

## 特異な成長を遂げる北欧の機関投資家<sup>1</sup> ーノルウェー政府年金基金グローバルと EQT ABー

磯部 昌吾、関田 智也

### ■ 要 約 ■

1. 金融市場・経済の低迷が続く欧州において、北欧の 2 つの機関投資家が特異な成長を遂げている。
2. 化石燃料収入を原資として株式への積極投資を行うノルウェー政府年金基金グローバル（GPF-G）は、世界最大のソブリン・ウェルス・ファンドとされる。2021 年末の運用資産は 1.4 兆ドルに上り、ノルウェーの国内総生産（GDP）の 3 倍近い巨額の国富を築いている。
3. また、スウェーデンのプライベート・エクイティ・ファームである EQT AB は、運用資産残高を急速に伸ばしており、時価総額は欧州の大手資産運用会社を凌ぐ。同国のヴァレンベリ財閥と深い繋がりを持つ EQT AB は、上場を契機に M&A を多用して事業を拡大している。
4. 両者に共通するのは、成長分野へのリソース投入である。GPF-G は米国株へのアロケーションを高めた結果、テクノロジー企業を中心とした米国企業の成長の恩恵を享受できた。また、EQT AB は、欧州経済が苦しい環境にある中で、高いリターンを確保するべくプライベート市場投資に投資家の資金が集まる動きを上手く捉えてきた。
5. 日本では北欧というと一般的に公平な高福祉国家のイメージがあるが、実際には巨大な富を築き上げた機関投資家が存在する。こうした北欧の機関投資家の成長要因について、経済・社会において果たす役割や周辺環境も含めて実態を把握することは、機関投資家の現実的な在り方を考える上で参考になるといえるだろう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 磯部昌吾「欧州金融市場の国際的なプレゼンス低下の実態ー広がる米国との格差ー」『野村資本市場クォーターリー』2022年夏号。
- ・ 関根栄一「石油から金融資産へーノルウェーの公的年金基金を巡る改革とガバナンスー」『資本市場クォーターリー』2007年秋号。
- ・ 神山哲也「台頭する国富ファンド」『資本市場クォーターリー』2008年冬号。

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2022年7月28日時点の情報に基づいている。

## I 低迷する欧州において成長を遂げる北欧の機関投資家

金融市場・経済の低迷が続く欧州において、北欧の2つの機関投資家が特異な成長を遂げている。国内の化石燃料収入を原資とした資産運用を行うノルウェー政府年金基金グローバル（GPF-G）は、運用資産の7割を株式に振り向ける積極的な運用により、日本の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）に次ぐ大規模年金基金であると同時に、今や世界最大のソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）とも言われている。また、欧州有数のプライベート・エクイティ（PE）ファームであるスウェーデンのEQT ABは、運用資産残高を急速に伸ばしており、その時価総額は欧州の大手資産運用会社を凌ぐ水準である。スウェーデン経済界に大きな影響力を持つヴァレンベリ財閥と深く繋がるEQT ABは、上場を契機にM&Aを多用して事業を大きく拡大している。

2008年のグローバル金融危機以降、欧州は、欧州ソブリン危機や英国の欧州連合（EU）離脱、新型コロナウイルス禍（コロナ禍）、ロシアによるウクライナ侵攻といった危機に相次いで見舞われてきた。その結果、欧州金融市場・経済の国際的なプレゼンスは低下の一途を辿っている<sup>2</sup>。しかしながら、欧州全体が低迷する中であっても、GPF-GとEQT ABは成長を遂げてきた。そこで、本稿では、欧州において特異な成長を遂げる両者の実態を見ていくとともに、その背景について考察する。

## II GDPを大幅に上回る国富を積み上げるGPF-G

### 1. GPF-Gの概要と積極的な株式投資

#### 1) 化石燃料収入の恩恵を将来世代に引き継ぐ役割を担うGPF-G

ノルウェーのGPF-Gは、ノルウェー中央銀行の投資管理部門（NBIM）が運用を担う世界最大のSWFとされる。欧州有数の原油・天然ガスの輸出国であるノルウェーにおいてGPF-Gが果たす役割は、国内の化石燃料資源を金融資産に転換し、将来に亘ってその果実を、高齢化による将来的な社会保障費の増大等に充当することにある。いずれは途絶える化石燃料収入の恩恵を将来世代も享受できるようにすることで、世代間の平準化を図りたいというわけである。これを実現するため、GPF-Gはノルウェー政府から繰り入れられる化石燃料収入を原資に資産運用を行っている<sup>3</sup>。

GPF-Gの2021年末時点の運用資産残高は、1.4兆ドル（約160兆円）に上る。これはノルウェーのGDPの3倍近い規模に相当する。GPF-Gはグローバルに9,338社の株式を幅広く保有しており、人口542万人の国家のファンドが、世界の上場企業の時価総額の1.3%近い株式を所有するという状況となっている。

<sup>2</sup> 欧州金融市場・経済の国際的なプレゼンス低下については、磯部昌吾「欧州金融市場の国際的なプレゼンス低下の実態－広がる米国との格差－」『野村資本市場クォーターリー』2022年夏号を参照。

<sup>3</sup> 正確には、GPF-Gはノルウェー政府から化石燃料収入の繰入を受ける一方で、ノルウェー政府に対して財政資金を拠出している。前者から後者を控除したものがGPF-Gの「原資」となっている。

## 2) 積極的な株式投資による順調な運用収益の積み上げ

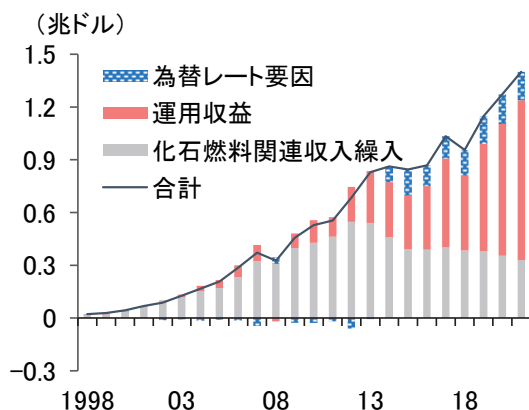
GPF-Gの主な収入源は、ノルウェー政府からの化石燃料収入の繰入と運用収益である。2010年代の前半頃までは、前者が運用資産残高の積み上がり要因の過半を占めてきたが、次第に後者の割合が増加し、直近では積み上がり要因の大半を運用収益が占めている（図表1）。

GPF-Gの運用収益は、直近10年前後で大きく増加している。背景には、株式へのアロケーションを段階的に引き上げたことがある。戦略的アセット・アロケーションにおける株式への投資比率は、1998年に株式投資を開始した当初は40%であったが、現在では70%まで高まっている（図表2）。その結果、株式投資を行わなかった場合と比べて、110%ポイントもの追加リターンを獲得できた<sup>4</sup>。

