

## 石油から金融資産へ —ノルウェーの公的年金基金を巡る改革とガバナンス—

関根 栄一

### ■ 要 約 ■

1. 現在、ノルウェーの公的年金基金の海外運用が注目を集めている。海外運用を行う同国の公的年金基金は、1990年に設立された石油基金（The Petroleum Fund）を「政府年金基金—グローバル」（The Government Pension Fund — Global）に改称したものである。同基金の2007年5月30日時点の運用残高は1兆9,643億クローネ（約39兆円）に上る。
2. 「政府年金基金—グローバル」は、国会による審議・承認の仕組みの下、財務省がベンチマーク・ポートフォリオを設定した上で、ノルウェー中央銀行に運用が委託されている。実際には、同行内に設けられたNBIM（ノルウェー中央銀行インベストメント・マネジメント、投資運用局を指す）が運用を担当するが、財務省との間で結ばれる運用協定の中で両者の関係が明確に規定されている。
3. NBIMは、①説明責任、②透明性、③専門性といった運営哲学の下で運用に関する情報開示を行っている。NBIMの職員の給与は固定給と業績給から成り、アウトソーシングも活用されている。運用政策の見直しについても、初期段階から情報開示が行われ、ガラス張りの議論を通じ最終的に国会が審議・承認する仕組みとなっている。
4. 「政府年金基金—グローバル」は、オランダ病など過去に天然資源産出国が陥った罠にはまらないよう、海外運用に限定され、財政規律も導入し、特定の利害関係者による影響を防止しながら、透明性の高い運用を目指している。同基金の運用の仕組みやガバナンス・モデルは、最近取り上げられることの多いSWF（ソブリン・ウェルス・ファンドの略称）と呼ばれる国富ファンドの在り方にも一石を投じよう。今後もノルウェー及び同基金の「石油から金融資産へ」の転換の試みが注目される。

## I 注目を集めるノルウェーの「政府年金基金—グローバル」

### 1. はじめに<sup>1</sup>

2007年1月より、金融庁金融審議会の金融分科会に設けられた「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」で計14回にわたりわが国の金融・資本市場の国際金融センターとしての魅力を向上させていくための検討が行われ、同年6月13日に中間論点整理（第一次）が公表された。同中間論点整理では、各市場参加者が取り組むべき課題の一つとして機関投資家の役割、特に公的年金の資金運用のあり方についても取り上げられている。

わが国の公的年金（国民年金及び厚生年金）の積立金は、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）により運用されており、GPIFが資本市場で運用する85兆円という金額（2007年3月末）が市場に与えるインパクトなどについて取り上げられることが多い。

GPIFと同様に、最近、世界の資本市場で話題となる公的年金基金の一つとしてノルウェーがあり、世界各国の公的年金の運用資産残高で見ても、GPIFに次ぐ世界第2位の地位を占めている（図表1）。ノルウェーの公的年金は、「政府年金基金—ノルウェー」（The Government Pension Fund – Norway）と「政府年金基金—グローバル」（The Government Pension Fund – Global）から成る。この二つの年金基金は、2006年に「政府年金基金」（The Government Pension Fund）としてノルウェー財務省主導で統合はされているが、財源や運用まで統合されたわけではない。すなわち、前者の「政府年金基金—ノル

図表1 世界各国の公的年金基金ランキング

順位	基金全体での順位	年金基金名	国	運用資産 (億ドル)	時点
1	1	年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	日本	8,706	06/3
2	2	ノルウェー政府年金基金	ノルウェー	2,358	05/12
3	4	国民年金*	韓国	2,142	05/12
4	12	郵便貯金基金	台湾	1,173	06/4
5	17	AP基金1~4、6	スウェーデン	968	05/12
6	23	カナダ年金計画(CPPIB)	カナダ	773	06/3
7	30	勤労者年金基金	マレーシア	707	05/12
8	34	ATP	デンマーク	644	05/12
9	69	クウェート公的年金*	クウェート	316	05/12
10	77	従業員準備基金機構*	インド	283	05/12

(注) 1.\*については推計値。

2.本図に含まれない基金としては、米国の老齢・遺族・障害保険制度（国債で運用。04年末で1.68兆ドル）、シンガポールの中央積立基金がある（05年末で721億ドル）。

3.スウェーデンのAP基金は1~4が賦課方式部分、6が積立方式部分対象。それぞれの基金では独立した資産運用が行われているが、本表では合計の値を用いている。

(出所) Pension & Investments, 2006/12/25号、各年金基金資料より野村資本市場研究所作成

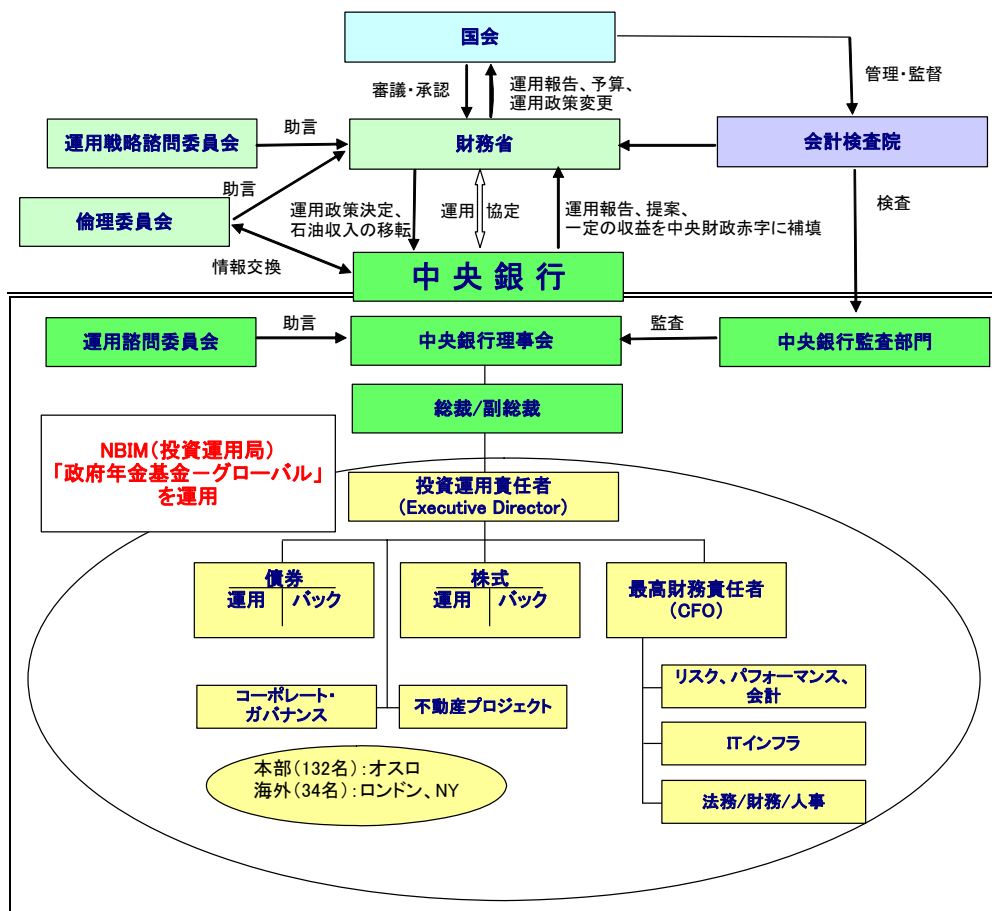
<sup>1</sup> 本稿の執筆に当たっては、NBIM ([http://www.norges-bank.no/default\\_\\_\\_25991.aspx](http://www.norges-bank.no/default___25991.aspx)) 及びノルウェー財務省 (<http://www.regjeringen.no/en/dep/fin.html?id=216>) のウェブサイト参照した。また、Knut N. Kjær, ‘The Norwegian Petroleum Fund’, “Public Pension Fund Management”, World Bank, August 2004 からも有益な示唆を得た。

