

ドイツ企業のコーポレート・ガバナンスと
日本における M&A

Dr. Bebenroth, Ralf 著

神戸大学

経済経営研究所

2008

ドイツ企業のコーポレート・ガバナンスと 日本における M&A

Dr. Bebenroth, Ralf 著

神戸大学経済経営研究所

2 0 0 8

目 次

まえがき

第1部 ドイツのコーポレート・ガバナンス

第1章 ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定

はじめに	1
1. ドイツ経済の状況	1
2. コーポレート・ガバナンス	7
3. 監査役会の構造と共同決定	11
4. 結びにかえて	13

第2章 ドイツのコーポレート・ガバナンス・コードとその準拠表明

はじめに	17
1. ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの生成	18
2. ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの概要	20
3. 勧告に対する準拠表明	25
4. コーポレート・ガバナンス・コードと経営成果の実態	28
5. おわりに	33

第3章 ドイツの環境コーポレート・ガバナンスとエネルギー政策

—再生可能エネルギー法に関連して—

はじめに	37
1. 政府のエネルギー政策と環境税	37

2. 再生可能エネルギー	41
3. 証券取引所の環境関連企業	46
4. 結びにかえて	49

第2部 ドイツの企業金融状況

第4章 バーゼルⅡとドイツ中小企業金融

はじめに	51
1. バーゼルⅡ	51
2. バーゼルⅡの中小企業への影響	57
3. バーゼルと中小企業金融の実状	62
4. おわりに	71

第5章 メザニン資本とドイツ中小企業金融

はじめに	75
1. メザニン資本の概念	76
2. メザニン資本の利点と欠点	84
3. 財務環境の変化と中小企業金融	87
4. 中小企業金融の現況とメザニン資本	89
5. おわりに	95

第6章 ドイツの新規株式公開企業とアンダープライシング

はじめに	99
1. 新規株式公開	99
2. ドイツのIPO-マーケット	100
3. 評価とアンダープライシング	106

4. ドイツの Nemax の状況	108
5. 結びにかえて	109

第3部 日本におけるドイツの M&A

第7章 中小企業の金融環境 —ドイツと日本の比較—

はじめに	111
1. ドイツの「ミッテルスタント」の特徴	111
2. ドイツの「ミッテルスタント」と金融の役割	114
3. ドイツのミッテルスタントの銀行の役割	116
4. 日本中小企業の特徴	119
5. 日本の中小企業と金融の役割	121
6. 日本の中小企業と銀行の役割	123
7. おわりに	124

第8章 日本のコーポレート・ガバナンスと日本におけるドイツ企業の合併と買収

はじめに	127
1. 日本の新しいコーポレート・ガバナンス・システム	128
2. 日本の合併と買収	130
3. 日本への直接投資	133
4. おわりに	145

第9章 ドイツ企業による日本企業の M&A—競争優位を作るために—

はじめに	149
1. ドイツ企業が日本に進出する背景と理由	150

2. 日本におけるドイツによる M&A の基本状況	153
3. 本研究のデータと研究課題	154
4. 分析結果	156
5. 製薬業の M&A 状況	158
6. ディスカッション	161
7. おわりに	163
初出箇所目録	167

執筆者紹介

Dr. Bebenroth, Ralf

神戸大学経済経営研究所特命准教授
経営学博士（カッセル大学）

まえがき

本書ではドイツのコーポレート・ガバナンスについて、現在の企業の活動や関連する法律に加え、企業を取り巻く社会や経済の状況が及ぼす影響を踏まえて議論する。さらに、コーポレート・ガバナンスを考える時に重要な問題の1つとなる合併と買収（Merger と Acquisition）について考察を行う。周知のように、合併と買収は契約によって異なる。合併は、2つの企業が1つになることであり、買収は、企業の一部ないし全部を買い取ることである。本書では買収活動を中心に議論することになるが、特に被買収企業に焦点をあて、買収されることによって、業績にどのような変化があるかを考察する。一般的に考えられているように、買収活動は買収企業の企業価値を高めるだけでなく、被買収企業にとっても企業価値を高めるための手段となり得る。

本書は大阪経済大学の大阪経大論集を中心として、以前に執筆した論文からなる。これらの論文に新しいデータを追加し、それに基づき全ての論文に加筆修正を行った。

本書の構成

本書は3部からなる。第1部はドイツのコーポレート・ガバナンスについて、近年起きている社会的、経済的な変化との関わりを中心に議論する。まず、第1章「ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定」では、伝統的にドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの大きな特徴の1つであった、共同決定方式の近年における変化について論じる。次に、第2章「ドイツのコーポレート・ガバナンス・コードとその準拠表明」では、2002年以降ドイツ政府が中心となって設定されたコーポレート・ガバナンス・コデックスと、それがドイツの企業に現在与えている影響について議論する。コーポレート・ガバナンス・コデックスはドイツ企業のガバナンス行動に現在も大きな影響を与えており、こ

のトピックはドイツにおいて盛んに議論されている。第3章「ドイツの環境コーポレート・ガバナンスとエネルギー政策－再生可能エネルギー法に関連して－」では、環境に関する政府の政策と、ドイツ企業のコーポレート・ガバナンスとの関わりについて取り上げる。

第2部では近年におけるドイツの中小企業金融について考察する。まず第4章「バーゼルⅡとドイツ中小企業金融」では、銀行の倒産を回避するための世界的に重要なガイドラインであるバーゼルⅡの普及に伴う、銀行の貸出が難しくなるなどの、中小企業金融の変化について議論する。バーゼルⅡによって、中小企業にとって銀行からの資金調達が難しくなると、それ以外の資金調達方法の重要性が高まってくる。これについて、特にメザニン資本に関して論じたのが、第5章「メザニン資本とドイツ中小企業金融」である。このテーマはドイツでも重要なトピックの一つである。第2部の最後の論文は第6章の「ドイツの新規株式公開企業とアンダープライシング」であり、この論文では、ドイツで新たに株式を公開する企業が直面する、株式の価額設定に関する問題を取り扱う。

ここまではドイツ企業を対象に議論してきたが、第3部では、日本企業との比較、および日本におけるドイツ企業の活動に考察を加える。第7章「中小企業の金融環境－ドイツと日本の比較－」では、中小企業が資金調達を行う際に、日本とドイツにおいてそれぞれどのような問題にぶつかるのかを明らかにした。続く2つの章では、ドイツ企業の日本企業に対するM&A活動について議論する。第8章「日本のコーポレート・ガバナンスと日本におけるドイツ企業の合併と買収」では、日本におけるドイツ企業による合併と買収の状況を整理し、第9章「ドイツ企業による日本企業のM&A－競争優位を作るために－」では、M&A活動を通じた、ドイツ企業と日本の被買収企業の業績を考察する。

謝辞

本書の作成にあたり、多くの方々に助けて頂きました。最初に、本書を作成するにあたり貴重な助言を頂いた、大阪経済大学名誉教授である田淵進先生に感謝致します。いくつかの共同研究や「大阪経大論集」に投稿した論文の執筆を通じて、先生より多くのことを学びました。本当に“**Herzlichen Dank**”（「ありがとうございます」という意味）。日本におけるドイツ企業の合併と買収に関する共同研究に際しては、共同研究者である和歌山大学の李東浩先生にご協力頂きました。さらに、神戸大学経営学研究科の今井希さんと浦野充洋さんに日本語のチェックをして頂きました。また、本書の出版に際して神戸大学経済経営研究所研究助成室の中山由紀さんに支援を頂きました。皆様に心よりお礼申し上げます。

神戸 2008年9月 Ralf Bebenroth

第1部

ドイツのコーポレート・ガバナンス

第1章 ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定

はじめに

ドイツの経済は、2000年以降景気の低迷が続いている。経済成長率は低く、産業界の被雇用者数は減少している。このような経済的背景において企業の不祥事をなくすため、ドイツではコーポレート・ガバナンスの議論が一層重要とされてきた。企業において経営者はより大きな権限を持って経営を立て直したいと考えるが、従業員は自分達の権利を主張したいと考えている。ドイツでは経営者と従業員が一緒になって意思決定を行う共同決定という方法がある。従来、共同決定法によれば、同数の経営者と従業員が意思決定機関である監査役会を構成し、重要事項に関する決定を共に行ってきた。しかし、最近この法律が改正されて、監査役会における経営者と従業員の関係に変化が生じている。コーポレート・ガバナンスは共同決定と密接な関連があるが、共同決定のあり方が変化することでコーポレート・ガバナンスにも影響を与えている。

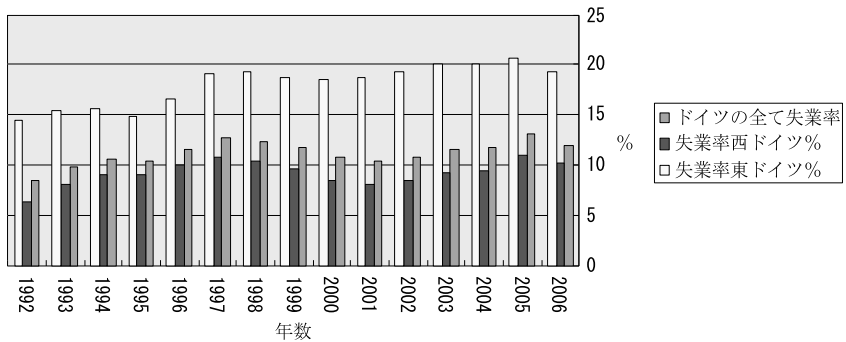
1. ドイツ経済の状況

ドイツ経済の状況を示す指標の値は厳しくなっている。この節ではドイツ産業界の従業員の減少について述べ、その様々な要因を考察する。図1を見るとドイツの産業界の失業率は1992年に8.5%であり、2006年に12%に増大している。旧西ドイツ地域の失業率は1992年の6.4%から2006年末には10.2%に上昇したが、旧東ドイツ地域では1992年には14%であった失業率が2006年末

では 19%以上に増大しており、旧西ドイツ地域よりもさらに厳しい状況を示している。

この失業率増加の要因は 1990 年のドイツの再統一後、旧西ドイツが技術的、経済的に強くなっていったのに対し、旧東ドイツでは技術的に弱い状況が続いたことにあると思われる。図 1 は失業率を示している。

図 1：ドイツの失業率



出所：Statistisches Bundesamt, in: <http://www.destatis.de>、2008 年 4 月 30 日に作成

産業別に見た従業員数を下記に示す。

表 1：産業別に見た従業員数の推移

	1991年	2004年7月	マイナス
繊維産業	274.658	94.432	65%
建築産業	1.900.000	778.000	58%
金属製造	476.299	250.024	47%
機械産業	1.600.000	947.448	39%

出所：Der Spiegel, No. 44, Oct. 2004, p. 96.

