

実績連動報酬体系の見直し

区 分	報 告	対象範囲	4資産アクティブ運用（伝統的資産）
エグゼクティブサマリー ・「アラインメントの強化」と「セルフガバナンス向上」を目的とし、本格的な実績連動報酬体系を導入 ・新たな実績連動報酬は、超過収益をシェアし、超過収益を獲得できない場合はパッシブ運用並みの運用報酬（＝基本報酬率） ・目標超過収益率を達成した時に、既存契約の固定報酬率と同じ報酬水準になることを前提 ・投資戦略ごとのマーケットサイクルを踏まえた投資期間とする代わりに、長期的なパフォーマンスに応じた支払い			
バックグラウンド ・ 現行の報酬体系について、以下の課題を認識 ➢ 運用受託機関とのアラインメントが不十分 ➢ アセットオーナーの長期的なコミットメントが不十分 ➢ 目標超過収益率の信憑性 ➢ 運用キャパシティの管理		フィードバック期間及び検証方法 ・ 概ね3年を目途にアクティブ運用受託機関の超過収益率・アクティブリスクの活用状況を検証する。	
		便益及びリスク 【便益】 アクティブ運用の超過収益率の向上 【リスク】 運用受託機関の契約辞退	
戦略プラン ・ アクティブ運用受託機関が運用キャパシティ管理を行う等、目標超過収益率達成への意欲を高め、長期的に超過収益の水準向上を図る。		KPI アクティブ運用受託機関の超過収益率・アクティブリスクの活用状況	
		その他 平成29年7月26日 第120回運用委員会で審議済。（議事要旨参照）	

現状の報酬体系に対する問題意識

アセットオーナーの問題意識

アクティブ運用における現行の実績連動報酬※では
アセットオーナーと運用受託機関の利害は不一致
(運用受託機関とのアラインメントが不十分)

目標αの達成には1投資サイクルが前提だが、
アセットオーナーは短期間で評価を行うため結果が
出る前に契約が終了する
(アセットオーナーのコミットメントが不十分)

※現在一部で実績連動報酬を導入済みだが、報酬の変動が
少なく固定報酬に近い体系である。

固定報酬制度では解決できない2大問題

目標αの信憑性

- 目標αを上回る戦略は限定的
(GPIF口座の過去3年間実績：目標αを上回った運用者は**18%**)
- 現実的な目標αが設定されていない可能性
- AUMに応じて報酬を支払っているため、目標αの達成度が報酬に反映され難い

運用キャパシティの管理

- 現行の報酬はAUMに応じた支払い
- 収益拡大にはAUMの増加が必要
- 目標αの達成よりもAUM増加を優先する可能性

新実績連動報酬のコンセプト

**「アラインメントの強化」と「セルフガバナンス向上」を目的とし、
本格的な実績連動報酬体系の導入が必要**

GPIFの対応方針

- アクティブ運用の運用報酬は付加価値（ α ）に対して支払うことが適切。
- 付加価値（ α ）がなければ、パッシブ並みの報酬水準となる。
- 運用報酬の絶対額を引き下げることが目的ではない。
- 投資戦略ごとのマーケットサイクルを踏まえた投資期間とする代わりに、長期的なパフォーマンスに応じた支払いとする。

期待される運用受託機関の行動

- 目標 α を適切に設定する。
- 目標 α を安定的に達成できるような運用キャパシティ管理をする。
- ショートターミズムに陥らない長期安定的な運用を目指す。

新実績連動報酬の考え方

※下に記した各数値等はあくまでも報酬体系のイメージを示すための例

- 上限報酬率 : 設定しない
- 基本報酬率 : パッシブ並みの報酬率(戦略により異なる。)
- ブレークイーブン・ポイント : 目標 α を達成した場合の報酬率は現行体系と同じ(報酬引き下げが目的ではない)
- 実績連動報酬発生ポイント : 基本報酬率を達成した場合の α として設定
- 配分率 : ブレークイーブン・ポイントと実績連動報酬発生ポイントを結んだ傾きとして決定
- 各年度の超過収益を「率」ではなく、「額」で認識し、GPIFへの貢献度合いを適正に評価
- 下の式により実績連動報酬額を算出し、その45%を運用受託機関に払い出し、55%を翌年度以降へキャリアオーバー

時価平残
(AUM)

×

(超過収益率－基本報酬率)