ノルウェー中央銀行は、当初、GPF-Gが株式投資に踏み切った理由として、株式が債券と比較して、①インフレへのヘッジ効果が高い、②原油・天然ガス価格との相関が低い、③期待リターンが高い、といった性質を挙げていた<sup>5</sup>。そして実際に、株式投資によって運用資産残高の大幅な積み増しに成功し、GPF-Gは「化石燃料資源を金融資産に転換する」という目的達成に向けて大きく前進してきた。

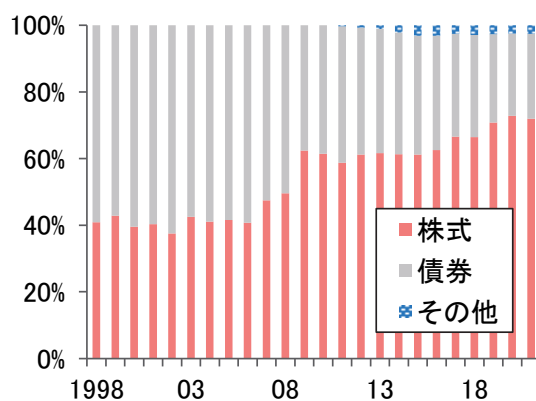
2016年には、財務省はNBIMの提案を受けて、GPF-Gの株式アロケーションを70%まで引き上げることを決定した。この際には、ノルウェーの国家資産（化石燃料資源とGPF-Gの資産の合計）に占める金融資産の割合が高まったことが理由とされた。GPF-Gの運用資産残高の積み上げに成功した結果、ノルウェーの国家資産は原油・天然ガス価格下落への耐性が強まり、リスク資産である株式へのさらなる投資を正当化できるようになったというわけである<sup>6</sup>。

図表1 GPF-Gの運用資産残高



(注) 数値は、ドル換算値。  
(出所) NBIM、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表2 GPF-Gの運用資産の資産クラス別内訳



(出所) NBIMより野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> Norges Bank Investment Management, “Investing with a mandate,” August 31, 2020.

<sup>5</sup> Norges Bank, “Bank of Norway’s role as manager of Norway’s foreign exchange reserves and the government petroleum fund,” February 27, 1997.

<sup>6</sup> Norges Bank Investment Management, “Norges Bank’s letter to the Ministry of Finance,” December 1, 2016.

このほか、GPF-Gが地域別アロケーションの見直しに取り組んだことも、運用収益の上積みにも貢献している。株式投資を開始した当初には、欧州・米州・アジア太平洋地域にそれぞれ50%・30%・20%を配分していた。しかしながら、この比率では、現実のグローバルな株式市場の規模よりも欧州株に大きく偏るようになっていた。

そこで、2012年には、ノルウェー中央銀行はGPF-Gの株式投資の地域別アロケーションのウェイトを市場実勢に近づけることを提案した。ノルウェー財務省がこの提案を承諾したことにより、GPF-Gは米州株へのアロケーションを増やす一方で、欧州株への投資割合を減らすこととなった。その結果、2021年にはアロケーション割合の実績値は、欧州株が31%まで低下する一方、米州株は48%まで増加している。

この2012年以降のアロケーション変更は、2010年代半ば以降、米国株が欧州株を大きくアウトパフォームしたことから奏功した。GPF-Gは、2012年以前の分も含め、株式の地域別比率の調整により5%ポイントの追加収益を獲得したと分析している<sup>7</sup>。

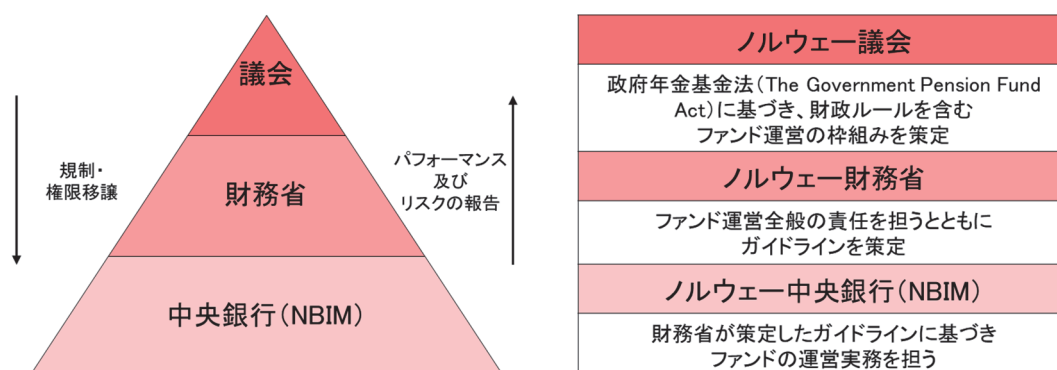
## 2. GPF-Gの過度な資産取り崩しや政治介入を防ぐ仕組み

### 1) GPF-Gのガバナンス

巨額の資産を運用する公的なファンドは、あらかじめ規定した目的から逸脱して過度に運用資産を取り崩したり、リターンに負の影響を及ぼし得るような特定の投資先に投資するといった政治介入を一般的に受けやすい。この点、GPF-Gもノルウェーという国家（NBIM、財務省及び議会）が運営を担う以上は同様の課題を抱えている。

そこで、GPF-Gでは、議会が政府年金基金法によってGPF-Gの枠組みを規定した上で、GPF-Gの運営全般の責任と運営実務を財務省とNBIMがそれぞれ負うという体制を整えている。これにより、運用資産残高の積み上げの阻害になり得る政治要因を防ぐガバナンスと仕組みを備えている（図表3）。

図表3 GPF-Gのガバナンス概要図



(出所) ノルウェー政府、NBIM 資料より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> 前掲脚注4資料参照。

## 2) 運用資産の過度な取り崩しを防ぐ財政ルール

一般的に、公的なファンドの資金活用に関する規律の維持は難しい。ファンドから国家財政への資金繰入は、企業や家計への増税や借入等に代表される他の財源と比較して、有権者からの反発といった政治的なハードルが低いと考えられるためだ。

そこで、GPF-Gでは、化石燃料収入の世代間平準化という目的を達成するため、ノルウェー議会が2001年に財政ルールを制定している。具体的には、GPF-Gの運用資産残高対比での国家財政への繰入割合を、GPF-Gの期待リターン<sup>8</sup>（インフレ調整済）の範囲内に収めることを定めている。この財政ルールの下で、GPF-Gは政府から過度に資金を引き出されずに現在まで運用資産を積み上げてきた。

