

<研究ノート>

スウェーデンにおける「企業集団」と企業間関係

岸 田 未 来

Miki KISHIDA

はじめに

- I スウェーデンの株式市場と株式所有構造
- II 企業集団の再編と所有構造における変化
- III 融資関係の変化と企業集団

小括

はじめに

スウェーデンの企業集団¹は、これまで同国株式市場に上場されている主要企業の大半の株式を所有するなど、その経済力集中度の高さによって知られてきた。中でもヴァレンヴェリ・グループ（Wallenberggruppen）と呼ばれる企業集団は、財団、関連投資会社および銀行を軸とした株式所有構造を通じて、1930年代以来長期にわたって安定した経済的地位を占めており、その個別経営史に関する研究も多く存在する²。他方でこれら企業集団は、1980年代からの金融規制緩和と活発化した産業再編を通じて、1930年代以来といわれる大幅な構造変化を経験している。また近年スウェーデンにおいても生じた企業スキャンダル³や、EUによる域内企業法制の調和化方針は、「コーポレート・ガバナンス」の観点から、これら企業集団を支えてきた独自の株式所有構造の改

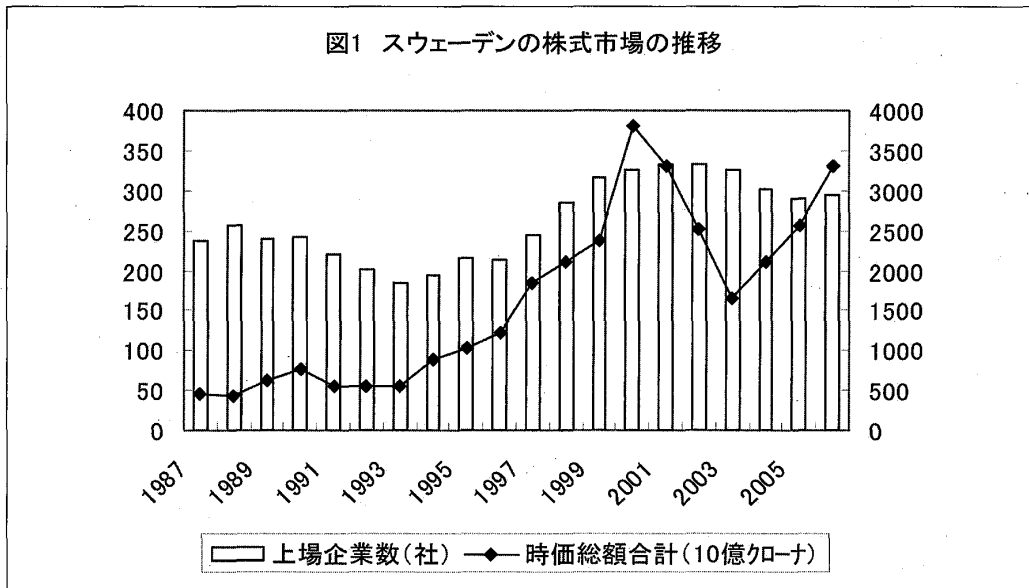
-
- 1 スウェーデンにおける企業の集団あるいは企業グループを指す場合、一般的に「sfär(sphere)」という用語が使われることが多いが、のちに見るようにその定義には明確な合意があるわけではない。それゆえ、日本に紹介される場合にも、「財閥」や「金融集団」など多様に称されている。「企業集団」は、日本の六大企業集団を念頭においた特殊性を含む用語であるため、その内容がスウェーデンなど諸外国の企業の集団をも含めた普遍的な企業間関係を表す用語となりうるかについては、さらなる検討を要する。ここでは分析を始める手がかりとして、とりわけ本稿で取り上げる企業の集団については「企業集団」と類似する特徴が多くみられるという共通性に基づき、便宜的にこの用語を使用する。なお文中では個別の企業集団を単にグループと呼ぶ場合もある。
 - 2 Olsson, U., *Bank, Familj och Företagande : Stockholms Enskilda Bank 1946-1971*, Stockholm, 1986, Lindgren, H., *Aktivt ägande : Investor under växlande konjunkturer*, Stockholm, 1994, Glete, J., *Nätverk i Näringslivet : Ägande och Industriell Omvandling i det Mogna Industrisamhället 1920-1990*, SNS Förlag, 1994, Sjögren, H., "Family capitalism within big business", *The Scandinavian Economic History Review*, 2006(54), pp.161-186. など。
 - 3 "Scandal Heads North", *TIME Europe magazine*, March 1, 2004.

革を求める圧力となっている⁴。

本稿は、これらスウェーデンの企業集団および企業間関係を分析する足がかりとして、企業集団形成の主要因とされる株式所有関係および融資関係の二点に限定し、先行研究に拠りながらその特徴を概括する。

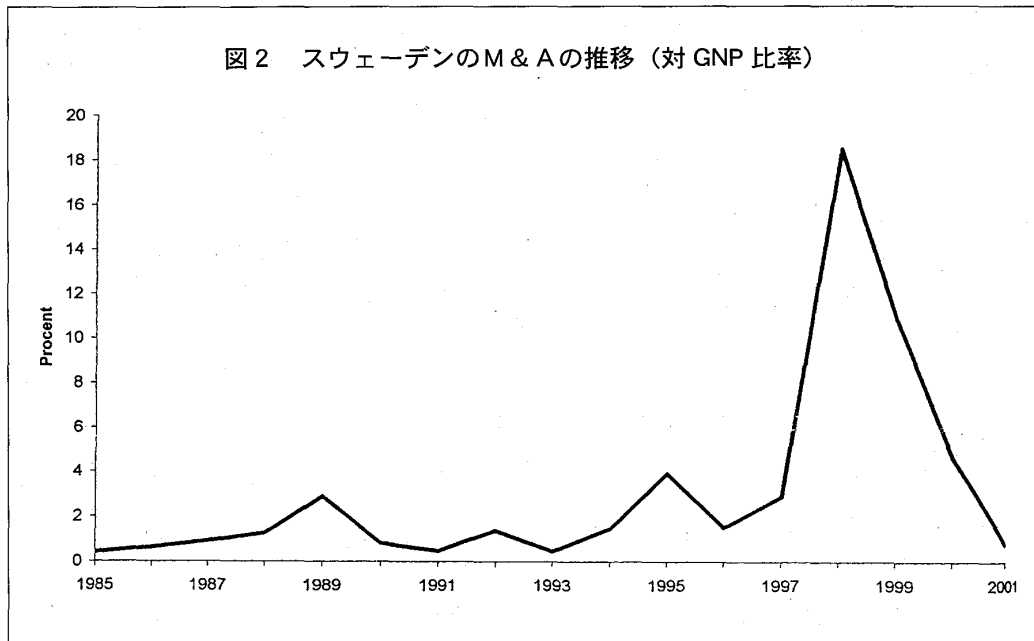
I スウェーデンの株式市場と株式所有構造

まず、スウェーデンにおける近年の株式市場について概観する。[図1]は第一期のバブル経済が始まった1987年から2006年までのスウェーデンの株式市場における上場企業数と時価総額の推移である。上場企業数は90年代初頭の金融危機の時期に減少しているが、近年は300社前後と安定している。この企業数の減少は、買収による上場廃止によって主に生じている。株式市場の時価総額は、2000年3月をピークとした二度目のITバブルの崩壊後に急落するも、近年は再び上昇傾向にある。1990年代末に向けた株式市場拡張期には、スウェーデン企業を一方の当事者とする複数の超大型合併が生じており [図2]、Astra (イギリス企業との合併によって AstraZeneca へ) や Stora (フィンランド企業との合併によって Stora Enso へ) など、それまで時価総額で上位に位置していた企業は、本社の外国への移転に伴う登記変更によって統計から外された。



出所) Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 各年より作成。
 注) A-, O-, NGM-list に上場されている企業数の合計。

4 Söderström, H.(ed.), *Ägarmakt och omvandling : Den svenska modellen utmanad*, SNS Förlag, 2003, pp.147-48.



出所) Söerströ, H.(ed.), *Ägarmakt och omvandling*, p.68.

