

GPIFにおける保有銘柄の開示について

年金積立金管理運用独立行政法人
平成28年7月25日

保有銘柄（注）開示の背景等

（注）「保有銘柄」については、自家運用又は委託運用であっても、資産の名義人は当法人ではなく、資産管理機関である。

背景

1. 受託者責任

受託者責任の一環として、寄託者（国民、被保険者等）に対する情報開示が重要

※GPIF行動規範「情報公開の充実を図ります」
※投資信託では、保有銘柄情報を委託者に全面開示

2. 国民の関心の高まり

基本ポートフォリオの見直し等により、GPIFの運用内容に対する国民の関心が増加

3. 世界規模の公的年金基金におけるスタンダード

GPIFと同程度の世界規模の海外の公的年金基金では、個別銘柄に関する情報の全面開示が、すでに一般的

対応

海外の公的年金基金と同様に、GPIFが保有している個別銘柄の情報を全面開示へ
（本年7月29日から実施）

期待される効果

1. GPIFの運用に関する透明性や説明責任の向上
2. GPIFの運用に対する国民の信頼の向上
3. （GPIFの運用に対する信頼が向上することで）国内株式市場・国内企業に対する海外投資家等の信頼の向上にもつながる

海外年金基金の保有銘柄の開示状況

		カナダ CPPIB (カナダ年金プラン 投資理事会)	ノルウェー GPF-G (政府年金基金- グローバル)	スウェーデン AP2 (スウェーデン国民 年金第2AP基金)	スウェーデン AP4 (スウェーデン国民 年金第4AP基金)	韓国 NPS (国民年金公団)	米国 CalPERS (カリフォルニア州 職員退職制度)	米国 CalSTRS (カリフォルニア州 教職員退職制度)	
保有銘柄の 開示項目	株式	※ホームページ <データ形式> データの時点	[全銘柄] PDF 2016年3月末日	[全銘柄] Excel (国別、産業 別)/ PDF 2016年4月20日	[全銘柄] html (項目ごとに並べ 替え可) 2015年12月末日	[全銘柄] PDF 2015年12月末日	[内外各上位10銘柄] Html 2014年12月末日	[全銘柄] PDF 2015年6月末日	[全銘柄] Html 2015年6月末日
		※年次報告書 データの時点	一部 2015年3月末日	[上位20銘柄] 2015年12月末日	[内外各上位20銘柄] 2015年12月末日	[内外各上位5銘柄] 2015年12月末日	-	[上位10銘柄] 2015年6月末日	[上位10銘柄] 2015年6月末日
		項目	○国名 銘柄名 ○保有株数 時価 ●企業概要 ●地域	国名 銘柄名 時価(ノルウェークロ ネベース/○米国ドル ベース) ○持分比率/議決権の 保有割合 ○業種	○国名 銘柄名 保有株数 時価 持分比率(国内株式の み) 業種	○国名 銘柄名 保有株数 時価 持分比率/議決権の保 有割合 ○Bloomberg ticker	○銘柄名 ○時価 ○持分比率(%) ○ウェイト(%)	銘柄名 保有株数 時価 ○簿価	○国名 銘柄名 保有株数 時価 ●簿価 ●評価損益
	債券	※ホームページ データの時点	-	[全発行体] 2016年4月20日	[全銘柄] 2015年12月末日	[全発行体] 2015年12月末日	[内外各上位10銘柄] 2014年12月末日	[全銘柄] 2015年6月末日	[全銘柄] 2015年6月末日
		※年次報告書 データの時点	-	[上位20発行体] 2015年12月末日	[内外各上位5銘柄] 2015年12月末日	-	-	[上位10銘柄] 2015年6月末日	[上位10銘柄] 2015年6月末日
		項目	-	国名 発行体名 時価(ノルウェークロ ネベース/○米国ドル ベース) ○種別	○国名 銘柄名 ○保有数 時価 ○通貨	○発行体名 ○時価	○銘柄名 ○時価 ○種別 ○ウェイト(%)	銘柄名 クーポンレート 満期日 保有額面価格 時価 ○簿価	銘柄名 クーポンレート 満期日 保有額面価格 時価 ●簿価 ●評価損益
開示方法	年次報 告書	タイトル	2015 Annual Report 2016年版も5月19日に HP掲載済み	Annual Report / 2015	Annual Report 2015	2015 Annual Report	-	2014-5 Comprehensive Annual Financial Report	Comprehensive Annual Financial Report 2015
	全銘柄 を開示 している 方法	報告書・ ホームページの 種別	ホームページ 「Our Investments」	ホームページ 「Holdings」	ホームページ 「Portfolio 31-12-2015」	報告書 「Listed, Shares and Participations 2015-12- 31」「Bond specification 2015-12-31」	-	報告書 「2014-5 Annual Investment Report」	ホームページ 「Portfolio holdings by asset category」

