

<翻訳>

「アクティブ・オーナーシップ：歴史の中のインベストル社」¹⁾

岸 田 未 来

キーワード：スウェーデン，投資会社，スフェア，ヴァレンベリ，アクティブ・オーナーシップ

I 研究対象としてのインベストル

経済における所有と影響力に関する研究は、1980年代と1990年代には新たな水準に到達し、新たな方向性を与えられてきた。スウェーデンのこの領域における研究は、他の諸国の状況と比較して非常に発展している。その理由の一つは、興味深いことに、株式所有に関するデータの利用可能性にある。1970年に導入されたVPC登録システムは、株式上場企業の所有データをおおやけにし、簡単に利用できるようにした。この状況は、より詳細な研究を可能としている。所有と議決権に関する機械的なデータの収集に、多くの努力が割かれる必要がなくなった。そのためより多くのエネルギーが、所有者が実際に何を行っているのか、に関する質的な問題の検討に費やされるようになった。それはいくぶんもったいぶった言い方をすると、何が所有機能の実際の内容として言及されてきたのか、という問題である。

企業所有の役割に関する議論は、最初にアドルフ・バーリとガーディナー・ミーンズによって1932年に提起された、論争的であるが古典的な論文に起源を持つ。それは、近代的大企業の支配は、株主から経営者へと移行したというものだ。所有と支配の分離に関する彼らの結論は広く利用されてきた。それは、アルフレッド・チャンドラーによる、古い経営組織形態をおきかえる「管理された資本主義」という、活発に議論された理論の一つの構成要素だ。この論文はさらに、現代の新制度派経済学の一部であるエージェンシー・コストと、依頼人（プリンシパル）-代理人（エージェント）関係に関する様々な理論への基礎を構成している。最後にこの論文は、特定のタイプの機関

¹⁾ 本稿は、Håkan Lindgren, *Aktivt Ägande : Investor under Växlande Konjunkturer*, 1994, Stockholm, Institutet för ekonomisk-historisk forskning vid Handelshögsk (全364ページ) に所収されている英語サマリーの翻訳である。本文の翻訳を快く承諾していただいた Lingren 教授に深く感謝したい。なお、本書にはスウェーデン語版要約と英語版要約が収録されており、内容はほぼ同じである。ただし英語版には英語圏の読者に対して、スウェーデンに独特の用語説明や先行研究を踏まえた説明が付け加えられている。またこの英語版要約は *Active Ownership : Investor AB in an Historical Perspective* のタイトルで別冊としても出版されている。本書は、スウェーデン最大の「スフェア」であるヴァレンベリ・スフェア (Wallenberg sfären) について、その1916年から1991年までの75年間の歴史を、グループの投資会社インベストル社 (Investor AB, 以下インベストルと表記) とその主要株主であるヴァレンベリ家の関与を中心に明らかにしている。ここでスフェアとは、主に株式所有や兼任取締役を通じて結びついている、複数の企業から構成される集団を指している。スフェアには日本という「企業集団」や「企業グループ」など、多様な種類の集団が含まれるために、本稿ではそのまま「スフェア」と訳した。

所有者によって果たされるべき、適切な所有の役割に関する議論の背景をなしている。

スウェーデンやその他において大きな関心を生み出してきた一つの疑問は、個人所有の著しい減少と株式の増大した収益によって、大企業の計画期間は影響を受けたのか否か、受けたのだとしたら如何にしてなのか、というものだ。この意味において、企業経営への異なる関与の程度にもとづき、所有の役割を定義し、所有者の多様なカテゴリを区別する試みがなされてきた。

所有に関するあらゆるスウェーデンの研究は、その理論的な出発点に関わりなく投資会社を強調してきた。その特別な地位の根拠は、投資会社が伝統的に、例えばミューチュアル・ファンドや保険会社が持っている以上に、アクティブ・オーナーシップを行使する大きな能力を持ってきたためである。投資会社の投資政策は、所有可能な一企業の議決権比率に対する法的な制限などによって、妨げられることはなかった。そのため投資会社が他の機関投資家よりもさらにアクティブ・オーナーシップを実行し、企業発展に対して長期的な影響力を及ぼしてきたことは驚くに値しない。それゆえ株式市場に上場している大手の投資会社は、他のカテゴリの株式所有者よりも集中したポートフォリオを持ち、多くの支配株を所有し、取締役会に多くの代表者を送り込んでいる。所有戦略を形成し、それらを経営目標として公言してきたのも投資会社だ。

あらゆる側面から投資会社に割り当てられてきた経済的な重要性という観点にもかかわらず、投資会社の行動に関する実証研究がほとんど行われてこなかったのは驚くべきことだ。しかしスウェーデンの研究によって合意されてきた一つの結論は、投資会社は均質な所有のカテゴリを構成しないということである：各々の企業は時期によって多様であり、株式の管理と企業経営における起業家精神、および直接的な関与において、相対的に異なる重点をもっている。われわれはそのような競合する選択に関して、実際の決定がいかに行われているのかについては多くを知らない。しかしながらおそらく最も重要な問題は、投資会社の活動が長期にわたってどのように変化してきたのかについて、われわれがほとんど知識を持たないことであろう。

「アクティブ・オーナーシップ：インベストル社とヴァレンベリ・グループ」というこの研究は、現在進行中の所有に関する研究の、特定のある側面に結びついている：本研究は投資会社を、長期的に行動する所有者として取り扱っている。ヴァレンベリ家のスウェーデン経済界に対する影響力の明らかな継続性は、その利害関係の進行している整理と共に、伝統が支配する企業文化の創造を支えてきた。今日ヴァレンベリの所有は、スフェアの内外において、産業的な関与と企業進化への主な参加に関連している。そのためにインベストルの研究は、必然的にヴァレンベリ家の所有史の研究となる。このような作業の目的は、様々なヴァレンベリの個人間や世代間の類似性と差異を描くのと同様に、共通する企業文化がいかに進化してきたのかを示すことである。

II ヴァレンベリ・スフェアの一部としてのインベストル

インベストルは1916年10月16日に設立された。そのためインベストルは、現在活動しているスウェーデンの投資会社の中では最大かつ最も古い企業である。基礎となる資本は、SEB（ストックホルム・エンスキルダ・バンク）の株主によって引き受けられた。インベストルは当初から、

ヴァレンベリ家の長期的な所有利害の管理者という、きわめて特別なポジションを引き受けた。新会社が引き継いだ株式ポートフォリオの大半は、さらに古く1899年に設立された企業である、プロビデンシアから取得された株式によって構成されていた。プロビデンシアのポートフォリオの中心は、ヴァレンベリ財閥の創設者であるアンドレ・オスカー・ヴァレンベリにさかのぼる持株から構成されていた。サー・マーカス・ヴァレンベリは第二次大戦までインベストルの活動にその影響を及ぼし続けていた。彼の息子であるヤコブ・ヴァレンベリは、その弟のマーカス・ヴァレンベリに引き継がれる戦後の1970年代半ばまで、会社を支配した。マーカスの1982年の死後以来、遺産は彼の息子であるピーター・ヴァレンベリによって引き継がれている。