## 3) 運用に関する職責の明確化と高い透明性

このほか、公的なファンドでは、政治的な意図等に基づく恣意的な投資判断によって、リターンを毀損してしまう恐れもある。これを防ぐため、GPF-Gは運用に関する職責を明確化している。具体的には、ファンド運営全般に責任を負う財務省が、①GPF-Gの投資対象（投資ユニバース）、②資産クラス別の基本投資配分（戦略的アセット・アロケーション）、③各資産クラスの運用において目標とする指標（ベンチマーク）、④アクティブ運用におけるリスク取得量（トラッキングエラー）の上限値等を定めている。他方で、運用実務に責任を負うNBIMは、財務省が定めた各種制約の範囲内で実現可能な最大限の金銭的リターンを確保するべく、個々の投資先企業の選定や入れ替えなどのアクティブ運用を含む日々の実務を担っている。

財務省が設定する投資対象や各資産クラスのベンチマークは、GPF-Gが幅広く分散投資を行うべき、との基本理念に根差している。例えば、投資対象に関しては、上場株式や債券といった伝統的な資産クラスに加えて、不動産や再生可能エネルギー関連インフラといった非伝統的な資産クラスが含まれている。また、株式のベンチマークに関しては、FTSE ラッセルの FTSE Global All Cap Index を基本にアレンジを加えたものが採用されており、幅広い地域や時価総額の企業への分散投資が促されている。

実際の年間運用収益は、1998年から2021年までの年率平均で6.62%となっている。ベンチマーク対比では年率平均で0.27%ポイントの超過リターンを出しているものの、運用収益の大半は財務省が設定する戦略的アセット・アロケーション及び各資産クラスのベンチマークに起因しているといえる。運用に関する職責を明確にすることで、政治介入等を背景とした恣意的な集中投資を行いきにくい状況を作っていることが、GPF-Gが着実に運用収益を積み上げる一助になっていると推察される。

加えて、GPF-Gでは高い透明性が確保されている。例えば、定期的な運用報告やポートフォリオで保有する全ての個別銘柄の情報等、運用に関する幅広い情報はノルウェー政府（財務省）とNBIMのウェブサイト上で公表されている。こうした形でGPF-Gの意思決定と背景を明確にすることも、政治介入の余地を限定する要素になっているとみられる。

<sup>8</sup> 財政ルール制定当初、期待リターンは4%に設定されていたが、2017年にこれが3%へ引き下げられている。

#### 4) 崩れつつある政治からの中立性

ノルウェー政府は従来、GPF-Gは純粋に金銭的リターンの獲得を目指すものであり、あらゆる政治的な意図から中立であるとの見解を示してきた。この政治的中立というスタンスは、GPF-Gへの政治介入を防ぐ役割を果たしてきたと考えられる。

しかし、近年では、GPF-Gが「責任あるアセットオーナー」として、一定の政治的なスタンスを取るべきであるとの主張が聞かれ始めている。ノルウェーでは2021年9月に中道右派から中道左派に政権交代が生じており、新首相であるストーレ氏は、GPF-Gが本来的に「政治的」なものであると述べてきた<sup>9</sup>。そして、直近、ストーレ政権は後述するようにGPF-Gに対して気候変動対応を積極化するように求めている。

また、GPF-Gに対する政治介入は、ロシアのウクライナ侵攻によってこれまで以上に強まっている。当初、GPF-GのタンゲンCEOは、ロシア株が大幅に下落する中で、ロシア資産の売却について当初否定的な見解を示していたとされる<sup>10</sup>。これに対して、ノルウェー政府は2022年2月27日に、GPF-Gに対してロシアへの新規投資を禁止するとともに、保有するロシア資産の売却を検討するよう要請した。そして、これを受ける形でGPF-Gは、市場機能の正常化が確認され次第、保有するロシア関連資産の売却を行う方針を示すに至っている<sup>11</sup>。

### 3. 化石燃料収入を原資とするGPF-Gが果たす役割

#### 1) 資源価格の高騰に伴う国内の景気過熱の抑制

ノルウェーという国家にとってGPF-Gが果たす役割は、年金資産の運用に留まらない。原油・天然ガスの輸出に大きく依存するノルウェーは、化石燃料価格の変動によって経済・社会が大きな影響を受ける。化石燃料価格が急上昇した際には、意図せずして得られた巨額の化石燃料収入が短期間に国内経済に流入することで景気が過熱し、その後の経済不安定化リスクが高まる「オランダ病」と呼ばれる現象に直面する。

この点、GPF-Gは国内投資を行わず、投資先を海外に限定している。このため、GPF-Gはノルウェーの化石燃料収入の一部を海外投資に振り向けることを通じて、国内の景気過熱リスクを抑制し、オランダ病の発生を軽減する役割を担っている。

オランダ病対策という観点では、原油・天然ガス価格が高騰している2022年は、GPF-Gにとって大きな転換点になる可能性がある。原油・天然ガス価格が低迷していた2010年半ば以降は、ノルウェー政府の化石燃料収入も低調に推移してきた（図表4）。加えて、2020年以降はコロナ禍を背景に既述した財政ルールが一時的に棚上げされ、GPF-Gからノルウェー政府への資金拠出が高水準で生じてきた。

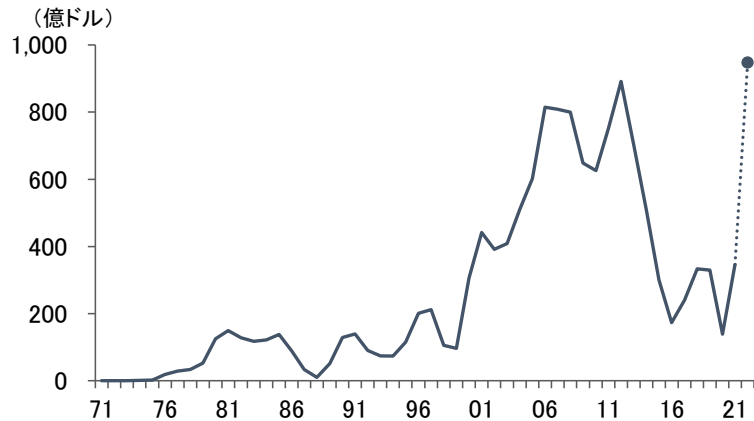
翻って2022年は原油・天然ガス価格の急騰等を背景に、ノルウェーの国内経済に

<sup>9</sup> “Managing the world’s biggest sovereign-wealth fund is about to get complicated,” *The Economist*, December 4, 2021.

<sup>10</sup> “Norway’s \$1.3tn oil fund to ditch Russian investments,” *Financial Times*, February 28, 2022.

<sup>11</sup> Norges Bank Investment Management, “The Government Pension Fund Global's investments in Russia,” March 15, 2022.

