

スウェーデンにおけるコーポレート・ガバナンス

豊 島 勉

(受付 2012年 3月 12日)

はじめに

先進国の福祉国家を Esping-Andersen は主要な三つに類型し、保守主義的福祉国家としてドイツを、社会民主主義的福祉国家としてスウェーデンを、自由主義的福祉国家としてアメリカをそれらの代表的な福祉国家類型として位置付け、それぞれの特徴と問題点について考察している¹⁾。最近の動向をみると、アメリカの自由主義的福祉国家はリーマンショック前後に金融機関のコーポレート・ガバナンスが機能不全におちいり、未曾有の経済恐慌に陥り、貧富の格差は一層深刻になっているが、ステークホルダー型のコーポレート・ガバナンスを採用するドイツの保守的福祉国家も、シュレーダーの改革によって、貧富の格差が広がり、低賃金層が拡大している²⁾。しかし、スウェーデンはそれらに反して、高福祉・高負担・所得格差の圧縮という基本的特質を維持している。こうした高福祉高負担国家のスウェーデンにおいて、企業のコーポレート・ガバナンスがどのような制度を持ち、どのように機能しているのか、その特徴はドイツ型とアメリカ型とどのような違いが存在するのか、如何なる問題点を指摘されるかについて、我が国の研究は、殆ど空白状態である³⁾。この小論はそうした空白を埋め、スウェーデンのコーポレート・ガバナンスに関する問題を実証的に解明することを目的としている。

1) Esping-Andersen (2000), 35頁 (邦訳文)。

2) ドイツについては拙稿 (2009), (2010a) を参照されたい。

3) 筆者の知る限りでは、岸田未来 (2009) の論文ただ一つがあるだけである。

1. スウェーデンのコーポレート・ガバナンスの特徴

スウェーデンのコーポレート・ガバナンスの特徴は、幾つかの点で、米英のアングロ・サクソン型と大陸欧州型（その代表例がドイツ）とは異なった独自性を持っている。その独自性は、Carlsson R. H. (2007) によれば以下の項目に整理される。

第一に、スウェーデン企業は法律により共同決定システムを採用している。企業、取締役会、及び経営最高責任者の過半数が、共同決定がうまく機能し、生産的であると認識している。

第二に、スウェーデンの個人株主の比重が、直接所有かミニチュア・ファンドを通じて、高く、世界でもトップクラスである。

第三に、スウェーデンの有力な個人所有者が、特に企業集団及び大規模な多国籍企業に存在していることである。

第四に、スウェーデンには、二重クラス株式 = 多議決権株式の長い伝統があることである。

第五に、株主と株主総会、取締役会、執行役員の明確な役割と責任の分割があることである。

第六に、スウェーデンの取締役指名の手続きが大半の諸国と異なっていることである⁴⁾。以下では、まず、こうした独自性についてより詳しく具体的に考察を行なっていく。

2. 共同決定制

伝統的にスウェーデンのコーポレート・ガバナンスシステムは、責任を負い、長期的にコミットする所有者によって特徴づけられる。これに加えて、ステークホルダーモデルの独自の特徴、即ち、取締役会への従業員代表派遣制度が存在し、この制度は大半の企業において、うまく機能し、議

4) Carlsson, R. H. (2007), p. 1038.

長、取締役、及び執行役員からの支持を得ている。他の国々においては、共同決定制度は批判的にされ、否定的に見られる傾向があることは対照的である。

スウェーデンの共同決定制度は二つの異なる法律によって規制されている。取締役会への労働者派遣に関する法律（LSA）であり、他の一つは、共同決定に関する独立した法律（MBL）である。二つの法律は1970年代中頃に制定されたが、異なる目的と意味を持っている。

LSA は、企業の取締役会への労働者代表派遣による企業の意思決定への参加を規制し、25人以上の従業員を雇用する企業は、取締役会に二人の従業員代表と二人の代理人を受け入れるべきとしている。1,000人の従業員を雇用する企業の場合には、三人の労働者派遣とその代理人を受け入れるべきであると規定されている。従業員代表は株主総会で任命された取締役と同じ義務と責任を負っている。即ち、彼等は企業の最善の全体利益を目的に職務を遂行することが求められている。

MBL は、従業員に情報開示と経営問題に関する交渉を行う権利を規定している。この場合、従業員は特殊な利益当事者として見なされ、企業の最善の利益を必ずしも考慮する必要はないとされている。

LSA と MBL がうまく機能している基本的理由は、従業員の参加と取締役会派遣が事業所レベルまたは企業レベルで行われていることによる。

これらの法律の背後にある推進力は、スウェーデン使用者連盟（SAF）の行動とロビー活動の影響である。SAF は、既存の使用者の優先権を放棄するつもりはなく、権限と決定権限は企業内にとどまるものとし、それ以上の高いレベルでの共同決定交渉は行われるべきでないという原則を強く主張してきた。こうした主張は政治家の賛同を得ることができた。このような背景に加えて、スウェーデンの共同決定制に関して、スウェーデンの福祉国家モデルを提起した Rhenman 教授の提案に、SAF が賛同したことも

関係している⁵⁾。

これに加えて、共同決定がうまく機能していることを説明するには、幾つかの文化的歴史的要因の説明が必要である。

第一の要因は、民主的リーダーシップ、合意形成、能力主義という特徴を有するスウェーデンの組織文化である。その歴史的ルーツは、他の多くの諸国と違って、農民の歴史に関して封建制が弱体であったことによる。17世紀の Kristina 女王の下で封建制はピークに達した時ですら、土地の大半は、独立した小農民によって所有されていたのである。事実、スウェーデン王国の権力構造は、王と、限られた数の封建領主と貴族を扶養する農民との同盟に基づいていたのである。