この研究においてヴァレンベリ・スフェアという用語は、ヴァレンベリ家がアクティブ・オーナーシップの何らかの形態を行使してきた企業のグループを指している。当然ながら個々の企業経営に対する支配の程度は異なっており、それは部分的には、所有利害を実行する意向と能力、企業経営の意向と能力の両方の結果である。所有の役割を「活発な」と叙述する最小限の基準は、取締役会への参加と、取締役会における統治活動への関与である。ヴァレンベリ・グループという用語は、ヴァレンベリの金融と管理の活動において、ツール機能としての役割を果たしているスフェア内企業に対して用いられる。そのためにヴァレンベリ・グループは、ヴァレンベリ・スフェアの核を構成している。つまりヴァレンベリ・グループとは、所有支配と経済的な影響力とが行使されるところの企業のインナー・サークルなのである。

インベストルは1916年の設立以来、このインナー・サークルに属してきた。しかしスフェア内でのその役割と重要性は、この研究の75年の間に大きく変化を遂げてきた。重要な転機は、1972年に現在のSEバンケンが形成されたときにもたらされた。それまでインベストルは銀行グループの一部であった。この銀行グループとは、SEBと緊密に結びついている金融会社と、持株会社のグループである。この銀行は、スフェアの当初からの核であり、全てがその周りを巡るハブであった。SEBはその活動全体を考慮すると、時にはスウェーデンの商業銀行よりも非常に幅広いビジネスに関与するバンキング・ハウス、いわゆる投資銀行により近いものとなった。

インベストルはSEBの銀行グループ企業の一つであり、実際に最も重要な企業であった。インベストルの主な業務は、関連会社として1946年に設立された別の大投資会社である、フェルバルトニングス AB プロビデンシアと基本的には一緒に所有の基盤を形成することであった。ヴァレンベリ家とその代理人はこの基盤から、銀行とその法人顧客を発展させるために行動することが出来る。この活動への資源は、いくつかの方法によって動員された。SEBは当然ながらインベストルのハウスバンクであった。投資会社を通じてSEBに結びついているスフェアの企業は、その過剰流動性を銀行に預けて銀行がその投資計画のファイナンスを組織することを可能にし、また必要不可欠な国内外のビジネス・コンタクトを作り上げるために、銀行の専門的な能力を利用した。スフェアの企業はこのような方法において銀行の発展に貢献した。

SEBは、銀行に関連している多様な金融会社と持株会社にとって非常に重要な資本供給源であった。このような関係は、これら企業の何社かが銀行の支援のおかげで生き残ることが出来た、

1920年代の深刻なデフレ危機において明らかとなった。この支援の性質は、銀行がインベストルの古い負債に認めた利子免除と、その負債が、ルクセンブルクを拠点とする新子会社インストール SA へ移転されたことに、よく表されている。

SEB が提供したスフエアの産業企業に対する最も基本的なタイプの支援は、生き残りの保証であった。これら企業は、必要に応じて銀行とその関連会社から、金融と産業再編の両方に関する支援を得ることができる。銀行はアドバイザー、株式市場アナリスト、産業専門家を提供した。この原則は、スフエア企業が銀行自体の関与のおかげで、その拡大計画への資金を欠くことがなかったという、1950年代と1960年代における信用供給に関する多くのエピソードを通じて維持された。

銀行業務内の産業的な能力は、国内外の人的コンタクトの育成・維持と同様に、取締役会の業務への活発な参加を通じて発展し、拡大した。新技術を導入し、新製品を開発し、市場を拡大するために、スフエア内の諸活動を調整する－マークス・ヴァレンベリが述べたように「コンビネーション」を創造する－ためのヴァレンベリの指導者たちによる努力には、数多くの例があげられる。様々なテーマに関する適切な情報への素早いアクセスと情報の迅速な流通は、おそらく銀行、投資会社、産業企業をヴァレンベリ・スフエアの半永久的な組織へと組み込むことによってもたされる、最も重要な相乗効果であった。

ストックホルム・エンスキルダ・バンクとスカンディナビスカ・バンケンとの1972年の合併は、ヴァレンベリ・スフエア内の投資会社の役割に関して直接的には変化をもたらさなかった。インベストルとプロビデンシアが共同で行う事業活動のいくつかの例が生まれたが、これは合併の結果というよりもむしろ、投資会社の収益率と市場価値に関する株式市場からの強まる要求の結果だった。ヴァレンベリの投資会社に限定されない一つの対応は、株式の短期取引水準を引き上げることであった。これは逆に組織内で多くの分析的な能力を必要とした。スカンディナビスカ・バンケンとストックホルム・エンスキルダ・バンクの合併推進者であるマークス・ヴァレンベリは、銀行と投資会社の協力関係は保持されることが重要だと考えていた。彼はこの点において、兄のヤコブと彼らの父親であるサー・マークス・ヴァレンベリの伝統に従っていた。その考えは、銀行のサービス機能と研究能力によって支援された、コンパクトな投資会社組織であった。マークス・ヴァレンベリはその最後まで、新 SE バンケンの内部において、専門アドバイザーとしての自前スタッフを育成した。

しかしながら SE バンケンは、旧スカンディナビスカ・バンケンに起源を持つ企業文化によって支配されるようになった。それゆえインベストル（とプロビデンシア）が経営をおこなってきた状況は変化し始めた。しかし銀行と投資会社との間の古いシンボリックな関係が終わりを告げるのは、1982年のマークス・ヴァレンベリの死後であった。インベストルとプロビデンシアは、ヴァレンベリの銀行システムの統合された一部分としてのポジションから、新 SE バンケンの顧客へと進化した。両企業は顧客として非常に重要ではあったが、銀行から距離を保って業務を行っており、その目標は銀行の目標と常には一致しなかった。

SE バンケンからのインベストルとプロビデンシアの緩やかな分離は、その情報収集と分析能力

に新たな要求を課した。会社にとって新たなアイデンティティを作り出す努力は、1980年代の株式市場ブームのときに勢いをえた。当時は金融市場の急速な拡大が、株式ブローカー、銀行、投資会社に新たなビジネス機会を作り出していた。ヴァレンベリの投資会社組織は急速に拡大し、スタッフはすぐに平均15人から60人以上の従業員へと増加した。インベストルとプロビデンシアは両社とも合併、買収、株式発行（コーポレート・ファイナンス）、そして株式とオプションにおける短期取引（トレーディング）への新たな事業部を設立した。その管理や研究、ファイナンス事業部も強化された。

この計画は、スフェア内の産業企業のニーズに応え、そして旧ストックホルム・エンスキルダ・バンクのバンキング・ハウスの伝統を保持するような中央組織を作り出すことであった。インベストルは、株式保有の管理と「トレーディング」、「個人投資」、アドバイザリー・サービス、「合併と買収」とを一つ屋根の下に結合する「投資銀行」となる予定であった。この投資会社組織は、ピーター・ヴァレンベリや、インベストルとプロビデンシアの取締役だけではなく、インベストルとプロビデンシアの取締役会の多くの他の役員によっても利用された。これら役員の多くは、さらにヴァレンベリ・スフェアの産業企業の取締役を引き受けるようになったので、この経験はますますスフェア全体で利用されるようになった。新たな組織は、かつてストックホルム・エンスキルダ・バンクの統計部門によって実行されていたのと同じ「ゼネラル・スタッフ」機能を果すようになった。

