

# メザニン資本とドイツ中小企業金融

田 洵 進

Ralf Bebenroth

## 1 はじめに

ドイツでは大企業の自己資本比率が他国より低いことが政治・経済問題としても議論されたことがあるが、中小企業は大企業に比べて自己資本比率が一層低いこと<sup>1)</sup>は日本においても同じである。近年のグローバル化とITの急速な進展にともなって銀行間の競争も激しくなり、新BIS規制の導入が発表された後中小企業の金融環境もより厳しくなることが懸念されている<sup>2)</sup>。こうした中ドイツでは自己資本と他人資本の中間形態をもつメザニン資本が注目されることとなり、なかでも中小企業にとってのメザニン資本の研究が広がっている。90年代後半以降ベンチャー・キャピタルないしはプライベート・キャピタルも増加しているが、新興の成長企業にとってもメザニン資本は興味深い資金調達方法である。この論考ではまずドイツにおけるメザニン資本の特徴を調べ、その利点と欠点を考察し、さらに、近年の財務環境の変化がどのように中小企業金融とメザニン資本に影響しているかを検討する。以下において、2ではメザニン資本の概念について説明し、3ではメザニン資本の利点と欠点を考察し、4では金融市場をめぐる財務環境の変化と中小企業金融について調べ、5では最近の統計調査による中小企業金融の現況とメザニン資本の状況を調査する。6では若干の考察を加えて結びとする。

## 2 メザニン資本の概念

メザニン (mezzanine) とはバロック建築に特有の中二階を意味するイタリア語であり、メザニン資本とは要するに自己資本と他人資本の中間的性格をもつ資本のことである。メザニン資本 (mezzanine capital) が資金調達の手法として用いられるようになったのはやはりアメリカであって、ベンチャー・キャピタルないしはプライベート・エクイティの隆盛とともに使用されるようになっていく<sup>3)</sup>。メザニン資本を説明するためには自己資本と

1) Paul, Stephan/Stein, Stefan, **Eigenkapitallücke und Eigenkapitalstrategien im Mittelstand**, in: Dirk Engel (Hrsg.) **Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen**, Berlin 2005, S. 39f.

2) Bebenroth, Ralf/田洵進「中小企業の金融環境—ドイツと日本の比較—」『大阪経大論集』第55巻第1号2004年5月, 215頁。

3) ベンチャー・キャピタルは新興企業への初期のステージでの投資であるのに対して、プライベート

図表1 自己資本と他人資本の特徴

基準	自己資本	他人資本
法的地位	所有者	債権者
保証責任	出資額	なし
財産請求権	残余財産請求権	債権返済請求権
報酬	収益依存	ふつう確定利子
経営権	情報・監督・議決権	部分的情報・監督・協議権
資本使用期間	無期限	期限付
税負担	利益に課税	利子は損金算入

他人資本の概念を明確に区別することが必要となるが、この両者の概念を正確に定義づけることは極めて難しいと云わねばならない。たとえば自己資本においてはそれぞれの契約に依存する事柄が多く、資本提供者への報酬の支払、倒産時の支払、経営権や情報権との関係、契約期限と解約権、契約違反時の制裁などに関して実に多様な契約がなされる<sup>4)</sup>からである。したがって、最も重要な自己資本と他人資本の特徴のみを挙げて対比させると図表1<sup>5)</sup>のようになるであろう。

自己資本を利用することにより自己資本提供者は経営への参加権をもち、その報酬は企業の収益力に依存して収益ないしは利益から支払われる。自己資本はもしも企業が倒産した場合には債権者にとっての債務を保証するのでバッファの役割を果たす。このために適切な自己資本が他人資本を調達するための基礎とされている。伝統的な他人資本においては債務者である企業と債権者である信用提供者の間において債務法 (Schuldrecht, 日本の民法の債権法に相当するもので、いわゆる契約自由の思想により成り立っている) による契約が行われる。資本提供には期限があり、債権者は名目的元金の返済、および、収益に依存しない確定利子の請求権をもつ。利子の支払は経営支出となり、所得税ないしは法人税の課税はされない。他人資本調達には多くの場合返済リスクを保証するための担保が要請される。他人資本は倒産時には保証責任はもたない。

メザニン資本はしたがってこうした自己資本と他人資本の両者のいずれかの特徴とともにその中間的な特徴をもつすべての資金調達の手段を表す広範な概念である。メザニン資本を広義に理解すると、議決権をもたない優先株は典型的な普通株に次いで自己資本に近いメザニン資本であり、無担保の劣後でないローン (貸付ないしは債務証券) は担保付で優先順位の他人資本、いわゆる senior debt に次ぐメザニン資本と考えられる。ピュッシュゲンによると「メザニン資本とは自己資本と他人資本の間のすべての法的に可能な、すな

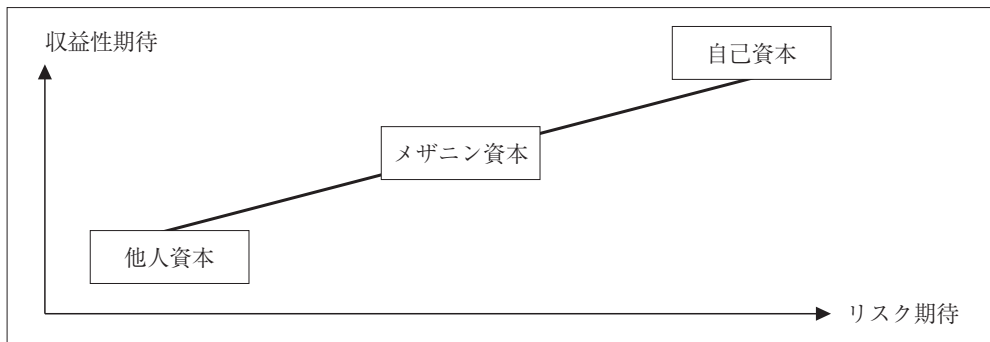
・エクイティーはこれをも含めた非上場企業への資本として用いられている。Leopold, Günter/Frommann, Holger/Kühr, Thomas, Private Equity—Venture Capital, München 2003, S. 222.