ウェー」は賦課方式の下、は国民年金基金の加入者による保険料や税金でまかなわれ、既に加入者への給付が行われているのに対し<sup>2</sup>、後者の「政府年金基金―グローバル」は石油収入を原資として、あくまで将来の年金支出への備えとして運用が行われているものであり、二つの基金は引続き別々に運営されている。

## 2. ユニークな「政府年金基金―グローバル」

本稿で今回取り上げる「政府年金基金―グローバル」は、他国にはないユニークさを備えている（図表2）。

図表2 「政府年金基金―グローバル」を巡る関係当事者



(出所) ノルウェー財務省、NBIM ほかより野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> ノルウェー政府は、1967年に賦課方式による国民年金保険を設立している。うち、老齢年金は、基礎年金、報酬比例の付加年金、特別付加年金から構成される。基礎年金は定額支給で、支給開始年齢は67歳となっている。また、16歳から66歳の間に最低3年間の保険加入があれば給付を受けられるが、満額支給のためには40年間の加入期間が必要である（以上、岡澤憲美・奥島孝康編『ノルウェーの経済』早稲田大学出版部、2004年）。国民年金基金の運用は「年金基金―ノルウェー」（The Pension Fund - Norway）として財務省の管理・監督を受け、一部北欧諸国でも運用されている。

一つ目は、同基金を将来の年金支出のための準備基金として位置づけているという点である。このことをさらに明確にするため、2006年には同基金の前身である石油基金（The Petroleum Fund、1990年設立）から現在の名称に変更が行われた。

二つ目は、同基金の運用を、政府の年金関係組織が行うのではなく、政府からの独立性が高い中央銀行が担っているという点である。さらに特筆すべきは、中央銀行内に設けられた NBIM<sup>3</sup>（ノルウェー中央銀行インベストメント・マネジメント、投資運用局を指す）と称する専門の運用部隊が「政府年金基金—グローバル」の運用を行っているという点である。

三つ目は、同基金の財産がすべてノルウェー以外の海外で運用されているという点である。

四つ目は、情報開示と透明性にこだわった運用を目指しているという点である。ノルウェー中央銀行の Jarle Berge 副総裁は、2007年5月12日のワシントンでの講演の中で、これを「透明性のベストプラクティス」（Best practice in transparency）と呼んでいる。

以上の「政府年金基金—グローバル」の運用に関する特徴は、公的年金の運用資産残高で GPIF に次ぐ世界第2位という規模だけでなく、同基金の運営の仕組みやガバナンスという観点からも注目を集めている。

## II NBIM による基金の運営の仕組み

第II章では、NBIM による「政府年金基金—グローバル」の運用の現状、財務省との役割分担、組織運営の哲学と人材・給与について紹介する。

### 1. 豊富な運用経験

#### 1) 三つの基金を運用する NBIM

ノルウェー中央銀行内に設けられた NBIM は、「政府年金基金—グローバル」以外に、二つの基金を運用している（図表3）。

一つは、外貨準備の運用である。外国為替市場への介入や金融政策の安定のために用いられる外貨準備は、ノルウェーの場合、①短期金融市場ポートフォリオ（Money Market Portfolio）、②投資ポートフォリオ（Investment Portfolio）、③バッファーポートフォリオ（Buffer Portfolio）から構成されている。上記のうち、①短期金融市場ポートフォリオは、短期金融市場での為替介入と流動性確保のために使われる資金で、中央銀行の金融政策局（NBMP）<sup>4</sup>により運用されている。残り二つのポートフォリオを NBIM が運用している。②投資ポートフォリオは、同国の外貨準備の最大のポートフォリオとして、株式 40%、債券 60%の比率で海外運用されている。外貨準備

<sup>3</sup> Norges Bank Investment Management の略称。

<sup>4</sup> Norges Bank Monetary Policy の略称。

備による株式運用は、先進国の中でも特異なケースと言える。③バッファーポートフォリオは「政府年金基金―グローバル」が海外で運用するための外貨調達のために使われている。

もう一つは、年金基金に衣替えした石油基金とは別に設けられている政府石油保険基金（The Government Petroleum Insurance Fund）の運用である。「政府年金基金―グローバル」の所管官庁が財務省であるのに対し、政府石油保険基金の所管官庁は石油・エネルギー省となっているが、両省ともにノルウェー中央銀行と運用協定を結び、NBIM が実際の運用を担当している点が共通している。政府石油保険基金という特別勘定の運用を所管官庁が外部に、しかも中央銀行に出しているという点もユニークと言える。

## 2) 運用規模

三つの勘定の最新の運用残高は（2007年5月30日時点）、「政府年金基金―グローバル」が1兆9,643億クローネ（約39兆円、前掲図表3参照）、外貨準備の投資ポートフォリオが2,292億クローネ（約4.6兆円）、政府石油保険基金が149億クローネ（約2,980億円）で、合計2.2兆クローネ（約44兆円）となっている。

うち「政府年金基金―グローバル」については、2009年末には、2006年末の1.6倍の28,564億クローネ（約57兆円）に達するものと見込まれている（図表4）。現在の基金のポートフォリオの配分は、株式が40%、債券が60%となっており（図表

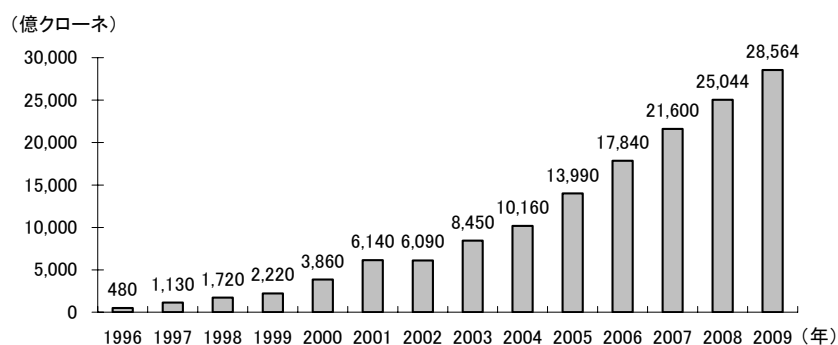
図表3 NBIMが運用する三つの基金（2007年5月30日時点）

名称	運用残高 (億クローネ)	邦貨換算 (億円)	所管官庁	運用根拠
政府年金基金―グローバル	19,643	392,860	財務省	中央銀行と財務省との運用協定
外貨準備:投資ポートフォリオ	2,292	45,840	中央銀行	中央銀行が制定する外貨準備の運用ガイドライン
政府石油保険基金	149	2,980	石油・エネルギー省	中央銀行と石油・エネルギー省との運用協定
合計	22,084	441,680		