[表1] で2005年における上位20社の時価総額を見ると、少数の上位企業への集中度が明らかである。20社合計で2兆3890億クローナと、株式市場の時価総額総計の約72%を占めている。これは、スウェーデン経済が少数の巨大な多国籍企業を中心とした経済構造であることを反映している。このうち、のちにみる二大企業集団に属しているとされる企業数は、12社となっている。

表1 2005年における株式時価総額上位20社 (単位:10億クローナ)

2005年	(前年度)	企業名	事業分野	時価総額	二大企業集団への所属*
1	(1)	Ericsson	通信機器	440.7	W/S **
2	(2)	Hennes & Mauritz	小売	223.4	
3	(4)	Nordea Bank	銀行	223.3	
4	(3)	TeliaSonera	通信	199.6	
5	(7)	Volvo	輸送機器	158.1	S
6	(6)	SHB	銀行	131.9	S
7	(5)	FöreningsSparbanken	銀行	114.8	
8	(8)	SEB	銀行	112.2	W
9	(10)	Atlas Copco	産業機器	107.4	W
10	(9)	Investor	投資会社	106.5	W
11	(11)	Sandvik	エンジニアリング	87.8	S
12	(13)	SCA	紙・パルプ	69.8	S
13	(12)	Scania	輸送機器	64.8	W
14	(16)	Electrolux	電機	63.9	W
15	(14)	SKF	精密機器	50.7	W
16	(18)	Skanska	建設	50.6	S
17	(19)	Skandia	保険	48.8	
18	(15)	Securitas	サービス	48.2	

19	(21)	Assa Abloy	その他	45.7	
20	(17)	Industrivärden	投資会社	40.9	S
上位20社合計				2,389.0	
その他合計				912.7	
上場企業総計				3,301.7	
内20社の占める比率				72.4%	

出所) *Ågarna och Makten i Sveriges Börsföretag*, 2006 より作成。

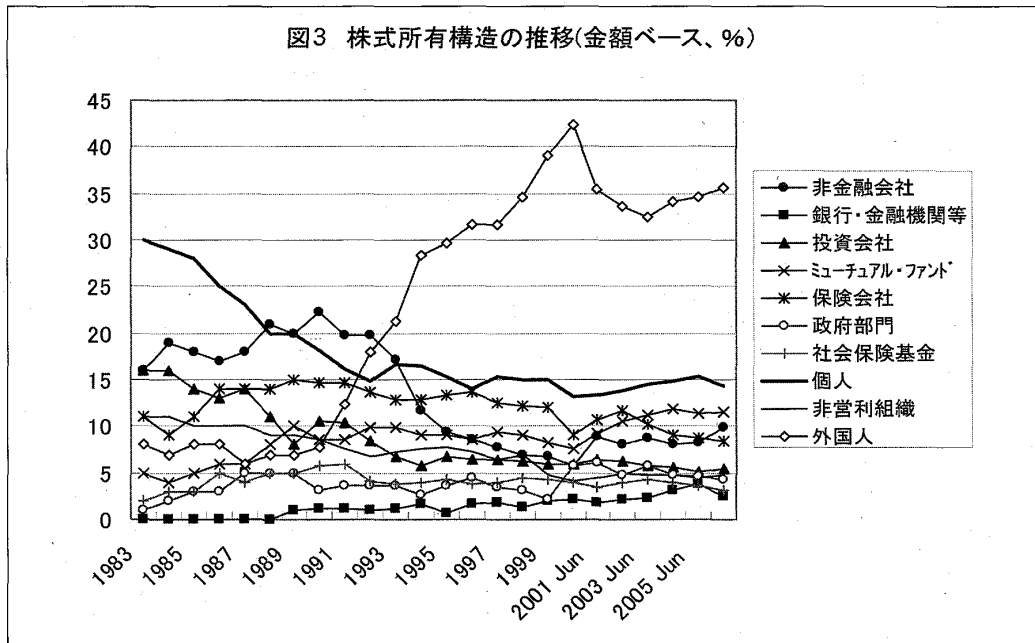
注) * W はヴァレンヴェリ・グループ, S は SHB グループを表す。

** Ericsson は二つの集団に所属していると分類されている。

次に株式所有構造（金額ベース）の推移を見てみよう [図3]。目立つのは、1980年代末から外国人投資家の株式所有比率が急拡大している点である。これによって、1990年代以降の株式市場の大幅な拡大と縮小が、外国人投資家からの資金流入に連動して生じていることがわかる。外国人投資家は1980年代の金融規制緩和を受けて急増しており、その構成は、アメリカやその他諸国からの投資ファンドが大半を占めている⁵。これとは対照的に、個人投資家、非金融会社、投資会社の保有比率は低下傾向にある。スウェーデンの投資会社（investmentbolag）は、資産運用を目的とした「投資ファンド」とは異なり、株式の長期保有自体を目的とした投資会社であるケースが多い。スウェーデンでは1930年代の金融危機を契機に、法律によって銀行による直接の株式所有が禁じられたため⁶、銀行はそれまで所有していた他企業の株式を関連する投資会社や事業会社に移し、「ピラミッド所有」や「クロス所有」といわれる手法を通じて、多くの事業会社の株式を間接的に所有するようになった。1980年代末からの非金融会社および投資会社の所有比率の低下は、この株式所有構造と企業集団の何らかの変化を反映していると考えられる。

他方でこの図は、スウェーデン企業の株式所有構造の変化を必ずしも正確に反映しているとはいえない。スウェーデンでは、一株当りの議決権比重が異なる（主に1対10の比率）株式発行が認められており、株式資本の所有比率が必ずしもその企業に対する議決権の所有比率と一致していないからである。近年では増加している外国人投資家の評価を考慮して、この議決権格差を自主的に解消する企業が増えてはいるものの、スウェーデンはヨーロッパ諸国の中でも、いまだにこの議決権格差を持つ株式発行が最も利用されている国となっている⁸。

-
- 5 所有が明らかな外国人投資家の上位31社のうち、アメリカを本国とする投資ファンドが11社を占めている。Fristedt, D. and S. Sundqvist, *Ågarna och Makten i Sveriges Börsföretag*, SIS Ågarservice AB, 2006.
- 6 Larsson, M., *Staten och Kapitalet : det svenska finansiella systemet under 1900-talet*, SNS Förlag, 1998, pp.98-101.
- 7 Söderström, H.(ed.), *op. cit.*, p.57. 銀行による直接的な株式所有の禁止は、1990年の法改正によって緩められた。
- 8 スウェーデンはヨーロッパ12カ国のうちで、比重の異なる議決権を持つ株式発行を利用している上場企業の比率が55%と最も高い（ヨーロッパ平均は20%）。*Ibid*, p.58.