新たな活動領域の中で1980年代に急速に発展したのは、スフェア内の企業リストラクチャリング支援における特別な努力であった。この仕事の基礎は、この十年間にスウェーデン経済を特徴付けた活発な合併運動にあった。さらにそれは、1982年にピーター・ヴァレンベリが父親のマーカス・ヴァレンベリを引き継いだときに導入された、スフェアの発展にとっての慎重な戦略の一部だった。ピーター・ヴァレンベリは、主要なヴァレンベリ企業は、各々の市場においてプライス・リーダーとして自社を確立するために、大幅に拡大する必要があると結論付けた。そのような立場は逆に、継続的に上昇するスウェーデンの価格とコストに対して自己防衛を行うことを可能とするため、これら企業にとって必要であった。もちろん事業の合併と買収への関与は、インベストルにとって新しいものではなかった。インベストルは、第一次大戦中の株式市場ブームには、きたる数十年間にわたってスウェーデン産業の構造を決定した、多くの構造的な再編（アトラス・ディーゼル、スヴェンスカ・オイルサージェリ、コール・オック・コックスなど）のけん引車と資金提供者としての重要な役割を果たしていた。スウェーデン産業の構造は、クルーガー危機以降は数十年にわたって安定し、一般的に合併運動は非常にまれであった。

しかし産業成長が1960年代に停止したとき、合併と買収活動は明らかに増加した。1970年代の取引に目新しかったことは、それが頻繁に株式市場もしくは店頭市場に上場されている企業を巻き込んだことであった。上場企業の合併は高度な分析能力と金融能力を必要とした。インベストルとプロビデンシアの人々は、そのような合併運動への関与を通じて経験と特別な知識を蓄積し、それは長年にわたって、1980年代には二つの投資会社にとってある種のオペレーション・センターへと発

展した、コーポレート・ファイナンス事業部への基礎となった。

新コーポレート・ファイナンス事業部は熱狂的に仕事を行い、スウェーデン企業へのリストラクチャリングを考案し、評価した。競争相手と他の市場参加者の一歩先を行くために、無数の可能性が分析された。当然ながらスウェーデン内での効率的なコミュニケーション・システムは、情報の優位を維持するためには不可欠であった。全ての企業幹部は、適切な企業の適切な人物へ、ビジネス機会に関する情報を直ちに伝える責任を負った。

しかしながら検討された可能性の多くは、ほとんど設計図から具体化されなかった。企業全体を含む移転が成功するためには、無数の状況が処理されねばならなかった。これはとくに、公的に所有されている企業に関わっているときのケースである。一つには、タイミングが正しくなければならず、買収額の提示は、関係する多くの所有者に対して魅力的でなければならない。とりわけ知識集約的な企業の場合は、雇用効果と従業員の反応も重要である。大規模な取引が関係する場合には、もし公的な買収提案の広範囲な承認が達成されなければならないなら、メディアの取扱いに関する経験とスキルは不可欠である。

経営目標としての金融的な健全性は、戦間期の激しい景気変動の結果として、スウェーデン経済で展開した一般的な合併運動と同様に、1920年代の深刻な危機という背景に照らして理解されねばならない。インベストルが1910年代に形成されたほかの発行企業や投資会社と比較して十分にうまくこの嵐を乗り切っているにもかかわらず、1920年代のインベストルの状況は、いまだに心配の種となっていた。配当収益の大幅な減少は、増大する負債利子をカバーすることを困難とし、株式ポートフォリオでの超過した簿価を切下げのために必要な資源は利用できなかった。資本の一部を減損処理し、会社を再編する可能性が取締役会で議論された。配当支払いは7年間の中断の後に1928年に再開されたが、1920年代の危機の影響が取り除かれるまでには長い時間がかかった。

ルクセンブルクを拠点とする特別子会社、インストール SA が、1929年に短期取引を行うために設立され、1920年代から残っていたインベストルの大きな負債の大半がこの会社に移転された。1930年代に再発した危機のあと、景気が最終的に回復したとき、ヴァレンベリの指導者たちは、インベストルとその子会社の負債を削減する計画に着手した。この政策は翌年には大きな決断によって実行された。長期間にわたって株式市場の相場が上昇するにつれて、隠れた留保が株式ポートフォリオに蓄積され始めた。1920年代の危機によって生じた長期的な健全化のプロセスは、最終的には1940年代半ばまでに完了したと考えられる。

ヤコブ・ヴァレンベリの長期的なインベストルの支配－1920年代半ばに始まり、第二次大戦中と1946－1978年のその終身会長としての時期まで－を通じて、金融的な健全化は必然的な結果をもたらした。増加する資産価値と企業の総価値における長期的な増加が、事業活動の最も重要な目標となった。1920年代のヤコブ・ヴァレンベリと、彼の叔父である1870年代の K.A. ヴァレンベリは、責任ある立場の若い重役として、深刻な経済危機を経験した。両者は、どれほど十分に確立し高く評価されている金融や産業のファミリーでさえ、没落の脅威にさらされるということをまのあたりにした。この経験は、彼らの態度に生涯にわたる大きな影響を及ぼした。危機の可能性に対する十

分な認識は、ヴァレンベリ家の伝統の重要な一側面となった。ヤコブ・ヴァレンベリが戦間期にストックホルム・エンスキルダ・バンクの取締役として実行した、金融的な健全性の継続的な上昇という原則は、1950年代と1960年代にインベストルとその新たな子会社のデューバによって引き継がれた会計実践へのベースとなった。

Ⅲ アクティブで長期的な、ますます集中した所有

ヴァレンベリの所有の特徴的な側面は、原則的には区別される二つの観点から、実証的に研究されうる。一つのアプローチは、多様な時期における様々な家族代表者の実際の所有行動を検討することである。彼らはいかにその監督的な役割とサービスの役割を結合しながら、スフェア企業の取締役会に出席していたのか？ そのような研究は労働集約的で、いくつかの異なる企業における、取締役会の機能と意思決定プロセスの比較分析が必要であろう。二つ目の方法は、多様な活動がいかにして、ヴァレンベリ・グループのセンターである、家族の権力基盤を構成する企業において組織されたのかを調査することだ。これは、監督的な恒久的所有とその他のビジネスタイプ、監督的なポートフォリオでの収益性の程度、新企業に振り分けられた資源の規模、多様なスフェア企業への支援がどのようにまとめられたのか、などの課題の検討を必要とする。くわえてスフェア企業のパフォーマンスが、このセンターにおいてどのように評価されたのかを理解することも重要だ。この第二のアプローチが本研究で採用されたことは驚くには当たらないだろう。

インベストルの最初の年次報告書は、38社以上の異なるスウェーデン企業の株式所有を記載している。しかしこの多くは、いわゆるインカムゲイン目的の投資であり、企業資本のいくらかに対する収益を生み出すためだけに行われていた。もしこの計算を、他のヴァレンベリの所有と一緒に、あるいはそれ自体で、当該企業に重要な影響力を及ぼす可能性を持つ所有に限定するならば、企業数は27社に減少する。1990年代初めの現在においても戦略的な所有としてとどまっているこれらの企業には、スヴェンスカ・クーラーファヴリケン (SKF)、ストーラ・コッパーベリ (STORA)、アトラス・ディーゼル（現在はアトラス・コプコ）などが存在した。

戦略的ポートフォリオと取引ポートフォリオは、最初に1929年に分離された。この分離は1920年以降の企業所有の再編と関連している－「移動」会計の、ルクセンブルクにあるインストール SA への移転を含む。この部門がその後の観点からは完全には一貫していないとしても、恒久的、あるいは戦略的な所有は、その大部分がインベストルのポートフォリオに記載された。この政策は、新企業における所有ポジションの取扱いによって示される。1930年代と1940年代のスウェディッシュ・マッチとチューリッツなどは、それらが「成熟」するまでは、もともと子会社において置かれた。これら企業は成熟した時点で、親会社の恒久的ポートフォリオに移転された。そのために1929年以降のインベストルのポートフォリオ内容は、少なくともスウェーデンの株式に関しては、ヴァレンベリの指導者たちがどの持株を長期的な所有としての関与と考えているのかへの非常により指標となる。