(注) 1クローネ=20円として計算。

(出所) NBIMほかより野村資本市場研究所作成

図表4 政府年金基金―グローバルの推移（時価）



(注) 2007年以降はNBIMによる予測値。

(出所) NBIMより野村資本市場研究所作成

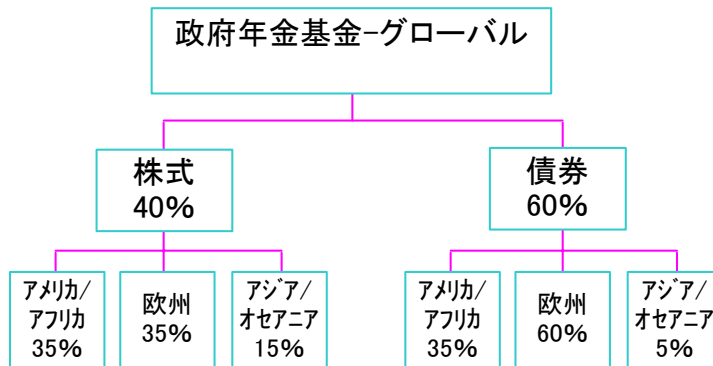
5)、株式については27カ国の大型株・中型株で、債券については21カ国の銘柄で運用されている。

### 3) 運用収益

NBIMの運用に対する評価は、財務省が設定するベンチマーク・ポートフォリオによって評価される。ベンチマーク・ポートフォリオは、株式についてはFTSE、債券についてはリーマン・ブラザーズによる各市場の指数によって構成され、実際のリターンが当該ベンチマーク・ポートフォリオをどれだけ上回ったかという超過収益によって判断される。この結果、外部関係者からは基金のリターンが容易に推測され、予測可能性を高めている。

NBIMが運用する三つの基金の運用収益は図表6の通りとなっており、2006年の単年度で見ても、この9年間で見ても、財務省が設定するベンチマークを上回っている。NBIMの投資運用責任者(Executive Director)であるKnut N. Kjær氏は、超過収益達成の背景として、①指数をベースに市場ポートフォリオに近いものを作り手数料を抑

図表5 アセット・アロケーション (2006年)



(出所) ノルウェー財務省より野村資本市場研究所作成

図表6 NBIMによる運用収益

基金名	比較	(単位:%)	
		2006年	1998~2006年
政府年金基金-グローバル	リターン	5.89	5.92
	ベンチマーク・ポートフォリオ	5.74	5.44
	超過収益率	0.15	0.48
外貨準備:投資ポートフォリオ	リターン	5.18	5.69
	ベンチマーク・ポートフォリオ	5.05	5.49
	超過収益率	0.13	0.2
政府石油保険基金	リターン	1.34	3.45
	ベンチマーク・ポートフォリオ	1.31	3.37
	超過収益率	0.03	0.08

(注) ノルウェー・クローネ建てで算出されている。

(出所) NBIMより野村資本市場研究所作成

えていること、②150以上の個々のサブポートフォリオについて投資対象を絞り込んでいること、③基金の規模を活かしていること、④高い調査能力と企業とのネットワークを通じポートフォリオに組み込んだ全ての証券を評価できる体制を作っていること、を挙げている<sup>5</sup>。

また、NBIMによる運用結果は、収益の実現に要したコストとリスクも含め四半期毎に開示され、合わせてメディア向けの説明会も行われる。但し、NBIMとしては、必ずしも四半期毎にベンチマーク・ポートフォリオを達成できるわけではなく、3年から5年の評価期間が必要であると考えている。

## 2. 財務省との関係

### 1) 「政府年金基金—グローバル」の運用の受託理由

政府年金基金法（2005年12月20日付法令第36号）及び財務省が制定するガイドラインなどに基づき、財務省が「政府年金基金—グローバル」の所有機関であり、同省がノルウェー中央銀行（NBIM）に運用を委託する関係となっている。また、財務省とノルウェー中央銀行は、2002年2月12日に運用協定（2005年12月25日付修正版が最新）を締結しており、基金の運用を巡り、政策判断や国会への報告については財務省が責任を持ち、運用に関する執行や実務については中央銀行とNBIMが責任を持つという体制となっている。最終的には、国会<sup>6</sup>が同基金の運営全体を審議・承認する仕組みとなっている。

それでは、「政府年金基金—グローバル」の運用がなぜノルウェー中央銀行に委託されたのであろうか。同基金を所管する財務省は、その理由として①同基金の設立と背景に対する知識を有していること、②基金の運営メカニズムと金融政策との密接な関係、③外貨準備の豊富な運用経験の三点を挙げている。また、ノルウェー中央銀行自身は、①外貨準備の豊富な海外運用経験、②中央銀行に対する管理・監督の容易さ、③財務省との密接な関係の三点を財務省から委託された理由として挙げている。

但し、財務省と中央銀行との運用協定は一年ごとに更新されることになっており、常に自動的に中央銀行が「政府年金基金—グローバル」の運用を受託できるわけではない。運用協定では、毎年12月31日までに財務省と中央銀行の双方が書面での通知を行えば、翌々の1年間、協定が更新されることとなっている。もし双方にて書面での通知が行われなければ、翌年の12月31日を以って運用協定は解除されることになる。同基金の運用が、中央銀行としてのステータス故に担われているわけではない。運用機関としてのパフォーマンスが常に問われていることは、これまでの外貨準備の

<sup>5</sup> NBIMの投資運用責任者であるKnut N. Kjør氏へのインタビュー記事「石油を金融資産に換えて子孫に残す」『週刊東洋経済』2007/8/25号からの引用。

<sup>6</sup> ノルウェーの国会（ストーティング）は変則一院制で、総選挙後の最初の会期に国会議員の4分の1が上院（ラグティング）に、4分の3が下院（ウーデルスティング）に分かれる。議員数は165名で任期は4年。選挙制度は県ごとに選出される比例代表制で、解散がないのが大きな特徴。

運用経験を背景にしているとはいえ、実際に運用を担当する NBIM に対し緊張関係を強いるものとなっているが、実績に応じたインセンティブを付与することでそのバランスを取っている。

## 2) 具体的な役割分担

財務省と中央銀行それぞれの主な職責を挙げると以下の通りとなる（図表 7）。

### (1) 財務省の職責

- ① 基金の戦略的アセット・アロケーションを決定する。
- ② 達成すべき収益目標となるベンチマーク・ポートフォリオを決定する。
- ③ アクティブ運用に関し、ベンチマーク・ポートフォリオに関する標準偏差（上限）を設定する<sup>7</sup>。
- ④ 国会に対し、基金の運用に関する報告を行う。具体的には NBIM からの運用報告レポートを受け取り、（評価した上で）国会に報告する。また、基金の運用に関して発生する予算・決算上の重要な変更も国会に報告する。