第二の要因として、スウェーデンの産業革命は19世紀後半以後であったが、新興の企業はその労働力を農業セクターから用いるだけでなく、自由な農民の価値観と文化を引き継いだことが挙げられる。企業は、農民と王との伝統的關係から、労働者とトップマネジメントとの相互信任の關係へと受け継いだのである。

第三の要因は、伝統的価値と關係するスウェーデンの産業は工業技術的文化を有していることである。スウェーデンの有力な多国籍企業の多くは、その成長と成功をかなりの程度に技術革新と優秀なエンジニアリングに基づいているのである。例えば、ABB, Atlas Copco, Ericsson, Scania, SKF 等の有力な多国籍企業がそうである。

第四の要因は、スウェーデン産業の国際的志向が著しいことである。スウェーデンは広大な面積を有しているが、人口は少ない。しかし、自然資源は豊富である。これを生かし、早くから銅と鉄の輸出が行われ、後に、木材とおがくずの輸出がこれに加わる。工業の輸出志向も早くから形成され、企業集中を推進して、国際競争力のある多国籍企業の形成を促進することに労使が合意したのである。

5) Carlsson, R. H. (2007), p. 1039. スウェーデン以外の EU 加盟国の共同決定の具体的制度については、拙稿 (1995) を参照されたい。

第五の要因は、貿易の国際的成長が今世紀の後半のスウェーデン経済を潤したことである。

さらに、労働運動と労働組合の形成の中に、文化的歴史的に関して同じ価値観が反映されている。歴史的にスウェーデンの労働組合はプラグマチックであり、他国の労働組合は労使対立的であるのに対して、労使対立的な運動をあまり展開しない。1930年代後半にスウェーデン使用者連盟と労働組合との間で歴史的協定が成立し、そこでは労使は交渉を基礎とし、労働協約が有効であるかぎり、ストライキとボイコットを実行しないことに合意したのであった⁶⁾。

こうしたことを歴史的背景として、スウェーデンの労組組織率は2000年において81.9%と先進国では最高の組織率を有しているだけでなく、1980年の組織率78.2%と1960年の70.7%の両方を見ると、持続的に上昇していることが注目になる。同じ高比率と持続的上昇をスウェーデン、フィンランド、デンマークの北欧諸国が示しているのに対して、独の2000年のそれは21.6%であり1960年から持続的に減少しており、2000年の組織率は日本21.5%、英の29.5%、米の13.5%であり、これらの諸国は1960年、1980年、2000年にわたって持続的に組織率を減少させているのである⁷⁾。

しかし、現代のスウェーデンにおいては労使の中央交渉制度はもはや見られない。経営者団体は新自由主義的なフレキシビリティを模索しており、その影響の下で、労組は「組織された分散化」を推し進め、労使の団体は強い組織力を持ち、交渉制度は中央団体交渉でないとはいえ産業別交渉が高い調整能力を持ち、労使の間にはまだ協調主義が維持されているのである⁸⁾。

6) Carlsson, R. H. (2007), p. 1039.

7) Schroeder, W. & Wefels, B. (Hrsg.) (2003), S. 196.

8) 篠田武司編著 (2001), 24~25頁。

3. 個人の株式所有と企業集団所有

スウェーデンの成人人口の圧倒的過半数が、直接的に或いはファンドを通じて、株主となっている。Carlsson, R. H. (2007) の研究⁹⁾ によれば、種々の統計が数年前まで、成人人口の84%が株主であり、それが直接的か間接的かに分かれることを示している。この成人人口に対する比率は、独の場合は、株式所有の直接的所有が7%、間接的所有が17%であり、米の場合は、直接的所有7%と間接的所有20%である。スウェーデンの個人的株式所有の比重が米を凌駕するほど高い。

この現象の背後には多くの要因があるが、とりわけ株式所有とファンドへの投資に関しては、1980年代前半の租税改革の刺激が大きく与っている。これにより、成人の銀行預金・貯蓄に代わるものとして、株式投資が奨励されたのである。90年代後半では、年金改革が株式投資を促進した。これまでの一般的な年金制度（全市民を含む）が改革され、確定給付制から個人年金貯蓄勘定へと変化した。新制度では、どれだけの金額を株式投資に振り当てるかは各個人の自由な選択としたことが、個人の直接的所有と投資ファンドを選択する魅力が高まる風潮を生みだした。スウェーデンの証券取引所は他の貯蓄選択を上回る業績をあげた。多数のファンドマネジメントはリターンに関して魅力的な選択を提供したのである。

株式市場と個別企業の発展がスウェーデンの一般紙及び専門紙によく取り上げられた。スウェーデンの株主連盟は他の機関と同様に、株式所有を促進することに非常に熱心である。

しかし、株式所有の人気の高いけれども、総家計の直接的株式所有は株式の時価総額の15%を超えることはない。米の総家計のそれは50%を超えていることと対比すると、その比率は大きな開きがある。

他方、株式所有を所有主体別分類で見ると、表1が示すように、家族所

9) Carlsson, R. H. (2007), pp. 1040–1041.

表1 スウェーデンの上場企業の所有主体別分布

(単位：企業数及びその%)

支配的所有者のタイプ	全上場企業		最も流通性の高い33社		時価総額の最大20社	
	企業数	%	企業数	%	企業数	%
家族・個人所有	188	61.8	18	54.5	10	50.0
企業集団	31	10.2	9	27.3	6	30.0
外国人	26	8.6	2	6.1	2	10.0
保険	3	1.0	0	0.0	0	0.0
財団	1	0.3	0	0.0	0	0.0
ミューチャル・ファンド	19	6.3	2	6.1	1	5.0
公的機関	7	2.3	2	6.1	1	5.0
銀行	2	0.7	0	0.0	0	0.0
バイアウト投資家	4	1.3	0	0.0	0	0.0
その他	23	7.6	0	0.0	0	0.0
合計	304	100.0	33	100.0	20	100.0

出所：Angel, J. et al. (2001), p. 233.

