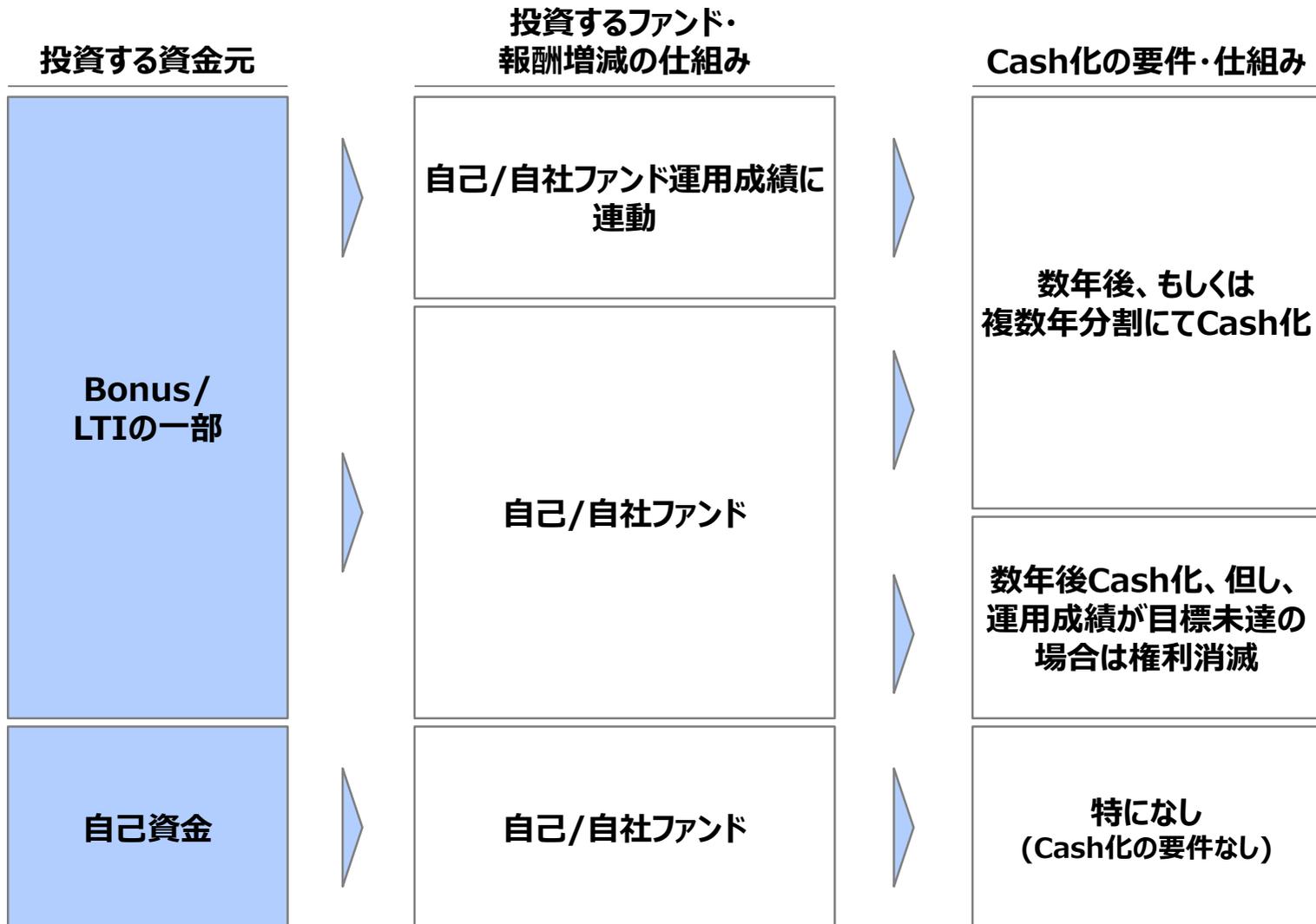
報酬体系（インセンティブ構造）概要：LTI

一般的に3-5年



| LTIのタイプ | 支給するもの | 増減の要素 |
|----------------------------|--------|-------------|
| 譲渡制限付株式 | 株式 | 株価 |
| パフォーマンス・シェア (業績連動型株式報酬) | 株式 | 株価・ 会社業績 |
| ストックオプション | 新株予約権 | 株価 |
| ファントムストック | 現金 | 株価 |
| 自己/自社ファンド投資 | 現金 | 運用成績 |