×

配分率

=

(運用受託機関に帰属する)
実績連動報酬額

45%

数値はイメージを
示すための例

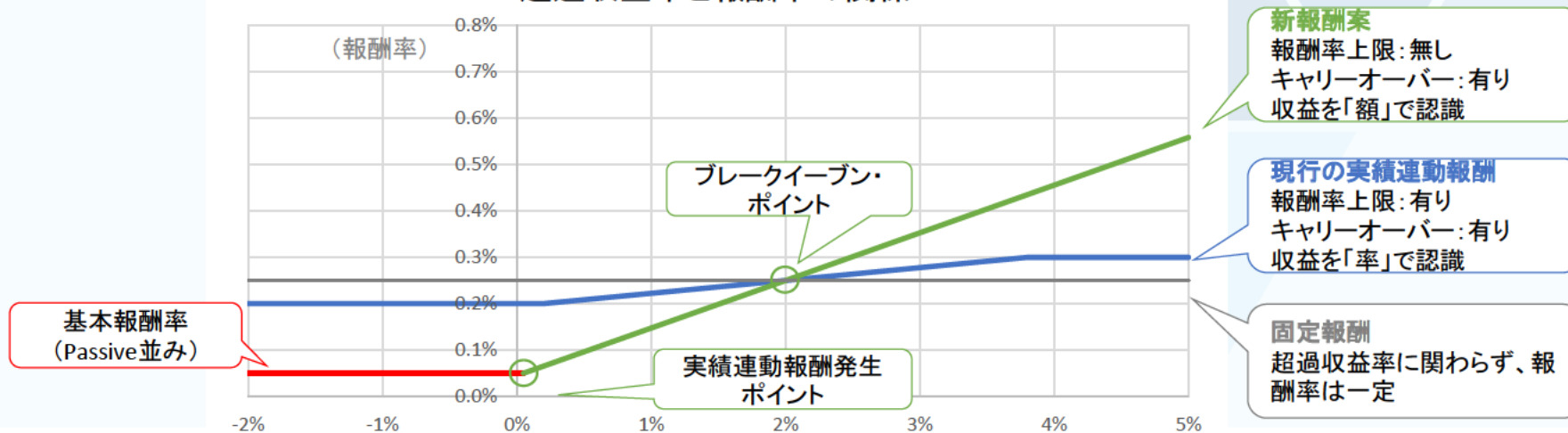
運用受託機関へ
支払い

55%

翌年度以降へ
キャリアオーバー

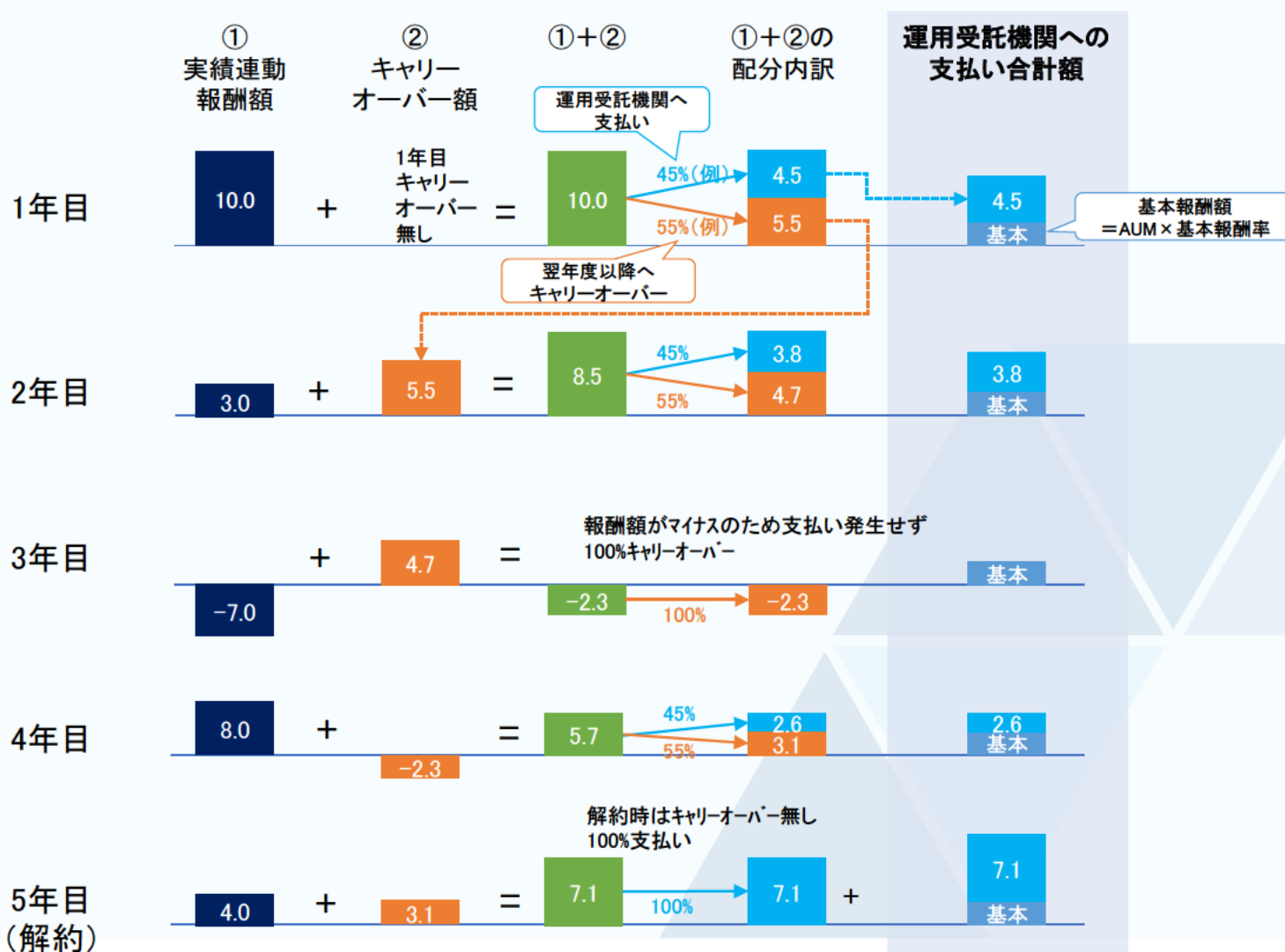
複数年度で
平準化

《超過収益率と報酬率の関係》



新実績連動報酬の支払いイメージ

※下に記した各数値等はあくまでも報酬体系のイメージを示すための例



今後のスケジュール

新実績連動報酬体系への覚書変更については、年度内に締結し、平成30年度から適用を目途としている。

- 個社（個別ファンド）毎に新実績報酬体系の提示 平成29年12月
- 運用手数料に係る協定書の変更 平成30年3月末予定
- 新実績連動報酬体系の導入 平成30年4月から適用予定

① なぜ超過収益率ではなく超過収益額を計算基礎とするのか。

- ・ 3年平均の超過収益率で計算を行う場合、直近年度の残高が報酬計算の基礎となってしまう、毎年度の受託残高の増減が大きい場合に、報酬額が運用受託機関の貢献度合いを正しく反映しているとは限りません。このため、まず各年度の超過収益額をきちんと把握し、貢献度合いを適正に報酬金額に反映させようとするものです。

② 運用体制を維持するには費用が掛かるのだが。

- ・ アクティブ運用に対しての報酬はパッシブ運用を上回る付加価値に対して支払うものであり、パッシブ運用を上回る付加価値がなければパッシブ運用の報酬を支払うことが妥当だと考えています。中長期的に運用成果を十分上げることが出来れば、アクティブ運用の体制を維持するために必要なコストは賄えるものと考えています。
