

2019年1月25日
団体年金事業部

《キーワードで見るリスク管理（第5回）》 「KPIと報酬（手数料）体系」

「キーワードで見るリスク管理」と題し、当社のシンクタンクである第一生命経済研究所の重原部長兼研究理事による書き下ろしレポートをシリーズでお届けしています。

当シリーズは、キーワードを通し、また実例を踏まえながら、リスク管理のポイントを解説するものですが、今回は、その第5回として「KPIと報酬（手数料）体系」をキーワードとした内容です。リスク管理の上で正しい行動の動機付けとなりうる、実績の評価と報酬について解説したレポートとなっておりますので、ぜひご一読ください。

以上

テーマ：KPIと報酬（手数料）体系

第一生命経済研究所 経営環境研究部
部長兼研究理事 重原 正明

<要旨>

- ① リスク管理のための正しい行動は、正しい目標と評価によって生じます。先の国際金融危機に関しても、危機対応としてリスク管理の視点から報酬体系見直しが求められました。
- ② 例えば運用パフォーマンスの評価にしても、利回りが高ければ高評価をつけてよいわけではなく、市場の状況を考慮する必要があります。ベンチマークに対する超過収益率がKPIとして用いられるのはこれが理由です。またその超過収益を得るためのリスクも併せて見る必要があります。
- ③ 不正を助長しないという観点から、KPIの目標は無理のない範囲で設定すべきです。
- ④ 利回り等の過去の実績は必ずしも将来を表わさないので、運用方針や人材、運用体制といった定性的な要素も重要な評価要素となります。
- ⑤ 報酬に関しては評価のタイムホライズンを意識することが重要で、特に年金運用に関しては長期的な視点に立ったものとする必要があるでしょう。

「キーワードで見るリスク管理」第5回目は「KPIと報酬（手数料）体系」を取り上げます。リスク管理上正しい行動の動機付けとできる、実績の評価とそれに対する報酬（運用委託手数料等を含む）についてお話しします。

取り上げる予定のキーワード

- 第1回 リスクプロファイル
- 第2回 リスクアペタイト
- 第3回 相互牽制（3つの防衛線）とリスクリミット
- 第4回 キャッシュフロー計算書と在庫管理
- 第5回 KPIと報酬（手数料）体系 …<今回>
- 第6回 人づくりと仕組みづくり

○ 正しい行動は正しい目標と評価指標から

リスク管理が正しく行われているかチェックする方法は前回までにいくつか挙げましたが、チェックがなくても業務遂行者や業務の委託者（運用委託機関など）が正しい行動をするように動機付けをすることも、チェックと同様に重要です。費用対効果を考えれば、むしろこちらの方が重要だともいえるでしょう。

動機付けの方法としては直接リスク管理の意義等を説明し、納得してもらうという方法（これは次回お話しします）のほかに、業務の評価や対応する報酬を、リスク管理上正しい行動を促すように決めておくという、間接的な方法があります。間接的と申しましたが、現金が関係するという意味では直接的な方法であり、うまく使えば十分な効果が得られる方法で

す。

先の世界金融危機対応として 2008 年に開催されたワシントン D.C. での G20 サミットでも、危機対応として、リスク管理の視点からの金融機関経営層の報酬体系の見直しが求められています。同サミットの首脳宣言¹では「リスク・テイクと技術革新のためのインセンティブに関連していることから、報酬の慣行を見直す。」よう財務大臣に対し追加的な提言を策定するよう指示が行われています。また首脳宣言に付随するアクション・プラン²の中の項目として「金融機関は、（中略）報酬体系が過度に短期的な利益追求またはリスク・テイクに報いるようなものとならないよう、（中略）必要な措置がとられる必要がある。」と記されています。

業務の評価においては特定の指標に関し目標数値を定めることがありますが、このような数値を Key Performance Indicator, KPI と呼びます。KPI を代表とする業務評価の基準、およびそれに対する報酬の決め方を、リスク管理の目的にも沿った正しいものとすることで、リスク管理上正しい行動が促されることになるのです。

○ KPI は高ければよいというわけではない

では、どのように KPI や報酬を設定すれば「正しい行動」が促されるのでしょうか。それを考えるためには、「正しい行動」とは何か、を考える必要があります。

事業は利益などの成果を得るために行っているわけですから、その成果の大きさを表わすことが KPI の第一の要件になります。しかし成果には、対象期間の環境によって左右される部分がありますから、その分を調節することが一般には望ましいでしょう。中期国債の金利が 0.005% のときに、8% のときと同じ運用利回りを得ることを求めるのは無理でしょう。

