

# スウェーデン企業集団の機能と株式所有構造： 1985-2007年

岸 田 未 来

はじめに

- I スウェーデン企業集団の構造と機能
    - 1 スウェーデン企業集団の諸特徴
    - 2 企業集団の機能と株式所有構造
  - II 株式所有からみた企業集団の動向：1985-2007年
  - III 投資会社の事業活動と企業集団
    - 1 インベストルの事業内容と組織変化
    - 2 インベストルの資金調達と投資活動
- まとめ

## はじめに

本稿は、1980年代以降のスウェーデンにおける二大企業集団の様相を、主に株式所有構造の側面から明らかにすることを課題とする。

スウェーデンは他の大陸ヨーロッパ諸国と同様に、長らく商業銀行が主に産業発展への資金供給を担う、間接金融中心の金融制度を有してきた<sup>1</sup>。sfäreとも呼ばれるスウェーデンの企業集団<sup>2</sup>は、産業企業とその「メインバンク」で

---

キーワード：スウェーデン，企業集団，株式所有構造，投資会社

1 Lindgren, H. (1987), *Banking group investments in Swedish industry*, Uppsala Papers in Economic History, Research Report No 15, pp.4-6.

ある商業銀行との長期的な融資関係、銀行が設立した投資会社を核とする閉鎖的な株式所有構造、取締役兼任制にもとづく緊密な「人的ネットワーク」、などの特徴を持つものとして、1930年代初頭の金融危機を通じて今日の姿を確立した<sup>3</sup>。なかでも閉鎖的な株式所有構造は、ピラミッド型あるいはクロス型所有と二重議決権付き株式の発行によって、銀行および投資会社が産業企業に強い影響力を及ぼすことを可能としており、スウェーデン企業集団の長期にわたる継続のメルクマールとされてきた。

ところで先進諸国の例にもれず、スウェーデンも1980年代以降には株式バブルの崩壊や金融危機、間接金融から直接金融への移行、金融機関の再編など金融市場の変化を経験してきた<sup>4</sup>。日本において六大企業集団の弛緩やその機能低下が、株式持合い比率の低下や系列融資の役割の縮小から議論されるようになるのも、同じような経済的背景においてである<sup>5</sup>。しかしスウェーデンの企業集団は、近年におけるスウェーデン企業のコーポレート・ガバナンスを巡る議論において、少数株主に不利益をもたらす体制として批判されているように、少なくとも所有面ではその閉鎖的な株式所有構造を維持しているとされる<sup>6</sup>。したがって問題となるのは、1980年代以降のスウェーデン金融市場における一

2 本稿では、スウェーデンの「企業集団」として、多数の産業企業と、それらと融資関係および株式所有関係を通じて間接的に結びついた商業銀行および投資会社からなる企業の集団を表している。スウェーデンにおけるこれらの企業集団の名称は、「金融グループ」、「スフェア」など多様であり、集団の範囲も論者によって異なる場合が多い。本稿で取り上げる企業集団は、Collin (1997)が取り上げた「金融グループ」と実態面では同一である。

3 スウェーデンの企業集団に関わる主な先行研究には、例えば以下の文献が挙げられる。

Collin, S. (1997), *Ågande och effektivitet: Wallenberggruppens och Svenska Handelsbanks gruppens struktur, function och effektivitet*, Lund Studies in Economics and Management 35; Glete, J. (1994), *Nätverk i näringslivet*, Stockholm; Lindgren, H. (1987), *Bank, Investmentbolag, Bankirfirma: Stockholms Enskilda Bank 1924-1945*, Norstedts; Sjögren, H. (2005), *Den uthålliga kapitalismen. Bolagsstyrning i Astra, Stora Kopparberg och Svenska Tändstickbolaget*, SNS Förlag.

4 Larsson, M. (1998), *Staten och Kapitalet*, SNS Förlag, pp.205-217.

5 1980年代以降の日本の企業集団の状況については、主に次の文献を参考とした。公正取引委員会 (2001)『企業集団の実態について：第七次調査報告書』；橋川武郎 (2003)「グローバル競争下における日本の企業集団：『日本経済の発展と企業集団』刊行後10年の現実」、『社会科学研究』Vol.54. No.6。

6 Högfeldt, P. (2003), *The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden*, Stockholm School of Economics, European Corporate Governance Institute (ECGI), pp.16-17.

連の変化のなかで、スウェーデンの企業集団はなぜ、どのようにしてその所有構造面での継続性を維持しているのか、そのことは企業集団としての他の諸機能も、依然として継続していることを意味するのか、という点であろう。

本稿ではこのような課題を全て明らかにする用意はないが、スウェーデン企業集団の構造と機能を明らかにする前提作業として、主に株式所有の側面から上述した課題の一端を明らかにしたいと考える。すなわち、まずスウェーデン企業集団の特徴とその機能を先行研究から整理したうえで、第一に1985年から今日に至るスウェーデン企業集団の株式所有構造から読み取れる、当該期における企業集団の状況を明らかとする。バブル崩壊を経た1990年代以降の企業集団については、スウェーデンにおいても具体的に明らかにされることがあまりなく、なおかつ二つの企業集団を比較検討する研究も、資料不足に規定されてごくわずかなためである<sup>7</sup>。第二に、企業集団内の株式所有関係において、これまで持株会社として機能してきた投資会社 (Investmentbolag) に着目し、投資会社の事業内容が当該期に変化したのか否か、およびその企業集団の株式所有構造との関連について明らかにする。

以下、Ⅰではまずスウェーデン企業集団の諸特徴についての整理を行い、企業集団の全体的な構造とその機能を概観する。Ⅱでは、*Ägarna och makten* の株式所有に関するデータを用い、1985年から2007年までの二大企業集団の株式所有構造の変化を具体的に検証する。最後にⅢでは、企業集団の一つであるヴァレンヴェリ (Wallenberg)・グループの投資会社、インベストル (Investor) を取り上げ、同時期における同社の事業内容の変化とヴァレンヴェリ・グループの所有構造との関連について検討する。

---

7 Collin (1997)の研究は二つの集団を比較検討した数少ない研究である。

## I スウェーデン企業集団の構造と機能<sup>8</sup>

### 1 スウェーデン企業集団の諸特徴

スウェーデンの企業集団に関する先行研究の多くは、企業集団の特徴として「メインバンク」銀行による産業企業への長期融資、集中した株式所有構造および「人的ネットワーク」（取締役兼任制）を取り上げ検討してきた。検討対象が個別経営史、とりわけヴァレンヴェリ・グループ<sup>9</sup>に集中してきたために、二つの企業集団をカバーする包括的な研究は少ない。ここでは各分野の代表的な先行研究にもとづきながら、主に1960～70年代の企業集団像を念頭にその特徴と歴史的背景を簡単に述べてみよう。

#### ① 企業集団の株式所有構造

スウェーデンの企業集団は、商業銀行と産業企業との長期融資関係を軸に、銀行が設立した投資会社や財団、あるいは特定の産業企業が中心となり産業企業の株式を所有し、所有者として影響力を行使している諸企業の集団を指す。1968年の政府による「所有と影響力に関する調査報告」<sup>10</sup>によると、このような企業集団はヴァレンヴェリ・グループ、ハンデルスバンケン（Handelsbanken）・グループ、スカンディナヴィスカバンケン（Skandinaviskabanken）・グループの3つであった。しかし1972年にヴァレンヴェリ・グループのストックホルム・エンスキルダ（Stockholm Enskilda）・バンクとスカンディナヴィスカバンケンが合併して、スカンディナヴィスカ・エンスキルダ・バンケン（Skandinaviska Enskilda Banken）を設立したために、二つの銀行を中心とした企業集団も融合して一つとなった。

8 本章のスウェーデン企業集団に関する整理については、2007年9月11日にストックホルム商科大学経済史研究所（The Economic Research Institute）にて、筆者とハンス・シュグレン教授が行った共同研究報告にもとづいている。なお、日本の六大企業集団の諸特徴については、奥村宏『日本の六大企業集団』（1994年、朝日文庫）で述べられている6つの指標をベースとしている。

9 ヴァレンヴェリ・グループは、A.O.ヴァレンヴェリが創設したストックホルム・エンスキルダ・バンクを中心とする企業集団であり、彼の一族が長年にわたり財団を通じて傘下企業への影響力を保っているとされる。ヴァレンヴェリ・グループに関する研究は、伝記等を含め数多く存在する。