報酬体系（インセンティブ構造）概要： 自己/自社のファンドに投資する仕組み



質問票集計結果

質問票集計結果 1 / 4

固定報酬の見直し頻度、及び業績評価

固定報酬の見直し頻度



年間業績評価の有無

■ Yes ■ No



年間業績評価とは別に、行動に対する評価の有無

■ Yes ■ No



閾値(一定以下の業績評価時に報酬なし)の有無

Bonus支払いにおける閾値の有無

■ Yes ■ No



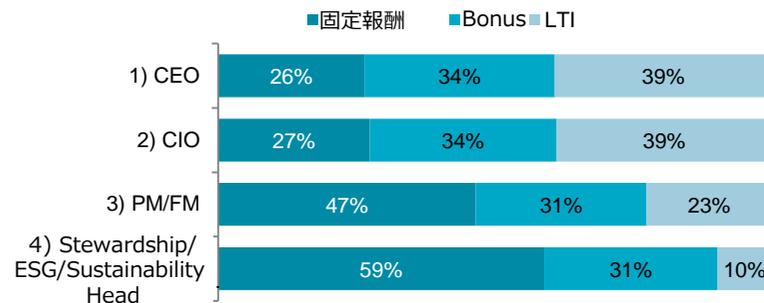
LTI支払いにおける閾値の有無

■ Yes ■ No



報酬構成

固定報酬 / Bonus / LTI 比率 (合計 100%) (平均)



変動報酬(Bonus, LTI)の年間固定報酬に対する比率

| Bonus | 1) CEO | | 2) CIO | | 3) PM/FM |
|-------|--------|------|--------|-----|----------|
| | ターゲット | 実績 | ターゲット | 実績 | ターゲット |
| 中央値 | 45% | 126% | 75% | 53% | 58% |

| LTI | 1) CEO | | 2) CIO | | 3) PM/FM |
|-----|--------|------|--------|------|----------|
| | ターゲット | 実績 | ターゲット | 実績 | ターゲット |
| 中央値 | 190% | 273% | 114% | 177% | 268% |

Bonus支払いの変動幅 (Bonus ターゲット = 1)

| | 1) CEO | | | 2) CIO | | | 3) PM/FM | | |
|-----|--------|-------|-----|--------|-------|-----|----------|-------|-----|
| | 下限 | ターゲット | 上限 | 下限 | ターゲット | 上限 | 下限 | ターゲット | 上限 |
| 中央値 | 0.0 | 1.0 | 1.5 | 0.5 | 1.0 | 1.5 | 0.5 | 1.0 | 1.3 |

質問票集計結果 2 / 4

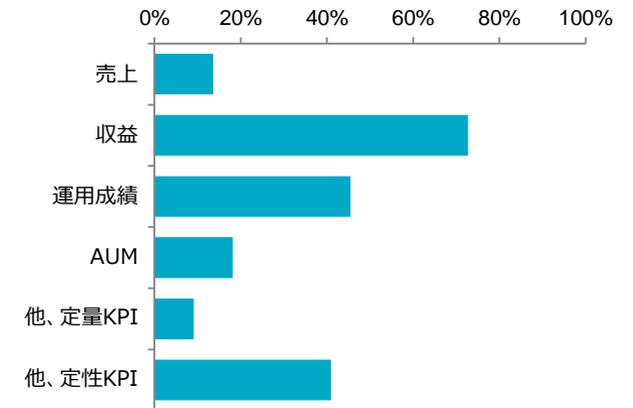
年間固定報酬/FRINGEベネフィット

固定報酬の構成 (平均)

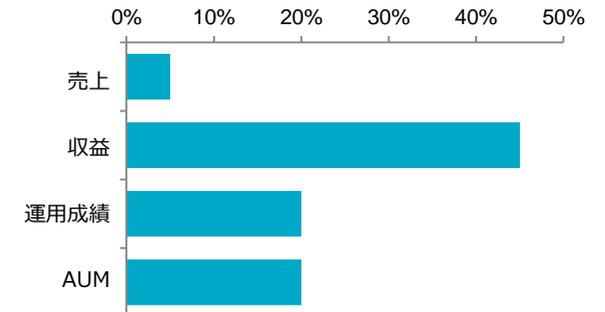


Bonus 1/3

ファンドのKPI (総支給額を決定する際に用いるKPI)
(複数回答)