そしてリスク管理の見地からは、対象業務のリスクに関連した調整を行うことも求められます。資産運用で言えば、価格変動などの高いリスクがある株式運用では、国内債券運用よりも高い利回りが長期的には得られることが自然です。

運用方針など、業務上どのリスクを取りどのリスクを取らないようにするか、ということとは、「キーワードで見るリスク管理」第 2 回でも述べたとおり、リスクアペタイトという形でリスク管理方針の一部として決めているわけですから、そのリスクアペタイトに沿ったリスクテイクが行われ、その前提のもとに業務上の成果が最大化されるのが、「リスク管理上正しい状態」といえるでしょう。

したがって適切な KPI とは、市場等の外部環境およびリスクテイクの状況が反映されたものとなります。運用対象資産の平均的なリスクは各資産の指標（ベンチマーク）利回りに反映されるため、年金資産の運用でいえば、運用利回りそのものを KPI とするのではなく、運用利回りとベンチマークとの差額（超過収益率）を KPI とすることが適切と考えられ、一般的にもそのような方法が取られています³。

¹ 首脳宣言：“DECLARATION SUMMIT ON FINANCIAL MARKETS AND THE WORLD ECONOMY”（November 15, 2008）訳は外務省サイト内仮訳（https://www.mofa.go.jp/mofaj/kaidan/s_aso/fwe_08/sks.html）を加工して使用。

² アクション・プラン：“Action Plan to Implement Principles for Reform” 訳は脚注 1 に同じ。

³ 適切なベンチマークが設定できないなどの理由から、利回り自体を KPI とする場合もあります。

また、例えば同じアクティブ運用に分類されるファンドでも、低位株ファンドなど特定の運用方針を持つものについては、リスクや期待できる利回りは平均値とは異なる傾向を持つと考えられます。ファンドを比較する際の対象範囲（ユニバース）を、異質のものが混じらないよう、目的に応じた範囲で十分に狭く取ることに留意すべきでしょう。

一方で、個別のファンドのリスクは対象運用資産の平均的なリスクとは異なるので、ファンド自体のリスクについて見ることも必要でしょう。アクティブ運用における、リスクに対するリターンの指標としては、例えばインフォメーションレシオ（超過収益率の平均値を超過収益率の標準偏差で割った値）があります。

以上のことは、厚生労働省が作成した「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」（以下「ガイドライン」）にも記載されています。ガイドラインの中では運用委託に関する定量評価の基準について、「定量評価については、時価による収益率およびリスクを基準とし、資産種類ごとに適切な市場ベンチマーク（市場動向の指標）を設定すること、他の同様の運用を行う運用受託機関の収益率およびリスクとの相対比較を行うこと等、一般的に適正と認められる合理的な基準により行うものとする。」としています⁴。

ただし利回りにしてもリスク指標にしても過去の実績であり、将来同様の利回り等が得られるとは限りません。過去数年の履歴や要因分析等を参照するとともに、後でお話しする定性項目の検討と併せて考える必要があります。少なくとも直近1年の実績だけを見て判断すべきではありません。ガイドラインでも「短期の収益率に著しく問題がある場合等を除き、一定の期間（例えば、3年以上）の実績（実績がない場合には、バックテスト）を評価することが望ましい。」とされています。

○ 目標設定は無理のない範囲で

一方 KPI に関して気をつけなければいけないこととして、目標設定を無理のない範囲に行うことがあります。例えば利回りに関して言えば、市場の動きやリスクアペタイトに左右される部分が大きく、業務担当者個人の努力で行えることには限界があります。KPI としての超過収益率について過度に高い目標を設定することはむしろ不正を助長することとなります。限界を超えた高い利回りを求めるのであればリスクアペタイトを見直すべきであり、KPI については（業務の性質に応じた）無理のない目標を設定すべきでしょう。これは利回り以外の KPI にもいえることです。

○ 定性的な評価も重要

KPI も重要ですが、定性的な要素も重要です。これは定量的な要素だけでは判断が難しい将来の状況を推定するためであり、過去の実績に現れているとは限らない現在保有しているリ