### (2) 中央銀行・NBIM の職責

- ① 財務省が設定したベンチマーク・ポートフォリオに基づき、最大限取得可能なリターンを達成する。
- ② 超過収益達成のためのアクティブ運用を行う。
- ③ 基金の四半期及び年次報告書を作成する<sup>8</sup>。また、基金の運用に関するリスク管理と財務省への報告を行う。
- ④ 基金の運用戦略の策定に関し、財務省に専門的アドバイスを提供する。

図表 7 財務省とノルウェー中央銀行との運用協定の概要

<p>■ノルウェー財務省</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-戦略的アセット・アロケーションの決定</li> <li>-ベンチマーク・ポートフォリオの決定</li> <li>-ベンチマーク・ポートフォリオに関する偏差(上限)の設定(アクティブ運用)</li> <li>-ノルウェー国会への報告</li> </ul>
<p>■ノルウェー中央銀行</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-ベンチマーク・ポートフォリオに基づく最大限取得可能なリターンの達成</li> <li>-超過収益達成のためのアクティブ運用</li> <li>-リスク管理およびレポーティング</li> <li>-運用戦略策定にかかる財務省への専門的アドバイスの提供</li> </ul>

(出所) ノルウェー財務省、NBIM より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> トラッキングエラーとして 1.5%を設定している。

<sup>8</sup> 同時に中央銀行の監査部門の承認を得る必要がある。



### (3) 双務的な財務省との関係

運用協定に関するノルウェー中央銀行と財務省の全てのやり取りは、署名付きの書面によって取り交わされる。また、運用協定の修正には、ノルウェー中央銀行と財務省の双方の書面による同意が必要である。

財務省と中央銀行との役割分担の範囲内ではあるが、上記2)の(2)④のように、基金の運用に関する戦略的事項についても中央銀行に十分な意見陳述の機会が与えられ、また中央銀行による独自の提言も許容されるなど双務的な関係となっている。

## 3. 組織運営の哲学と人材

### 1) 運用機関としての哲学

中央銀行は、運用機関としての NBIM の組織運営の哲学として、①説明責任 (Accountability)、②透明性 (Transparency)、③専門性 (Professionalism) を掲げている (図表 8)。また、中央銀行は、金融政策を担う公務としての責任に加え、運用機関としての民間のビジネス文化を同行に根付かせることを大きな挑戦として捉えている。

同時に、実際に各基金の運用を担当する NBIM と中央銀行の他の部門との間にファイアウォールを構築し、中央銀行としての業務と運用機関としての業務との間の利益相反を回避している。具体的には、金融政策の一環として行う中央銀行の業務と NBIM の運用業務の中央銀行理事会や総裁／副総裁へのレポーティングラインを分け、NBIM や中央銀行がそれぞれの業務に干渉できない仕組みとし、NBIM が運用業務に専念できる環境を整えている。

また、運用機関としての NBIM には、財務省からベンチマーク・ポートフォリオなど達成すべき目標が明確に設定され、達成した業績に応じたインセンティブ制度が導入されている。特に、NBIM は超過収益の達成を重視しているが、これは委員会方式による統一的な意思決定ではなく、多数の運用担当者が相互に独立した形で運用を行うことによって達成されるものと位置づけている。このため、NBIM は、権限委譲 (Empowerment) とオーナーシップ (Ownership) をキーワードに、自家運用、委託運用とを問わず、個別投資ポートフォリオ毎のマンデート及びインセンティブ制度、チーム内での運用担当者の独立性確保といった考え方で運用業務を担わせている (図表 9)。

図表 8 運用機関としての基本方針

1. 説明責任: 明確な責任分担、内部牽制制度
2. 透明性: 成績、リスク、費用、投資に関する情報開示
3. 専門性: 運用は全て明確なライン組織の専門家に委任

(出所) NBIM より野村資本市場研究所作成

図表 9 権限委譲とオーナーシップ

1. 個別投資毎のマネージメント
2. 個別インセンティブ制度: 明確な定義・測定、各自の分担資産を運用
3. その他全てのプロセスのオーナーシップ: 責任の分担、明確なワーク・タスク
4. チーム内での独立性: 柔軟性と円滑なコミュニケーションのための適正規模、説明責任と可視化、競争と支援の組合せ、グループシンク(集団的意思決定)の回避

(出所) NBIM より野村資本市場研究所作成

## 2) NBIM の組織構成と人材

### (1) 部門と人員 (前掲図表 2 参照)

NBIM は、投資運用責任者の下に、運用部門として株式運用部門・債券運用部門を置き、二つの運用部門長は、投資ポートフォリオ・業績・計画・コスト管理の全てに責任を負う。運用以外の部門としては、運用部門とは全く独立した形で、コーポレートガバナンス、リスク管理、パフォーマンス、会計、IT インフラ、法務、財務、人事などの部門を設けている。これらの運用以外の部門を統括する最高財務責任者 (CFO) が、最終的に投資運用責任者に報告する体制を採っている。

2006 年末時点で、NBIM には正社員 132 名、派遣社員 14 名、研修生 5 名が勤務している。ノルウェー人職員以外では、15 カ国、32 名の外国人職員が勤務している。正社員の 28%、2006 年の新入社員の 41% が女性となっている。2007 年初時点での職員の平均年齢は 39 歳で、平均勤続年数は 5 年となっている。

また、本部のあるオスロ以外に、ニューヨーク、ロンドンにもオフィスがある。2006 年末時点の海外勤務職員は 34 名で、そのほとんどが株式及び債券に関するアクティブ運用を担当している。

### (2) 人材確保の考え方

NBIM は、専門知識を備えた優秀な人材の確保に努めている。但し、NBIM としては、給与水準も重要ではあるが、職員に最高水準の給与を支払っているわけではないこともアニュアル・レポートの中で正直に述べている。むしろ、NBIM の組織運営上は、能力や専門知識のある人材に対し、刺激的な環境を作り、運用判断を任せ、個人が工夫できる余地を設けることを重視している。これに加え、公的年金基金の運用では世界第 2 位といった規模も人材を引き付ける要因になっていると NBIM は分析している。

### (3) 具体的な給与水準

NBIM 職員の給与は、固定給 (a fixed salary) と業績給 (a performance-based component) とから成る。運用部門の場合、業績給の 70~90% が測定可能な結果に基づいて決定される。業績給は、個人給と部門給とから構成される。運用部門の中核マ

ネジャーは、部門全体の業績に応じて給与が決定され、かつ超過収益総額に連動したインセンティブも設定されている。

全職員の給与水準とその上限は、前年度に合意される。業績給は、前年度の業績に基づき支給される。2006年のNBIMの運用部門の業績給の総額は、6,950万クローネ（約13.9億円）で、業績給限度額の59%であった（図表10）。なお、特に業績の高かった年度については、業績給の一部を翌年度以降に繰り越すこともある。2006年の運用部門職員の固定給総額と業績給総額の比率は1:1.2であったが、運用部門以外の変動給<sup>9</sup>の割合は一般的に運用部門に比べて小さく、固定給の10~30%に留まっている。

