

GPIFの新しい実績連動報酬

年金積立金管理運用独立行政法人 調査数理室長

陣場 隆



1. GPIFについて

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、国民年金及び厚生年金の積立金（年金積立金）について厚生労働大臣からの寄託を受け、管理及び運用を実施している組織である。わが国の国民年金及び厚生年金は物価や賃金の動向を踏まえ、年金額が毎年改定される仕組みとなっていることから、運用の目標は長期的に賃金上昇率+1.7%のリターンを達成することとされている。併せて、独立行政法人としての中期計画において、資産毎のベン

チマーク収益率を確保することとしている。GPIFとしては、年金財政に貢献すべくベンチマーク収益率を上回る付加価値を生み出すべく工夫を重ねているところである。

GPIFの資金規模は2017年末で160兆円を超え、年金基金としては世界一の規模を誇る。他のグローバル年金基金と異なる特徴として、法令上の制約により株式のインハウス運用が認められておらず、委託運用に大きく依存する運用形態を取っているということが上げられる。その結果として国内債券の一部、外国債券、内外株式の運用は運用受託機関によって実施されている。

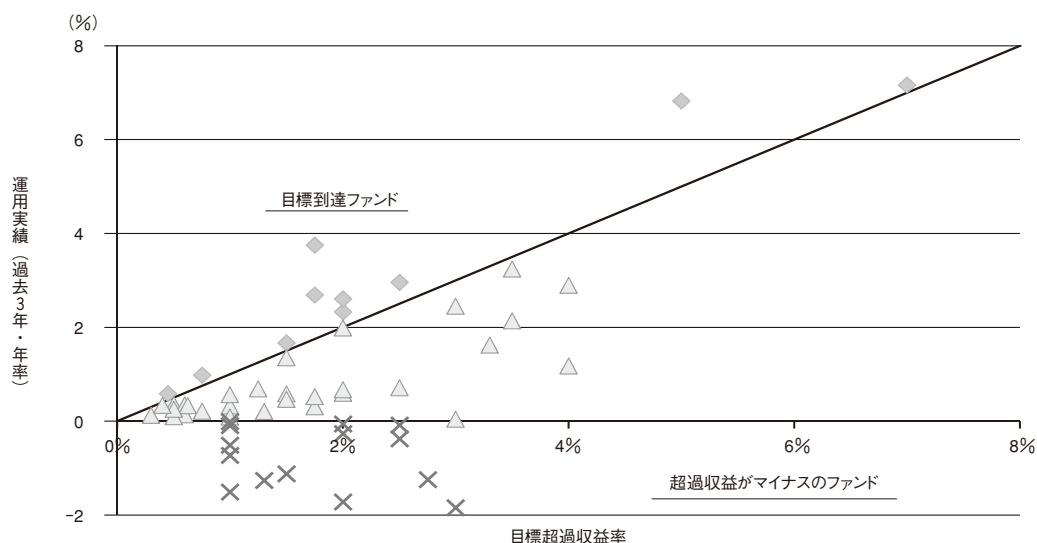
目次

1. GPIFについて
2. 問題意識
3. 新しい実績連動報酬の体系
4. 検討過程
5. 終わりに

2. 問題意識

内外債券・株式といった伝統的資産における運用受託機関の運用形態としては、ベンチマークに即した運用を行うパッシブ運用とベンチマークを上回る超過収益の獲得を目指す

(図表1) GPIF既存ファンドの運用目標と実績



アクティブ運用の2種類がある。前者はポートフォリオの構成をベンチマークに合わせていくのが運用の基本となることから手数料が安い、後者は投資対象に含まれる銘柄を調査し、ベンチマークを上回ると期待される銘柄によってポートフォリオを構成することから、入念なリサーチと売買タイミングを計るスキルが必要であり相応の手数料を要求される。

GPIFにおいては、160兆円もの伝統的資産の運用において、パッシブ運用を中心としつつも付加価値創出のため約2割を運用受託機関のアクティブ運用に振り向けている。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年間に於いて運用受託機関のベンチマークに対する目標超過収益率を達成しているファ

ンドは図表1のとおり数が限られる。

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^(注1)、GPIFにおいても図表1のとおり相当数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^(注2)、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^(注3)。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。