⁴ 運用成績についての表示・開示についての世界共通基準として GIPS（投資パフォーマンス基準）というのがあり、ガイドラインにおいても、定量評価を行う際の収益率やリスクは「GIPS の準拠し検証を受けたものなど一定の合理的な方法に基づいて計算され管理されているものであることが望ましい」とされています。

スクを判定するためともいえます。

一般に、年金の運用評価では次の「5つのP」が重要項目として挙げられます。

- ・Philosophy（投資方針）

投資の方針の明確性、合理性、一貫性などで、投資方針が合理的な理由なく変わらないか、決められた資産種類以外に投資していないかなどを含みます。

- ・People（人材）

個人としての運用担当者の能力だけでなく、十分な数の人材を配置しているか、担当者が頻繁に交代することはないかなどを含みます。調査分析などの運用支援体制も広くはここに含まれるでしょう。

- ・Process（プロセス）

投資方針に沿った行動を実施するための手続きが明確で効率的かということ、意思決定手続き、組織や権限規定、リスク管理体制、コンプライアンスを含みます。

- ・Portfolio（ポートフォリオ）

資産の種類や銘柄構成のことです。

- ・Performance（運用成果）・・・定量評価の項で述べた通りです。

最後のPerformanceを除く4つのPが定量要素であり、これらはガイドラインでも、区分が異なる形ですが、挙げられているところです。

また、5つのPには含まれていませんが、「運用状況等についての説明を委託者に適切に行っているか」というような、コミュニケーションの状況も評価の対象とすべきでしょう。受託者による予定にない投資方針やポートフォリオの変更、いわゆるスタイルドリフトは、特に長期的な利益を目的とする年金運用においては、基本的には行われるべきではないと考えられます。金融情勢など外部環境の大きな変化でやむなく行う場合は、それに伴うリスクや費用も考慮した上で、委託者と十分なコミュニケーションを取って行われるべきでしょう⁵。投資対象とその状況に関する十分な説明がなされていれば、例えばAIJ投資顧問事件のような詐欺的な行為にあうリスクもかなり回避できるのではないのでしょうか。

○ 報酬の支払い方とタイムホライズン

評価にも関係しますが、主に報酬に関係する事項として、事業の成果をどの程度の期間を視野に入れて評価するか、というタイムホライズンの問題があります。

資産運用を例にとれば、株式運用は値動きが激しいなどリスクが高い分、平均的な収益率は高いとされます。しかし「平均的な収益率」を実現するためにはある程度長期に資産を保有する必要があります。長期保有は資金繰り（流動性）のリスクを伴うので、長期保有を前提に株式運用を選択するということは、流動性リスクおよび長期での価格変動リスクを取ることで利回り向上を図るといふ、リスクアペタイトの問題と考えることができます。

このようなリスクアペタイトを取っているのであれば、報酬もそれに合わせるべきです。

⁵ 受託者によるスタイルドリフトを防ぐためには、委託者のほうも、リスクアペタイトを明確にしたうえで、許容される範囲の短期的な損失については性急な対応を求めないといった、いわば「大人の対応」をとることが求められましょう。

そうしないと、業務担当者が報酬体系に対し最適な行動を取ることが、期末の益出しや相場を見た短期売買など、リスクアペタイトにそぐわない行動につながる可能性があるからです。

リスクアペタイトに沿った報酬の設定の例として、年金積立金管理運用独立行政法人（以下 GPIF）による新実績連動報酬制度の導入があります。GPIF は、アクティブ運用の受託機関の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ことなどを目的に、2018 年度から新実績連動報酬制度を導入しました⁶。実績比例報酬の上限を撤廃するなど、従来より業績連動性が高いものとしていますが、一方で実績比例報酬の一部を留保して翌年度以降に支払うキャリアオーバーの導入、運用委託に関する複数年契約の締結などの内容も含んでおり⁷、長期的な超過収益の水準向上という目的に沿ったものとしています。

GPIFに限らず、年金の場合は一般に長期での成果が求められるものです。そのことを考えると、運用成果の測定は実績に基づくものなので每期行うとしても、それに対する報酬はより長期的な視点に立ったものとするよう考える必要があるでしょう。

以上

⁶ 「平成 29 年度業務報告書」年金積立金管理運用独立行政法人 pp. 62-63 参照

⁷ 新実績連動報酬制度の内容に関しては、陣場隆「GPIF の新しい実績連動報酬」GPIF ワーキングペーパー（年金積立金管理運用独立行政法人）2018 年 6 月 11 日 による。