NBIMの投資運用責任者の給与は、ノルウェー中央銀行理事会での審議を経て、同行総裁が決定する。給与の決定に当たっては、過去数年間のNBIMの財務成績、経営の質、ガイドラインの遵守、NBIMへの信頼の醸成・獲得、組織の構築・運営、行動計画（アクションプラン）の実行などの基準が考慮される。ちなみに、2006年の投資運用責任者の給与は特別手当も含め約280万クローネ（約5,600万円）であった。現在の投資運用責任者であるKnut N. Kjær氏（51歳、オスロ大学経済学修士）は、オスロ証券取引所理事兼副会長などを経て、現職に任命されている。

図表10 NBIMの職員給与（2006年）

運用部門	
運用部門職員数(業績給対象)	65名
うち自家運用に従事する割合	94%
固定給総額(運用部門全員)	5,800万クローネ
業績給総額(運用部門全員)	6,950万クローネ
業績給限度額(運用部門全員)	1億1,800万クローネ
業績給限度額に占める業績給の比率(全体)	59%
業績給限度額に占める業績給の比率(株式)	59%
業績給限度額に占める業績給の比率(債券)	60%
その他部門	
職員数	66名
固定給総額	3,100万クローネ
変動給受給者数	35名
変動給総額	450万クローネ

- (注) 1. 投資運用責任者(Executive Director)の給与を除く。  
2. 運用部門以外では業績給を変動給と呼んでいる。

(出所) NBIMより野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> 運用部門の業績給に該当。

### Ⅲ 運用政策のトピックと倫理ガイドライン

第Ⅲ章では、「政府年金基金—グローバル」に関する運用政策のトピック、財務省・中央銀行双方に設けられた運用委員会の存在・役割、倫理ガイドラインについて取り上げる。

## 1. 運用政策のトピック

### 1) 運用政策の見直しとそのプロセスの開示

運用政策の見直しに当たっては、提案の段階から情報開示が行われ、中央銀行や財務省、国会といった各機関の賛否の状況やその理由も含めて公開されている<sup>10</sup>。このため、運用結果のみならず、運用政策の見直しの過程も開示されることで、民間以上に透明性の高い基金の運用を確保しているといえる。その一例として、1998年の株式運用開始に関する決定プロセスを取り上げる。

運用政策に関しては、前述のように財務省がベンチマーク・ポートフォリオを決定するが、「政府年金基金—グローバル」設立の当初から株式 40%、債券 60%という配分で運用がスタートしたわけではない。

当初（1990年）石油基金として設立された「政府年金基金—グローバル」は、1996年に初めて財政から同基金に財源が移転され、同年5月に、外国債券による運用が開始された。最初に運用が開始されてから約1年後の1997年春、基金の運用を受託する中央銀行はベンチマーク・ポートフォリオに株式運用を加えることを財務省に提言した。その後、財務省も中央銀行の提案に同意し、国会も財務省と中央銀行による提案を審議・承認した。その結果、1997年秋、財務省は基金財産の40%の株式運用を決定し、同時に中央銀行は新しい運用組織として自行内にNBIMを設立した。NBIMは、1998年1月1日から運用業務を開始し、同時に債券から株式へのポートフォリオ移行にも着手し、同年6月初めに株式運用比率40%を実現した。

中央銀行は、株式運用の提案に当たり、①長期投資家としてリスクとリターンを勘案しながら株式を同基金のポートフォリオに組み込むべきであること、②政治家と国民は株式による長期運用の必要性を理解すべきであることを投資理論や実証分析を用いながら繰り返し説いている。株式運用の開始に当たり、40%という比率はリスクではないかという議論もあったようだが、1997年の春と秋の2回の国会審議を通じ、「40%」という比率が「政治決定」された。

その後最近では、「政府年金基金—グローバル」の株式運用については、現在のベンチマーク・ポートフォリオの40%から60%への引上げに向けた動きがある。中央銀行は財務省に対し2006年10月20日付書簡で株式運用比率の60%への引上げを提案した。これに対し財務省は、中央銀行宛の2007年2月20日付書簡の中で同行の提

<sup>10</sup> ノルウェー中央銀行による財務省への提言活動とその内容は、同行のサイトに全て開示されている（英文）。

案を認め<sup>11</sup>、2007年4月13日付の政府年金基金の2006年運用報告の中で国会に報告し、承認を求めている。

## 2) アウトソーシングの活用と委託先の統制

基金の運用に当たっては、財務省も中央銀行もアウトソーシングを活用している。

先ず財務省であるが、独立コンサルタントとしてマーサー（Mercer）を起用し、ベンチマーク・ポートフォリオと実績の違いを毎月評価している。また、同社による評価結果も開示されている。

NBIM については、前述の通りベンチマーク・ポートフォリオの評価について外部の指数を活用しているほかに、議決権行使の実務については ISS（Institutional Shareholder Services）に委託するなど、運用業務以外の業務についてもアウトソーシングを活用し、人的資源を中核業務に集中させることを狙っている（図表 11）。NBIM によるアウトソーシングは、財務省から見れば、中央銀行（NBIM）に委託している基金運用業務の再委託となり、財務省の管理・監督が及ばなくなる恐れがある。このため、財務省は中央銀行に対し、基金の運用に関して締結された全ての契約書の提出と、基金運用に関する重要な委託先の選定基準及び選定結果の報告を求めている。同時に、中央銀行が業務を委託する委託先は、内部の倫理ガイドラインを制定しなければならない。委託運用による運用報酬についても、中央銀行は財務省に報告しなければならない。委託運用先の報酬金額は、基金の超過収益の増加分の範囲内に抑えられなければならない。

図表 11 アウトソーシングの活用（2006 年末）

カストディ・清算	JP Morgan Chase Bank(全株式、債券委託運用) Citibank(債券自家運用)
決済	Investors Bank and Trust(自家運用)(ボストン)
運用評価	Statopro Groupのモデル(ロンドン)
会計	JP Morgan Chase Bank、Citibank
ベンチマーク・ポートフォリオ	FSTE(株式)、Lehman Brothers(債券)
議決権行使	Institutional Shareholder Services
市場リスク	RiskMetrics Groupのモデル(NY)
格付け	Fitch、Moody's、S&P
運用ガイドラインの遵守	LatentZero(ロンドン)
IT業務	Computer Sciences Corporation(米国)

(出所) NBIM より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> 株式運用比率の 60%への引上げ以外には、小型株での運用も認められた。また、ノルウェー中央銀行による 2006 年 10 月 20 日付の財務省宛書簡では、①ポートフォリオの 10%を上限とした不動産とインフラ向け投資、②同じく 5%を上限としたプライベートエクイティへの投資も求めたが、財務省からは今回採用されなかった。