○・・・ホームページのみ

●・・・報告書のみ 無印・・・両方に記載有 2

※ [] ホームページおよび年次報告書で開示している銘柄数

NPS(韓国)では年次報告書ではなく、Web「Investment portfolio, portfolio breakdown」でのみ開示

出所:各基金のウェブサイト、報告書からGPIFで作成(平成28年5月30日時点)

保有銘柄の開示に関する経緯

2016年2月8日 社会保障審議会年金部会

「情報公開について、やむを得ない場合にのみ制限を設け、基本的には可能な限り情報公開を行い、広く国民の理解を得ていくことが重要である」との意見

2016年2月16日 厚生労働省年金局「GPIF改革の方針」

「情報公開の充実の観点から、現行法に基づく業務概況書その他、運用実績（個別銘柄の保有状況等）、経営委員会の議事録について、市場等に影響を与えないよう留意しつつ、一定期間後に公表する」

2016年3月11日 GPIF改正法案提出

運用実績等の公表の義務付けを規定（現在継続審議）。
※具体的な公表内容は省令で規定

2016年3月31日 GPIF28年度計画

「平成27年度の管理及び運用実績の状況の公表に当たっては・・・、保有する銘柄に関する情報の開示の在り方についても検討を加え、その結果に基づいて、市場への影響に留意しつつ、情報公開の充実を図る。」

※平成27年度業務概況書の公表日の決定に際し、保有銘柄公表に関する検討に要する時間等も考慮して7月29日に決定

〔2016年5月30日 GPIF運用委員会〔1回目〕
保有銘柄の開示について、経済団体等に対して意見照会を行った上で、取り組んでいくことを説明〕

2016年6月1日～17日 関係団体への意見照会
(P7～P16参照)

〔2016年6月30日 GPIF運用委員会〔2回目〕
関係団体の回答を踏まえ、市場への影響等を懸念する声に配慮しつつ、最終的に保有銘柄を即時に全面開示する方向を目指すことを確認〕

〔2016年7月14日 GPIF運用委員会〔3回目〕
関係団体との調整を踏まえ、最終方針を報告〕

2016年7月25日 社会保障審議会年金部会

2016年7月29日 公表(予定)

平成27年度業務概況書の公表にあわせ、保有銘柄に関する情報を開示予定

保有銘柄の開示方針

1. 情報公開を進める観点から、海外の公的年金基金と同様に、保有銘柄の即時全面開示を行う。
2. ただし、関係者の意見も踏まえ、以下の各段階で、実証的な検証(イベントスタディ※)等を行い、市場への影響等の懸念がないことを確認しながら進める。
 - ・ 平成27年度業務概況書の公表(本年7月29日)において、平成27年3月末時点の保有銘柄を開示
 - ・ 第2四半期の運用状況報告(本年11月25日)において、平成28年3月末時点の保有銘柄を開示
 - ・ 平成28年度業務概況書の公表(来年7月)において、平成29年3月末時点の保有銘柄を開示
3. 以降は、毎年7月の業務概況書の公表時に、同年3月末時点の保有銘柄を開示する。

※ イベントスタディとは、株式市場において、特定のイベント(出来事)が異常な投資収益(アブノーマル・リターン)を生み出しているか否かを検証する分析方法。例えばFama-Frenchの3ファクターモデルを使って重回帰分析を行う方法がある。

具体的には、以下の方針で行う。

①平成28年7月29日、平成27年度業務概況書等を公表する。

- ・ 平成27年3月末時点の全保有銘柄(国内債券、国内株式、外国債券、外国株式)を当法人のホームページに掲載
- ・ 開示項目は、債券については発行体名、時価総額、株式については銘柄名、証券コード又はISIN^(注)コード、株数、時価総額

※ オルタナティブ資産の銘柄は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券又は外国株式に区分して開示

※※ 開示項目は、海外の公的年金基金において開示されている共通項目を参考にしつつ、当法人の投資戦略を晒し、資産を毀損させるリスク等を回避するように設定。なお、債券のデュレーションや信用リスク、資産ごとの評価損益は、業務概況書で公表。

- ・ 平成27年3月末に保有していた銘柄のうち、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式ごとに時価総額の上位10銘柄(債券については上位10発行体)を平成27年度業務概況書で公表