出所) Statistiska Centralbyrån

注) 1999年までは12月末日の数値。2000年以降は6月末日の数値。

[表2] によって、先ほど示した時価総額上位20社の株式所有と議決権の集中度を見てみよう。20社のうち議決権の格差を持つ株式を発行していないのは5社のみであり、それ以外の企業はすべて議決権の比重の異なる株式を発行している。さらに発行している企業の多くは、いわゆる企業集団に所属しているとみなされている企業である。ここから、少なくとも上場企業に関しては、外国人投資家からの資金の流入を受け入れつつも、企業の所有構造の面ではいまだに企業集団との結びつきを維持しているという構図がみてとれる。中でも Ericsson は、9%の株式しか持たない所有者が40.2%の議決権を持つという、株式所有と議決権所有の格差が最も大きい企業のひとつとなっている⁹。

表2 2005年上位20社の株式所有と議決権所有

議決権の格差 (一株当り議決権)	企業名	A株発行数 (百万株)	B/C株発行数 (百万株)	25大株主の資本所有, %	25大株主の議決権所有, %	企業集団の資本所有, %	企業集団の議決権所有, %
(A株1: B株0.1)	Ericsson **	1308.8	14823.5	67.4	79.3	9.0	40.2
(A株10: B株1)	Hennes & Mauritz	97.2	730.3	80.4	90.5	43.5	72.5
なし	Nordea Bank *	2706.3		81.9	85.5	19.1	19.9
なし	TeliaSonera *	4675.2		86.2	89.7	43.5	45.3
(A株1: B株0.1)	Volvo *	135.5	290.2	73.2	82.9	20.7	21.3

9 Ericsson は1対1000で議決権比重の異なる株式を発行していたが、2004年の株主総会においてこの比重を1対10へと変更した。

(A株1: B株0.1)	SHB	649.9	19.7	71.8	74.2	21.3	22.2
なし	FöreningsSparbanken	530.3		76.3	78.5	31.6	32.5
(A株1: C株0.1)	SEB	663.0	24.2	70.9	73.2	30.4	31.4
(A株1: B株0.1)	Atlas Copco	419.7	209.1	76.8	84.6	15.1	21.2
(A株1: B株0.1)	Investor	311.7	455.5	66.9	82.1	24.7	52.4
なし	Sandvik	237.3		76.5	76.5	18.0	18.0
(A株10: B株1)	SCA	38.4	196.6	69.0	79.2	13.6	40.7
(A株1: B株0.1)	Scania	126.3	100.0	80.4	92.3	15.6	24.2
(A株1: B株0.1)	Electrolux	9.5	299.4	73.0	81.9	7.7	27.1
(A株1: B株0.1)	SKF	50.6	404.7	80.3	80.4	10.5	29.1
(A株10: B株1)	Skanska	22.6	396.0	61.9	72.1	10.5	34.0
なし	Skandia *	1025.1		87.8	87.8	3.5	3.5
(A株10: B株1)	Securitas	17.1	347.9	80.5	86.3	11.0	29.6
(A株10: B株1)	Assa Abloy	19.2	346.7	78.3	85.2	9.5	29.6
(A株1: C株0.1)	Industrivärden	134.2	58.9	73.7	81.1	25.8	35.4

出所) 表1と同じ。

注) *特定の企業集団に分類されていない企業は(外国人を除く)最大株主の割合を示した。Nordea Bank と TeliaSonera はスウェーデン政府が最大株主。Volvo のケースはルノーの数値を用いた。議決権の格差がないのに資本所有と議決権所有に差がある場合は、株の買戻しによる。

** Ericsson は二つの企業集団の合計。

II 企業集団の再編と所有構造における変化

スウェーデンにおける上場企業の株式所有構造については、*Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag* が唯一の継続的な統計として、1985年以降毎年情報を公表している。本書は独自に、株式所有によって結びついている企業のグループを「sfär」と定義し、その所有構造の変化についてもまとめているが、この定義に関しては議論の余地が大きい。本書の「sfär」の定義は「株主総会において同一の利害に基づいて同じ投票行動を取る集団」¹⁰とされ、2006年にはスウェーデンにおいて15の「sfär」と6つのその他所有グループを取り上げている。しかしその中には政府が保有する企業の集団や、ブローカーの集団なども含まれている。また「sfär」のみを見ても、金融機関を含まない事業会社同士の株式持合いから構成される集団や、家族・個人の所有からなる小さな企業グループ、銀行を軸とした、いわゆる日本の企業集団に近い形の企業グループまで多様である¹¹。他方で、1995年にスウェーデンの「銀行危機に関する委員会 (Bankkriskommittén)」に提出された報告書では、集団に核となる銀行が存在しているか否か、および利害関係の独自の基準を設定し

10 *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag*, 1985, pp.9-12.

11 *Ibid*, p.9.

て、それぞれ銀行と結びついている4つの「sfär」を確定している¹²。いずれの調査によっても、その範囲には若干のずれがあるものの、スウェーデンの「sfär」としてSEB (Scandinaviska Enskilda Bank, スカンディナビスカ・エンスキルダ・バンク, 以下SEBと略)を含むヴァレンヴェリ・グループと、SHB (Svenska Handelsbanken, スヴェンスカ・ハンデルスバンケン, 以下SHBと略)を軸としたSHBグループが上位の二大集団とされている。

ここでは、スウェーデンにおける企業集団の変化を把握する手がかりとして、ヴァレンヴェリ・グループを取り上げ、先ほどに見た時期の株式市場全体における所有構造の変化が、同グループの株式所有構造においてどのような形で現れているのかを見てみよう。