■ 3. 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、

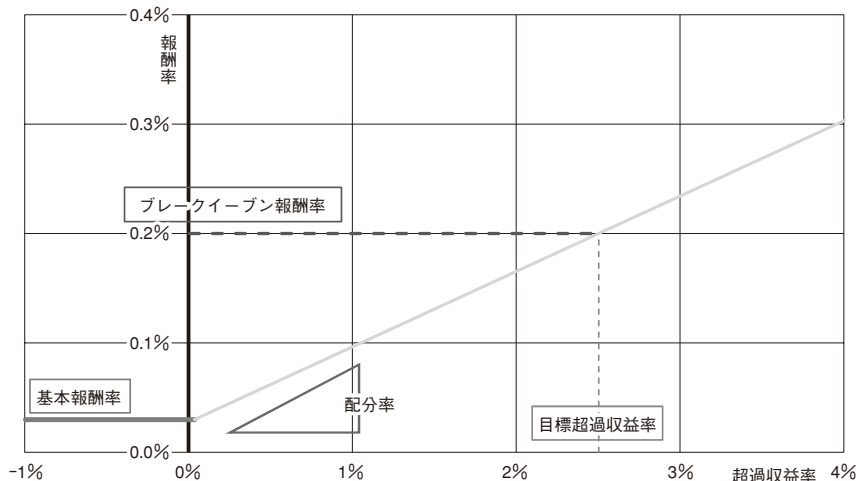
- 前述の問題意識を踏まえてGPIFと運用受託機関のアラインメント強化の目的で、運用成果と報酬の連動性を強めるべく、基本報酬率を引き下げ、報酬率の上限も撤廃する、
- 他方、報酬額が中長期的な運用成果に対して連動するように、報酬を一部留保して支払額を平準化するキャリアオーバーの仕組みを取り入れる、
- 加えて運用受託機関による中長期的な運用目標の達成を可能とするため、今回の実績連動報酬の導入に際して、原則として運用受託機関と複数年契約（コミットメント）を締結する、