10 SOU (1968 : 7), *Ägande och inflytande inom det private näringslivet*, Stockholm, pp.121-122.

今日の企業集団の形態は、クルーガー危機後の1934年に導入されたスウェーデン版グラススティーガル法を契機として形作られた<sup>11</sup>。当時銀行による株式の直接所有が禁じられたために、商業銀行が保有していた顧客企業の株式は関係投資会社に移され、これによって投資会社を核とする株式所有構造が作られたのである。投資会社は、株式の長期保有がその第一の事業目的であるために、いわゆる企業集団内の持株会社として機能することとなった。さらにスウェーデンでは、二重議決権付き株式の発行が可能であるために、資本額を上回る高い議決権比率によって、安定した所有構造を維持することが容易となっている。

二つの企業集団の間には、株式所有構造の面で若干の違いが存在する。ヴァレンヴェリ・グループは、銀行創業者の家族が所有する財団が投資会社の株式を保有し、この投資会社が銀行と産業企業の株式を保有する、いわゆる「ピラミッド型」の株式所有構造を形成している。これに対しハンデルスバンケン・グループには、頂点に立つ創業者家族や家族財団が存在しない。代わりに、銀行の年金基金や投資会社、特定の産業企業が軸となって「クロス所有」関係を形成し、これらが銀行や他の産業企業の主要株主となる形で企業集団を構成している<sup>12</sup>。

## ② 取締役兼任制と「人的ネットワーク」

集団内企業間では取締役兼任が行われており、これが企業集団の「人的ネットワーク」を形成している<sup>13</sup>。両企業集団ともに、銀行と投資会社の役員が他のメンバー企業の取締役を複数兼任している。各企業の社長もしくは最高経営責任者（CEO）は集団内外からリクルートされており、その決定にはこれらの兼任取締役の意向が反映されている。またこれら兼任取締役は、メンバー企業の事業活動に関しても重要な意思決定過程には関与している。特にヴァレン

---

11 Larsson (1998), pp.98-101.

12 Söderström, H. T. ed. (2003), *Ågarmakt och omvandling: den svenska modellen utmanad*, Stockholm, pp.58-59.

13 銀行を中心とした「人的ネットワーク」については、次の文献が包括的に取り上げている。  
Ottozon, J. (1993), *Stabilitet och förändring i personliga nätverk: Gemensamma styrelseledamöter i bank och näringsliv 1903-1939*, Uppsala Universitet.

ヴェリ・グループでは、ヴァレンヴェリ財団のオーナーである創業者家族の代表者が、銀行と投資会社の代々の取締役職を占めており、さらに集団内産業企業の取締役も兼任しているために、その家族的紐帯にもとづく緊密な「人的ネットワーク」の役割が強調されてきた。

### ③ 商業銀行との長期融資関係

企業集団内の商業銀行は、同じ集団内の産業企業に対して「メインバンク」として長期的な融資関係を築いており、経営危機に際しては救済融資や産業リストラクチャリングへの関与という形で支援をおこなってきた<sup>14</sup>。また銀行は投資会社とともに、産業企業に対して「アドバイザー、株式市場アナリスト、産業専門家」としても機能し、国外でのビジネス・コンタクトを紹介するなど、時には英米の「投資銀行」に近い役割を果たしてきたといわれている<sup>15</sup>。逆に企業集団の産業企業は、銀行にとっての安定した貸付先となり、その預金が「メインバンク」銀行に集中することによって、銀行に他のプロジェクトへの投資資金をもたらしてきた。この長期融資関係は、第一次大戦期、1930年代末、第二次大戦直後の各不況期には、企業集団外の複数の銀行へと広がる傾向を持っていたが、基本的には集団内銀行との融資関係が中心であった。

### ④ 投資会社の機能<sup>16</sup>

企業集団内の投資会社は、もともと銀行の関連会社として設立された経緯からも分かるように、その業務の第一の目的は、持株会社として集団内の長期で安定した株式保有機能を担うことである。スウェーデンの投資会社は一般的に、1928年の税制変更によってスウェーデン企業から得られる配当収益への税金が控除されるなど、税制面からもその株式管理機能が促進された<sup>17</sup>。しかし企業集団の投資会社は、これ以外にも子会社を通じて銀行が直接取り扱うことので

14 スウェーデンにおける産業企業と商業銀行との長期融資関係を実証した文献としては次を参照。

Sjögren, H. (1991), *Bank och näringsliv : tvärsnittsanalyser och longitudinella studier av relationen mellan svenska företag och affärsbanker inom det bankorienterade finansiella systemet 1916-1947*, Uppsala.

15 Lindgren, H. (1994), *Aktivt Ägande : Investor under växlande konjunkturer*, Stockholm, p.284.

16 スウェーデンの投資会社の活動実態を詳細に明らかにした研究は、Lindgren(1994)を除いてはほとんどみられない。

17 Lindgren (1994), pp.60-61.

きない証券関連業務を行い、産業企業への資金提供、ベンチャー企業への投資、産業再編における短期的な株式の受け皿機能など、多様な事業展開によって企業集団の発展に関わってきた。

#### ⑤ 企業集団の産業構成と企業間取引

スウェーデンの先行研究であまり取り上げられていないのは、企業集団の産業構成とそれら企業間の取引関係である。スウェーデンの産業発展が特定の部門に偏重しつつ展開したことを反映して、企業集団の産業構成も、歴史的に森林業、製紙・パルプ業、輸送・産業機器、エンジニアリング業などの分野にメンバー企業が集中してきた<sup>18</sup>。これらメンバー企業間の結びつきについては、ヴァレンヴェリ・グループ内においてボールベアリング企業SKFが重電企業のAseaから鉄鋼加工施設を納入するなどの長期取引関係や<sup>19</sup>、その他にも部品供給などに見られる。しかしメンバー企業の構成が、日本の企業集団のいわゆる「ワンセット主義」のように多くの産業分野をカバーするほどではないために、メンバー企業間の取引は産業連関上の関係に限定されていると思われる。

#### ⑥ 企業集団としての産業政策

銀行および投資会社を軸とする「人的ネットワーク」は、株主代表という形でメンバー企業の経営に関与している。その「ものを言う株主」としての政策は、ヴァレンヴェリ・グループでは「アクティブ・オーナーシップ」とも呼ばれている<sup>20</sup>。「人的ネットワーク」が実行する所有政策の内容は、a. 産業リストラクチャリングへの関与、b. メンバー企業の救済、c. 企業間の活動調整、d. 新規事業の育成など、主に企業集団としての長期的な産業発展におかれてきた。産業リストラクチャリングは、しばしば他の企業集団を含む形でドラスティックに行われた。例えば、スウェーデンの伝統的な輸出産業である森

18 このようなスウェーデン産業史の特徴は、経済史家のErik Dahmenによって'Development Blocks'というキーワードによって研究されてきた。Lindgren, H.ed.(1996), *Economic Dynamism : in honour of Erik Dahmen*, Stockholm School of Economics, Institutet för Ekonomisk Historisk Forskning, Research Report No6.

19 *Teknik i Asea : 1883-1983*, Västerås, 1983, p.106.

20 この「アクティブ」とは、メンバー企業の取締役会とガバナンス活動への参加を意味している。*Investor Årsredvisning*, 1987, pp.5-6.

林・紙パルプ業では、1960年代末からヴァレンヴェリ・グループ、ハンデルスバンケン・グループともに、集団内外で多くの企業買収や企業合併を実行しており、最終的にはそれぞれSCAとStora Ensoというスウェーデンの二大製紙会社を有するにいたっている<sup>21</sup>。メンバー企業の救済は、経営危機にある企業への救済融資、人材派遣、特定事業の分割・売却、あるいはM&Aによる新規事業の統合を通じた再建という形で行われてきた<sup>22</sup>。集団内企業活動の調整は、例えば電機製品分野におけるヴァレンヴェリ・グループ内のAseaとEricssonの棲み分けなどに見られる<sup>23</sup>。新規事業の育成は、主に既存企業からのスピノフや投資会社のベンチャー企業育成などによって行われてきた。

## 2 企業集団の機能と株式所有構造

ここでは1で述べたようないくつかの特徴が、企業集団の機能としてどのような関連性を持つのかを、日本の企業集団との比較を念頭に置きつつ、株式所有構造を中心に検討してみよう。

### (1) 株式所有を通じた「支配」と安定株主機能

スウェーデンでは、投資会社を核とした一方的な株式所有による企業間の緊密な結びつきが、金融機関を含まない他の企業グループにも広くみられる<sup>24</sup>。このような集中した企業の所有構造は、所有者が企業への「支配」力を確保するための「手段」として理解されることが一般的であった。政府の「所有と影響力に関する調査報告」や、Gleteによるネットワーク論<sup>25</sup>はこの典型である。しかし企業集団の商業銀行と投資会社は、産業発展への長期的な関与という所有政策を目標としているのであるから、基本的にその目的は産業企業の利害と

21 Glete, J. (1987) *Ägande och industriell omvandling: Ägargrupper, skogsindustri, verkstadsindustri 1850-1950*, Stockholm, pp.220-234.