- ・ 運用業界において高い付加価値が創出される場合には、GPIFとしても相応の報酬を支払うべきと考えています。AIの活用などビジネスの進化を期待しています。

③ GPIFの戦略選択の幅を狭めてしまうことに繋がるのではないか。

(他の顧客に提案した方が安定的なFeeを得られるため、GPIFに良い戦略を提案しない)

- ・ どの顧客に運用戦略を提供するかは各社の経営判断だと考えています。
- ・ GPIFに魅力的な戦略提供を行っていただきたいと考えていますが、選択の幅が狭まって魅力的な戦略が無い場合にはパッシブ中心の運用となることも致し方ないと考えています。

④ GPIFは今後もアクティブ運用を活用するのか。

- ・ パッシブ運用が効率的になるためにはアクティブ運用の存在が必要だと考えておりますが、その規模についてはアクティブ運用がパッシブ運用以上の付加価値を生み出し、目標aを達成できるかどうかによって左右されます。

⑤ 報酬体系変更に伴い、リスク量が増えるのではないか。

- ・ 既存契約先とはTE管理中央値と上限値を既に合意しており、運用はその範囲内で行われるため、過度のリスクテイクは出来ない仕組みとなっています。

⑥ GPIFの判断によるガイドライン変更が生じた場合はどうなるか。

- ・ ガイドライン変更では、運用制約強化による収益機会の減少と、運用制約緩和による収益機会拡大のどちらのケースも考えられます。
- ・ 目標aの見直し等が必要な場合は、協議させていただきたいと考えていますが、ガイドライン変更が目標aに与える影響等について計量的データをお示しいただきます。(ガイドラインが緩和される場合もあると考えています。)
- ・ 目標aの見直しが必要な場合は、キャリーオーバーの精算、現契約の終了、又は新たな運用受託機関の選定といった広範な選択肢の中から対応を決定していきたいと考えています。



