

青 修正案
赤 コメント

「行動規範」入れているのか

投資原則

- 1 年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。
- 2 資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。
- 3 基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。
- 4 スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した取り組みを含む。）を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

目次

経営委員長メッセージ	0
------------	---

理事長あいさつ	0
---------	---

2017(平成29)年度の概況	0
-----------------	---

第1部 2017(平成29)年度の 管理及び運用状況

1 市場環境と資産構成割合	00
---------------	----

2 運用実績

[1] 収益率・収益額等	00
[2] 国庫納付・寄託金の増減等	00
[3] 運用リスク管理	00
[4] 基本ポートフォリオの定期検証	00

3 各資産の運用状況

[1] 国内債券	00
[2] 外国債券	00
[3] 国内株式	00
[4] 外国株式	00
[5] 自家運用	00
[6] リスク管理	00

4 オルタナティブ運用

[1] 概要	00
[2] インフラストラクチャー投資	00
[3] プライベート・エクイティ投資	00
[4] 不動産投資	00

5 スチュワードシップ責任

[1] 管理運用法人の 活動に取り組む意義	00
[2] スチュワードシップ活動の進化	00
[3] スチュワードシップ責任を果たす 取組の推進	00
[4] 運用受託機関における スチュワードシップ活動の状況	00
[5] 株主議決権行使	00

6 ESG活動

[1] 基本的考え方	00
[2] 国内株式を対象としたESG指数の選定	00
[3] グローバル環境株式指数の公募	00
[4] 債券投資とESGに関する共同研究	00

7 その他 主要な取組み

[1] 運用受託機関等の公募及び管理	00
[2] 調査研究の推進	00

8 その他

[1] 有価証券報告書虚偽記載等に伴う訴訟	00
[2] 受賞	00

第2部 年金積立金管理運用 独立行政法人について

1 公的年金制度における管理運用 法人の役割

[1] 管理運用法人の位置付け	00
[2] 中期目標・中期計画の主な内容	00

2 組織・内部統制体制

[1] ガバナンス改革 (経営委員会及び監査委員会の設置)	00
[2] 経営委員会	00
[3] 監査委員会	00
[4] 執行体制	00
[5] 運用委員会	00

3 広報の取組み

第3部 資料編

1 ベンチマークインデックスの推移 (2017(平成29)年度)

2 運用実績等の推移

3 運用手法・運用受託機関別 運用資産額等

4 保有全銘柄について

5 基本ポートフォリオの定期検証

6 現在の基本ポートフォリオ 策定について

7 その他

▶ 年金積立金管理運用独立行政法人の運用状況については、この業務概況書を含め、インターネット・ホームページ

(<http://www.gpif.go.jp/>)に掲載していますので、ご参照ください。

▶ この業務概況書の内容について、商用目的で転載・複製(引用は含まれません。)を行う場合は、事前に企画部(TEL:03-3502-2486)までご相談ください。引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

経営委員長メッセージ

2016(平成28)年に行われた公的年金制度に関する法改正に基づき、昨年10月、年金積立金管理運用独立行政法人(管理運用法人)において、新たに経営委員会、および監査委員会が、導入されました。

経営委員会は、多様な知識・経験を有する専門家9名と、理事長の合計10名によって構成され、その合議によって重要な意思決定を行うとともに、監査委員会とも連携しながら、執行部の活動の監督に当たります。これにより、意思決定・監督を担う経営委員会と、年金積立金の管理・運用の執行に当たる理事長以下の執行部との役割が、きちんと分けられることになりました。因みに、意思決定・監督と執行の分離は、諸外国の公的年金基金においても、一般的に採用されているガバナンスの仕組みであります。

もとより、今般、管理運用法人においてこのようなガバナンス改革が行われた趣旨は、「国民の皆様から、一層信頼される組織を目指す」ことにあります。そのために経営委員会が取り組むべき仕事は多岐にわたりますが、まず何を措いても、年金積立金の管理・運用が「もっぱら被保険者の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に」行われるべく、全力を傾注することが重要です。また、公的年金制度全体の中での管理運用法人の役割や、その管理運用の考え方・実態を、分かりやすく説明し、理解を求めてゆく努力も怠れません。

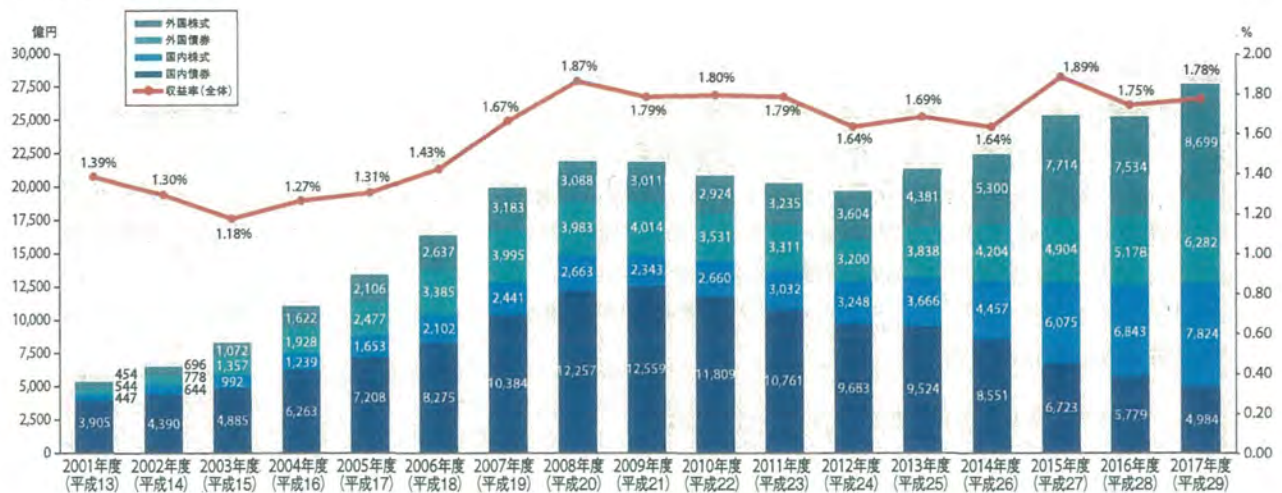
このことを肝に銘じつつ、経営委員会と執行部が、相互に連携しながらそれぞれの役割を的確に果たすことを通じて、国民の皆様のご期待に沿えるように取り組んでまいり所存であります。

年金積立金管理運用独立行政法人

経営委員長 平野 英治



インカムゲインの推移



収益額・収益率(インカムゲイン)

(単位: 億円)

	累積収益額 (通期)	2001年度 (平成13)	2002年度 (平成14)	2003年度 (平成15)	2004年度 (平成16)	2005年度 (平成17)	2006年度 (平成18)	2007年度 (平成19)	2008年度 (平成20)
国内債券	187,940 (1.29%)	3,905 (1.49%)	4,390 (1.26%)	4,885 (1.03%)	6,263 (1.03%)	7,208 (1.10%)	8,275 (1.12%)	10,384 (1.21%)	12,257 (1.41%)
国内株式	52,331 (1.53%)	447 (0.65%)	644 (0.87%)	992 (0.83%)	1,239 (1.00%)	1,653 (0.87%)	2,102 (1.10%)	2,441 (1.77%)	2,663 (2.34%)
外国債券	56,909 (3.27%)	544 (4.04%)	778 (3.06%)	1,357 (3.43%)	1,928 (3.33%)	2,477 (3.28%)	3,385 (3.73%)	3,995 (4.13%)	3,983 (3.98%)
外国株式	61,258 (2.19%)	454 (1.19%)	696 (1.56%)	1,072 (1.81%)	1,622 (1.99%)	2,106 (1.96%)	2,637 (2.09%)	3,183 (2.92%)	3,088 (3.40%)
合 計	308,597 (1.60%)	5,378 (1.39%)	6,518 (1.30%)	8,314 (1.18%)	11,060 (1.27%)	13,479 (1.31%)	16,407 (1.43%)	20,008 (1.67%)	21,994 (1.87%)

	2009年度 (平成21)	2010年度 (平成22)	2011年度 (平成23)	2012年度 (平成24)	2013年度 (平成25)	2014年度 (平成26)	2015年度 (平成27)	2016年度 (平成28)	2017年度 (平成29)
国内債券	12,559 (1.51%)	11,809 (1.52%)	10,761 (1.50%)	9,683 (1.30%)	9,524 (1.36%)	8,551 (1.51%)	6,723 (1.27%)	5,779 (1.21%)	4,984 (1.12%)
国内株式	2,343 (1.59%)	2,660 (1.98%)	3,032 (2.14%)	3,248 (1.85%)	3,666 (1.76%)	4,457 (1.41%)	6,075 (1.99%)	6,843 (1.95%)	7,824 (1.92%)
外国債券	4,014 (3.96%)	3,531 (3.75%)	3,311 (3.33%)	3,200 (2.71%)	3,838 (2.74%)	4,204 (2.31%)	4,904 (2.59%)	5,178 (2.63%)	6,282 (2.63%)
外国株式	3,011 (2.27%)	2,924 (2.23%)	3,235 (2.48%)	3,604 (2.42%)	4,381 (2.22%)	5,300 (1.76%)	7,714 (2.48%)	7,534 (2.16%)	8,699 (2.25%)
合 計	21,937 (1.79%)	20,932 (1.80%)	20,341 (1.79%)	19,739 (1.64%)	21,411 (1.69%)	22,532 (1.64%)	25,424 (1.89%)	25,334 (1.75%)	27,789 (1.78%)