4) Drukarczyk, Jochen, Finanzierung, 7. Aufl., Stuttgart 1996, S. 252.

5) Häger, Michael/Elkemann-Reusch, Manfred, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin 2004, S. 24より作成。

わち、担保付劣後ローンから優先株に至るまでの中期ないしは長期の資本調達形態であって、中間的リスク・収益関係を示すもの<sup>6)</sup>と定義されている。自己資本は収益性とリスクが大きいが他人資本は収益性が小さくリスクも低い。資本提供者のもつリスク期待と収益性期待をそれぞれ横軸と縦軸に表すと自己資本、他人資本、メザニン資本の位置は図表2のように示される。このメザニン資本には自己資本に近いものから他人資本に近いものまで数多くある。

図表2 資本調達の種類とリスク／収益性期待<sup>7)</sup>



以下において、ドイツにおいて最も多く利用されている四つのメザニン資本を検討する：

匿名組合 (stille Gesellschaft)

亨益証券 (Genussschein)

転換社債とオプション付社債 (Wandel- und Optionsanleihe)

劣後ローン (Nachrangdarlehen)

## 2-1 匿名組合

日本の商法においても匿名組合とは当事者の一方（匿名組合員）が相手方の営業のため出資をし、相手方（営業者）がその営業から生ずる利益を分配することを約束する契約（商法535条）であって、外部に対しては商人である営業者だけが現れ、匿名組合員は現れないことなどが規定されているがドイツにおいても大体同じ概念で用いられている。組合の規定は日本の民法にもあり、当事者が出資をして共同の事業を営むことを約束する契約であるとされている（民法667条）。ドイツの民法にも同様の規定があり、事業を営む人的会社の一つとされている。ドイツの会社の法形態は人的会社と資本公司に分けられ、人的会社の中に民法上の組合、合名会社、合資会社、そして匿名組合の四つが含まれている<sup>8)</sup>。ただし、ドイツの合名会社と合資会社は法人ではなく<sup>9)</sup>、他の二者と同様契約による

6) Büschgen, Hans E.: Das kleine Bank-Lexikon, Düsseldorf 2006.

7) Nathusius, Klaus: Grundlagen der Gründungsfinanzierung, Wiesbaden 2001, S. 109.

8) F. X. ベア・E. デイヒテル・M. シュヴァイツァー・小林哲夫・森昭夫「一般経営経済学 第1巻

組合的性格の強いものである。ドイツの人的会社は四つとも法人格はもたない。そして、この人的会社が中小企業に多いことが日本とも大きく異なっている。

匿名組合の匿名組合員は単に契約による利益への請求権をもつのみで営業には関与しない共同出資者である。

匿名組合員はさらに、債権提供者に近いか社員の性格に近いかにより典型的 (typisch) 匿名組合員と非典型的 (atypisch) 匿名組合員に区別されるが、まずは両者に共通の特徴を挙げると以下のようなになる<sup>10)</sup>：

- 匿名組合員は相手方の営業に参加することを希望し、そのために匿名組合をつくる契約をすること
- 匿名組合員は物財あるいは貨幣による出資をする義務を負い、この出資は企業の所有者の財産となる
- 匿名組合員は企業所有者の財産に対して物的な利用権をもたず、その権利は単に債権契約法による性質のものである
- 匿名組合は外部に現れない内部会社であって、企業経営の法的関係に対しては所有者のみが権利義務をもつ
- 匿名組合員は営業の成果に参加しなければならず、利益のみに参加するときは損失への参加は契約によって除外せねばならない

このように匿名組合員は出資に参加するだけであって、実際に業務を担当するのは名前を外部に表す営業者であり実質的所有者である。匿名組合員の出資は営業者の財産と化し、会計帳簿上の特別の項目として残らない。したがって、経営成果としての利益にどのように関わるかはどのような契約を結ぶかに依存し、その種類は多様で弾力的であると考えられる。このような匿名組合が典型的匿名組合と非典型的匿名組合に分けられる。典型的匿名組合はたとえば、利益に参加する形態としてローンの場合のように利子の形で報酬を取る場合であり、非典型的匿名組合は企業資産の価値増加にも参加し経営にも参加する形態である。両者の違いは租税との関係で重要になる。

## 2-2 亨益証券

亨益証券とは出資者に対して利益に応じた配当を受ける亨益権を保証する有価証券である。ドイツでは19世紀の中頃から利用されていたが、1937年に優先株が導入されてから同じ目的が果たされるようになったので衰退していた。1980年代に自己資本比率を向上させる必要性の議論が盛んになり、資産形成法や所得税法においても亨益証券が促進された結果その重要度を増し、上場企業による発行も増えている<sup>11)</sup>。

基本問題」森山書店 2000年、151頁。

9) 法人の場合は法人財産だけが責任財産となり、社員の責任は有限である。ドイツでは無限責任の原則をもつ合名会社と合資会社を法人と認めることは不合理とされる。村上淳一／ハンス・ペーター・マルチュケ「ドイツ法入門」有斐閣 1997年、142頁。

10) Häger/Elkemmann-Reusch: a.a.O., S. 60.

その態様ないし形態は多様であって株式法その他多くの法律に亨益証券の用語が使われているが、特定の定義はなされていない。共通の特徴として、亨益権は会社に対する財産上の請求権に関する債務法の契約であって、会社の構成員としての権利には関わっていないことが理解されよう。最も多く用いられるのが利益への参加であって、社員の権利に対して優先、同等、劣後の場合があり得る。亨益権は最低利回を保証することも出来る。損失への参加や清算収益への参加も契約されうる。利益への参加は経営全体だけでなく、一定の部門やセグメントに限ることも出来る。利益として貸借対照表利益以外の営業の成果を用いることも出来る。

亨益権が再び隆盛になったのは企業にとって利点があるためであるが、それらの利点として次の五つが挙げられる<sup>12)</sup>：

- (1) 亨益資本は劣後資本として保証機能をもつ
- (2) 商事貸借対照表の自己資本比率が上昇する
- (3) 成果依存的にのみ用いられる
- (4) 亨益権所持者には株主総会での協議権（議決権）を与えない
- (5) 亨益資本への配当は税法上損金となる経営支出に算入できる