個人配分のKPI
(PM/FM、複数回答)

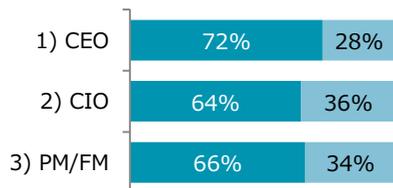


質問票集計結果 3 / 4

Bonus 2/3

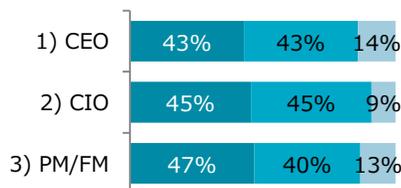
BonusのKPI・指標

定量KPI / 定性KPI



■ 定量KPI ■ 定性KPI

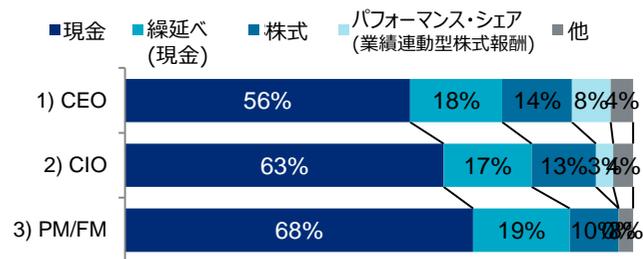
裁量的 / 機械的



■ 裁量的 ■ 機械的 ■ 両方

Bonus 3/3

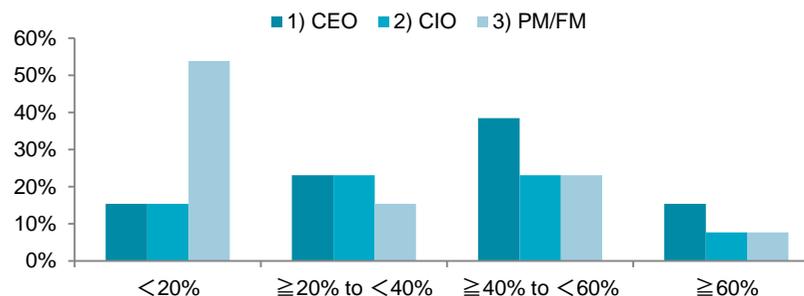
Bonusの構成比率



繰延べ期間

| | CEO | CIO | PM/FM |
|-------|------|------|-------|
| 繰延べなし | 30% | 42% | 35% |
| 3年未満 | 7% | 0% | 4% |
| 3年 | 48% | 54% | 38% |
| 4年以上 | 11% | 4% | 19% |
| 他 | 4% | 0% | 4% |
| Total | 100% | 100% | 100% |

Bonusのうち、繰延べ報酬の対象となる割合



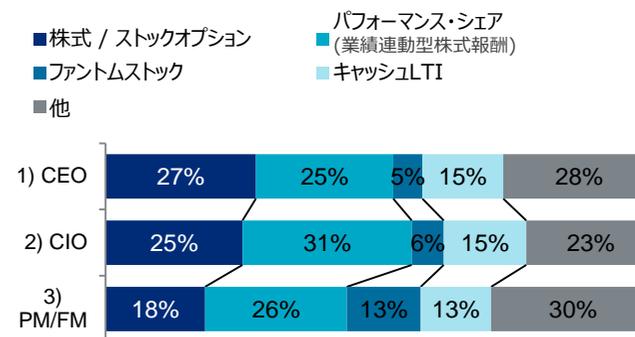
質問票集計結果 4 / 4

LTI (Long term incentives)