(注1) 四捨五入のため、各年度の数値の合算は累積収益額の数値と必ずしも一致しません。

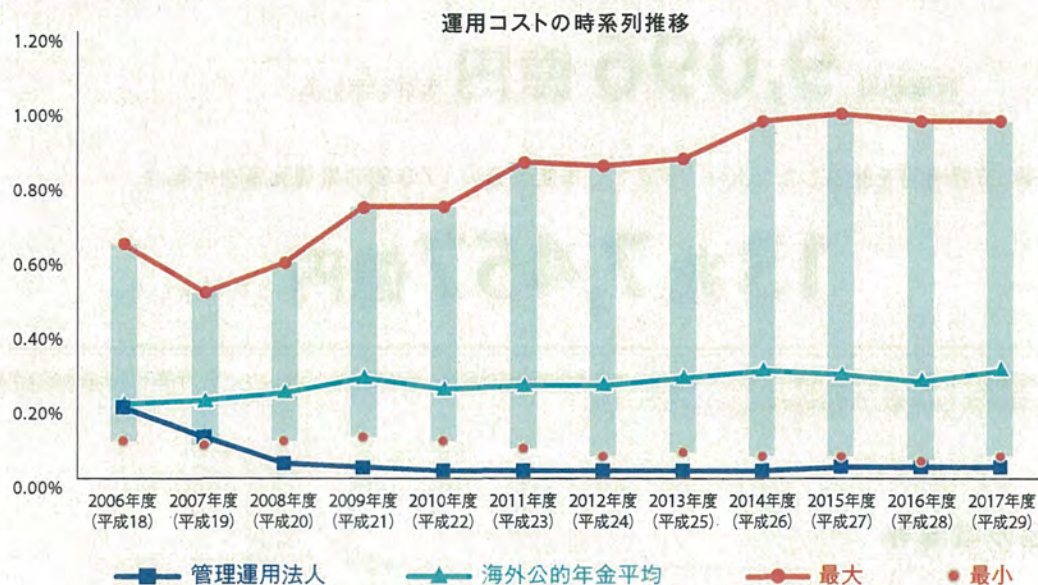
(注2) 国内債券は財投債(2001(平成13)年度のみ転換社債も含みます。)の収益額(インカムゲイン)を、合計は短期資産の収益額(インカムゲイン)を含みます。

(注3) 通期の収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。

「(コラム) インカムゲインの複利効果」を復活していただく
場所には別途通告

(コラム) 管理運用法人と主な海外公的年金との運用コスト比較

管理運用法人の運用コストは、過去12年間を通じて平均0.05%となっています。この水準は、海外公的年金の運用コストと比較して低い水準となっています。なお、海外公的年金のデータとしては、以下の9機関^(注)の値を用いています。



(注1) カナダ年金プラン投資理事会(OPPIB:カナダ)、政府年金基金-グローバル(GPFG:ノルウェー)、カリフォルニア州職員退職制度(CalPERS:米国)、カリフォルニア州教職員退職制度(CalSTRS:米国)、スウェーデン国民年金基金(AP1、AP2、AP3、AP4:スウェーデン)、国民年金基金(NPS:韓国)

(注2) 運用コストには運用手数料のほか業務経費や一般管理費等を含んでいます。

管理運用法人の運用コストが低いのは、①大宗を占める運用手数料率が低いことに加え、②スリムな組織で効率経営に努めていることによるものです。

[3] 運用リスク管理

年金積立金の運用は、専ら被保険者の利益のために長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的と

して行われます。これを踏まえ、以下のような基本方針に基づいて運用リスク管理を行っています。

- (1) 年金財政上必要とされる運用利回りを最低限のリスクで確保するよう、基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。
- (2) リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産に分散投資することをリスク管理の基本とする。
- (3) 資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保する。
- (4) 経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、その際の見通しは、決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとする。
- (5) 短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。流動性確保に際しては、市場の価格形成等に配慮しつつ、円滑に資産の売却等を行い、不足なく確実に資金を確保する。
- (6) 年金積立金の管理及び運用に当たっては、専門性の向上を図るとともに、責任体制の明確化を図り、受託者責任(慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守)を徹底する。

運用リスク管理の対象は、市場リスク、流動性リスク、信用リスク、カントリーリスクとなります。

市場リスク	金利、為替、株式、オルタナティブ資産等の様々な市場のリスク・ファクターの変動により、保有する資産(デリバティブを含む。)の価値が変動するリスクをいう。
流動性リスク	キャッシュアウトの予期せぬ増加等により、必要な資金確保が困難になる、又は通常よりも著しく高い金利での資金調達を余儀なくされることにより損失を被るリスク(資金繰りリスク)及び市場の混乱等により市場において取引ができなかったり、通常よりも著しく不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失を被るリスク(市場流動性リスク)をいう。
信用リスク	保有資産の発行体、資産管理等の委託先、デリバティブ取引のカウンターパーティの財務状況の悪化等により、資産(デリバティブを含む。)の価値が減少ないし消失し、損失を被るリスクをいう。
カントリーリスク	外国資産について、当該資産に係る国の外貨事情や政治・経済情勢等により損失を被るリスクをいう。

これらの運用リスクに対する管理プロセスとしては、トラッキングエラーやバリュー・アット・リスク、ストレステスト等の計測値や定性情報によりリスクを把握し、定期的な監視・報告を行った上で、~~リスクを回避する~~必要のないリスク回避の判断を下します。

執行部門では、運用リスク管理委員会が主なリスクの監視と報告の場となり、投資委員会においてリスク・コントロールに係る審議を行います。また、経営委員会において、執行部門より上述の運営状況について報告するとともに、運用リスク管理に係る重要事項について審議することとなっています。

2017(平成29)年度は、~~トータルリスク管理システム~~の本格活用に伴い、バリュー・アット・リスク、過去の事象

及び仮想シナリオに基づくストレステスト、金利や株価の変化に伴う損益シミュレーション等の分析を行い、複線的な運用リスクの管理について高度化を図りました。信用リスク管理の側面からは、債券投資に係るアクティブ運用の制約緩和に際して、信用リスク分析を実施し、当該緩和に伴う影響について検証を行いました。また、国別の制約撤廃に伴い、カントリー格付の付与や当該格付別エクスポージャーの管理の導入など、カントリーリスク管理の枠組みについて見直しを実施しております。オルタナティブ資産については前年度に定めた運用リスク管理フレームワークに従い、運用受託機関候補先に対してリスクレビューを行いました。

(注) トータル管理システムとは・・・

② 外国為替市場

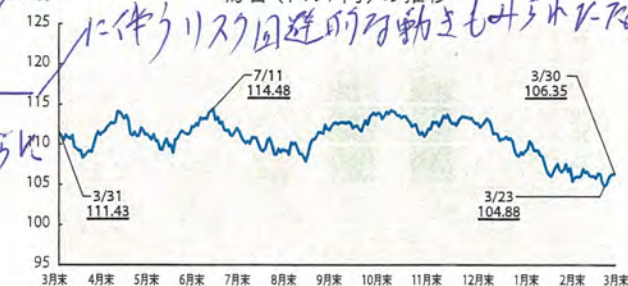
ドル/円は、米連邦準備理事会(FRB)による金融政策正常化に向けた動きが継続する一方で、北朝鮮によるミサイル発射等の地政学リスクの高まり等から、概ね110円台前半でもみ合う展開となりました。年明け後は、米国の保護主義的な通商政策などを嫌気したリスク回避的な動きからドル安・円高が進みました。年度では、ドル/円は、前年度末111.43円から、今年度末は106.35円となりました。

ユーロ/円は、仏大統領選挙結果を受けた欧州政治情勢の落ち着きや、欧州中央銀行(ECB)の資産購入プログラムの縮小を先読みする動きから、期を通して大幅なユーロ高・円安となりました。

年度では、ユーロ/円は、前年度末の119.18円から、今年度末は130.79円となりました。

利上げを契機とする内外金利差の拡大がみられた。

朝鮮半島情勢緊迫化等の為替(ドル/円)の推移に伴うリスク回避的な動きもみられた。

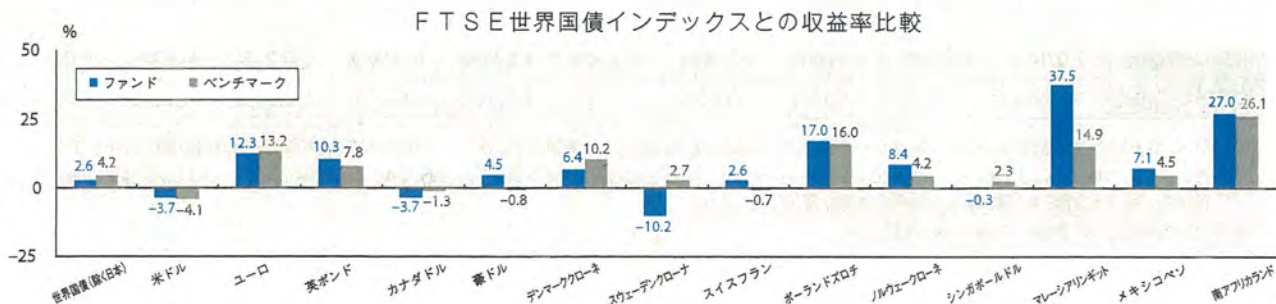


③ 超過収益率

ベンチマーク^(注)に対する超過収益率は、-0.52%(アクティブ運用-1.68%、パッシブ運用+0.24%)となりました。アクティブ運用については、ユーロ建て債券の時価構成割合がベンチマークに比べて低めになっていたこと及び米ドル建て債券の時価構成割合がベンチマークに比

べて高めになっていたこと等がマイナスに寄与しました。また、パッシブ運用については、ユーロ建て債券の時価構成割合がベンチマークに比べて高めになっていたこと等がプラスに寄与しました。その結果外国債券全体では、-0.52%の超過収益率となりました。

[アクティブ運用の時価構成割合及び収益率]

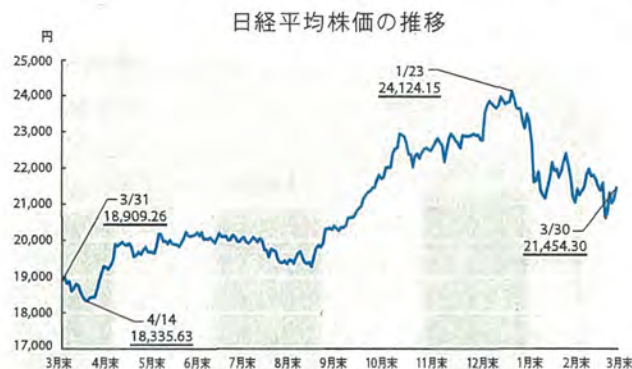


[3] 国内株式

① 国内株式市場

国内株式は、*朝鮮半島情勢の緊迫化*の高まりから軟調に推移する局面もありましたが、国内外の良好な経済環境・堅調な企業業績に加え、日銀による緩和的な金融政策の継続が相場を下支えし、東証株価指数(TOPIX 配当なし)は一時約26年ぶりの高値を更新する等、大幅に上昇しました。年明け以降は、米国金利の急上昇や米国の通商政策を巡る不透明感に加え、外国為替市場において、ドル安・円高が進行したことが嫌気され、株式市場は調整に転じました。