図表 4 ノルウェー政府の化石燃料収入推移



(注) インフレ調整後の実質値をドル換算。2022 年は政府予測、為替レートは 6 月末の数値で換算。

(出所) ノルウェー財務省、ノルウェー統計局、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

は巨額の化石燃料収入がもたらされると見込まれる。そうなれば、国内経済の過熱を抑える役割を担う GPF-G には、ノルウェー政府がコロナ禍に行った財政拡張政策を正常化することと相俟って、化石燃料収入の繰入が生じる。それが、GPF-G の運用資産の規模をさらに成長させるドライバーとなっていく可能性があるといえるだろう。

折しもロシア資源への依存から脱却するべく、ノルウェーが持つ原油・天然ガス資源への期待が近隣諸国で高まっている。2022 年 6 月には、EU とノルウェー政府が共同で、2030 年を超えてノルウェーが原油・天然ガスの欧州への供給国であり続けると認識した上で、EU が採掘継続と投資を支援するという声明を出すに至っている<sup>12</sup>。

## 2) GPF-G の気候変動リスク対応

ノルウェーが化石燃料収入に大きく依存する中で、ノルウェー財務省は、2019 年に GPF-G による株式投資のベンチマークとなる指数と投資範囲から、石油・天然ガスの上流過程企業を除外することを決定した<sup>13</sup>。現在はこの決定に基づき、FTSE ラッセルの産業分類ベンチマーク (ICB) において「原油生産企業 (Oil: Crude Producers)」に分類される企業の株式が、GPF-G の投資対象外となっている。当該カテゴリの代表的な企業であり、2020 年末までは GPF-G の保有銘柄であった米コノコ・フィリップスの株式は、2021 年末時点において保有残高がゼロとなっており、既に売却されたものと推察される。他方で、一般的に上流過程の事業を大規模に行っているとして知られる英シェル、米エクソンモービル、仏トタルエナジーズ、米シェブロン、英 BP といった企業は、ICB において「原油生産企業」ではなく「石油・天

<sup>12</sup> European Commission, “Joint EU-Norway statement on strengthening energy cooperation,” June 23, 2022.

<sup>13</sup> Ministry of Finance, “Excludes exploration and production companies from the Government Pension Fund Global,” March 8, 2019.

然ガス総合企業（Integrated Oil and Gas）」に分類されており、引き続き GPF-G による投資が行われている。

この投資除外の目的は気候変動対応ではなく、化石燃料資源を金融資産に転換した GPF-G の投資ポートフォリオが原油価格の影響を受けにくくすることにあった。当時は原油価格の低迷が続いており、ノルウェーが持つ化石燃料資源という富は原油の価格変動リスクに晒されていた。そこで、GPF-G の株式ポートフォリオから石油・天然ガスの上流過程企業を外すことで、原油価格と株式ポートフォリオとの間の相関を低下させることを狙った。同時に財務省は、この投資除外の決定が原油価格や石油産業の将来性に関する特定の見解を反映したものではなく、政府のエネルギー政策とは独立して行われていると述べて、国内の石油産業への配慮も見せていた。

このほか、投資ポートフォリオのリスク分散を強化する観点から、GPF-G は非上場の再生可能エネルギー関連インフラへの投資にも踏み出している。2021 年 5 月には、初案件として、オランダの洋上風力発電施設の持分の 50% をデンマークの洋上風力発電大手オステッドから 13.75 億ユーロで取得した。

他方で、GPF-G は気候変動リスクを重要な財務リスクとして位置付けている。そして、GPF-G が気候変動リスクの考慮を含む責任投資を行う動機は、適切なリスクを取りつつ金銭的リターンを最大化することにあると述べている。

具体的なアプローチとしては、第一に GPF-G は、財務省が設置する倫理委員会からの勧告に基づき、気候変動関連銘柄の投資除外を決定している。投資除外の基準には、①石炭のような投資先企業が扱う「製品」に基づく基準と、②受け入れ難い温室効果ガス排出を行っているといった投資先企業の「行為」に基づく基準の 2 種類がある。現状は、投資先企業の製品に基づく基準に照らして石炭関連企業の投資除外を行うとともに、行為に基づく基準に照らしてカナダのオイルサンド関連企業 4 社を投資先から除外している。

第二に、投資先企業との対話においては、気候変動対応を重要テーマの 1 つに位置付けている。2021 年には、投資先企業との 797 件のミーティングにおいてトピックとしており、環境分野のトピックとしては最も高い頻度で取り上げている。

第三に、市場に自らの優先分野を伝えることで株主としての予見可能性を高めるべく、気候変動対応に関して投資先企業に期待する内容を明示した文書を公表している。定性的な内容（例えば、パリ協定を踏まえた長期的な経営戦略や、事業の収益性を巡る気候変動シナリオ分析等）を中心に投資先企業に気候変動対応の開示を求めた上で、その情報を GPF-G の気候変動リスク管理に利用していく方針を示している。

### 3) GPF-G に気候変動リスク対応の強化を求める政治圧力の高まり

GPF-G の気候変動への姿勢を巡っては、具体的な排出量の目標を持っていない上に、GPF-G の投資が経済・社会に与える気候インパクトではなく、自身にとっての気候変



動リスクに注力しているとして外部から批判もされてきた<sup>14</sup>。

ノルウェー政府内においても、2021年8月には財務省が任命した外部専門家らが、財務省が設定する GPF-G のマニフェストに気候変動リスク管理を組み込んだ上で、GPF-Gが投資先企業によるネットゼロ目標の作成をベースとする形で責任投資を行うこと等を提言した<sup>15</sup>。また、中道左派政権のストーレ首相も就任当初より、同様の責任投資を行うべきとの主張を展開してきた。もっとも、同首相は、海外企業に投資する GPF-G は外交や気候政策の手段ではなく、許容されるリスクの範囲内で金銭的リターンを最大化するという目標は変わらないままであるとも述べてきた<sup>16</sup>。

こうした中で、財務省は2022年4月に公表したホワイトペーパーにおいて、①投資先企業がネットゼロに合致する活動を行うという長期目標に即した形で GPF-G が責任投資に取り組むことや、②GPF-G 自身の気候変動リスク開示の強化等を提案した<sup>17</sup>。他方で、財務省は、GPF-G の目標が金銭的リターンの最大化であることも改めて明示した。加えて、気候変動リスクの低減の鍵は、有効かつ予測可能な気候政策であるとした上で、それは投資家である GPF-G の責務の範囲外であると指摘している。同様の見解は、2022年5月にNBIMのタンゲン CEO も示している<sup>18</sup>。同 CEO は GPF-G の目標は金銭的リターンの最大化であるとした上で、気候変動リスクを深刻に捉えない企業は、GPF-G に財務リスクをもたらすと指摘している。また、投資除外は、ビジネスモデルが持続可能ではない投資先企業に対して影響力を行使する機会がほぼない場合に続けていくと述べている。