表1を見ると繊維は1991年から2004年7月までに65%減少し、建築産業58%、金属製造は47%、機械産業は39%下がった。この数値の変化には様々な原因が考えられるが、中でもドイツ企業が海外に工場を作り、現地で従業員を雇う事によるドイツ国内の労働者の削減が最も大きな原因とされる¹。例えば、コンティネンタル（Continental）のタイヤ工場の従業員数は1980年の3万727人から2003年には6万829人まで増加したが、同時期の全従業員に対する国内従業員の割合は1980年の60%から2003年の29%にまで減少した。

ドイツのベアリングのFAG-Kugelfischer株式会社の従業員も1980年には3万200人であったが2003年には1万7688人にまで減少し、国内従業員比率は1980年に83%であったが、2003年に58%になっている。以上のような現在ドイツの企業状況の示す特徴的なケースとしてOPELとKarstadt/Quelleの2社をあげることが出来る。以下ではこの2社の近年の状況について少し詳しく見ていくことにする。

・自動車メーカーのOPELの例

ドイツ市場においても、世界市場においても、自動車販売は高級車、中型車、軽自動車という3つのセグメントに分類出来る。この内、高級車と軽自動車の2つは利益に直結するセグメントであり、中型車はあまり利益がないセグメントとされている。例えばPorscheは高級車だけ販売している。BMWは高級車と3シリーズなどの中型車を販売している。Daimler ChryslerのMercedesも従来は高級車のみを製造していたが、90年代に入って190シリーズなどの中型車も販売するようになった。これらの企業の自動車は競争力を有しているが、中型車を販売することは難しくなっている。対照的にVolkswagenは中型車よりも軽自動車を重点的に販売しており競争力をもっている。

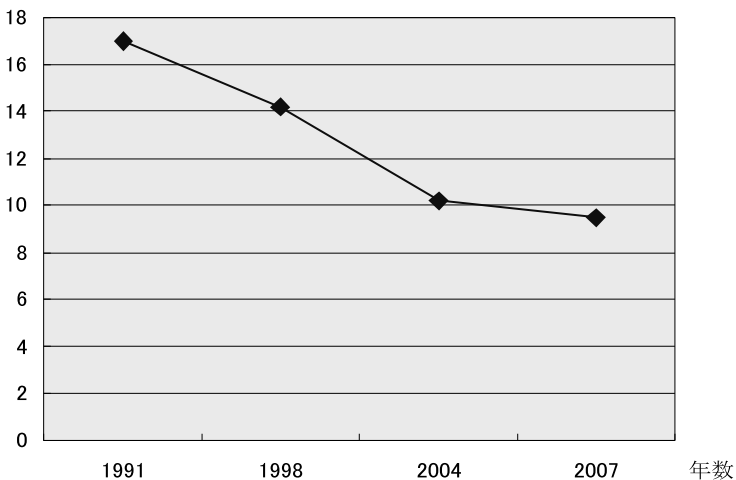
1 Der Spiegel (2004): No. 44, p. 102-103.

この点、ドイツの OPEL は中型車のみを販売するので、競争力の点では不利である。以下において OPEL について詳しく考察する。OPEL はアメリカの General Motors (GM) の子会社である。そのためドイツの従業員と労働組合は、アメリカ (GM) の影響を受けている OPEL の経営者に対して批判的である。ここで一番の問題は、OPEL がドイツでは販売の難しいベクトラなどの中型車ばかりを作っているので、競争力が弱いという事である。

図 2 を見ると OPEL ではドイツの市場占有率は 1991 年の 17% から、1998 年での 14.2%、そして 2004 年に 10.2% に減少した。2004 年には OPEL が赤字であったので、GM の経営者は欧州で従業員約 1 万人を削減した。ドイツ OPEL の Ruesselsheim 工場では 4000 人の従業員、Bochum 工場でも 4000 人の従業員が削減対象となり、両方で 8000 人程度の従業員が削減された。

一方、GM はポーランドにおいて新しい自動車工場の建設を計画していた。ポーランドの Gliwice にある工場は製造コストが低くて済む。実際、OPEL の

図 2：自動車メーカーの OPEL の市場占有率



出所：Opel Geschaeftsbericht 2007 年，2008 年 4 月 30 日に作成

保有するドイツの Bochum 工場に比べると、Gliwice の労働時間は週当たり 5 時間長く、休暇は年当たり 5 日少ないにもかかわらず、労働者の賃金はドイツの Bochum 工場で月あたり 2900 ユーロ、Gliwice では 700 ユーロで済むのである²。現在、2007 年末では市場占有率は 10%以下に低下した。

中型車市場の厳しい状況にもかかわらず、OPEL の経営者がこれに対して何ら対処してこなかったことに対して労働組合は批判していた³。経営者の多くはアメリカから派遣されてくるので、ドイツのマーケットについてはあまり詳しくはなかった。アメリカでは速度制限があるため、車の最高時速はドイツの車の最高時速よりも低い。ドイツ国内では最高時速の速い自動車求められるのである。

さらに、アメリカの経営者を海外に派遣するシステムに対しても批判が多い。アメリカからドイツに派遣されて来た経営者は 3 年間しかドイツに滞在しないため、これでは短すぎるという批判がされている。また、ドイツの OPEL の経営者は半年毎にアメリカの GM に対してキャッシュ・フローの状況を見せなければならないので、長期的な戦略を描くことはあまりなかったようである。そのため、設備投資に対しては躊躇する傾向が高く、現在ではドイツの OPEL 工場は世界の他の工場に比べると古くなっている。

・旧 Karstadt/Quelle の例

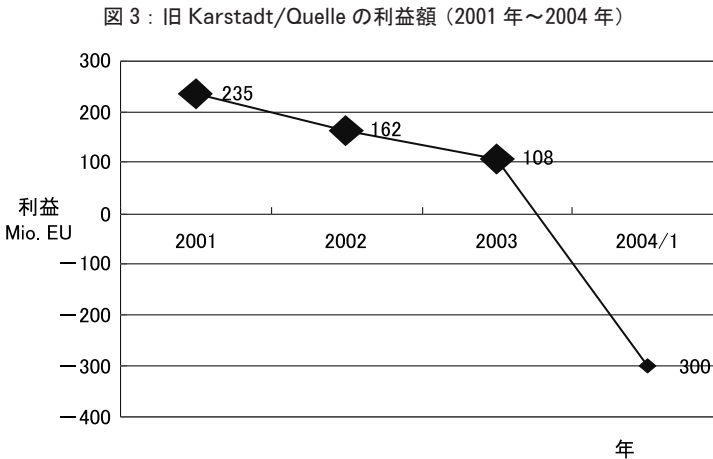
ドイツの Karstadt/Quelle は、欧州で最大規模のデパートのグループであった。2004 年時点ではドイツで 181 のデパートを経営していたが、今後は 124 にまで減少する予定である。従業員は 5500 人ほど削減される可能性が高い。取締役会によると近い将来、デパートと通信販売専門店の両方で 89 程になる

2 Der Spiegel (2004): No. 44, p. 100-101.

3 Tagesspiegel (2004): Die wichtigsten Akteure der Krise, <http://www.tagesspiegel.de/tso/aktuell/artikel.asp?TextID=43347>.

予定である⁴。2007年7月1日に Karstadt/Quelle は Thomas Cook 会社から買収されて Arcandor という会社になってしまった。

図3を見ると利益はどんどん下がり、2001年には2,35億ユーロの利益を出していたが、2004年には3億ユーロの損失を計上している。



出所：http://www.tagesthemen.de/aktuell/meldungen と Der Spiegel, No. 43, Nov. 2004, p. 106.

自動車業界と小売業界では似たような状況があると思われる。デパートの売上高はドイツでも減少している。今日、デパートは一般的にフルラインの戦略を取っているが、消費者は日用品を購入するためにディスカウント・ハウス（Discounter、例えば Aldi, Lidel 等）に行き、高級品やブランドを買いたい消費者は高級品店や専門店で購入する。日本の大手デパートでも同様の問題が指摘されていた。

このように、専門店やディスカウント・ハウスとの間での激しい競争にさらされていた Karstadt/Quelle では、経営者の問題が指摘されていた。Deuss 氏は

⁴ <http://www.karstadtquelle.com/presse/91.asp>.

2000年までの20年間社長であったが、新しい消費者のトレンドが見えなくなったという批判がある。Deuss氏が行ったことは、NeckermannやHertie(1994年)のような弱いデパートの買収や、シアトルのStarbucksとの合弁会社設立など、デパート以外の分野への投資であった⁵。これに対して、競争相手のデパートKaufhofは新しいブランドのGaleria-Kaufhofという名称で高級路線へと転換し、競争力を増大させた。

この2社の例を見ると、問題は競争力の弱い会社が厳しいマーケットに入ったということだけではなく、有能な経営者の必要性も考えられる。

2. コーポレート・ガバナンス

2.1. 現在のコーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスは株主総会、監査役会、そして取締役会のあり方に関わる重要な問題となっている⁶。図4を見るとドイツのコンピュータ・ソフトウェア企業SAP⁷の監査役会では8人が株主から選ばれ、あとの8人は労働者から選ばれている。国際的な変化においても、アメリカのEnronの問題もあり、ドイツではコーポレート・ガバナンスは重要な問題になってきた⁸。

ドイツでは4つのコーポレート・ガバナンス委員会が組織された。

・フランクフルト・グループ(最初のバウムス委員会、Baums)、2001年(DSW, Anlegerschutz) ホッカー(Hokker) ルッター(Luther)等

5 この合弁会社の37店のうちKarstadt/Quelleの所有は82%でStarbucksは18%の資本を持っていたが、2004年に、Karstadt/Quelleは競争力が弱くなったので、2004年11月30日に合弁会社82%の全部をStarbucksに売却した。

6 Drobetz, W/Schillhofer, A. and Zimmermann, H (2004), p. 6.

7 SAPはSysteme, Anwendungen, Produkteという名前である。

8 本田(2004):「コーポレート・ガバナンスとリスク・マネジメント」p. 19-30。

図 4 : SAP のコーポレート・ガバナンス



出所 : <http://www.sap.com/germany/company/governance/index.aspx>, 2008 年 4 月 30 日

- ・バウムス委員会 (政府のコーポレート・ガバナンス委員会)
- ・ベルリン・グループ (ウェルダー、Werder)
- ・クロメ (Cromme) 委員会 (コーポレート・ガバナンス・コデックス (規範))

最初のコーポレート・ガバナンス委員会は 2001 年の夏に組織されたフランクフルト委員会である。この委員会は、一般投資家の保護のためにホッカー (Hokker)、ルッター (Luther) 等のフランクフルトの教授によって組織された。この委員会は政府から選ばれた弁護士のバウムス (Baums) が入り、政府のバウムス委員会になった。しかし、これらの初期に組織された委員会は、企業の経営者に対してあまり影響を及ぼすことはなかった。

2001 年 9 月 6 日に法務大臣は Thyssen 社の会長クロメ氏にドイツのコーポ

レート・ガバナンス・コデックス（規範）を作るよう依頼した⁹。また、ベルリンの自由大学（TU Berlin）のウェルダー（Werder）教授は他の委員会を作った。

2.2. コーポレート・ガバナンス・コデックス（規範）

ドイツのコーポレート・ガバナンス・コデックス（規範）は国内の投資家と国際投資家から信頼を得るために、企業経営活動の透明化を測る基準となるものである。このコデックスでは3つの段階がある¹⁰。

1. 「must」（法令順守）
2. 「shall」（すべきこと）
3. 「can」（やったほうがいいこと）

コーポレート・ガバナンス・コデックス（規範）の中では2. 「shall」を遵守することが重要である。2. 「shall」（すべきこと）を守らなければ、第285条 HGB、Nr. 16 と 314 HGB の透明法¹¹によると、株主総会における経営報告に書かなければならない¹²。

ウェルダー氏は2004年6月にドイツの上場企業がコーポレート・ガバナンス・コデックス（規範）を守っているかどうかについて調査を行った¹³。そのため、リーダーシップとコーポレート・ガバナンスの協定を考察された。

9 Vgl. Strieder, T. (2004), p. 13.

10 Werder and Talaulicar (2007), p. 870.

11 透明化・開示法はドイツ語で Transparenz und Publizitätsgesetz (TransPuG) という。

12 Ringleb et al. (2008).

13 ウェルダー氏はベルリンのセンター・オブ・コーポレート・ガバナンスの議長 (Berlin Center of Corporate Governance, TU-Berlin, Prof. Axel v. Werder.): Zypries, B./Kley, M./Adams, M./Lutter, M (2004), p. 3-9.