年度では、東証株価指数(TOPIX 配当なし)は、前年度末の1,512.6ポイントから、今年度末は1,716.3ポイントへと上昇しました。

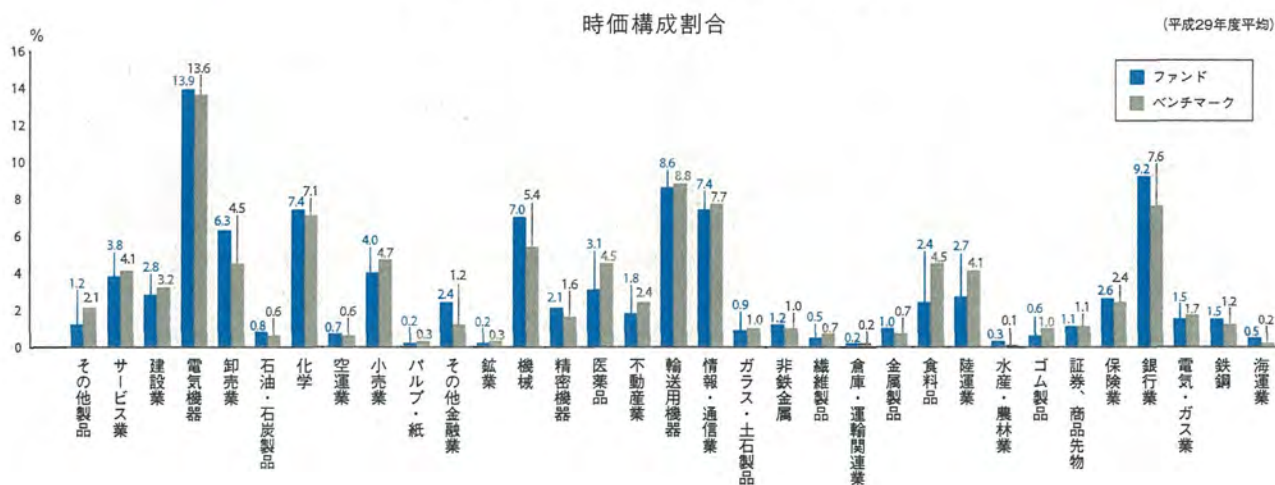


② 超過収益率

ベンチマーク^(注)に対する超過収益率は、-0.21% (アクティブ運用+2.04%、パッシブ運用-0.43%)となりました。アクティブ運用については、機械、サービス業及び精密機器セクターの銘柄選択等がプラスに寄与しまし

た。また、パッシブ運用については、TOPIX以外のベンチマークの収益率が、TOPIXの収益率より低かったこと等がマイナスに寄与しました。その結果国内株式全体では、-0.21の超過収益率となりました。

[アクティブ運用の時価構成割合及び収益率]



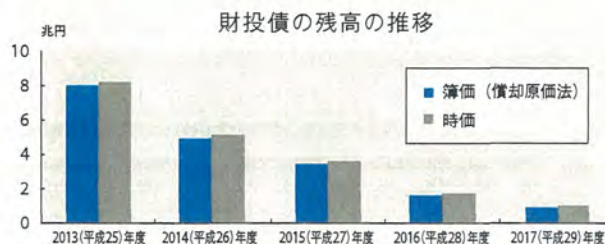
⑥ 財投債ファンド

厚生労働大臣の指示に従い引き受けた満期保有目的の財投債については、独立行政法人会計基準に従い、原価法(引受価格と券面額との間に差がある場合には、償却原価法)に基づき簿価による評価を行うこととされています。ただし、年金積立金の適正な管理に資するため、満期保有目的とする財投債の時価による評価も併せて行

年限種別	簿価(償却原価法)	時 価
20年債	8,964億円	9,727億円
合 計	8,964億円	9,727億円

(注) いずれの数値も未収収益を含めた額です。

い、開示することとされています。2017(平成29)年度の財投債ファンドの収益額は232億円、収益率は1.82%(財投債元本平均残高(1兆2,761億円)に対する収益額の比率)となりました。また、2017(平成29)年度末における財投債の状況は以下のとおりです。



(参考) 2017(平成29)年度末平均残存年数 4.24年

[6] リスク管理

① トラッキングエラー

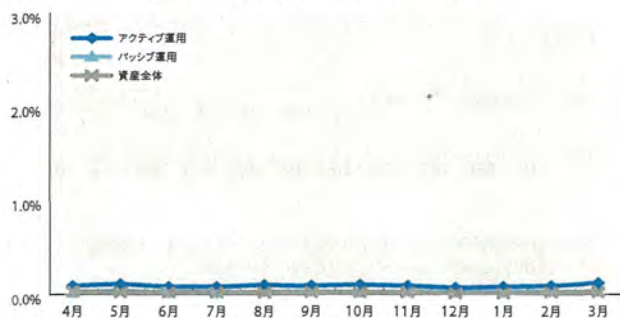
リスク管理項目のうち代表的なものであるトラッキングエラーは、分析ツール等を用いて将来の超過収益率のばらつき量を推測する推定トラッキングエラーと、過去の超

過収益率のばらつき具合からリスクの傾向を把握する実績トラッキングエラーにより管理しています。

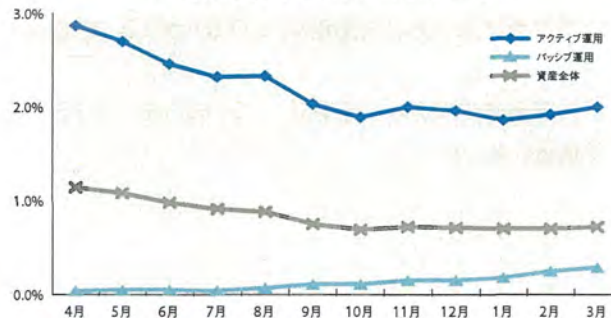
[推定トラッキングエラー]

推定トラッキングエラーは、国内債券、国内株式及び外国株式は大きな変動はなく安定的に推移しました。外国債券アクティブ運用の推定トラッキングエラーは、ユーロ建て債券のベンチマークに対するアンダーウェイト幅が縮小したため、低下しました。

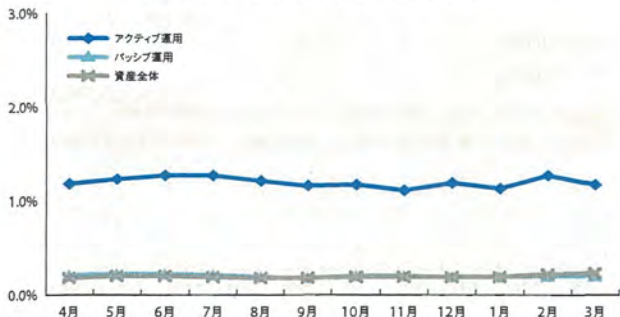
国内債券の推定トラッキングエラー



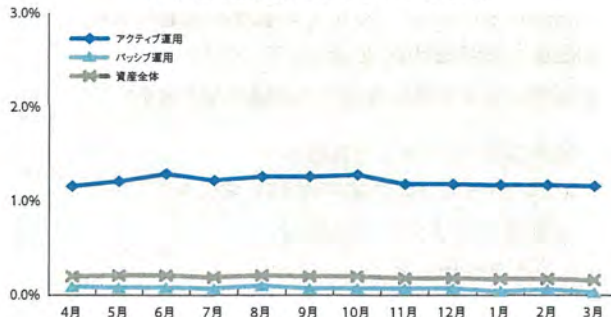
外国債券の推定トラッキングエラー



国内株式の推定トラッキングエラー



外国株式の推定トラッキングエラー



4 | オルタナティブ運用

[1] 概要

① 意義・目的

オルタナティブ資産は、伝統的な投資対象である上場株式、債券等とは異なるリスク・リターン特性を有しており、株式市場等の価格変動の影響を受けにくいことから、ポートフォリオに組み入れることにより運用の効率性の向上及び年金財政の安定に寄与する効果が期待できます。

海外の年金基金では、このような特性・効果をもつオルタナティブ資産への投資を行うことによる分散投資を推進しています。管理運用法人では、オルタナティブ投資を開始するに先立ち委託調査研究を通じて慎重な検討を

重ねて参りました。中でも2012(平成24)年度に実施した調査研究では、同投資には流動性の犠牲に伴う投資プレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上が期待できることが報告され、このような研究の結果も踏まえて2017(平成29)年度よりオルタナティブ投資の充実を図っています。なお厚生労働大臣が認可した現中期計画(2015(平成27)年度～2019(平成31)年度)において、資産全体の5%を上限にオルタナティブ資産(インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産)へ投資を行うことが認められています。

オルタナティブ資産

インフラストラクチャー



プライベート・エクイティ



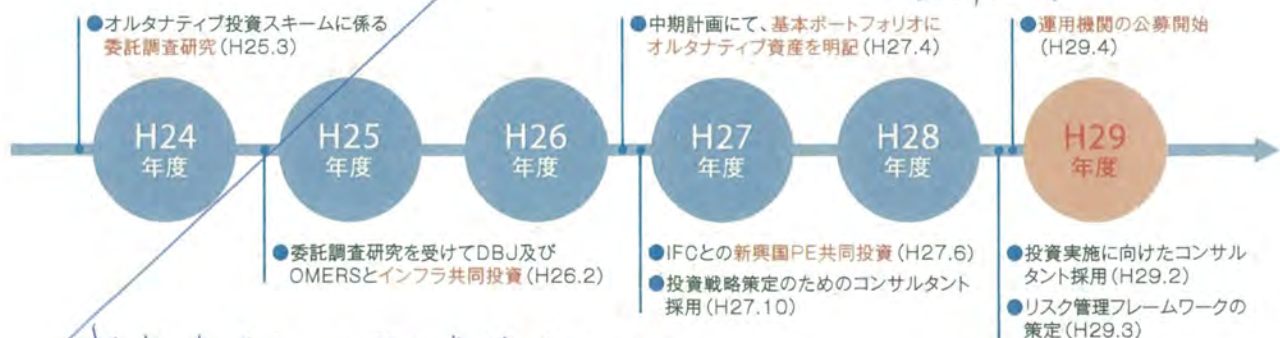
不動産



② 検討経緯・過去の投資実績

管理運用法人は、オルタナティブ投資についての委託調査研究(2012(平成24)年度)を受けて、オルタナティブ資産への機関投資家とのインフラストラクチャー及びプライベート・エクイティに係る共同投資(2013(平成25)年度～2015(平成27)年度～)を行ってまいりました。