LTIの有無

| | Yes |
|----------|-----|
| 1) CEO | 65% |
| 2) CIO | 56% |
| 3) PM/FM | 36% |

LTIの構成比率



自己資金を自社運用ファンドへ投資する仕組みの有無

| Yes |
|-----|
| 52% |

APPENDIX 1

グローバルな報酬の仕組みに関する 一般的なトレンド

各地域の報酬体系の特性 1 / 2

- 役員層の報酬は地域ごとに特性があるが、事業や人材市場のグローバル化の中、共通の部分も増えてきている



欧州

- 一般的に報酬はインフレに従って昇給する
- “マーケット標準”に収束している
- LTIは一般的にはパフォーマンス・シェア(業績連動型株式報酬)が多く、EPS成長および株主総利回りに連動して権利確定する
- 権利確定までの期間の活用が増加する傾向にある
- ボーナスの繰延べ期間、およびLTIの権利確定までの期間は長くなる傾向にある
- 以前から用いられている指標(EPS等)を補完する財務指標・戦略的指標(収益等)が加わることで指標数は増加傾向にある



米国

- 欧州と同様に報酬は緩やかに昇給しているが、水準は依然として欧州よりはるかに高い
- 欧州より変動報酬の比率が高い
- 支給対象者、および支給規模の観点から、年間変動報酬が十分に活用されている
- 広範なLTIの対象層
- LTIは一般的に「ポートフォリオアプローチ」(2、3プランの組合せ。パフォーマンス・シェア(業績連動型株式報酬)、ストックオプション、在籍要件付き株式等)
- パフォーマンス・シェアは、LTIプランの中でその普及度合いと構成比ともに増加している
- パフォーマンス・シェアでは、株主総利回りと連動させることが一般的だが、他の業績指標で補完されることが増えている