有プラス個人所有が上場企業304社中の188社を占め、その比率は61.8%となっている。そこでは、個人所有よりは家族所有の比重が圧倒的に高い。これに次いで、企業集団所有が10.2%、ミューチャル・ファンドが6.3%、外国所有が8.6%、公的機関が7%の比重を占めている。家族所有と個人所有に、実質的には間接的個人所有である企業集団所有とミューチャル・ファンドを加えると、上場企業304社の時価総額の80%近くを家族所有と個人所有が占めることが分かる。家族所有・個人所有と企業集団及びミューチャル・ファンドへの株式集中度が非常に高いことが、株式所有に関する特徴の一つをなしている。このことは、最大20社の所有主体別分布においても同じような傾向を示していることを、表1が示している。

家族支配の支配手段はこの株式所有の大きさを基本に、二重クラス株式及び先買権を支配手段として大いに利用していることを、また、企業集団の支配手段として二重クラス株式と議決権制限の利用が高い比重を占めていること、表2が示している。

表 2 支配的所有者の支配メカニズムの利用

(単位%)

サンプル (総数に対する%)	二重 クラス 株式	先買権	議決権 の制限	強制的 公開買付 規則	株主間 協定
全サンプル (100)	63	13	4	1	5
銀行 (1)	50	0	0	0	0
バイアウト投資家 (1)	0	0	0	0	0
家族 (62)	71	16	3	0.5	6
外国人 (8)	46	8	13	4	4
財団 (0.3)	100	0	0	0	0
保険 (1)	33	0	0	0	0
ミューチャル・ファンド (6)	32	5	0	0	0
その他 (8)	71	13	0	0	0
公的機関 (2)	29	0	0	0	0
企業集団 (10)	61	7	10	7	3

出所：Agnblad et al. (2001), p. 240.

4. 有力な所有者と企業集団

有力な企業集団の資本規模について、ストックホルム証券取引所の10大企業集団を例にしてみると、表3になる。筆頭の Wallenberg 企業集団は時価総額1,000億ドルを擁し、第二位の SHB 企業集団は、890億ドルを擁し、この2大企業集団の資本規模が群を抜いて大きい。3位から10位の企業集団の時価は合計すると630億ドルに過ぎないことを考慮すると、上位二つの企業集団の力量がいかに強大であることが明らかである。

最大の企業集団 Wallenberg は次の三つの要素を有している。

第一に、家族それ自体、特に、企業集団を経営しその持ち分の行使に活発に関係している個人が企業集団の利益の面倒を見ている。

第二は、初期の世代の家族財産が蓄積されたのは Wallenberg 財団 (WF) である。これは家族の名前を付されているが、スウェーデンの研究諸機関に助成金を交付するための信託財団である。WF はスウェーデンで先進的

表3 ストックホルム証券取引所における10大企業集団

順位	所有者企業集団	時価総額	主要な構成企業
1	Wallenberg Sphere	1,000億ドル	表4を参照
2	SHS (Svenka Handelbanken) (有力銀行のひとつ)	890億ドル	Ericsson, IndustrierärdenAG (最大第二位の産業持株会社) (最大第一位は Investor AB) SCA, Sandvick, Skanska
3	Stenbeck (家族支配, 第3世代)	190億ドル	Kinnevik, Metro, MTG, 国際的な巨大持株会社
4	Douglas (家族支配, 第1世代)	170億ドル	Assa Abloy, Securitas
5	Lundberg (第2世代)	90億ドル	Cardo, Holmen, Lundbergs (産業持株会社)
6	Paulsson (二人の兄弟)	50億ドル	Fabege, PEAB
7	H&Q (二人のパートナー)	40億ドル	Nobia, Öresund (産業持株会社)
8	Bennet (家族, 第1世代)	40億ドル	Elandes, Geringe
9	Schöring (家族, 第1世代)	30億ドル	Haxagon (産業持株会社), Kartshamn
10	Stena (家族, 第2世代)	30億ドル	Concordia Maritim, Gunnebo, Meda

出所：Carlsson, R. (2007), p. 1040.

研究に対する最大の民間資金供給機関であり、そうした財団として一定の租税免除を受けている。財団は自らの後継者を選出する信託者の理事会によって運営されており、有力な Wallenberg 家の個人が継続的に理事会のメンバーとなっている。財団は Wallenberg にとって金融的所有手段であり、主要な幾つかの企業からなるポートフォリオを有している。そのなかでは、Investor AB が最も重要な要素となっている。

第三は、Investor AB は北欧の最大の産業持株会社であり、200億ドルの純資産を管理下に置いている。その総額の約85%はコア企業の持株の価値であり、2006年には8つの上場企業、即ち、Atlas Copco, Electrolux,

Husqvarna, OMX, Saab, Scarina, SEB を国内に、ABB と AstraZeneca をチューリッヒとロンドンに擁している。コア持株の大半は長期間にかけて Wallenberg 企業集団の構成企業となったものであり、全企業はその業界のグローバルリーダーであるか、主要なグローバルプレーヤーに属している。

上場企業のコアのポートフォリオに加えて、Investor AB は北欧で最大の民間の非公開買収企業である EQT の主要な大株主でもある。しかし、2007 年 2 月に Investor AB は EQT の過半数所有をその管理パートナーに売却した。この売却にも拘わらず、EQT は依然として Wallenberg の巨大なネットワークに将来も依存しつづけ、Investor AB は依然として EQT の最大の投資家でありスポンサーであり続けている。