ドイツの証券取引所は、企業規模に応じて上場する取引所が分かれている。DAX には 30 社の最大規模の企業が上場しており¹⁴、M-DAX では DAX に上場している企業に次いで大規模な 70 の企業¹⁵、S-DAX ではその次に大規模な 50 社が上場している¹⁶。企業規模と、コーポレート・ガバナンス・コデックスの遵守度合いとの関係について見てみると、大規模会社ほど遵守度合いが高くなるという傾向があるといえる（2004 年には DAX の企業は 72 項「shall」のうち 69 項を守っている（96%）。一方、M-DAX の企業は 65 項、S-DAX の企業は 63 項を守っている（90%と 87%）。コーポレート・ガバナンス・コデックスに関わる今日の問題点は次の 5 つである¹⁷：

- ・取締役の報酬¹⁸はまだ開示されていない¹⁹。
- ・取締役から監査役への横滑り就任
- ・株主総会の開催時間が長すぎる
- ・コーポレート・ガバナンスが官僚的すぎる
- ・共同決定（Mitbestimmung）の問題

以下では、共同決定点について考察する。

14 DAX の入っている会社は例えば：Lufthansa, Siemens, Volkswagen.

15 M-Dax に入っている会社は 70 社のうち二番目に大きな会社（Midcap-Index という名前である）、例えば：Fielmann, MLP, Merck.

16 S-Dax に入っている会社は 50 社のうち小さな会社（Small-cap-Index という名前である）

17 Vgl. Cromme, G. (2004), p. 5-6.

18 Fallgatter, M. (2004), p. 452-462.

19 しかし Siemens (von Pierer 氏) は 2004 年 11 月末に始めに 12 人の取締役会で報酬を開示した。http://www.siemens.com, 2004 年 11 月 29 日。

3. 監査役会の構造と共同決定

伝統的にドイツの監査役会は、従業員数 500 人以上の企業と 2000 人以上の企業との間に区別があった。2000 人以上の従業員を擁する会社における監査役会のメンバーは、半分が労働組合から選ばれ、残りの半数は株主側から選ばれていた。これに対し従業員 500 人以上の企業では、従業員や労働組合側から選出された監査役会のメンバーは全体の 3 分の 1 を構成することとなっていた²⁰。そして、従業員・労働組合側と株主側の双方の監査役から構成された監査役会によって、最高意思決定機関である取締役会の役員が選任される。このシステムが共同決定と呼ばれるドイツの意思決定システムである。

共同決定は歴史的に 19 世紀からの労働組合の考え方が反映されたもの²¹である。1970 年代に当時の首相であったブランド氏とシュミット氏を中心となって、社会民主党の (SPD, Brandt und Schmidt) “さらなる民主化” (“Mehr Demokratie wagen”) というスローガンの下、法律を制定した。1976 年に共同決定法 (Mitbestimmungsgesetz) が制定されて以後²²、2004 年までこの方式は続いた。

現在ドイツでは、監査役のうち労働組合によって選ばれた監査役が起こした問題が話題になっている。代表的な例として次の 2 つがある。まず 1 つは、金属労働組合のリーダーであるツウィクル氏 (Zwickel, IG-Metall) の事例である。マネスマン社の監査役であったツウィクル氏は、Vodafone の敵対的買収に際し、マネスマン社長の K. エッサー氏のゴールデン・ハンドシエクを認め

20 Gerum, E. (2007).

21 共同決定については 1952 年から特別な法律 (Betriebsverfassungsgesetz) と 1 年前に 1951 年経営組織法 (Montan-Mitbestimmungsgesetz) が法律になった。

Montan-Mitbestimmung, http://www.sidiblume.de/info-rom/arb_re/allg_ar/montan.htm

22 海道 (2004), p. 12.

た²³。これにより、エッサー氏は解任される代わりに 30 億円という高額の報酬を手にすることとなった。約 1 年後、労働組合のリーダーでありながら、経営者に対する高額の支払いを認めたことでツウィクル氏は批判を受けた。2 つ目として、メディアの労働組合（Verdi 労働組合）のリーダーであるビッアスケ氏（Bsirske）の事例が挙げられる。彼はルフトハンザ（Lufthansa）で監査役であったにもかかわらず、Lufthansa に対してストライキを行った。この 2 つの事例によって、企業にとって現在の労働組合は力を持ちすぎているのではないかという疑問が提示された²⁴。

労働組合（DGB）にとって共同決定法は大きなメリットをもたらした。それは、共同決定があることによって従業員は経営に参加でき、働くモチベーションが向上することである。一方、経営者の観点からの共同決定法の評価は逆である。基本的に、労働組合から選ばれた従業員は企業経営に関する知識が少ない。共同決定法があるために意思決定が遅くなり効率的企業経営が行われない。昨今の企業経営においてはグローバル化の観点が不可欠であるが、2004 年までの共同決定のシステムは労働組合の影響力が強力であったために、ドイツ国内の従業員の利益になるような意思決定がなされる傾向となっており、その場合、ドイツ以外の従業員の利益は考慮の対象外であった。

なお、経営者と株主は実際労働組合より力があるが、依然として監査役会の権限が大きすぎるという批判がある。

だからこそ、経営者の要求は：

- ・共同決定という意思決定方法を採用するか否かを選択できるようにすべき
- ・特別な鉱山の共同決定は廃止するべき

23 Manager Magazin (2003): <http://www.manager-magazin.de/koepfe/artikel/0,2828,233354,00.html>, 2004 年 12 月 11 日。

24 Dilger, A. (2004): 取締役と監査役の責任について p. 441.

- ・労働組合の人達を従業員による選挙で監査役に選ぶべき
- ・共同決定のためだけに働く社員を削減するべき

このような批判をうけて、政府は2004年6月30日に新組織法を作成し、全ての企業において労働組合側あるいは従業員側から選出される監査役会員は全体の3分の1とした。

図5：共同決定のシステム



会社員は500人以上1/3の監査役は労働者

出所：筆者作成、2008年4月28日

4. 結びにかえて

経済成長率は低く、被雇用者も少ない状況にあるドイツ経済ではコーポレート・ガバナンスが重要な話題となっている。ドイツのコーポレート・ガバナンスの大きな特徴は、共同決定法という特殊な意思決定システムの存在であった。

2004年まで、大企業では監査役会の半分のメンバーは労働組合や従業員から選ばれ、後の半分は株主から選ばれている。労働者側にとって共同決定のシステムは有利であるので、そのまま継続されることを望んでいた。一方、経営者にとっては共同決定のシステムがない方が企業経営の効率化が達成されるので、この法律を改正することが望まれていた。

近年の厳しい経済状況と労働組合側の監査役が起こした問題はそれまでの共同決定法の変更を促すものであり、2004年に組織法が新しく制定された。この法律の変化がコーポレート・ガバナンスに与える影響が今後注目される。

参考文献

- Boeckling, H. J./Dutzi, A. and Muessig, A (2004): Oekonomische Funktion des Pruefungsausschusses im deutschen Corporate Governance-System. In: BfuP, No. 5, p. 417-440.
- Cromme, G. (2004): Stand und Entwicklungen von Corporate Governance in Deutschland, 3. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex, 24. Juni. In: Internet: Corporate Governance: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/CGC_Konferenz_Berlin_2004_Dr_Cromme.pdf.
- Der Spiegel (2004): Ausgaben Nov., No. 44.
- Dilger, A. (2004): Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat aus Aktionaerssicht. In BfuP, No. 5, p. 441-451.
- Drobetz, W/Schillhofer, A. and Zimmermann, H. (2004): Corporate Governance Rating fuer deutsche Publikumsgesellschaften. In ZfB, H.1, p. 5-25.
- Fallgatter, M. (2004): Die Empfehlungen zur Aufsichtsratsverguetung des Deutschen Aktieninstitutes und von Towers Perrin. Eine Analyse der Anreizwirkungen. In BfuP, H.5, p. 452-462.
- Gerum, E. (2007): Das deutsche Corporate Governance-System: Eine empirische Untersuchung, Schaeffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

- Manager Magazin (2003): Mannesmann-Affaere, Die Klage kommt. <http://www.manager-magazin.de/koepfe/artikel/0,2828,233354,00.html> 2004年12月11日。
- Montan-Mitbestimmung: <http://www.sidiblume.de/info-rom/arb-re/allg-ar/montan.htm>
- Ringleb, H-M./Kremer, T./Lutter, M. and v. Werder, A. (2008): Deutscher Corporate Governance Kodex, Kommentar, Beck Verlag.
- SAP (2008): <http://www.sap.com/germany/company/governance/index.aspx> 2008年4月30日
- Statistisches Bundesamt (2008): <http://www.destatis.de> 2008年4月30日作成。
- Strieder, T. (2004): Erlaeuterungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Finanz-Betrieb, No. 1, p. 13-27.
- v. Werder, A and Talaulicar, T (2007): Kodex Report 2007: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Der Betrieb, p. 869-875.
- Zypries, B./Kley, M./Adams, M. and Lutter, M (2004): Transparenz bei der Managerverguetung-ist die Akzeptanz des Corporate Governance in Gefahr? Ifo Schnelldienst, Okt. No. 19, p. 3-9. <http://www.siemens.com>
- 海道ノブチカ (2004): 「ドイツ型コーポレート・ガバナンスと利害集団」『商学論究』第52巻2号関西学院大学商学研究会 p. 1-17。
- 本田良巳 (2004): 「コーポレート・ガバナンスとリスク・マネジメント」経営学部特集号 ビジネス法学科開設記念『大阪経大論集』第55巻3号大阪経大会 p. 19-30。

第2章 ドイツのコーポレート・ガバナンス・コードとその準拠表明

はじめに

「コーポレート・ガバナンス」という言葉¹は日本においてもドイツにおいても1990年代の半ばより急速に広がり、企業に関連する法律、経済、社会、倫理など殆どあらゆる分野で用いられるようになった。その背景には経済活動と資本市場のグローバル化に従い企業活動の透明化がますます要請されること、IT技術の発展と相俟って国際間の競争も激しくなったこと、さらにはアメリカだけでなくドイツや日本においても大企業の不祥事が発生したことなどが挙げられる²。

ドイツのコーポレート・ガバナンスの象徴ともいえるコーポレート・ガバナンス・コデックス³ (Deutscher Corporate Governance Kodex=DCGK、以下においてコードと表現する)は2002年2月に成立し、同年11月、2003年3月、さらに2005年、2007年、2008年6月6日に若干の修正を受けて今日に至っている。このコードはより良いコーポレート・ガバナンスを導くためドイツの証券市場に上場している企業の監査役と取締役に対して行動規範を説明し、企業

1 ドイツにおいても「企業体制 Unternehmensverfassung」という研究対象に接近した単語があるが、やはりその意味が若干異なるので英語のまま用いられている。日本では「企業統治」という訳語が使われるが、そのニュアンスは異なったものである。

2 Witt, P. (2004): The Competition of International Corporate Governance Systems. A German Perspective. In: MIR, Vol. 44, p. 309-333.