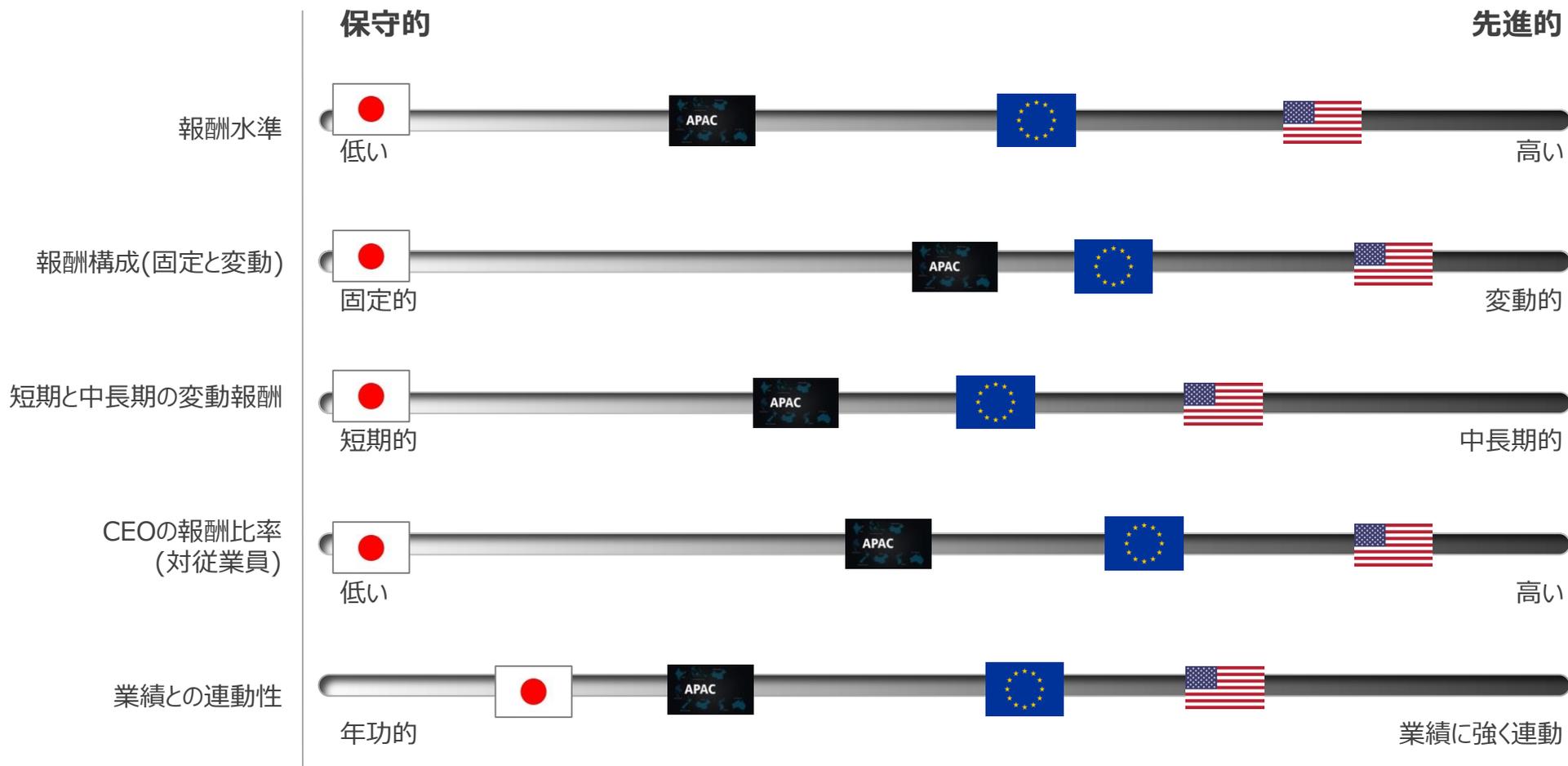


アジア太平洋

- 報酬の仕組みは各国の成熟度によって異なる
- 昇給率もまた大きく異なる
- 報酬構成は米国・欧州よりも固定報酬のウェイトが高い傾向にある
- 人材市場のグローバル化の中、一般的に報酬の仕組みは米国・欧州に近づいている。例えば、変動報酬比率や報酬水準の増加等
- 現金ベースのボーナスが一般的だが、LTI報酬も付与され始めている

各地域の報酬体系の特性 2 / 2

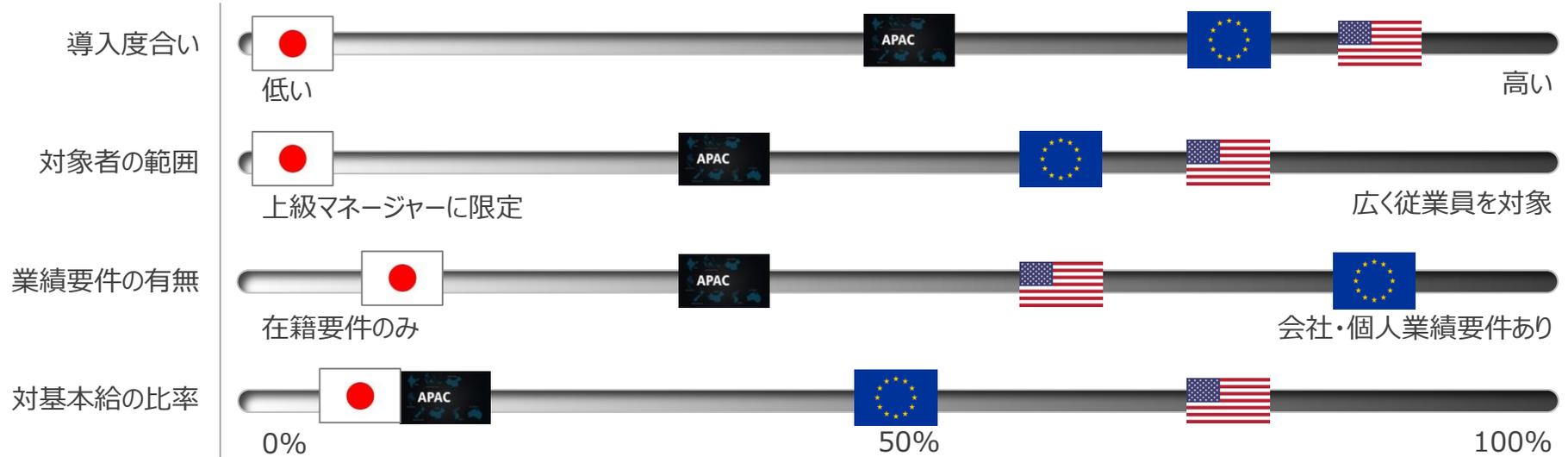
□ 各リージョンで典型的な報酬体系は異なり、APAC / 日本は一般に保守的、米国は先進的な傾向にある