要するに、Wallenberg 企業集団は幾つかの要因に基づいて支配的となっている。

第一に、金融的に重要な要素は財団であり、これが成長を達成し、他方では、租税の観点から潜在的な家族メンバーによる濫用から保護されている。加えて、スウェーデンの最大の民間スポンサーとして研究に資金を出すことを主要な目的とする財団は、Wallenberg に正当性を与える。

第二に、所有者支配は二重クラス株式とピラミッド所有によってレバレッジされている。即ち、表 4 が示すように、Wallenberg 家族が二重クラス株式のレバレッジによって持株比率は 21.7% にもかかわらず、議決権の 46% を保有することによって Investor AB を支配している。他方では、Investor AB は、コアの株式所有を支配するに十分な少数株主の地位を多く所有している。伝統的に、二重クラス株式が強力な手段となっており、特に B 株式対 A 株式の 1 対 1,000 の議決権格差が利用された時には、支配のためのレバレッジの効果が十分に発揮されていた。

しかし、現在では新会社法によって、最大でも B 株式の議決権対 A 株式の議決権の比率は、1 対 10 とすると定めており、1 対 1,000 の古い議決権格差は例えば SKF と Electrolux 等の少数の企業に残っているにすぎない。

表4 Wallenberg 企業集団の構成企業と差別的議決権（2006年）

構成企業	議決権ベース (%)	資本ベース (%)	倍率 (議決権÷資本)
Investor AB	46.6	21.7	2.2
Saab	44.1	28.5	1.6
Scania	30.6	16.8	1.8
Electrolux	29.6	11.1	2.7
Husqvarna	29.2	11.1	2.6
SKF	29.0	10.0	2.9
StoraEnso	26.4	8.0	3.3
Atlas Copco	21.1	15.0	1.4
Ericsson	19.6	5.0	3.9
SEB	18.4	17.9	1.0
OMX	10.7	10.7	1.0
ABB	7.6	7.6	1.0
SAS	7.6	7.6	1.0
AstraZeneca	3.4	3.4	1.0

出所：Carlsson, R. (2007), p. 1041.

第三に、Wallenberg を結束させる最も重要な要因は、依然として家族であり、その王室的な特徴である。創立者の後継者として、最初の銀行を立ち上げただけでなく、スウェーデンを近代化し、起業家、銀行家、政治家の役割を同時に遂行し、工業化を促進したのが Aow である。その後の世代は富を創造し、Wallenberg をさらに発展させたのであった。今日は第五世代が統括し、第四世代の Peter Wallenberg から成功裡に引き継ぎを行っている。第五世代はコアの持株のリストラに成功し、個人株式の買収を拡大し、新技術事業を約束するベンチャーキャピタルによって将来の成長潜在力を構築している¹⁰⁾。

5. 二重クラス株式・多議決権株式——所有者支配の中心的手段

伝統的に、多議決権株式と結びついた二重クラス株式（A株式とB株式）

10) Carlsson, R. H. (2007), pp. 1040–1041.

が利用され、有力所有者のパワーを強化する手段となっている。スウェーデンの会社法は、現在では A 株式対 B 株式の議決権の格差を 10 対 1 を限度としている。歴史的には、A 株式対 B 株式の倍率は 1,000 倍の多議決権株式の利用が許され、多くのスウェーデンの多国籍企業がそれを用いたが、このような極端な格差は是正され、少数の企業に残っているにすぎない。

この二重クラス株式・多議決権株式は、スウェーデンの独自のものではなく、欧州では幾つかの国が採用しており、表 5 が示すように、その利用の程度はスウェーデンが最も大きい。他方、ピラミッド型株式所有の利用はスウェーデンが最も大きいとは言えず、ノルウェーに次いで二番目に大きい。

一般的には金融界、特殊的には B 株式を大量に保有する者からの圧力及び国際的合併の圧力によって多議決権株式の削減あるいは廃止が求められ

表 5 欧州諸国の所有構造

(シェアの単位は百分率に変換する前の少数点第 2 位)

国	全企業数	不均衡メカニズム					
		二重クラス株式				ピラミッド型株式所有	
		企業数	シェア	企業数	シェア	企業数	シェア
オーストリア	82	34	0.41	18	0.22	19	0.23
ベルギー	81	27	0.33	0	0.00	22	0.27
デンマーク	152	71	0.47	45	0.30	27	0.18
フィンランド	94	52	0.55	42	0.45	7	0.07
フランス	456	76	0.17	10	0.02	67	0.15
ドイツ	548	215	0.39	101	0.18	130	0.24
アイルランド	54	21	0.39	13	0.24	9	0.17
イタリア	153	83	0.54	63	0.41	38	0.25
ノルウェー	126	54	0.43	12	0.10	44	0.35
ポルトガル	69	8	0.12	0	0.00	8	0.12
スペイン	136	27	0.20	0	0.00	24	0.18
スウェーデン	170	123	0.72	100	0.59	48	0.28
イギリス	1,486	623	0.42	376	0.25	318	0.21
総数	3,607	1,414	0.39	780	0.22	761	0.21

出所：Bennedsen, M., et al.(ed.) (2007), p. 4.