22 Sjögren (2005) は、ヴァレンヴェリ・グループのAstra, Stora Kopparberg, Swedish Matchを例に、兼任取締役らがいかに長期的な産業企業の発展に関わったのかを詳細に明らかにしている。

23 Attman, A. and U. Olsson(1976), *LM Ericsson 100 år: Räddning, återuppbyggnad, världsföretag 1932-1976*, Örebro, p.75.

24 *Ägarna och makten* 各年を参照。

25 Glete (1994), pp.56-60.



一致している。それゆえ、企業集団の閉鎖的な株式所有構造が果たす役割については、産業企業にとって「安定的な発展を保証する」ものであったという側面を含めて、その所有政策の内容にまで踏み込んだ評価が必要であろう<sup>26</sup>。その他に株式所有関係の機能として、産業企業にとっては株式所有関係にもとづいて、「人的ネットワーク」から経験のある優れた経営者が供給される利点があるとの指摘もある<sup>27</sup>。

スウェーデン企業集団の集中した株式所有構造は、産業企業の新株発行による資金調達需要が増大する場合に、その安定した所有が維持されうるのか否かを条件付ける。企業集団内で株式所有が分散している日本では、1980年代のバブル期における株式発行増加を経ても、企業集団内部の株式持合い構造は基本的に維持されたとされる<sup>28</sup>。スウェーデンの集中した株式所有構造では、メンバー企業の新株発行による資金調達が増加すると、新株を引き受けるための多額の資金が所有者側に必要とされる。このため、株式市場が活性化した1980年代以降には、企業集団として株式所有構造を維持するためには何らかの対応が必要となったと考えられる。

## (2) 株式所有構造と「人的ネットワーク」

企業集団の株式所有構造は、集団内での情報流通形態とも関連する。日本の企業集団では、企業集団内の情報を集約する機関として社長会が存在し、社長会がある程度企業間の利害調整を図る役割を担っていた<sup>29</sup>。スウェーデンの企業集団には、メンバー企業の経営者が一同に会する特定の機関は存在しない。その代わりに企業集団内の調整を行う機能は、投資会社と銀行の兼任取締役による「人的ネットワーク」に担われていると考えられる。日本の社長会が果たしていたとされる集団内企業に関する情報交換や活動調整、あるいは集団内の人事決定などの諸機能は、スウェーデンにおいては、株主代表として取締役会に出席する兼任取締役が傘下企業の情報を収集し、投資会社と銀行を中心とす

26 このような観点を持つ研究としてはLindgren (1994)やSjögren (2005)があげられる。

27 Collin (1991), pp.110-123.

28 橘川 (2003), 9-14ページ。

29 奥村 (1994), 118-124ページ。

る「人的ネットワーク」を介して情報が交換され、そして共有された情報にもとづき企業集団としての所有政策内容が分析・判断・実行されるという形で作用してきたのである<sup>30</sup>。

### (3) 企業集団と産業構造の転換

企業集団内の株式所有構造と緊密な「人的ネットワーク」は、企業集団としての意思決定や活動形態と次のような関連性を持つと考えられる。スウェーデンの企業集団は、メンバー企業の活動調整や人事、共通する対外活動などに関する重要な意思決定が、少数の兼任取締役メンバーによって行われることとなるため、企業集団としての産業構造転換に際して企業間の調整が相対的に容易となる可能性が高いということである。日本の企業集団では、例えば石油化学などの新産業分野への進出に際して、集団内企業間で時に摩擦が生じた一方で<sup>31</sup>、企業集団の枠を超えた産業再編は、1990年代に入るまで大きくは進展しなかった。スウェーデン企業集団の集中した所有構造と緊密な「人的ネットワーク」は、歴代のエンジニアリング業、森林・紙パルプ業の産業リストラクチャリングにみられるように、企業集団内外における頻繁な企業間の吸収・合併の実行を容易とし、スウェーデン産業の大胆な構造転換に寄与する一因であったと考えられる<sup>32</sup>。

その反面、スウェーデンの場合は、「人的ネットワーク」が相対的に少人数で、特定個人に限定されることから生じる限界性も指摘されうる。具体的には、メンバー企業の数が増加するか、あるいは今日のように企業の経営環境がグローバル化するなかで企業活動がいっそう複雑となる場合には、これまでどおりの形で複数の企業についての情報を少数の兼任取締役で詳細に把握・統括することが困難となる場合である<sup>33</sup>。

このように、スウェーデン企業集団の諸特徴は、集中した株式所有構造など

---

30 具体的事例については、ヴァレンヴェリ・グループの投資会社であるインベストルの社史にみられる、歴代役員へのインタビューなどを参照。*Investor: 1916-1991*, 1991.

31 奥村 (1994), 195-198ページ。

32 *Investor: 1916-1991*, pp. 146-153.

33 例えば次のようなエピソードがある。ヴァレンヴェリ・グループでは、1980年代に Asea/ABB の

にみられるように、歴史的な経緯によって形成されてきたのであるが、それらは逆に企業集団としての機能面においても、いくつかの特色をもたらしていると考えられる。

## II 株式所有からみた企業集団の動向：1985-2007年

ここでは二大企業集団の株式所有構造について、1985年以降のストックホルム株式市場に上場されている全企業の株式所有データを網羅している *Ägarna och makten* を用い、1985年から2007年の企業集団の状況を検討する<sup>34</sup>。

### (1) 株式所有構造と株主構成

1985年と2007年の両集団内における株式所有構造をみると、ともに投資会社(未上場も含む)、家族財団あるいは銀行の投資ファンド・年金基金が一貫して大株主として継続しており、それらをメンバー企業の投資ファンド、事業会

表1 二大企業集団の株式所有構造 (1985年)

事業分野	ヴァレンヴェリ・グループ		議決権所有者													ハンデルスバンケン・グループ		議決権所有者						
	メンバー企業 25社	SEB-sfären*	Investor	Patricia	Providentia	Incentive	Wallerberg-fonder	Export-invest	Skandia	other	合計	SHB-sfären	メンバー企業 15社	SHB-pension	SHB-aktiefonder	Industrivärden	Oktagon	Promotion	SCA	other	合計	SEB-sfären		
Bank	Skandinaviska Enskilda Banken AB	3.3	1.1		1.7		4.7	0.9	5.0	0.7	17.4		Svenska Handelsbanken AB											
Insurance	Skandia Insurance Company Ltd.	2.8	9.7		7.4		0.5	0.8	3.6		24.8													
Investment company	Investor AB	6.1			0.1		18.3		3.5	0.9	28.9		AB Industrivärden	6.0	0.8		1.5	4.1	9.9	1.8	24.1			
	AB Providentia	6.3					14.3		4.3	0.5	25.4		Beijer Invest AB	7.4	0.8	4.8	1.7	1.2		0.1	16.0	0.6		
	Incentive AB	2.7	12.2		11.5		1.5		0.4	2.2	30.5		Argentus AB	3.7	0.6	9.1	1.8			0.3	15.6			
	Forsvinst AB	4.7	20.0						4.0		28.7		Promotion AB	4.3		30.8	6.0				9.2	50.3		
Trading	AB Exportinvest	4.0					16.3		4.0	0.7	25.0													
Non-metal	Orrrefors AB	0.8	0.5		0.5	93.8	0.1				95.7													
Construction													JM AB								2.1	52.4		
Paper and pulp	Stora Kopparberg AB	1.9	13.2	25.9	11.2		1.0		2.9	0.2	56.3	0.6	SCA AB	5.4	1.8	23.8	1.1	1.0		1.6	34.7			
	Swedish Match AB	5.0	32.1		12.7				4.3		54.1		MoDo AB	6.3	1.0		1.0			1.5	9.8	1.0		
	Papyrus AB	4.4	12.4		8.6		5.9	3.7	2.9	2.8	40.7	1.0	Igesund AB	5.8	0.7		2.1			2.3	10.9			
Chemical	Astra AB	1.3	8.2		5.1		0.5		4.2	0.5	19.8	3.7												
	Atlas Copco AB	0.5	7.3	32.6	8.5		0.2		3.4	0.3	52.8	0.7	AGA AB	4.9	1.0	16.1	0.9	0.4		0.9	24.2	2.5		
General machines and tools	Alfa-Laval AB	1.9	11.4		11.3		1.4		1.8	1.0	28.8	1.1	Garnébe AB		1.6	39.4		5.0		4.2	50.2			
	Garphyttan AB		14.0		7.2	56.1					77.3													
	LKB AB	0.3	0.8		0.5	81.8	0.2			0.1	83.7	0.4												
Electric machinery	LM Ericsson AB	5.8	10.5		11.8		0.8		1.3	0.2	30.4	30.4	LM Ericsson AB		8.6		19.7	1.9		0.2	30.4	29.1		
	Asea AB	3.4	6.3		3.5		0.2	1.5	4.3	1.3	20.5	1.5	PLM AB	8.3	0.7	18.8	3.9	4.6		3.9	40.2			
	AB Electrolux		33.4		7.6		4.7		0.1	49.0	94.8	0.5	Almedahl AB	2.3	0.7					33.0		36.0		
	East AB		1.1		1.1				1.3	49.4	52.9	1.5												
Transport equipment	Fölk AB	1.9							4.5	51.5	57.9	0.9												
	Saab-Scania AB	1.2	3.5		2.6		9.2	2.4	5.0	8.7	32.6	1.0												
Instruments related products	SKF AB	1.7	11.3		10.5		1.1	0.8	2.1	0.1	27.6	2.7	Bahce AB	3.2	0.7			30.4		0.9	35.2			
Air and Sea transportation	Svensk Interkontinental Lufttrafik AB (SITA)		8.4		7.6				5.0	21.4	42.4	0.7												
	AB Broströms	29.8					1.6				1.1	32.5												