②上記①の開示から一定期間経過後にイベントスタディを行い、当該開示による国内株式市場への影響を定量的に検証する。

※ 当法人の国内株式市場に占める株式保有割合は、海外の公的年金運用機関に比べ高く、銘柄開示による市場への影響について、試行・検証が必要である。

③上記②の検証結果やアクティブマネージャーに対するヒアリング等を踏まえ、市場への影響等の懸念がないことを確認した上で、次の段階に進む。これらを上記枠内のスケジュールに従って段階的に実施する。

(注) International Securities Identification Number

保有銘柄の開示スケジュール

第1段階(2016年7月29日)

2015.3

2016.3

2016.7

2016.11

2017.3

2017.7

1年4か月前時点の
保有銘柄の情報を開示

市場への影響の検証(イベントスタディ)等を実施

第2段階(2016年11月25日)

2015.3

2016.3

2016.7

2016.11

2017.3

2017.7

8か月前時点の
保有銘柄の情報を開示

(併せて、対前年比分析も可能
以下同じ。)

市場への影響の検証(イベントスタディ)等を実施

第3段階(2017年7月)

2015.3

2016.3

2016.7

2016.11

2017.3

2017.7

4か月程前時点の
保有銘柄の情報を開示

市場への影響の検証(イベントスタディ)等を実施

以降は、毎年7月に前年度末(4か月程前)時点の状況を公表

保有銘柄の開示のイメージ

業務概況書

(国内債券)

発行体名	時価総額
1 ○○○	△△△
⋮	⋮
10 ZOO	△△△
合計 ●●発行体	△△億円

(外国債券)

発行体名	時価総額
1 ○○○	△△△
⋮	⋮
10 ○○○	△△△
合計 ●●発行体	△△億円

全体の発行体総数と時価総額を開示

(国内株式)

銘柄名	株数	時価総額
1 ○○○	×××	△△△
⋮	⋮	⋮
10 ○○○	×××	△△△
合計 ●●銘柄		△△億円

(外国株式)

銘柄名	株数	時価総額
1 ○○○	×××	△△△
⋮	⋮	⋮
10 ○○○	×××	△△△
合計 ●●銘柄		△△億円

全体の銘柄総数と時価総額を開示

上位10発行体を開示
(時価総額順)

上位10銘柄を開示
(時価総額順)

ホームページ

(国内債券)
発行体名 時価総額
A○○ △△△

⋮

Z○○ △△△
合計 △△円

(国内株式)
証券コード 銘柄名 株数 時価総額
□□□ A○○ ××× △△△

⋮

□□□ Z○○ ××× △△△
合計 △△円

(外国債券)
発行体名 時価総額
A○○ △△△

⋮

Z○○ △△△
合計 △△円

(外国株式)
ISINコード 銘柄名 株数 時価総額
□□□ A○○ ××× △△△

⋮

□□□ Z○○ ××× △△△
合計 △△円

アルファベット順に全銘柄(発行体)を開示

参考① 保有銘柄開示に関する意見照会（P16）と各団体の御回答

「保有銘柄の開示方法について(案)」に関する意見照会に対するご回答

6月1日に保有銘柄の開示方法について、一般社団法人 日本経済団体連合会、日本商工会議所、公益社団法人 経済同友会、日本労働組合総連合会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 信託協会、株式会社東京証券取引所、日本証券業協会の計8団体に意見照会した。回答内容は以下の通りである。

1. 経済団体

団体名	ご回答
一般社団法人 日本経済団体連合会	<p>1. 貴法人の保有銘柄(国内債券、国内株式、外国債券、外国株式)の開示を推進していくことに異存はない。</p> <p>2. 検討されている開示方法のうち、国民への情報公開の充実を図る観点からは、案1が望ましいと考えるが、市場への影響を評価することは困難な点もあり、引き続き、専門的知見も導入しながら、市場への影響を見極めつつ、適切な開示方法を検討されることを期待したい。</p>
日本商工会議所	<p>GPIFの国民に対する情報公開は適切に進める必要があります。しかし、株価は企業業績のみならず投機等の要因によっても変動するものであり、提示された3案のいずれにおいても、個別銘柄に対する影響度合を客観的に予測することは困難であります。このため、影響の許容範囲については、まず、市場当事者である上場企業、とりわけ情報開示に伴う影響を受けやすいと想定される流動性の低い株式や小型株を中心に意向調査を行い、その意向に沿った案にすべきであると考えます。その上で、金融庁とも協議し、市場の混乱を最小限に抑えつつ情報公開の充実を図る開示方法を慎重に検討する必要があります。</p> <p>なお、提示された3案に限って言えば、一定程度（年単位）の期間を経て開示する（案3）を試行的に行い、影響度合を検証した上で他案に移行していくことも一案ではないかと考えます。</p>
公益社団法人 経済同友会	<p>1. 本会では、国民の将来の生活にかかわる貴重な財産を預かる GPIF について、厳格なガバナンスの確立と資金の運用効率向上に向けた改革を求めてきた。こうした観点から、年金資産の管理・運用に関する透明性を高めるとともに、より運用効率を高めていく際の説明責任を果たす上で、保有銘柄の適切な開示は不可欠である。</p>