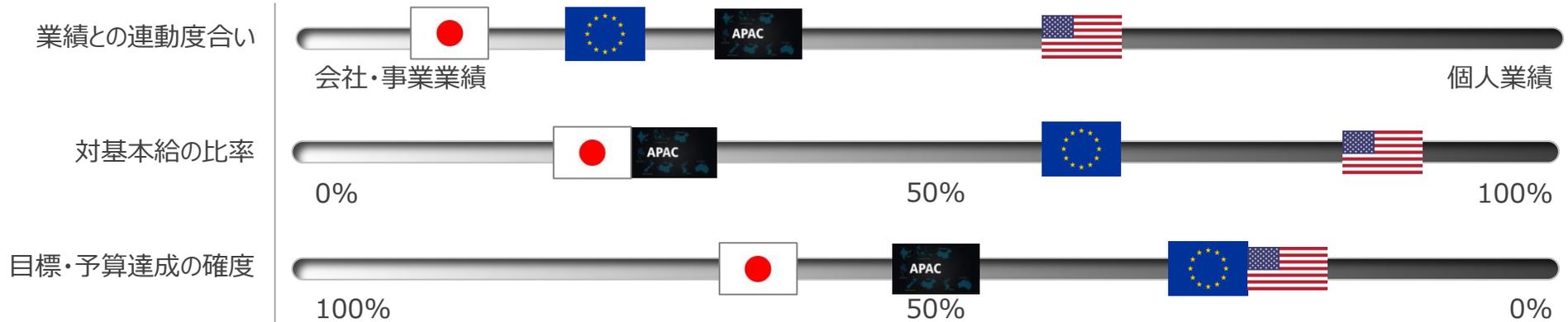
保守的

先進的

LTI(中長期インセンティブ)



Bonus



APPENDIX 2

報酬の仕組みや公開に関する規制
・業界自主ガイドライン等

運用機関に対する規制の取組み

FSB

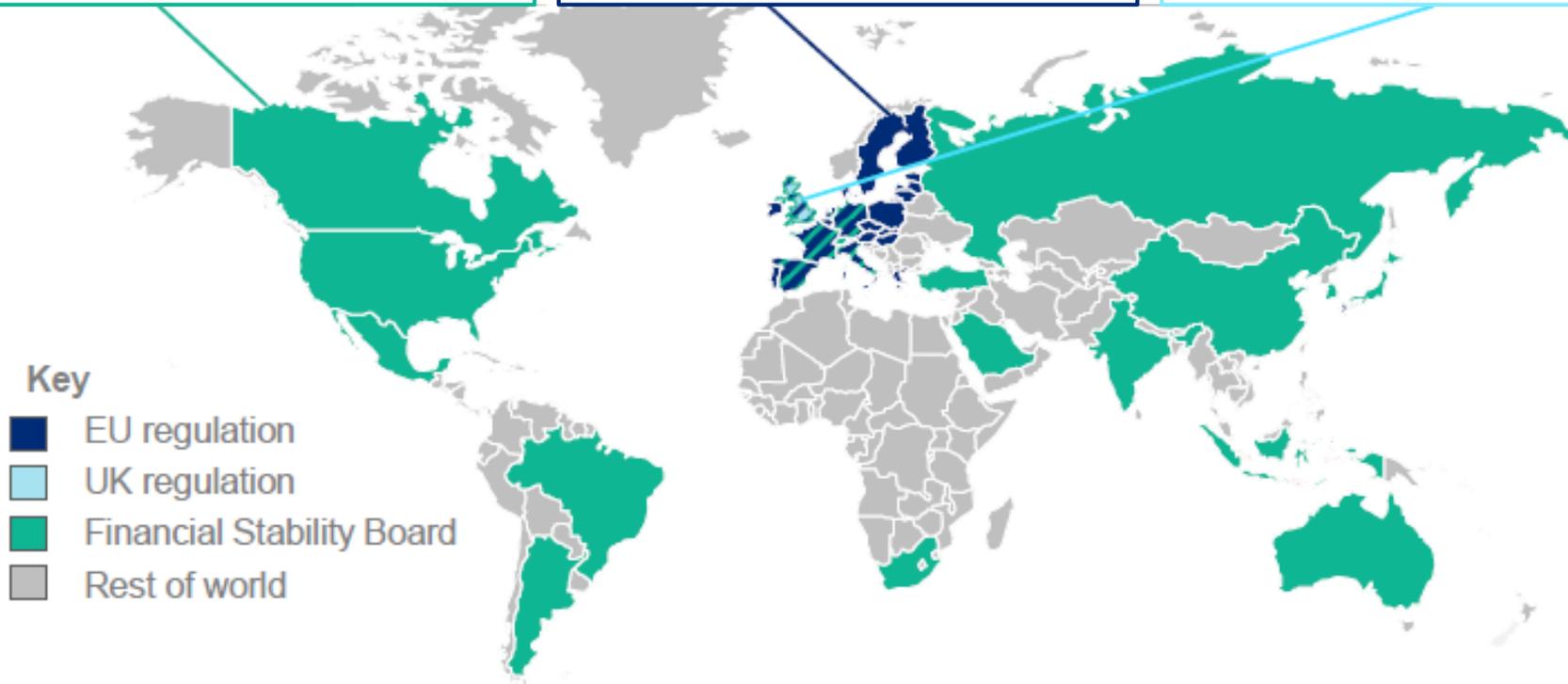
- G20の主要国を含んでいる
- 主要銀行に対する基本原則。適用状況は各国で異なる
- 近年のガイダンスは、報酬および不正行為リスクを対象としている

