

財政制度等審議会 財政投融资分科会  
説明資料

(スウェーデン・ノルウェーにおける海外調査について)

2023年6月21日  
財務省理財局

## <目 次>

### I. スウェーデン

1. 諸外国におけるイノベーションとVC投資の状況 .....	P.3
2. スウェーデンにおけるスタートアップへの資金供給体制 .....	P.4
3. スウェーデンの政府系VCの概要・運用実態	
(1) Almi Invest .....	P.5
(2) Industrifonden .....	P.8
(3) Saminvest .....	P.10
4. スタートアップ・エコシステム(ライフサイエンスクラスター).....	P.12

### II. ノルウェー

1. ノルウェー年金制度概要 .....	P.14
2. 政府年金基金-グローバル( GPFG )の概要・運用実態 .....	P.15
3. 政府年金基金-ノルウェー( GPFN )の概要・運用実態 .....	P.20

(備考)本資料における邦貨換算レートは、1スウェーデン・クローナ(SEK)=13円、1ノルウェー・クローネ(NOK)=13円  
(裁定外国為替相場:令和5年(2023年)6月中適用、端数は四捨五入)。

## <目次>

### I. スウェーデン

- 1. 諸外国におけるイノベーションとVC投資の状況 ..... P.3
- 2. スウェーデンにおけるスタートアップへの資金供給体制 ..... P.4
- 3. スウェーデンの政府系VCの概要・運用実態
  - (1) Almi Invest ..... P.5
  - (2) Industrifonden ..... P.8
  - (3) Saminvest ..... P.10
- 4. スタートアップ・エコシステム(ライフサイエンスクラスター) ..... P.12

### II. ノルウェー

- 1. ノルウェー年金制度概要 ..... P.14
- 2. 政府年金基金-グローバル(GPFG)の概要・運用実態 ..... P.15
- 3. 政府年金基金-ノルウェー(GPFN)の概要・運用実態 ..... P.20

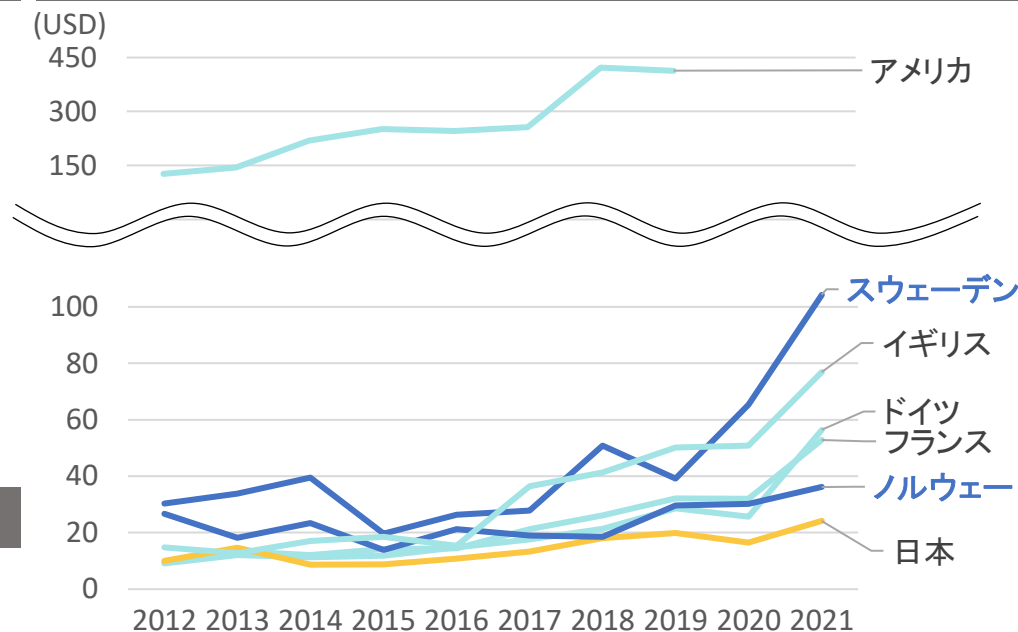
## I-1. 諸外国におけるイノベーションとVC投資の状況

- ✓ スウェーデンを含む**北欧**は、**イノベーション能力**について**国際機関から高い評価**を受けている。
- ✓ **人口あたりのユニコーン企業数**では、**北欧3カ国**が**ランキング上位10位以内**に位置している。
- ✓ **スウェーデンのVC投資額**(人口比)は、**英・独・仏**より大きく、**近年めざましく増加**している。

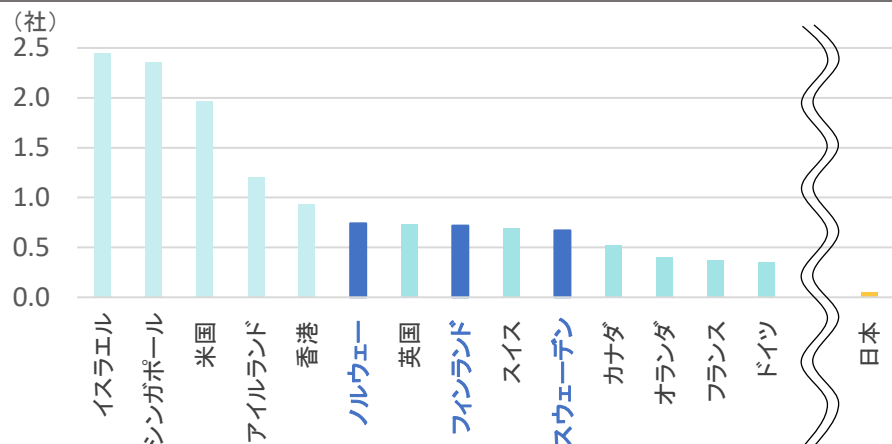
### イノベーションに関する国際機関の評価

	欧州委員会	世界経済フォーラム	世界知的所有権機関
1位	スウェーデン	ドイツ	スイス
2位	フィンランド	アメリカ	アメリカ
3位	デンマーク	スイス	スウェーデン
4位	オランダ	台湾	イギリス
5位	ベルギー	スウェーデン	オランダ
参考(日本)	—	7位	13位