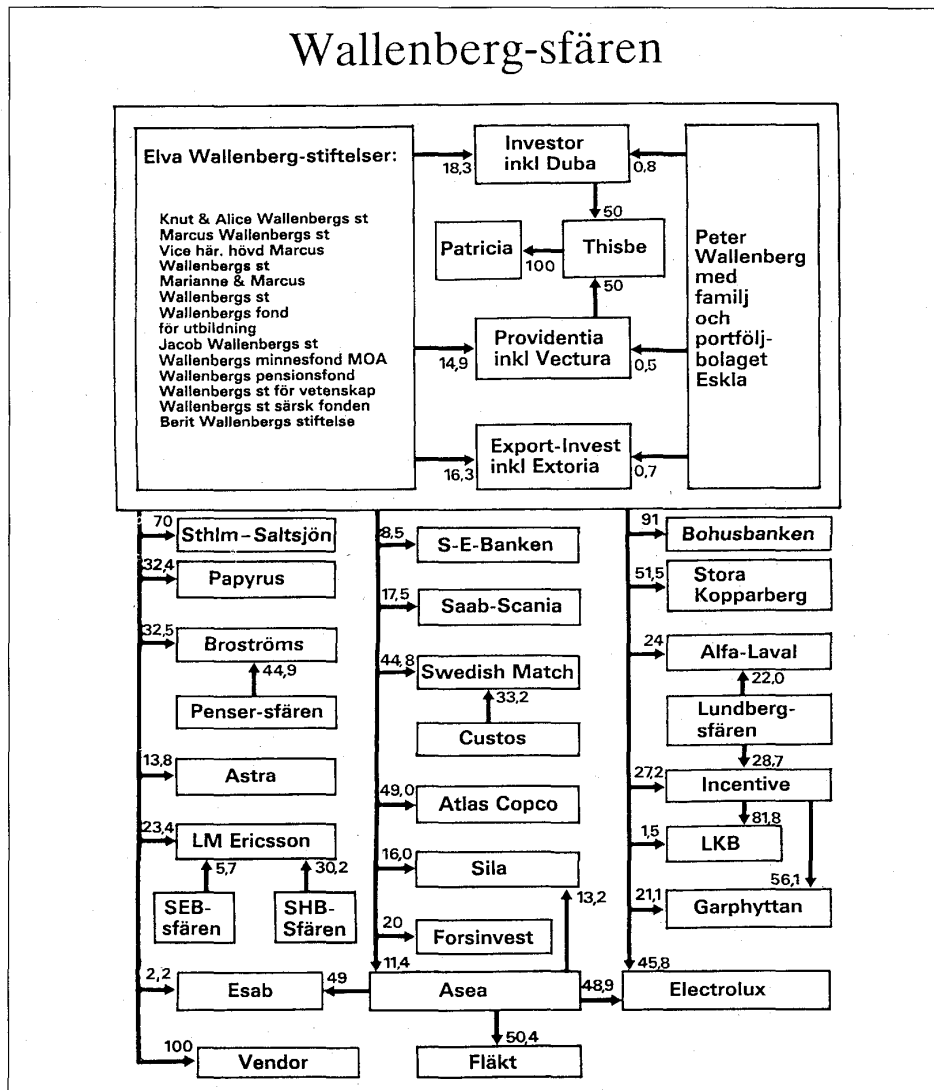
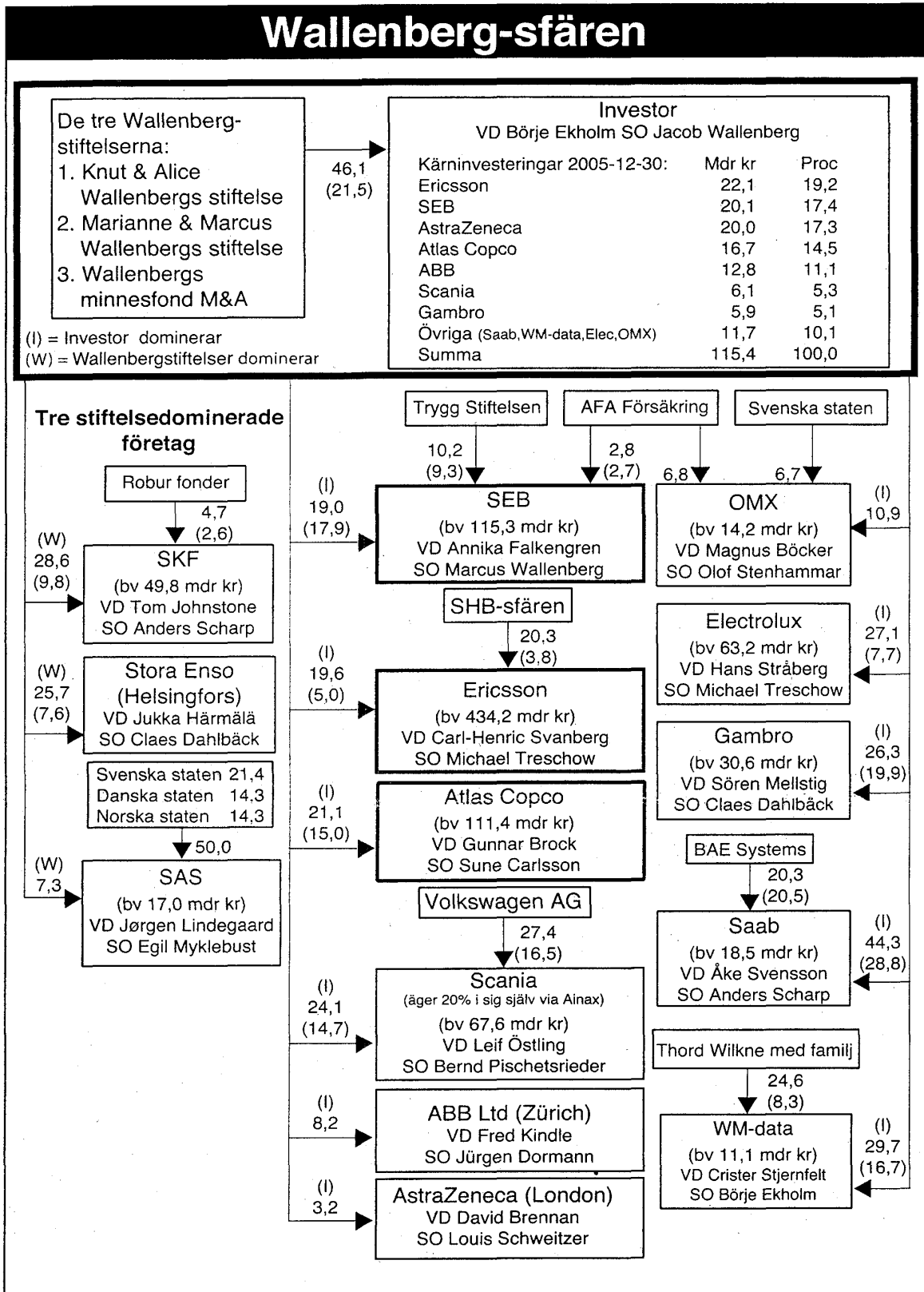


図4-1 ヴァレンヴェリ・グループの所有関係 (1985年)

出所) *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag*, 1985, p.26.

注) 矢印は議決権所有比率を表す。

12 Berglöf, E. and H. Sjögren, "Husbanksrelationen i omvandling-förbindelserna mellan affärsbanker och storföretag i svenskt näringsliv 1985-1993", in Erik Berglöf(et al.), *Bankerna under krisen : fyra rapporter till Bankriskommittén*, Stockholm, 1995., pp.67-71.



[図4-1, 4-2]は、*Ägarna och Makten i Sveriges Borsforetag*による1985年と2006年における同グループの株式所有関係を表している¹³。同グループの所有関係の特徴は、ヴァレンヴェリ関連財団および投資会社がグループ内企業の株式を所有する軸となっており、さらにこの投資会社の株式もヴァレンヴェリ関連財団に所有されている点にある。この点は、銀行関連の財団・年金基金と投資会社との株式相互持合いを軸として形成されているSHBグループとは異なっている¹⁴。また他の集団による少数の持株も存在しており、完全に排他的な所有構造ではない。1985年では、事業会社同士の株式持合いによるクロス所有関係や、事業会社がさらに他の事業会社を所有するピラミッド所有関係が見られたが、近年ではこのような複雑な所有関係は整理されつつある。同グループでは、銀行および投資会社の役員がグループ内企業の重役を兼任するケースが多く、なおかつ経営者の任命・罷免や、重要な事業活動に関する決定には必ず関与してきた¹⁵。このような少数持株所有者の企業集団内企業の経営に対する影響力行使については、ヴァレンヴェリ・グループ独自の人的ネットワークとして「aktivt ägande (active ownership)」などの用語で表されている¹⁶。