さらに付け加えると、亨益証券では優先株のように後から議決権を復帰させるという危険性もない。また、株式会社以外の法形態でも亨益証券を発行できるが、これまでのところ非上場企業にとっての発行は望みが薄いと言わねばならない。これは亨益権の成立条件を標準化することが難しく、投資家保護の観点からも法確定性を欠くからである。亨益権を形成する弾力性と多様性の利点はその反面をもつと云わねばならない。

### 2-3 転換社債およびオプション付社債

わが国では2001年の改正商法によりそれまで使われていた「転換社債」と「新株引受権付社債」は「新株予約権付社債」という名称で統合されることになったが、ドイツの事情の説明にはこれまで通りの名称のほうがより適切と思われる。

転換社債 (Wandelschuldverschreibung, convertible bonds) は普通の社債に加えて社債を株式に転換する権利を与えられている。この転換権は多くの場合一定の期間を経過した後の行使期間に初めて行使される<sup>13)</sup>。転換社債を発行するには転換権を確保するために一定の増資が必要とされるので、株主総会の議決が必要である。普通の社債と比べると債権者から持分権者に替わることが出来るという誘因が加わるものである。

転換社債を発行する場合には普通社債の利子率、期限、利子支払時点、担保などの条件に加えて転換比率、追加支払、交換期限が設定される。転換比率は株式と社債を転換する比率である。追加支払は新株が旧株の相場よりも低いときに調整のため行われる。会社は追加支払を早い時期に低くして交換期限を定めるなどの方法をとることが出来る。

11) dieselben, S. 211.

12) dieselben, S. 215.

13) Perridon, Louis/Steiner, Manfred: Finanzwirtschaft der Unternehmung, München 2004, S. 408.

オプション付社債 (Optionsschuldverschreibung) はワラント債 (warrants) と呼ばれ、利子や償還に関する普通の債権者権利の他、一定の行使期間に一定の条件で株式または社債を購入することを選択することの出来る権利を保証するものである<sup>14)</sup>。転換社債と違って、オプション権を行使して株式を購入したときにそれまでの社債はそのまま継続して維持される。オプション付社債は株式引受権の付いたものと、付いていないものもあり、株式引受権を示す証券も別個に証券市場で売買される。転換社債の場合には転換後、他人資本が自己資本に変わったが、オプション社債の場合はその所持者はオプションを行使した後も債権者であると同時に株主にもなる、

#### 2-4 劣後ローン

劣後ローン (Nachrangdarlehen) は銀行または他の投資機関により提供される他人資本であって、その態様はやはり多様である。劣後ローンとして共通であることは、ローンの提供者となる債権者がより優位にある負債 (senior debt) の債権者よりも後順位になることを宣言することである<sup>15)</sup>。劣後ローンはしかし他人資本であって、資金提供者は資金利用者が倒産した場合には債権者としての権利を正当化するものである。ただ、ローン利用者の債務超過を回避するため、例外としてローン提供者がその劣後ローンをもって他のすべてのローン利用者の債権者の債権の後順位に立つものである。したがって、メザニン資本の中で最も他人資本に近いものとされよう。

劣後ローンは特にプロジェクト・ファイナンスや合併ファイナンスにおいて異なった期間と償還条件をもつ二つの発行回号 (Tranchen) によって行われ、信用契約上の報告義務と実行義務を約束した誓約 (covenants) によって保証されることが多い<sup>16)</sup>。この場合、企業にとっても信用範囲の制約はなく、また、劣後ローンの利用によって出資者の権利は変わらず、持分構成は不変となる。劣後ローンの報酬は確定利子と利益に依存する報酬の両方で行うこともできるが、そうでなくてもよいとされている。さらに、いわゆるエクイティーキッカー (equity kicker)<sup>17)</sup> と呼ばれる甘味剤が、自己資本への転換権と引受権というもので付け加えられることが多い。劣後ローンの返済は一般にキャッシュフローから優先ローン (senior debt) の償還を済ました後に行われる。優先的な信用提供者からすると、劣後ローンは彼らの要請に応えるものであるから自己資本に似たものとなる。

### 3 メザニン資本の利点と欠点

上述のようにメザニン資本は自己資本と他人資本の中間にあるものであって、法的に自己資本か他人資本の特徴をもちながらそれぞれ他の特徴をも同時にもっているものである。

14) dieselben, S. 412.

15) Häger/Elkemann-Reusch: a.a.O., S. 179.

16) dieselben, a.a.O., S. 27.

17) 投資家が一定時点に特定条件で一定の持分を取得して企業の増加価値に参加することができる権利のこと。

言い換えると、メザニン資本は企業の社員によって提供されたものではないが、多かれ少なかれ自己資本類似の属性をもつものである。相応の契約をつくることによって、経済的には他人資本にふさわしい自己資本、そして、経済的には自己資本に相応しい特徴をもつ他人資本をつくるのが可能である。転換社債とオプション債、そして亨益権は株式法に規定があり、匿名組合も商法において規定があるが、このような場合でも資本提供者と利用者間でこれを変更ないしは補完できるわけである。すなわち、メザニン資本は資本調達構造と資本調達契約において大きな柔軟性と個別性をもつものである。特に、報酬の仕方はその企業特有の未来の財務状況に適応させ、企業成長に沿った方策とすることができる。すなわち、LBO ファイナンスやプロジェクト・ファイナンスのように複雑な財務問題が絡む場合、そして、上場されていない中小の成長企業やベンチャー企業に適切と考えられる。他方、弾力性が大きく、報酬の構造や劣後性の特徴が複雑になることは、メザニン資本提供者にとってはそれだけ企業経営の情報・監督・協議に関する権利が必要とされることが考えられる。

### 3-1 メザニン資本の利点

a) 企業資本需要者にとっての利点 自己資本比率が低く(負債比率が大きく)担保に使える資産も少ない企業は、資金需要をすべて優先順位の負債 (senior debt) によって賄うことは難しい。既存の社員にとっては自分の会社にさらに出資することはリスクの観点から望ましくない場合が多い。かといって新たに他の第三者に出資してもらうことは既存の社員の権利を薄めることになる。このような場合、優先順位の劣後となる他人資本を利用すれば、先順位の他人資本提供者のリスクを侵さないですむ<sup>18)</sup>。