### 人口あたりの各国VC投資額



### 人口100万人あたりのユニコーン企業数ランキング



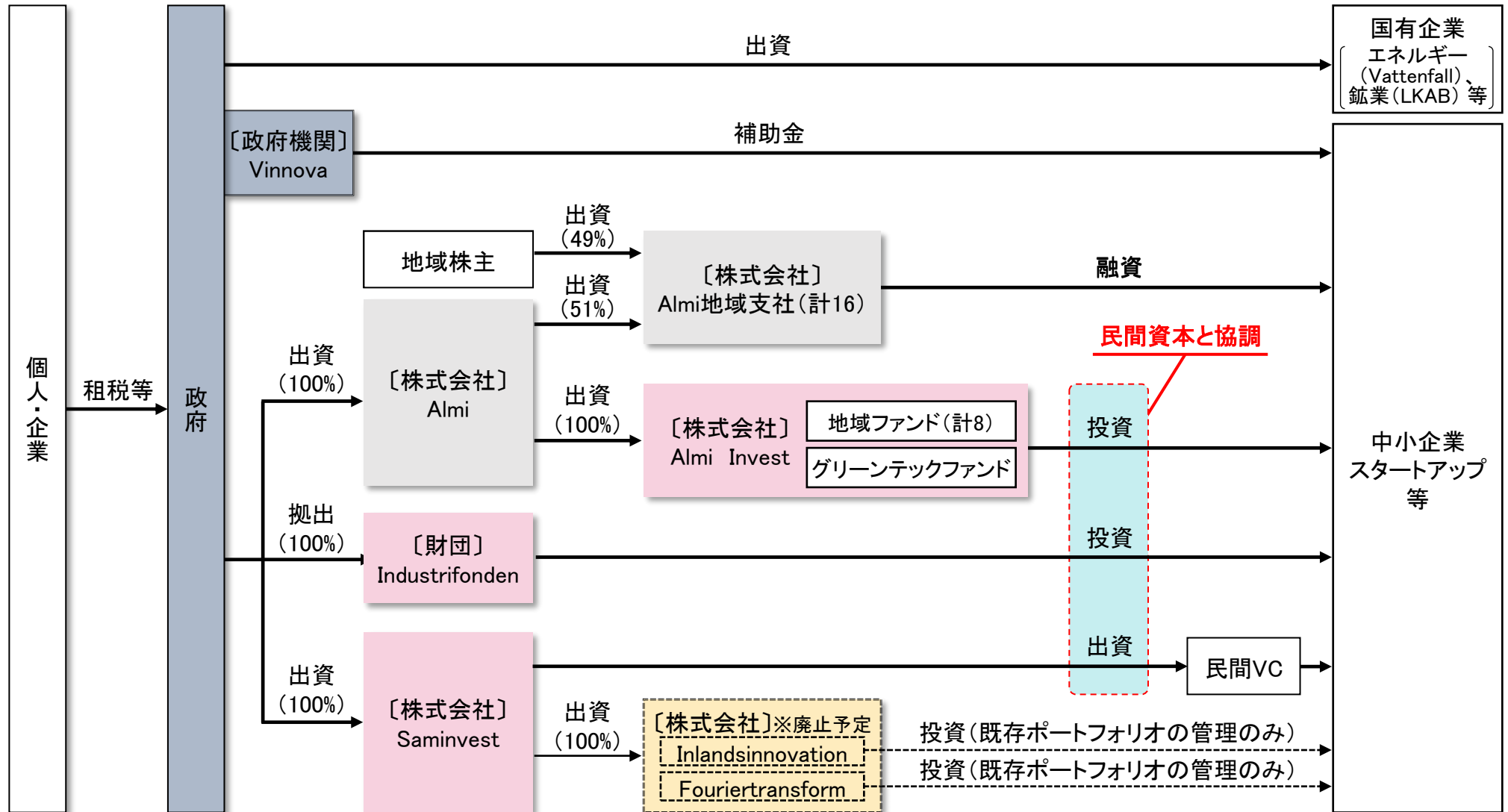
(出典) OECD「Enterprise Statistics」(2021、米国のみ2019まで)、  
OECD Population (2021)

(出典: 左上) 欧州委員会「European innovation scoreboard」(2022)、  
世界経済フォーラム「Global Competitiveness Report」(2019)、  
世界知的所有権機関「Global Innovation Index」(2022)

(出典: 左下) CB Insights「The Complete List Of Unicorn Companies」  
(2023.2、ユニコーン企業数3以上の国で作成)、OECD  
Population (2021)、国連「World Population Prospects」(2021)

## I-2. スウェーデンにおけるスタートアップへの資金供給体制

- ✓ スウェーデンでは、政府の出資を受けたVC企業・財団が、民間VC・金融機関等の民間資金供給主体と協調して、スタートアップ等にリスクマネーを供給している。



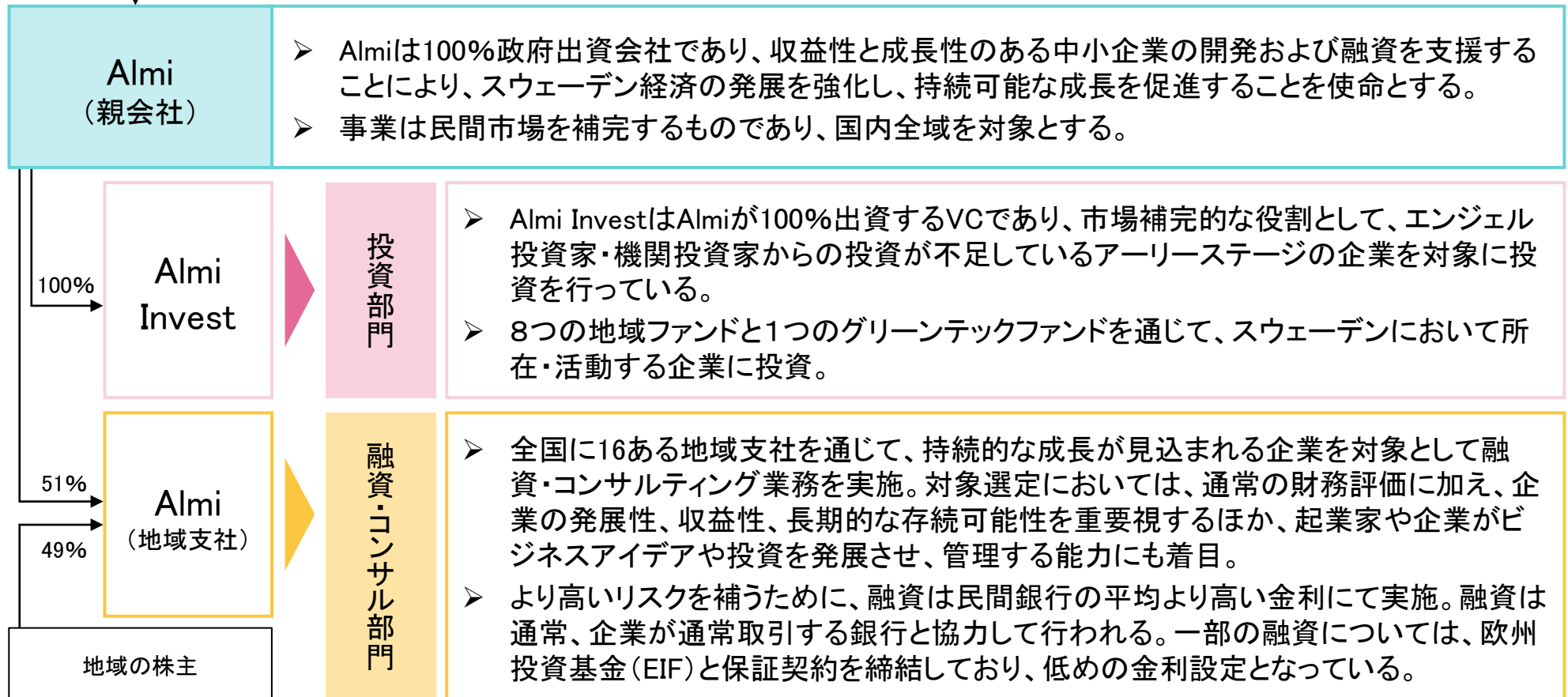
(出典)スウェーデン政府「国有企業レポート」(2021)

## I-3(1). スウェーデンの政府系VCの概要・運用実態 (Almi Invest ①)

- ✓ Almiビジネスパートナー社 (Almi親会社) は、2009年に設立された**政府100%出資の中小企業向け金融機関**で、民業補完的に事業を行っている。
- ✓ Almi親会社が100%出資する**Almi Invest**が**投資業務**を、Almi親会社が51%・地域株主が49%を出資する16の**Almi地域支社**が**融資・コンサルティング業務**を実施。



スウェーデン政府  
↓ 100%



(出典) Almi「年次レポート」(2022)

## I-3(1). スウェーデンの政府系VCの概要・運用実態 (Almi Invest ②)

- ✓ **Almi Invest**は、2009年設立の**政府系VC会社**であり、ファンドの運用総額は約35億SEK(約455億円)。
- ✓ これまで700社以上の企業に投資を行っており、近時のポートフォリオ企業は375社。2022年は、126社の既存企業および39社の新規企業に合計3億4,800万SEK(約45億2,400万円)を投資。
- ✓ 投資対象は、リスクが高く民間からの資金供給を受けにくい**アーリーステージ**の企業で、地域ファンドにおける**1社あたりの投資額**は、**100万~1,000万SEK(約1,300万~1億3,000万円)**。主な投資分野は、テクノロジーや医療・ヘルスケアなどのライフサイエンス、エネルギー関連など。
- ✓ **45名の投資マネージャー**が在籍し、**自然科学分野での博士号**を取得し企業等で研究に従事してきた者や、テクノロジーセクターでの投資経験を有する者などが、**専門知識をもって投資プロセスを実施**。