さらに[表3]によって、より詳しく5年ごとの資本と議決権所有の変化を見てみると¹⁷、この20年間ほどの間に、同グループが大きく変化を遂げたことが分かる。変化の第一は、グループ企業数の大幅な減少である。1985年では27社存在したグループ企業は、2005年には、外国へ本社を移転した企業も含めても15社まで減少している。その原因は、グループ内外での企業合併および買収、他企業グループへの移行などである。他方で新たに加わった企業の数はずかであり、規模の小さなIT技術やバイオ技術の企業である¹⁸。これは1990年代を通じたスウェーデンにおけるM&Aブームと産業構造の転換に、同グループの企業が深く関わっていたことを表している。集団内企業間の買収は、Papyrus（製紙）、Swedish Mach（マッチ）とStora（紙・パルプ）や、Flakt（環境機器）とASEA（重電）など、相対的に事業内容の近い企業間で行われており、事業内容から見れば、スウェーデンの企業集団が特定分野に集中した形で構成されていたことを反映している。これまでも、同グループはスウェーデン国内において集団内外の企業の吸収・合併を行ってきたが、この時期のM&Aの特徴は、集団の中心にあった複数の大手企業が国境を越えた合併を行っている点で

13 *Ägarna och Makten i Sveriges Borsforetag* (1985)では、ヴァレンヴェリ・グループとSEBグループを、近い関係ではあるが異なるグループとして区別している。その理由は、SEBが顧客としてのボルボ・グループとヴァレンヴェリ・グループとの間で中立的な立場をとっているため、とされている。ここでは「銀行危機に関する委員会」の定義に従って、両グループを同一集団に属するものとみなす (Berglöf, E. and H. Sjögren, *op. cit.*, pp.67-71.)。また、1985年時点で、のちにヴァレンヴェリ・グループの所有となったIncentiveを支配していたLundberg-sfärenをどう取り扱うのかについても議論の余地があるが、ここではとりあえず別のグループとして扱う。

14 *Ibid.*, p.11.

15 Sjögren, H., *op. cit.*, 2006.

16 Lindgren, H., *op. cit.*, p.2.

17 ここで取り上げるのは、企業集団に属し、なおかつ株式市場に上場されていて *Ägarna och Makten i Sveriges Borsforetag* によってその所有構造が把握できる企業のみである。

18 Söderström, H.(ed.), *op. cit.*, p.67.

ある。これらのM & Aは、スウェーデンだけでなくEC / EU市場を中心として活発化したM & A活動の一部として生じており¹⁹、欧州市場統合を契機とする国境を超えた産業再編と企業間競争の高まりが、スウェーデンの企業集団のあり方に影響を及ぼしていることがわかる。なお他の企業集団についても、企業数の減少や再編は共通した現象となっている²⁰。

表3 ヴァレンヴェリ・グループ企業の株式所有構造の推移 (%)

所有者名 企業名	1985		1990		1995		2000		2005	
	資本所有	議決権	資本所有	議決権	資本所有	議決権	資本所有	議決権	資本所有	議決権
Atras Copco										
Investor	7.3		9.2	11.8	14.1	20.1	15.0	21.4	15.0	21.1
Providentia	8.5		9.5	12.2						
Patricia	32.6		6.3	6.5						
W Peter	0.3		0.2	0.2	0.0	0.0				
W fonder	0.2						0.1	0.1		
W stiftelser					0.2	0.3	0.1	0.1		
SEB sfären	0.5		1.3	0.7	2.1	1.9	2.9	2.9	1.3	0.3
Electrolux										
Investor	3.3	33.4	1.7	35.3	1.3	45.2	3.6	21.0	7.7	27.1
Providentia	0.6	7.6	0.3	9.9						
Export-Invest	1.2	0.0	1.1	0.0						
Patricia			0.5	0.0						
Incentive					5.1	48.4				
W fonder	0.2	4.7	0.0	0.5						
W Peter	0.0	0.1								
W stiftelser					0.0	0.5	0.0	0.1		
Asea	11.8	48.9	10.7	48.6						
SEB sfären			1.4	0.0	2.1	0.1	3.0	2.5	1.8	1.5
Ericsson										
Investor	1.1	10.5	1.0	10.5					5.0	19.6
Providentia	1.2	11.8	1.1	11.8						
W fonder	0.1	0.8	1.5	16.6	2.2	25.4	3.5	22.2		
W Axel			0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1		
W Peter	0.0	0.2					0.0	0.1		
W stiftelser					1.4	16.5	1.4	16.5		
SEB sfären	0.6	5.7	5.0	2.8	0.5	2.4	1.0	1.3	1.4	1.1
SKF										
Investor	5.1	11.3	9.0	19.6	13.2	30.3	14.2	29.0	9.8	28.6
Providentia	5.1	10.5	8.6	18.8						
Export-Invest	1.0	0.8								
W fonder	0.6	1.1	0.6	1.1						
W Peter	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0		
W stiftelser					0.7	1.1	0.6	1.0		
SEB sfären	1.6		2.9	4.5	0.3	0.8			0.6	0.3

19 拙稿「現代欧州重電市場の構造変化と企業再編」『経済論叢 (京都大学)』第165巻第3号 (2000年), 203-224ページ, 参照。

20 Söderström, H.(ed.), *op. cit.*, p.67.

岸田：スウェーデンにおける「企業集団」と企業間関係

	Sila				SAS Sverige					
Investor	8.4		8.8	8.8	13.0	13.0	18.8			
Providentia	7.6		8.3	8.3						
Incentive					5.6	6.9				
W stiftelser									7.0	
SEB sfären							1.5		0.3	
	S-E-Banken				SEB					
Investor	1.1	1.1	0.7	0.8	2.5	2.6	9.6	10.0	17.9	19.0
Providentia	1.7	1.7	0.7	0.8						
Export-Invest	0.9	0.9	1.0	1.0						
W fonder	4.7	4.7	6.0	6.1						
W fam	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2				
W Peter	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0				
W stiftelser					9.8	10.0	10.7	11.0	1.5	0.8
SEB sfären	3.2	3.2	8.4	8.4	3.3	3.4	6.0	6.0	12.8	13.6
	Incentive				Gambro					
Investor	9.9	12.2	8.3	12.5	27.1	35.6	19.9	26.4	19.9	26.3
Providentia	9.3	11.5	7.9	11.8						
Thisbe	0.3	0.4								
W släkt	1.4	1.8	1.1	1.5						
W fonder	2.1	1.5	1.2	1.3						
W stiftelser					5.6	7.3	5.2	6.8		
SEB sfären	2.2	2.7	12.8	11.7	3.2	3.4				
	Investor									
Providentia	0.5	0.1								
W fonder	18.3	18.3	23.3	26.2						
W fam	0.2	0.1	0.3	0.4						
W Peter bolag	0.8	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3
W stiftelser					23.2	40.7	19.3	41.4	21.5	46.1
W Axel					0.1	0.2	0.1	0.2		
W Marcus					0.1	0.2	0.1	0.1		
W J fond							0.1	0.2		
W Dr M Fond							0.1	0.2		
SEB sfären	1.6	1.6	9.3	10.3	4.6	6.6	2.2	4.2	4.5	6.3
	OM (88年上場)			OM Gruppen			OMX			
Investor			19.6		20.6		15.3		10.9	
Providentia			19.6							
Patricia			1.6							
SEB sfären							4.2		1.1	
	Saab-Scania		Inv/Prov により買収			Saab				
Investor	3.5		9.3	10.7			20.3	36.1	19.8	38.0
Providentia	2.6		11.0	12.6						
Export-Invest	2.4		2.0	2.1						
Patricia			1.1	1.3						
W fonder	9.2		5.8	6.6						
W Peter bolag	0.1						0.1	0.1		
W stiftelser							8.7	5.6	8.7	6.1
W Dr M Fond							0.1	0.1		
W Marcus stift							0.1	0.1		
W Peter stift							0.0	0.0		
W Axel							0.0	0.0		
SEB sfären	1.2		5.1	3.8					0.3	0.2