このほか、GPF-G による責任投資は、技術的な課題も抱えている。2022年1月に財務省の専門家グループが公表した報告書では、①GPF-G による議決権行使やエンゲージメントといったアクティブ・オーナーシップの行使と、②アクティブ運用によるベンチマーク対比での超過リターンの最大化、との間の優先順位を明確化すべきとの提言がなされた<sup>19</sup>。

背景には、ベンチマークのリターンが改善する一方で、アクティブ・リターンが悪化するケースがあり得ることがある。例えば、GPF-G がアクティブ運用の一環として、事業モデルへの疑念などから特定の企業に対する投資割合をベンチマークよりも低くする場合がある。この場合、GPF-G が当該企業に対してアクティブ・オーナーシップを行使して当該企業株式、ひいてはベンチマークのリターンを改善できたとしても、GPF-G 自身は投資比率を下げている。従って、GPF-G が受け取れる実際のリターンは、ベンチマークのリターンほどには改善しない。このため、(実際のリターン) —

<sup>14</sup> “Norway SWF’s net-zero plans under scrutiny,” *IPE*, September 2021.

<sup>15</sup> Ministry of Finance, “Climate risk and the Government Pension Fund Global,” August 15, 2021.

<sup>16</sup> “Norway’s new PM, NBIM CEO highlight climate priority for SWF,” *IPE*, November 25, 2021.

<sup>17</sup> Ministry of Finance, “Report to the Storting (white paper) The Government Pension Fund 2022,” April 1, 2022.

<sup>18</sup> Norges Bank, “Introductory statement by CEO of Norges Bank Investment Management, Nicolai Tangen at the hearing of the Standing Committee on Finance and Economic Affairs of the Storting (Norwegian parliament),” May 3, 2022.

<sup>19</sup> Bauer, Rob and Christiansen, Charlotte and Døskeland, Trond, “A Review of the Active Management of Norway’s Government Pension Fund Global,” January 3, 2022.

(ベンチマークのリターン) で計算するアクティブ・リターンはむしろ悪化してしまうという事態が起こり得る。

いずれにせよ、GPF-Gが気候変動リスク対応を強化することによって運用収益が低下することになれば、国家の財産を毀損する事態となるため、相応の説明責任が生じる可能性がある。既に行われている投資先企業の製品に基づく投資除外では、GPF-Gは2006～2021年の株式ベンチマークのリターンが年率0.02%ポイント悪化したという分析を行っている<sup>20</sup>。他方で、投資先企業の行為に基づく投資除外では、年率0.02%ポイント改善したとしている。GPF-Gは透明性の高さを特徴としてきた機関投資家である。気候変動リスク対応を強化するのであれば、それが運用収益に与える影響について、今後どのような分析と説明を行っていくのか注目といえよう。

### III 欧州資産運用業界で台頭する EQT AB

#### 1. EQT AB の概要と M&A を通じた事業拡大

##### 1) 急速に伸びる業績と株式市場での高い評価

スウェーデンのEQT ABは、2019年にナスダック・ストックホルム取引所に上場して以降、運用資産を急速に伸ばしている大手PEファームである。2022年3月末時点で772億ユーロを運用しており、その額は5年間で3倍以上に拡大した(図表5)。

2021年の純利益は9.1億ユーロに上り、株式市場の評価は欧州の大手資産運用会社よりも高い(図表6)。ウクライナ情勢を受けて欧州株が全般的に軟調に推移する中で、直近の株価は2021年11月の最高値から6割近く低下しているものの、それでもなお大手銀行や保険会社並みに評価されている。

株式市場においてEQT ABが高く評価される背景には、欧州の資産運用業界の手数料水準が低下する傾向にある中で、高い手数料を安定して得られることがある<sup>21</sup>。一般的にPEファームの収入源には、①運用資産残高に対して年間2%とされる管理手数料と、②一定以上の運用収益を挙げた場合における20%の成果報酬(キャリード・インタレスト)の2つがある。この点、EQT ABでは、全ファンドの加重平均で見た実効管理手数料<sup>22</sup>が2016年から1.4%程度で安定して推移している。PE業界の中ではあまり高い水準とは言えないものの、従来型の資産運用会社が競争激化によって手数料の低下に苦しむ中では安定した収入源を得られており、運用資産残高の大きな伸びと重なって好評価に繋がっている<sup>23</sup>。

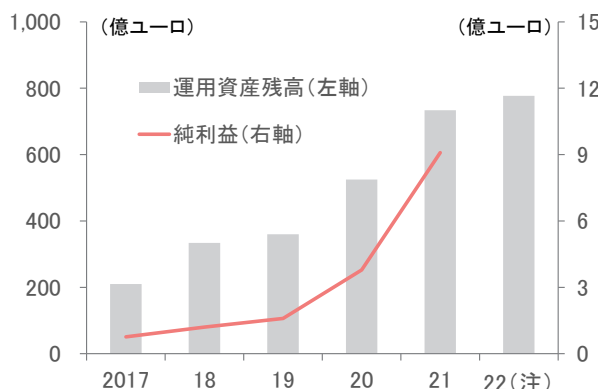
<sup>20</sup> Norges Bank Investment Management, “Responsible Investment Government Pension Fund Global 2021,” March 3, 2022.

<sup>21</sup> “Inside private equity’s race to go public,” *Financial Times*, January 10, 2022.

<sup>22</sup> キャリード・インタレストを含まない数値。

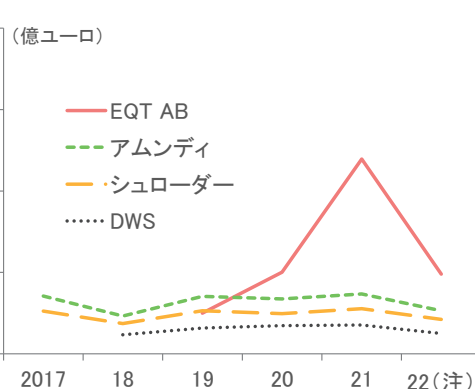
<sup>23</sup> 同じくPEファームでは、スイスのパートナーズ・グループも2022年6月末時点の時価総額が230億ユーロとなっており、EQT ABと同様に欧州の大手資産運用会社よりも高い評価を受けている。

図表5 EQT ABの運用資産残高と純利益



(注) 2022年の運用資産残高は3月末の数値。  
(出所) EQT ABより野村資本市場研究所作成

図表6 EQT ABの時価総額 (年末値)



(注) 2022年は6月末の数値。  
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

## 2) M&Aを通じた事業領域の拡大

近年、EQT ABは事業領域を大きく拡大してきた。1994年に設立された当初は北欧で活動するPEファームであったが、2000年代には北米やアジアにも展開し、投資対象とする資産クラスもインフラや、不動産、ベンチャー企業などに広げた。そして、現在では23カ国に拠点を持ち、欧州を中心に1,300名超の人員を有する。運用するファンドは36本に上り、184社の企業や1,556件の建物などへの投資を行っている。