### 当期純利益及び投資金額

(SEK m)	2018	2019	2020	2021	2022
当期純利益	▲ 9	▲ 1	70	110	▲ 37
投資金額	226	249	316	437	348

※累積損失はない。累積損失が多額になった場合の組織の統廃合基準については事前に定められていない。

### 他の政府系ファンドとのコスト共通化

- 他の政府系ファンドとの間で、バックオフィス業務の統合などコスト共通化の取組は行っていない。
- 他のファンドは違う組織であるため、コスト共通化をしても実務上機能しないと考えられる。また、機密性の観点で、秘密情報を違う組織に渡すことはできない。

### 投資スタッフ属性の一例

#### 投資マネージャー(ストックホルム)

- 工学修士(バイオテクノロジー)
- 大学で研究成果の商業化やビジネスアイデア開発に従事



#### 投資マネージャー(東中部:リンシェーピング)

- コンピュータサイエンス博士
- テクノロジーセクターでの長年の投資経験

#### 投資マネージャー(南部:ルンド)

- 医学博士
- 製薬会社での非臨床試験に長年従事



- ◆ **給与**は、公共部門における労使間の団体交渉協定に則して決定。大手企業には劣るが、**比較的高い水準**。
- ◆ **インセンティブスキームはない**。

(出典)ヒアリング、Almi Invest提供資料、Almi「年次レポート」(2022)及びAlmi Investウェブサイト

## I-3(1). スウェーデンの政府系VCの概要・運用実態 (Almi Invest ③)

- ✓ Almi Investは、民間資本と協調して、民業補完的に投資することを目的とする(投資比率は50%以下)。
- ✓ 毎年800~1,000件の企業からコンタクトを受けるが、採択率は5~7%程度。
- ✓ ファンドの投資対象は、投資マネージャー策定の投資計画が投資委員会を経ることで決定される。

### 投資プロセス

選定

- 投資対象は、新規でユニークで革新的な、グローバル市場への進出可能性のあるスウェーデンのスタートアップ。
- インキュベーターやエンジェル投資家のネットワークなど、スタートアップや起業家向けのエコシステムを利用して対象を発掘することもある。

投資決定

- ①投資マネージャーが投資計画をチームに提出。
  - ②チームで採択された計画につき、投資委員会が可否を決定。
  - ③決定先につき、デューデリジェンスを実施。
- ※投資委員会は、複数の地域ファンドで共有しており、Almi InvestのCEOと各ファンド選出の委員で構成。政府関係者はいない。政府に個別事案の情報開示は行っておらず、独立して投資判断を行う。

投資期間

- 投資期間は5~7年程度。
- Almi Investはアーリーステージにおける投資家として、初期の1~3年は事業を軌道に乗せるべく積極的な投資家としてサポート、資金調達ラウンドが進むにつれ、エンゲージメントは他の民間VC等にまかせ、受動的な投資家としてExitまでを静観。

Exit

- 他の株主とともに、売却またはIPOを実施。
- 投資目標は、最終的に株式を売却してリターンを得ること。

### 政府系ファンドの意義(ヒアリングより)



#### Almi Invest 投資マネージャー

前職は工科大学に15年間勤務し、イノベーションサポート部門で技術移転に従事。

- 近時はVC投資が減退しており、民間から資本を調達するのが難しい状況となっているが、VC市場の環境に左右されずに安定的に資金を拠出。
- スtockホルムなどの都市部以外、民間資本の少ない地域においても、各地域ファンドを通じてリスク性資本を投入。
- 民間VCが、Almi Investの投資先は一定の評価を得ている先であるとの安心感をもって投資判断を行えるようにすることで、民間資本による投資を促進。

(出典)ヒアリング、Almi Invest提供資料及びAlmi Investウェブサイト



## I-3(2). スウェーデンの政府系VCの概要・運用実態 (Industrifonden ①)

- ✓ **Industrifonden**は1979年設立の**財団**。設立当初はプロジェクトファイナンスを行っていたが、その後業態を変更し、現在に至るまでVCとして活動。資本金は50億SEK(約650億円)で、その約半分を57社に投資。2021年は、既存企業および8社の新規企業に合計4億4,500万SEK(約57億8,500万円)を投資。
- ✓ **アーリーステージ**企業に投資を行い、**1社あたりの初期投資額は、1,000万～5,000万SEK(約1億3,000万～6億5,000万円)**であるが、ライフサイクルの中で複数回にわたり投資を行うことが可能で、計2億SEK(約26億円)を投資している先もある。主な投資分野は、ディープテック、トランステック、ライフサイエンス。
- ✓ **約20名の投資のプロフェッショナル**が在籍。**博士号**を持つ者も多く、産業に長年従事した者や科学と金融の両面で経験を積んだ者もいる。投資先は専門的かつ多岐に及ぶため、**分野ごとに適任者を配置**。

### 当期純利益及び投資金額

(百万SEK)	2017	2018	2019	2020	2021
当期純利益	76	▲ 149	329	439	83
投資金額	347	319	495	345	445

※累積損失はない。累積損失が多額になった場合の組織の統廃合基準については事前に定められていない。

### 他の政府系ファンドとのコスト共通化

- 他の政府系ファンドとの間で、コスト共通化の取組は実施しておらず、過去に議論もされていない。
- 各ファンドの構造、投資期間、投資プロセスやバックオフィスの規模などが異なるため、調整のためのコストに比して得られるメリットが少ないものと考えられる。

### 投資スタッフ属性の一例



#### 投資ディレクター

- 情報科学/コンピュータサイエンス修士
- 大手自動車メーカーのCVCで投資案件に従事

#### シニア投資ディレクター

- 有機化学博士
- ライフサイエンス企業において資金調達やIPOに従事



#### シニア投資ディレクター

- 医学博士
- 製薬会社での研究開発やヘルスケア企業設立を経験

- ◆ **給与**は、民間VCほどではないが**相応**。
- ◆ 個別案件ごとではなく、投下資本利益率に応じて**インセンティブ**を付与。

(出典)ヒアリング、Industrifonden提供資料、Industrifonden「年次レポート」(2021/2022)

## I-3(2). スウェーデンの政府系VCの概要・運用実態 (Industrifonden ②)

- ✓ Industrifondenは、民間資本と協調して投資し、積極的な少数株主として投資先の15～50%の株式を保有。
- ✓ 年間数百件の申し出を受けるが、新規投資決定は5～10件程度。
- ✓ ファンドの投資対象は、投資メンバー策定の投資計画が投資委員会と理事会を経ることで決定される。
- ✓ 財団であるため国有企業のように政府の監督を受けず、役員人事(理事会メンバーと監査役は政府が任命)以外で政府の関与を受けない。理事会メンバーのうち1名は政府職員。

### 投資プロセス

選定

- 投資対象の選定は、当該イノベーションが世の中にもたらす影響、起業家チームの多様性・知識やSDGsの観点等で行う。
- ライフサイエンス分野においては、投資の専門家やファンドが少ないことから競合もなく、業界全体の約9割の案件が持ち込まれる。

投資決定

- ①投資メンバーが候補先をチームに提案。
  - ②投資委員会と理事会がチームで採択された提案の可否を決定。
  - ③決定先につき、デューデリジェンスを実施。
- ※政府に対して個別事案の情報開示は行っていない。

投資期間

- 投資期間は5～10年程度であるが、ファンドは期間の定めのないエバーグリーン構造をもつため、特に期間の上限はない。
- 投資先のガバナンスでは、民間VC同様、取締役会に役員を送り込むほか、株主間協定において拒否権を持つこともある。

Exit

- 理事会により定められた財政目標は以下の通り。
  - 自己資本の50～60%を長期的に投資先企業に投資する
  - ROEは、投資サイクルにおいて5年物国債の利回りを超える
  - ファンド管理費は、総資産の2.5%を超えない