その後も、継続して専門人材を採用し専門部署(オルタナティブ投資室)を設置するとともに、コンサルタントを活用した投資戦略の検討(2015(平成27)年度以降)及びリスク管理フレームワークの策定などを通じて、オルタナティブ投資の体制を構築してまいりました。



機関投資家との共同投資形態によるオルタナティブ投資に着手しています(インフラ共同投資は2013(平成25)年度より、プライベート・エクイティ共同投資は2015(平成27)年度より実施)。

③2017(平成29)年度の主な活動

ア.ゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズマネジャーの公募・選定

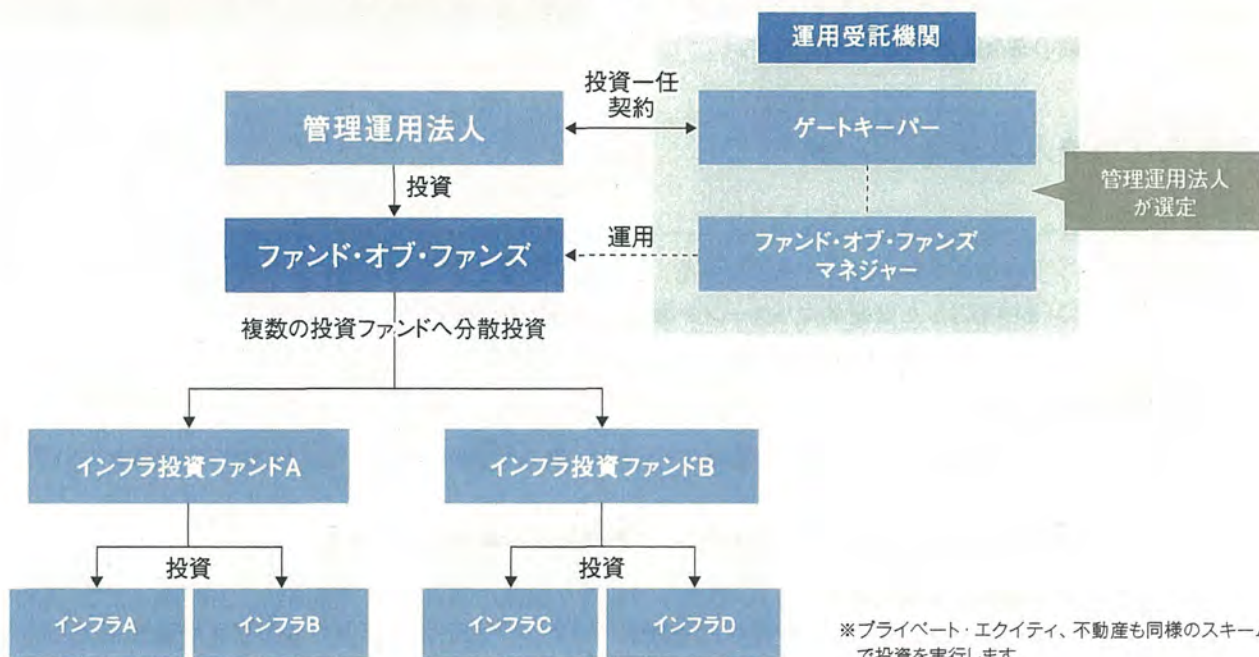
それまでの準備・検討を経て、2017(平成29)年度に、マネジャー・エントリー制度を活用し、オルタナティブ資産に係る公募を開始し、管理運用法人向けにカスタマイズされたマルチ・マネジャー戦略^(※)を行う運用受託機関の選定を進めてきました。

その選定にあたっては、管理運用法人自身の専門チームに加え、コンサルタント2社(タワーズ・ワトソン及び

ラッセルインベストメント)による書類審査、面談、会社訪問を多段階で実施し、運用受託機関の能力、投資戦略、運用実績、リスク管理体制等を慎重に審査しております。

※マルチ・マネジャー戦略とは、複数の投資ファンドを採用する運用手法です。これを実施するマネジャーにより組成されるファンド・オブ・ファンズに投資します。

〈(例)インフラストラクチャーの運用戦略のイメージ〉



※プライベート・エクイティ、不動産も同様のスキームで投資を実行します。

イ.投資事業有限責任組合／リミテッドパートナーシップ(LPS)への投資を行うための体制整備

2017(平成29)年9月に、年金積立金の運用の対象となる有価証券として、投資事業有限責任組合／リミテッドパートナーシップ(LPS)を追加する旨の政令の改正が行われました。LPSを活用する効果として、投資対象との間の介在者を減らし、投資スキームをシンプルにすることで、投資先の情報をより速やかに把握するとともに、

リスク管理の強化を図ることができます。そのため、海外の年金基金等の機関投資家の間でも、オルタナティブ投資の際の一般的手法として導入されています。

管理運用法人ではこの政令の改正を受けて、2017(平成29)年度より、LPS手法による投資を開始するための人員体制等の考え方について整理を行いました。

※から実質的リターンの向上も期待する

[3] プライベート・エクイティ投資

① 概要

主に非上場企業の株式(プライベート・エクイティ(PE))を投資対象とするファンド(PEファンド)への投資です。PEファンドの投資戦略は一般に、投資時期を分散しながら様々なステージにある投資対象企業を発掘し、投資を実行します。PEファンドには、バイアウト(投資実行後に投資先企業の経営改善やガバナンスの向上等を通じて企業価値を高めようとするもの)、グロースエ

クイティ(事業拡大期の企業に成長資金を供給するもの)、ベンチャーキャピタル(成長が見込まれる新興企業等を投資対象とするもの)、ターンアラウンド(経営不振企業の債務のリストラクチャリング等を行うもの)、プライベート・デット(非上場企業の債権に投資するもの)などがあり、これらに分散して投資します。

② 管理運用法人の投資

ア. 運用方針

市場環境を踏まえて効率的に分散投資を行うことにより、投資ポートフォリオ全体のリスク調整後リターンの上を目指します。

↓ 「インフラ」や「不動産」に比べて「抽象的価値」の多いもの

イ. 投資対象とスキーム

非上場企業の株式(プライベート・エクイティ(PE))及び債権(プライベート・デット)等への投資を行います。

(i) 2015(平成27)年6月から開始した投資 - 自家運用での投資信託の購入

世界銀行グループの一員である国際金融公社(IFC)及び株式会社日本政策投資銀行(DBJ)との共同投資協定に基づき、新興国の消費関連企業等のプライベートエクイティ(PE)に投資する外貨建て投資信託受益証券を保有しています。新興国株式市場への投資に見られる業種の偏りを是正し、今後の人口動態や経済発展によって高い成長が見込める消費関連企業等への投資を行うことにより、バランスよく世界経済の成長の果実を獲得することを目的としています。

(ii) 2017(平成29)年度より検討を開始した投資 - 投資一任(ファンド・オブ・ファンズ形式)

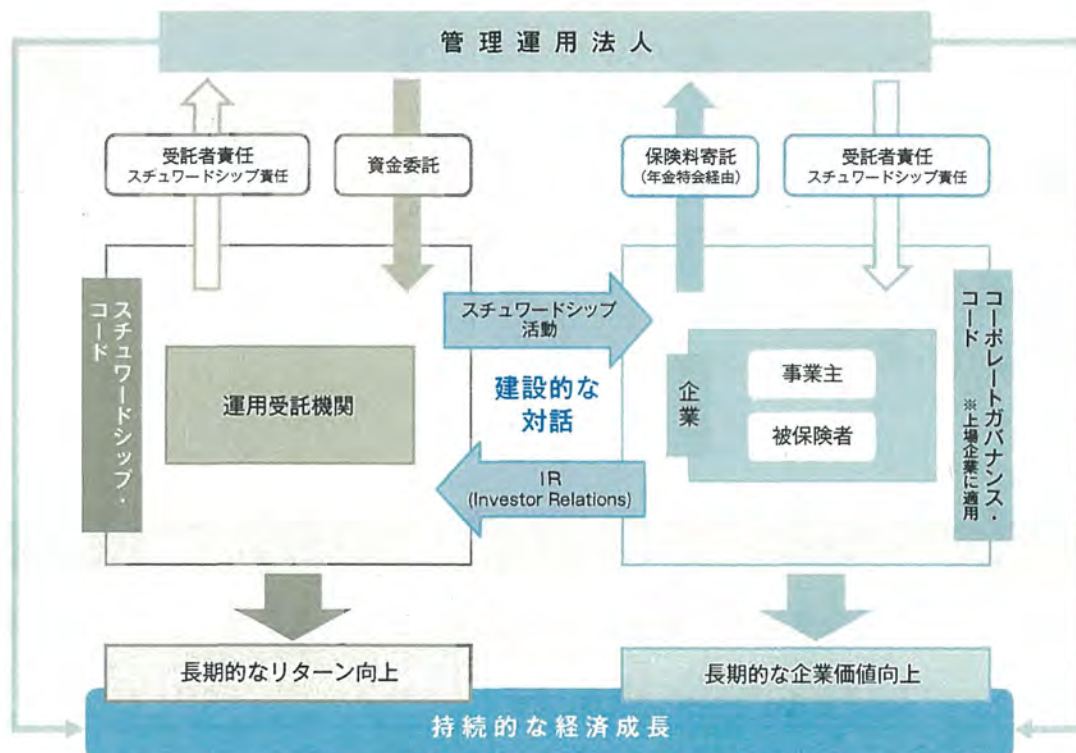
インフラ投資と同様に、マネジャー・エントリー制度を活用し、運用受託機関の選定を行っています。運用は投資一任契約方式により行い、選定される運用受託機関は事前に作成される投資ガイドラインに記載されている運用目標、運用スタイル、一定の投資制限及びリスク管理等に従いファンドへの投資を実行する予定です。

5 | スチュワードシップ責任

[1] 管理運用法人のスチュワードシップ活動に取り組む意義

「ユニバーサル・オーナー」(広範な資産を持つ資金規模の大きい投資家)かつ「超長期投資家」(100年を視野に入れた年金財政の一翼を担う)である管理運用法人にとって、負の外部性(環境・社会問題等)を最小化し、市場全体が持続的かつ安定的(サステナブル)に成長することは不可欠です。管理運用法人自身は一部の資産を除き、運用受託機関を通じて日々の売買や株式における議

決権行使を実施しているため、運用受託機関と投資先企業との間で、持続的な成長に資するESGも考慮に入れた「建設的な対話」(エンゲージメント)を促進することで、「長期的な企業価値向上」が「経済全体の成長」に繋がり、最終的に「長期的なリターン向上」というインベストメントチェーンにおけるWin-Win環境の構築を目指すことにより、スチュワードシップ責任を果たしてまいります。



- ★ カリジックを明確に。 ★ 2) 管理運用法人のガバナンスが「カリジック」が基本だが、このことに触れなくて良いか(受託機関関係)
- ① 管理運用法人は、被保険者たる国民にスチュワードシップ責任を負うが、運用受託機関は管理運用法人に対してスチュワードシップ責任を負う。
- ② 管理運用法人がそのスチュワードシップ責任を「目的」に果たすためには、「ユニバーサル・オーナー」かつ「超長期投資家」である法人の性格を踏まえて、法人の投資の場合であり市場全体が、持続的かつ安定的に成長するこれが、不可欠。 (土曜日の管理運用法人)
- ③ 具体的な例...