参考資料

第120回 運用委員会 議事要旨 1/3

日時：平成29年7月26日（水） 17:00～19:00

（2）「実績連動報酬制度」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

事務局 運用機関に対しては2つの課題がある。一つは、採用時に運用機関が自ら提示した目標 α に達していないこと、もう一つは、キャパシティ管理が不十分ではないかという懸念があることである。現状の固定報酬では、残高に対して手数料を支払うので、目標 α に対して手数料を払うという考え方になっておらず、運用機関も提示した α の獲得のことを考えずに残高の拡大だけを考える行動に走ってしまうということがあるのではないかと。

こうした観点から、アラインメントの強化、セルフガバナンスの向上を通じて、運用機関が目標 α を適切に設定し、設定した α を安定的に達成できるようなキャパシティ管理をすることが期待できるように実績連動報酬の体系を改めたいと考えている。あくまでもアラインメントの強化、セルフガバナンスの向上が目的であり、運用手数料の引き下げを意図しているものではない。

委員 全体を否定するわけではないが、報酬体系を変えて全体としてすぐに大きな効果がでるものではなく、なかなか難しいものだと思う。

ESG指数を活用した運用を始めているが、指数投資なので、これはアクティブではなく、パッシブとして分類される。報酬体系に関するいろいろな工夫もよいが、ESG指数を使った様々な運用の拡大という大きな戦略もあるので、リソースを考えながら進めてほしい。

委員 GPIFは市場の巨人であり、何か行動をする場合には特段の慎重性とか配慮が求められる。GPIFの新しい報酬体系が中長期的に見て、市場参加者の規範的なものになるという思いを持ちながら体系をつくっていかなければならない。

単に報酬が安ければいいということではなく、適切なサービスに対して適切な対価を支払って、市場を健全化していくという考え方が重要なのだと思う。そういう観点から提案されたものだと思うので、異論はない。

事務局 GPIFは基本的に運用会社に運用を委託しており、どのようなところにリソースを割くべきかと考えたときに、幾つかの問題点についてはフィーそのものを変えないと解決しないとの考えにいたった。

運用会社には、フィーの引き下げが目的ではないということをはっきり伝えている。運用会社に自由に実力を発揮してもらい、我々として安心して任せられるような利益が一致するストラクチャーをとということで1年ほどかけて考えてきたものである。今、数社と具体的に議論を進めており、内容を詰めた上で、全社に対してお願いをしていこうと思っている。

委員 この報酬体系の変更は、より優秀なファンドはフィーを上げるのでもっと参加してほしいという意図か。

事務局 今までも優秀な運用会社だと思って選んできたが、結果としては多くの運用会社は自らが提示した目標リターンに達していない。

運用会社に自由に運用して本当に実力を発揮してもらうためには、フィーなどで利益のアラインメントをはっきりさせなければ、自由にやってくださいとは言えない。そういうフィーであればやらないというファンドが増えるリスクもあるが、現実としてはマネジャー募集をすれば300～400程度のマネジャーが応募してくる状況にある。実際にこのフィー体系によってどのぐらい減っていくかということは注視したい。