### 政府系ファンドの意義(ヒアリングより)



Industrifonden CEO

前職では、製薬企業を立ち上げてPEに売却した経験を有する。

- 米国を除けば、ライフサイエンスなど専門性の高い分野に投資する民間ファンドは少ないので、民間よりもリスクを取って、そうした先へ資金を供給する点は意義深い。
- Industrifondenは経験と実績によるネームバリューがあり、リターン以外の社会的価値を創造するとの信頼を得ている。

- Industrifondenと民間VCの両方から出資を受けているが、資金を得ることが目的なので官民の違いは意識していない。
- スタートアップ支援における政府の役割については賛否あるが、個人的には、スタートアップ向けの民間市場が発達している今日においては、政府はベンチャーへの資本参加からできるだけ距離を置くことが望ましいと考える。

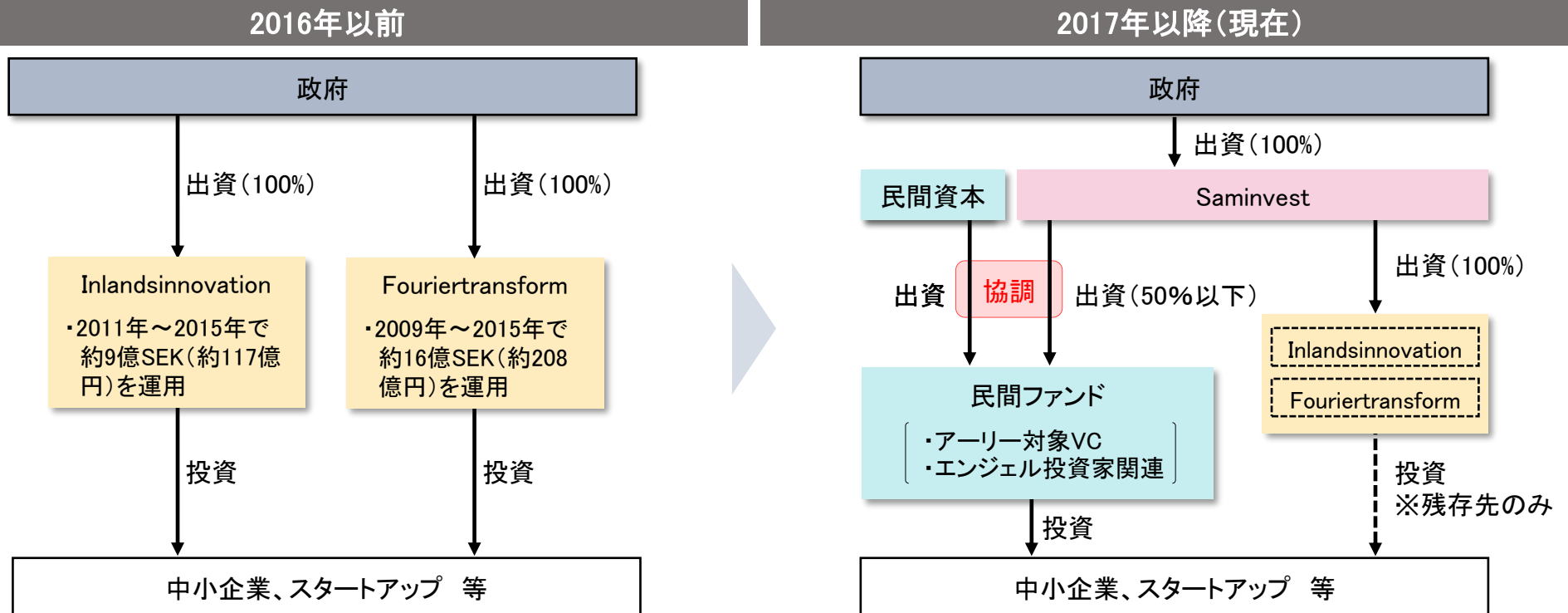


ストックホルムのデータ関連  
スタートアップ  
CMO

(出典)ヒアリング、Industrifonden提供資料、スウェーデン政府「国有企業レポート」(2021)及びIndustrifonden「年次レポート」(2021/2022)

### I-3(3). スウェーデンの政府系VCの概要・運用実態 (Saminvest ①)

- ✓ Saminvestは、2016年に設立された**政府系VC会社**であり、**民間資本と協調**して、高い成長が期待できる革新的な企業に対し、**市場補完的**に投資を実施。また、2017年に子会社化した、廃止されることが決定している**2つの政府系VC**(InlandsinnovationとFouriertransform)の**管理・Exit**を担当。
- ✓ 主な出資対象は、**アーリーステージ**企業に投資を行うVCであり、1つのVCあたりの規模は**1億～5億SEK(約13億～65億円)**程度。そのほか、大学と連携のあるインキュベーターと協力し、エンジェル投資家プログラムを通じて500万～5,000万SEK(約6,500万～6億5,000万円)程度の小規模VCにも出資。
- ✓ 設立以来、民間VCやビジネス投資家プログラムを通じて、合計約400件、40億SEK(約520億円)程度の個別企業への投資を実施。



(出典)スウェーデン政府「国有企業レポート」(2021)、Saminvest「年次レポート」(2022)及びSaminvestウェブサイト

### I-3(3). スウェーデンの政府系VCの概要・運用実態 (Saminvest ②)

- ✓ スウェーデンには従来、特定の地域・産業を対象に主として**単独で直接投資**を行う**政府系VC2社**が存在したが、政府系ファンドの林立を問題視する2014年の会計検査院報告や、政府による資金調達の実態に係る2015年の特別調査員報告を踏まえ、投資効率が悪いとして**廃止**されることとなった。
- ✓ 2015年報告では、政府によるリスクマネー供給は**民間資本と協調すべき**であることや、直接投資より民間VCを経由した**間接投資の方が資本効率が高い**との見解が示された。
- ✓ こうした流れを受け設立された**Saminvest**は、**民間資本と協調して民間ファンド経由で間接投資**を実施(**ファンドへの出資比率は50%以下**)。また設立後の年数が浅く、現段階でクローズしたファンドがないため、**組織の統廃合や事業結果に対する分析・評価は今後**行われていくこととなる。

#### 【2014年 会計検査院指摘事項】

- 政府のリスクマネー供給主体の役割に重複が見られるため、主体相互の分担を明確にすべき
- 民間主体にアーリーステージにおける投資インセンティブを与えるための方策を検討すべき

#### 【2015年 政府特別調査員指摘事項】

- 政府による市場補完的なリスクマネー供給は、民間部門の専門知識を活かして効率的な投資を行う観点で、①民間資本と協調した②間接投資モデルに移行すべき

Inlandsinnovation (廃止が決定)				Fouriertransform (廃止が決定)			
年次	当期純利益 (百万SEK)	ポートフォリオ 企業数	投融資額 (百万SEK)	年次	当期純利益 (百万SEK)	ポートフォリオ 企業数	投融資額 (百万SEK)
2010	▲ 11.566	43	162.226	2008	▲ 82.321	22	206.992
2015	▲ 15.226	52	205.849	2015	▲ 25.509	24	207.396
2016	▲ 76.820	46	57.653	2016	17.962	21	167.974
2017	31.726	35	16.428	2017	▲ 98.245	19	150.160
2018	▲ 4.111	24	22.191	2018	402.876	13	33.273
2019	▲ 12.529	16	-	2019	14.729	9	65.543
2020	▲ 21.791	9	2.500	2020	1,287.870	5	25.226
2021	20.524	3	-	2021	26.541	5	10.946
2022	▲ 1.731	1	-	2022	▲ 86.565	4	0

Saminvestへの統合後

(出典)ヒアリング、スウェーデン会計検査院「リスクキャピタルに対する国の取組」(2014)、スウェーデン政府特別調査員「イノベーションと成長のための資金構造」、Inlandsinnovation「年次レポート」(2022)及び Fouriertransform「年次レポート」(2022)