	<p>2. その際の開示方法については、GPIF が示された 3 案のうち、「年度結果と同時に全面開示」(案 1) が原則として望ましいと考える。その理由は、以下のとおりである。</p> <p>(1) 国民の財産を預かる年金基金の管理・運用は、高い透明性と説明責任が求められる。こうした観点から、海外の主要な公的年金基金の多くも、全ての保有銘柄を年次報告書やホームページで公開しており、GPIF としても「案 1」に基づいて同様の責任を果たすべきである。こうした全面開示こそ、最終的な受益者である国民に対する信任義務 (fiduciary duty) の貫徹という観点から、当然の帰結である。</p> <p>(2) 市場等への影響を懸念する声に配慮し、「二段階開示」(案 2) および「一定期間後全面開示」(案 3) も提示されている。しかし、GPIF の国内株式運用は、83.7% (2016 年 3 月末) がベンチマークに基づいたパッシブ運用であることを考えると、保有額の大きい一部銘柄を開示する「案 2」では、開示される銘柄が推測可能な範囲にとどまる可能性が高く、実質的な意味で透明性を向上させたとは言いがたい。</p> <p>(3) 一定期間後に全面開示する「案 3」についても、「案 1」が情報開示まで 3~4 カ月の期間 (3 月末日の情報を 7 月公表の業務概況書に掲載) を要することを考えると、それよりも長い期間 (例えば翌年の業務概況書での開示であれば 1 年 3~4 カ月後) を経ての開示では、透明性向上という目的を果たすには不十分である。</p> <p>3. 本会としては、GPIF など公的・準公的資金の運用が、長期的な企業価値の向上やコーポレート・ガバナンスの強化、資本市場の活性化につながり、持続的な成長に貢献すると考えている。その意味で、運用のより一層の高度化と、透明性向上に向けたガバナンス強化に向けた不断の改革を期待したい。</p>
--	--

2. 労働団体

団体名	ご回答
日本労働組合総連合会	<p>運用状況の公開にあたっては、積立金の原資は被保険者が保険料として拠出したものであること、国民の信頼の確保のためには説明責任を果たすことが重要であること、GPIF の運用規模と公正な市場の形成、海外の年金基金における情報公開の状況などを踏まえた検討が必要と考える。</p> <p>かかる観点から、GPIF は保有銘柄に関する情報を全面的かつ速やかに開示すべきと考える。</p>

3. 金融市場関係団体

団体名	ご回答
<p>一般社団法人 日本投資顧問業協会</p>	<p>貴法人において、平成 27 年度の業務概況書の公表から、保有銘柄の開示をご検討しておられる件につきましては、国民に対する情報公開の更なる充実を図る観点から行われるものと拝察いたします。</p> <p>具体的な開示に係る「保有銘柄の開示方法について（案）」につきましては、国民への適時、かつ、積極的な開示を行う観点に加え、諸外国における年金基金等の開示状況との対比においても、原則として、「年度結果と同時に全面開示」が適当であると考えます。ただし、開示銘柄の属性によっては市場やひいては運用資産等に影響を与えかねないことに鑑み、正当な理由が認められる場合には一部について例外的に部分開示を可とする等、それらの影響に配慮した仕組みを検討する必要があると考えます。</p> <p>なお、本件開示の決定に際して、貴法人と運用受託機関との投資一任契約において、「投資一任契約に基づく（運用受託機関の）業務の内容の第三者への開示に係る守秘義務」に関する規定が定められている場合には、然るべく対応して頂きたい、お願い申し上げます。</p>
<p>一般社団法人 信託協会</p>	<p>貴法人において、業務報告等と併せて保有する銘柄に関する情報開示を進めることは、国民に対する情報公開を図る観点からもあるべき姿と理解しております。</p> <p>今般、ご提示いただきました案はいずれも透明性向上に資するものであると考えますが、年度結果と同時に全面開示する（案 1）が情報開示の観点からは最も好ましいものと思料いたします。</p> <p>なお、（案 1）を選択するにあたり、流動性の低い銘柄への投機懸念等、市場等への影響に留意する必要があることから、年度末時点から全銘柄開示までに相応の期間を設けるべきかと存じます。</p>
<p>株式会社東京証券取引所</p>	<p>貴法人において、国民への情報公開の充実を図る観点から、保有銘柄の開示についてご検討が進められているとの由、こうした検討が行われることは非常に有益なものであり、東京証券取引所としてその趣旨に賛同いたします。</p> <p>今回ご提示いただいた開示方法におきましては、年度末時点の保有銘柄を 7 月末頃あるいはそれ以降に開示するということですので、年度末から開示までの間に既に保有状況が変化している可能性があり、過去の開示内容</p>