た。Wallenberg と SHB の二大企業集団は、最終的に2004年に差別的株式の歪みを是正する会社法が実施されたとき、多議決権の顕著な削減を行った。Wallenberg と SHB の所有者の議決権に関するシェアは各々のこれまでの40%から20%をわずかに超える程度までに減少した。しかし、Wallenberg と SHB は共同して Ericsson を所有し続けている。第三の企業集団のシェアは前2者の企業集団のシェアよりはるかに小さい。

多国籍企業を支配し、企業集団の勢力を維持・拡大するというスウェーデンについて、二重クラス株式と多議決権株式を認めるスウェーデンのシステムは、種々のコーポレート・ガバナンスの是正を主張する論者や、EU委員会から批判の圧力を受けている。種々の議論も、株主民主主義を含めて、二重クラス株式と多議決権株式を批判している。産業のリストラクチャリングを阻害し、企業支配市場での競争を抑制していることをその批判の眼目としている¹¹⁾。

6. 株主総会、取締役会、指名委員会

スウェーデンのコーポレート・ガバナンスシステムは三つのレベルの役割と責任を明確に区別している。株主総会は、所有者が議決権を行使する場である。監査人の報告を受け取り、会計を承認した後に、その年度について取締役会の業績を判断し、利潤の配分と配当に関する決定を行う。加えて、取締役会は次の株主総会が終わるまで企業全体を経営する責任を引き受ける取締役を選ぶために、その候補者を指名する指名委員会を任命するか、あるいは、次の株主総会までに指名手続きを決定する。

スウェーデン企業の取締役会是非業務執行機関であり、業務執行の責任を負わないで、業務執行を担う CEO 等の上級経営陣を指名・監督することを主な仕事としており、業務執行の執行と監督が形式的に分離するシステムを採用している。

11) Carlsson, R. H. (2007), p. 1041.

スウェーデン企業の取締役会は、特に大規模でかつ上場している企業は、取締役会は非業務執行取締役のみで構成されている。取締役会の議長が非業務執行取締役である。CEO が取締役会のメンバーである事例もあるが、そうした事例はますます少数になっている。スウェーデンの会社法は、取締役会が企業の業務執行に全面的に責任を負っていると、明確に規定している。取締役会は戦略と資源の配分について責任を負い、企業の CEO を任命する権限を持っており、企業の業務上の責任を委任し、CEO の業績をモニターし、評価する責任を負っている。

他方、スウェーデンの指名手続きは独自の特徴を持っている。株式所有と議決権に関する所有者支配がスウェーデンに深く根を張っているため、所有者は大半の企業において、指名委員会を支配し、取締役会への取締役の指名を支配している。指名委員会の伝統的モデルは、有力な株主が取締役会の議長になり、主要株主の代表が指名委員会を構成するシステムとなっている。その目的は、主要株主が取締役会で多数を占め、主要株主が CEO をコントロールし、監督するためである。指名委員会のそうした動きは株主総会開催日の 3～6 カ月前に行う選択肢がある。取締役候補者について合意が形成された後に、株主総会の議長が指名提案を求めた時、指名委員会が候補者の名前を報告するという方式も存在している。

2005年7月に施行されたスウェーデンの政府委員会が策定したコーポレート・ガバナンス憲章において、次のように指名委員会に関して規定している。

株主総会は毎年指名手続きを決定するが、その際、二つの選択肢のいずれかを選ぶ。幾つかの企業では、株主総会が指名委員会を任命する、即ち、委員会を構成する種々の所有者を代表する個人を任命する。この方法では、委員会とそれを構成する個人が次年度の株主総会に対して責任を負う。別の選択は、取締役会が一定の時点に、例えば、次の株主総会の 6 カ月前に、指名委員会を形成し、最大四人の所有者からその代表として指名委員を選出することである。幾つかの企業では、指名委員会に一人の少数所有者の

代表が含まれる方法を採用している場合もある。

しかし、指名委員会に関する規定は会社法には含まれていない。よって、指名委員会の責任及びそのメンバーの資格と責任については不明確であり、大株主が私的便益を最大化する余地が残っている。指名委員会の手続きと内容を決定するのは各企業の株主総会であり、株主総会によって多様な指名委員会選出の仕方が存在する。指名委員会に関しては、こうした曖昧さが残されており¹²⁾、その曖昧さを是正することが検討課題となっている。

7. 取締役の独立性の問題

スウェーデンのコーポレート・ガバナンスの上記の6つの独自性に加え、検討すべき問題点がある。その一つが取締役の独立性に関する問題である。取締役の独立性は、英の1992年のキャドベリー委員会報告の主要な命題をなし、欧州各国のコーポレート・ガバナンス憲章においても、さらにスウェーデンのコーポレート・ガバナンス憲章においても中心的位置を占めている。

取締役会のレベルについて、スウェーデンと英の両コーポレート・ガバナンス憲章は、株主が選出した取締役会メンバーのうち、過半数が独立取締役であることを求めている。しかし、英とスウェーデンの憲章における独立性に関して重要な相違がある。議決権または株式の10%を間接的あるいは直接的に所有する株主を主要株主と規定し、これを代表する取締役を、スウェーデンでは独立取締役として認めているのに対して、英では認めない。

他方、この主要株主の取締役会における影響を制限する特殊な規定が存在する。企業と経営陣に対して、少なくとも二人の取締役は、独立取締役であることが必要であると規定して主要株主の影響力を制限する規定を設定している。さらに、取締役会メンバーには、業務執行取締役として一名

12) Johanson, D. & Østergren, K. (2010) , p. 531.