## I-4. スタートアップ・エコシステム(ライフサイエンスクラスター)

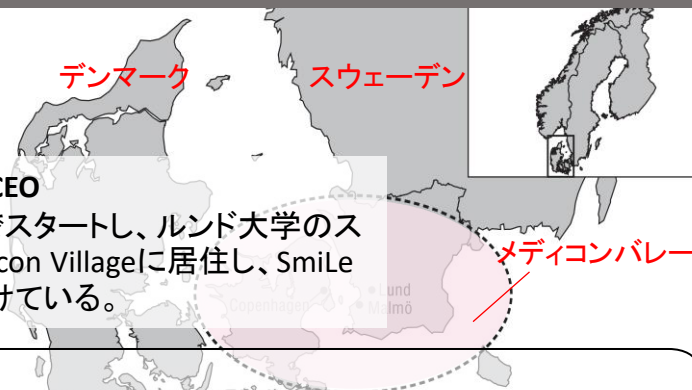
- ✓ スウェーデン南部スコネ地方(ルンド、マルメ)とデンマーク(コペンハーゲン)にまたがる地域には、**メディコンバレー**と呼ばれる**ライフサイエンスクラスター**が存在し、大学、インキュベーション施設、VCや企業などが集積するほか、イノベーションを支えるエコシステムとして、いくつかの**サイエンスパーク**が存在。
- ✓ メディコンバレーには、アストラゼネカ社施設を改修し2012年に誕生したサイエンスパーク**Medicon Village**や、スウェーデン唯一のライフサイエンスに特化したインキュベーターである**SmiLe Incubator**等が所在。
- ✓ スウェーデンでは、研究者個人に成果物の知的財産権が帰属することもあり、研究成果の商業化において、大学の**技術移転オフィス**がイノベーション上の重要な役割を果たしている。

### メディコンバレー(ライフサイエンスクラスター)



#### 医療系スタートアップCEO

ポルトガルの研究者でスタートし、ルンド大学のスピノフで設立。Medicon Villageに居住し、SmiLe Incubatorの支援を受けている。



• 研究の質を向上させる目的でスウェーデンにやってきたが、スタートアップのエコシステムが構築されており、それらをうまく活用することで事業を成功させられる環境が整っている。この地でなければ今日の活動はできていなかった。

• Industrifondenから出資を受けているが、同機関は政府系でありながら独立しており、民間VCとの大きな違いは特段感じられない。彼らはエバーグリーンであり、忍耐強く資金供給を繰り返してくれる点は、民間との比較で利点。

### スタートアップ・エコシステム(Medicon Villageの例)

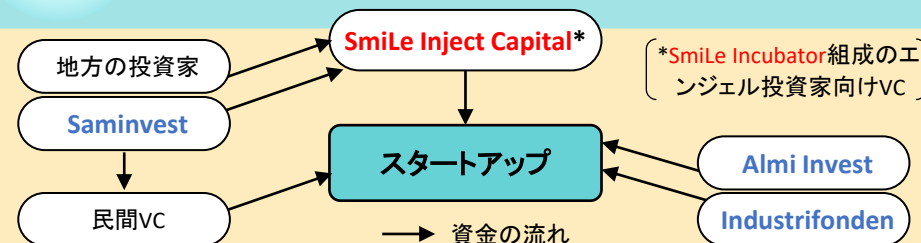
#### 〔研究開発〕ルンド大学

#### 〔特許化・企業への移転〕技術移転オフィス

- アイデア商業化のための助言
- 知財、法務、会計等、会社設立や組織運営など実務的なアドバイス
- 助成金申請やカンファレンス参加のためのサポート

#### 〔商業化〕SmiLe Incubator

- インキュベーション施設(研究設備)の貸出
- メンターによるサポート
- 大手企業・VC等とのネットワーク構築の支援



(出典)ヒアリング及びSmiLe Incubator提供資料

## <目次>

### I. スウェーデン

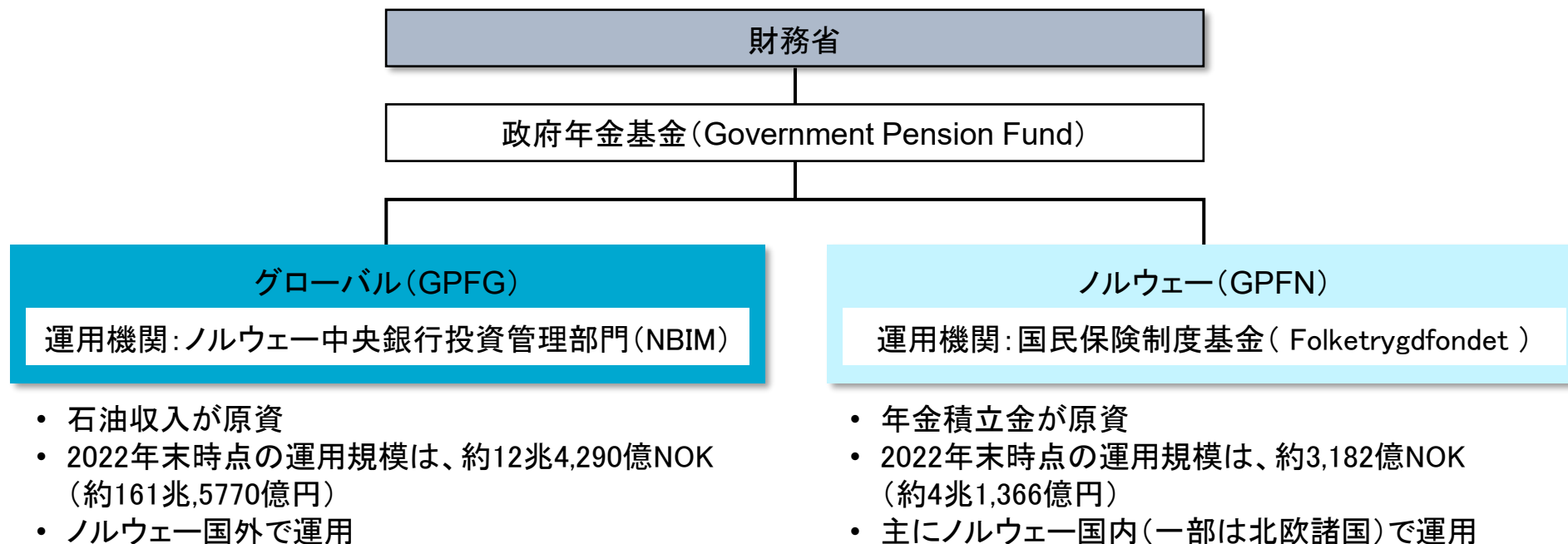
1. 諸外国におけるイノベーションとVC投資の状況 .....	P.3
2. スウェーデンにおけるスタートアップへの資金供給体制 .....	P.4
3. スウェーデンの政府系VCの概要・運用実態	
(1) Almi Invest .....	P.5
(2) Industrifonden .....	P.8
(3) Saminvest .....	P.10
4. スタートアップ・エコシステム(ライフサイエンスクラスター) .....	P.12

### II. ノルウェー

1. ノルウェー年金制度概要 .....	P.14
2. 政府年金基金-グローバル(GPFG)の概要・運用実態 .....	P.15
3. 政府年金基金-ノルウェー(GPFN)の概要・運用実態 .....	P.20

## Ⅱ-1. ノルウェー政府年金制度概要

- ✓ ノルウェー政府は、年金基金を通じて多額の金融資産を運用。政府年金基金の運営に関しては、主に財務省の資産運用部が責任を担っており、その主な職務には、投資戦略、基金の運営管理のフォローアップと運用に関するガイドラインの策定が含まれている。
- ✓ 政府年金基金は、石油基金の流れをくむ「**政府年金基金-グローバル(GPFG)**」と、国民保険制度基金の流れをくむ「**政府年金基金-ノルウェー(GPFN)**」の2つの基金の上部組織として、2006年に設立された。
- ✓ 政府年金基金の管理は、財務省から他の機関に委任されており、**GPFGはノルウェー中央銀行投資管理部門(NBIM)**が、**GPFNは国民保険制度基金(Folketrygdfondet)**が、それぞれ運用している。