と比較することによってその後の貴法人（各運用受託機関）の投資行動を予測できるものではないとすれば、株価形成に与える影響は限定的なものにとどまるのではないかと思料いたします。

他方、貴法人の運用資産が巨額に上ることにより起因して、特定の銘柄に対する投資行動を数年にわたって継続する傾向があるなど、開示内容を経年比較することによって将来の貴法人（各運用受託機関）の投資行動を推測できるような運用実態があるのだとすると、株価形成に大きな影響を与えることが想定されるため、開示までの期間を十分に確保し、貴法人の運用資産の毀損を避けることが適当と思料いたします。

開示方法のご検討にあたりましては、国民への適切な情報提供という観点に加え、上記のような点にもご留意いただければ幸甚に存じます。

日本証券業協会

1. 意見照会先・方法

証券会社 12 社に対して、GPIF が策定した保有銘柄の開示方法案のうち望ましい方法及びその理由並びに関連する要望事項等について意見照会を実施した（内 2 社は特に意見なし）。

2. 開示方法案に係る意見照会結果

(1) 開示方法案 1 が望ましいとの意見

(主な理由)

会社名	理由
A社	<ul style="list-style-type: none"> 銘柄はすべて公表すべきである。案 2 で「保有額の大きな銘柄」から公表するとしても、まずは時価総額の大きな銘柄こそが大多数の投資家の関心であるから、「市場等への影響」はそのような銘柄の保有状況を公表した時点で生じる。その後に保有額の小さな銘柄の状況を公表したとしても、全体的な「市場等への影響」はさほどのものではない。仮に中小規模企業で GPIF の保有が大量保有に該当するほどであれば、保有報告を出した時点で情報は市場に織り込まれることから、不開示にする意味はないだろう。 「国民への情報開示の充実を図る」との趣旨からの開示であるが、実際にこのような情報のユーザーとなるのは、GPIF の投資動向に関心を持つ運用業者（及びセミプロの個人投資家）である。したがって、このような業者の利便をどの程度考慮するかによって、公表の時期や方法は変わるだろう。 「年度末時点」か「一定期間が経過した時点」かについて、運用業者への情報提供の有用性を重視すると当然「年度末時点」に速やかにとなろう。 また、参考資料 1 のとおり、主要な海外の年金主体が全銘柄の開示という方法を採用している中、G

		<p>P I Fが一部の銘柄のみを開示する案2や案3を採用する積極的な理由は乏しい。他方、全銘柄を開示する案1を採用した際に懸念される市場等への影響の増大に関しても、業務概況書を公表するタイミングで年度末時点の保有銘柄を開示すれば、相当程度の時間が経過した後の開示となることから、市場への影響は限定的と考えられる。</p>
	B社(1)(2)※	<ul style="list-style-type: none"> 基本認識として、発行体としては、開示の充実は基本的に望ましく、また、G P I Fが株主となることは基本的には安定株主と想定されるため望ましい。 案1を支持の理由とする理由として、透明性が高い案であること、海外年金基金も概ね全銘柄の開示を行っていること、G P I Fが積極的な開示を行うことで他の運用機関（国家公務員共済組合連合会等）の開示姿勢の変化が期待できることが挙げられる。 今後、議決権行使結果の開示等更なる開示を求める圧力が高まる可能性があるため、G P I Fとしては段階的に開示を進めるのが望ましいのではないかと考える。
	C社(1)※	<ul style="list-style-type: none"> G P I Fによる「年度概況報告のタイミング」は対象期間末比で十分に遅く（その段階で一定期間が十分に経過している）、「年度概況報告のタイミング」に対して、更に一定期間確保することでの効果実態が見込めない。また、市場参加者がより注視しているB O J保有銘柄開示においても、より短いインターバルで全て開示していることから、案2及び案3に対する有効性は見込めないものとする。

※ B社及びC社については、社内の複数部門より異なる意見が寄せられ、社として一つの意見に集約できなかったため、複数の意見を並列して記載している。

(2-1) 開示方法案2-1が望ましいとの意見

会社名	理由
B社(3)※	<ul style="list-style-type: none"> 情報公開の充実とG P I Fの運用資産の規模及び市場への影響との衡平を図る観点から、案2-1が望ましい。