企業経営者はメザニン資本の利子とその返済をどのように構成するか、収益依存要因と収益非依存の要因をどのように組み合わせるか、企業の価値増加に参加できるエクイティキッカー (注17) をどのように作るか、という工夫によって支払時点を企業が望む時点に移すことが出来る。すなわち、資本提供者への報酬を企業が成長して価値を増加した時点で支払うように計画できる。

b) 優位債権者にとっての利点 メザニン資本はその劣後性の理由で、より優位の債権者 (senior debt) にとって追加的な保証資本となる。自己資本提供者と企業の側から見ると明らかに他人資本であるが、優位の債権者から見ると倒産時には劣後ローンより先に権利を主張出来るので優先順位債権者にとっては自己資本の性格をもつものとなる。このような保証資本が増えたことによって優先順位債権者のリスクが改善されたとみれば、そのためにさらに信用の提供が可能になることも考えられる。この意味でメザニン資本は債権者が行う企業の格付にプラスの効果をもたらすことになる。

c) 自己資本提供者にとっての利点 これ以上債務を増やすことが出来ない状況にお

---

18) Dörscher, Martin/Hinz, Holger: Mezzanine Capital—Ein flexibles Finanzierungsinstrument für KMU, Finanz Betrieb 2003, S. 606.

いて新たな出資者ないしはプライベート・エクイティを利用するとすれば既存の自己資本提供者の持分権が希薄化し経営上の処理権に支障をもたらすこともあり得る。メザニン資本では第三者に持分権を渡すことなく、これまでの議決権を維持してこれまで通りの経営政策を続けることが出来る。メザニン資本に自己資本への転換権や予約権を与えるエクイティーキッカーの場合であってもプライベート・エクイティよりも時期的に後になり希薄化はより少ないものである。

### 3-2 メザニン資本の欠点

メザニン資本は特に劣後性と収益依存性という特徴をもっているので会社の未来のキャッシュフローに大きく関わっている。収益性と計画期間においての十分なキャッシュフローを達成出来るかどうか結局メザニン資本のリスクに相応しい利回りを達成するための前提条件になる。したがって、メザニン資本提供者は企業の慎重な事前精査（due diligence）を行って経営計画の実現性を分析し、その上でメザニン資本を提供するかどうか、するとすればどのような条件でするかを決めねばならない。

メザニン資本提供者は大体15～25%の年間収益率を要求している<sup>19)</sup>。メザニン資本は自己資本提供者のもつ権利をもたないので、契約成立後は優先債務よりもより厳しい情報を要求することになる。その債務の確定に必要な権利と影響要因はいわゆる誓約において明記されねばならない。法的な誓約においては、たとえば、債務者はメザニン資本提供者の同意なく新規の信用は利用しないことが義務づけられる。財務的誓約ではメザニン資本利用者は毎月あるいは四半期毎に損益計算書、貸借対照表、キャッシュフロー計算書の報告を行い、それに応じた財務比率と指標を示すことが義務づけられる。メザニン資本提供者はこのようにして期待した収益性を達成するために、ある程度の監督と影響力を用いるが、実際の企業経営からは距離を置くものである。

企業独自の複雑な財務構成を事前に分析し、また、契約成立後にもその進捗経過を監視するための費用は優先負債よりも高い取引コストになる。メザニン資本利用者にとってまずはその資本利用に対する報酬が高いという欠点の他に、透明性の呈示義務とメザニン資本提供者の影響力行使があることはメザニン資本の魅力を削減するものであろう。

その他、メザニン資本は多くの場合一定の最低限度以上の投資額の場合のみ、そして、一定の業種のみといった限定された場合においてのみ提供される場合がある。成長性の少ない小規模の企業においての利用は難しいといわねばならない。

## 4 財務環境の変化と中小企業金融

ドイツにおいても他のほとんどの工業国と同じく中小企業は99%以上の企業は中小企業であって、企業セクターによる総付加価値の約半分に貢献していると考えられよう<sup>20)</sup>。中

19) dieselben, S. 609.

20) KfW Bankengruppe, MittelstandsMonitor 2006, S. V.



小企業の質的なメルクマールとして所有者が責任ある経営者と同一であることが挙げられる。この中には小規模の企業から数百人の従業者をもって世界市場で活躍する企業まで実に多様なものである。中小企業はその多様性においてこそ経済の安定性に役立ち、均衡した企業規模構造の統合的構成部分となる。すなわち、中小企業は構造変化を容易ならしめ、イノベーションを振興し経済の成長と福祉に貢献するものである。

近年において金融システムは世界的に著しく変転しているが、景気低迷による銀行の収益悪化、金融制度の革新、新 BIS 規制（バーゼル II）の議論などがあるにつけ中小企業の財務環境が注目されている。こうした議論の中心になるのが中小企業の自己資本であり、また信用供与である。一般に資本構成として他人資本と自己資本の比率が理解され、企業資産がどのような資本によって調達されているかが考えられている。この自己資本比率がドイツでは他のヨーロッパの国よりも低く、しかも、中小企業と大企業との格差が大きいことが指摘されてきた。

データによるドイツ企業の自己資本比率はたしかに低いが、この事実は企業の財務安定性、投資態度、信用性を冒すものとなるかについては注意深い考察を必要とする<sup>21)</sup>。企業の財務構成はそれぞれの国の金融システムと財務的慣習に特徴付けられているのであって、ドイツの場合その主要取引銀行（ハウスバンク）制度、財務システム、倒産法、租税制度、会計制度などが他人資本の利用を容易ならしめたためこれまで自己資本増強の必要性が軽視されてきたと云える。ただし、実際の保証資本は財務諸表の自己資本より大きい場合が多いとされた。しかし、こうした事情は過去のことであって、近年における財務環境は大きく変化している。