3 <http://www.corporate-governance-code.de> ドイツ語だけでなく英語、フランス語、イタリア語でも表示されている。

管理と監視のあり方を透明にすることを目的に作成されている。このコードの規定の中には、「守らなければならない muss」 現行法と同じ項目、「守るべき soll」 ことを強く奨める勧告の項目、そして、「守った方が良い sollte または kann」と示唆する推奨の項目があり、守るべき項目を守らない場合には、いわゆる **comply or explain** の原則に従ってその旨を表示すべきことが定められている⁴。このようなコードの規定に対して、これを守ったか守らないかという準拠表明 (**Entsprechenserklärung**) を行うことはどのような意味があるのだろうか。

コードは 2002 年以降実施されているが、上場企業はどのように準拠しているのだろうか。また、これらのコードの守るべき項目とそれぞれの企業の経営成果との間にはどのような関係があるのだろうか。本稿では 1 においてドイツのコーポレート・ガバナンス・コードの生成について、2 においてコードの概要について述べ、3 ではコードの勧告と推奨のもつ意義について説明し、4 では準拠表明の対応状況に関する先行研究とともに我々の調査を提示し、5 においてこの調査の限界と今後の研究方向について考察するものである。

1. ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの生成

「コーポレート・ガバナンス」はすでに多くの異なった意味に解釈されているが、以下においては「企業の経営管理と監督のための法律上のおよび実際の秩序の枠組」⁵ という概念で理解しよう。この意味においては、特に株式法において株式会社の監査役と取締役に関する数多くの規定があり、株式法の改正

4 Strieder, T. (2004): Erläuterungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Finanz Betrieb, No. 1, p. 13-27, p. 15.

5 v. Werder, A. (2003): Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance. In: Handbuch Corporate Governance. (Hrsg.) P. Hommelhof/K. J. Hopt/v. Werder, A. Stuttgart, p. 4.

ごとに頻繁に議論がなされているものである。こうした厳密な多くの規定がある上に何故、屋上屋を重ねるように行動規範としてのコードが作成される必要があったのか。その背景として2つの要因を考えることが出来よう。

1つには90年代において日本と同じく度重なる大企業の破綻が生じたことであり、例えば、メタルゲゼルシャフト、バルザム、ボルツマンなどの事件を挙げることが出来る。2001年のアメリカにおけるエンロン他の事件はドイツの状況をも強く反省させる原因となっている。ここで問題となるのは、こうした不祥事ないしは経営破綻が発生することは単に見識で無能力な経営者がいたためなのか、それとも企業の管理・統制のための法律システムに弱点があるためかということである。2つ目には90年代において大企業の金融環境が大きく変化したことである。ドイツ企業は伝統的に内部金融と銀行からの信用を主な資金調達源としてきた⁶。会計規則の保守的な原則により多くの内部留保を利用できたこと、そして、銀行の信用を用いるためにハウスバンクとの緊密な人的提携が行われたことなどが知られている。こうした中、資金調達源としての投資家の資本を利用することが急速に注目されることとなる。日本では間接金融から直接金融へという表現が用いられるが、ユニバーサルバンクの制度を持つドイツではこの表現はあまり見かけられない。いずれにしろ、アメリカの年金基金や保険会社の巨額の資産はドイツの株式会社にとって大きな関心の的であり、こうした機関投資家にとってもドイツの企業は好適な投資の対象と考えられるようになる。しかし、アメリカのようなSECもなく、小規模の資本市場で400箇条もの株式法の規定を持つドイツの上場企業に対してそのガバナンスのあり方がどうなっているのか不信感を持たれても不思議ではない。例えば、ドイツの監査役会と取締役会は二層制であり、多くの国が取っているboard制とは大きく異なっている。こうしたことから、ドイツの上場企業全て

6 Gerum, E. (2007), p. 97-102.

に対してその経営管理と監督のあり方を簡明かつ透明化して開示することが強く要請されてきたと考えられる。

こうした背景のもとに 1998 年には「企業領域におけるコントロールおよび透明性に関する法律 KonTraG」が制定され、監査役会・取締役会の責任が強化ないし明確化が規定されている。コーポレート・ガバナンスについては 2000 年にフランクフルト大学の Baums 教授の委員会（バウムス委員会）が政府の諮問を受けることにより、2001 年に株式法と商法の改定に関する 130 の提案を行うとともに、コーポレート・ガバナンス・コードの作成を提案している。

この提案は同じ年に採択されて 2001 年にティッセン・クルップ社のクロメ Cromme 社長を代表者とする政府委員会（クロメ委員会）にコーポレート・ガバナンス・コードの作成が依頼され、これが 2002 年 2 月に答申し法務大臣に提出されて成立したものである⁷。この委員会の 13 人の中、経営学のヴェルダー von Werder 教授と法学のルッター Lutter 教授の他はすべて有名企業の重役であり、全員民間人よりなっている。同じ年 2002 年の 7 月には株式法および会計法の改正に関するいわゆる「透明性・開示法 Transparenz- und Publizitätsgesetz」が制定され、株式法 § 161 の規定によってコーポレート・ガバナンス・コードのゾル soll 勧告に対する準拠表明をすべきことが定められることとなった。

2. ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの概要

コーポレート・ガバナンス・コードの目的はドイツの上場企業の経営をより透明にし、国際化する資本市場においても一層魅力のある投資の対象とすることである。その場合、ドイツ企業のガバナンスがもつ他国と違った特徴として

7 これらの経緯については海道（2005）：『ドイツの企業体制ドイツのコーポレート・ガバナンス』森山書店 p. 23-33。

- 1) 取締役会と監査役会の二層制 (Two-tier-System)
- 2) 取締役会の合議制 (Kollegialprinzip)
- 3) 3分の1の共同決定法 (Drittelmitbestimmungsgesetz)

の3つを挙げることが出来る⁸。1) の取締役会と監査役会の二層制とは会社の機関としての board system が英米系の会社では一層制であるが、ドイツでは監督ないし監査の役割をもつ監査役会 Aufsichtsrat と業務執行の役割をもつ取締役会 Vorstand が分離していて、監査役がより大きな権限をもっている制度のことである。日本の監査役とは従ってその性格が大きく異なっている。

2) の取締役会の合議制とは、全員一致の意味に近く代表取締役も取締役も共同の責任を有する意味をもっている。ドイツの取締役は全員一致した意思決定が強調されるのに対して、英米の CEO は単独での権限がより強く、それだけ個人で株主の意見を代表出来るという特徴がみられる。そして、3) のドイツ特有の共同決定法では現在従業員 500 人以上の企業の監査役会において、その3分の1を従業員ないしは労働者側の代表を置くことが定められている⁹。従業員の意見が経営に反映される利点がある反面、経営にとっては従業員側が反対意見をもつ場合、その意思決定が必ずしも迅速に行われなくなることになる。

こうした特徴を伴いながら、多くの法律の規制を受けるドイツの企業のコーポレート・ガバナンスがどのように維持されているかを出来るだけ簡単明瞭に分かり易く説明する目的をもって、コーポレート・ガバナンス・コードが作成されている。その全文はドイツ語で A4 の用紙 13 頁から成り内容の目次は次

8 v. Werder, A (2005): Corporate Governance in Deutschland. In: 日独公開シンポジウム—マネジメント—(予稿集) p. 131.

9 Gesetz (2004).

のようなものである¹⁰。

1. 序文
2. 株主と株主総会
 - 2.1 株主
 - 2.2 株主総会
 - 2.3 株主総会の招集・議決権代理人
3. 取締役会と監査役会との協力
4. 取締役会
 - 4.1 任務
 - 4.2 構成および報酬
 - 4.3 利害対立
5. 監査役会
 - 5.1 任務および権限
 - 5.2 監査役会会長の任務と権限
 - 5.3 委員会の設置
 - 5.4 構成および報酬
 - 5.5 利害対立
 - 5.6 効率性の監査
6. 透明性
7. 会計報告と決算監査
 - 7.1 会計報告
 - 7.2 決算監査

序文においては、まずコードが上場企業の経営管理と監督に関する重要な規

10 日本語の訳には次のものがある：正井（2003）：『ドイツのコーポレートガバナンス』成文堂 p. 315-333, 関孝哉＝アンドレアス・メルケ訳「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範」『商事事務』No. 1675, p. 95-100。

定が述べられ、責任ある良い経営管理の国際的および国内的基準がここに含まれることから始められ、コードが会社に必要な自己資本を提供して企業のリスクを担う株主の権利を明確にすることをうたっている。実質的な規定は2の株主と株主総会から始まっているが、この位置づけは株式会社においての株主の重要性を示している。3においては多くの重要なガバナンスの課題は業務執行の役割をもつ取締役会と監督の役割をもつ監査役会の緊密な協力関係なしには解決できないことが示される。4と5においては会社機関としての取締役会と監査役会の特別の課題として協力関係、役員報酬、そして利害衝突の問題が取り上げられる。監査役会では監査役代表の権限、委員会設置、そして、監査業務の効率監査について述べられている。6と7は企業の透明性と会計報告、そして、決算報告に関するガバナンス問題を取り上げて結んでいる。

次に、このコードはドイツの法律によって定められたコーポレート・ガバナンスについての情報を伝達すると同時に、上場企業とその機関に対して行動規範を与えることによってガバナンスを向上させることをも目的としている。従って、コードの内容は序文にも示されているように3つの規定表現の種類に区別される¹¹：

- ・ 現行法の規定 (muss 規定)
- ・ 勧告 (soll 規定)
- ・ 奨励 (sollte または kann 規定)

最初の muss 規定は上場企業に対して経営管理と監視に関する現行法を周知せしめる役割であって、コードは殆どその半分は現行法を書き直したものであ

11 Bebenroth, R. (2005): 「ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定」『大阪経大論集』第55巻6号 p. 215-224, p. 221。

る。法律で定められているので、当然「しなければならない」という意味になる。例えば、5.1.2 では「監査役会は取締役会のメンバーを任命・解任する。」とあり、5.2 では「代表監査役は監査役会の業務を調整しその委員会を統率する。」とあるが、これらは株式法の内容と同じものである。二番目の *soll* 規定の *soll* は第三者がもつ要求・指図・命令を表現する「するべきである」の意味をもつものであって勧告 *Empfehlung* に相当する。コード規定の 40% は上場企業の取締役と監査役に向けられた行動規範の勧告である¹²。こうした勧告は全部で 60 あるが、法律の規定によるものではなく政府委員会がよしと考えた *good practice* の原則によるものと推定される。三番目の *sollte* または *kann* は、もし出来るなら「した方が良い」という意味であって、奨励ないしは推奨する内容のものである。こうした行動奨励は約 10% あり、政府委員会は今日それが *best practice* であると主張はしていないが、いずれその方向へ展開すると信じているものである。図 1 に示す。その例として、2002 年のコードの 4.2.4 では取締役の俸給は個別に公表した方が良いという奨励の規定があった。15 ヶ月経った 2003 年 3 月の改定によりこの規定は勧告になっている。

これら三種類の表現によるコードの内容は上述の目次の順序とは関係なく、それぞれの章の項目において述べられる文章の内容に応じて *soll* が使われたり *sollte* が使われたりしているものであって、*soll* に関する部分と *sollte* に関する部分をまとめて別個に述べているものではない。例えば、2. 株主と株主総会の章において 2.3.1 では「取締役会は株主に対して株主総会の報告と資料を開示するだけでなく日程とともにインターネットに載せるべきである *soll*」と述べ、2.3.4. では「会社は株主に対して株主総会の経過を、例えばインターネットのような伝達手段によって跡づけることを「可能にした方が良い *sollte*」とし

12 Lutter, M. (2003): Deutscher Corporate Governance Kodex. In: Handbuch Corporate Governance (Hrsg.), P. Hommelhoff /K. J. Hopt /A. v. Werder, p. 737-748, p. 741.