(2-2) 開示方法案2-2が望ましいとの意見

会社名	理由
D社	<ul style="list-style-type: none"> 市場への影響を与えない範囲で情報開示を充実するためには案2-2が望ましい。案1では特に小型株へのインパクトが大きい。案2-1は当初開示範囲が広く、案1に相応する市場インパクトが考えられる。
E社	<ul style="list-style-type: none"> 透明性という点からは案1が有力となるが、結果的に膨大な銘柄データの羅列が公表されるに過ぎないこととなる。開示までの時間を短くする意味に於いても、案2-2が現実的だと考えられる。案3についてはG P I Fが開示に消極的な印象を与えてしまうことになり兼ねず、最良の案とは言いがたい。
B社(4)※	<ul style="list-style-type: none"> 国際的に見てもこのレベルの開示を行っている巨大年金はないので、保有上位100銘柄であっても十分説明責任は果たされていると思われる。G P I Fの規模になる保有ポートフォリオは多かれ少なかれ

マーケットそのものに近づく。全銘柄の即時開示は、そのポジション変更自体が大きな市場インパクトを持ちうるため、開示方法の選択にあたっては慎重を期すべきである。流動性の高い大型銘柄に限定すれば、市場インパクトも限定的かつ一過性に留まると考えられる。

(3) 開示方法案3が望ましいとの意見

会社名	理由
F社	<ul style="list-style-type: none"> 市場等への影響が最も少なく、即時性はないものの全銘柄を開示するという意味では事後的な検証可能性の観点からも一定の透明性が担保できる。
G社	<ul style="list-style-type: none"> GPIFの最終受益者の利益を優先に考えるべきであり、中途半端な情報は市場の不安定材料となる。
H社	<ul style="list-style-type: none"> 保有銘柄の開示に伴って想定されるメリットは、事後的にGPIFの投資行動に不審な点が無いかを検証できることと、それゆえに誤解を招くような行動を慎むと期待される。一方で保有銘柄の開示に伴う弊害は、GPIFの投資行動が明らかになり（あるいは誤解を招き）、それを見た投資家の行動によって市場での価格形成が歪むと考えられる。この2点を考えれば、保有銘柄は全面開示をすることが望ましいが、その開示には一定の時間を置くことが望ましいと考える。 【公開までの期間についての考え方】 一定の時間については、GPIFの投資行動の変更にかかる時間と比べて十分に長い必要があると思われる。仮に3ヵ月程度でリバランスが行われているのであれば、半年程度経過してからの開示であればよいのではないか（業務概況書が決算期末後3ヵ月程度で公表されるのであれば、業務概況書で全面開示するのは好ましくないように思われる）。 【公開方法についての考え方】 部分開示については（日本株を念頭に置いた場合パッシブ運用比率の高さゆえに）、上位100銘柄程度の開示では、ほぼTOPIX上位銘柄の構成比と等しくなることが考えられるため、「開示している」というアピール以外にはあまり意味をなさない。一方全銘柄の開示では、一部の小型株などを中心に受給に影響が出かねないため、保有時価の一定割合での開示が望ましいように思われる。
C社(2)※	<ul style="list-style-type: none"> 「情報公開の透明性」と「投機的売買の回避」という両方の観点を考慮した場合、案3が妥当。現状ではパッシブ運用への依存度が高いため、例えば株式であれば案1の条件で開示しても、ほぼTOPIXと同じとなる（若干異なるウェイトの銘柄に注目が集まろうが、開示は委託資産の集計値のため、どのファンドの何に基づく判断かは判別不能）。しかし、今後、長期タームの集中投資型ファンドが株式投資の主流になる可能性を念頭に置けば、年度結果と同時の開示を避けた案3が適切。