## 2. 財務省・中央銀行双方に設けられた運用委員会

### 1) 財務省直属の運用戦略諮問委員会の設立 (2005 年)

財務省は国会に対し「政府年金基金—グローバル」の運用報告を行う必要があるが、近年増し続けている運用業界の変化や複雑さを背景に、運用内容について専門的見地からの分析・評価の頻度が高まってきている。このため、2005 年 9 月、財務省は同省に直属する運用戦略諮問委員会 (The Ministry of Finance's Advisory Council on Investment Strategy) を設立した。同諮問委員会は現在 7 名から構成されている (図表 12)。

同諮問委員会は、財務省に対し「政府年金基金—グローバル」の長期運用戦略に対する助言を行う。具体的には、①基金が適切なリスク管理の下で高利回りを達成しているか、②全て海外で運用されているか、③株式運用について財務投資家に留まり個別企業の戦略的投資家となっていないか、④運用先が十分に多様化されているか、⑤長期時間軸での運用が適用されているか、などについて評価し、助言を行う。ポートフォリオの運用構成や外部マネジャーの選定、倫理規定 (後述) については、同諮問委員会の助言の対象外となっている。

同諮問委員会には、財務省内に事務局が設けられている。同諮問委員会の開催方法は、財務省と委員長との協議を通じ決められる。同諮問委員会による助言内容は、財務省の検討を経て開示される。

### 2) 中央銀行も運用諮問委員会を設立 (2006 年)

2006 年、中央銀行理事会は、運用諮問委員会 (Advisory Board for Investment Management) を設立した。今後、基金の運用規模が急速に拡大すると見込まれていることと、基金の一部が不動産のような流動性の低い資産で運用される可能性があることを踏まえ、基金のモニタリングと将来の発展のあり方についての助言を得るために設立された。同委員会は現在 4 名から構成されている (図表 13)。

図表 12 財務省・運用戦略諮問委員会の顔ぶれ

名前	経歴/肩書
Erling Steigum (議長)	Norwegian School of Economics and Business Administration 経済学博士 Norwegian School of Management, Department of Economics 教授
Bodil Nyboe Andersen	University of Copenhagen 経済学修士 元デンマーク中央銀行総裁 元Unidanmark Group マネージング・ディレクター
Monica Caneman	プライベート・コンサルタント
Ida Helliesen	Hydro (エネルギー会社) Senior Vice President
Morten Jensen	Head of Equity Research
Thore Johnsen	Carnegie Mellon University 博士 Carnegie Mellon University 教授
Eva Liljebloom	Swedish School of Economics and Business Administration 教授 (ファイナンス)

(出所) ノルウェー財務省、各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 13 NBIM・運用諮問委員会の顔ぶれ

名前	肩書／経歴
Alan Hodson	元UBS投資銀行部門Global Head of Equities
Jean Frijns	元ABPインベストメンツCEO
Kenneth G. Lay	世界銀行副総裁、Treasurer
Tony Watson	元ハーミーズ・アセット・マネジメントCEO

(出所) NBIMより野村資本市場研究所作成

なお、中央銀行の理事会（7名、国王から任命）は、NBIMの業務に関する戦略計画（strategy plan）を作成する。当該計画の対象期間は3年で、1年おきに改定される。2010年までの新しい戦略計画は2007年初に作成されている。

### 3. 倫理ガイドラインの運用

#### 1) 倫理ガイドラインの制定

ノルウェー政府は2002年の秋に（旧）石油基金・現「政府年金基金—グローバル」に関する倫理ガイドライン（The Ethical Guidelines）制定に向けた検討委員会を設けた。その後、2003年6月25日付で同委員会から報告を受け、2004年11月19日付で基金の運用に関する倫理ガイドラインを制定した（最新版は2005年12月22日付で更新）。

#### 2) 倫理ガイドラインの目的とメカニズム

倫理ガイドラインは、①経済、環境、社会の持続的な発展の中で基金の財産を将来世代のために運用し収益を確保する必要がある、②基金は非倫理的行為など容認しがたいリスクを伴う投資は一切行わない、という認識・目的の下に制定されている。

「政府年金基金—グローバル」による特定企業の持株比率の上限は2006年に3%から5%に引き上げられてはいるが、同基金は、戦略投資家ではなくあくまで財務投資家として、企業経営者に適切なコーポレートガバナンスを要求し、長期的に優れた業績を実現することを期待されている<sup>12</sup>。

#### 3) 倫理ガイドラインの執行メカニズム

倫理ガイドラインは、第一段階として所有権（ownership rights）の行使、第二段階として企業を投資対象から排除するか否かのネガティブ・スクリーニング、第三段階として該当企業の投資対象からの排除の三段階を通じて実行される（図表14）。倫理事項は政治問題として、NBIMではなく財務省が判断する仕組みとなっている。

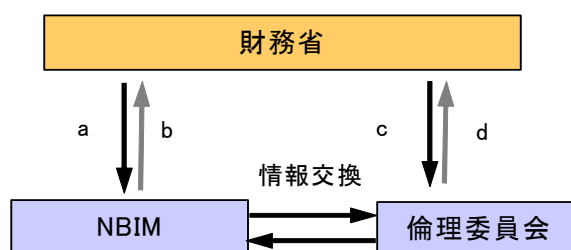
第一段階の所有権行使に当たっては、中央銀行は所有権行使の根拠となる内部ガイドライン（The Principles for Corporate Governance and the Protection of Financial

<sup>12</sup> 前述のKnut N. Kjaer氏へのインタビュー記事（『週刊東洋経済』2007/8/25号）にも掲載されている。

Assets) をさらに制定している。同行による所有権行使は、基金の財政上の利益を保護するためのもので、所有権の行使そのものは外部に委託している。中央銀行は、所有権行使に関する年次報告を行う。

第二段階のネガティブ・スクリーニング、第三段階の企業排除に当たっては、財務省の下に設けられた倫理委員会 (The Council on Ethics、5名の委員から構成、図表 15) が、自らまたは財務省からの要請に基づき、倫理ガイドラインに基づく提言を行う。財務省は、同委員会の提言に基づき、ネガティブ・スクリーニングと企業の排除を決定する。提言及び決定は公表されるが、財務省は運用実務への配慮などから必要に応じ公表を延期することができる。これまでに投資対象から 22 社が排除されているが (2006 年末時点)、直近ではウォルマートの株式売却 (排除) が話題を呼んだ<sup>13</sup>。

図表 14 倫理ガイドラインの運用



- a:所有権行使の基本方針の策定、特定企業の排除決定
- b:所有権行使に関する年次報告、所有権行使に関する個々のケースの評価
- c:ネガティブスクリーニング及び特定企業排除の基準策定
- d:投資対象からの企業の排除に関する提言

(出所) ノルウェー財務省より野村資本市場研究所作成

図表 15 倫理委員会の顔ぶれ

名前	肩書/経歴
Gro Nystuen (議長)	オスロ大学法学博士 オスロ大学ノルウェー人権センター准教授
Andreas Føllesdal	ハーバード大学哲学博士 オスロ大学ノルウェー人権センター教授 ノルウェー・バイオテクノロジー諮問委員会メンバー (1999~2001年)
Bjørn Østbø	Vital Eiendom, CEO Vital Forsikring, CEO Elconチーフアナリスト、企業金融部長 Den norske Bankシニアアドバイザー
Anne Lill Gade	Jotunプロダクトセーフティーマネジャー 陸水学理学修士 国立公害監督管理局(SFT)職員 ノルウェー加工産業連盟(PIL)環境政策委員会議長
Ola Mestad	オスロ大学法学博士 オスロ大学Center for European Law教授 BA-HR法律事務所パートナー