ている。

勧告と奨励が *soll* と、*sollte* または *kann* の表現によって区別されることはコードの序文の中で明記されている。会社は勧告を逸脱し、準拠しないしは遵守しなくてもよいがその場合には毎年準拠しないことを公示せねばならない。いわゆる *comply or explain* の原則である。奨励は準拠しなくてもよく、これを公示する必要もないことが示されている。

3. 勧告に対する準拠表明

2002年5月に施行された透明性・開示法 *Transparenz- und Publizitätsgesetz* によって、ドイツの上場企業は株式法 161 条の規定によりコードの中の行動勧告について準拠したかしなかったかという準拠（ないしは適合）説明 *Entsprechenserklärung* を提出することが義務づけられることになった。これは準拠表明をすることによりコードと法律が結合され、上場企業がそのガバナンス規準を資本市場に対して一層明解に伝達することを期したものである。準拠表明は特定の報告形式でなされるものであって年度決算書の一部となるものではない。この報告は公示義務をもつものであって連邦広報 *Bundesanzeiger* に公示され、商事登記所にも提出されねばならない。年度決算書の付属明細書には、準拠表明が提出され株主が入手可能であることを記さねばならない。

準拠表明を呈示するに際して、企業には基本的に異なった対応の仕方がある。全ての勧告が受け入れられる時は無条件の受容モデルとなる。これに対して全部の勧告を拒否する場合は拒否モデルである。全部を拒否することは法律上可能ではあるが、コードの勧告には当然のことも含まれているので全部の拒否は実際的とはいえない。企業がコードの中のあるものを遵守しない場合にはその部分を述べることになっている（選択的解法）。そして、企業が自社だけのコーポレート・ガバナンス原則を作成してこれを実施する時にはどこが公的なコー

ドと異なっているかを説明することになる（代替的解法）。以上のような形式と内容からも分かるように、コードは次の2つの役割をもっているといえよう：

- a 情報伝達の機能 *Kommunikationsfunktion*
- b 秩序付け機能 *Ordnungsfunktion*

である¹³。まず情報伝達機能とは複雑な法律環境を出来るだけ簡潔に述べることである。すなわち、コードは2002年の透明性・開示法に定められたように現行の株式法を述べるだけでなく、証券取引法 *WpHG* と証券売買・合併法 *WpUG* などの資本市場に関する法律を説明している。ドイツの法律は詳細な内容に関わる記述が多く、これを理解することは外国の投資家にとって費用のかかる至難の業であるが、コードはドイツのコーポレート・ガバナンスのシステムを極めて簡明・的確に伝える役割を果たしているといえよう。

次に秩序付け機能として、現行法律を説明する *muss* 規定の他に、勧告の *soll* 規定と奨励の *sollte* 規定を示していることはこのコードの大きな特徴であって現行法を円滑に履行ないし補完させる意味をもっている。一般的に法律は立法府において制定され、対象となる国民にとって拘束力をもつ法律となる。しかしこうした正規の法律ではなく、準法律的の概念として守られるべき規範が存在している¹⁴。形式的な守るべき法律ではないが、一定の秩序を保ったあのガバナンスの規準という意味で *soft law* と呼ばれるものがこれである。例えば、3.4の「監査役会は取締役の情報提供義務と報告義務をより詳しく確定すべきこと」、また5.3.1の「監査役会委員会を設置すること」、5.6の監査役活動の効

13 v. Werder, A. (2005): Corporate Governance in Deutschland. In: 日独公開シンポジウム（予稿集） p. 132.

14 v. Werder, A. (2003): Ökonomische Grundfragen. In: Handbuch Corporate Governance, p. 16.

率性を定期的に吟味すること」などは法律にはないが、企業管理の性格をより向上させることを目指したものである。これらは **best practice** としての実務界の率先行動によるものであって、多かれ少なかれ企業の自律的な行動ないしは自主規制として現行法を補完するものである¹⁵。個別の企業においてもガバナンスの規範を作成し公表しているものもあるが、コードは上場企業全体を対象に作られた準法律的なガバナンスの規範である。

基本的に法律による規定は民主的な正当性を持ち、必要とあれば国家的手段によって強制されるが、準法律的なガバナンス規準には柔軟性があり、企業にとって自由選択の余地の広いものである。立法府による法律改正は容易ではないが、コードの場合は原則としてその規準の修正をして継続的に発展させることが可能である。コードの規定は従ってグローバルなガバナンスの発展に則して、よりダイナミックに適合させることが出来、法律に連結された企業管理の原則よりも一層柔軟機微にコーポレート・ガバナンスを実施出来るものである。法律の規定は硬直的であって必ずしも規準とはなりにくいが、コードはより詳細な経営管理と監督のあり方を伝えることが出来るものである。この意味においてガバナンス規準は規制緩和を意味するものともいえよう。このような規制緩和が実際に成功し効率的な管理体制が実現するかどうかは、この規準が企業実務によって受け入れられるかどうかに依存している。準法律的規準に対して企業の自律性が自発的であればある程、市場への影響力はより大きな意味をもつであろう。コードはより効率的な企業管理と監視を達成させるために勧告を出

15 組織というものが強制的な法律だけでなく他の要因によって形成されることは新制度論的組織論においても議論されているところであり、ウェーバーによる組織の3類型が区別されている。すなわち、i) 国が法律によって形成する強制的類型、ii) 他の成功している組織 (**best practices**) を追従・模倣する類型、iii) 大学や専門学校で教えられる規範に従う類型の3つである。Walgenbach, P./Beck, N., *Effizienz und Anpassung. Das Erklärungspotenzial der neo-institutionalistischen Organisations-theorie am Beispiel ISO 9000*. In: *Der Betriebswirt* (2003) p. 497-515, p. 499.

しているのであるから、これに準拠するかしないかは自由であるが、準拠しないことはマイナスのシグナルを出すことになる。準拠表明を出さない場合はその理由の説明をしなければならない。企業によるガバナンス規準の非準拠ないしは非遵守が、例えばその企業の株価下落を導いているとすればガバナンス規準はソフト・ローとしての規制の成果を達成することになる。コードの勧告はどの程度準拠され、実際にどのような影響を与えているのかに関心もたれる。

4. コーポレート・ガバナンス・コードと経営成果の実態

コードがどの程度準拠されてその結果がどうなのかについてはすでに若干の調査報告がなされている。ヴェルダー他はコード委員会の委託を受けてベルリン・コーポレート・ガバナンス・センター Berlin Center of Corporate Governance において毎年コードへの準拠状況を調査している¹⁶。この調査はアンケートによるものであって、2004年にはフランクフルト証券取引所に上場されている715の企業に送られ、210の返答を得ている。フランクフルトの上場企業はその規模の大きいものから DAX/TecDAX/MDAX/SDAX、そして、インデックスに関係しない Prime Standard と General Standard というセグメントに分かれているが、回収された割合は大体規模の大きさに準じていること、および、コードへの準拠表明は規模の大きい DAX が一番よく General Standard が一番低いことが報じられている。

オーザー (Oser) 他¹⁷は DAX30、MDAX、そして公的市場と規制市場の32企業を選びコードの準拠表明を調べた結果、やはり大規模な企業ほど soll 条項

16 v. Werder, A. and Talaulicar T (2007): Kodex Report2007: Die Akzeptanz der Empfehlungen, und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Der Betrieb, p. 869-875.

17 Oser, P./Orth, C. and Wader, D. (2004): Beachtung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Betriebs-Berater, p. 1121-1126.

の受容する数が多いこと、すなわち、DAX30での準拠表明の方がMDAXおよび公的市場と規制市場のセグメントよりも大きいことを報告している。さらに、アメリカで上場しているドイツの企業はドイツだけで上場している企業よりもコードを遵守する率が大きいことも指摘されている。

ノヴァーク (Nowak) 他はプライムスタンダードの337社を対象に調査を行い¹⁸、やはり規模の大きい企業のほうがsoll条項への遵守率は大きい、ガバナンスの質は遵守・非遵守の区別だけでは分からないことを指摘し、独自の方法で準拠表明とともにガバナンスの格付けratingを行っている。

社会全体の制度問題を考察する上で大企業のほうが中小企業よりも法律を遵守し易い傾向があることはエーデルマンも指摘している¹⁹。バッセン他²⁰の調査においては、67のsoll条項の他に16のsollte条項の遵守率も取り上げられている。sollte条項の準拠表明は自由であるのでその遵守率の低いことが示されている。

以下においてはまずコードのsoll条項の中でどのような条項が最も準拠されていないかを調べ、これらのsoll条項を守る企業と守らない企業との間でその業績に差異があるかどうかについて調査した。この調査のために限られたデータの中から無差別に96社を選出した²¹。

18 Nowak, E./Rott, R. and Mahr, T. G. (2004): Rating börsennotierter Unternehmen auf Basis des Deutschen Corporate Governance Kodex - Eine empirische Untersuchung zur Akzeptanz und Qualität seiner Umsetzung in der Praxis. In: Wirtschaftsprüfung, p. 998-1010.

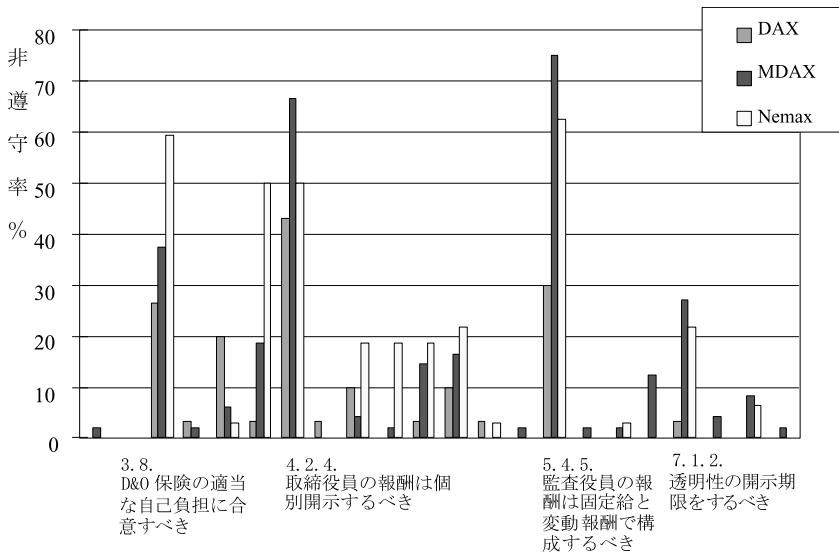
19 Edelmann, L. B. (1992): Legal ambiguity and symbolic structure. In: American Journal of Society, Vol. 97, p. 1531-1576.

20 Bassen, A./Kleinschmidt, M. and Zollner, C. (2004): Corporate Governance Quality Study 2004. Analyse der Corporate Governance deutscher Unternehmen aus Investorenperspektive. In: Finanz Betrieb 7-8, p. 527-533.

21 Bebenroth, R (2005): German Corporate Governance Code and Most Commonly Unaccepted Recommendations: Introduction and Some Explanation. In: Corporate Ownership & Control, Volume 3, Issue 2, Winter 2005-2006, p. 10-14.