(4) その他の開示方法が望ましいとの意見

会社名	開示方法	理由
I 社	<ul style="list-style-type: none"> 株式に関しては、一定期間後の部分開示、または、全部開示がいいのではないか。 	<p>開示することで株式市場に不必要な需給の歪みを引き起こす懸念もあるため、公表タイミングについては、ある程度期間を置いた方がよいと考える。一方で、アクティブ運用をしているものの、合計すると TOPIX パッシブとほぼ変わらないという可能性もあるため、対 TOPIX で見たときのアクティブ部分がどれだけ顕著かを確認し、開示割合を検討するのも一つの方法だと考える。</p> <p>なお、保有銘柄の開示は、アクティブ運用者の保有銘柄の開示（ストラテジーの公表）を意味することになるため、優秀な運用者が G P I F の資金を運用したがらなくなることを懸念する。他国の年金において全てを開示しているケースもあるため、他国の事例も参考にしつつ、検討していくべきと史料する。</p>
J 社	<ul style="list-style-type: none"> 二段階開示 1) 年次ないしは四半期ごとの概況報告書による開示（部分開示可） 2) その他定期的な（半年から3か月前の時点での）全保有銘柄の開示 <p>2) の定期的な開示については基準日（例えば四半期末日や半期末日）のスナップショットを次の四半期中（または次の半期中。最長でも次の基準日）にウェブ上で開示する等の方式が望ましい。斯様な開示があれば、1) の概況報告書等による開示に関しては、例えば四半期報告のような立て付けで、部分的なもの（案2-1や案2-2まで詳細でなくても）、分かりやすい内容となっていればよい。</p>	<p>開示の適時性については、当該開示の目的、即ち何のために透明性を確保するかの意義を十分に考慮し、主に市場価格への影響や投資戦略のフロント・ランニング、また、社会一般からの短期的なパフォーマンスへの過度な注目と批判等といった開示のデメリットとのバランスを取る必要がある。もし開示の目的が第三者による G P I F がコミットしている内容（例えば、投資方針や E S G に関するコミットメント等）からの乖離や利益相反の可能性に関するチェックにある（以下、「目的A」とする）のであれば、適時性についてはさほど重要視する必要はないかもしれない一方で、「投資家」（即ち、年金を支払っている国民）による当該ファンドのパフォーマンスに関するチェック（以下、「目的B」とする）も目的の一端であると考え、ある程度の適時性が必要となり、他のファンドによる開示同様に遅くとも3ヶ月程度毎の開示が望ましいと考える。</p> <p>他方、目的Aの観点からすると保有の一部の開示のみでは目的の達成が不可能であるものの、目的Bの観点からは年次ないしは四半期の概況報告等において一部の開示を行うことでも、ある程度の大枠のイメージが捉えられることから、これらの報告等において保有資産の一定時期のスナップショットを開示することについては賛成である。あくまで「イメージ」が分かればよいとの</p>

			<p>観点から、どこかで定期的（例えば毎月または四半期ごと等）に、全保有資産について半年から3ヶ月程度前の保有を開示することを前提とすれば、案2-1及び案2-2に掲げられた内容ほどの情報を年次報告等に掲げる必要はないと考える。</p> <p>上記を踏まえ、また、開示がシンプルでわかりやすいものであるべきことも考え、当社からは左記のような提案をしており、基本的には、暫時的に一定期間を「四半期ごと」としてご提案しております。</p>
C社（3）※	・ 5%以上の保有銘柄を開示を限定	保有銘柄を開示することの市場への影響は、債券に比較して株式の場合は相当大きいと思われ、株券等の大量保有状況の開示水準を目途と考える。（開示するタイミング、経過する一定期間については特段のコメントなし。）	

3. その他の関連する要望事項等

会社名	要望事項等
A社	<ul style="list-style-type: none"> 「国民への」ということであれば日本語のみでいいが、実際には海外の運用業者も日本株の最大級の投資家であるGPIFの動きに関心を持つと考える。海外の運用業者の利便も考慮するのであれば、英文での開示が期待されるだろう。 情報をどのようなファイル形式で出力するかも考慮すべきである。PDF等での画像情報とすると検索や分析に支障が出る。エクセル形式での出力を可能にすれば、運用業者にとっては大いに便利になるだろう。 情報としての有用性を高めるには、もう一つの項目として「銘柄コード」「ティッカー」を付け加えることは検討できないか。上場会社の中には類似名があるので、コードで識別できるようにすべき。データ管理でのキーとなる。海外基金の中には「ティッカー」を添付しているところもある。 情報を利用する際には、前年度からの保有の変化は有用性が高いと思われる。前年度からの情報と一括してダウンロードできるようになれば、利便性は向上する。
B社（4）※	<ul style="list-style-type: none"> GPIFの運用に対する世間のあらぬ誤解を避けるためにも、可能な範囲で透明度の高い開示を行い、積極的開示姿勢をアピールすべきと考える。GPIFはインハウス運用、委託先運用機関を含めて、企業と投資家の対話の先頭に立つことで、インデックスそのもののパフォーマンスを上げることに注力して頂きたい。またそうした活動の成果を積極的に開示し、投資先企業にプレッシャーを与えることで、企業の稼ぐ力を高めるモメンタムを作り、日本経済再興の一翼を担って頂きたい。
C社（3）※	<ul style="list-style-type: none"> 年度結果と同時に開示する場合（案1及び案2）、年度末に委託ファンドの変更（トランジション）があると、開示に技術的な問題（トランジション前後のどちらのファンドの開示を集計するか、トランジ