が参加できると規定しているが、業務執行取締役には CEO になることが通例である¹³⁾。

しかし、取締役メンバーが十分に独立していない場合には、CEO は十分な情報を開示しない傾向があることが問題となっている。

そして、個別の取締役にについては、会社及び経営陣との関係に関する独立性についての次の条項が具体的に規定している。例えば、現在業務執行取締役であるか、あるいは過去 5 年間に会社の業務執行取締役であった者は独立した取締役とは見なされない。また、現在企業に雇用されているか、過去 3 年間に企業において雇用された者も独立取締役とは見なされない。さらに、近年、企業と強力なビジネス関係を持っているか、あるいは企業または関連会社と大量の金融的取引を、顧客、サプライヤー、共有者として行っている者も、独立取締役になれないと規定している。経営陣との関係では、上級経営者の中の誰かに緊密な血縁者又は家族を持っている者も独立取締役になれないと定めている。こうした独立性の具体的規定は英の 2003 年のコーポレート・ガバナンス憲章と同じである。

これに加えて、取締役兼任による独立性の違反に関して、英とスウェーデンの間に小さな差異がある。スウェーデンの憲章は直接的取締役兼任を扱う場合において制約は少ないが、英の憲章は取締役の相互兼任以外の結びつきについても取り上げ、独立性の問題をより厳正に捉まえている。スウェーデンの憲章では、ある企業の上級経営者である取締役が他の企業の上級経営者となっている場合を禁止しているが、英の憲章は相互取締役兼任が存在するか、あるいは、他の企業または団体への関与を通じて他の取締役と著しい結びつきが存在する場合をも禁止するとしている¹⁴⁾。

独立取締役が取締役会の主要部分を構成すれば、そして、これに CEO 等の業務執行役員は業務を監視させれば、企業の業績が上昇し、株価が上昇することを株主は期待できるとする理由から、取締役の独立性を重視す

13) Johanson, D. & Østergren, K. (2010), p. 536.

14) Johanson, D. & Østergren, K. (2010), p. 530.

る主張は、米英の機関投資家の要求を背景に、「法と経済学」学派がエイジェンシー理論として理論化したものである¹⁵⁾。しかし、そうした関係を論証する実証研究は限られている。多くの実証研究の結論は、取締役会の独立性と企業業績の間には何らの関係がないと指摘しているのである¹⁶⁾。

これについて付言すれば、米の独立取締役が過半数を占める取締役会の実態について、Kennedy, A. (2002) が、その取締役会の機能不全とその原因について次のように論じて批判を行っていることが大いに参考になる。

米国では、取締役会会長のほぼ四分の三はその企業の CEO が務めている。英国では社外取締役が取締役会会長になる場合が多いが、取締役会の構成はわずかに生え抜きが優勢である。取締役の生活はのんびりしている。平均して取締役会は年 9 回しか開かれず、1 回あたりの平均開催時間は 3 時間。たいていの企業の取締役会は常任委員会を擁しており、指名委員会、監査役委員会、報酬委員会等が最も多い。取締役は取締役会に加えてこれらの委員会に取締役会関連に割く時間の 35% を充てている。こうした手間を合わせても年に 2 週間にもならないが、それに対して年平均 3 万 6,000 ドルの現金、その約 20% 相当のストックオプション、年金プラン、社用機の利用などの特典を与えられている。CEO は平均して 5 つの会社の取締役を兼任しているので結構な収入になるし、毎月 1 回程度友人たちと旧交を温めることができる。取締役会に名を連ねることは、事実上、閉鎖クラブに入会するようなものだ。過去を振り返れば、取締役会が事実上たいしたことはしていないことがわかったと指摘し、取締役会の改革案に関して米の研究者達が提起した諸案とこれを踏まえたステークホルダーの代表も取締役のメンバーとする自分の案を提起している¹⁷⁾。

このように、独立した取締役会を主要な柱として、取締役を株主のエイジェントする「法と経済学」学派のエイジェンシー理論は、株主のみをブ

15) 「法と経済学」学派に対する批判については、拙稿 (2010b) を参照されたい。

16) Johanson, D. & Østergren, K. (2010), pp. 528–529.

17) Kennedy, A. (2002) (奥村宏監訳), 243–244頁, 272頁, 277–287頁。

リンシバルとし、取締役をエイジェントとする理論的命題そのものが問題を抱えているのである。このこと踏まえ、ステークホルダーの視点をも取り入れなければ、コーポレート・ガバナンスの研究は前進しないことをこのことは示しているのである¹⁸⁾。

8. 家族支配と少数株主の問題

スウェーデンにおける家族支配が隆盛であることを踏まえると、次に検討すべきは支配株主が支配の私的便益を略奪する問題である。初期の研究は、外部株主の法的保護が国によって著しく異なり、この差異が企業の所有構造の差異に導いたこと、つまり、外部株主（少数株主）の法的保護が強い国では、株式所有が分散し、法的保護が弱い国では株式所有は集中することを La Porta et al. (1997, 1998, 2000) 等が実証的に明らかにしている¹⁹⁾。

創業者が後継者を探す場合には、全面的買収者が登場しない時には、三つの選択肢がある。第一は、創業者が株式市場で完全に売却し、専門的経

18) 独立取締役会と企業の業績に因果関係がないことについては、次の諸論文を参照。Bhagat, S. & Black, B. (2002), Daily, C. M., Dalton, D. R. & Cannella, A. A. (2003), Higgs, M. (2002).

英では、最近の Higgs 論文 (2002) を巡って激しい論争がおり、この Higgs 論文は、エイジェンシー理論、独立性の頑健な定義、実証的証拠に支えられたベスト・プラクティスを用いて展開することに失敗していることを、Corley (2005) が指摘している。近年の企業の社会的責任 (CSR) に関する研究では、企業のステークホルダーに対する責任を中心問題としていることをも踏まえると、エイジェンシー理論はあまりにも狭隘な視野に立脚しており、米並みに株式所有の高度な分散という条件が当てはまる少数の国に限定されることは明白である。そうした限定があるとしても、米英のコーポレート・ガバナンスに関する研究は、ステークホルダーの視点による研究が中心になるべきである。英の2005年の会社法改正がステークホルダーの視点を踏まえ「開かれた株主価値 (Enlightened Shareholder Value)」という概念を提示していることに注目すべきである。