金融市場が進展する機動力となっているのは IT と通信技術、規制緩和、グローバル化、そして、投資家のリスクとリターンを意識した行動であるといえよう<sup>22)</sup>。収益力の弱まった銀行間の競争はこれをさらに助長するものである。資本市場理論、ないしはコーポレート・ファイナンスが発展したことにより実務に則した評価モデルや価格モデルが利用され、個々の取引がより厳密に分析されるようになり、信用の供与もこれまでの主観的な判断ではなく、客観的なレーティングとリスク・リターン計算をしたものとなる。バーゼル合意によって企業への信用供与は一層銀行の評価によることとなるが、これはこれまでの銀行のリスク評価の手法を進展させるものであって新バーゼル合意が新たな契機となるものではない。銀行の信用調査はこれまでもあったが金融市場の変化により銀行はこれまで以上に個別の企業の信用を調査することが必要となり、包括的な調査書と未来に関わる質的な情報とともに一層の透明性を求めるようになった。

リスク測定の手法が改善されたことにより、銀行の利子は個別の信用リスクを測定しそれが銀行のリスク全体にどのように関わるかを一層厳密に調べることが出来るようになって

21) Plattner, Dankwart/Skambracks, Daniel/Tchouvakhina, Margarita: Mittelstandsfinanzierung im Umbruch, in: Dirk Engel (Hrsg.) Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, Berlin 2005 S. 15.

22) ebenda, S. 18.

た。その結果、信用のある企業はこれまでの銀行の平均的計算よりも少ないリスクの計算で済むことになる。これに対して、信用力のない企業はより高いリスクの計算を加えねばならない。銀行にとってこれらの小企業は一層コストが掛かることになる。このため小企業にとっての信用はより厳しくなっている。中小企業は一層自己資本を強化し、資本調達の方法を多様化することも必要となる。

こうした背景の下に証券化が進み、資産担保証券 (Asset Backed Securities) も間接的に中小企業金融を改善することにもなる一方、参加資本の種類も多様化してメザニン資本が注目されるに至っている。

## 5 中小企業金融の現況とメザニン資本

ドイツの中小企業は伝統的に二つの資金調達の柱をもつとされる。すなわち、留保利益を主とする内部金融と銀行信用による外部金融である<sup>23)</sup>。近年の財務環境は大きく変化したがこの二つの柱は基本的に不動のものであることは KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau, 復興金融公庫の略であり、公的機関として投資金融、途上国援助、輸出入、コンサルティング等の業務を行い、それぞれの分野の銀行をもっている) によるアンケート調査にも示されている。中小企業にとってはこの二つの柱の第一の自己金融が最も重要であって、自己金融が計画した投資に足りない時にのみ外部金融が用いられる。残りの資本需要を補うためにはもっぱら銀行信用が利用され、短期と長期の信用が用いられる。

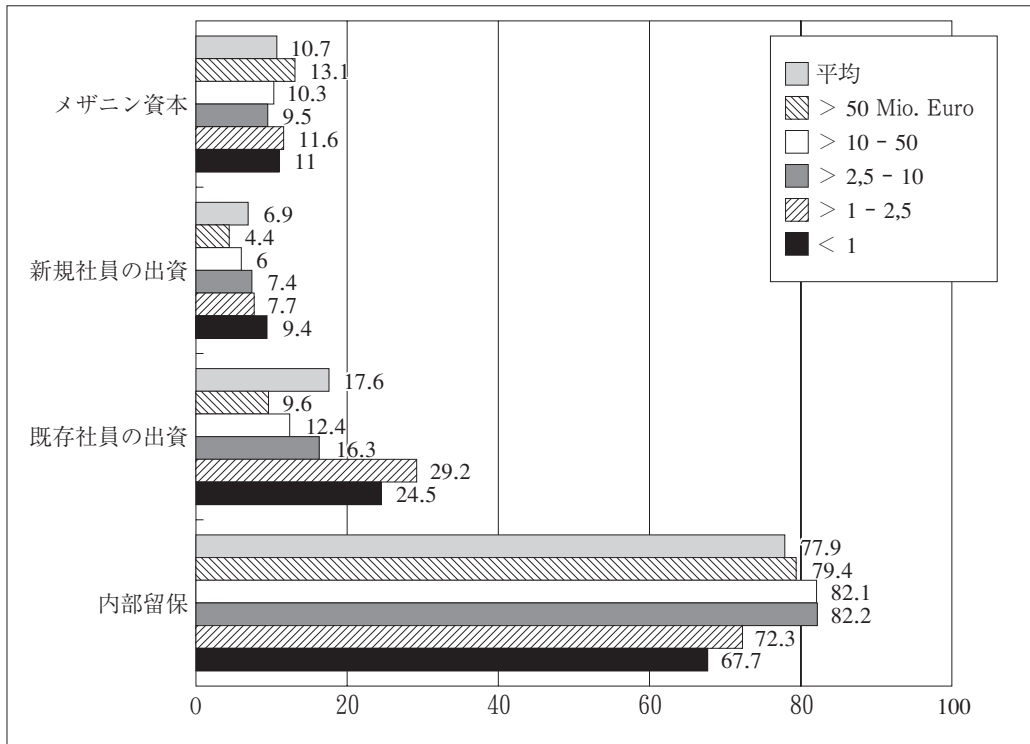
中小企業にとって他の資金調達方法としてリースと企業間信用があり、リースは近年増加している。しかし、両方とも限られた意味をもつのみで銀行信用を補足するのみと云えよう。これに対して、参加資本 (Beteiligungskapital, ドイツには人的会社が多く、どの社員がどれだけ出資に参加するかは経営権に対して重要な意味をもっている)、メザニン資本、そして、債券発行は資金調達法の選択肢として次第に注目される資金調達法となっている。特にターンアラウンド、バイアウト、買収、成長企業への支援などとの関連で重要となっている。

ここで中小企業の自己資本に対する考え方を取り上げてみる。近年僅かな上昇がみられるものの中小企業では依然として自己資本比率は低い。KfW の2006年の調査によると約45%の中小企業は自己資本比率の向上に努めると回答している<sup>24)</sup>。自己資本比率の向上に努めないと回答したものの中3分の2は自己資本が適当であると考え、残りの3分の1は自己資本比率を向上させる可能性がないとしている。自己資本比率を向上させる計画がない中小企業を規模に従って調べると、売上高1 Mio EUR (百万ユーロ) 以下の企業は自己資本比率を上昇させる可能性がないと答えたものが51.3%と最も高く、売上高の大きな企業ほどその可能性は小さくなり、最も大きな売上高50 Mio EUR 以上の企業は12.4%である。すなわち、規模が大きくなるに従って自己資本を向上させる可能性のない%は低く

23) KfW Bankengruppe, MittelstandsMonitor 2006, Jährlicher Bericht zu Konjunktur- und Strukturfragen kleiner und mittlerer Unternehmen, Frankfurt 3. März 2006 (www.kfw.de) S. 140.