という3つの取組みを実施している。

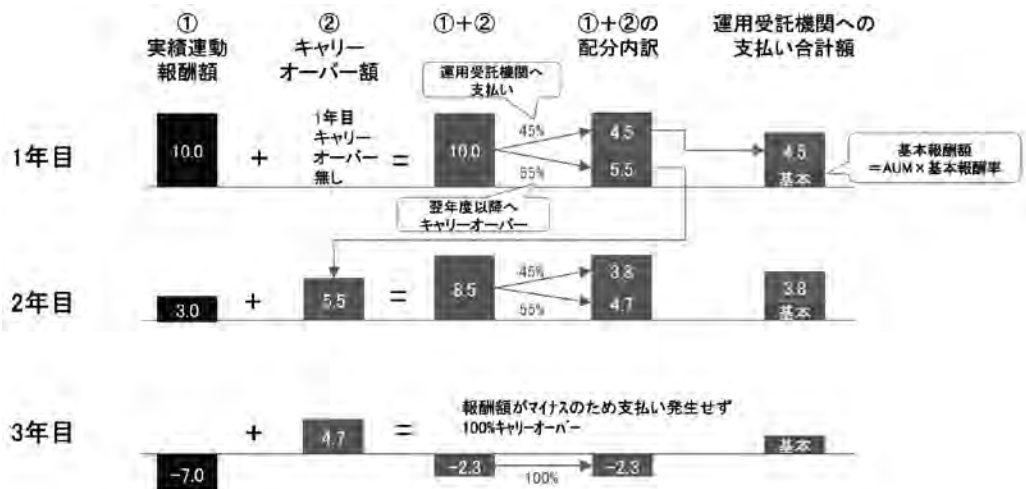
(1) 基本報酬と実績連動報酬

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

(図表 2) 新しい実績連動報酬のペイオフ



(図表 3) キャリーオーバーの概念図

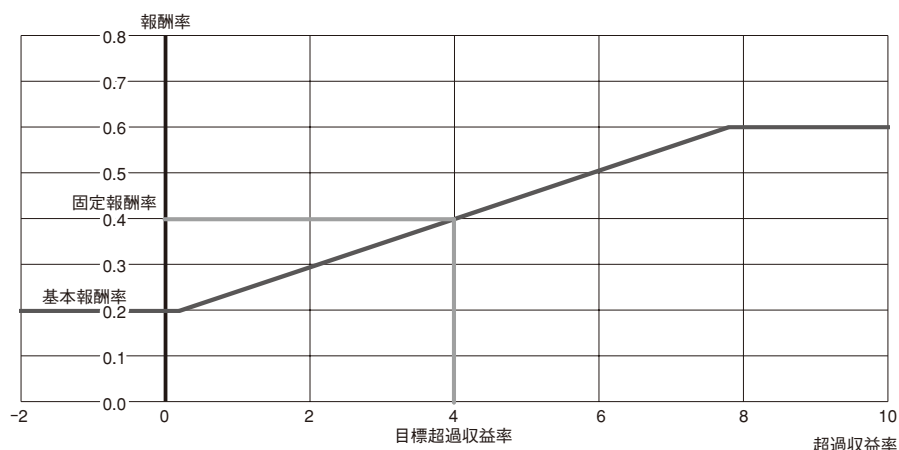


標超過収益率を達成した場合に支払われる報酬率をもとに計算される^(注4)。新しい実績連動報酬のペイオフは図表2のとおりとなる。

(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

(図表 4) 現行の実績連動報酬



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。

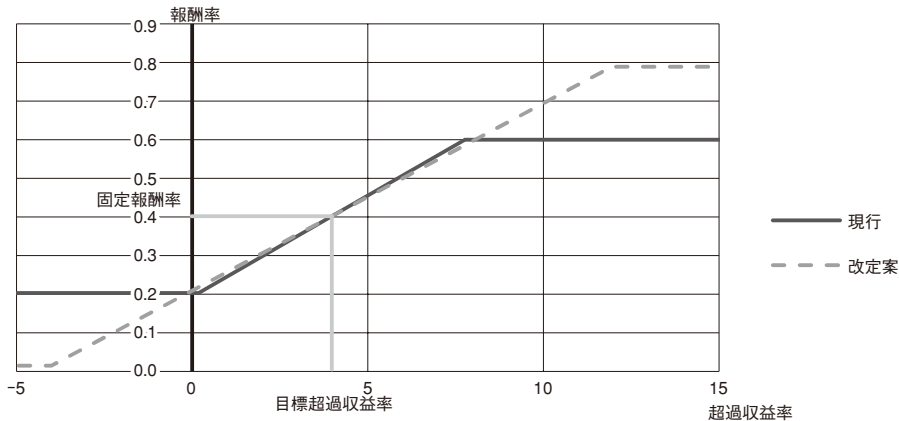
4. 検討過程

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 5) 上下限の拡大



(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うえ、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なのような誤解を生じかねないという課題が残った。

(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

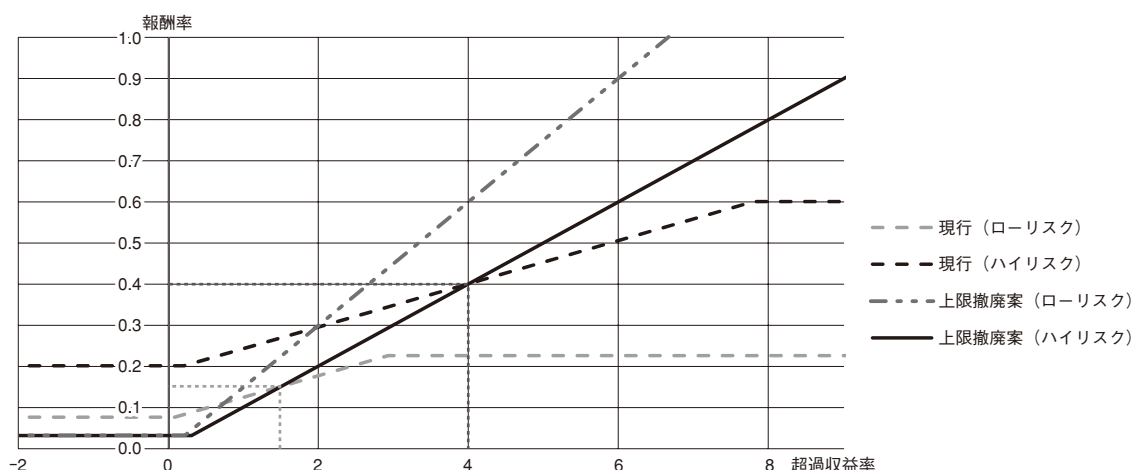
次に検討されたのは、運用受託機関の動機付けを高めるために、上限を撤廃するとともに、インフォメーションレシオ^(注5)によって配分率を調整する、即ち図表6のようにインフォメーションレシオの高いファンドほど配分率を高める方法である。

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えると、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。

(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

(図表 6) 上限撤廃案 (インフォメーションレシオ考慮)



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、3. (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ブレイ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^(注6)。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に起因する過剰払い問題^(注7)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^(注8)やクローバック^(注9)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^(注10)。

(6) 超過収益の3年平均方式と累積キャリア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、超過収益額をキャリア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ると、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のパッシブ運用は委託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、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至った。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。

■ 5. 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は既述のとおり法律上の制約から運用の大半を外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〕

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

(注1) 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。

(注2) 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。

(注3) 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。

(注4) 配分率 =
$$\frac{\text{ブレイクイーブン報酬率} - \text{基本報酬率}}{\text{目標超過収益率} - \text{基本報酬率}}$$

ブレイ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。

(注5) 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。

(注6) 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。

(注7) 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。

(注8) 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。

(注9) 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。

(注10) 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（キャリアオーバー）が適切ではないかとしている。