1929年を1916-17年と比較すると、わずかな支配持株しか加わらなかった一方で、他の持株は戦

後危機の結果として削除された。スウェーデンの産業基盤に対する影響力を巡る、イヴァール・クルーガーとサー・マーカス・ヴァレンベリとの間の1920年代後半における確執は、コッパーベリ・ホフォシュ（コッパーフォシュ）、ストーラ・コッパーベリ、ウィフスタヴァーフなどの、エンジニアリング企業と森林企業でのヴァレンベリが所有する持株の大幅な増加をもたらした。同時に所有のポジションは、例えばアセア、セパラトール（アルファ・ラヴァル）、ステンマンズ（GKN ステンマンズ）などのエンジニアリング産業で確立された。1927-1929年の経済膨張期に売却された、大きな現存する所有ポジションの中には、レデリ AB スヴェア（海運）、ヴェステロースバナ SVBJ（鉄道）、エレクトラヴァーケン（電機エンジニアリング）、ルウストランド（陶磁器）などが含まれる。

1920年代末に開始されたインベストルの長期的な所有利害の再編は、1930年代と1940年代にも継続した。この変化は、鉄道、海運、保険会社の株式所有の引き続く売却と共に、とくにエンジニアリング産業などの産業持株での増加を含んだ。ヴァレンベリ・スフェアはクルーガー危機の廃墟から、スウェディッシュ・マッチと LM エリクソンなどの企業を加えた。エリクソンは第二次大戦以降（1948年）までインベストルのポートフォリオに現れなかった。インベストルのポートフォリオにおける他の新規企業は、ガーフュータンであり、これは1920年代の危機に続いたヴァレンベリ・スフェアの、数多くの救済活動の一例であった。この企業での金融的・産業的な再編の努力は、1930年代には結果を生み出し始めた。株式のいくつかは、スフェアの長期的な関与の表れとして1936年にインベストルの監督的ポートフォリオに置かれた。サッシュ家との共同は、インベストルにおいては AB チューリッツ & コーの恒久的な所有ポジションの確立をもたらした。この企業は、EPA デパートメントストアを含むチューリッツ・グループの親会社であった。

ヴァレンベリの事業利害が再編されていた1920年代末から1940年代末にかけての時期には、およそ同じ数の所有ポジションが加わり、そして削除された。インベストルの株式ポートフォリオに含まれるスウェーデン企業数は目だって変化せず、27社から28社前後であった。別の点からは、インベストルのポートフォリオがあまり集中されなくなったと議論されるだろう。つまり最大の持株は、1920年代の末の場合よりも1940年代末のポートフォリオの小さな割合を構成していた。

1950年代と1960年代の「成長期」に、戦略的ポートフォリオでの集中には更なる減少が見られた。多くの新たな持株が恒久的ポートフォリオに加えられた一方で、全体的に持株の売却はなかった。この時期に生み出された資源は、明らかにインベストルがスフェア企業の新株発行に参加し、厳格な金融的健全性の方針を継続することだけではなく、配当の満足ゆくレベルを維持するにも十分であった。さらに、資金は新たな所有ポジションへの投資に利用することができた。

インベストルは、スウェーデンの投資会社の中では、1970年代初めには最も多角化した株式ポートフォリオを持っていた。株式所有の数は1950年の28社から1971年の43社まで大幅に増加した。恒久的ポートフォリオは、スウェーデンの上場企業の長期的な所有利害を構成しており、1990年代にインベストルが戦略的持株と呼んだものと最もよく比較しうるもので、1970年代初めには30社の異なる持株から構成されていた。その他の所有利害は、株式市場にも他の市場にも上場されていない、

外国企業かスウェーデン企業のいずれかであった。

1940年代から引き継がれたスウェーデンの森林産業とエンジニアリング産業に対するヴァレンベリの所有利害の偏重は、1950年代と1960年代にはさらに深まった。これらの部門は、ポートフォリオ全体に大きな比重を占め、ポートフォリオ全体の価値に占めるその割合は大幅に増加した。これは、現存する持株価値の急速な上昇と、現存する関与、とりわけアトラス・コプコとLMエリクソンの拡大という両方の結果だった。この時期におけるインベストルの恒久的ポートフォリオへの完全に新しい持株は、アストラ（製薬、1954年）、エレクトロラクス（家電、1956年）、フェールセクリング AB スカンディア（保険、1962年）、SILA（スカンディナビアン・エアライン、SAS のスウェーデン所有企業、1965年）などであった。

より多角化した株式ポートフォリオへの傾向は1970年代に決定的に中断され、1980年代には大幅な集中の増加が生じた。大きな集中へのこの傾向は1980年代にかけて継続し、1992年1月までには、インベストルは、サーブ・スカニア（全ての一般的に所有されている株式は強制的に買い上げられ、会社は上場廃止された）を含む、わずか13社の戦略的株式所有のみを記載した。

ポートフォリオ総価値における最大持株の割合という点においても、1980年代には集中の大幅な増加が見られた。この増加した集中への最も基本的な説明は、「技術的」な性質のものであり、スウェーデン内の企業間で行われた一連の合併とリストラクチャリングの結果であった。とりわけ1970年代の削減の多くは、ヴァレベリ・スウェーデン内の企業合併に伴う株式交換の結果であった。そのような削減の例は、ASJ の持株（1973年にサーブ・スカニアに買収されたエンジニアリング企業）、ヴェーリヴィック & アーラとコッパーフォッシュ（1976年にストーラ・コッパーベリとパピルスに買収された2つの森林企業）があり、そしてパピルス自体が1987年にストーラ・コッパーベリ（STORA に名称変更）買収されたときに、インベストルのポートフォリオから消え去った。

しかしながらヴァレベリ・スウェーデンにとって、外部者に対して全株式保有を現金売却する重要性は、以前にもまして1980年代には重要となった。企業支配への混乱した市場は、支配を保証するために以前よりもはるかに大きな株式ブロックを必要とし、戦略的企業における所有を統合するために生じる需要は、資金を必要とした。そのような資金を増加させるための取引は、1982年のトリュググ・ハンサへのディリイエンチーナ（不動産）の売却、1984年のペンサーのボフォーシュへのケマノベル（化学）の売却、1991年のテトラ・パックへのアルファ・ラヴァール（エンジニアリング）の売却と SE バンケンへのスカンディア（保険）の売却を含んだ。この取引の現金としての性質と、売却されたポジションの大半に生じたことに照らすと、スウェディッシュ・マッチの STORA への売却も、このカテゴリに含まれるだろう。

ヴァレベリ・スウェーデンのカギとなる多くの企業における持株と議決権は、1980年代に著しく増加した。サーブ・スカニアでは、議決権シェアははじめに1987年からの4年間でおよそ15%から58%へと増加し、それからバイアウトの結果として100%まで増加したが、これは最も極端な例だ。アセア、アトラス・コプコ、SKF、ストーラ・コッパーベリ（STORA）などの企業では、所有ポジションも1981-91年の10年間に強化された。より大きな持株と、ますます少数の企業における持