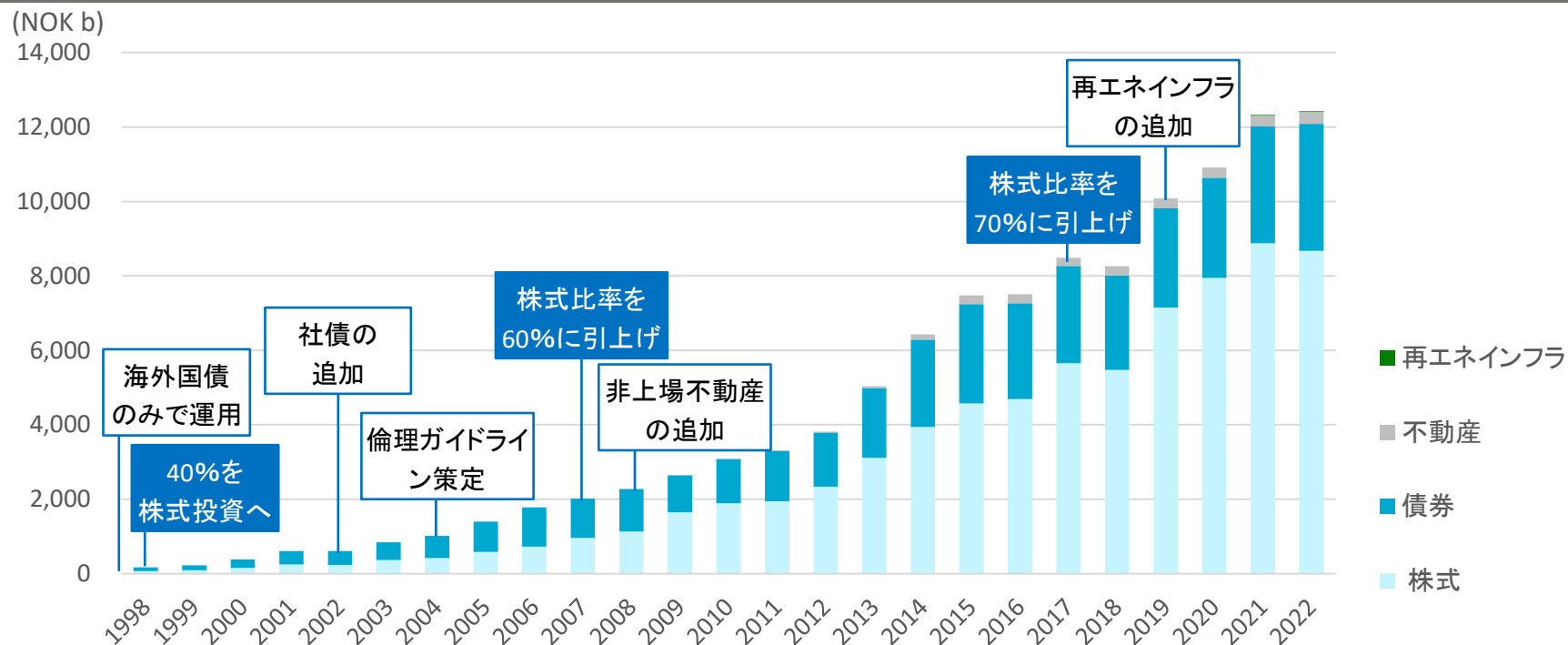


(出典)財務省ウェブサイト、ヒアリング、NBIM「年次レポート」(2022)及びFolketrygdfondet「財務諸表」(2022)

## Ⅱ－2. 政府年金基金-グローバル(GPFG)の概要・運用実態 ①

- ✓ GPFGは、1990年に**石油基金(Petroleum Fund)**として設立され、2006年に現在の名称に変更された世界最大規模のソブリン・ウェルス・ファンド。2022年末において、運用規模は約**12兆4290億NOK(約161兆5,770億円)**であり、世界の9,228社の上場株式を保有し、平均保有比率は1.5%。
- ✓ 国内経済の過熱を防止し石油価格変動の影響を受けないようにするため、石油収入を**国外の資産に分散投資**(2022年末時点ポートフォリオは、株式69.8%、債券27.5%、非上場不動産2.7%、非上場再生可能エネルギーインフラ0.1%)。国外のみに投資する点は、基金が外貨準備として管理されていたことに由来。
- ✓ 投資戦略の変遷とともに株式比率は変更されてきており、株式投資開始当初40%であった比率は、2007年に60%となってリスクファンドの様相を呈し、今日では70%となっている。

ファンド累積額の推移と投資戦略の変遷



(出典)ヒアリング、財務省提供資料、NBIM提供資料及びNBIMウェブサイト



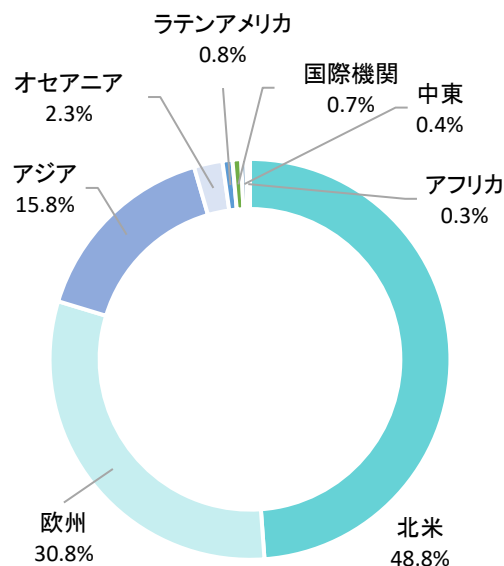
## II-2. 政府年金基金-グローバル(GPFG)の概要・運用実態 ②

- ✓ GPFGの全投資商品の時価総額における国別比率は、1位の**米国が4割以上**を占め、**日本・英国・ドイツ・フランス**と続く。地域別で見ると、**米国を含む北米地域が5割弱**、**欧州が3割**、**アジアが1.5割程度**となっている。
- ✓ 日本への投資に関し、**株式は全9,228社のうち日本企業1,533社**、**債券は全1,430先のうち日本の国債・社債など37先**、**不動産は全890物件のうち都内の不動産6件**に投資。

国・地域別投資先(2022年12月末)

(単位: %)

国	合計	株式	債券	不動産	再エネ インフラ
米国	43.1	29.7	12.1	1.3	
日本	9.1	4.9	4.1	0.1	
英国	6.7	4.8	1.5	0.4	
ドイツ	5.2	2.6	2.5	0.1	
フランス	4.9	3.3	1.2	0.4	
スイス	3.5	3.0	0.4	0.1	
カナダ	3.0	1.4	1.6		
中国	2.6	2.6	0.0		
オーストラリア	2.2	1.6	0.6		
オランダ	2.1	1.5	0.5	0.0	0.1



日本における投資先(2022年12月末)

株式

**1,533社** /9,228社

(2位/世界63カ国) ※金額は2位

例: トヨタ、ソニー、MUFG 等

債券

**37先** /1,430先

(6位/世界49カ国) ※金額は2位

例: 国債、都債、MUFG債 等

不動産

**6件** /890件

(11位/世界14カ国)