					Scania					
Investor							9.5	15.6		
W stiftelser					3.7	0.7	5.2	8.6		
SEB sfären					1.1	0.9	2.4	1.0		
					ABB (本社スイス)					
Investor	Asea		ABB				4.8	8.2		
Providentia	5.4	6.3	10.5	12.4						
Export-Invest	3.0	3.5	8.5	10.0						
Incentive	1.3	1.5	1.3	1.6	25.0	32.9				
W fonder	0.2	0.2	2.1	2.4						
W Peter	0.0	0.0								
SEB sfären	2.9	3.4	4.2	4.8	1.2	1.3				
					AstraZeneca (本社イギリス)					
Investor	Astra						5.0	3.2		
Providentia	8.2		8.9	10.4	10.1	11.9				
Export-Invest	5.1		2.8	3.3						
Patricia			0.7	0.7						
W fonder			0.5	0.6						
SEB sfären	0.5									
	1.3		4.1	4.7	1.4	1.6				
					Stora Enso (本社フィンランド)					
Investor	Stora Kopparberg									
Providentia	13.2		10.6	13.0	16.7	20.1				
Patricia	11.2		8.4	10.2						
Thisbe	25.9		4.5	5.5						
W fonder	0.1									
W Peter	1.0		1.3	1.3						
W släkt	0.1		0.1	0.1						
W stiftelser	0.1				1.2	1.5	10.0	24.0	7.6	25.7
SEB sfären	2.0		3.7	3.9	3.7	4.6				
					Haldex					
Investor	Garpyhttan									
Providentia	14.0		13.6							
Incentive	7.2		7.0							
SEB sfären	21.1		56.2		56.2					
					2.2					
					Tetra Pak により買収					
Investor	Alfa-Laval									
Providentia	5.5	11.4	6.5	13.5						
Export-Invest	5.5	11.3	6.6	13.6						
Thisbe	0.7	0.0								
W fonder			1.5	3.0						
W Peter	0.7	1.4	0.7	1.4						
SEB sfären	0.0	0.0								
	0.9	1.9	7.7	10.3						
					Charter plc により買収					
Investor	Esab									
Providentia	8.2	1.1								
Patricia	8.2	1.1								
Asea			2.6	0.9						
	41.8	48.9	41.8	48.2						

岸田：スウェーデンにおける「企業集団」と企業間関係

	Export-Invest			Investor により買収
W fonder	16.3	15.2	29.3	
W släkt	0.7	0.4	0.8	
SEB sfären	4.1	2.7	5.3	
	Skåne-Gripen			Skanska により買収
Incentive		15.4	22.4	
SEB sfären		1.5	0.3	
	Skandia			
Investor		4.1		
Providentia		2.7		
Patricia		7.7		
W fonder		0.4		
SEB sfären		1.9		
	Fläkt			Asea により買収
Asea	50.4			
	Forsinvest			Birka Business Development
Investor	20.0			
SEB sfären	4.7			
	Gambro			Incentive に統合
Incentive		42.2	58.1	
	Philipson Arcona			Evidentia
SEB sfären		38.4	44.3	38.4 44.3
	Diligentia (96年上場)			Skandia により買収
Investor				2.1
W stiftelser				10.1
W Dr M Fond				0.3
SEB sfären				11.0
	Fabege			Nackebro により買収
SEB sfären		25.4	28.4	
	Hasselblad			Incentive/Asea により買収
Incentive		58.1		
	Hasselfors			AssiDoman により買収
Investor		22.4	20.5	
	Klovern (87年上場)			Wihlborgs により買収
SEB sfären		16.0	15.3	
	Orrefors			Proventus により買収
Incentive		42.4	87.8	
Investor			21.9	
W stiftelser			2.2	
	Providentia			Investor により買収
W fonder	14.3	26.1	29.4	
W Peter	0.5	0.5	0.6	
W släkt		0.5	0.5	
SEB sfären	6.2	8.6	9.7	

	LKB	Pharmacia により買収			
Incentive	61.4	81.8			
Investor	1.6	0.8			
Providentia	1.0	0.5			
W fonder	0.4	0.2			
W Peter	0.2	0.1			
SEB sfären	0.6	0.3			
	Papyrus	Stora により買収			
Investor	12.4				
Providentia	8.6				
Export-Invest	3.7				
Thisbe	1.0				
W fonder	5.9				
W Peter	0.9				
W släkt	0.9				
SEB sfären	3.4				
	Swedish Match	Stora により買収			
Investor	6.2	32.1			
Providentia	12.4	112.7			
Saltsjön Fast	0.2	1.0			
SEB sfären	0.9	5.0			
	TV 4 (95年上場)				
Investor		21.4	24.4		
	Ångpanneforeningen				
Investor		10.0	15.0		
Providentia		10.0	15.0		
W Peter bolag		1.3	1.8		
	Volvo				
SEB sfären		4.9	7.3	2.1	4.0
	WM-data (86年上場)				
Investor		14.9	6.0	16.7	29.7
SEB sfären		4.2	1.7	1.2	0.7

出所) 表1と同じ。

- 注) 1 表は、ヴァレンヴェリ・グループに所属していて、なおかつ株式市場に上場されている企業のみが示されている。また、数値はヴァレンヴェリ・グループに所属しているとされる時期の、集団内での所有のみを表記している。所属していない時期にも株式の所有は見られる。
- 2 はグループへの所属時期、 はグループに所属しているが外国籍となった時期を表す。
- 3 株式所有者のカテゴリーは、大きくは「投資会社」、「家族財団・個人等」、「銀行関連」、「事業会社」に区分される。
- 4 SEB sfären には、SEB の複数の年金基金団体が含まれる。W は Wallenberg の略、släkt は家族関係者を表す。

第二は、A株・B株発行の一時的な増加と、投資会社そのものの再編である。1985年時点では一種類の株式のみを発行していた企業のうち5社が、85年から90年の間に新たに議決権格差を持つ株式の発行を行っている。また株式所有を目的とした投資会社の新規設立や、その統廃合が頻繁に生じているのも85-95年の時期である。この時期は、92年に始まる金融危機以前までは第一期の株式市場拡張期であり、一連の金融規制緩和を受けて株式市場における外国人投資家の割合が急拡大し、さらに1992年域内市場統合を目前に、スウェーデン企業による欧州企業の買収が急増した時期であ

る。ヴァレンヴェリ・グループの多数の企業においても外国人投資家が金額ベースで株式所有の3割以上を占めるようになった。このため、同グループが増大する外国人株主に対してグループ企業の経営権を維持するために、議決権の比重が異なる株式発行を利用し、複雑化した株式所有関係の再編を行うために投資会社を利用した可能性が高いといえる²¹。しかしより近年では、既に述べたように、企業の国際合併による本社移転や株主からの批判に答える形で、このような議決権格差を持つ株式発行を廃止する傾向にあり、株式市場の国際化に対して、ヴァレンヴェリ・グループの対応が1990年代前半頃を境として変化していることをうかがわせる。