図1の横軸にはコードの7つの章から36のsoll条項を選んで順に並べ、縦軸にはそれぞれが遵守されなかった数を96で割った非遵守率が示されている。NemaxはMDAXとTecDAXのつぎに大きな規模の企業のインデックスで2004年末に中止となったものである。それぞれのsoll条項についてDAX、MDAX、Nemaxの順に非遵守率が示されている。

図1：守らないsoll条項と非遵守率



データの出所：Towers Perrin: Corporate Governance Report 2005 より 74 社、および個別企業 22 社のホームページより作成

図1を見ると、4つのsoll条項が最も守られていない事が分かる。3.8ではまず取締役と監査役は会社に対して善管義務をもち、これを怠って損失をもたらした場合には賠償しなければならない規則が示された後、会社が取締役と監査役のためにD&O (Directors-and Officers) 保険 (役員賠償責任保険) の契約をすると、それに対して適切な自己負担の合意がなされるべきであるという

soll 条項がある。しかし、多くの企業がこの条項を遵守していない（DAX 企業では 25%、MDAX 企業では 37%、Nemax 企業では 59%）。

4.2.4 では取締役の報酬は固定給部分、成果関連部分、そして長期的作用関連部分の 3 つに分けて付属明細書に表示すべきであるという内容とともに、この表示は個別の役員について行うべきであるとされている。個別表示すべきであるという箇所は 2003 年に奨励から勧告に修正されたものである。この条項に対して最も多くの企業が逸脱している（DAX 企業では 42%、MDAX 企業では 66%、Nemax 企業では 50%）。

5.4.5 では監査役の報酬は固定的部分と成果関連部分によって構成されるべきであって、決算書の付属明細書にそれらの構成部分とともに各人の報酬を個別に記載すべきことが記されている。この条項に対して最も多くの企業が準拠しなかったことが分かる（DAX 企業では 30%、MDAX 企業では 75%、Nemax 企業では 62%）。

7.1.2 はコンツェルン決算書は取締役によって作成され、決算監査人と監査役によって監査されるが、この決算書は会計年度終結後 90 日以内、中間報告書は 45 日以内に公表すべきことが記されている。すなわち、透明性をより迅速に行うための soll 条項のことである。この条項の勧告にも多くの企業が従っていない（MDAX 企業では 27%、Nemax 企業では 22%）。

次に、統計的な調査として、soll 条項を守る企業と守らない企業の間で資本市場の対応の仕方に差異があるかどうか、すなわち、EPS や株式価格との相関関係があるかを調べる。そのために、この 4 つの条項について仮説をたて、一元配置分散分析により検定した：

- ・ 3.8 D&O（役員賠償責任）保険は適当な自己負担の合意があれば EPS（一株当たり利益）や株式価格は高くなる。
- ・ 4.2.4 取締役報酬を個別開示すれば EPS や株式価格は高くなる。

- ・ 5.4.5 監査役は報酬の中で成果関連部分を開示すれば EPS や株式価格は高くなる。
- ・ 7.1.2 透明性の開示期限が守られれば EPS や株式価格は高くなる。

表 1 : soll 条項に関する EPS と株式価格 (ユーロ)

	EPS	EPS	Stock price	Stock price
	Mean	t-test	Mean	t-test
3.8 D&O保険 (役員賠償責任)	無し= 1.52 あり= 1.58	0.89	無し= 28.5 あり= 34.1	0.04
4.2.4 取締役役員	無し= 1.96 あり= 1.06	0.053	無し= 30.2 あり= 34.1	0.16
5.4.5 監査役員	無し= 1.97 あり= 1.18	0.20	無し= 28.0 あり= 37.4	0.0006
7.1.2 透明性	無し= 1.04 あり= 1.69	0.25	無し= 26.5 あり= 33.5	0.038

データの出所 : Towers Perrin: Corporate Governance Report 2005 より 74 社、個別企業 22 社のホームページ、および、One way Anova (mean と t-test) により作成

表 1 にあるように 4 つの soll 条項の非遵守の率が最も高いものは大体 50% に近いと考えられる。すなわち、遵守した企業と非遵守の企業の数は大体半々である。従って、4 つの項目それぞれについて遵守した企業と非遵守企業の 2 つのグループを区別し、それぞれの企業業績 (EPS と株式価格) との相関関係を調べたものが表 1 である。

表 1 において「無し」はコードに準拠しない事を意味し、「あり」はコードに準拠した事を示している。例えば、4.2.4. 取締役報酬を個別に開示しない企

業は平均 1.96 ユーロの一株当たり利益 (EPS) を払っている。そして、取締役報酬を個別に開示する企業は平均 1.06 ユーロの一株当たり利益を払っている。EPS は 4 つの soll 条項と相関がなかったことが示されている (t-test は 0.05 以上であるので棄却される)。一方、平均株式価格は 3 つの守られるべき soll 条項 (D&O、監査役、透明性) と相関関係がある (t-test は 0.05 以下)。例えば、5.4.5 監査役は報酬の中で成果関連部分を開示すれば平均 37.4 ユーロの株式価格があり、成果関連部分を開示しなければ平均 28.0 ユーロの株式価格しかなかったことが示されている。

このようにコーポレート・ガバナンス・コードの 3 つの soll 条項に準拠する企業の株式価格が高くなっているという結果が得られた。特に 5.4.5 監査役の条項の場合は強い相関関係が示されている (t-test は 0.0006)。この意味において soll 条項を守る企業の業績は守らない企業よりも良いことが示唆される。

5. おわりに

以上においてドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの成立の経緯、概要、意義を説明し、その勧告への準拠がどのような意味をもつかについて分散分析による統計調査を試みた。調査の結果として、まず 9 割の企業は勧告のコードに準拠しているが、勧告の項目の中で 4 つの項目に対して特に遵守率が低く、回避されていることが示された。その勧告とは D&O (役員賠償責任) 保険、取締役報酬の個別開示、監査役報酬の固定部分・収益連動部分の構成と個別開示、そして、開示期限による透明性の促進である。これら 4 つの勧告の項目と EPS の相関関係はなかったが、平均株式価格は 3 つの勧告の項目 (D&O 保険、監査役報酬、透明性期限) と相関関係がみられた。この結果はある程度コーポレート・ガバナンスを行う企業は、より高い株価を達成することを示唆するものであろう。

コーポレート・ガバナンス・コードは上場企業がその企業管理と監督をより効果的に行い、経営内容を透明にするために作成され、その規定には勧告と推奨の条項が含まれている。これらにより多く準拠ないし遵守する企業ほど資本市場から良い反応が得られることが期待される。コードの準拠と市場での評価はどのような相関関係があるかがこの調査においても試みられた。しかし、上述の結果はまだ試論的な段階であり、多くの限界があると思われる。

まず、勧告の項目の中で特に忌避されている4つを取り上げることでコーポレート・ガバナンス全体とどのような関係があるかである。現在ドイツのコーポレート・ガバナンスにおいてこれら4つの問題が議論されていることは、国際的な視点からも興味深い。しかしこれら4つの、特に遵守率の低い勧告の項目のみの関連でコーポレート・ガバナンス全体の効果を判断できるかどうかである。全ての条項に対するあらゆる企業の対応を調べ、その業績との関係を調べることは莫大なデータを必要とする実態調査であり、これはドイツの現地にあっても難しい。本研究はDAX、MDAX、Nemaxとその他の収集可能な限られたデータのみによる調査であり、4つの最も非遵守率の高い条項を選んで企業と業績との相関関係を調べたものである。収集したデータは殆ど大企業であり、株式価格との相関関係がある程度認められたことはガバナンスの効果がある程度示唆するものといえよう。ただし、株価がどのようにこれらの条項に反応したか、株価がどのような要因に影響されたかは問題としていない。企業の業績として差し当りEPSと株価を取り上げたが、この他の指標を用いることも可能と考えられる。

次に、このコードは2002年に成立し、その年の末から毎年1回準拠表明をするよう定められたものであるが、まだ今日にいたるまで十分な経験があるとはいえない。企業全体のコーポレート・ガバナンスの効果を調べるには、より継続的な調査が必要とされよう。データとして採択された96社は大企業が主であるが、それらの企業の選択にある程度恣意性がある。

さらに、勧告の項目は必ずしも単純な文章ではなく、前後の記述を含めて「すべきである」という意味が導かれているが、その前後の意味との関連はそれぞれの企業でどのように解釈されているのか明確でない。ヴェルダーやオーザーらの調査においても勧告の項目の数は異なった数になっている。企業によってその解釈の仕方が同じ条項でも準拠される場合と回避される場合が出てくる恐れがある。コードの条項には長い文章があり、どの部分に準拠できなかったかは判断できない。

こうした限界があるにしろ、ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードはヨーロッパにおいても注目される画期的な企業改革の象徴であり、その効果を研究することはこれからも重要な課題となろう。

参考文献

- Bassen, A./Kleinschmidt, M. and Zollner, C. (2004): Corporate Governance Quality Study 2004. Analyse der Corporate Governance deutscher Unternehmen aus Investorenperspektive. In: Finanz Betrieb 7-8, p. 527-533.
- Bebenroth, R. (2005): German Corporate Governance Code and Most Commonly Unaccepted Recommendations: Introduction and Some Explanation. In: Corporate Ownership & Control, Vol. 3, Issue 2, p. 10-14.
- Bebenroth, R. (2005): 「ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定」(Deutsche Corporate Governance und Mitbestimmung) 『大阪経大論集』第55巻6号 p. 215-224.
- Cromme, G. (2007): Corporate Governance Report 2007: Vortraege und Diskussionen der 6. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex. Schaeffer-Poeschel.
- Edelmann, L. B. (1992): Legal ambiguity and symbolic structure. In: American Journal of Society, Vol. 97, p. 1531-1576.
- Gerum, E. (2007): Das deutsche Corporate Governance-System: Eine empirische Untersuchung, Schaeffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

- Gesetz (2004): Gesetz ueber die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat, BGBl I 2004, 974, from May 18th.
- Lutter, M. (2003): Deutscher Corporate Governance Kodex. In: Handbuch Corporate Governance (Hrsg.) P. Hommelhoff/K. J. Hopt/v. Werder, A, p. 737-748.
- Nowark, E./Rott, R and Mahr, T. G. (2004): Rating börsennotierter Unternehmen auf Basis des Deutschen Corporate Governance Kodex-Eine empirische Untersuchung zur Akzeptanz und Qualität seiner Umsetzung in der Praxis. In: Wirtschaftsprüfung, p. 998-1010.
- Oser, P./Orth, C. and Wader, D. (2004): Beachtung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Betriebs-Berater, 59 Jg. No. 21, p. 1121-1126.
- Strieder, T. (2004): Erläuterungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Finanz Betrieb, No. 1, p. 13-27.
- Walgenbach, P. and Beck, N. (2003): Effizienz and Anpassung. Das Erklärungspotenzial der neo-institutionalistischen Organisationstheorie am Beispiel ISO 9000, p. 497-515.
- Witt, P. (2004): The Competition of International Corporate Governance Systems. A German Perspective. In: MIR, Vol. 44, p. 309-333.
- v. Werder, A. (2003): Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance. In: Handbuch Corporate Governance. (Hrsg.) P. Hommelhof /K. J. Hopt/v. Werder, A. Stuttgart.
- v. Werder, A. (2005): Corporate Governance in Deutschland. In: 日独公開シンポジウムマネジメントー (予稿集) p. 131.
- v. Werder, A. and Talaulicar, T. (2007): Kodex Report 2007: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Der Betrieb, p. 869-875.
- 海道ノブチカ (2005) : 『ドイツの企業体制ドイツのコーポレート・ガバナンス』 森山書店。
- 正井章作 (2003) : 『ドイツのコーポレート・ガバナンス』 成文堂 p. 315-333, 関孝哉＝アンドレアス・メルケ訳 「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範」 商事法務 No. 1675, p. 95-100。
- 高橋英治 (2007) : 『ドイツと日本における株式会社の改革：コーポレート・ガバナンスと企業結合法制』 商事法務。