24) ebenda, S. 170.

図表4 自己資本増加のための資金源（企業規模別）



出所：Mittelstandsmonitor 2006: Konjunkturaufschwung bei anhaltendem Problemdruck, 172頁の表より作成。

なっている。

これは逆に考えると、企業は規模が小さいほど自己資本比率を上げる願望は大きいがそのための可能性がないことを意味している。小企業であるほど資本構成をよくする可能性は少なく、その必要性が分かっているにもかかわらず内部金融も外部金融も不可能となっている。

図表4は自己資本を増加させるための手段として、留保利益、既存社員の参加資本、新社員の出資、そして、メザニン資本のどれが選ばれているかを企業規模とともに示している。全部で2,376社の回答を基に作成されている。平均して77.9%の企業は留保利益による方法を考えているが、これは当然実際に利益を実現できた場合の話であり、景気と市場の動向に大きく依存している。他の方法は内部金融と大きく格差がみられる。平均の17.6%の企業は自社の参加資本を期待し、平均の10.7%はメザニン資本を望み、6.9%が新規の参加資本を考えている。メザニン資本は売上高50 Mio EUR以上の企業が13.1%で最も大きい、規模との関連は必ずしも明確とはいえない。

KfWによる最新の企業アンケート調査<sup>25)</sup>によると資金調達の方法について一層詳しい

25) Plattner, Dankwart/Plankensteiner, Dirk, Unternehmensbefragung 2006—Unternehmensfinanzierung: Banken entdecken den Mittelstand neu. Kreditzugang für kleine Unternehmen bleibt schwierig. Frankfurt 2006,

報告となっている。この調査は毎年実施されているが、2006年の調査の副題として「銀行による中小企業の再認識，小企業への信用は続いて逼迫」となっている。調査は2006年の第1四半期に実施され9月にインターネットで公開されている。資金調達法としては内部金融と銀行信用が最も重要な地位を占め、企業規模が大きいほど代替的手段としてリース、メザニン資本、参加資本などが増加している。銀行信用の利用が厳しくなるにつれ資金調達源は多様化され、メザニン資本のような代替的資金調達法が増え、これらは中小企業にも利用が可能となっている。

図表5は個別の資本調達法が実際にどの程度重要かを問い、1（重要である）から6（重要でない）までの6段階で得た回答を集計したものである。小さな数値ほど重要であり、大きくなるほど重要でないことを示している。それぞれ五つの企業規模と平均値で示している。平均値で見ると内部金融が1.8で類を抜いて最も重要とされている。これと大きく離れて短期と長期の銀行信用が3.8で続き、さらに大きい間隔でコンツェルン（連結企業）金融が4.4が続き、その後に参加資本、メザニン資本、ファクタリング、社債が5.5程度の値で続き、最も重要でないとされている。

図表6は同じアンケート調査においてそれぞれの企業が個別の資金調達源が未来にどうなるかを1（重要である）から6（重要でない）の6段階で回答したものから現在の現在の重要性の6段階の数値（図表5）を差し引いた値である。メザニン資本は平均値0.31であり、リースは0.28で最も重要性の増加が大きい。参加資本の0.21もかなり大きな値である。ファクタリングは0.18でより小さく、伝統的資本調達法である内部金融は0.15である。債券と企業間信用は0.09、コンツェルン金融は0.06でさらに小さい。長期銀行信用の0.03と短期銀行信用の-0.01はほとんど変化なしとみてよい値である。