株への傾向は、明らかにポートフォリオのリスク分散を削減した。それはインベストルにさらに持株会社としての性格を与えるものであった。

少数の持株への増大する依存は、アストラ社における株式所有が、ポートフォリオの総価値のさらに増加する割合を代表するようになった事実によって示される。この割合は1993年末までに、40%以上に上昇した。インベストルの歴史において、単一のポジションが会社の総資産の中で、そのような大きな役割を果たしたことはなかった。SKF への関与が1916-17年にピークにあったときでも、それはポートフォリオの市場価値の20%強に達する程度であった。

外部の攻撃からの所有ポジションの防衛はさらに、とりわけヤコブ・ヴァレンベリによって採用された、インベストルは負債を負うべきでないという古い原則の放棄を必要とした。しかしながら1980年代のインベストル・グループの負債における大幅な増加は、1920年代の状況と比較するとまだ穏やかであった。それにもかかわらず、増加した負債は、はるかに少ない数の戦略的持株への株式ポートフォリオの集中と一体となって、明らかにインベストルをより大きなリスクにさらした。このような高いリスク水準は、1980年代の企業支配に対するきわめて活発な株式市場の時期に、スフェアを維持し、カギとなる企業での所有ポジションを強化するために支払われねばならない対価であった。

長期的な観点からみれば、ヴァレンベリの所有政策が、初期の所有コンソーシアムがしばしば述べていたように、「企業の安定的な発展を保証する」ことであったのは明らかだ。1878-1895年のホフシュ再建に始まった危機と産業再編の初期の経験を通じて、ヴァレンベリ・グループは産業発展の性質に関する知識を蓄積した。特に彼らは、企業の再編と発展は長期的な視野を必要とすることを学んだ。そのためにヴァレンベリの産業所有は、短期的な予測と収益性の健全化によって生じる株式市場の変動期を相殺する傾向を持つ、安定化要因でありつづけた。

企業の進化と組織的発展に所有者が関わり、それを奨励する限りにおいて、長期的な所有が無意味な影響しか持たないということはない。ヴァレンベリ・グループによって実行されたアクティブ・オーナーシップが、企業と産業部門の転換を加速させた無数の例がある。例えば、今日のアトラス・コプコは、製品、技術、国際化のいずれの点においても、巨大なアトラス・ディーゼルの合併を通じて1917年に設立された企業と、ほとんど共通性を持たない。多くの企業はこのような方法において、その法的形態や名前が変化していなくとも、その「内容」を変化させてきた。

そのような転換を別にしても、ヴァレンベリの忍耐と長期的観点は、伝統的に結びつきが強く、重要な企業の持株でさえ再検討し、配置する意志とともに存在してきたことは明らかだ。以前に述べたケマノベルとアルファ・ラヴァルの売却は、必要であれば「戦略的」持株を構成するものをも見直すという意志を表している。早くも戦間期には、拡大はまた売却の意志を必要とすることがヴァレンベリ・グループ内で理解されていた。

外部者へ全持株を売却することへの最も一般的な理由は、ヴァレンベリの指導者たちによる、特定の企業が明らかに発展の潜在性を欠いているという結論だった。スフェア内において企業の可能な役割に限界があるか、もしくは製品への将来市場があまり期待できない場合である。コール・

オック・コックス（石炭とコークスの輸入と卸売，1935年）と，スヴェンスカ・オイエスラーイエリ AB，SOAB（アマニ油，1942年）の持株の売却は，これらのカテゴリにあてはまる。両社は，インベストルの参加と共に第一次大戦中に設立され，戦間期にはそれぞれの部門においてスウェーデンの先端企業であった。当時石炭とコークスの輸入は，国のエネルギー供給に最も貢献しており，アマニ油の精製は，拡張する塗装とワニス産業にとって特に重要であった。両ケースにおいて持株の清算は，基本的な市場傾向と需要の変化によって正当化された。

1980年代からの，基本的な市場変化に照らして再評価された企業持株の最近の例は，ケマノベルとフィーナス・ベンダーだ。当時知られていたようにケマノベルは，石油化学における急速な拡大にもかかわらず，国際的な標準からすれば小さな化学グループだった。スウェディッシュ・マッチとの合併や，ノルスク・ヒドロとの共同事業を通じて経営基盤を拡大しようとする企業執行部の試みは，望まれる結果を生み出さなかった。1970年代末に上昇した石油価格と産業停滞が，基礎プラスチックへの世界的な需要を減速させたとき，ケマノベルは落ち込んだ収益と低い株式市場の評価に苦しんだ。このような展開は，マーカス・ヴァレンベリに彼の人生の最後まで，ヴァレンベリの所有ポジションを問題とさせた。この再評価は，既に1981年にケマノベルでの強力な所有ポジションを確立していたエリック・ペンサーとボフォーシュが，1984年にヴァレンベリ・グループの全持株を購入する結果となった。

フィーナス・ベンダーは，1960年代と1970年代に厳しく規制されていた信用市場の周辺で成長した，非常に大きなスウェーデンの金融会社の一つであった。ベンダーの株式は，恒久的にティスベリに置かれており，そのためインベストルとプロビデンシアに半分所有されていた。しかし1980年代の一連の規制緩和は，商業銀行，信用組合，貯蓄銀行からの競争の増大をもたらした，この金融会社の収益性を劇的に削減した。ベンダーの金融事業は1988年の秋にトリュッグ・ハンサへ売却された。1990年代に一般的な金融危機をもたらした，金融会社の危機が勃発する直前であった。

ヴァレンベリの所有政策は，一方での忠誠心，忍耐，長期的な視野，他方での変化とリストラクチャリングを実行する必要性の理解と意志との間の，複雑な相互作用によって特徴付けられてきた。これらの競合する目標の間の摩擦が意識的に，また慎重に考慮されたとき，優先順序は常に変化に応じることに与えられてきた。このような選択は，グループが1930年代と1940年代にその古い鉄道利害を切り離したときに，非常に明瞭となった。ハルムスタッドネショー・ヤーンヴェッグ AB（HNJ）は，インベストルの戦略的ポートフォリオの重要な一部であっただけではなく，家族の歴史において強力な感情的役割を果たしてきた鉄道事業への関与であった。この感情的な側面は，この鉄道が1880年代に，K.A. ヴァレンベリとストックホルム・エンスキルダ・バンクの指揮の下で再編されたという事実由来している。

しかしバスと鉄道事業が1945年に中央政府に売却されたとき，ヴァレンベリ・グループはその所有利害を完全には放棄しなかった。むしろそれは新たな方向性をもたらした。HNJ イントレッセンテールと名前を変えて，この会社は古い鉄道事業の地域的な活動範囲内で，新企業と起業家を支援することに専念するベンチャーキャピタル企業となった。この新会社は，その割り当てられた仕

事に、わずかにのみ関連しているように思える投資によって、その仕事を開始した。会社はスヴェンスカ・インターコンチネンタル・ルフトラフィック AB (SILA) の株式ブロックを購入した。この会社は後に SAS の主要なスウェーデン関係会社となった。この移行は、ここに引用する価値のある、マークス・ヴァレンベリによる見解の基礎だった：「鉄道を売却して航空に投資する、これは過去から未来へのシフトであり、我々家族の初期の世代のモットーでもある、唯一維持する価値のある伝統であり、我々の祖先が確実に我々に維持することを望んだものである」。上記では、安定した所有を得て、事業に貢献する一定の安全性と雰囲気を提供することは、企業にとって価値があることが強調されていた。しかし同じ証拠によって、安定した所有が企業内に「閉じ込め効果」をもたらしようという明らかなリスクが存在した。それは逆に、変化に対応することへの弱いインセンティブ構造と、不十分な準備に結果することとなる。ヴァレンベリの指導者たちによると、そのような傾向への重要なチェックは、効率的な競争であった。とりわけマークス・ヴァレンベリによると、企業の効率性と順応性を刺激する方法の一つは、その事業を国際化することであった。それゆえに企業は、様々なタイプの資源への国際競争にさらされることとなる。

