

スウェーデン・ノルウェーにおける 海外調査報告について

スウェーデン・ノルウェーにおける海外調査報告について

令和5年6月21日（水） 土居丈朗・渡辺努

スウェーデンにおける政府系ファンドによるリスクマネー供給等スタートアップ・エコシステムの状況及びノルウェーにおける政府年金基金の運用実態について調査を行うため、令和5年3月に関係機関を訪問し、聴取を行った。本調査を通じて確認したことを報告する。

I. スウェーデンにおけるスタートアップ・エコシステムの状況

1. 政府系ファンドによるリスクマネー供給体制

(1) スウェーデンの政府系ファンド

スウェーデンにおいては、組織形態や投資手法等を異にする複数の政府系ファンドにより、個々の特色に応じたリスクマネーの供給が行われている。

民間ファンドとの関係については、政府による市場補完が原則であるが、政府系ファンドが率先してデューデリジェンスを行うことで、当該投資先に対する民間資本を喚起する等の役割を果たしている。

- ✓ Almi Invest は 2009 年に設立された政府系 VC 会社で、リスクが高く民間資金の少ないアーリーステージ企業を対象に直接投資を行う。1社あたりの投資額は 100 万～1,000 万スウェーデン・クローナ (SEK) (約 1,300 万～1 億 3,000 万円、1 SEK=13 円 (裁定外国為替相場: 2023 年 6 月中適用) 換算、以下同じ) と小規模。国有企業として政府の監督を受ける。
- ✓ Industrifonden は、1979 年に政府による拠出で設立された財団形態の VC。ライフサイクルの中で複数回にわたり投資が可能で、1社当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) から開始し、合計 2 億 SEK (約 26 億円) を投資している先もある。財団であるため役員人事以外で政府の介入は受けず、政府に拠出金を返還する必要もない。ファンドは期間の定めのないエバーグリーン構造を持つ。
- ✓ Saminvest は、2016 年に設立された政府系 VC 会社で、民間資本と協調し、民間 VC を経由して企業に間接投資を行っている。2017 年には、かつて単独で企業への直接投資を行っていた政府系 VC 2 社 (Fouriertransform と Inlandsinnovation) を子会社化し、それらの廃

止に向けた既存ポートフォリオの管理も行っている。

(2) 政府系ファンドの統廃合

スウェーデンでは、会計検査院や民間調査員による提言を受け、政府系ファンドの統廃合を実施。

- ✓ 2014年のスウェーデン会計検査院の報告において、いくつかの政府系ファンドの業務が重複しているため、主体相互の役割を明確にした上で、民業補完の観点で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、共同投資や民間ファンドを利用した投資を検討すべきとの指摘がなされた。
- ✓ また、2015年には、政府任命の特別調査員による報告において、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であるとして、新たに間接投資ファンドを立ち上げるべきであるとの提言がなされた。
- ✓ こうした経緯を受け、間接投資を行う Saminvest が新たに設立され、直接投資を行っていた政府系 VC 2 社はその傘下に入って廃止されることとなった。
- ✓ Saminvest は設立後年数が浅く、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。

※今回調査した政府系ファンド (Almi Invest、Industrifonden 及び Saminvest) は、どれも民間資本と協調して投資しており、政府系ファンドの比率は 50%以下となっている。

(3) 政府系ファンドの独立性

各政府系ファンドの役員には政府から派遣された者がいるが、投資判断はファンドが独立して行い、持ち込まれた案件を精査して選別しており、個別投資決定に政府が関与することはない。

なお、各政府系ファンドの構造や投資期間の制限、投資プロセスやバックオフィスの規模等が異なるため、事務を共有するなどのコスト共通化の取組は検討されたことがない。

2. 北欧のライフサイエンスクラスター

スウェーデン南部からデンマーク東部にかけて、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形成されており、企業、大学、研究機関、インキュベーション施設やVCなどが集積している。

大学ではなく研究者個人に成果物の知的財産権が帰属するスウェーデンでは、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ンキュベーターとともに重要な役割を担っている。

II. ノルウェーにおける政府年金基金の運用実態

ノルウェー政府年金基金は、石油基金の流れをくみ石油収入を原資とする「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み過去の年金積立金を原資とする「政府年金基金-ノルウェー (GPFN)」の2つの基金で構成される。

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、それぞれ運用を担当している。

※ノルウェーは財政黒字であるが、政府系金融機関を通じた学生ローンや住宅金融支援の財源に充てるため国債を発行している（国債で調達した資金は基金の運用原資とはなっていない）。

1. 政府年金基金-グローバル (GPFG)

- ✓ GPFG は、運用規模（2022 年末時点）が 12 兆 4290 億ノルウェー・クローネ（約 174 兆 60 億円、1 ノルウェー・クローネ=13 円（裁定外国為替相場：2023 年 6 月中適用）換算）である世界最大規模のソブリン・ウェルス・ファンド。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（かつて外貨準備として管理されていた経緯に由来）に分散投資する。
- ✓ NBIM は、財務省が策定した運用マニフェストに基づき GPFG の管理を行うが、当該マニフェストには、投資対象、ベンチマーク指数やリスク制限等が規定されている。
- ✓ NBIM は、責任ある投資行動をとるため、財務上の決定により ESG の視点からリスクに基づく売却を行うほか、倫理的観点で、兵器を製造する企業やタバコ・石炭関連企業を投資対象から除外している。

2. 政府年金基金-ノルウェー (GPFN)

- ✓ GPFN の投資対象は、国内および北欧諸国に限定されている。運用機関である Folketrygdfondet はオスロ証券取引所最大の機関投資家であり、時価総額の約 5 % (浮動株の約 10%) を保有している。
- ✓ GPFG とは基本的に投資対象が異なり、別個独立に管理されているが、北欧諸国における投資先は重複することがあり、GPFG 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。

【スウェーデン及びノルウェーの訪問先】

※同時にヒアリングを行った先は一つの項にまとめて記載。

スウェーデン

- ・財務省、気候産業省 (以上、政府系ファンドの担当省庁)、Saminvest (政府系ファンド)
- ・Industrifonden (政府系ファンド)
- ・Almi Invest (政府系ファンド)
- ・Smile Incubator (インキュベーター)、Asgard Therapeutics (Smile Incubator の支援先かつ Industrifonden の投資先)
- ・Funnel (Industrifonden の投資先)

ノルウェー

- ・財務省
- ・ノルウェー中央銀行投資管理部門 (NBIM : Norges Bank Investment Management)
- ・ノルウェー国民保険制度基金 (Folketrygdfondet)