出所: *Ägarna och Makten*, 1985より作成。

注: 1)色つきは二重議決権を使用していない企業を表す。

2)色に主要株主がいるが、グループの所屬となっていない企業: ヴァレンヴェリ・グループ: Broströms, Forsvinst, LM Ericsson, Garphyttan, Incentive, ハンデルスバンケン・グループ: Beijer Invest, Argentus, MoDo

3)Ägarna och Maktenの表にはないが、株主等から判断してグループの所屬に加えた企業: ヴァレンヴェリ・グループ: SKF, Orrrefors, Skandia

4)色のSEB-sfärenは、S-E-Bankenの財団・年金基金等を含む。

社長としてアメリカ流の国際展開手法で手腕を発揮した Percy Bernevik を、ヴァレンヴェリ・グループの他のメンバー企業の取締役にも据え、「人的ネットワーク」に迎え入れた。彼にはヴァレンヴェリ・グループのメンバー企業の大胆な事業改革を行う役割が期待されていた。しかし2002年にABBで彼の年金スキャンダル問題が明るみになると、「人的ネットワーク」から完全に外されることとなった。Carlsson, B. and S. Nachemson-Ekwall (2003), *Livsfarlig ledning: Historien om kraschen i ABB*, Ekerlids Förlag, p.264.

34 ここで本稿が取り上げる企業集団の範囲と統計データの取り扱いについていくつかの点を説明しておく。

第一に、企業集団のメンバー企業については、日本の企業集団のように社長会加盟などの明確な

表2 二大企業集団の株式所有構造（2007年）

	ヴァレンヴェリ・グループ	議決権所有者							ハンデルスバンケン・グループ							議決権所有者						
		Investor	Wallenberg stiftelse	SEB-sfären*	SEB-fonder	other	合計	SHB-sfären	メンバー企業 12社	SHB	SHB-fonder	Industrivärden	Oktogonen	SHB-pension	SCA	other	合計	SEB-sfären				
Bank	Skandinaviska Enskilda Banken AB	18.4	0.8	11.1	1.7		32.0	2.8	Svenska Handelsbanken AB		1.9	10.9	10.6	0.8		0.6	24.8	1.9				
Investment company	Investor AB		46.6	5.2	0.8	1.8	54.4	1.0	AB Industrivärden	2.2	1.1		4.6	18.3	15.6	10.2	52.0					
Metal									Höganäs AB		2.0	8.1					10.1	1.1				
Non-metal									SSAB AB		0.8	21.0				1.8	23.6	3.3				
Construction									Skanska AB	1.9	1.6	27.0		4.6			35.1	1.6				
Paper and pulp	Stora Enso Oyj						26.4		SCA AB	1.9	0.9	29.3	1.9	7.2	0.7	0.5	42.4	6.8				
Chemical	AstraZeneca Co., Ltd.						3.4															
General machines and tools	Atlas Copco AB	21.2			0.5	0.7	22.4	2.5	Sandvik AB	1.6	2.0	11.0	0.6	4.7		0.5	20.4	2.4				
	Husqvarna AB	29.2			2.3	0.5	32.0	2.1	Seco Tools AB							89.3	89.3	0.2				
									Makters AB		0.5	14.8					15.3	2.2				
Electric machinery	Ericsson AB		19.6	0.4	0.8	1.0	21.8	21.2	Ericsson AB		1.0	13.5	0.5	5.3		0.7	21.0	21.8				
	ABB Ltd.						7.6															
	AB Electrolux	29.6		0.3		0.5	30.4	2.2														
Transport equipment	Saab AB	38.0	6.1	0.2	1.5	0.4	46.2	0.8	AB VOLVO	2.7	1.2	0.3	0.5	2.9		0.3	7.9	5.5				
	Scania AB	20.0	10.6	0.2	0.4	0.2	31.4	0.6														
Instruments	SKF AB	29.0			1.3	2.9	33.2	1.6														
Air transportation	SAS AB		7.6		2.2	0.5	10.3	1.4														
	Service	DMX AB	10.7		1.2	2.0		13.9	4.6													

出所: Ägarna och makten, 2007年より作成。

注: 1) 色つきは二重議決権を使用していない企業を表す。

2) ヴァレンヴェリ・グループのStora Enso, AstraZeneca, ABBについては、外国の株式市場に登録されているため、株主の詳細なデータはÄgarna och maktenには記載されていない。

3) 他に主要株主がいるが、グループの所属となっている企業: Ericsson

4) \*のSEB-sfärenは、S-E-Bankenの財団・年金基金等を含む。

社、個人株主などが補完している点に変わりはない。ヴァレンヴェリ・グループでは、メンバー企業数の減少と比例してグループ内の株主数も減少しており、代わりに一株主あたりの所有比率が高まっている。1985年のインベストル以外の投資会社（Patricia, Providentia, Incentive, Export-Investなど）は、Incentiveを除いて全てインベストルに吸収合併されている。ハンデルスバンケン・グループは、この二つの年の比較では株主数に変化はないものの、1989～1998年のVolvo-Skanskaグループとの融合期には、メンバー企業と株主が急増している（表4参照）。1989年には投資会社のIndustrivärdenとOktogonen、および事業持株会社であるSCA（紙パルプ）の他に、Bahco（工具）、Volvoグループ（輸送車両）、Skanskaグループ（建設）などがハンデルスバンケン・グループ内で

結びつきを示す指標が存在しないために、その境界が曖昧である。ここでは基本的に、*Ägarna och makten* で集団企業として扱われている企業をメンバー企業としている。ただし同書では、他に主要株主がいるにもかかわらず、両集団のメンバー企業として分類されている企業も存在している点には留意が必要である。また本稿では、ある企業の子会社であっても株式上場されている場合は、独立した企業として扱っている。逆にメンバー企業であっても未上場である企業は、本稿ではカウントしていない。唯一の例外は、ヴァレンヴェリ・グループのSaab-Scaniaであり、同社がインベストルに一時的に吸収された時期でも、独立した企業として扱っている。

第二に、株主側については、基本的に同書の分類にしたがっているが、同書では独立した株主として扱われている集団内企業、メンバー企業の年金基金・ファンド等が自社株を所有している場合も、本稿では集団内株式所有に含めている。これらの所有比率はそれほど大きくはないが、同書の分類よりも若干企業集団としての平均所有比率が高めとなっている。

第三に、ハンデルスバンケン・グループが、投資会社Custosに対して主要株主となったケースでは、Custosが主要株主となっている企業は、同書ではハンデルスバンケン・グループに含められていないが、本稿ではメンバー企業に含めている。

事業持株会社としての役割を果たしていた。

したがって両企業集団ともに、株主構成の変化はあるものの、一方的な株式所有構造は基本的に維持されている。また両企業集団の間には、長年にわたる重複メンバーのEricsson<sup>35</sup> (通信) 以外にも、比率は高くはないが幅広い株式の持合がみられる。

(2) 議決権と資本所有

両企業集団の平均議決権所有シェア、資本所有シェアは1990年代初頭にそれぞれ50%前後と30%後半 (ヴァレンヴェリの場合は1986年) のピークに達した後、1990年代末以降は議決権30%、資本20%前後で安定して推移している。議決権の比重が異なる株式がもたらす資本所有比率と議決権所有比率の格差は、両グループともに10%前後に保たれている。格差のピークは1990年代初頭で、両集団ともに15%近くまで開いた。

表3 二大企業集団の集団内平均株式所有比率 (%)