EU

- UCITS、AIFMD、MiFID対象の運用機関
- 銀行を親会社とする運用機関はCRDIV、保険会社を親会社とする運用機関はSolvency IIの対象となっている
- 報酬に関するルールはガバナンス、ポリシー、仕組みを対象となりえる
- 特定のリスクテイクを対象とする規制と、全従業員を対象とする規制がある

UK

- 上級マネージャーと認定対象(SMCR)は2019年に運用機関にまで拡充された
- 上級マネージャーは報酬に対する責任が求められる
- 規制ガイダンスは、先行しており、適切に行動や文化も対象としている



報酬に関するUKの規制

FCAの運用機関に対する6つの報酬コード



各報酬コードは以下の内容を含んでいる：

- 各コードで共通かつ一般的な原則
- 各コード特有の報酬に関する要件

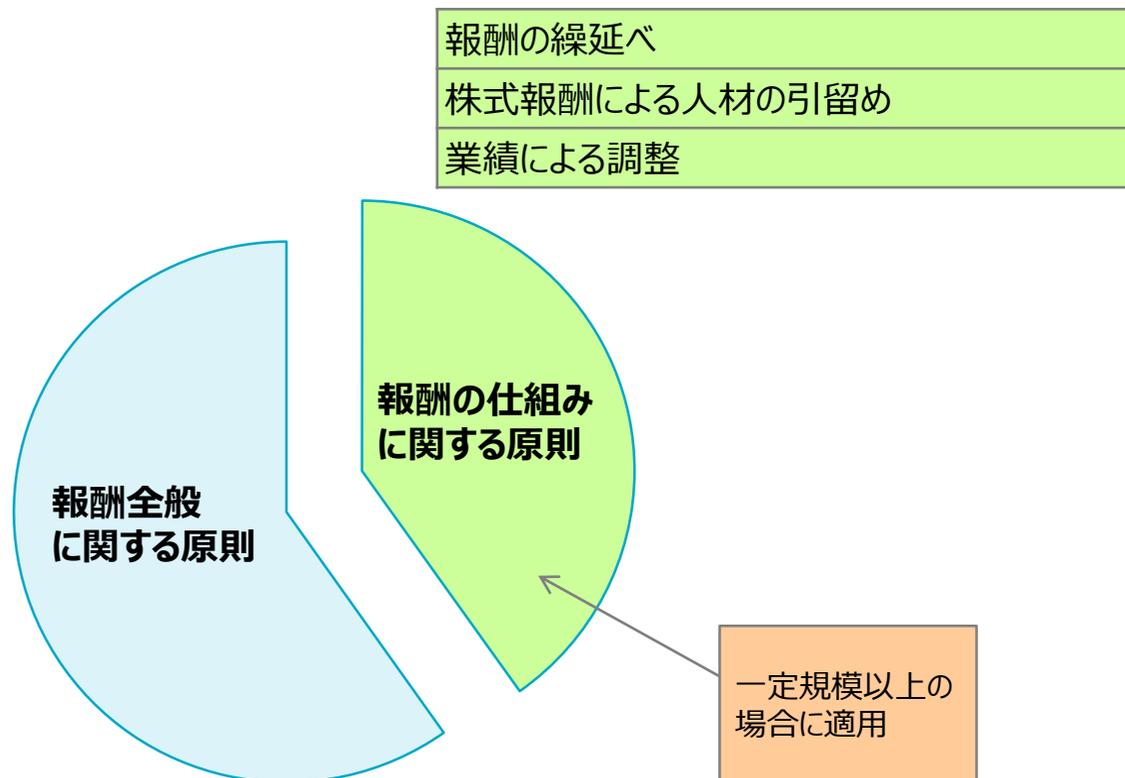
MiFIDコードは報酬の仕組みに関して、顧客利益と相反していないかに重点を置いている