[2] スチュワードシップ活動の進化

管理運用法人はスチュワードシップ責任に関する活動を、2014(平成26)年5月の日本版スチュワードシップ・コード受入れから本格的に開始しました。その翌年2015(平成27)年3月には投資原則を制定し、株式投資においてスチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図ることをお約束し、同年9月にはESGへの取組強化の一環として、国連が提唱する責任投資原則(PRI)に署名しました。2017(平成29)年は、10月に投資原則を変更し、これまで株式投資を対象としていたスチュワードシップ責任に関する活動について、全ての資産に拡大することを決定、その具体的な活動としてESGを考

慮した取組を明記したことをはじめ、以下の通り、管理運用法人のスチュワードシップ活動が大きく変化を遂げる1年となりました。株式以外の資産では、具体的な活動として、オルタナティブ資産(プライベートエクイティ、インフラストラクチャー、不動産)の運用機関の公募、選定プロセスにおいてスチュワードシップ責任及びESGの取組状況に関する評価を開始した他、世界銀行グループと「債券投資とESGに関する共同研究」を開始し、引き続き、年金積立金の運用にふさわしいスチュワードシップ責任の在り方を検討しながら、スチュワードシップ活動に取り組んでまいります。



[3] スチュワードシップ責任を果たす取組の推進

① スチュワードシップ活動原則、議決権行使原則の制定と改訂版コードへの対応

ア. スチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則の制定

2017(平成29)年6月1日にスチュワードシップ活動原則と議決権行使原則を制定しました。この二つの原則は、超長期のアセットオーナーの責任として、運用受託機関に対して、議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に提示するために制定しました。運用受託機関には両原則の遵守を求め、運用受託機関の個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる場合には説明を求めています。管理運用法人は自らのスチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関における議決権行使を含むスチュワードシップ活動の取組状況について、適切にモニタリングし、運用受託機関と積極的に対話(エンゲージメント)を実施してまいります。スチュワードシップ活動原則は以下の5つの項

目から成っています。

- (1) 運用受託機関におけるコーポレート・ガバナンス体制
- (2) 運用受託機関における利益相反管理
- (3) エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動方針
- (4) 投資におけるESGの考慮
- (5) 議決権行使

また、議決権行使原則では、長期的な株主利益の最大化に資する議決権行使方針等の策定と公表、形式的な議決権行使に陥らないよう投資先企業とのコミュニケーションを重視することやESGの考慮、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の公表などを求めています。

イ. 日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応

管理運用法人は2014(平成26)年5月30日に日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明し、スチュワードシップ活動に取り組んでまいりました。2017(平成29)年5月29日に日本版スチュワードシップ・コードが改訂されたことを踏まえ、2017(平成29)年8月1日に改訂版コードの趣旨に賛同を表明し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を更新しました。本方

針では、基本方針として、スチュワードシップ責任に対する考え方、管理運用法人が自ら実施する取組に関する方針、運用受託機関の取組に関する方針を掲げ、その上で、コードの各原則について、スチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則に沿った対応方針を公表し、アセットオーナーとしての責任を明確にしました。

② 議決権行使結果公表の要請

管理運用法人は、他のアセットオーナーと共同で、国内株式運用受託機関に対して、議決権行使結果の個別投資先企業及び議案ごとの公表(以下、議決権行使結果の公表)を要請しました。その後、必要に応じて運用受託機関と個別にミーティングを行い、速やかな議決権行使結果の公表は、機関投資家が自らのスチュワードシップ責任を果たす上で極めて重要であること、本公表が企業と運用受託機関との間でより深い対話がなされるきつ

けになることへの期待を説明し対応を求めました。運用受託機関とは、公表のタイミングや公表方法、行使結果が分かれている場合の公表の仕方などについて意見交換を実施し、最終的に16機関のうち15機関が公表しています。公表した運用受託機関については、機関名とともに公表しているホームページのアドレスを取りまとめ、2018(平成30)年2月2日公表の管理運用法人のスチュワードシップ活動報告に掲載しています。

③ 関係機関とのエンゲージメント強化

ア. 運用受託機関とのエンゲージメント

運用受託機関とのコミュニケーションについては従来の方通行の「モニタリング」モデルから、スチュワードシップ責任に対する管理運用法人の考え方を示しつつ双方向のコミュニケーションを重視した「エンゲージメント」モデルへ転換しました。それに伴い、運用受託機関とのミーティングも年に一回の総合評価ミーティングとは別に、スチュワードシップミーティングをはじめ、その時々

や大きな変更を伴う際は、運用受託機関向けに説明会を実施し、その背景や考え方、問題意識等を含め十分に説明し、質疑応答やその後のフォローアップのアンケートを通じて、意見交換、フィードバックを行うようコミュニケーションのあり方を変更しました。2017(平成29)年には運用受託機関向け説明会を3回実施し、スチュワードシップ活動原則・議決権行使原則の制定をはじめとしたスチュワードシップ責任、総合評価方法の見直し、実績連動報酬体系の見直しなどを中心に対話を行いました。

イ. 運用受託機関の第三者委員会とのミーティング

日系運用受託機関を中心に独立社外取締役の選任、第三者委員会の設置など利益相反管理に関する枠組みの整備が進んでいることもあり、運用受託機関に「スチュワードシップ活動及び議決権行使に関する第三者委員会」の設置状況等についてのアンケートを実施しました。その後、パッシブ運用機関を中心に第三者委員会委員長等、委員会メンバーとのミーティングを行い、各社の利益相反の認識の範囲や位置づけが大きく異なることや第三

者委員会の役割に応じた人選がなされていることなどを確認しました。一方、運営状況について実態が外部からは見えない運用機関もみられました。第三者委員会が利益相反防止のために適切に機能し、運用受託機関の利益相反防止が担保されていることを引き続き確認するとともに、設置されていない場合や外資系運用会社への対応について引き続き検討を進めてまいります。

※(4) 運用受託機関に対するスチュワードシップ活動の状況は「エンゲージメント」の一環として位置づけられているため、このシートには記載していません(内容も別添に)

⑤ 運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する企業向けアンケートの実施

ア. 実施の目的

管理運用法人における年金積立金の国内株式運用は運用受託機関に委託されており、管理運用法人は運用受託機関に対してスチュワードシップ活動の充実を求めています。その趣旨に基づき、2016(平成28)年に管理運用法人としては初めての「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」(調査対象は「JPX日経インデックス400」構成銘柄企業)を実施しました。2017(平成29)年度は3回目の実施となり、

管理運用法人の運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った建設的な対話」(エンゲージメント)の実態および昨年5月のスチュワードシップ・コード改訂以降の変化の把握を目的として実施しました。今回、より多くの幅広いご意見をお聞きするために、対象を東証一部上場企業(2,052社*)に拡大し、30.2%にあたる619社よりご回答をいただきました。

(*2017(平成29)年12月15日時点)

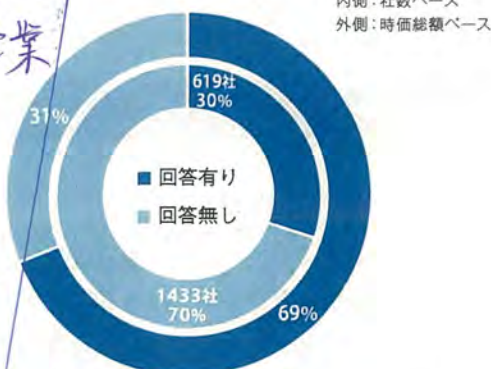
イ. アンケート結果の概要

昨年5月のスチュワードシップ・コード改訂以降のIRミーティング等における機関投資家の変化について、4割が好ましい変化と回答しており、前回アンケートと比べて、好ましい変化を感じる企業が若干増加しています。また、IRミーティングにおける機関投資家の議論の時間軸は、「経営戦略」に関しては、半数以上の企業から「中長期視点になってきている」と回答がありました。

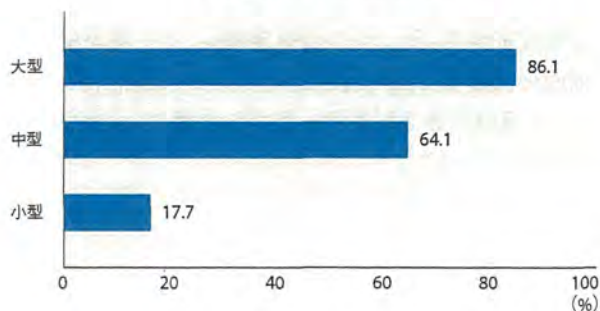
管理運用法人への期待としては、①長期的視点での対話の働きかけ(対運用会社、運用会社を通じた証券会社)、②中長期視点に資する人事・評価などの制度面を含めた運用会社の変革を促進する取組、③時価総額が小さい企業を含めたESG投資や直接的・間接的なスチュワード活動などを挙げる企業が多く見られました。