第三は、第二の点と関連するが、相対的に高い議決権比率の維持である。集団内に残っている企業の1985年時点と2005年時点を比較すると、株式数の大幅な増加にもかかわらず、議決権の相対的に高い割合が維持されている。その一方で、国際合併によって新たに誕生した企業のうち2社における所有関係では、株式資本と議決権の両面においてヴァレンヴェリ・グループの比重が低下しており、一見すると以前に比べて関係が希薄化しているように見える。これら企業において、ヴァレンヴェリ・グループとの関係が実体としてどのような意味を持っているのかについては、より詳細な検討が必要である。

III 融資関係の変化と企業集団

スウェーデンの企業集団における商業銀行と企業との関係については、入手可能な資料が少ないために、株式所有構造と比較して明らかにされていることは多くない。しかし遅くとも第一次大戦頃には、商業銀行と企業との間に「ハウスバンク」あるいは「メインバンク」と呼ばれる長期的な融資関係が存在していたことが指摘されている²²。これら「ハウスバンク」関係は、銀行の合併・買収を通じた再編によって切り替えられることがありながらも、第二次大戦以降においても基本的に継続してきた。また主要商業銀行によるこれら融資先企業の株式所有数は、所有が禁止される1930年代以前の1920年代が最も多かった時期であるが、1930年代以降についても、各銀行に関連する諸機関を含めた間接的な株式所有関係としてみれば、安定した融資関係と重複する株式所有関係が継続している。このようにスウェーデンにおいて商業銀行は、ながらく企業部門の重要な資金調達源および間接的な株主として中心的な役割を担ってきた。近年では1990年代初頭の金融危機後の吸収・合併を通じて、スウェーデンの銀行部門の4大銀行への集中度が高まっている。

21 Lindgren, H., *op. cit.*, pp.251-258.

22 第一次大戦期から第二次大戦直後の時期における商業銀行と産業企業との関係については、次のシュグレンの研究を参考。Sjögren, H., *Bank och Näringsliv : Tvärsnittsanalyser och longitudinella studier av relationen mellan svenska företag och affärsbanker inom det bankorienterade finansiella systemet 1916-1947*, Uppsala, 1991. 1960年代末に行われた独占調査委員会の報告書においても、企業集団内の融資関係について取り上げられている。Vem äger Sverige? : fakta om makt och ägande ur Koncentrationsutredningen, Stockholm, 1971.

表4 スウェーデンの主要銀行の総資産 (単位: 10億クローナ)

	1990		1995		2003	
	総額	シェア (%)	総額	シェア (%)	総額	シェア (%)
SHB *	276	16.9	395	24.9	972	29.5
SEB	338	20.7	366	23.1	774	23.5
FSB/SPS **	134	8.2	254	16.0	507	15.4
Nordea Bank	296	18.2	264	16.7	477	14.5
合計	1,044	64.0	1,279	80.7	2,730	83.0
その他銀行	586	36.0	306	19.3	561	17.0
総計	1,630	100.0	1,585	100.0	3,291	100.0

出所) *Statistiska centralbyrån*, 2004.

注) *2003年は *Stadshypotek Bank AB* を含む。

** *FöreningsSparbanken AB* は *FSB Boländirekt AB* を含む。

ここではスウェーデンの銀行 - 企業間関係に関する最も新しい調査として、1995年に「銀行危機に関する委員会」に提出された報告書のうち、「ハウスパンク」関係を検討した報告²³ (以下「ハウスパンク」報告と略) の内容を紹介しながら、85年代後半から93年までの金融市場変動期におけるスウェーデンの商業銀行と集団内企業との関係の変化について概観してみたい。

「銀行危機に関する委員会」への報告書の目的は、1980年代後半の株式市場拡大からバブル崩壊および金融危機が生じた1990年代初頭にかけて、スウェーデンの銀行部門にどのような変化が生じたのかを明らかにすることである。この時期においても銀行部門にとって企業貸付は全体の中で大きなシェアを占めており、1990年には総貸付の46%が企業部門向けであった。さらに1990-93年における銀行部門の信用損失の71%は、企業部門に対する貸付で生じていた²⁴。このような状況を踏まえて「ハウスパンク」報告が調査の焦点としたのは、1985-1993年の時期における「信用供与の構造」と「信用供与と、銀行と関連する機関を通じた所有との間の結びつき」の2点であった。この報告がベースとしたデータは、銀行から金融検査庁 (*Finansinspektionen*) に提出された、各銀行の企業に対する一定金額以上の大口貸付内容の詳細である²⁵。

まず「信用供与の構造」の概観では、この時期を1985-89年の景気拡大期と1990-1993年の景気縮小期とに区分した上で、次のような一般的に見られる特徴を挙げている。①1986-1990年の時期には、企業は借入先を複数の銀行に拡大しており、企業部門全体の流動性が急増し、外部ファイナンスへの需要が減少している、②全時期を通じて大企業のファイナンス期間が短縮されている、③大企業は、金融子会社設立等を通じて自己金融機能を拡大している、④銀行貸付も1986-1990年の時期に増加している、⑤特に1980年代において銀行による保証内容が変化した (無担保貸付の増

23 Berglöf, E. and H. Sjögren, *op. cit.*, 1995.

24 *Ibid*, pp.10-11.

25 データの定義については同報告の付録1を参照。

加), ⑥1990-1993年の時期には不動産価格の急落と企業部門の流動性悪化が生じ, 銀行部門の信用損失が爆発的に拡大した。この時期全体を通じて, 大企業は証券ファイナンスを求める傾向となり, 個々の企業はその借入先を分散化させる傾向にあることが指摘されている。

次に「信用供与と, 銀行と関連する機関を通じた所有との間の結びつき」をより詳しく明らかにするために, 「ハウスバンク」報告では, この時期に銀行がデータを報告した個々の大口貸付内容の詳細な検討を行っている [表5-1, 5-2]。

表5-1 大口貸付と関連株式所有

報 告 日	集 合 A		集 合 B					
	1990.6.30		1984.12.31		1990.6.30		1993.6.30	
貸付枠 (百万クローナ)	5,430	(4,200)	—		6,251	(5,147)		—
利用枠 (百万クローナ)	2,466	(1,355)	493	(255)	1,656	(1,922)	2,539	(2,054)
担保 (百万クローナ)	1,021	(673)	317	(181)	1,173	(620)	676	(63)
預金 (百万クローナ)	65		—		45			—
利用率、%	45		—		42			—
担保率、%	41		66		44			27
関連株式所有 I *	9		6		7			13
関連株式所有 II **	13		10		10			22

出所) Berglöf, E. and H. Sjögren, p.41.

注) 平均 (中間), 時価表示。「集合 A」は1990年時点のすべての企業を含み, 「集合 B」は84年, 90年, 93年のすべてにおいてデータが入手可能であった企業のみを含む。

* 全企業の議決権に占める関連機関の平均シェア。

** 銀行関連機関を持つ企業の議決権に占める, 関連機関の平均シェア。

表5-2 株式所有と信用供与との関連

	企 業 数	最大株主と最大信用供与者が関連する企業 (%)	五大株主の1つが最大信用供与者と関連する企業 (%)
1984	22	11 (50)	16 (73)
1990	29	9 (32)	22 (79)
1993	16	4 (25)	9 (56)

出所) Berglöf, E. and H. Sjögren, p.42.