19) La Porta et al. (2002), pp. 4-5. この初期の研究としては次のものがある。La Porta et al. (1997, 1998, 2000), Johnson et al. (2000)。

営者が経営する広く分散した企業を創造すること。第二は専門的営業者を雇用し、その専門的営業者をモニターする大株主としてとどまること。第三は、家族のメンバーに経営をさせることによって、企業を家族内部にとどめ置くことである。

大株主が営業者による私的収奪を発見すると、営業者による収奪を止め、配当を行うことを強制する場合と、私的収奪を大株主と営業者が共有する場合が考えられる。前者の場合、大株主がモニタリングと説得によって少数株主に公共財を提供することになる。後者の場合、モニタリングは公共財ではなくなり、その便益を全株主が共有しないことになる。少数株主の保護の法的規制が弱い場合には、所有者としての大株主が支配する企業において、大株主と営業者が共同して私的収奪を行う可能性が高い。後者の場合、株式の支配ブロックに対して支払われる明確なプレミアムを実証的に正確に予測できることを、Burkart, M. et al. (2002) が提示している²⁰⁾。

このことに留意して、コーポレート・ガバナンスを理解するには双子の対立、つまり、アングロ・サクソンの英米に該当する営業者と外部株主との対立と、EU 諸国を含むそれ以外の残りの諸国に該当する大株主と少数株主の対立を、統一的な枠組みで結合するモデルをBurkart, M. et al. (2002) は提示している²¹⁾。

そこでは、少数株主の法的保護が最も強力なシステムでは、創業者にとっての最善の選択は、最良の専門的営業者を雇用し、全企業株式を株式市場で売却することであるとしている。このことは、アングロ・サクソンモデルを想起させ、そこでは法律が営業者の裁量に対する主要な制約となり、エイジェンシー対立は営業者と少数株主との対立となる。

少数株主の保護が中位の場合には、創業者が専門的営業者を雇用するが、法律は営業者の裁量をコントロールするほどに強力ではなく、創業者又はその子供達が、営業者をモニターするために大株主であり続けなければな

20) Burkart, M. et al. (2002), pp. 5-6.

21) Burkart, M. et al. (2002), pp. 7-36.

らない。このことは、経営者と支配株主との対立と、経営者及び支配株主と少数株主との対立との双子の対立を生み出す。

少数株主の保護が最も弱い場合には、エイジェンシー問題が深刻になり、所有と経営の分離を許すことができなくなる。創業者家族は企業にとどまり、企業を経営しなければならない。創業者家族は、専門的経営者をその家族のメンバーにする場合においてのみ、支配権を専門的経営者に委譲することができる。所有と経営の分離はこのように、優れたコーポレート・ガバナンス環境の指標となる。所有と経営の分離の欠如と家族支配企業の普及が金融的に未発達の証拠になるとしている²²⁾。スウェーデンの企業に関しては、この少数保護が最も弱い場合が該当するのであり、所有と経営の分離が進まず、創業者家族所有の株式所有構造が強靱に続いているのである。

9. 合併と買収²³⁾

スウェーデンでは1945年から1950年代の末まで、年に一つの M&A が起きる程度であり、それが60年代では29の M&A、70年代では、40の M&A が起こるように、漸次的に増加してきた。買収の大波が登場するのは80年代になってからである。80年代には137の買収件数が起こり、1988年の買収件数が80年代の全買収の4分の3を占めた。英やその他の国の場合と異なって、スウェーデンの株式市場は、上場企業の一定のレベルの議決権を保有する株主が、他の株主に対して公開買付をすることを要求する規則は存在しない。それ故、多くの買収者は既にターゲット企業に対して著しい規模の株式所有を行った後に、公開買付を行う企業が存在する場合と、ターゲット企業の株式を全く所有しない企業が公開買付を行う場合が共存して

22) Burkart, M. et al. (2002), pp. 36-37.

23) 合併と買収に関しては次の論文を参照したので、最新のデータではなく、時期は80年代末までの M & A についての分析となっている。Isaksson, M. & Skog R. (1993), pp. 296-300.

いる。80年代のスウェーデンの株式市場の137の買取うち、72の買取件数は、公開買付の日にターゲット企業の株式を一株も持っていないものが買取者になっているのであった。残りの65件の買取に関して、公開買付を行ったとき既に、ターゲット企業の株式の平均で25%を所有していたのである。

80年代の M&A は量的に変化が著しいだけでなく、敵対的買取が登場するようになったことが注目される。この80年代の M&A の敵対的買取の登場に対して、防衛する企業は活発な防衛策を駆使し、その防衛策の大半が成功して、敵対的買取を挫折させ、敵対的買取が成功したのはたった4件に過ぎない。敵対的買取を阻止する手段として、差別的議決権制度が大いに利用されたのであった。ただし、それを利用するとしても、優先的議決権を有する株式所有が敵対的買取を阻止できる水準までの株式所有を行っていることが必要条件である。

スウェーデンの会社法は、株主総会を代表する全株式の5分の1より多い議決権を誰も行使できないと規定している。しかし、この規定は選択制を採用し、大半の企業は追加規則によって、その制限を超えて議決権支配を行っている。1992年1月の時点で、全上場企業202社の追加規則を検討すると、そのうちの181社が追加規則を持たず、それ以上の議決権支配を行使しており、議決権数の5分の1に制限する規定を持っているのは10社にすぎないのであった。

結びにかえて

福祉国家の三類型の代表的諸国の一つとして、スウェーデンのコーポレート・ガバナンスに関してその独自な特徴を、米英独等の諸国と比較しながらこれまで考察してきた。

経路依存型の資本主義の発達をたどることによって、スウェーデンのコーポレート・ガバナンスの独自性が歴史的に形成されたのである。株式所有の集中が高度に発達し、二重クラス株式の差別的議決権制度を利用した同族支配が上場企業において支配的であるが、他方、労働組合の組織率