つまり、運用受託機関のスチュワードシップ活動の対象となる上場企業に直接アンケートすることにより、運用受託機関のスチュワードシップ活動の取組と点検(評価)の効果が狙えます。

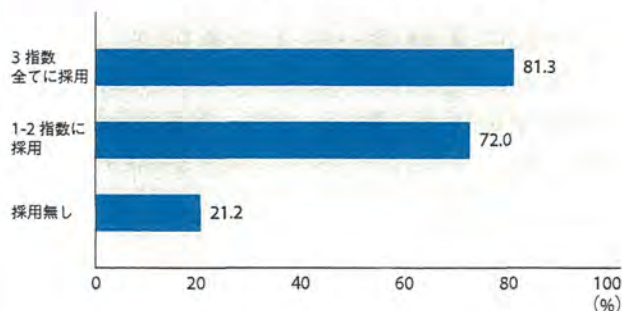
〈回答カバー率〉



〈企業規模別 回答率〉



〈ESG指数採用状況別 回答率〉



[4] 運用受託機関におけるスチュワードシップ活動の状況

株式運用を委託する全ての運用受託機関のスチュワードシップ活動について報告を求め、継続的なエンゲージメントの実施や対話内容の充実等、運用受託機関と投資先企業との間で前向きな対応が行われていること、また運用受託機関のスチュワードシップ活動の課題を確認しました。

①国内および外国株式パッシブ運用受託機関を中心に、スチュワードシップ活動を統括する専門部署や委員会の強化がなされており、通年でのスチュワードシップ活動への本格的な取組、組織だった活動に深化するための取組が見られました。

〈パッシブ機関の考える重大なESG課題〉

気候変動
ダイバーシティ
不祥事
資本効率
サプライチェーン
情報開示
少数株主保護(政策保有等)

②国内株式運用受託機関において、第三者委員会からの諮問により、議決権行使方針の厳格化を行った機関があった他、議決権行使方針を集中総会後すぐ見直した機関や適用時期よりもかなり早めに公表し、企業とのエンゲージメントに備えた機関もありました。

③スチュワードシップ活動原則で運用受託機関に対してESGの考慮を求めることを明文化し、重大なESG課題については積極的にエンゲージメントを行うことを求めています。これを踏まえ、国内株式運用受託機関が考える重大ESG課題を確認したところ以下の通りでした。

〈アクティブ機関の考える重大なESG課題〉

資本効率
少数株主保護(政策保有等)
コーポレートガバナンス
取締役会構成・評価

*パッシブ、アクティブの両方を受託している機関はパッシブでカウント

*赤字は全ての機関が挙げた課題

*リストはパッシブは6機関中5機関以上挙げた課題、アクティブは10機関中8機関以上挙げた課題

[5] 株主議決権行使

① 議決権行使の考え方

厚生労働大臣の定めた「中期目標」においては、「企業経営に対して過度に影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、株主等の長期的な利益の最大化を目指す観点から、株主議決権の行使等の適切な対応を行うこと。」とされています。

これを踏まえ、管理運用法人の「中期計画」においては、「企業経営に直接影響を与えとの懸念を生じさせないよう株主議決権の行使は直接行わず、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねる。ただし、運用受託機関への委託に際し、コーポレートガバナンスの重要性を認識し、

議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示すとともに、運用受託機関における議決権行使の方針や行使状況等について報告を求める。」こととしています。

具体的には、運用受託機関から議決権行使ガイドラインの提出を受け、毎年度、株主議決権の行使状況について報告を受け、ミーティングを実施し、株主議決権行使の取組を各運用受託機関の総合評価におけるスチュワードシップ責任に係る取組の一項目に位置づけ、評価を行うこととしています。

コメント リスクワードと責任とESG活動
の関係と明確に 各法人がリスクワード
責任と果敢のための本質とある活動の中心にESG活動

6 | ESG活動

2) 法律「もつら被保険者利益のため、長期的な視点から…」

[1] 基本的考え方

ユニバーサル・オーナー

・GPIFは広範な資産を持つ資金規模の大きい投資家

→ どの国の証券にかかわる活動であることと
明示すべきです。

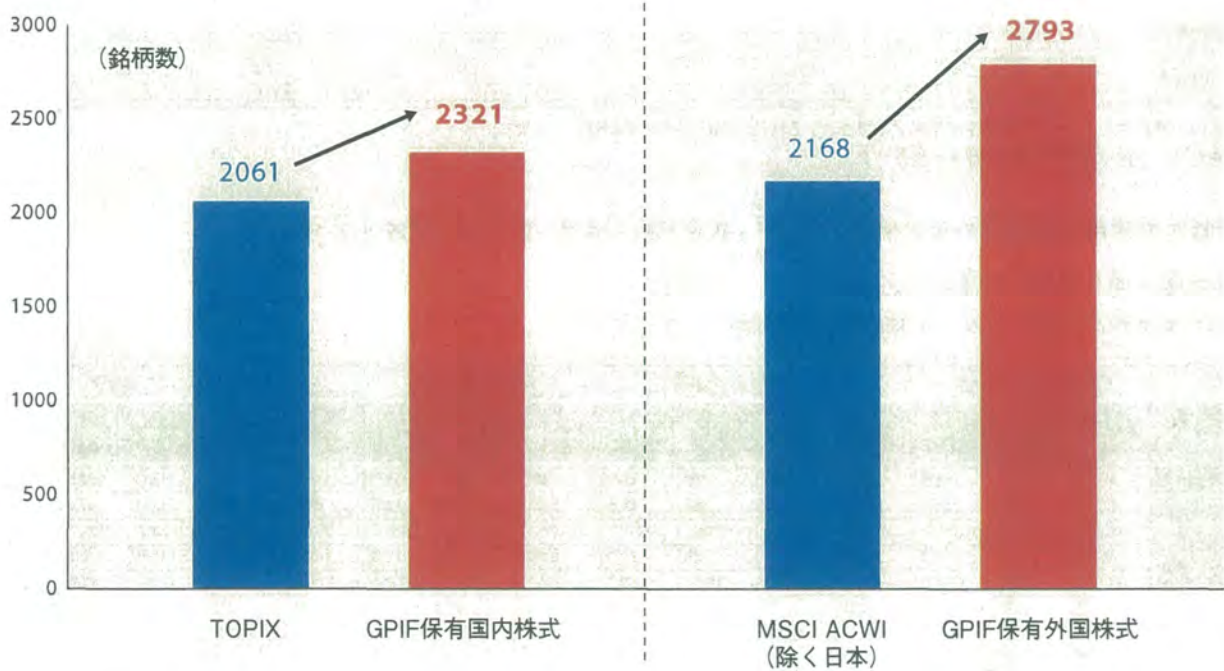
超長期投資家

・GPIFは100年を視野に入れた年金財政の一翼を担う

管理運用法人がESGに関する取組みをなぜ積極化しているのかについては、管理運用法人が持つ「ユニバーサル・オーナー」と「超長期投資家」という特徴に理由があります。「ユニバーサル・オーナー」という言葉は、年金運用やESG投資などの世界で使われることがあります、

その意味するところは、資本市場を幅広くカバーする投資家ということです。管理運用法人は、国内上場企業の大多数、主要な海外企業の株式や債券を幅広く保有しており、典型的な「ユニバーサル・オーナー」と言えます。

〈GPIFの株式保有銘柄数(2018年3月末)〉



例えば、保有する一部の企業が一時的な収益拡大のために、環境や社会への大きな負荷を省みない事業活動を行った結果、その企業の株価が上昇したとしても、他の企業を含めた経済全般や社会がそれらの負の影響を受けるのであれば、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオ全体としても大きなダメージとなります。言い換えると、資本市場や社会が持続可能であることは、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオが持続可能である

ための必要条件ということです。このような負の外部性を管理し、抑制するために積極的に活動するという「ユニバーサル・オーナーシップ」という考え方は、管理運用法人のESG投資の根幹にあるものです。また、ESGに関するリスクは、長期であればあるほど顕在化する可能性が高く、100年先を見据えた制度設計がされている年金財政を担う「超長期投資家」であるGPIFにとって、ESGを考慮することのメリットは大きいと考えています。

第2部 年金積立金管理運用独立行政法人について

の役割と組織運営

1 公的年金制度における管理運用法人の役割

[1] 管理運用法人の位置付け

① 年金財政制度と管理運用法人

わが国の公的年金制度は、社会全体で連帯し、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されており、給付に必要な資金を予め全て積み立てるという積立方式ではなく、現役世代の保険料を給付に充てる賦課方式を基本としています。

一般に、賦課方式の年金制度においては、支払準備金的なものは別として、多額の積立金を保有する必要はありませんが、厚生年金制度がもともと積立方式によりスタートしたという経緯もあり、給付に充てられなかったものが積立金として積み立てられていた中で、将来的に高齢者世代の割合が高まることから、「保険料のうち年金給付に充てられなかったものを年金積立金として運用し、年金財政の安定化に活用する」ということが、公的年金制度における年金積立金の基本的な意義とされています。

公的年金積立金運用に関する主な法律には、「厚生年金保険法」（以下「厚年法」といいます。）、「国民年金法」（以下「国年法」といいます。）、「年金積立金管理運用独立行政法人法」（以下「管理運用法人法」といいます。）の3本があり、これらの法律で、「積立金の運用は、

専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」（厚年法及び国年法）、「運用は、安全かつ効率的に行われなければならない」（管理運用法人法）ということが定められており、「長期的な観点からの安全かつ効率的な運用」ということが、年金積立金運用に対する法律上の最も基本的な要請となっています。

また、管理運用法人の一定期間内における業務運営の目標は、他の独立行政法人と同様、主務大臣が定めることとされています（独立行政法人通則法）。厚生労働大臣により定められた「当法人が達成すべき業務運営に関する目標」（以下「中期目標」といいます。）においては、「財政の現況及び見通しを踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいいます。）1.7%を最低限のリスクで確保すること」が要請されています。当法人は、これを受けて、中期計画において分散投資を基本として「長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）」を定め、これに基づき年金積立金の管理・運用を行っています。

② 年金財政における積立金の役割

我が国の公的年金制度（厚生年金保険及び国民年金）は、そのときの現役世代の保険料負担で、そのときの高齢者世代を支える「世代間扶養」の考え方を基本として運営されています。しかし、少子高齢化が進む中で、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うこととすると、その負担が大きくなりすぎることから、一定の積立金を保有し、急激な負担増とならないようにしています。積立金はいわば「緩衝材」の役割を担っています。