ヴァレンベリの指導者たちは、初期の段階において彼らの企業に対する支配と、評価者としての株式市場の重要性を理解していた。彼らはその企業を、その事業が公的な売却を可能とするほど十分に健全化されると、直ちに株式市場へ上場した。市場の反応は、少なくとも中期と長期においては、外部の観察者がどのように企業を評価しているのかに関する価値ある情報を与えてくれた。株価の進展は、大所有者としての自らのパフォーマンスに対する外部評価として見なされる。それはまた、企業の経営陣に対して効率的に経営するよう圧力を与える。マークス・ヴァレンベリは、1963年に発表した論文において、十分に機能する株式市場は、企業を効率的にするためにとりわけ重要であると述べている。企業は継続的に外部評価にさらされねばならないために、経営陣は継続的にパフォーマンスを実現するという圧力の下に置かれる。彼らは「株式が個人的に所有されているときよりも独立的ではなく」、この状況は「企業の監督のような業務」を特に奨励する。

ヴァレンベリ・グループ内のアクティブ・オーナーシップがいかに実行されるべきかに関するあらゆる原則のために、複雑な現実を包摂する調整が行われなければならなかった。それゆえに例えば、感情的な要因が特定の戦略的な状況において、いかに個々のヴァレンベリ家のメンバーがとった態度に影響を与えたのか、あるいはそれを規定したのかに見出される。個々のケースでは、この状況はさらに特別な所有の配置や、取締役会の構成、事業の種類と企業文化の違い、さらに能力と個人的な野心の多様な気質と水準を持つ企業幹部によっても複雑化されている。

ヴァレンベリ家の個々のメンバーが同じ世代に属していても、その多様な関心と個性の結果として、所有の役割の異なる側面を強調していたことは、ヤコブとマークス・ヴァレンベリの兄弟のケースにおいて最も明らかである。ヤコブ・ヴァレンベリはマークスよりもはるかにソフトな調子であり、非常に大きな個人的権威というオーラにもかかわらず、彼は弟とは非常に異なる形でその取締役と関係を作った。1940年代半ばから1970年代半ばまでは、二つの異なる「ヴァレンベリ・スフェア」について語ることもさへ可能だ：一つの企業グループは、ヤコブ・ヴァレンベリが主要な所

有者を代表しており、会長としての彼の能力において取締役と協力していた。もう一方の企業グループは、マークス・ヴァレンベリが取締役会会長でかつ所有者代表であった。ストーラ・コッパベリのケースのように、二人の兄弟が同じ取締役会に出席しているとき、彼らの関係は摩擦をはらんでいた。

会社のトップは、マークス・ヴァレンベリの企業よりも、ヤコブ・ヴァレンベリの企業のほうが明らかに行動の自主性と自由を得ていた。ヤコブ・ヴァレンベリの企業において誰が最終的な発言権を持つのかは疑いがなかったとしても、ヤコブ・ヴァレンベリのスフェアは、大幅な分権化によって特徴付けられ、マークス・ヴァレンベリのスフェアの場合よりも、より連邦主義的な特徴を企業に与えている。1980年代に、ヴァレンベリ・スフェアの全体を特徴づけるようになったのは、個々の企業に大幅な自主性を認めたこの連邦主義的な組織構造だった。この発展の表れは、スフェアの核となる企業の取締役が、インベストルとプロビデンシアの取締役会に置かれ、彼らの会議が以前よりもはるかに実質的な意見交換と「アイディアの創造」を含んだことであった。

IV 投資会社としてのインベストル

長期間を取り扱う歴史的な研究に生じる共通の問題は、技術が変化し、概念が新たな意味を得ることだ。例えばイギリス英語で「投資会社」は、様々な時期において「産業銀行」、「発行会社」、「マーチャントバンカーズ」と呼ばれてきた。スウェーデン語では、この単語は外国からの影響を受けて、合併と買収活動と同様に、株式所有の管理、証券の取引と発行に関与する企業を指すのに使用されているが、これは今世紀に大きく変化した。

インベストルは、他企業の証券を所有するという単一目的のために設立された。しかし1910年代の活発な金融ブームの時期に、それは様々な事業を実行し、いわゆる「発行企業」と呼ばれる時期もあった。実際に経済雑誌は、インベストルの株式を発行企業の株式として記載した。これらの企業が1920年代初頭の危機によって一掃され、悪い評判を残したとき、インベストルは戦間期に設立された他のすべての株式管理企業と同様に、「持株会社」として知られるようになった。当時この単語は、公的には単一グループの一部ではない、他企業の株式の支配ブロックを所有する管理企業を指すのに使用されていた。持株会社は、管理されている企業においてアクティブ・オーナーシップを実行していることも想定されていた。

「投資会社」という言葉が、株式管理会社の特殊なタイプを叙述するためにスウェーデンに広まるようになったのは、ようやく1960年代であった。この発想はアメリカからもたらされた。アメリカでは無数の株式上場企業が、株式とその他証券の所有の管理に従事しており、1920年代に設立されていた。アメリカでは金融市場に大きな影響をもたらした1930年代の危機の間に、存在していた700もの投資会社の半分が倒産した。このタイプの事業への世間の信頼を増加させるために、特別法である1940年の投資会社法が施行された。この法律はすべての投資会社を、証券取引委員会SECの監督の下に置いている。

このアメリカの法律は、投資会社として登記されることを望む一般的な企業に、特別な要求を課

した。それは、企業に関する情報の確実な利用可能性と、株式ポートフォリオへのリスク分散の最低限度を含んだ。これらの要求は非常に一般的な形で、1962年に施行されたスウェーデンの税法に統合された。スウェーデンの株式所有企業が投資会社として税金をかけられるためには、「多くの実際の人々」が所有者の間で代表され、証券のポートフォリオが、許容可能なリスク分散の水準を投資家に提供するために「十分に多様化」されていることが必要とされた。スウェーデン税務局の実際の対応は、投資会社が株式市場に上場され、その資産のおよそ半分が他の上場株式から構成されねばならないようにした。

厳格な規制の欠如は、スウェーデンの投資会社が、個々の企業においてそれらが保有できる議決権の割合、あるいはその株式ポートフォリオでの最小限の多様化の程度に、なんらの規制をも持たないことを意味した。従って投資会社（あるいは投資企業）という単語のスウェーデン語への導入は、これらの行動面には影響を及ぼさなかった。支配とアクティブ・オーナーシップを強調する古くからの持株会社の伝統は、今では「投資会社」と呼ばれる企業において支配的となっている。