第3章 ドイツの環境コーポレート・ガバナンスとエネルギー政策 — 再生可能エネルギー法に関連して —

はじめに

ドイツ人は環境問題について敏感であり、政府はエネルギー政策において環境保護のために様々な方策を用いている。各種のエネルギーの中でも再生可能エネルギーの利用が特に注目されている。本論文では、まず政府のエネルギー政策と環境税について調べその影響を考察する。そして、再生可能エネルギー法においてどのような支援システムがあるかを検討し、太陽光発電と風力発電の発展について調べる。さらに、これら環境関連企業の株式市場での業績を考察する。

1. 政府のエネルギー政策と環境税

1.1. 環境とエネルギー政策

ドイツにおいて環境問題は伝統的に重要な関心事であった。1970年代に「環境保護」に対する問題意識が高まった¹。この年代から国民は環境保護、特に森林枯死（“Waldsterben”）に対して非常に関心が持たれた。今日、国家レベルでは連邦環境省（BMU）²があり、自然保護・原子炉安全庁という専門機関

1 環境管理システム研究会（2004）：『環境自治体ハンドブック』p. 33。

2 BMU=Bundesministerium für Umwelt（連邦環境省）。

がベルリンとボンに設置されている。また地域レベル、つまり市町村でも環境保護政策が実施されている³。政治の分野でも「緑の政党」が 70 年代に台頭し、創設メンバーである Otto SCHILLY や旧外務大臣の Joschka FISCHER といった政治家がこの政党を支持している。ドイツでは「次世代のために自然を守る責任がある」と基本法第 20 条 a に加えられている⁴。また、ドイツの大学では環境関連の専攻は人気が高い。例えば環境マーケティング等が挙げられる。環境マーケティングとは様々な利害関係者の意見を聞き、企業の目標を達成する上で環境を考慮に入れることである。したがって、Meffert によると会社は PR 活動のイメージを向上させるために環境を重視している⁵。

経済学、経営学において、環境経営学という新しい学問分野について (Umweltökonomie) 議論が盛んになってきた⁶。70 年代にテクノクラシー的アプローチ (technokratischer Ansatz)、80 年代には統合的環境マネジメントアプローチ (integrativer Ansatz)、後に、エコロジーアプローチ (oekologischer Ansatz) と進化論的アプローチ (evolutorischer Ansatz) が展開された。

政府の環境政策には様々な種類があるが、この論文では環境保護やエネルギーについて考察する。今日では環境マネジメントはドイツの国民にとって大切な事であり、環境法に関してドイツはヨーロッパで最も厳しい国となっている⁷。与党のエネルギー政策には以下の 3 つの目的がある。

- ・再生可能エネルギーによる発電の割合を増加させる

3 連邦政府新聞情報庁 (2000) : 『ドイツの実情』 p. 278。

4 林 (2000), p. 1。

5 ドイツの環境マーケティングの専門は特にメッフェルト (Meffert) の貢献がある, Grundlagen marktorientierter Unternehmensführung: Konzepte-Instrumente-Praxisbeispiele, 9. Auflg, (2000)。

6 海道 (2001), p. 137 ff。

7 海道 (2004), p. 99。

- ・原子力発電の廃止
- ・石炭、ガス、石油による発電の割合を減少させる

なお、2010年までには総発電量の約12.5%は再生可能エネルギーによるものになるとされ、2020年までには約20%となる。2050年までには再生可能エネルギーによる発電量は約50%の割合になる予定である。原子力発電の廃止に関する法律は2002年4月27日に制定されたが、ここでは原子力発電は2020年までに廃止されることになっている。これはドイツの原子力発電は今後12年のうちに閉鎖されるということの意味する。さらに、新しい原子力発電所は今後建設することができない。

政府の政策は石油価格を上昇させる方向にある。1999年にドイツの社会民主党（SPD）は環境税を導入した。それ以後5つの段階を経て、税金が高くなっている⁸。第1段階は「環境保護のための税制改革導入法」の制定であり、同じ年の12月には、さらに「環境保護のための税制改革継続法」が制定された⁹。このことにより環境保護のためにエネルギーのコストが高くなっている。表1に示す。

表1を見ると、1999年から毎年、環境税によって石油が値上がりしている。例えば、ガソリンは1999年から毎年、3.07C/L値上がりして2003年には65.45C/Lが税金となっている。企業にとって環境を意識せざるを得なくなってきた。一方、製造業者と労働組合は環境税が社会に与える影響が問題となってきたと主張する。つまり、ドイツでは製造コストが環境税により上昇したので、製造業者はその事業所をドイツから他の国に転出させる可能性が高くなってきているのである。次に様々な企業への影響を考察する。

8 Ausschuss für Umwelt (2004), p. 20.

9 戸原・加藤・工藤 (2003), p. 217.

表 1：ドイツの環境税

石油税 /年	I 1999年1月	II 2000年1月	III 2001年1月	IV 2002年1月	V 2003年1月	2003年の 環境税分
ガソリン	3.07 C/L	6.14 C/L	9.21 C/L	12.28 C/L	15.35 C/L	65.45 C/L
ディーゼル油	3.07 C/L	6.14 C/L	9.21 C/L	12.28 C/L	15.35 C/L	47.04 C/L
暖房用石油	2.05 C/L					6.14 C/L
天然ガス	0.16 /KWh			0.36 C/KWh		0.55C/ KWh
電利力税	1.02 /KWh	2.05 C/KWh				2.05 C/KWh

(C=Cent in Euro, L=liter, C=セント、L=リットル)

出所：BMF, Die ökologische Steuerreform ist effektiver Umweltschutz, April 2004, p. 4

1.2. 企業における環境税の影響

当節では環境税の影響を受ける4つの特徴的な企業を選び環境税の影響を検討する。Gas-AG（ガス供給事業）、Deutsche Bahn（鉄道会社）、Härle（ビール製造企業）と Lichtblick AG（再生可能エネルギー供給企業）である。

まず Härle はアルゴイ（Allgäu）南方にある企業である。従業員は30人であり、売上高は400万ユーロ程である。会社への環境税のもっとも大きな影響は、ビールを作る方法が変わったことである。2万5000リットルの石油を節約して、太陽光発電を自社で行う。5%程度は自社のエネルギーを作る。それに加えて、トラックをディーゼルに変更することにより、6,000ユーロの経費を節約した¹⁰。

Gas-AG はベルリンにあり、従業員は1000人程で売上高6億5000万ユーロ

¹⁰ <http://www.haerle.de>.

になる。Gas-AG はドイツの環境税とエネルギー政策の影響を受けて、2002 年から 2004 年の間に 109 のガスステーションに 350 万ユーロを投資した。この会社には環境税による悪影響はなかった。むしろ、ガスはガソリンなどよりも税率が低いため、利益が上がることとなった¹¹。

Bahn は従業員 23 万人で 280 億ユーロの売上高がある。環境税による影響としては、税金分が転嫁されることにより運賃を上げることを余儀なくされたので、飛行機に比べると鉄道経営は難しくなっている。しかし、政府が株式を持っているので環境税のシステムを支援している¹²。

Lichtblick は再生可能エネルギーの製造と販売を行う。従業員 100 人で売上高は 8000 万ユーロ程である。環境税の影響としてはメリットが多かった。Lichtblick は再生可能エネルギーを製造しているので、その将来は環境税導入という改革によってさらに魅力的になった。現在では Lichtblick は 15 万人の個人の顧客、1,800 社の法人の顧客を持っている¹³。

2. 再生可能エネルギー

2.1. 再生可能エネルギー法

2008 年 4 月では、ドイツの総供給電力に占める再生可能エネルギーの割合は 8.5%程度である。再生可能エネルギーの分野では約 24 万 9 千人の従業員が働いており、雇用の創出にも繋がっている¹⁴。これに関して、再生可能エネルギー法 (“Gesetz zur Neuregelung des Rechts der Erneuerbaren Energien im Strombereich”) 略して EEG と呼ばれる法律は政府にとって一番重要である。2000 年 4 月 1 日

11 <http://www.gasag.de>.

12 <http://www.db.de>.

13 <http://www.lichtblick.de>.

14 Pressemitteilung, (2008): No. 044/08, Berlin, 14. März, p. 1.

に制定されて、2004年7月21日に改正された。この法律の中の第1条に書かれている環境政策に対して提示された目標はドイツでも新しいものである。

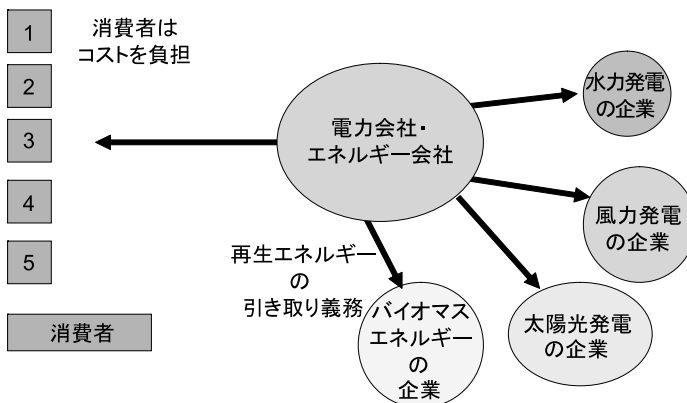
第1条には、具体的に再生可能エネルギーの総発電量に占める割合の目標値として2010年には12.5%、2020年には20%と書かれている。これは日本に比べて厳しいルールである。第3条では再生可能エネルギーの定義が明らかにされており、風力発電、太陽光発電、水力発電、バイオマスエネルギーとメタンガス等が再生可能エネルギーであるとされている。

第4条では電力会社とエネルギー企業は再生エネルギー引き取りの義務（Abnahmepflicht）について記されている。以下の図1に示す。

図1にあるとおり、電力会社やエネルギー会社は再生可能エネルギーを引き取る義務がある。環境に負荷をかけないで発電する企業は、近年、高く評価される傾向にある。

図1： EEG のシステム

EEGのシステム



現在、政府の補助により、太陽光発電や風力発電、水力発電企業がドイツでは多くなってきている。政府はそれらのエネルギー企業に種類によって異なる補助を与えている。風力発電の企業は8.7セント／キロワット（Cent／KwS）の補助を受け取り、水力発電企業は9.7セント／キロワット、バイオマスの企業は11.5セント／キロワット、太陽光発電の企業は54セント／キロワットの補助を受け取っている¹⁵。以下の表2に示す。

表2：エネルギーの種類と政府の補助

エネルギーの種類	セント（KwS）
風力発電の企業	8.7
水力発電の企業	9.7
バイオマスの企業	11.5
太陽光の企業	54.0

出所：筆者作成

電力発電会社は従来のエネルギーよりも優先して再生可能エネルギーを引き取る義務がある。1970年代は原子力発電によるエネルギーが引き取り義務の対象であった。今日においては再生可能エネルギーに高い対価を支払う義務がある。