具体的には、年金財政を概ね100年間で均衡させるため、当初は年金給付の一部に積立金の運用収入を充

て、一定期間後からは運用収入に加えて、積立金を少しずつ取り崩し、最終的には概ね100年後に年金給付の1年分程度の積立金が残るよう、積立金を活用していく財政計画が定められています。年金給付の財源（財政検証で前提としている概ね100年間の平均）は、その年の保険料収入と国庫負担で9割程度が賄われており、積立金から得られる財源（寄託金償還又は国庫納付）は1割程度です。年金給付に必要な積立金は十分に保有しており、積立金の運用に伴う短期的な市場変動は年金給付に影響を与えません。

○厚生年金保険法第79条の2(同旨国民年金法第75条)

(略)積立金の運用は、積立金が厚生年金保険等の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

○年金積立金管理運用独立行政法人法第20条第2項

(略)資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮するとともに、年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ、安全かつ確実を基本とし、年金積立金の運用が特定の方法に集中せず、かつ、厚生年金保険法第79条の2及び国民年金法第75条の目的に適合するものでなければならない。

これを受け、中期計画では、分散投資を基本として、長期的な観点からの資産構成割合(基本ポートフォリオ)を策定することを定めています。なお、第3期中期計画では、2015(平成27)年10月の厚生年金一元化を踏まえ、基本ポートフォリオの策定に当たっては、管理運用主体(管理運用法人、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業

団)が共同して定めるモデルポートフォリオを参酌することとしています。

また、年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針(業務方針)を策定し、公表する^(注)とともに、少なくとも毎年1回検討を加え、必要があると認めるときは速やかに見直しを行うことを定めています。

(注)業務方針については、管理運用法人のホームページ(<http://www.gpif.go.jp/operation/policy.html>)をご参照ください。

③運用の目標、リスク管理、透明性の向上等

2014(平成26)年10月に変更された第2期中期目標及び第3期中期目標では、年金積立金の運用は、年金制度の財政検証を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り(積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの)1.7%を最低限のリスクで確保することが目標とされました。このほか、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮すること、中期目標期間において資産ごとにベンチマーク収益率(市場平均収益率)を確保することが求められています。

また、年金積立金のリスク管理については、分散投資による運用管理を行い、資産全体、各資産、各運用受託機関等の各種リスク管理を行うことなどが定められています。

2015(平成27)年4月から開始
第3期中期目標では、原則としてパッシブ運用とアク

ティブ運用を併用すること、ただし、アクティブ運用については過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと、株式運用においては収益確保のため非財務的要素であるESG(環境、社会、ガバナンス)を考慮することについて検討することなどが定められています。

さらに、新たな手法の導入等については、経営委員会による適切な監督の下で行うこととされたことから、経営委員会が重要事項と判断する事項について経営委員会の審議を経て議決を行うこととされています。また、新たな運用対象については、経営委員会において、年金資金運用の観点から幅広く検討を行うこととされたことから、中期計画では、実施状況や経営委員会から求めのあった市場環境等に関する事項については適時に経営委員会に報告することとしています。

長期的な観点からリスク向上を目指すため

この間、2017(平成29)年10月には、経営委員会が設置され、新たに運用手法の導入や運用対象の拡大に関する重要事項は、経営委員会が決定することとされた。経営委員会に付した討議の内容は、その概要を約1週間後に公表している。経営委員会の設置と併せて行われる「ガバナンス改革」については、後述のとおりである。これにより管理運用法人の組織体制や運営の透明性の向上が図られることとされている。



経営委員兼監査委員

ほりえ さだゆき
堀江 貞之

(平成29年10月1日)

昭和56年4月：(株)野村総合研究所入社
平成11年10月：野村アセットマネジメントIT第一運用室長
平成16年4月：(株)野村総合研究所上席研究員
平成29年9月：(株) 同 退社

執行部 役員ノ最終学歴は不要

なので

経営委員の整合性、ADG考慮



理事長

たかはし のりひろ
高橋 則広

(平成28年4月1日)

昭和55年3月：東京大学法学部卒業	平成16年6月：同 総合企画部副部長兼グループ戦略室長
昭和55年4月：農林中央金庫入庫	平成16年7月：同 総合企画部副部長
平成6年7月：同 総合企画部部長代理	平成17年6月：同 債券投資部長
平成11年7月：同 長崎支店長	平成18年6月：同 開発投資部長
平成13年7月：同 企画管理部副部長	平成19年6月：同 常務理事就任
平成13年12月：同 企画管理部副部長兼JA基盤対策班	平成23年6月：同 専務理事就任
平成14年2月：同 企画管理部副部長兼経営対策班	平成27年6月：同 専務理事退任
平成14年4月：同 企画管理部副部長	平成27年6月：JA三井リース(株)代表取締役兼社長執行役員就任
平成15年6月：同 総合企画部副部長	平成28年3月：同 代表取締役兼社長執行役員退任



理事(総務・企画等担当)

みついし ひろゆき
三石 博之

(平成29年10月1日)

昭和60年3月：慶応義塾大学経済学部卒業
昭和60年4月：厚生省入省
平成5年5月：外務省出向(在ドイツ日本国大使館)
平成10年7月：厚生省年金局運用指導課課長補佐
平成13年7月：(財)年金総合研究センター研究部長
平成15年6月：独立行政法人日本貿易振興機構(ジェトロ・ニューヨーク・センター)年金福祉部長
平成21年7月：厚生労働省社会・援護局保護課長
平成23年9月：厚生労働省大臣官房参事官(総務担当)
平成24年12月：独立行政法人国立循環器病研究センター企画戦略局長
平成27年10月：年金積立金管理運用独立行政法人審議役



理事(管理運用業務担当)兼CIO

みずの ひろふみ
水野 弘道

(平成27年1月5日)

昭和63年3月：大阪市立大学法学部卒業
昭和63年4月：住友信託銀行(株)入社
平成7年6月：ノースウェスタン大学ケロッグ経営大学院卒業
平成15年2月：コラーキャピタル(英国)パートナー
平成24年1月：京都大学iPS細胞研究所特任教授
平成25年4月：同 アドバイザー
平成25年4月：大阪大学大学院医学系研究科招聘教授
平成26年7月：年金積立金管理運用独立行政法人アドバイザー
平成26年7月：同 運用委員会委員

【新井委員コメント】

p.49 から p.59 のスチュワードシップや ESG の節は、その他の項目と比較して記述が冗長である。その他の項目とのバランスを考え、ポイントを絞ってもっと簡潔に書くべきではないか。例えば、p.52 の「企業・アセットオーナーフォーラム」開催の説明でフォーラム設立の提案を行った 3 社の会社名など明記する必要があるか疑問である。

【岩村委員コメント】

1 9 頁以下や 16 頁以下のポートフォリオについて、「短期資産」がどのようなものであり、基本ポートフォリオとの関係でどのような位置付けになるのか、また、最近大きく増加しているのはなぜかについて、もう少し詳しく説明する必要はないでしょうか。17 頁の「投資判断に加え」というだけでは分からないと思いますが、敢えて記載しないということでしょうか。

2 19 頁「海外公的年金との運用コスト比較」において、収益率も併せ比較を提示できないものでしょうか。コスト率だけではその意味するところは分からないようにも思います。

3 42 頁以下の「オルタナティブ運用」において、「オルタナティブ投資」や「オルタナティブ資産」という用語も用いられていますが、統一の必要はないでしょうか。

4 49 頁以下の「5 スチュワードシップ責任」及び 56 頁以下の「6 ESG 活動」について

① これらの活動は、「他事考慮の禁止」や「民間企業支配の回避」などの積立金運用に係る基本方針に懸念を持たれない限度で行っていることを明示すべきではないでしょうか。そうでないと誤解を生むようにも思います。

② そのような観点からすると、例えば、7 頁や 49 頁の「負の外部性（環境、社会問題等）を最小化し」との記載は、GPIF がその主体ではないことを明らかにするために、「・・・が最小化され」とすべきではないでしょうか。また、49 頁の「管理運用法人は・・・運用機関を通じて日々の売買や株式における議決権行使を実施しているため」との記載は誤解を生む懸念があります。例えば、「日々の売買・・・は運用受託機関に一任しているため」としてはいかがでしょうか。

③ 52 頁の「企業・アセットオーナーフォーラム開催」における記述にも、「企業との意見交換の場設立」との表現がありますが、運用受託機関に一任しているといいながら、一方で企業にも直接アクセスしているようにも読めるので、その趣旨、内容は企業活動に介入しようとするものではないことが分かるような工夫があってもいいように思います。

④ 例えば 6 頁の「ESG 活動」という表現は、GPIF が ESG を主体的に推進しているようなニュアンスがありますので、投資原則にあるとおり、「ESG を考慮した取り組み」とするのがベターではないでしょうか。また、ESG は投資原則 4 の「スチュワードシップ責任」の中にあるので、「6」として独立項目を立てるのではなく、「5」の中の 1 項目として記載するのが本来ではないでしょうか。その前提として「5」の表題も投資原則にあるとおり、「スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動」としてはいかがでしょうか。

5 65 頁の「公的年金制度」の説明が、①と②で重複して出てきますし、内容も微妙に異なります。96 頁の（1）公的年金制度とも重複し、かつ内容も異なりますので、これらを整理してはいかがでしょうか。

【加藤委員コメント】

・「第3部 資料編」の表にある数値データが EXCEL 形式でダウンロードできることを明示して頂きたいと思います。（目次の所に「ホームページに業務概況書などがある」という記述があるがデータについては明確でない。）

・「5. スチュワードシップ責任」と「6. ESG 活動」が別々になっているが、これはそれぞれの位置付けをかえって分かりにくくしてしまう可能性があるように思えます。この2つは「ESG 活動」として1つにまとめ、その中をいくつかに分けた方が分かりやすいように思えます。