EQT ABにとって特に2019年のナスダック・ストックホルム取引所への上場は、事業領域を広げる上での1つの転機となった。この上場による資本調達では、プライベート市場投資において最先端を行くべく、投資戦略と展開地域の両面から成長機会を追求することを目的に掲げた。世界的にプライベート市場投資が伸びる中で拡大戦略に踏み切ったというわけである。そして、実際に株式交換を含めたM&Aを多用することによって、EQT ABは急速に事業を拡大してきた。

EQT ABの事業セグメントは、プライベート・キャピタル部門とリアルアセット部門の2つで構成されている。このうち、プライベート・キャピタル部門は6つの事業ラインを有し(図表7)、340億ユーロ<sup>24</sup>を運用している。

プライベート・キャピタル部門では、1.25~15億ユーロの中・大規模投資を行うEQTプライベート・エクイティが主力の事業ラインである。同事業ラインは、旗艦ファンドの1つであるEQTIXファンド(運用資産残高:158億ユーロ)の運用を担っている。また、資金調達を現在行っているEQT Xファンドでは、EQT ABのファンドとして最大規模となる200億ユーロを投資家から集める目標を掲げている。

そこに加えて、ヘルスケア・セクターのベンチャー企業投資を強化するべく、2022年2月に4.75億ユーロで買収したのが、オランダのライフサイエンス・パートナーズ(LSP)である。LSPは、1998年に設立されたライフサイエンス分野を専門とするベ

<sup>24</sup> 四捨五入しているため、図表7の各事業ラインの数値の単純合計よりも若干小さい。

図表 7 EQTAB の各部門の事業ライン

## &lt;プライベート・キャピタル部門&gt;

ネット内部収益率(IRR)の実績(注 2):23%、グロス投下資本倍率(MOIC)の実績(注 3):2.6 倍

| 事業ライン            | 注力対象                 | 投資レンジ            | 運用資産残高   | 人員    |
|------------------|----------------------|------------------|----------|-------|
| EQT プライベート・エクイティ | 大/中規模投資              | 1.25~15 億ユーロ     | 290 億ユーロ | 145 名 |
| EQT ベンチャーズ       | 成長が早いスタートアップ         | 200~5,000 万ユーロ   | 10 億ユーロ  | 23 名  |
| EQT ライフサイエンス     | ライフサイエンス関連のイノベーター企業  | 1,000~6,000 万ユーロ | 20 億ユーロ  | 29 名  |
| EQT グロース         | 規模の拡大を始めた欧州のテクノロジー企業 | 0.5~2 億ユーロ       | 20 億ユーロ  | 14 名  |
| EQT フューチャー       | 業界構造を変える可能性を持つ企業     | 4 億ユーロ以上         | 10 億ユーロ  | 7 名   |
| EQT パブリックバリュー    | 北欧の中堅上場企業            | 最大 50 億ユーロ       | 10 億ユーロ  | 14 名  |

## &lt;リアルアセット部門&gt;

ネット IRR の実績:23%(EQT エクセター)、19%(EQT インフラストラクチャー)

グロス MOIC の実績:2.4 倍(EQT エクセター)、2.3 倍(EQT インフラストラクチャー)

| 事業ライン                    | 注力対象                            | 投資レンジ        | 運用資産残高   | 人員    |
|--------------------------|---------------------------------|--------------|----------|-------|
| EQT エクセター                | 不動産投資                           | 3,000 万ユーロ未満 | 140 億ユーロ | 300 名 |
| EQT インフラストラクチャー          | エネルギーや輸送などの重要サービスを提供する企業        | 5~10 億ユーロ    | 260 億ユーロ | 87 名  |
| EQT アクティブ・コア・インフラストラクチャー | 安定キャッシュフロー、低変動、低リスクのリターンを提供する企業 | 5~10 億ユーロ    | N/A(新設)  | 7 名   |

- (注) 1. 2022 年の年次報告書に記載されている情報ベース。  
 2. IRR は投資によって得られる年間リターンを表す指標。ネット IRR は、ファンドの成果報酬(キャリード・インタレスト)や手数料、費用を除いたベースでの IRR。  
 3. グロス MOIC=投資分の総評価額/総投資額

(出所) EQTAB より野村資本市場研究所作成

ンチャー・キャピタル・ファームである。22 億ユーロの運用資産と 34 名の人員を有し、150 社を超す関連企業への投資実績がある。この買収の結果、プライベート・キャピタル部門には、LSP がベースとなって、新たにライフサイエンス関連のベンチャー企業に投資する EQT ライフサイエンスが事業ラインとして加わった。

他方で、もう 1 つの事業セグメントであるリアルアセット部門においても、EQT AB は買収を駆使して運用資産を拡大している。リアルアセット部門は 3 つの事業ラインで構成され、合計 400 億ユーロを運用している。同部門の主力の事業ラインは、旗艦ファンドの 1 つである EQT インフラストラクチャー V ファンド(運用資産:161 億ユーロ)を運用する EQT インフラストラクチャーである。

インフラに加えて不動産投資を強化するべく 2021 年 4 月に 18.7 億ドルで買収したのが、米国のエクセター・プロパティ・グループである。エクセター・プロパティ・グループは、2006 年に設立されたグローバルに展開する不動産投資会社である。買収当時に 102 億ドルの資産を運用していた同社を取り込む形で、新たに EQT エクセターを事業ラインに加えたことで、EQT AB の不動産投資事業は大きく拡大した。

EQT AB がこうした形で M&A を通じて事業領域を拡大する中で、顧客である投資家は、2021 年末には約 730 先まで広がっている。顧客の属性別の資金調達額では 4 割

を年金基金が占め、次いで SWF や資産運用会社、保険会社が 10～17%を占める。また、地域別では、欧州顧客が 39%を占める一方、米州とアジア太平洋地域の顧客の割合も 29%と 22%となっており、グローバルに幅広い顧客基盤を有している。

### 3) アジア展開の強化

直近、EQT AB は成長著しいアジアでの展開を加速しようとしている。この一環として、2021 年 1 月に日本においても拠点の開設を発表した。そして、2022 年 3 月には、アジアで第 3 位の運用資産残高を持つ PE ファームである香港のベアリング・プライベート・エクイティ・アジア (BPEA) を 68 億ユーロで買収することで合意した。1997 年に設立された BPEA は、香港やシンガポールなどのアジアを中心に 236 名の人員を展開し、177 億ユーロを運用している。日本においても、同社の不動産ファンドが 2021 年 11 月に大阪府御堂筋のホテルの買収を行っている。