年	ヴァレンヴェリ・グループ		ハンデルスバンケン・グ	
	議決権	資本	議決権	資本
1985	43.3	35.3	29.4	21.8
1986	45.4	36.5	38.3	30.6
1987	43.6	33.4	33.4	23.5
1988	45.7	33.4	36.8	24.1
1989	44.3	33.4	48.6	36.8
1990	45.6	34.4	50.9	38.7
1991	47.5	32.2	52.9	39.5
1992	46.8	34.9	52.2	38.2
1993	44.5	31.5	44.2	30.6
1994	42.1	27.0	43.8	30.5
1995	34.3	23.5	36.1	24.5
1996	36.6	25.1	36.1	24.4
1997	31.7	20.8	33.8	24.5
1998	33.6	22.0	30.4	19.8
1999	28.4	21.4	30.6	19.1
2000	28.4	21.0	30.2	18.8
2001	25.5	18.0	27.8	17.3
2002	25.2	17.6	31.8	20.2
2003	27.0	16.5	29.5	18.5
2004	26.0	15.9	26.7	16.4
2005	28.1	18.8	32.8	20.9
2006	25.9	16.4	32.2	22.8
2007	26.2	15.5	32.5	22.9

出所: *Agarna och Makten* 各年より作成。

35 両企業集団の商業銀行は、Ericsson に対して1936年に両行が最大の貸し手となる協定が結ばれて以降、今日まで強い結びつきが継続している。Meurling, J. and R. Jeans (2000), *Ericsson krönikan*, Stockholm, p.136.

二重議決権付き株式の利用率は、株式市場全体では1992年に全上場企業の87%とピークを記録したあと徐々に減少しており、2007年には48%となっている<sup>36</sup>。二大企業集団内でも1990年代に二重議決権付き株式の利用が86~7%に達したが、その後は70~80%と市場全体よりも高い割合で維持されている。スウェーデンの二重議決権付き株式という制度は、1990年代初頭のバブル崩壊以降には、とりわけ企業集団の集中した株式所有構造を維持するために活用されていることが分かる。

両企業集団の違いは、ヴァレンヴェリ・グループが1985年から2007年の間に議決権・資本の両方において平均値を17~20%ほど低下させているのに対して、ハンデルスバンケン・グループは、1990年前後の急上昇期を挟んでいるものの

表4 メンバー企業の推移

	ヴァレンヴェリ・グループ				ハンデルスバンケン・グループ				
	企業数	加入	退出	企業数	加入	退出	企業数	加入	退出
1985	25	0	0	15	0	0			
1986	26	1 Hasselblad	0	17	3 Geveko, Besam, Thorsman&Co.	1 Bahco(不明)			
1987	23	0	3 Papyrus(Storaによる買収)、LKB(Pharmaciaによる買収)、Forsinvest(Walグループへ)	16	2 Fermenta, Dacke	3 JM(Skanskaグループへ)、Geveko(不明)、Almedahl(Skandiaによる買収)			
1988	23	0	0	17	3 Nisses, Munkjö, Bahco	2 Argentus(不明)、Promotion(Bahco/ツコ)			
1989	21	1 Stockholms Optionsmarknad	3 Swedish Match(Storaによる買収)、Flakt(ABBによる買収)、Brostrom(Asealによる買収)	28	19 Nordbanken, Fermenta, Gorthon Invest, Custos, Protarp, Oresund, Essve, Catena, JM, Euroc, Edebe Promotion, Skanska, Pharmacia, Cardo, Sandvik, Skane-Gripen, Volvo, Hufvudstaden, Gambro	8 Beijer Industries(Walグループへ)、MoDo(Carlgrnグループへ)、Munkjö(Walグループへ)、Leggstrand(MoDoによる買収)、Fermenta(Weiグループへ)、Gunnebo(マネジメント・バイアウト)、Besam(Bahcoによる買収)、PLM(上場廃止)			
1990	22	1 Angspanneforeningen	0	24	1 Procordia	5 Nordbanken(Pikbankenによる買収)、Edebe(WM dataによる買収)、Nisses(AP-Fondemalによる買収)、Pharmacia(Procordiaによる買収)、Dacke(Industivardenによる買収)			
1991	20	0	2 Incentive(Asealによる買収)、Hasselblad(Incentive/Asealによる買収)	25	2 Seco Tools, MoDo	1 Thorsman(Bahcoによる買収)			
1992	18	1 Incentive	3 Providentia(Investorによる買収)、Alfa-Laval(Tetra Pakによる買収)、Angspanneforeningen(Angpanneグループへ)	27	4 Independent, Graningeverken, Pronator, VBB	2 Essve(Engros Ferrolによる買収)、Bahco(Industivardenによる買収)			
1993	18	0	0	31	7 Bergman&Beving, Nea, Gullspang, Dios, FFNS, Piren, Bilspedition	3 Independent(倒産)、Protarp(Skanska/Volvoグループへ)、Oresund(Hagstromerグループへ)			
1994	17	0	1 Skandia(外国人株主へ)	27	2 BOP, Pharmacia	6 Fermenta(倒産中のIndependentへ)、Gorthon Invest(Cardoによる買収)、Procordia(不明)、MoDo(Lundbergグループへ)、Nea(Hagstromerグループへ)、Pronator(Ponsbachへ)			
1995	22	7 Hasselfors, Arcona, Fabage, Klovern, Skone-Gripen, Gambro, TV4	2 Export-Invest(Investorによる買収)、Esab(Charter plcによる買収)	26	4 Atle, SSAB, Sandblom&Stohne, Frigoscandia	5 BOP(Volvoによる買収)、Pharmacia(Volvoグループへ)、Cardo(Incentiveによる買収)、Skane-Gripen(Wallenbergグループへ)、Gambro(Wallenbergグループへ)			
1996	22	2 Saab, Scania	2 Hasselfors(AssiDomanによる買収)、Skane-Gripen(Brueへ)	23	2 PLM, Perstorp	5 Frigoscandia(ASGIによる買収)、Bilspedition(不明)、Sandblom&Stohne(Stohne Gunへ)、JM(Custosグループへ)、Piren(Custosグループへ)			
1997	19	3 Evidentia, Diligentia, WM-data	6 Orefors(Proventusなどによる買収)、Arcona(Evidentiaへ名株変更)、Fabage(Custosグループへ)、Garphyttan Industrier(外国人株主へ)、Gambro(Incentiveによる買収)、Saab(GMへ)	26	6 Scancem, JM, Sandblom&Stohne, Kanthal, Fabage, Piren	3 Euroc(Scancemに名称変更)、Graning(外国人株主)、Gullspang(Imatran Vornia Oylによる買収)			
1998	18	1 Saab	2 Klovern(Wahlborgによる買収)、TV4(Bonnierグループへ)	14	1 Bilja	13 Custos(Hagstromerグループへ)、Catena(Biljaに名称変更)、Scancem(Custosグループへ)、Sandblom&Stohne(自社の投資会社による買収)、Perstorp(外国人株主へ)、Kanthal(Sandvikによる買収)、Fabage(Nackebrolによる買収)、FFNS(Nordstrom Gunnarへ)、VBB(FFNSによる買収)、Hufvudstaden(Custosグループへ)、Piren(Custosグループへ)、JM(Custosグループへ)、Dios(その他株主へ)			
1999	19	2 Gambro, Asticus	1 Incentive(Gambroへ名称変更)	14	1 Balder	1 PLM(Rexam Plcによる買収)			
2000	18	1 Volvo	2 Saab Autmobil(GMへ)、Asticus(IVG Holding AGIによる買収)	13	1 Skandia	2 Bilja(Volvoへ)、AGA(Linde AGIによる買収)			
2001	16	0	2 Diligentia(Skandiaによる買収)、Evidentia(Classon&Anderzen Invest ABによる買収)	14	2 Karo Bio, Read Soft	1 Balder(Drottによる買収)			
2002	16	0	0	12	0	2 Atle(Ratos/3iによる買収)、Read Soft(その他株主へ)			
2003	15	0	1 Volvo(Handelsbankenグループへ)	13	2 Ballingslov, Pergo	1 Karo Bio(外国人株主)			
2004	16	1 Nilorngruppen	0	13	3 Munters, Addtech, Lagercrantz Group	3 Skandia(外国人株主)、Ballingslov(Stenaグループへ)、Pergo(外国人株主)			
2005	17	1 Anax	0	10	0	3 Addtech(Roburファンドへ)、Lagercrantz Group(Roburファンドへ)、Bergman&Beving(外国人株主へ)			
2006	15	0	2 Anax(Scaniaによる買収)、Nilorngruppen(Stillstromグループへ)	12	2 Hoganas, Indutrade	0			
2007	14	1 Husqvarna	2 Gambro(EQT/Investorによる買収)、WM-data(LogicaCMGIによる買収)	12	0	0			