(出所) ノルウェー財務省、各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> 2006年6月6日付でノルウェー財務省が発表。



## IV 「政府年金基金ーグローバル」設立の背景・経緯

第IV章では、(旧)石油基金の設立から「政府年金基金ーグローバル」への改称に至る経緯・背景を整理する。

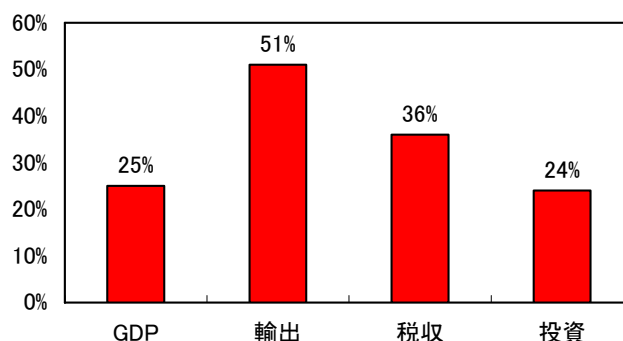
### 1. 石油収入に依存するノルウェー経済と将来世代への蓄積

ノルウェーは、北欧のスカンジナビア半島の北部と西部に位置し、国土面積は 38.5 万平方キロメートル、総人口は 468 万人<sup>14</sup>に過ぎないが、国民一人当たりの GDP は世界第二位<sup>15</sup>と、豊かな社会を実現している。この豊かな社会を支えているのが石油・天然ガスといった同国沖の北海油田で産出される豊富な天然資源であり、1960 年代より政府自身によって関与・開発されてきた<sup>16</sup>。

現在、ノルウェーは、サウジアラビア、ロシアに次ぐ世界第 3 位の石油輸出国であるが、ノルウェー経済に占める石油セクターの占める割合を見たものが図表 16 である。これによると、石油セクターは、対 GDP 比で 25%、対輸出比で 51%、対税収比で 36%、対投資比で 24%とノルウェー経済にとって大きな位置を占めていることがわかる。

但し、石油・天然ガスは、今後同国で無尽蔵に産出されるわけではない。石油・エネルギー省によれば、同国での石油産出のピークは 2007 年、天然ガス産出のピークは 2010 年

図表 16 ノルウェー経済に占める石油セクターの割合 (2006 年)



(出所) NBIM より野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> 2007 年 1 月 1 日現在。

<sup>15</sup> 2005 年のノルウェーの一人当たり GDP (名目) は 63,964 ドルで第一位のルクセンブルクに次いで世界第二位。ちなみに、同年の日本の一人当たり GDP は 35,650 ドルで世界第十三位となっている (以上、内閣府)。

<sup>16</sup> ノルウェーでは 1960 年代に入り北海大陸棚における探査が開始された。1972 年、政府が石油開発事業を管理するための石油管理局 (NPD: Norwegian Petroleum Directorate) が設立された。また、同年、油田探査、採掘、輸送、精製、販売までの上流から下流までの石油開発事業を行う国営石油会社スタトオイル社 (Statoil) が設立された。その後 1985 年、政府が石油・ガス田権益を直接保有する SDFI (State's Direct Financial Interest) が設立された。2001 年以降スタトオイルの一部民営化や SDFI の一部売却が行われている (以上、前掲『ノルウェーの経済』)。

と見込んでいる<sup>17</sup>。また、同国では高齢化も徐々に進んでいる。平均寿命で見ると、2002年の平均寿命は79.1歳であったのに対し、2004年には80歳となっている<sup>18</sup>。高齢化の進展により、将来の福祉関連支出の増加が見込まれている（図表17）。ノルウェー政府は、1967年に賦課方式による国民年金保険を設立してはいるが、これに加え、石油基金の設立により石油・天然ガス産出による財産を将来世代に残すことを決定した。

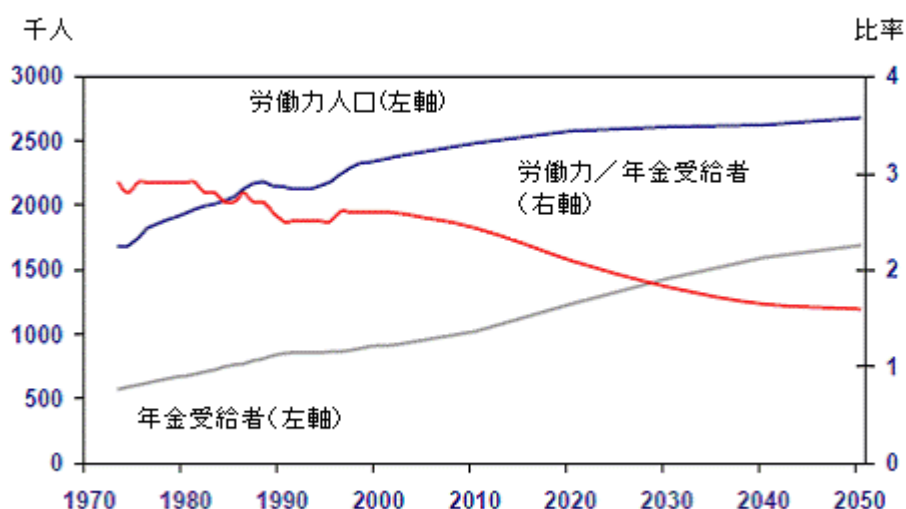
## 2. 「オランダ病」など過去の教訓に学ぶ姿勢

（旧）石油基金の設立に当たり、ノルウェーが反面教師にしているのは、実は1600年代のスペインや、1950年代末以降のオランダである。

中央銀行（NBIM）は、「政府年金基金—グローバル」の運用方針を説明する中で、1690年の在マドリッドのモロッコ大使の言葉を引用する形で、当時のスペインが新大陸に有していた植民地からあがってくる果実を背景に享楽にふけり、その後、重い債務と長期の景気低迷に陥ったと総括している。このため、自国の権益を長期的視点で活用できる仕組みの必要性を説いている。

また、オランダについては、同国で発生した経済現象を直接的に表現する「オランダ病」（Dutch Disease）の問題を指摘している。この問題は、1950年代末にオランダの北海に天然ガス田が開発され、エネルギーの国内生産の増大が国際収支の大幅な改善をもたらしたものの、それがかえって同国の国内産業の衰退と失業の増大をまねいたことを示して

図表17 ノルウェーの人口動態上の課題



（出所）ノルウェー財務省「2004年国家予算」より野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> 2005年時点の予測。

<sup>18</sup> WHO（世界保健機関）「The World Health Report 2006」による。ちなみに、日本の平均寿命は、2002年の81.9歳に対し、2004年には82歳となっている。