これまで EQT AB の運用資産に占めるアジア投資の割合は 1%にすぎなかったが、BPEA の買収によって 17%まで増加する見込みである。また、顧客に関しても、EQT AB は既にグローバルに顧客を獲得しているが、BPEA は米州とアジアの投資家を中心に 300 先の顧客を抱えており、欧州域外の顧客基盤を更に強化できると期待される。

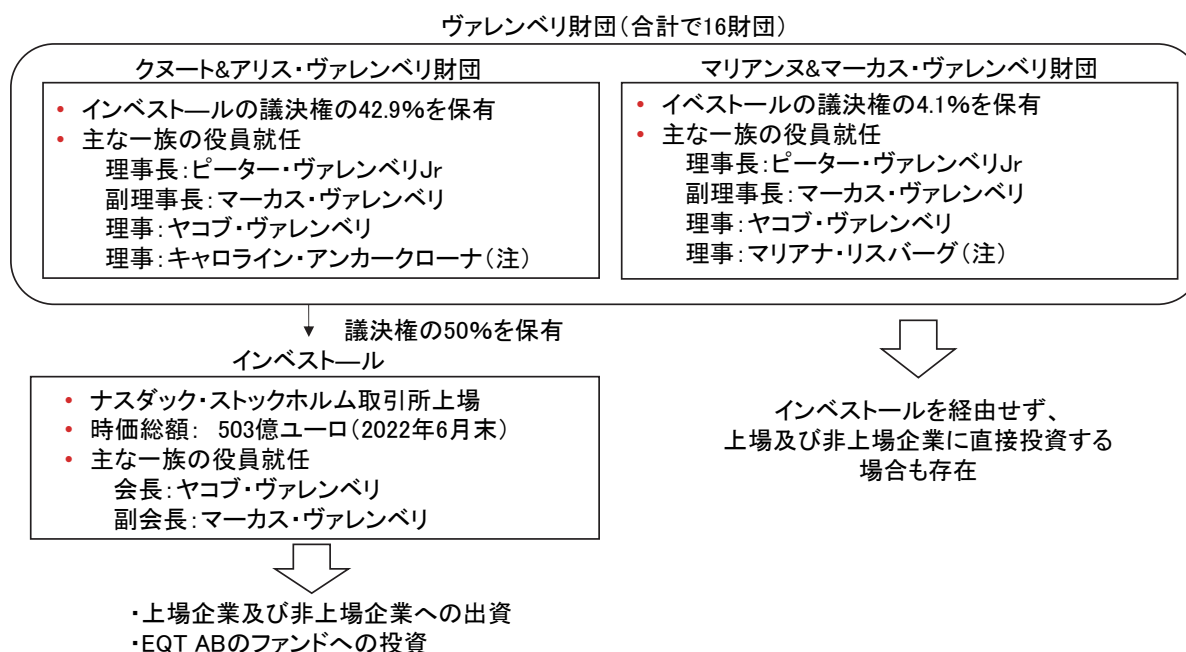
## 2. スウェーデンのヴァレンベリ財閥との深い関係性

### 1) スウェーデン経済界で大きな影響力を持つヴァレンベリ財閥

EQT AB の成長は、北欧の PE ファームの台頭という単純な話には留まらない。1994 年に設立された EQT AB は、スウェーデンのヴァレンベリ財閥に連なる企業グループの一角を占めるという側面を持っている。ヴァレンベリ財閥は、スウェーデンの大手銀行 SEB の前身として 1856 年にアンドレ・オスカル・ヴァレンベリ氏が設立したストックホルム・エンスキルダ銀行の創業者一族である。ヴァレンベリ一族は個人ではなく財団によって主に資産を管理しているため、フォーブスの長者番付などに載ることはないが、スウェーデン経済界で大きな影響力を持つ。

ヴァレンベリ財閥には、個々のメンバーが設立した 16 の関連財団がある。これらは総称してヴァレンベリ財団と呼ばれており、2021 年末時点で合計 251 億ユーロの資産を抱えている。そして、ヴァレンベリ財団は、1916 年に設立された持株会社の役割を担うインベストールを通じて、銀行や事業法人などの株式を幅広く保有している (図表 8)。インベストールは、ナスダック・ストックホルム取引所に上場しており、その時価総額は、スウェーデンの名目 GDP の 1 割を超える規模を持つ。インベストールが保有する上場企業の株式には、スウェーデンの大手銀行 SEB のほか、建設・鉱業機械や電子機器、家電、兵器などの大手企業が多数入っている (図表 9)。

図表 8 ヴァレンベリ財閥のグループ構図



(注) 姓は異なるが、キャロライン氏とマリアナ氏のいずれもマーカス氏の妹で、ヴァレンベリ財閥の第5世代の代表的人物。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 9 インベスToolが株式を保有する主な企業

| 企業名                | 業種  | 議決権の保有率 | 評価額(億ユーロ) | 一族の役員の就任             |
|--------------------|---|---------|-----------|----------------------|
| アラスコプコ             | 産業機器  | 22.3%   | 125.3     | ピーター・ヴァレンベリ Jr 氏が取締役 |
| ABB                | 電力機器・産業ロボ   | 12.9%   | 89.1      | ヤコブ・ヴァレンベリ氏が副会長      |
| EQT AB             | PE ファーム   | 17.7%   | 83.4      | マーカス・ヴァレンベリ氏が副会長     |
| SEB                | 銀行  | 20.8%   | 55.8      | マーカス・ヴァレンベリ氏が会長      |
| アストラゼネカ            | 医薬品   | 3.3%    | 53.2      | マーカス・ヴァレンベリ氏が社外取締役   |
| エピロック              | 建設・鉱業機械   | 22.7%   | 45.9      |                      |
| ナスダック              | 取引所   | 11.6%   | 35.8      |                      |
| エリクソン              | 電子機器  | 23.8%   | 25.8      | ヤコブ・ヴァレンベリ氏が副会長      |
| Sobi               | バイオテクノロジー   | 35%     | 19.4      |                      |
| ハスクバーナ             | 野外機器  | 33.2%   | 13.6      |                      |
| バルチラ               | 発電プラント・船舶推進装置   | 17.7%   | 12.9      |                      |
| エレクトロラック           | 家電  | 28.4%   | 10.8      |                      |
| サーブ(SAAB)          | 兵器  | 39.7%   | 9.2       | マーカス・ヴァレンベリ氏が会長      |
| エレクトロラック・プロフェッショナル | 法人向け飲食機器・ランドリー機器  | 32.4%   | 3.6       |                      |
| その他                | 非上場企業: 152 億ユーロを投資<br>ファンド: EQT AB のファンドに対して 30 億ユーロを投資 |         |           |                      |