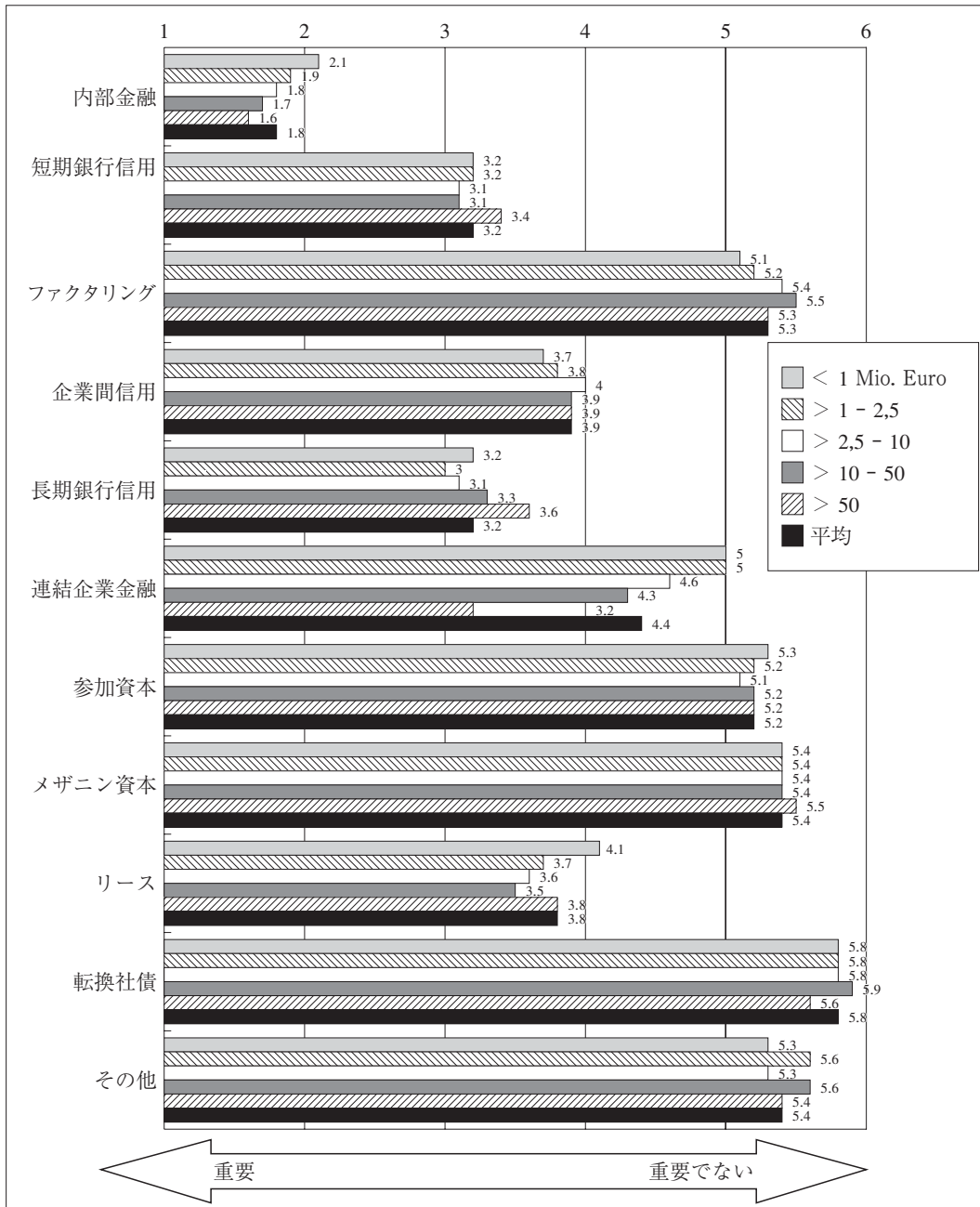
メザニン資本がこれから重要になると答えた企業を規模別の5段階で見ると、中位の2.5-10百万ユーロのクラスが0.4で最も大きく、その上の10-50百万ユーロのクラスが0.38でこれに次いでいる。中位から中位以上の規模の企業がこれからのメザニン資本を最も重視していることが分かる。

## 6 おわりに

メザニン資本は純粋な自己資本と純粋な他人資本との中間にあるハイブリッドな資本調達法の総称であってきわめて多様な種類がある。一般的に表現すると、メザニン資本は普通の他人資本より劣後性をもっている。すなわち、倒産の場合まず優先順位の債権者が弁済され、その次にメザニン資本債権者、そして最後に自己資本提供者の順になる。メザニン資本は損益に依存する自己資本に近いものから、固定利子による他人資本に近いもの間にいろいろな構成がなされている。

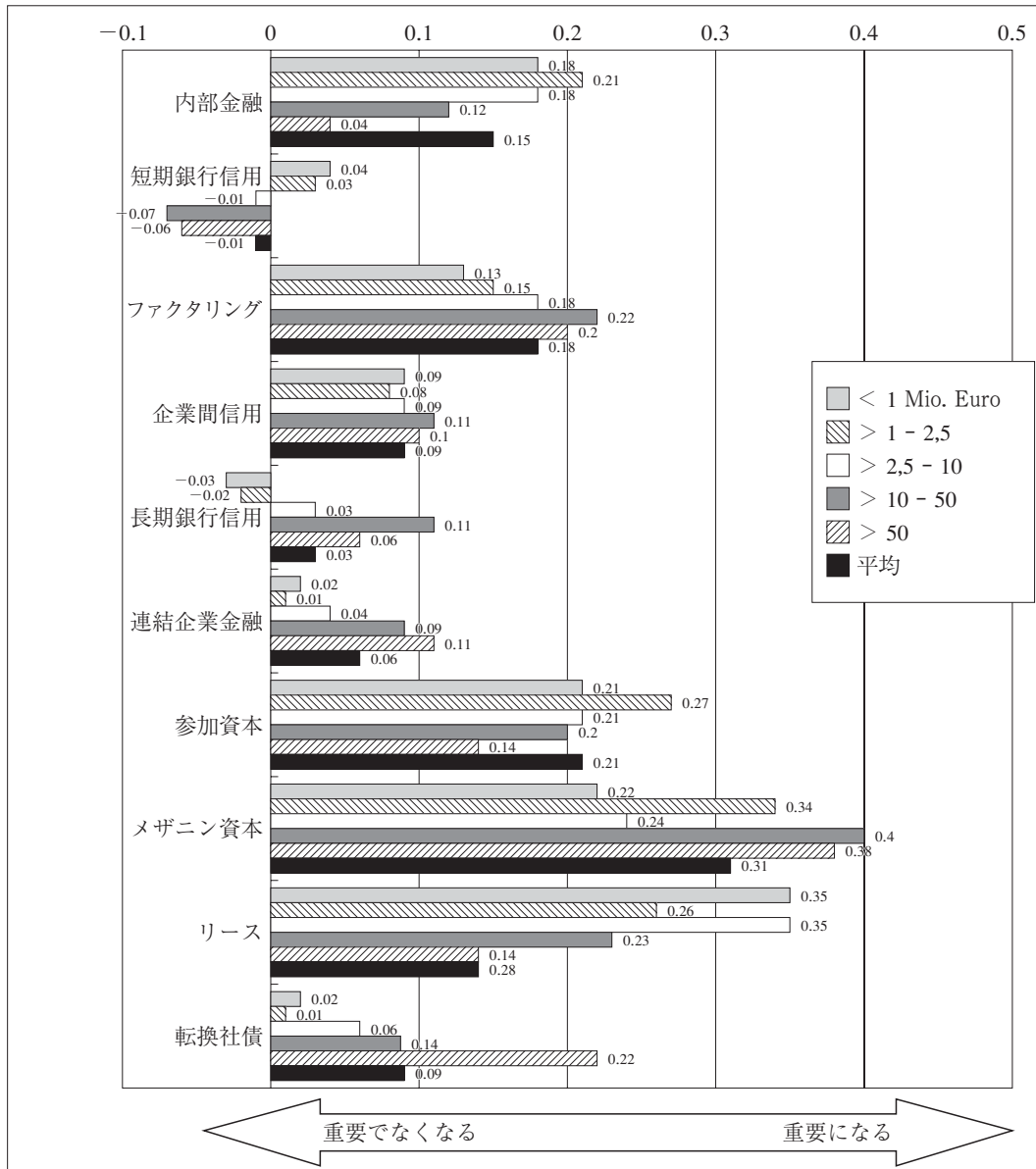
メザニン資本の利点は、その劣後性のため疑似的自己資本が利用されることである。すなわち、優位の他人資本提供者にとって保証資本の意味をもつ。法律上は債務であっても経済的に自己資本の役を果たしている。銀行信用の代替として利用できるのみでなく、メザニン資本の利用によってその企業に対する銀行の格付けも向上することになり、これま