これらのデータによると, ①1990年には29の企業のうち22社において, 銀行の信用供与と, 銀行と関連する機関を通じた株式所有 (議決権比率) との間には明白な関連が存在している, ②最大の信用供与者と株式所有者とが関連している企業数は減少している一方で, 関連が存在する企業における, 平均的な株式所有 (議決権) の割合は著しく増加している, この集中はとりわけ1990-1993年の時期において明確である, ③企業のメインバンク変更が一般的となっているが, このメインバンクの変更は銀行の株式所有の変更 (企業集団の変更) と関連している, ④企業は1980年代に借入先銀行の数を増加させている, などの特徴が示されている。

特に④については、それまでの「ハウズバンク」関係に対して新たな傾向とみなされるために、さらに報告では2つ以上の大口貸付を得ている企業について、それらに対する貸付銀行の位置を「メインバンク」と「サイドバンク」に区分した上で、その貸付内容の違いを検討している²⁶ [表6-1, 6-2]。その結果、十分なサンプル数に裏付けられてはいるわけではないとの留保を置きつつも、おおよその傾向として、複数の大口貸付銀行を持つ企業（「複数銀行企業」）のメインバンクは、最大の貸付限度枠を提供し、なおかつ貸付枠の利用率も最大であるが、そのサイドバンクも、利用はされていないが比較しうる貸付限度枠を提供していること、さらにこれらサイドバンクの貸付限度枠は一般的に増加する傾向にあること、メインバンクは議決権の大きな割合を持つ一方で、サイドバンクはほとんど持たないこと（ただし、集合Bの1993年は増加）、他方で、この時期にメインバンクを変更しなかった企業（「コア企業」）のみを見れば、メインバンクの貸付金額が最も大きく、なおかつ株式所有割合も大きいこと、が示されている。

表6-1 「複数銀行企業」における大口貸付（単位：百万クローナ）、1990年（集合A）

	貸付限度枠	利用枠	担保	預金	利用率、%	担保率、%	議決権、%
複数銀行企業全体	6,889	3,212	1,105	70	47	34	9.0
メインバンクのみ	8,654	5,904	1,663	140	69	28	22.1
サイドバンクのみ	7,954	2,594	1,278	29	33	49	1.3
コア企業全体	6,604	3,483	872	108	52	25	11.8
メインバンクのみ	10,023	6,595	1,745	187	66	26	33.1
サイドバンクのみ	6,755	2,523	1,057	41	37	42	0.6
合計	5,430	2,466	1,021	65	45	41	9.0

出所) Berglöf, E. and H. Sjögren, p.47.

注) 平均, 時価表示。

表6-2 「複数銀行企業」における大口貸付（単位：百万クローナ）、（集合B）

	貸付限度枠	利用枠	担保	利用率、%	担保率、%	議決権、%
複数企業、1984年						
メインバンク	—	901	509	—	56	15.2
サイドバンク	—	502	273	—	54	1.7
複数企業、1990年						
メインバンク	8,667	5,238	1,826	60	35	15.7
サイドバンク	8,209	2,884	1,518	35	53	1.5
複数企業、1993年						
メインバンク	4,750	3,172	905	67	29	15.3
サイドバンク	3,877	1,903	456	49	24	12.3
合計						
1984年	—	493	317	—	66	6.2
1990年	6,251	2,656	1,173	42	44	7.4
1993年	3,981	2,539	676	64	27	13.4

出所) Berglöf, E. and H. Sjögren, p.48.

注) 平均, 時価表示。

26 報告書では、「メインバンク」と「サイドバンク」を貸付の第一と第二に位置する銀行として定義しており、「ハウズバンク」は、その銀行が企業に対して唯一の大口貸付を持つ場合か、あるいは「メインバンク」が「サイドバンク」より二倍以上の大口貸付を行っている場合に「ハウズバンク」と定義している。

以上のデータの検討から「ハウスバンク」報告の主要な結論部分では、1990年代のスウェーデンの企業集団における銀行-企業間関係を、「アームズレングス・ファイナンス (armlängdsfinansiering)」と「コントロール志向ファイナンス (kontrollorienterad finansiering)」との混合形態として特徴付けている²⁷。「アームズレングス・ファイナンス」とは、契約条件が行使される限りにおいて企業経営へは介入しないファイナンス形態を指し、アメリカとイギリスにおいて典型的に見られる企業ファイナンス形態であり、もう一方の「コントロール志向ファイナンス」は、融資主がその信用供与や過半数株式所有を通じて、企業の戦略的な決定に継続的に介入することを意図しているファイナンス形態を指し、大半のヨーロッパ諸国や日本などで見られると述べられている²⁸。スウェーデンの銀行-企業間関係においては、長らく「コントロール志向ファイナンス」の形態が支配的であったが、近年は金融市場の変化や銀行間競争の増大、および企業集団の再編によって、「コントロール志向ファイナンス」が依然として支配的であるものの「アームズレングス・ファイナンス」が補完的な要素として重要性を増している、とされる²⁹。

「ハウスバンク」報告は、銀行の貸付内容の具体的変化を検討することによって、同報告も述べている通り、少なくとも1993年までの時期については、Ⅱでみた企業集団の株式所有構造面での変化が、企業集団内の企業に対する銀行の融資関係の変化と関連性を持つことを示唆している。銀行の大口貸付の少数企業への集中は、同じ企業における議決権所有の集中と一致している可能性が高く、この範囲においてスウェーデンにおける企業集団の継続性が示されている。他方で、メインバンクを持つ企業数の減少と、同報告で「アームズレングス・ファイナンス」として表現されているサイドバンクを持つ企業数の増加は、企業の自己金融の増大とともに、個別企業集団からの自立化を意味するように読み取れる。この点については、1993年以降のフォローとともに、当該期におけるスウェーデンの銀行自体の変容と、企業の側の資金需要内容や資金調達手法の変化、あるいは報告書では取り上げられなかった国外金融機関との関係など、個別の検討が必要であろう³⁰。

小 括

本稿ではスウェーデンの企業集団について、主に1980年代後半から1990年代までの、株式所有構造と融資関係にみられる変化のいくつかの特徴を示してきた。株式所有構造と融資関係のいずれの点においても、1980年代末から1990年代初頭およびバブル崩壊期にかけて、スウェーデンの企業集団が構造変化を遂げていることは明らかである。その変化は、本稿でみた限りにおいて、産業再

27 Berglöf, E. and H. Sjögren, *op. cit.*, pp.51-58.

28 *Ibid.*, pp.15-16.

29 *Ibid.*, p.57.

30 最新の金融検査庁のデータでは、表5-2の数値が順に、1997年には18社、5社、10社、2001年には3社、1社、2社となっている（データは未公開）。このことは、大口融資主（銀行）と株主所有者との明白な関連が、ますます少数の企業においてのみ見られることを示しているが、この変化の意味については今後の検討課題としたい。

編・M & Aを背景とした企業側の資金調達行動の変化と、銀行側の株式所有政策及び貸付行動の変容との相互作用によって生じている可能性が高い。スウェーデンの企業集団に対しては、しばしば家族所有の株式支配構造として、スウェーデンの企業集団が維持されるのか否かという点に多くの関心が集まるが、1990年代から進展しているEU市場レベルでの企業間関係の変化の中で、これら企業集団の長期的に見た役割の変容を位置づけて検討する必要がある。

(2006年10月2日 受理)