(注) 2021年のインベスToolの年次報告書がベース。株式の評価額はユーロ換算。

(出所) インベスTool、ブルームバークより野村資本市場研究所作成

また、ストックホルム取引所を運営していたOMXと2008年に統合したナスダックの株式も保有している。EQT AB に対しては、議決権の17.7%を持っているほか、EQT ABのファンドに対しても30億ユーロを投資している。

このほか、インベストールは非上場企業への株式投資を専門の事業セグメントであるパトリシア・インダストリーズを通じて行っている。従って、インベストールの傘下では、EQT AB とパトリシア・インダストリーズの双方がプライベート投資を行っている。もっとも、両者には、EQT AB は中途売却を前提とした純投資である一方、パトリシア・インダストリーズは 90%超の株式保有を目標とした長期投資であるという違いがある。

ヴァレンベリ財閥の特徴は、投資先の企業の株式を保有するだけでなく、一族の主要な人物がヴァレンベリ財団とインベストール、投資先企業の要職を兼務している点にある。現在その立場にあるのは、初代のアンドレ・オスカル・ヴァレンベリ氏から 5 世代目にあたる第 5 世代と称される人物達である。まず、中核となるインベストールの会長はヤコブ・ヴァレンベリ氏が、インベストールの主要株主である 2 つのヴァレンベリ財団の理事長にはいずれもヤコブ氏の弟であるピーター・ヴァレンベリ Jr 氏が就いている。加えて、両氏とその従兄弟であるマーカス・ヴァレンベリ氏が、インベストールが株式を保有する SEB や大手事業法人における役員を複数兼務している。なお、この三者には米国の大学への留学歴があるという共通点もある<sup>25</sup>。

## 2) ヴァレンベリ財閥を後ろ盾とした EQT AB の経営

EQT AB は前述のようなヴァレンベリ財閥の後ろ盾を持つ PE ファームである。もともと EQT AB の設立は、ヴァレンベリ財閥の持株会社としての役割を担うインベストールの取締役会が、同社でコーポレート・ファイナンスと M&A を担当していたコニー・ジョンソン現 EQT AB 会長に指示したことから始まった。当時のインベストールの狙いは、ヴァレンベリ財閥が持つ産業界での地位を利用しつつ、金融の専門性を兼ね備えた PE 投資の助言会社を作ることにあつた。また、ヴァレンベリ財閥が海外への多角化を目指していた中での動きともいわれる<sup>26</sup>。

そうした経緯がある中で、EQT AB は上場した現在でも、インベストールが議決権の 17.7%を保有している。また、EQT AB の副会長には、ヴァレンベリ財団やインベストール、その傘下企業で要職を兼務するマーカス・ヴァレンベリ氏が就いている。

このほか、インベストールは、成果報酬（キャリド・インタレスト）の一部を得ることを見返りに EQT AB のファンドへの投資を予めコミットすることによって、歴史的に EQT AB をサポートするスポンサーとしての役割を果たしてきた。北欧の名門であるヴァレンベリ財閥が投資するファンドであることをアピールすることで、外部投資家の資金の呼び水となってきたというわけである。こうしたスポンサーとしてのインベストールとの関係は 2019 年の上場以降に設定されたファンドでは解消されているが、インベストールは引き続き EQT AB のファンドの主要な投資家となっている。

<sup>25</sup> ヤコブ氏がペンシルバニア大学ウォートンスクール MBA、ピーター氏がデンバー大学ホテル経営学士、マーカス氏がジョージタウン大学外交学士。

<sup>26</sup> “Who are Sweden's powerful Wallenberg family?,” *The Telegraph*, June 21, 2014.

## IV 北欧の事例から学ぶ機関投資家の在り方

GPF-G と EQT AB は全くルーツが異なるが、いずれも過去 20~30 年程度で欧州有数の機関投資家に成長した。GPF-G は、ノルウェーの化石燃料収入を元手に株式を中心とした資産運用によって、同国の GDP を大きく上回る国富を築き上げた。その額は人口 1 人あたり換算で 26 万ドルにも上る。また、PE ファームである EQT AB は、スウェーデンのヴァレンベリ財閥の下で M&A を駆使して運用資産残高を急速に拡大させ、大手資産運用会社を凌ぐ時価総額を持つほどになった。

両者に共通するのは、成長分野にリソースを投入してきたという点である。GPF-G は株式への積極運用を展開するとともに、欧州経済が低迷する中で、欧州に傾斜していた株式ポートフォリオを米国株へのアロケーションを高める方向に修正した。その結果、テクノロジー企業を中心とした米国企業の成長の恩恵を享受することができた。また、EQT AB は、同様に欧州経済が苦しい環境にある中で、高いリターンを確保するべくグローバルにプライベート市場投資に投資家の資金が集まる動きを上手く捉えてきた。

他方で、北欧の小国における巨大投資家の存在は、一国の経済に多大な影響を与えることから、周辺環境を踏まえた行動が求められる。ノルウェーのストレー政権が脱炭素に向けた政治介入の意向を示す中で、GPF-G は取り組みの強化に向かっている。一見すると、国内の化石燃料収入を原資とする GPF-G の海外投資ポートフォリオを脱炭素化させることは、矛盾するように思われる。しかしながら、ストレー政権の意向に関わらず、ノルウェーが原油・天然ガス資源に大きく依存する中では、国家レベルで事業ポートフォリオのリスク分散を図るという意味において理にかなう一面もある。GPF-G の運用収益だけでなく、国家レベルでの富の獲得にどのような影響を及ぼすのかが重要といえるであろう。

また、スウェーデンでは、EQT AB を含むヴァレンベリ財閥は強大な存在である。同国では、上位 1% の富裕層が国全体の富の 34.9% を保有するという歪な資産構造を抱えており、資産の偏在は欧州でも突出して高い<sup>27</sup>。こうした中で、ヴァレンベリ財閥は社会への貢献活動にも注力している。例えば、2021 年には年間 1.8 億ユーロの研究関連の寄付を大学や企業、個人に行っている。とりわけ中核組織の 1 つであるクヌート&アリス・ヴァレンベリ財団は、欧州有数の科学研究への民間資金提供者という一面を持つ。スウェーデン屈指の財閥を 5 世代にわたって持続させてきた背景には、関連企業の成長とともに、こうした社会との関わり様があるといえるだろう。

いずれにせよ、両者とも大きく成長を遂げることができたという結果があってこそその議論である。日本では北欧というと一般的に公平な高福祉国家のイメージがあるが、実際には GPF-G や EQT AB のような巨大な富を築き上げた機関投資家が存在する。こうした北欧の機関投資家の成長について、経済・社会において果たす役割や周辺環境も含めて実態を把握することは、機関投資家の現実的な在り方を考える上で参考になるといえるだろう。

<sup>27</sup> Credit Suisse, “Global wealth databook 2021,” June 2021.