いる。具体的には、北海からの天然ガス輸出を通じて、国際収支の黒字と財政収入の増加が実現し社会福祉の拡充を行ったが、同時に為替レートが上昇することで貿易部門（特に製造業部門）の国際競争力低下を招き、その後ガス価格が下落した後に、拡充された社会福祉支出の維持のための増税と、高賃金・高失業率が残された状態を指している<sup>19</sup>。石油収入を通じた財政支出は内需を刺激・拡大し経済成長に資するようにも思えるが、石油価格の動向や石油収入の増減によっては財政収支や国内経済に著しい変動をもたらす。実際、ノルウェーでも、1970年代から始まった石油開発を背景に、石油収入を財源とした高福祉国家実現のための財政支出の拡大が続いた時期があった。

合わせて、中央銀行は、豊富な天然資源が場合によっては経済成長を低下させかねないリスクがあることも指摘し、警鐘を鳴らしている。例えば、豊富な天然資源を巡る利益を獲得するために、特定の主体・集団が政治・行政に不当に働きかけ、結果として経済全体の厚生を低下させる、いわゆるレントシーキング行動の問題を指摘している。

以上からノルウェーが得た教訓は、(旧)石油基金を設立することに加え、同基金の使用に当たっては、マクロ経済上の影響を配慮すること、また、特定の権益(利害)を効果的に排除するための政策決定方法・プロセスを確立することであった。

### 3. 海外運用への限定と財政規律の導入

以上の1.及び2.により、(旧)石油基金は以下の通り運用されることとされた。一つ目は、基金の財源を、①政府の石油事業から発生するキャッシュフロー、②基金の運用収益、③石油事業に関連する金融取引<sup>20</sup>と規定し、基金自体が政府部門や民間部門に対し如何なる権利・義務も負わないとした点である<sup>21</sup>。二つ目は、基金の運用先から国内の資本市場を除外し、全て海外で運用するとした点である。三つ目は、基金財産は国会の承認に従って中央財政のみに使用されることとし、かつ基金から中央財政への財産移転に当たっては仮想的収益率(4%)を適用するとした点である。いずれも基金財産の保全を図り、政治的思惑で基金から不当に財産が流出するのを防止しようとしている。

なお、仮想的収益率としての4%は、2001年3月29日、ノルウェー財務省が新しい財政ガイドラインを制定する時に定められたものである。この4%の根拠としては、石油収支を除く中央財政赤字の対GDP比を2001年の約2%から2010年の5.5%に上げる水準、換言すると年間GDPの約0.4%増が期待される水準に設定されている。また、この仮想的収益率の設定により、2010年には、財政黒字がGDPの約6%に達することが期待されている。

<sup>19</sup> オランダ病の発生メカニズムについては、速水佑次郎『開発経済学—諸国民の貧困と富』創文社、2000年を参照。

<sup>20</sup> 国営石油会社の政府持分の売却や石油関連企業への出資など。

<sup>21</sup> 同基金名義での公債発行も禁じている。

## V 結びにかえて～情報開示・透明性へのこだわり

公的年金の運用のあり方の一つのモデルとして取り上げられるノルウェーの「政府年金基金—グローバル」には、もう一つ別の側面がある。それは、最近、内外の資本市場関係者の中で話題になっている SWF<sup>22</sup>（ソブリン・ウェルス・ファンド）と呼ばれる国富ファンド<sup>23</sup>としての側面である（図表 18）。世界には、古くはクウェートを始めとする中東地域の石油収入を原資とした石油基金や、シンガポール、韓国のように外貨準備を原資とした政府投資会社があり、近年、資本市場での存在感を高めている。その一方、これらの SWF の全体像については必ずしも明らかではなく、新聞報道等の断片的情報から推測していくほか無い状況にある。

ノルウェーの「政府年金基金—グローバル」も元々は石油基金ということで SWF の一つとして分類されてはいるが、その情報開示・透明性については、その他の SWF と同一に括することは出来ない。すなわち、同基金の運用を担う中央銀行（NBIM）は、情報公開法や財務省が制定する各種のガイドラインに基づき基金運用に関する情報開示を義務付けられており、財務省からも国会に対し運用報告が行われ、広く国民に運用状況が開示されている。また、同基金の運用政策の見直しについても、中央銀行、財務省の動きや考え方がウェブ上で随時公開され、ガラス張りの中で国会が審議・承認する仕組みとなっている。さらに、以上の情報開示は、自国語のみならず英語でも行われている。実際、NBIM の投資運用責任者である Knut N. Kjær 氏自身も、NBIM が運用する基金と他の SWF との間には透明性の観点から大きな違いがあるとし、ノルウェーの場合には、「石油収入を今使ってしまうのではなく、将来の世代のために貯蓄するという合意を形成するためには、透明

図表 18 SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）の推定資産

順位	国名	基金名	資産(億ドル)	設立年
1	アラブ首長国連邦	アブダビ投資庁(ADIA)	8,750	1976年
2	シンガポール	シンガポール政府投資公社(GIC)	3,300	1981年
3	サウジアラビア	サウジアラビアの各種ファンド	3,000	n/a
4	ノルウェー	ノルウェー政府年金基金—グローバル	3,000	1995年
5	中国	国家外匯投資公司+中央匯金投資有限責任公司*	3,000	2007年
6	シンガポール	テマセク(Temasek)	1,000	1974年
7	クウェート	クウェート投資庁(KIA)	700	1953年
8	オーストラリア	オーストラリア将来ファンド(Australian Future Fund)	400	2004年
9	アラスカ州(米国)	永久ファンド公社(Permanent Fund Corporation)	350	1976年
10	ロシア	安定化基金(Stabilization Fund)	320	2003年
11	ブルネイ	ブルネイ投資庁(BIA)	300	1983年
12	韓国	韓国政府投資公社(KIC)	200	2006年

(注) \*については資産規模は未確定。

(出所) Economist 誌 2007/5/24 号（原データはモルガン・スタンレー）より野村資本市場研究所作成

<sup>22</sup> Sovereign Wealth Funds の略称。

<sup>23</sup> 「政府系ファンド」や「国家資産基金」と訳されることもある。

性が重要な要素」であることを指摘している<sup>24</sup>。最近では、IMF（国際通貨基金）や欧米諸国も、SWFの運用の動向を注視すべきと指摘し始めている。

「石油から金融資産へ」（From petroleum to financial wealth）<sup>25</sup>への転換の試みを続けるノルウェー及び同国の「政府年金基金ーグローバル」の動向は、今後のSWFの在り方にも一石を投ずる可能性があり、引続き目が離せない<sup>26</sup>。

---

<sup>24</sup> 前述のインタビュー記事（『週刊東洋経済』2007/8/25号）。

<sup>25</sup> 「天然資源から金融資産へ」（From natural resource to financial asset）、「石油から株式へ」（From oil to equity）と称される場合もある。

<sup>26</sup> 2007年2月9日には、（財）年金シニアプラン総合研究機構の主催により「公的機関投資家の資金運用ー年金運用シンポジウム」が開催された。わが国でも、（公的年金基金を含む）公的機関投資家の資金運用のあり方に対する注目が高まっており、欧米の公的機関投資家との違いや、今後目指すべき姿についての議論が活性化していくものと思われる。