は世界一高く、福祉国家として国民の所得格差は民主的な所得の再分配政策によって圧縮することに成功している。福祉国家としての民主主義が政治、社会の分野で強固に成立しているが、コーポレート・ガバナンスに関しては閉鎖的同族支配が圧倒的な支配力を有している。これは、奇妙な取り合わせである。

Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2003) は、コーポレート・ガバナンスのモデルとしては、スウェーデンモデルは不安定なモデルであり、そのモデルは次の二つの力から主要な脅威を受けるとしている。第一には、スウェーデン企業の外国によるテークオーバーの急速な増加、第二には、大きい政府と年金基金である。それらの金融資産は、今日の支配所有者よりもはるかに巨大であり、年金基金に対する広範囲でかつ税を優遇するシステムが、その金融的強さが将来の急速に増加するし、その影響力は増幅すると見なされている²⁴⁾。増大する年金基金のコーポレート・ガバナンスに占める位置は重要であり、この小論では割愛したが、これを考慮に入れてコーポレート・ガバナンスについて考察されるべきである。

福祉国家とコーポレート・ガバナンスが奇妙な取り合わせを特徴とするスウェーデンのコーポレート・ガバナンスは上述の二つの力によって今後如何に変容するのか、注目をしていきたい。

参 考 文 献

- 岸田未来 (2009) 「スウェーデン企業の所有構造と「コーポレート・ガバナンス」」
『北ヨーロッパ研究』2009年度第6巻, 23～35頁。
- 篠田武司編著 (2001) 『スウェーデンの労働と産業』学文社,
- 豊島 勉 (1995), 「欧州連合 (EU) における多国籍企業と共同決定」『修道商学』第35巻第2号, 147～183頁。
- 豊島 勉 (1999), 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス—企業支配構造と経営者支配の問題を中心に」『修道商学』第39巻第2号, 91～129頁。
- 豊島 勉 (2009), 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスと労使関係の変貌

24) Henrekson, M. & Jakobsson, U., (2003), p. 1.

(上) 『修道商学』 第50巻第1号, 81~103頁。

豊島 勉 (2010a), 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスと労使関係の変貌

(下) 『修道商学』 第50巻第2号, 1~38頁。

豊島 勉 (2010b), 「株主優位モデルの批判的考察」 『修道商学』 第51巻第1号, 27~57頁。

Agnblad, J. Berglöf, E., Högfledt, P., and Svancar, H. (2001), Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control, in: *Barca, F. & Becht, M. (ed.) The Control of Corporate Europe*, pp. 228–258.

Burkart, M. et al. (2002), Family Firms, *NBER Working Paper* 8776.

Bhagat, S. & Black, B. (2002), The non-correlation between board independence and long-term firm performance, *Journal of Corporate Law*, **Vol. 27**, pp. 231–273.

Bennedsen, M. et al (ed.) (2007), Ownership structure and economic performance of European corporations, *Center for Economic and Business Research*, Report #3.

Carlsson, R. H., (2007), Swedish Corporate Governance and Value Creation: owners still in the drivers seat, *Corporate Governance. An International Review*, **Vol. 15** (6), pp. 1038–1055.

Corley, K. G. (2005), Examining the Non-Executive Director's Role from a Non-Agency Theory Perspective: Implications Arising from the Higgs Report, *British Journal of Management*, **Vol. 16**, SS. 1–4.

Daily, C. M., Dalton, Dr. & Cannella, A. A. (2003), Corporate Governance: Decades of dialogue and data, *Academy of Management Review*, **Vol. 28**, pp. 371–382.

Esping-Andersen, G., (1999), *Social Foundations of Postindustrial Economics*. Oxford (渡辺雅男・渡辺景子訳 (2000) 『ポスト工業経済の社会的考察』 桜井書店)

Franz, P. & Instefjord, N. (2009), Large shareholder and corporate governance, *Economms of Governance*, **Vol. 10**, pp. 297–321.

Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2003), The Swedish Model of Corporate Ownership and Control in Transition, *IUI Working Paper* No. 593.

Higgs, D. (2002), *Review of the role and effectiveness of non-executive directors. Consultation Paper*.

International Trade Union (2008), *Corporate Governance in Sweden*.

Isaksson, M. & Skog, R. (1994), Corporate Governance in Sweden Listed Companies, *Baum, T., Buxbaum, RM. & Hopt, K. J. (ed.), Institutional Investors and corporate governance*, pp. 287–310.

Johnson et al. (2000), Tunneling, *American Economic Review*, **Vol. 90**, pp. 22–27.

Johnson, D. & Østergren, K. (2010), The Movement Toward Independent Directors on Boards: A Comparative Analysis of Sweden and the UK, *Corporate*

- Governance: An International Review*, **Vol. 18 (6)**, pp. 527–539.
- Kennedy, A. (2000), *THE END OF SHAREHOLDER VALUE* (奥村宏監訳, 『株主資本主義の誤算』2002年 ダイヤモンド社)
- La Porta et al. (1997), Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, **Vol. 106**, pp. 1131–1150.
- La Porta et al. (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, **Vol. 106**, pp. 1113–1155.
- La Porta et al. (2000), Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance*, **Vol. 55**, pp. 1–33.
- La Porta et al. (2002), Family Firms, *NBER WORKING PAPER* 8776.
- Schroeder, W. & Weßels, B. (Hrsg.) (2003), *Die Gewerkschaften in Politik und Gesellschaft der Bundesrepublik Deutschland*, Wiesbaden.