第120回 運用委員会 議事要旨 2/3

- 委員 実績連動報酬下では、よりアクティブにリスクをとるインセンティブが強くなる。その結果として、運用成績面で良い結果を生む場合もあるが、アクティブリスクをとったがために、超過リターンがマイナスになるファンドも多くなるのではないかと懸念がある。
- GPIFの運用規模を考えると、結局、超過リターンのプラス・マイナスの幅が大きくなるが、合計するとインデックスと変わらないという結果になりかねない。結局、制度を導入することに伴う管理コストがかかるだけだということにならないか懸念がある。
- もう一つは、株でいうとバリューとグロース、債券でいうと国内債券と海外債券のように、マネジャーベンチマークにはアウトパフォームしやすいマネジャーベンチマークとアウトパフォームしにくいベンチマークがある。そういう違いは調整すると思うが、それがどの程度のものかというのを客観的に示すのは難しいのではないかと懸念がある。
- 事務局 デイリーでトラッキングエラーをモニタリングしており、アクティブマネジャーにトラッキングエラーとしてリスクバジェットを与えているが、ほとんどのアクティブマネジャーは余り使っていない。まさにクローゼットインデックス問題があったので、十分活用してパフォーマンスを出してくださいということを今回、明確にしようと思っている。ただし、契約により定められたトラッキングエラー以上にはとれないようになっている。
- ご指摘のとおり、資産クラスによって α のとれやすさは違うが、契約する際に運用会社から目標 α が提示されており、その目標 α を出したときには、もともとのフィーと同じフィーが払われるようにしている。
- 委員 超過リターンの大きさは、IRが大体同じとすれば、基本的にはトラッキングエラーをどれだけとるかによって決まってくるので、ファンドマネジャーにはトラッキングエラーをより大きくとってより高いリターンを狙いたいというインセンティブが働く。
- そこは期初に上限値を決めてコントロールするのだと思うが、結果的には、トラッキングエラーが大きい運用者が小さな運用者より多く応募してくることになる。そのように誘導しようとしているのか。
- 事務局 目標 α を出すためには、このぐらいのトラッキングエラーが必要だということで合意しているにもかかわらず、目標どおりにパフォーマンスを出さず、トラッキングエラーもほとんど使っていないマネジャーが多い。
- 先ほどもお話したいろいろな問題点をこのフィーはかなり解決するだろうとは思っているが、ご指摘のあったような別の問題が出てくる可能性もある。そこはリスク管理ツールでのモニタリングや、毎年の総合評価の中で議論していきたい。
- トラッキングエラーをとったときに、逆にマイナスに出るところもあるので、一概にトラッキングエラーをとったからパフォーマンスフィーが上がるということにはならないと思う。
- 委員 可能でありながら、実はとっていないアクティブリスクをよりとるようにインセンティブを与えるということだろうと思うが、より多くのアクティブリスクをとった場合に、 α が高くなるという実証的な証拠はない。
- 運用機関が合理的だとすると、スキルがあるならより高いアクティブリスクをとろうと意思決定するはずだ。とっていないということは、自らスキルがそれほど高くないと自覚をしているのでとっていないのではないかと懸念がある。そうではなく、現状の報酬体系だとアクティブリスクをとった結果として高いリターンが生まれた場合にも収入が多くなるわけではないからあえてリスクをとろうとしないと考えているのか。

第120回 運用委員会 議事要旨 3/3

事務局 今までの総合評価では、目標 α の達成度ではなく、 α が絶対値としてプラスかマイナスかが大きな分岐点になっていた。例えば2%の α を出しますと商品の箱に書いてあって、ずっと0.1%のプラスでも、マイナスが出ていないということで今までは良かったということをマネジャー側も認識した上で、フィーがふえるわけではないから無理にリスクをとらなくてもいいとしていた可能性はある。その問題は新たなフィー体系により相当程度解決するのではないかと考えている。

α が出ていないのであればパッシブ並みのフィーが適当であると考えている。なぜならば、アクティブとしての付加価値がないということになるからである。

GPIFとしては、アクティブ運用による α の獲得の可能性があると考えているし、世の中の運用者が100%パッシブになればパッシブは大変非効率的になる。プライス決定メカニズムの中でいろいろなアクティブの方が活動してこそ、マーケット全体のパッシブが効率的だということになる。特に日本株式においてこれだけ存在感のあるアセットオーナーがアクティブは意味がないからパッシブしかやりませんというのは、マーケット全体の効率性という意味でもよくないのではないかと考えている。

委員 新たな報酬案では運用会社がリスクをとればとるほど報酬が上がるように見えるが、一方資料では、運用会社が過度なリスクテイクはできないと書いてある。その関係を教えてほしい。

事務局 運用会社に対するガイドライン別紙の中で、トラッキングエラーの上限についてあらかじめ合意しているので、それを超えてリスクをとることは、そもそも契約上運用会社には認めていない。

事務局 こういう手数料体系を提案することによって、運用会社にどの程度の α 、手数料を狙っていくのが合理的なのかということを、判断してほしいと考えている。

リーマンショック以降、パッシブ運用のほうが優勢であり、 α は非常に狙にくいのも事実だと思っている。現実には、GPIFのポートフォリオもほとんどパッシブになっており、やや α をとりにいっているアクティブマネジャーも、安易にパッシブ的に残高を増やしたいという傾向がみられる。

この報酬体系そのものとともに、長期に α を出してもらうために、契約期間などを少し長目にしたり、フロントで活動しているマネジャーの報酬体系も長期でリターンを出せば長期的なボーナスが入る仕組みにするなど運用会社に取り組むを進めていただきたい。

委員 いろいろな質問、コメントは出たけれども、基本的には本日事務局から説明があった方針にしたがって、質問、コメント等に留意しながら進めてほしい。

以上