年金積立金管理運用独立行政法人
平成 29 年度業務概況書（案）に対する意見

雑駁で大小とり混ぜての意見で申し訳ございませんが、よろしくご検討お願いいたします。

経営委員 古賀伸明

- p. 7 や p. 49 に「ユニバーサル・オーナー」（広範な資産を持つ資金規模の大きい投資家）との記載があるが、その意味については p. 56（E S G 活動）に詳細が記載されている。p. 7 や p. 49 において、「ユニバーサル・オーナー」の詳細は p. 56 に記載していることを明記してはどうか。
- p. 16 の運用資産額・構成割合（年金積立金全体）でも明らかなように、国内債券の乖離許容幅下限への近接と、14 兆円にまで達した短期資産についての課題認識や問題意識について、業務概況書へ記載する必要があるのではないか。
- p. 21（運用リスク管理）において、運用リスクの管理対象として、市場リスクや流動性リスク、信用リスク、カントリーリスクについての詳細な説明が記載されている一方、そうしたリスクを管理するためのトラッキング・エラーやバリュエーション・リスク（V a R）については特段の説明がなく p. 23 にグラフのみが記載されている。昨年度の業務概況書には資料編として「資金運用に関する専門用語の解説」が記載されていたが、今年度はそうした解説がないのであれば、p. 23 にそれぞれの詳細な説明を加えても良いのではないか。
- また、運用リスク管理の内容として p. 22 の「(コラム) 国別に分類した投資額」が記載されているが、こうしたカントリーリスクだけでなく、他のリスクについてもこうしたコラムなどでの記載を検討すべきではないか。
- 今年度の業務概況書では、新たに p. 42 に「オルタナティブ運用」の項目立てを行い、意義・目的や検討経緯・過去の投資実績などが記載されている。その内容ではオルタナティブ資産への投資に関するプラス面が記載されているが、一方で、流動性の課題や個別性が高いことによる透明性の課題、評価の難しさなども存在していると考ええる。そうしたリスク管理の体制強化をはかるために、G P I F では 2018 年 3 月にはオルタナティブ投資室に改組（格上げ）し、専門人材の採用など体制整備がはかられている。オルタナティブ運用の概要には、こうした課題とそのための G P I F としての体制強化についても記載すべきではないか。
- p. 72 の執行体制に、G P I F 職員の証券アナリスト（CMA、C F A）や M B A、弁護士資格などの有資格者情報を記載するとともに、年金積立金の管理運用を行うプロフェッショナルとして職務にあたっていることを明記すべきではないか。
- p. 76 に「広報の取組」として G P I F のホームページや YouTube、Twitter の Q R コードだけが貼り付けられているが、そこにそれぞれのロゴマーク（G P I F、YouTube、Twitter）も掲載した方がより見た目が分かりやすくなるのではないか。

【小宮山委員コメント】

通し 番号	ページ 番号	項目	コメント
1	3		委員長も理事長同様、サインがあった方がいいように思いました
2	8	マネージャー・エントリー公募実施	「伝統的4資産」に(国内外上場株式及び国内外債券)といったかっこ書きがあった方がいいように思いました
3	8	新実績連動報酬導入	2017年度の概況に記載？検討してたのは2017年度でしたが タイトルは「新実績連動報酬導入に向けての検討」等として、ちらっと2018年4月から導入したことを記載されてはいかがでしょうか
4	9～10	円グラフ	第1、第2四半期は合計すると100%、第3、第4四半期は99.99% 個人的には100%になる方が良いと思います
5	9～10	円グラフ	また、この資産構成割合は、年金積立金全体ですか？その旨記載しなくても良いですか？
6	11	左下の表	厚生年金分の年度合計が各四半期の合計と一致しないのは、注3に記載されている理由のためでしょうか？
7	16	円グラフ	構成割合の合計が100%にならないですが、個人的には100%になる方が良いと思います
8	16	表の注	オルタナは、その資産特性によって、4資産のいずれかに含まれている旨、記載しなくて良いでしょうか？
9	42	オルタナのイラスト	あまり見栄えがしなくて残念な感じがします…
10	61	新実績連動報酬導入	8ページへのコメントと同様です
11	84	運用受託機関の時価総額の表	合計が運用資産額1,563,832億円(12ページに記載・貸借対照表とも一致)にならないのはなぜでしょうか？
12	84	資産管理機関の時価総額の表	運用手法が資産管理及びトランジションマネジメントの時価総額の合計は1,563,833億円で、貸借対照表の金銭等の信託の合計額1,563,832億円とほぼ一致ですが、イコールと考えてよろしいでしょうか？イコールであれば注4との関連は？
13	84	資産管理機関の時価総額の表	昨年度もトランジションマネジメントのラッセル1億円が計上されていますが、なぜ今年も同額で計上されているのでしょうか？
14	84	資産管理機関の時価総額の表	トランジションマネジメントのブラックロックの6億円は、昨年度計上されていた228億円の残りでしょうか？
15	84	注3と注4	解約ファンドの未収金はいずれも外国株式の6億円なののでしょうか？
16	91	オルタナの時価総額の表	単位が円なのは相対的に少額だからだと思われますが、他の資産の単位が億円なので、違和感があります
17	91	オルタナの時価総額の表	ステップストーンの時価総額が、84ページと10億円異なりますが、いずれが正しいのでしょうか

【中村委員コメント】

1. 経営委員長メッセージ

執行と監督の分離に関連した文章では、執行があってそれをガバナンスの観点から監督するというストーリーが良いと思います。また、何回か意思決定するという言葉が出ていましたが、重要な時とない時があり、経営委員会で全ての意思決定をおこなうような印象を受けました。

2. コーポレート・ガバナンス図のようなガバナンス体制図はありますか。

【根本委員コメント】

一般国民にとってのわかりやすさという点で、専門用語、英語略語などはなるべく定義や補足があったほうがいいのではないのでしょうか。またそもそも定義が色々とある語句もあるので冒頭に明確にしたほうがよい場合もあると感じました。

1) 重要な施策としてあげているマネジャーエントリー制度 オルタナティブ投資 (p 8) は、このページ、あるいは後述の箇所に簡単な説明か注釈があるといいのではないのでしょうか。

2) p 5 6 E S G (p 7 には環境、社会、企業統治とありますが、説明欄にもあったほうがいいのではないのでしょうか)。

3) p 5 8 のグラフ 日本企業で指数会社と連絡をしている比率が非常に高いのですが、以前のアンケート結果とは異なる印象を受けました。

対象は G P I F の選択した指数なのか、全体なのか、組み入れ先銘柄なのか、構成銘柄かなどもう少し明確にしてはいかがでしょうか。

4) p 1 0 3 経営委員、理事の経歴の書き方がばらばらですがそれでいいのでしょうか？

なお私自身については、経歴に 2005 年同社マネジング・ディレクター といれていただきたいのですが (日本企業としては執行役員に相当いたします)。

【堀江委員コメント】

1) 1 頁（投資原則）の後に行動規範を掲載すべきではないでしょうか（昨年通りに戻すべき）。投資原則と行動規範は当法人の投資を規定する基本方針であり、両方掲載することが妥当だと考えます。

(2) 19 頁のコラムで運用コストの比較をしていますが、このコラムを掲載することに違和感があります。運用コストはあくまで超過リターン等との比較で行うもので、コストだけを取り上げた比較はかえって国民に誤解を与えるのではないかと思います。今後、オルタナティブ投資等で運用コストが増加すると考えられますが、そのコスト増加は絶対リターンの増大という形で国民資産の増大に貢献するものとして評価されるものと考えています。このコラムを掲載するのであれば、絶対リターンや超過リターンとの比較についても言及すべきであると考えます。

(3) 42 頁の「4. オルタナティブ運用」は「オルタナティブ投資」とすべきではないでしょうか。「運用」という言葉を使った意図が今ひとつ理解できませんでした。

(4) 42 頁のオルタナティブ投資の意義・目的の説明に株式債券とは異なるリスクリターン特性を持っている点が記されていますが、長期投資家として流動性リスクをとることの意義を明確に記述すべきではないでしょうか。また (5) にも記していますが、インフラ・不動産と PE はポートフォリオにおける位置付けが異なるように思いますので、一律に記述することには少し違和感があります。記述に工夫をすべきではないでしょうか。

(5) 4. オルタナティブ投資の3つの資産（インフラ・PE・不動産）の運用方針の説明が簡略すぎるように思います。特に PE の説明はインフラ・不動産と異なり安定したインカムゲインが見込める訳でもないため、より詳細な説明が必要のように思います。「市場環境を踏まえて効率的に分散投資を行うことにより、投資ポートフォリオ全体のリスク調整後リターンの向上を目指します」という現在の説明は何故 PE に投資するのかという観点からは理解が難しいのではないのでしょうか。流動性リスク等を含めた記述を行うなど、PE 投資の説明は特に丁寧な内容にすべきであると思います。

(6) 5. スチュワードシップ責任と 6. ESG 活動について、関係性が明確でないように思います。個人的には投資原則の説明に基づく記載にすべきだと考えます。投資原則は「スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した取り組みを含む。）を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。」とされています。さらに投資原則の説明の中で、スチュワードシップ責任をスチュワードシップコードの前文を引用して、「機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を

図る責任」と考えていることが明記されています。さらに「GPIF は、スチュワードシッ

プ責任を果たす様々な活動を通じて、被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図り、年金制度の運営の安定に貢献するとの使命の達成に努めます。その際には、ESG（環境、社会、ガバナンス）についても考慮します。それにより期待されるリスク低減効果については、投資期間が長期であればあるほど、リスク調整後のリターンを改善する効果が期待されます。」と記しています。投資原則の説明では、スチュワードシップ責任を果たす様々な活動を通じて中長期的な投資リターンの拡大を図ることが明記されており、スチュワードシップ責任を果たすこと、つまりスチュワードシップ活動 が主であり、 ESG に係わる活動はあくまで、その活

動の一つの構成要素であると考えるのが正確な理解ではないでしょうか。スチュワードシップ責任の説明の中で、まずその点が触れられるべきであると思います。また ESG 考慮をリスク調整後のリターン改善効果に置いていることも投資原則の説明の中に明記されています。 ESG 活動で、ユニバーサル・オーナーだから、超長期投資家であるからという点がことさら強調されていますが、 ESG 考慮は素直に長期に亘るリスク調整後リターンの改善と考えてやっていることと書く方が投資原則に基づく記述なのではないでしょうか。その意味で、 57 頁の右上の図で持続可能な社会の構築の輪の中に「 ESG 投資・日本株のパフォーマンス改善」とありますが、「リスク調整後リターンの改善」という投資原則の書き方と矛盾する点があるように思

います。上記のような点を考慮して、記述内容を再検討して頂ければ幸いです。