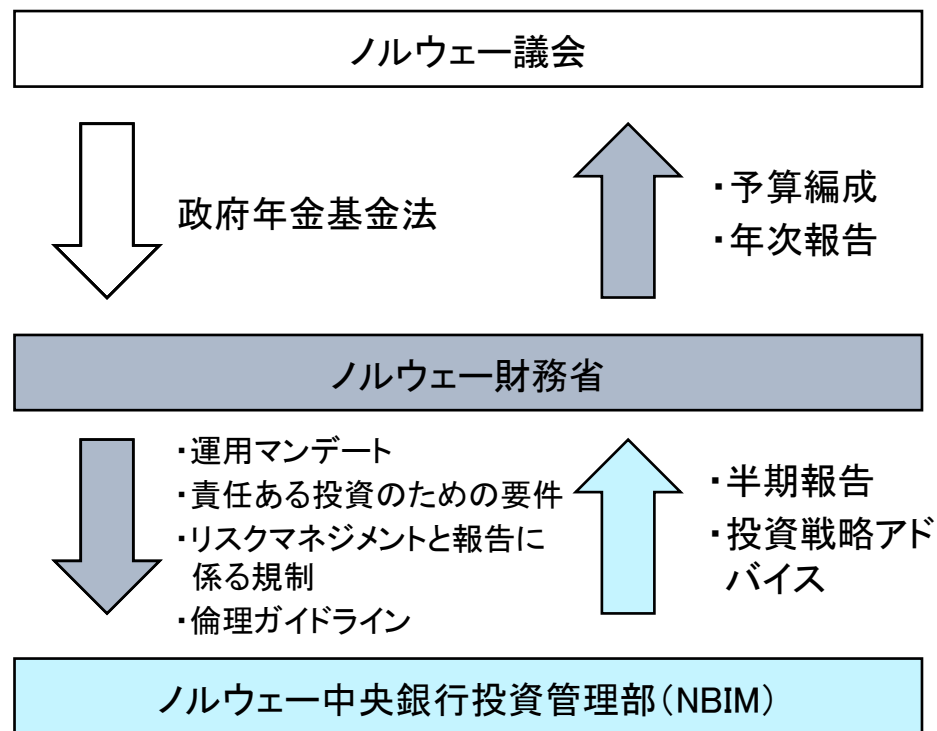
例: 大手町や南青山のビル 等

(出典)NBIM「年次レポート」(2022)、NBIMウェブサイト

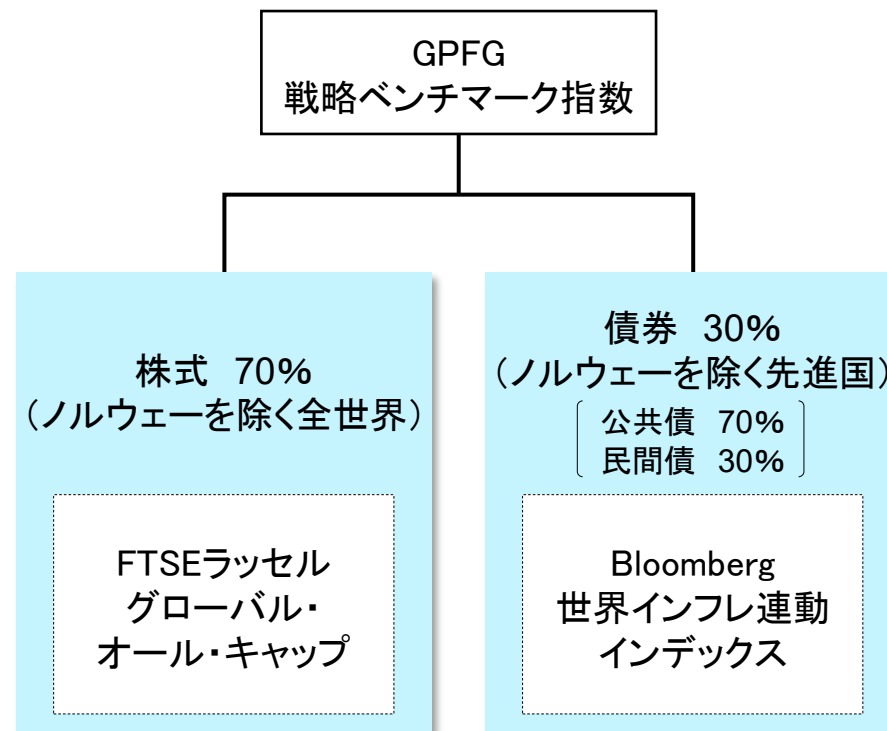
## Ⅱ-2. 政府年金基金-グローバル(GPFG)の概要・運用実態 ③

- ✓ GPFGに係るガバナンスは、最上位にある議会在法律を制定し、GPFGに関する責務を財務省に委任する。財務省は、委任内容を具体化し、**運用マニデート**、**責任ある投資のための要件**や**倫理ガイドライン(後述)**を定め、運用をNBIMに委任する。
- ✓ NBIMは半期ごとの運用報告と投資戦略アドバイスを行い、財務省は基金の運用についてフォローアップを行うとともに、議会在年次で運用報告を行う。
- ✓ **運用マニデート**には、**投資対象**(国外の株式/債券/不動産/再生可能エネルギーインフラ)、**ベンチマーク指数**(株式:債券=70:30で、各参照指数を指定)や**リスク制限**(トラッキングエラー上限は1.25%)等を規定。

### GPFGに係るガバナンス体制



### 運用マニデートにおけるベンチマーク指数

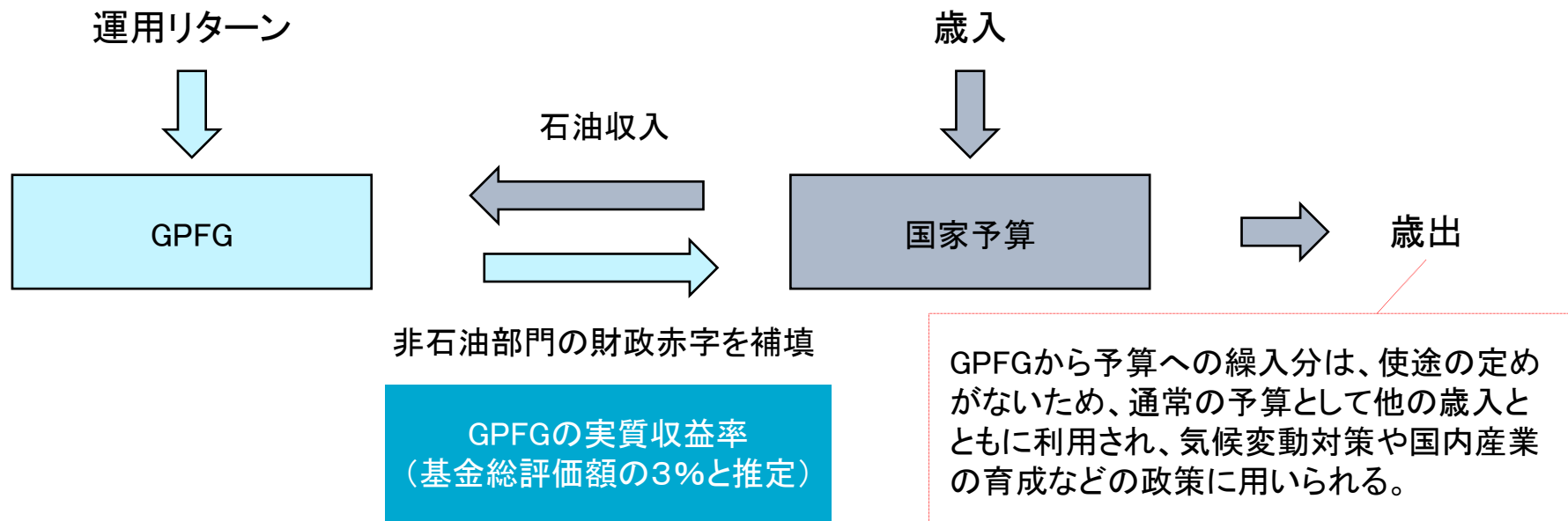


(出典)ヒアリング、財務省提供資料及びNBIM提供資料

## Ⅱ-2. 政府年金基金-グローバル(GPFG)の概要・運用実態 ④

- ✓ GPFGの基本原則(core principles)は、下記の通り。
  1. 石油収入と基金の運用リターンは基金に繰り入れられること
  2. 基金は財政政策枠組みに統合され、基金から国家予算への繰入規模は、議会で決定されること
  3. 基金からの繰入れは、財政予算に対してのみ行うこととされ、繰入分の用途は特定されないこと
  4. 基金は海外にのみ投資できること
- ✓ 基金から予算への繰入規模は、基金総評価額(前年度末)の3%を超えないこととなっており、非石油部門の財政赤字(non-oil budget deficit)を補うこととなっている。当該繰入額は、例年の予算総額のおよそ20%に相当し、現在GPFGの運用規模は、ノルウェーの経済規模の4倍以上となっている。