20世紀の他のスウェーデンの発行会社、持株会社、投資会社と同様に、インベストメントは多面的な業務を行った。しかし株式所有の管理は、一般的に景気の変動と連動しながら中心的であった。それは短期的な株式取引、ファイナンス活動、ベンチャーキャピタル投資によって補完された。その目的、とりわけ短期取引の目的は、戦略的な企業買収に必要な資金を生み出すことにあった。株式の取引は、とりわけ1910年代の会社の設立期に活発であった。この時期は景気の拡大と株式市場ブームによって特徴付けられる。そのため例えば1917年には、ポートフォリオの年度末価値の95%に相当する株式が取引された。1920年代末のブーム期にもまた、非常に活発な株式取引が見られた。子会社であるプレナムによって行われた取引を含めると、1927-29年におけるポートフォリオの平均収益は、上記のように計算するとちょうどおよそ80%だった。

1928年に施行された税制の変更は、特にある企業が他の企業を所有するという行動に対して、スウェーデン経済の制度的な所有の増大に大きな影響を及ぼした。スウェーデン企業は、他の企業から受け取った配当に対する所得税を控除された。つまりいわゆる「チェーン」税制を廃止したのである。この控除はその基本的な機能が株式管理である持株会社へも適応されたが、その基本的事業が株式取引である企業には適応されなかった。

この税制変更は、1930年代からスウェーデンの投資会社部門を支配している組織構造への基礎を作った。株式所有の管理は、親会社の元に残された一方で、専門化した子会社が取引活動を行った。もちろん子会社も、競争相手と世間から最も巧妙に秘匿されている、ベンチャーキャピタルやその他の開発事業を取り扱った。インベストメントの場合は、「永久」資産のポートフォリオには1929の部門が存在し、親会社に残された。そして「取引」ポートフォリオは、当初はルクセンブルクに拠点を置く子会社インストール SA に、第二次大戦期には原則として子会社 AB デューバへ移転された。

他の法律もスウェーデンにおける後の投資会社の発展に影響を与えた。1934年には、銀行が株式を獲得し所有することが禁じられた。スカンディナビスカ・バンケンやハンデルスバンケンなどの主要銀行は、ストックホルム・エンスキルダ・バンクの例にならって、その株式所有を管理するた

めの関連会社を設立した。その結果、AB クストスと AB インダストリヴァーデンがそれぞれ1937年と1944年に設立された。これら銀行関連の投資会社設立へのひとつの理由は、クルーガー危機の後の、停滞したスウェーデン株式市場において、株式の大きなブロックへの買い手を見つけることが明らかに困難であったためだ。しかし最も重要な理由は、所有の影響力の度合いが、銀行とその顧客との関係を強化したことにあった。銀行にとってその所有者としての立場は、確立したコンタクトが維持される保証であり、それは銀行の主要な産業顧客との緊密なつながりを作り上げることを可能とした。

1930年代と1940年代には、配当所得への税控除から利益を得る多くの小さな家族企業が生み出された。現存する税制は、個人所有よりも会社を通じて家族の財産を蓄積することを簡単にした。この状況を是正するため議会は、1951年に、少数の所有者しか存在しない管理会社によって受け取られる配当所得は、もしそのポートフォリオがいわゆる「十分」に移転されないのであれば、課税されるという法律を制定した。この時期には多くの産業企業も、配当に対する税控除に促されて、その基本的な事業活動を株式ポートフォリオによって補完するようになった。1950年代後半に産業企業の株式購入規模は、企業が産業活動に用いる予定であった資金を枯渇させてしまうのと同時に、株式市場価格を上昇させると受け止められるまでに達した。

産業企業の増大する金融投資に関する議論は、1962年のいわゆるアンネル法に結実した。この法律は、企業によって受け取られる配当に対する一般的な所得税控除を廃止した。そのために、ポートフォリオの再投資によって新たな資源を作り出すという投資会社の能力は制限された。しかしながら投資会社は、投資会社とも産業企業とも分類されない株式所有企業よりも有利な扱いを受けた。後者に対しては、配当に対する税控除をえるためには事業関連性が必要とされる規則（「25%ルール」）が導入された。そのためこの税制は、現実には1960年代と1970年代にもたらされた投資会社部門の大幅な拡大に貢献した。この時期には多くの株式所有企業が純粋投資会社となる一方で、急速に発展する株式ポートフォリオと減少する産業活動を有する多くの産業企業は、いわゆる「混合」投資会社へと再編された。

一般的にスウェーデン経済は、第二次大戦後の数十年の間には非常に安定的な所有構造によって特徴付けられた。それは既に確立されていた、拡大する所有グループによって支配されており、ヴァレンベリ・グループはそのひとつの例であった。公的な買収や所有支配の変化は大企業では非常にまれであった。株式市場は停滞しており、株式取引は非常に低い水準であった。年間の総収益は、すべての上場株式価値のわずか5%であり、取引の半分ほどは組織された株式交換で生じていた。

同時期に需要圧力と拡張する能力によって特徴付けられる、強力な産業的拡張が進行していた。この状況に対して1950年代には、インベストル・グループで非常にわずかな取引活動しか行われなかったことは驚くに当たらない。他方では新企業を発展させる努力が相対的に優先されていたためだ。ポートフォリオの収益性は非常に低く、平均して年間4-5%の間であった：それはスウェーデン株式市場全体の水準と同じか、若干低いものである。起業家活動とベンチャーキャピタル活動

は、二つの子会社であるデューバと HNJ イントレッセンテールを中心に行われた。そのようなリスクのあるプロジェクトにおいて、デューバはしばしばベクチュラと共同した。ベクチュラは戦後のフェルバルトニング AB プロビデンシアの子会社であり、インベストルの「従兄弟」会社であった。

1940年代後半から1950年代におけるインベストル・グループのベンチャーキャピタル関与の詳細な検討は、これらが非常にリスクであり、非常に長期的なプロジェクトであったという印象を与える。しかし最終的には、少数の成功例からの収益は失敗による損失よりも数倍大きいものだった。成功例の中には、船舶会社ナビガレでのノルウェーのアストラップ家との共同、スウェーデンスカ・ダータレジステル（機械産業とエレクトロニクス開発）への関与、サービス部門での HNJ の金のガチョウ、トヴェットマンなどが含まれた。数十年の間に、後者はスウェーデン最大のランドリー企業へと発展した。当時のヴァレンベリ・グループの起業家的努力は、「銀行家の中の銀行家」であるヤコブ・ヴァレンベリによって率いられていたことは興味深い。明らかに彼も起業家的な野心を抱いていた。

1960年代後半と1970年代初めには、1930年代のクルーガー危機以来スウェーデン株式市場に広まっていた主張が、取引活動の増加によってかき乱された。株式取引も、特にデューバを通じてインベストル・グループ内で増加した。株式市場の活性化は、1970年代にもたらされた多くの政策的手段によって支援された。それは株式市場の効率性改善、株式への一般的な関心の喚起、市場への一般的な信頼の増大という意図を表すものであった。この中では、1971年に導入された株式所有登録への新たなシステムである VPC が特に注目に値する。VPC は1970年代末には完全に機能するようになったために、スウェーデンの株式所有市場に関するわれわれの理解と知識に大きく貢献している。

株式市場への新たな主要投資家も1970年代の法律を通じて作り出された。いわゆる「第4公的年金基金」が1974年に開始され、1978年には税補助を受けた個々の投資会計の導入が見られた。このような発展は、1980年代の大きな株式市場ブーム期に金融ツールへの需要を大きく増加させた。他の無視されがちであるが重要な発展は、株式ブローカーにおける世代交代である。金融理論に精通している、専門的なポートフォリオ・マネージャーの多くの新たなグループが現れた。大半がアメリカで発展した、洗練されたポートフォリオ理論が流行した。短期的な収益の最大化が、効率的なポートフォリオ・マネジメントの導きの星となった。