報酬コードの原則

報酬全般に関する原則と仕組みに関する原則

- 報酬全般に関する原則は全社に適用される
- 報酬の仕組みに関する原則は一定規模以上の場合に適用される

| |
|---------------------|
| リスク管理とリスク許容度 |
| 会社の事業戦略、目標、長期利益への貢献 |
| 利益相反の回避 |
| ガバナンス |
| コントロール機関 |
| 報酬と資本 |
| 例外的な政府の介入 |
| 収益ベース指標とリスクの調整 |
| 退職金・年金ポリシー |
| 自己/自社ファンドへの投資 |
| 報酬コードへのコンプライアンス違反 |



EU / UKの投資会社を対象とした報酬ガイドライン

| | | CRD IV | AIFMD | UCITS V |
|--------------------------|---------------|---|--|---|
| 適用会社 | | 金融機関・一部の投資会社 | UCITS適用外の投資会社 | 譲渡可能証券の売買・運用を行う投資会社 |
| 適用開始時期 | | 2014年1月 | 2013年7月 | 2016年3月 |
| 報酬規制 | 構成 | <ul style="list-style-type: none"> 固定報酬と同額以下、(株主の承認があれば、固定報酬の2倍まで可能) | n/a | n/a |
| | 変動報酬 | <ul style="list-style-type: none"> 変動報酬の50%以上を単年度キャッシュでない適切な項目(例、株式報酬等)とする | | |
| | 繰延べ | <ul style="list-style-type: none"> 変動報酬の40%以上を3~5年以上の繰延べ報酬とする 特に報酬が高い場合は、60%以上を繰延べ報酬として、支給までの期間は3~5年以上よりも長く設定する | | |
| | 退職金・年金 | <ul style="list-style-type: none"> 退職金・年金は、該当者の退職後5年以上経過した後に支給する | | |
| マルス・クローバック条項の適用要件 | | <ul style="list-style-type: none"> 不正行為により重大な損失を引き起こしたり、適切な基準を満たせなかった場合 | <ul style="list-style-type: none"> 不正行為、もしくは書類不備により上級管理者の不正チェックを困難にした場合 | <ul style="list-style-type: none"> 財務的に著しく低い業績となった場合 |
| 制度の開示 | | <ul style="list-style-type: none"> 報酬体系の考え方(報酬ポリシー)の詳細を開示する(年1回以上) | | |

本報告書は、GPIFより委託された調査研究として、マーサーのコンサルタントにより執筆されました。マーサーは44カ国に23,000人を超える従業員を擁し、130カ国以上で事業を行っています。リスク、戦略、人材に関連する分野をリードする世界的なプロフェッショナルファームであるマーシュ・アンド・マクレナン・カンパニーズ (NYSE: MMC) の完全子会社です。

GPIF並びにマーサーは本書に記載されているデータの正確性や完全性を保証するものではありません。

本報告書に関わる権利はGPIFに帰属します。

名称：『運用受託機関の役職員の報酬体系（インセンティブ構造）についての調査業務』（2019年3月）

製作：マーサージャパン株式会社（〒107-6216 東京都港区赤坂9-7-1ミッドタウン・タワー）