### GPFGの財政政策フレームワーク

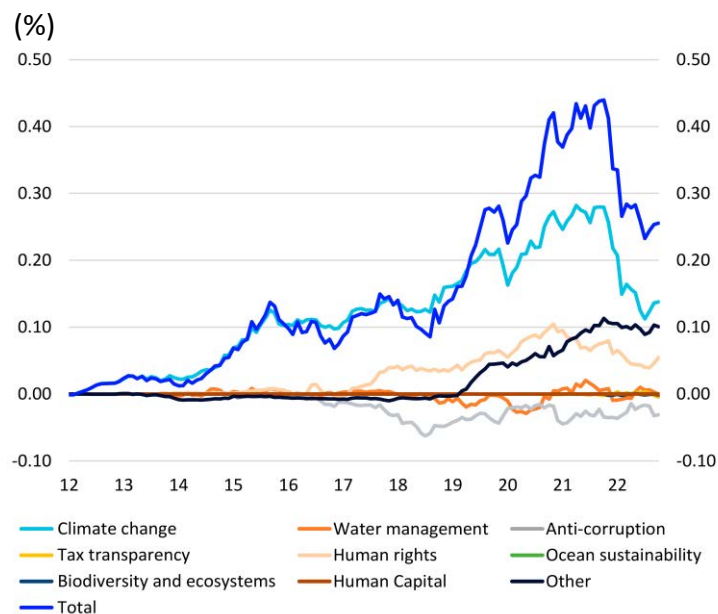


(出典)ヒアリング、財務省提供資料及びNBIM提供資料

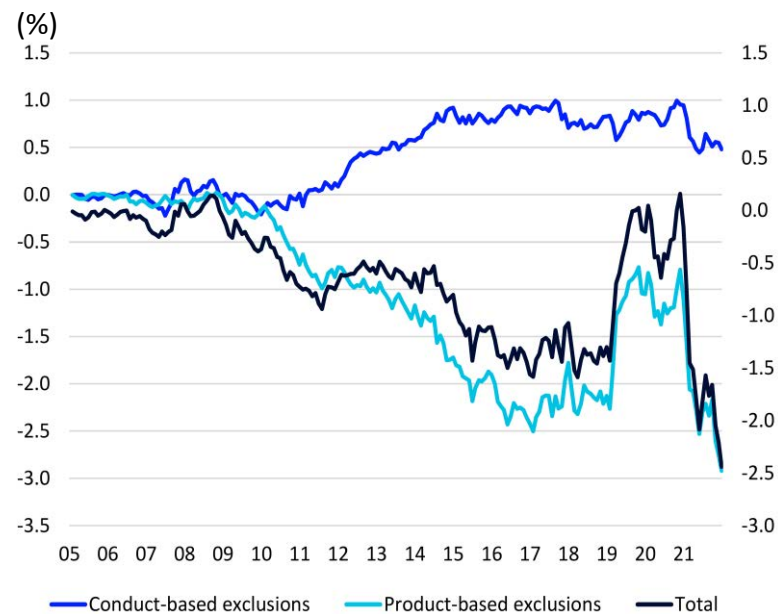
## Ⅱ－2. 政府年金基金-グローバル(GPFG)の概要・運用実態 ⑤

- ✓ NBIMは、責任ある投資行動をとる観点で、財務上の決定により**リスクに基づく売却**を行うほか、財務省の定めた「**企業の監視及び除外に関するガイドライン(倫理ガイドライン)**」に基づき**倫理的除外**を敢行。
- ✓ **リスクに基づく売却**は、人権・労働権の侵害、生物多様性の損失・森林破壊、汚職・税務など、さまざまな**ESGトピック**において著しくリスクが高い企業に対して実施される。
- ✓ **倫理的除外**は、財務省の指名委員で構成される**倫理評議会**(独立機関)の勧告のもと、核兵器などの基本的人道主義に反する兵器を製造している企業や、タバコ・石炭関連企業等を対象に行われる。
- ✓ **リスクに基づく売却**を行うことで、**運用リターンは好転**している一方、**倫理的除外**は、武器やタバコ関連企業の除外を主因として、**運用リターンを減少**させている。

### リスクに基づく売却の運用リターンへの影響



### 倫理的除外の運用リターンへの影響

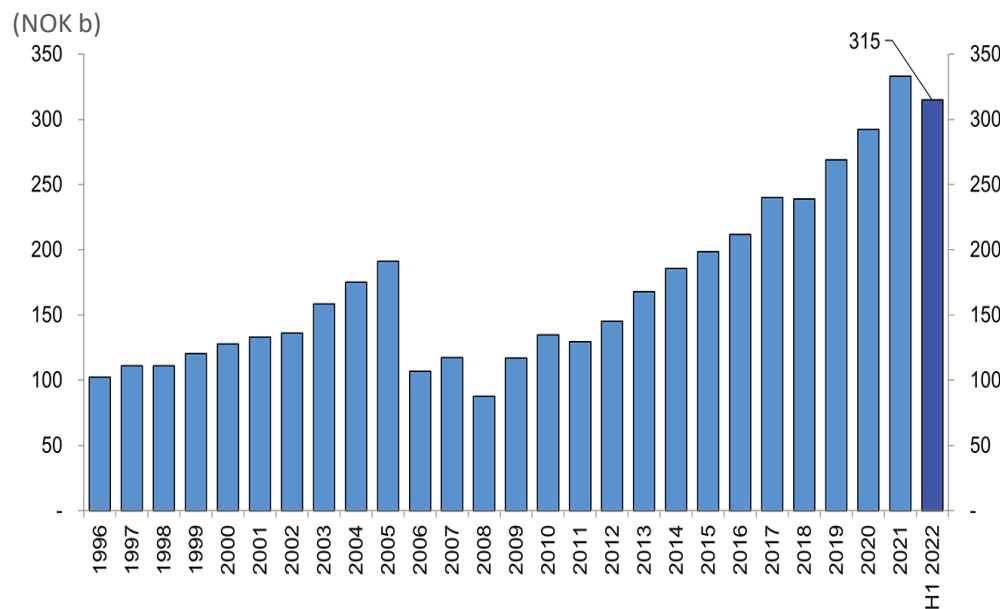


(出典)NBIM「GPFGにおける責任ある投資」(2022)

## II-3. 政府年金基金-ノルウェー ( GPFN ) の概要・運用実態

- ✓ **GPFN**は、1967年に**国民保険基金**の一種として設立され、2006年に現在の名称に変更された年金基金。GPFNGとは別に管理されており、投資先は**国内および北欧諸国に限定**されている。
- ✓ 2022年末における運用規模は**約3,182億NOK(約4兆1,366億円)**。オスロ証券取引所の時価総額の約5% (浮動株の約10%)を保有し、**投資先企業のうち43社**において、**保有比率が第3位以内**の株主となっている。
- ✓ 運用における**ベンチマーク**は、**株式(60%)と債券(40%)**であること、および**ノルウェー(85%)とアイスランドを除く北欧地域(15%)**。1社あたりの保有比率の上限は、**ノルウェー企業で15%、北欧企業で5%**。
- ✓ GPFNGとGPFNは基本的に投資対象が異なるが、北欧諸国での投資先は重複することがあり、倫理ガイドラインに基づいてGPFNGの投資対象から除外された先は、GPFNの投資先からも除かれる。

ファンドの累積額の推移



運用マニデートにおけるベンチマーク指数

60% 株式	40% 債券
85% ノルウェー	15% 北欧諸国
※1社に対する最高保有率	
15% ノルウェー	5% 北欧諸国



(出典)ヒアリング、Folketrygdfondet提供資料及び財務省ウェブサイト