スウェーデンでは、ポートフォリオの選択と投資戦略の新技术は、投資会社によって最初に導入された。確かにそのポートフォリオは1960年代末でさえ、非常に大きな収益という区別される兆候を示していた。投資会社から大きな保険会社へ、素早い収益と短期的収益への大きな関心を強調した新たな投資政策が広まった。株式市場から生み出された新たな兆候は、ヴァレンベリの投資会社内での刷新と発展への必要性をもたらした。このような必要性は、旧ストックホルム・エンスキルダ・バンクからの分離によって強化された。インベストルとプロビデンシアが直面した問題は、明らかに株式市場が現状に満足していないことであった。それは金融雑誌での否定的なコメントや、

異常に高い株式価格の割引に表れていた。

取得された収益に対するアンネル法の制限は、インベストルのような投資会社にとっては特別な問題をもたらした。投資会社の基本的な機能は長期的な所有ポジションの管理であった。アクティブ・オーナーシップは、産業企業の発展への責任を引き受けることを特徴とする。ヴァレンベリの指導者たちにとって、この責任の一部は、困難に陥った企業を単に売却するよりも、介入し整理することだった。経験は、そのような再建が大きな負担へと転換しうることを示している。時には問題を抱えた企業が最前に戻りうるまでに、金融的・産業的な修復作業のための長い期間が必要とされた。

ヴァレンベリ企業への株式資本の提供は、ヴァレンベリの投資会社の第一次的な責任であった。インベストルとプロビデンシアの両社が、スフェアの企業の株式発行に完全に参加することは重要だった。何よりこれら企業の成長が、リスク資本の不足によって妨げられないことが重要だった。もちろん参加の失敗も所有の影響力を削減する。十分に強力な所有ポジションは、企業に対する影響力を保持し、アクティブ・オーナーシップの実行を可能とするために必要だった。投資会社の通常の管理機能から生じるキャッシュ・フローの低い水準は、外部の所有グループの進入を効率的に退けることへの障害となるものであった。

1970年代のように、配当収益が実質価値で停滞し、わずかな収益のみが企業において獲得される時、長期的な成長への資本を確保するためには三つの可能性しか残されていなかった：新たな株式発行、借入、増加した取引活動。これらのうちの第一は、投資会社の割引によって、不可能か、少なくとも大きく妨げられていた。借入に関しては、インベストルとプロビデンシアの負債を増加させることは、ヤコブ・ヴァレンベリが責任を持つ限りにおいて問題外であった。マークス・ヴァレンベリでさえ、そのような方向性については非常に懐疑的であった。それゆえ残る代替案は、証券取引を拡大することであり、ポートフォリオの収益率を増加させることであった。これはインベストルの経営陣によって選択された方法であった。

1980年代の株式市場ブームの時期に、ヴァレンベリの投資会社は、収益的な株式取引への機会を十分に利用した。その短期的な取引量と収益率は大幅に増加した。長期にわたって、投資社会のスウェーデンの株式取引は非常に成功的であり、ヴァレンベリ・グループの所有ポジションの防衛に大きく貢献した。1970年代初めには、年平均でそのポートフォリオの三倍の収益を得ていたデューバーは、1984年までに年間でその収益率を6倍としていた。新規に設立されたパトリシアでは、1980年代末の業務量は、デューバーあるいはこの点については、プロビデンシアの取引企業であるベクチュアーによって達成されたものよりもはるかに大きくなった。

インベストルは1910年代の金融ブーム期にそうであったように、1980年代には、株式仲介業以外のファイナンスのあらゆる側面をカバーする、多角化した事業を行っていた。インベストルとプロビデンシアの1980年代の株式取引と合併・買収活動への非常に活発な参加は、一般的にこの種の事業発展に貢献した。そのような貢献の典型例は、スウェーデンと外国の両方における、オプション市場の発展に対する支援であった。ストックホルムズ・オプションマークナッド OM フォンドコ

ミッション AB は、1984年にオプション市場において設立された。それはよいタイミングの典型的なケースだった。オプション市場は、1980年代におけるスウェーデンの商業的な大成功の一つとなり、この十年が終わる前に、別の完全所有であるオプション市場がロンドンに設立された。アルビテックは1987年に設立され、30%以上の市場シェアを持ち、すぐにスウェーデンのオプション市場の最先端を行く市場リーダーとなった。

親会社のインベストルは、当然ながら低いポートフォリオ収益率を経験した。しかし時にそれは明らかに上向いた。株式市場ブーム、増大した合併活動、スフェア企業でのヴァレンベリ・グループ所有持株の強化のおかげで、1980年代には時おりポートフォリオの再調整がもたらされた。1970年代と1980年代には、より大きなポートフォリオ収益への傾向が、インベストルとプロビデンシア、そして一般的に投資会社部門が、十分に多角化されたポートフォリオの一部として、長期的な持株を管理するという会社の役割を弱める状況をもたらししていた。確かにこれら企業が投資会社としての税特権を失う前に、どれほどの大きなポートフォリオ収益が実現したのかについては不明である。しかし、税務局がその解釈において寛大であったことは明らかだ。ある情報によれば、税務局によって許可されたポートフォリオ収益率が、1980年代にはおよそ10%から20%であったことが示されている。

他方でヴァレンベリ・グループ内では、所有利害への持株会社としてのインベストルとプロビデンシアの伝統的な役割が、1970年代と1980年代には以前よりも公言されるようになった。この時期には戦略的ポートフォリオが、ますます少ない企業の支配持株へと集中されていた。この変化は、サーブ・スカニアのバイアウトという最終結果で達成されたといえる。インベストルは、大幅に多角化したポートフォリオを持つ投資会社から、少数の企業における支配持株を所有し、アクティブ・オーナーシップを実行するタイプの持株会社へと変化していった。アクティブ・オーナーシップを実行する能力は増大したが、十分に多角化した証券保有を通じて、投資家にリスク分散を提供するという伝統的な投資会社の機能は、低下していった。それゆえ1980年代には、アクティブ・オーナーシップの役割は、インベストルとプロビデンシアの年次報告書において数十年前には考えられなかった程までに強調されるようになった。

結論として、「アクティブ・オーナーシップ：インベストル社とヴァレンベリ・グループ」の研究は、経済成長とその変化を特徴付ける金融と産業の活動の間には、非常に緊密な結びつきが存在することを明らかにした。この研究はさらに、今日投資会社と呼ばれている企業が、所有と企業支配のきわめて安定的で重要なツールであったし、現在でもそうであることを強調している。投資会社の活動についてこの研究では、明らかにその重点がリスク分散よりもアクティブ・オーナーシップと企業支配に置かれていることを示した。アクティブ・オーナーシップを引き受けるという目標は、ポートフォリオの分散を達成する能力を明らかに限定する。それゆえスウェーデンの投資会社はその行動において、アメリカの投資会社よりもベルギーの持株会社に似ている。その分析された発展過程は、明らかにある種の経路依存性のケースである：そこでは他の多くのものと同様に、歩んできた道の選択は、その固有の歴史的な要因を持つ。それゆえに長期的な経済的変化と転換を研

岸田：「アクティブ・オーナーシップ：歴史の中のインベストル社」

究することによってのみ、これらの選択理由が理解されるのである。

(2008年9月30日 受理)