出所: Ågarna och Maktenより作成。

1985年と2007年とでは平均値は低下しておらず、むしろ若干上昇している点にある。同グループにおける平均値の急上昇は、1990年のバブル期前後における株式保有数の増加に加えて、議決権・資本ともに所有比率の高いVolvo-Skanskaグループのメンバー企業加入によってもたらされている。

### (3) 企業集団の継続性

両企業集団のメンバー企業はこの22年間の間に徐々に減少しており、両集団ともに企業数では縮小傾向にある。ヴァレンヴェリ・グループでは、1985年で25社存在したメンバー企業が2007年には14社に、ハンデルスバンケン・グループは15社から12社に減少している (Ericssonを含む)。ただしハンデルスバンケン・グループは、Volvo-Skanskaグループとの融合後には、メンバー企業数をほぼ倍増させている。両集団ともに2000年以降は相対的に安定した企業数となっている。両集団への重複メンバーはEricsson以外には見られず、この期間に両集団間を移動した企業は、Skandia (保険)、Gambro (医療技術)、Skåne-Gripen (一般機械) など少数である。

VolvoグループとSkanskaグループは、豊富な自己資金をもとに1980年代の株式市場で新たな企業所有者として登場した多くの新興企業グループを代表する二大グループであり、特にVolvoグループは、1982~84年にヴァレンヴェリ・グループのメンバー企業へ出資を開始するなど、一時的に緊密な協力関係を築いていた<sup>37</sup>。しかし1984年にヴァレンヴェリ・グループと分離した後は、VolvoグループとSkanskaグループが株式持合い関係を形成し、1989年にはこれらグループとハンデルスバンケン・グループが株式持合い関係を形成した。1998年には、このうち投資会社のCustosがハンデルスバンケン・グループから分離している。

メンバー企業の継続性から見ると、ハンデルスバンケン・グループは1985年より継続しているメンバー企業は銀行と投資会社以外では、SCA, Ericssonの2社のみであり、22年間の間にメンバー企業の構成が大きく入れ替わっている。

---

37 *Investor: 1916-1991*, pp.81-84.

特に1989年のVolvo-Skanskaグループとの融合から1998年のCustosグループの分離までの期間には、メンバー企業の入れ替わりが盛んであり、企業集団としての境界が非常に流動的であった。他方でヴァレンヴェリ・グループは、合併や企業名変更、分割された企業（Saab-Scania）なども含まれるが、2007年のメンバー企業14社のうち、12社が1985年から継続している企業である。

業種構成では、両集団ともに一般機械、電気機械、輸送機器などのエンジニアリング産業にメンバー企業が多く見られ、入れ替わった企業が多く見られるのは不動産や建設、投資ビジネスなどの相対的に新しい分野の企業である。

さらにメンバー企業の加入・退出状況からみても、ヴァレンヴェリ・グループでこの期間に退出した企業数34社（名称変更を含む）のうち、13社が集団内での吸収合併によって消滅しているのに対して、ハンデルスバンケン・グループは退出企業70社のうち12社のみが集団内での吸収合併による消滅である。これらのことから、とりわけ1990年代にはハンデルスバンケン・グループは他の企業グループとの接触が盛んであり、「企業集団」としての凝集性が低かったのに対して、ヴァレンヴェリ・グループでは新規メンバーとして定着した企業が少なく、長期的に株式を保有する「コア企業」の数を徐々に削減しつつ、相対的に安定した集団を維持してきたことがわかる。ヴァレンヴェリ・グループでは、企業集団の株式所有政策が、長期的な産業発展政策とともに維持されていた可能性が高い。

## 小括

1985年から2007年の株式所有データの検討によって明らかになったのは、次の3点である。第一に、両企業集団ともに集中した株式所有構造には大きな変化はないが、メンバー数の減少傾向が見られる。第二に、両集団ともに二重議決権付き株式の利用によって、集団内では25~30%という高い議決権シェアを維持しており、この比率は2000年以降には相対的に安定している。第三にメンバー企業の増減を見れば、集団としての継続性が相対的に維持されているヴァレンヴェリ・グループと、メンバー企業の加入・分離が頻繁なハンデルスバン



ケン・グループという特徴が浮かび上がる。このためヴァレンヴェリ・グループは、1980年代以降の株式市場の変動期にも、所有者として長期的な産業育成政策を継続しえたと推測される。

### Ⅲ 投資会社の事業活動と企業集団

ここでは、スウェーデン企業集団の投資会社を取り上げ、1980年代以降の事業内容に見られる変化を検討しよう。具体的には長期的な資料入手が容易なヴァレンヴェリ・グループの投資会社インベストルを取り上げ、Ⅱで明らかとなった同グループの継続的な株式所有と、長期的な産業発展への関与という所有政策の実態を明らかにする。

#### 1 インベストルの事業内容と組織変化<sup>38</sup>

##### (1) 1980年代の事業内容の悪化

インベストルは1916年に設立された投資会社で、以来ヴァレンヴェリ財団とスカンディナビスカ・エンスキルダ・バンク・グループが主要株主となっている<sup>39</sup>。両株主のインベストルにおける議決権所有比率の合計は、1985年の20%強から2007年には50%強まで上昇しており、ヴァレンヴェリ・グループの中核投資会社として位置づけられている。

ヴァレンヴェリ・グループには他にも投資会社が存在していた。Providentiaは1946年に旧ストックホルム・エンスキルダ・バンクによって設立され、長らくインベストルと共同で事業活動を行ってきた。Patriciaは、1984年にVolvoグループとの株式取引のためインベストルとProvidentiaによって設立された共同子会社であり、1980年代後半にはヴァレンヴェリ・グループの活発なM&A活動に関わった。Export-Investは貿易ファイナンスと投資活動を行っており、Incentiveはもともと1991年に重電企業のABB（旧Asea）からスピンオフされた

38 1991年までのインベストルに関する叙述についてはLindgren（1994）に多くを負っている。

39 スカンディナビスカ・エンスキルダ・バンク・グループとは、銀行、関連保険会社、銀行財団などを含む狭義の金融グループを指す。

投資会社で、後に医療技術専門の投資会社 **Gambro** へと転換した。

子会社を含めたインベストル・グループの全体像は、1970年代まではアニュアル・レポートでも明らかにされていなかったが、1983年からは子会社を含めた全事業内容が公表されるようになり、「コア企業」の長期株式管理を行う投資信託事業、キャピタルゲインを目的とした短期証券取引事業、ファイナンス、その他、が四つの主な事業として明確化された。このうちインベストルの主な事業は、「コア企業」に関わる株の管理、新株引き受け、社債発行への参加などであり、ベンチャー・キャピタル投資、短期証券取引などは子会社を通じて行われた。

インベストルは1920年代の金融危機の経験から、金融面での健全性を優先し、できる限り負債をもたず自己収益を基礎として経営を行うことを経営哲学としていたといわれる<sup>40</sup>。実際に1950年代、60年代は主に「コア企業」の保有株からの配当利益と、短期証券取引によるキャピタルゲインがインベストルの主な収益源であり、投資活動への資金源でもあった。しかし1970年代には、メンバー企業の収益性悪化によって配当収益が減少する一方で、代わりに「コア企業」株の売却からのキャピタルゲインによって、投資活動資金を確保する傾向が見られるようになる<sup>41</sup>。さらに1980年代に入ると、メンバー企業に対する敵対的企業買収からの防衛や新規発行に関わる資金需要増大のために、インベストル・グループの負債も子会社を通じて増加してゆく。1987年のアニュアル・レポートでは、インベストルにとってのリスクが増大する可能性に触れつつも、株式ポートフォリオでの価値を増大させるために、合理的な範囲で抵当ローンを行うべきと述べられるなど、健全性に関する方針転換が公に示されるようになる<sup>42</sup>。

## (2) 1990年代の組織変化

1970年代頃までのインベストルの組織実態については、ヴァレンヴェリ・グ

---

40 Lindgren (1994), p. 290.

41 *Ibid.*, pp.186-187.

42 *Investor Årsredvisning*, 1987, p. 6.