			<p>ションが年度末に完了しなかった際にどう取り扱うか)が生じるおそれはないか。仮にこうした問題がある場合、G P I Fが年度末付近のトランジションを避けようとする、マネージャー・エントリー制を導入したにもかかわらず、柔軟な委託先変更ができないという制約になる。市場においてG P I Fは年度末よりもある程度前に動くという観測が生じる可能性もある。</p>
		D社	<ul style="list-style-type: none"> 議決権の保有比率について併記する事が望まれる。
		E社	<ul style="list-style-type: none"> 案2-2を望ましいと記したが、保有銘柄開示の本来の目的を鑑みると、保有額上位100銘柄以外に、市場ウェイトよりも大幅に保有している銘柄の開示を当初部分開示と同時に行うことを検討してみても如何だろうか。市場は保有の絶対額と同時に大きく偏った投資を行っているかどうかを注目する傾向がある。金額とウェイトという2つの側面による銘柄開示を行うことで透明性をより明確にすることが出来るものと思われる。
		I社	<ul style="list-style-type: none"> 例えば、上位20銘柄のウェイトだけ開示するというような案もあるのではないかと考える。また、情報公開に係る議論も大変大切であると考えているが、パフォーマンス向上についても継続的な議論をお願いしたい。

※本案について、GPIFから各団体に対し、意見照会を行った。

	(案1)	(案2)		(案3)
案の考え方	年度結果と同時に 全面開示	二段階開示 (当初部分開示→一定期間後全面開示)		一定期間後全面開示
	年度末時点の保有銘柄を、当該年度の業務概況書の公表に当たって、全て開示	年度末時点の保有銘柄を、当該年度の業務概況書の公表に当たって開示する。ただし、市場等への影響を考慮して、保有額の大きい一部銘柄のみとする。 その上で、市場等への影響について懸念がないと考えられる一定期間が経過した時点で、全銘柄を開示		市場等への影響を考慮し、一定期間が経過した時点で、全銘柄を開示
開示項目	株式：銘柄ごとに、「銘柄名」、「株数」、「時価総額」 ※簿価については、GPIFの投資行動が明らかになるおそれがあることから対象外とする 債券：発行体ごとに、「発行体名(※)」、「時価総額」 ※GPIFについては、市場に占める占有率が高いこと等から、銘柄ごとに開示すると、今後の投資行動が予測されるおそれがあることから発行体ごとの開示とする			
開示方法	「直近3月末の保有銘柄の全て」を開示	(案2-1)	(案2-2)	「一定期間経過した保有銘柄の全て」を開示
		「直近3月末の保有銘柄の一部」と「一定期間経過した保有銘柄の全て」を開示	「保有銘柄の一部」の銘柄は、影響する懸念が低い大型の銘柄として、保有額の上位から順に100の銘柄に限定	
透明性の向上	より大きい			
市場等への影響の懸念	より大きい	アクティブ・マネジャーの戦略を晒す恐れ、流動性の低い銘柄や小型株への投機等の懸念		

注)案2-1及び案2-2で一部開示の対象とならない銘柄(直近3月末)については、これらの銘柄の銘柄総数と時価総額を開示

GPIFの運用方法

- GPIFの運用は、ベンチマークを示した上で、各運用会社に委託し、運用会社が売買等を実施(国内債券の一部は自家運用)。
- 基本的に、運用の約8割は、市場全体の動きを反映した指数と連動した運用を目標とするインデックス運用。
(各指数を構成する銘柄・割合は入手可能な情報)
- 国内株式・国内債券は、TOPIX(東証一部上場の全株式)や、NOMURA-BPI(国内で公募発行された投資適格の全債券※)等を目標としている。
※割引債、変動利付債等は除く。残存額面・残存期間に条件あり。
- GPIFの資産を管理する信託銀行が資産ごとに決まっており、民間調査機関等が提供する株主情報で一定程度確認が可能。

開示の影響は限定的と考えられる

- 具体的な運用(銘柄選択、売買等)は、委託先の運用会社が実施。
運用会社ごとの保有状況は非開示であり、投資戦略を晒す懸念は小さい。
- GPIFが保有する国内株式・国内債券は、国内の主要な株式・債券を網羅しており、保有状況の概略は市場関係者等にとってほぼ既知の情報。

※ 国内株式ではTOPIX構成銘柄(=東証一部上場企業約2000社)に時価総額の99%程度を投資

<GPIFの委託運用のイメージ>