図表5 企業規模別にみた資本調達源の現在の重要性



出所：Unternehmensbefragung (2006) KfW Banken entdecken den Mittelstand neu. 69頁。(複数回答可能)。

図表6 企業規模別にみた資本調達源の重要性の展開



出所：Unternehmensbefragung (2006) Kfw Banken entdecken den Mittelstand neu. 72頁

で以上の信用借入も可能となる。

中小企業は多くの場合、外部資本を利用することにより経営に介入されることを好まないものである。メザニン資本は収益に依存する場合も経営に関わる協議権や議決権は与える必要はなく、既存出資者の権利を侵さないで済む。報酬は未来に生ずると期待されるキャッシュフローの予測に合わせて構成することが出来る。

これらの利点に対して欠点としては、その利回りが高いこと、メザニン資本提供者が要求する経営の透明性の呈示は中小企業にとって難しいこと、一定額以上の資本の利用が要求されることなどが挙げられる。

2006年初頭のKfWのアンケート調査によると、メザニン資本は中小企業の資本調達法として未だそれほど重要な地位は占めていないが、これから増えるという未来の可能性として肯定的回答を示している。ただし、以上の分析で示されたように、メザニン資本は中小企業の中でも特に技術革新により成長性が大きく、キャッシュフローのより確実に期待される企業には適しているが、そこまでに至らない弱小の企業には向いていない。ベンチャーファイナンスやバイアウト、プロジェクトファイナンスにおいてはそれぞれの個別性ないしは特異性を重視して弾力的に対応できるので一層考察に値すると考えられる。[この研究は平成18年度大阪経済大学特別研究費による成果の一部である。]

#### 参 考 文 献

1. Bebenroth, Ralf/田淵進 (2004)「中小企業の金融環境—ドイツと日本の比較—」『大阪経済大論集』第55巻第1号5月, 215-225頁。
2. F. X. ベア・E. ディヒテル・M. シュヴァイツァー・小林哲夫・森昭夫「一般経営経済学 第1巻基本問題」森山書店 2000年。
3. 村上淳一/ハンス・ペーター・マルチュケ「ドイツ法入門」有斐閣 1997年。
4. Büschgen, Hans E. (2006): Das kleine Bank-Lexikon, Düsseldorf.
5. Dörscher, Martin/Hinz, Holger (2003): Mezzanine Capital — Ein flexibles Finanzierungsinstrument für KMU, Finanz Betrieb, S. 606-610.
6. Drukarczyk, Jochen (1996): Finanzierung, 7. Aufl., Stuttgart.
7. Häger, Michael/Elkemann-Reusch, Manfred (2004): Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin
8. KfW-Bankengruppe (2006): Banken entdecken den Mittelstand neu. Unternehmensbefragung (2006): [http://www.kfw.de/DE\\_Home/Presse/Pressekonf64/PDF-Dokumente/060907\\_Studie\\_Unternehmensbefragung.pdf](http://www.kfw.de/DE_Home/Presse/Pressekonf64/PDF-Dokumente/060907_Studie_Unternehmensbefragung.pdf)
9. KfW-Bankengruppe (2006): Innovationen im Mittelstand: aktuelle Entwicklungen, Beschäftigungswirkungen und Finanzierungsprobleme, Pressegespräch 6. 7. 2006, Frankfurt:
10. KfW Bankengruppe (2006): MittelstandsMonitor 2006, Jährlicher Bericht zu Konjunktur und Strukturfragen kleiner und mittlerer Unternehmen, Frankfurt 3. März 2006 ([www.kfw.de](http://www.kfw.de))
11. KfW-Bankengruppe (2006): Mittelstandsmonitor 2006: Konjunkturaufschwung bei anhaltendem Problemdruck, P. 172. [http://www.kfw.de/DE\\_Home/Presse/Pressekonf64/PDF-Dokumente/MiMo06\\_Studie\\_DE\\_Langfassung.pdf](http://www.kfw.de/DE_Home/Presse/Pressekonf64/PDF-Dokumente/MiMo06_Studie_DE_Langfassung.pdf).
12. Leopold, Günter/Frommann, Holger/Kühr, Thomas (2003): Private Equity — Venture Capital, München.
13. Nathusius, Klaus (2001): Grundlagen der Gründungsfinanzierung: Instrumente- Prozesse- Beispiele, Gabler-Verlag.
14. Paul, Stephan/Stein, Stefan, Eigenkapitallücke und Eigenkapitalstrategien im Mittelstand, in: Dirk Engel (Hrsg.): Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie

privater Kapitalhilfen, Berlin 2005.

15. Perridon, Louis/Steiner, Manfred (2004): Finanzwirtschaft der Unternehmung, München.
16. Plattner, Dankwart/Skambracks, Daniel/Tchouvakhina, Margarita: Mittelstandsfinanzierung im Umbruch, in: Dirk Engel (Hrsg.) Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, Berlin 2005, S. 15.
17. Plattner, Dankwart/Plankensteiner, Dirk, Unternehmensbefragung 2006 — Unternehmensfinanzierung (2006): Banken entdecken den Mittelstand neu. Kreditzugang für kleine Unternehmen bleibt schwierig. Frankfurt.