ループの「メインバンク」であるスカンディナビスカ（旧ストックホルム）・エンスキルダ・バンクの投資事業部門とほぼ一体であったといわれている<sup>43</sup>。インベストルの取締役会メンバーの多くは、同時に商業銀行の取締役会メンバーであり、インベストルの従業員数は平均15名ほどの小規模な組織であった。

しかし1980年代に入ると、メンバー企業のエクイティ・ファイナンスなど新たな資金調達手段への需要増やM&A活動の活発化によって、組織を拡充する必要に迫られ、従業員数が60名以上まで増加した<sup>44</sup>。またメンバー企業の新たなサービスへの需要に対応するため、インベストルが独自に「投資銀行」を設立する案が社内で検討された<sup>45</sup>。しかしスカンディナビスカ・エンスキルダ・バンクが同時期に投資銀行業務に進出することを決定したために、1980年代のインベストルの事業多角化計画は放棄されることとなった。

インベストルの事業内容と事業組織は、株式バブルの崩壊がはじまった1990年以降には次のように変化を遂げる<sup>46</sup>。1991年にはProvidentiaと共同で、ヴァレンヴェリ・グループの輸送機器製造企業であったSaab-Scaniaに対し211億クローナとなる買収オファーを行い、株式を100%取得して完全子会社化した。これによってインベストル・グループは、事業内容の約50%が製造事業、残りが投資事業を営む「混合投資会社」へと転換することとなった。

このSaab-Scaniaの完全子会社化の理由は、アニュアル・レポートでは、a. Saab-Scaniaの成長性への期待、b. 純粋投資会社のインベストルとProvidentiaの事業内容を補完し「混合投資会社」とするため、とされている。具体的には、インベストルに年間10億クローナ以上とされたSaab-Scaniaの豊富なキャッシュ・フローをもたらすことが目的であり、さらには、純粋投資会社のままでは「投資会社割引」<sup>47</sup>によって事実上困難となっていた、新株発行による資本増強を容易とするためであった。つまり「混合投資会社」化によって、1980年

43 Lindgren (1994), pp. 113-115.

44 2007年では147名となっている。

45 Lindgren (1994), pp.245-246.

46 インベストルのアニュアル・レポート各年より。

47 「投資会社割引」とは、インベストルが所有する株式ポートフォリオの総価値の平均よりも、インベストルの株価が市場において低く評価されることを指す。

代に進行した投資会社としての収益不足および財務面での健全性の悪化に対処することを目的としていたのである。

その後インベストルは1992年に Providentia と合併し、1994年には Export-Invest を買収して中期的な株式投資事業を拡充した。1995年には、ロンドン、ニューヨーク、香港、ストックホルムに支店網を確立し、各株式市場から最適な株式管理活動を行う組織形態に変更した。同年に、既に Saab-Scania と GM の共同子会社となっていた Saab Automobil を General Motors へと売却し、残る Saab-Scania は二つの事業会社へと分割された。大型トラック製造部門の Scania は1996年に、航空機その他製造部門の Saab は1998年にそれぞれ独立企業として株式市場へ再上場された結果、インベストルは1998年に再び純粹投資会社へと転換した。2000年代に入ると、「コア企業」の株式管理活動以外に、第三次世代携帯電話サービスのライセンスを持つ Hi3G 社への投資や、プライベート・エクイティ・ファンド事業などに力を入れるようになっている。

## 2 インベストルの資金調達と投資活動

1 でみたインベストルの変化を、いくつかのデータから確認してみよう。

表5は、1978年から2007年までのインベストルの「コア企業」に関わる株式売買・新規引き受けの推移である。新規発行引き受けを含む株式購入と株式売却は、1980年代後半から1990年代初頭までと、1996年から2002年までの二つの期間に特に大きく増加し、2004年以降は再び売却が増加している。1990年までの購入は、主に株式市場において「コア企業」の所有ポジションを強化するために行われていた。1991~93年の株式売却は、Alfa-Laval や Skandia など「コア企業」の完全売却と、所有比率の低下を伴う「コア企業」株の一部売却が含まれている。これらのキャピタルゲインは、1980年代に増加していた負債と、Saab-Scania の買収に伴って増加した負債の削減に当てられた。1996年、1999年、2000年の大規模な売却はいずれも Scania の株式再上場に伴う売却である。この売却益はインベストルに巨額のキャッシュ・フローをもたらし、同時期の「コア企業」の所有ポジション強化のための買収資金となった。2004年以降に再び

表5 インベストルのコア所有に関わる株式売却・購入・新規引き受け(百万クローナ)

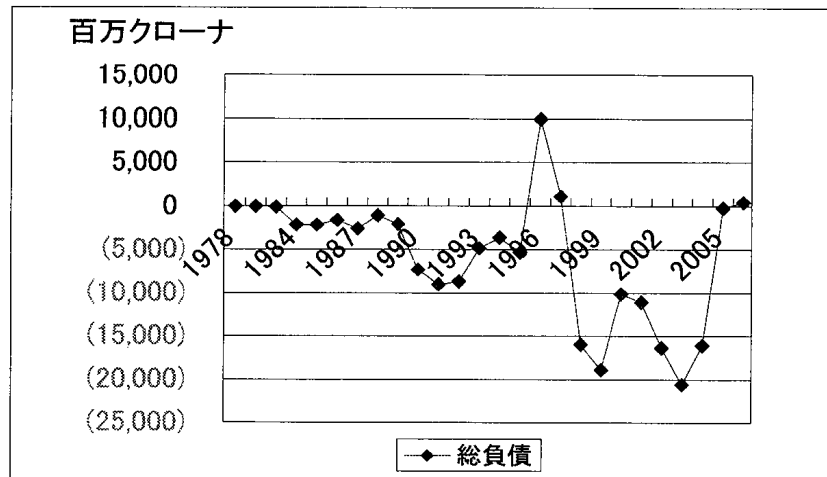
年	購入・新規引き受け	売却	主な出来事・主要売買の内容
1978	63	15	省略
1979	67	8	省略
1980	145	69	省略
1981	249	184	省略
1982	238	181	省略
1983	645	887	Atlas Copco, Stora Kopparberg, Skandia株の購入。Asea, Papyrus, Astra株の売却。
1984	540	1,009	Alfa Laval, Stora Kopparberg, Swedish Match株の購入。KemaNobel株の売却。
1985	845	362	Electrolux, Astra, Asea, Atlas Copco株の購入。Saab-Scania, Skandia, Incentive株の売却。
1986	978	487	Asea, Atlas Copco, Stora株の購入。Skandia, Papyrus, Swedish Match株の売却。
1987	2,310	1,420	Asea, Saab-Scania株の購入。Atlas Copco, ElectroluxのB株, Skandia, Swedish MatchのB株を売却。
1988	637	1,869	StoraによるSwedish Matchの買収にともない、StoraのA株を購入、B株を売却。Saab-Scania株を購入。Astra株を売却。
1989	1,977	544	Asea, Atlas CopcoのA株, Saab-Scania, SKF, Astraの株式の購入。Atlas CopcoのB株の売却。
1990	3,997	634	投資会社を対象とした新しい税法が翌年から導入される。Skandia株, Saab-Scania株, Astra株の購入。新年明けてからインベストルとProvidentiaがSaab-Scaniaの買収を提示。
1991	404	5,898	Saab-Scania, Providentia, Patriciaの買収と統合。Alfa-Laval株とSkandia株の売却。
1992	482	5,289	Incentive株を482で購入。Asea株とAstra株を合計2,668で売却。Skandia株を2,621で売却。
1993	246	4,178	Ericsson株を170で購入。SEBの新株発行に参加し、A株を76で購入。Asea株, Stora株, SKF株を合計4,178で売却。
1994	2,223	986	Export-Investの買収と証券取引によって、コア所有に2,041が加わる。Orrefors株とOM株が182で購入。
1995	1,429	0	ロンドン、ニューヨーク、ストックホルム、香港の支店を持つ、インベストルの組織的变化。Ericsson株を(新規申し込みを含めて)880で購入。SILA株を349で購入。WM-data株を200で購入。
1996	9,739	18,800	Scania株の株式上場。Scania株を18,800で売却。Scania株を9,342でコア所有に追加。
1997	11,593	4,141	ABB株を7,018で購入。SEB株を2,806で購入。Ericsson株を862で購入。Electrolux株を517で購入。その他Scania株, Astra株などを購入。Incentive株を3,433で売却。TV4株を708で売却。
1998	6,290	4,070	ABB株を1,239で購入。Astra株を1,566で購入。Ericsson株を992で購入。Electrolux株を762で購入。OM株を577で売却。Saabの所有拡大。Saab株を3,500で売却。
1999	15,228	11,292	Scania株(フロント債の行使)を6,809で売却。ScaniaA株を2,174で購入。ScaniaB株を1,486で売却。Volvo株を4,977で購入(Scania売却に関連して)。Stora Ensoの株式交換で、3,024を購入し、2,997を売却。Ericsson株を1,754で購入。AstraとZenecaの合併。
2000	1,304	13,838	Scania株を13,838で売却。
2001	15,095	13,556	株式市場の下落。Ericsson, ABB, OM, WM-dataなどのリストラクチャリング。AstraZeneca株を1,143で購入。Ericsson株とSEB株を購入。SAS, SKF, Stora Enzo株を合計13,640で売却。
2002	4,749	2,995	株式市場の崩壊。ABBとEricssonの事業リストラクチャリングが行われる。ABB株を1,122で購入。ABBの530の転換社債発行に加わる。Astra Zeneca株を2,995で売却。Ericssonの新株発行。Ericsson株を2,372で購入。
2003	1,962	1,891	ABBの新株引受。
2004	1,509	7,733	AstraZeneca株を7,320で売却。Ainax株を1,022で購入。
2005	1,157	10,570	AstraZeneca株を3,489で売却。ABB株を1,713で売却。Gambro株を1,986で売却。SEB株を1,926で売却。
2006	3,125	10,530	WM-data株を1,936で売却。Gambro株を7,779で売却。Electrolux株を1,860で購入。Husqvarna株を205で購入。

出所:インベストルのアンニュアルレポート各年より作成。

注:数値は金額を表す。1982年以前については金額が小さいために内容を省いている。

盛んとなった売却は、Astra Zeneca株の一部売却と、GambroやWM-dataの完全売却の両方を含む。これらのキャピタルゲインは、2000年代初頭に行われたABBやEricssonなどの「コア企業」の大幅な経営リストラクチャリングに伴い増大した、インベストルの負債削減に向けられた。

図1 インベストルの総負債額の推移



出所：表5と同じ。

次に図1でインベストルの総負債額（短期＋長期負債－流動資産）の推移をみると、総負債は1980年代後半から増加し始め、Saab-Scaniaの買収直前の1990年からScaniaの株式上場が行われた1996年までの第一期と、1999年と2003年をピークとする第二期に大きく増加している。これをバランスシートでみれば（表6）、1980年代には安定した自己資本比率を保っていたインベストルが、1990年には自己資本比率を大幅に値下させている。これは1988年のStoraによるSwedish Matchの買収を通じて、多額のキャピタルゲインを得て負債を削減したにもかかわらず、インベストルの増大した投資活動が再び借入によってまかなわれており、インベストルの経営リスクが高まっていたことを意味する。1991年から1996年までの「混合投資会社」の時期も負債が増加傾向にあるが、同時に転換社債による資金調達を活発に行っており、1997年以降には再び自己資本比率が上昇している。上記にみた第二期の総負債額の増加は、インベストルの自己資本比率が回復するなかで生じている。インベストルは、Saab-Scaniaの完全子会社化とその後の分割・再上場をてこととして、1980年代に悪化した投

表6 インベストルのバランスシート (百万クローナ)

	現金と短期投資	その他資産	転換社債	有利子負債	その他負債	株主資本	総資産-資本・負債	コア所有株からの配当収益	コア所有株売却からのキャピタルゲイン	経常利益	自己資本比率
1984	76	5,147	0	2,983		2,240	5,223	106	687	880	43%
1985	30	5,362	0	2,973		2,419	5,392	124	164	295	45%
1986	31	5,379	0	2,780		2,630	5,410	162	186	324	49%
1987	21	6,445	0	1,453	1,584	3,430	6,466	210	864	958	53%
1988	29	6,146	0	973	785	4,417	6,175	249	1,068	1,210	72%
1989	5	6,748	0	952	1,140	4,660	6,753	285	232	464	69%
1990	2	10,650	0	391	6,916	3,345	10,652	390	450	419	31%
1991	14,205	55,695	6,356	30,784	20,324	12,436	69,900	666	2,517	2,165	18%
1992	10,410	53,205	6,619	22,391	21,469	13,136	63,615	546	2,271	1,482	21%
1993	8,292	51,020	6,816	16,450	22,986	13,060	59,312	390	1,408	410	22%
1994	6,064	56,912	6,829	13,188	24,493	18,466	62,976	427	608	2,972	29%
1995	5,863	62,559	6,768	15,226	26,675	19,753	68,422	656	0	4,660	29%
1996	15,017	43,048	1,363	2,532	26,315	27,855	58,065	1,804	12,400	9,598	48%
1997	10,991	118,117	1,360	4,525	36,174	87,049	129,108	1,683	3,197	-942	67%
1998	138	111,250	1,389	15,779	2,107	92,113	111,388	1,841	2,743	3,711	83%
1999	1,020	174,856	1,347	19,745	2,872	151,912	175,876	2,184	7,532	11,075	86%
2000	5,723	159,375	130	15,662	5,003	144,303	165,098	2,090	10,202	13,478	87%
2001	3,371	135,095	0	14,257	5,925	118,284	138,466	2,351	7,008	8,646	85%
2002	5,361	82,475	0	21,525	3,442	62,869	87,836	1,741	2,530	1,925	72%
2003	9,803	107,589	0	30,110	4,215	83,063	117,392	1,665	468	1,003	71%
2004	12,125	109,910	0	27,450	4,619	89,966	122,035	1,574	6,432	8,332	74%
2005	23,111	139,022	0	24,774	3,414	133,945	162,133	2,163	43,663	43,968	83%
2006	18,653	162,287	0	18,498	3,122	159,320	180,940	2,852	28,106	28,815	88%

出所:表5と同じ。

注:

- 1)数値は継続性を優先するために、アニュアルレポートの10年間データを優先して用いた。
- 2)2005年以降の「キャピタルゲイン」と「金融項目後収益」は2004年の会計原則の変更によって、前年度から大幅に異なる。
- 3)2004年以降は、「その他資産」に、「総負債に含まれる資産」を合算している。
- 4)1997年以降は、「有利子負債」と「その他負債」の計算が以前と異なる。
- 5)1997年以降は株式の時価で計算されている。
- 6)1986年以前は「有利子負債」と「その他負債」が合算されて表記されている。

資会社としての財務上の健全性を再び回復していったのである。

ただし再び純粋投資会社となったインベストルの経営においても、高い財務の健全性を保つため、負債の急激な増化には「コア企業」の株式売却からのキャピタルゲインで対応する、という経営構造は基本的に変化していない。2000年代初頭のABB, Ericssonというメンバー企業の大規模なリストラクチャリングがこの典型例であり、とりわけITバブル崩壊の影響を受けたEricssonの抜本的な事業再建には、共同所有を行っているハンデルスバンケン・グループとヴァレンヴェリ・グループ双方から資金面、人材面での大規模な救済策が実行された<sup>48</sup>。このため2003年ごろには再びインベストルの負債比率が上昇したが、これは2004年以降の「コア企業」株の売却によって削減されている。インベストルは1990年代半ばより、ベンチャー企業投資事業などの拡充によって、「コア企業」に追加する企業の育成や新たな事業収益基盤の確保を試みている

48 "Ericsson sets sights on better times ahead", *Financial Times*, Oct 06. 2003.

が、その収益はまだそれほど大きくはない。したがって1980年代以降のインベストルは、株式市場の変化と増大するメンバー企業への競争圧力に対応する中で、株式安定保有と長期的な産業育成の対象となる企業を絞り込みながらその機能を継続しているのであるが、この経営構造自体が、メンバー企業の経営危機の際にはインベストルの経営を再び高いリスクにさらす可能性を含むものとなっているのである。

## まとめ

本稿では、スウェーデンの企業集団の諸特徴を概観したうえで、その諸機能は株式所有構造に規定されていくつかの特色を持つことが検討された。具体的には、一方的な株式所有構造と「人的ネットワーク」を介した企業集団内の情報流通形態、および活発な産業リストラクチャリング政策の3つが相互に関連する特徴として述べられた。そして1985年以降の株式所有データの検討から、二つの企業集団の行動パターンの違いも示された。1985年代以降のヴァレンヴェリ・グループは、ハンデルスバンケン・グループと比較してメンバー企業の継続性、およびメンバー企業の産業リストラクチャリングへの関与を特徴としていた。このうちヴァレンヴェリ・グループは、家族財団から投資会社を通じたピラミッド型の株式所有構造が、メンバー企業に相対的に安定した株式所有構造をもたらしていた。しかし1980年代以降になると、メンバー企業の資金調達需要が新規株式発行の増加をもたらし、なおかつ株式市場の活性化においては、二重議決権付き株式の発行によっても安定した所有構造の維持が困難となっていった。最後にインベストルの事業内容を検討した結果は、投資会社の性質上、企業集団の長期的な産業発展という所有政策が、企業集団としてのメンバー企業数の犠牲によって実行される傾向をもたらしていることが明らかとなった。

以上に明らかとなった1980年代以降の企業集団の様相については、さらに長期融資関係の変化などその他の企業集団の機能との関連性を検討することに



よって、スウェーデンの産業発展史における企業集団の役割に関する総合的な評価へと深められるべきであろうが、それらについては今後の課題としたい。