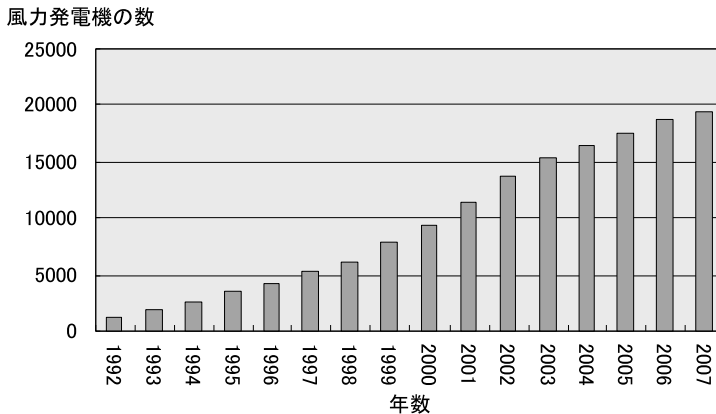
2.2. 風力発電と太陽光発電

2.2.1. 風力発電

ドイツの風力発電による発電量は世界一大きくなっている。現在では風力

15 Der Spiegel (2004): Staatlich gefoerderter Boersenboom, No. 27, S. 89.

図 2：風力発電機の数推移



出所：Verband der Windenergie、<http://www.wind-energie.de/de/statistiken> 作成
2008年4月28日

発電の総発電量に占める割合は約 5.8%となっており、特に最近の伸びは著しい。2000年には7,000メガワットであったが、2003年末に14,600メガワットの発電量になり、100%の上昇を果たしている。風力発電機は1992年に約1,500機であったが、2007年末には19,460機まで上昇した。図2に示す。

昨今、ドイツでは大型風力発電機の導入が盛んとなっている。2004年9月にはBrunsbüttelの町で世界一大きな風力発電機が建設された。REpower 5Mという名称のこの風力発電機は、高さは120メートル、羽の長さは62.5メートルであり、一番高い時は180メートルになる。この風力発電機は6000世帯にエネルギーを供給することが可能である。Brunsbüttelのテストの後、次は海上に建設された風力発電機による発電が実施される予定である。

法的に、風力発電機の建設に関して問題が3つある：

- ・ 建築法 (Baurecht) について、第 35 条¹⁶によると風力発電所の建設には免許が必要。
- ・ 自然保護法 (Naturschutzrecht) 第 21 条¹⁷と第 19 条¹⁸によって設置に際して自然に悪影響を及ぼさないこと。
- ・ 廃棄防止法 (Emmissionsschutzrecht) 第 5 条によると騒音 (Lärmeinwirkungen)、第 22 によると日照権を考慮する必要があること。

また最近、渡り鳥 (Zugvögel) が風力発電機に飛び込む問題があった。それに加えて、上記の 3 項の廃棄防止法の分野で問題が多発し、裁判に持ち込まれた。近隣住民は風力発電機の騒音と日照権を問題にしたが、特に騒音を訴えた住民が多かった。

2.2.2. 太陽光発電

ドイツでは太陽光発電量は 2000 年に 70 メガワットであったものが 2003 年には 400 メガワットまで上昇し、500%の伸びを示している。これは政府の様々な支援によるものである。2003 年の夏には特別な「太陽光発電プログラム」が行われた。その内容は、10 万世帯の屋根に太陽光発電機を設置し、ほとんどのコストは政府が支払うというものであった。従来、電力会社は太陽光発電により電力を供給すると 1 キロワットにつき 45 セントを受け取っていたが、2004 年には太陽光発電、1 キロワットにつき 54 セントを受け取ることとなった¹⁹。

再生可能エネルギー分野では中小企業は大企業に比べて様々なメリットがあ

16 ドイツ法で § 35, Abs1, No. 6, BauGB である。

17 ドイツ法で § 21, Abs. 2, Satz と BNatSchG である。

18 ドイツ法で BNatSchG § 19 Abs. 2 und Abs. 3 である。

19 Novelle des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) (2004): Überblick über die Regelungen des neuen EEG, vom 21. Juli, 18 S.

る。大企業に比べて中小企業は、より柔軟で、より早く新しい技術を作ることができるといわれているためである。以上のように、再生可能エネルギーの利用により環境保護を図ることはドイツ人にとって重要なことであり、国民の多くが興味を持っている。次節ではパイロット・スタディでこのことを検討する。

3. 証券取引所の環境関連企業

2008年4月28日に至るまでドイツの新規株式公開を果たした400社以上のうち、環境関連企業は15社しかない²⁰。ドイツでは環境が重要視されているにもかかわらず、15社だけというのは少ないように思われる。表3に示す。

表3を見ると、IPOを行った15社のうち、7社の株価が上がり（変化率+）、残りの8社が大きく減少していることがわかる（変化率-）。その15社のうち8社が太陽光発電の関連企業である。風力発電はドイツのエネルギー供給の5%以上の割合を占めるが、風力発電に関連する企業では2社だけである。IPOブームの最中、一般投資家は高い価格で新規公開株を取り引きした。

太陽光発電の企業を見ると市場の反応は厳しい。初値の後、株価は下がり、2004年から今日まで株価が再び上昇に転じている。図3に2つの太陽光発電の企業と2つの風力発電の企業の株価の推移を示す。

図3を見ると、ロート & ラウアー株式会社の株価は上場時50ユーロの値をつけ、その後250ユーロまで上昇したものの2008年初頭から150ユーロまで下降している。一方、クローベンエルギス株式会社は2006年の初値から下降の一途を辿っている。風力発電の企業は2社が新規株式公開しており、その企業というのがレパウワー・システムス株式会社とノルデックス株式会社

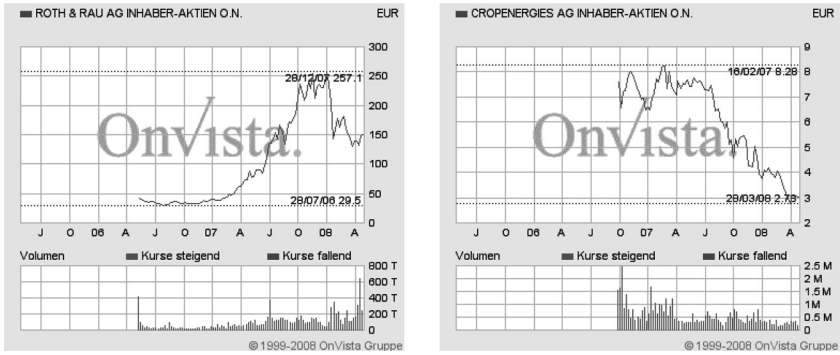
20 <http://www.onvista.de> (2008年4月28日)。

表3：環境関連ベンチャー企業の株価

会社の名前	IPOの時 (Erstnotiz)	IPOの価格	現在の価格 (EURO) 2008年4月28日	現在までの変化 (%)
AGO AG	07年6月	7.00	4.05	-42.29
Aleo Solar	06年7月	13.50	13.30	-3.70
Centrotherm Photovoltaics	07年10月	35.50	54.37	+56.09
Conergy	05年3月	18.00	11.82	-36.00
Cropenenergies	06年9月	8.00	3.02	-62.13
Envio	07年9月	3.50	3.34	-2.86
Ersol Energy	05年9月	42.00	69.21	+59.81
Farmatic Biotech	01年4月	17.00	0.04	-99.76
Nordex	01年4月	9.00	27.63	+199.78
Petrotec	06年11月	17.00	2.21	-86.76
Q-Cells	05年10月	19.00	74.13	+285.84
Repower systems	02年3月	41.00	213.91	+412.15
Roth & Rau	06年5月	36.00	152.46	+318.53
Solar Fabrik	02年7月	8.00	9.53	+17.50
Solarparc	01年6月	19.75	7.00	-63.29

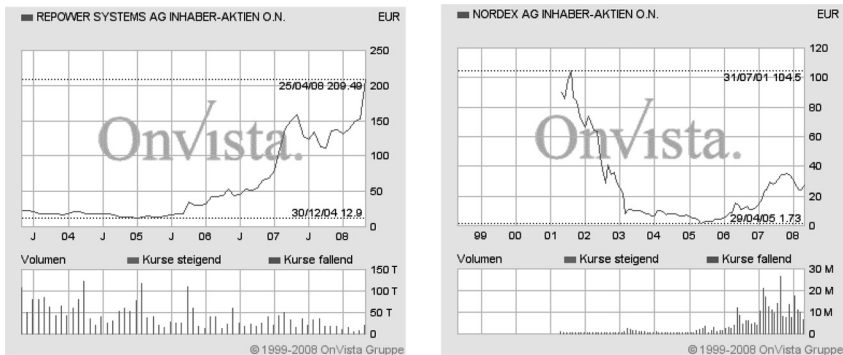
http://ipo.onvista.de/extended_search.html, 作成 2008年4月28日

図 3：太陽光発電機のメーカー



http://www.ipo.onvista.de/extended_search.html, 作成 2008 年 4 月 30 日

風力発電機のメーカー



http://www.ipo.onvista.de/extended_search.html, 作成 2008 年 4 月 30 日

である。上場後の両社の株価は対照的な推移を辿っている。レパウワーは株価が非常に高くなってきており、現在は 200 ユーロを越える一方、ノルデックスは上場時 90 ユーロをつけたものの現在では、25 ユーロ程度まで下がってきている。

4. 結びにかえて

ドイツ政府はエネルギー政策を重要視している。それは総発電量に占める再生可能エネルギーの発電割合を高めるための支援に表れている。2007 年末には、風力発電が総発電量に占める割合は約 8.5%であり、これは世界一の規模となっている。今後、政府は太陽光発電を支援する方向にある。

ドイツ政府は再生可能エネルギーの支援をするために従来法律を改正した。2010 年に再生可能エネルギーはエネルギー割合が 12.5%になり、2020 年に 20%になることが目標として設定されている。この政府の支援、政策が今後実を結んでいくことは間違いない。2001 年以降の新規株式公開を行った環境関連企業のうち現在まで残っているのは 15 社になるが、そのうち太陽光エネルギー関連企業は 8 社であり、風力発電機のメーカーは 2 社しかない。これらの企業についてみると、太陽光発電と風力発電企業の株価が上がる企業がある一方、下がる企業も見られた。これは政府の太陽光発電支援の影響によるものであろう。環境関連企業の上場企業は多いとはいえないが、今後の展開が注目される。

参考文献

Ausschuss für Umwelt (2004): Naturschutz und Reaktorsicherheit 15, 2864, WP Ausschussdrucksache.

BMF (2004): Die ökologische Steuerreform ist effektiver Umweltschutz, April, S. 4.

Meffert (2000): Grundlagen marktorientierter Unternehmensführung, Konzepte- Instrumente- Praxisbeispiele, 9. Aufl.,

Novelle des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) (2004): Überblick über die Regelungen des neuen EEG, vom 21. Juli, 18 S.

OnVista (2008): in internet: <http://aktien.onvista.de/empfehlungen.html>, 作成 2008 年 4 月 28 日.

Pressemitteilung (2008): Nr. 044/08, Berlin, 14. März, p. 1.

Der Spiegel (2004): Staatlich geförderter Boersenboom, No. 27, p. 80-97.

林哲裕 (2000): 『ドイツ企業の環境マネジメント戦略—エコロジーとエコノミーの両立』
三修社。

海道ノブチカ (2001): 『現代ドイツ経営学』 森山書店。

海道ノブチカ (2004): 『グローバリゼーションドイツ型資本主義—社会的側面を中心として』 関西学院大学商学学院研究会第 4 号 p. 93-113。

環境管理システム研究会 (2004): 『環境自治体ハンドブック—九州発・循環型社会への協働』 西日本新聞社。

連邦政府新聞情報庁 (2000): 『ドイツの実情』 ソシエテーツ出版。

戸原四郎・加藤栄一・工藤章 (2003): 『ドイツの経済—統一後の 10 年』 有斐閣 p. 197-236。

Company profiles:

<http://www.haerle.de>.

<http://www.db.de>.

<http://www.gasag.de>.

<http://www.lichtblick.de>.

第2部 ドイツの企業金融状況

第4章 バーゼルⅡとドイツ中小企業金融

はじめに

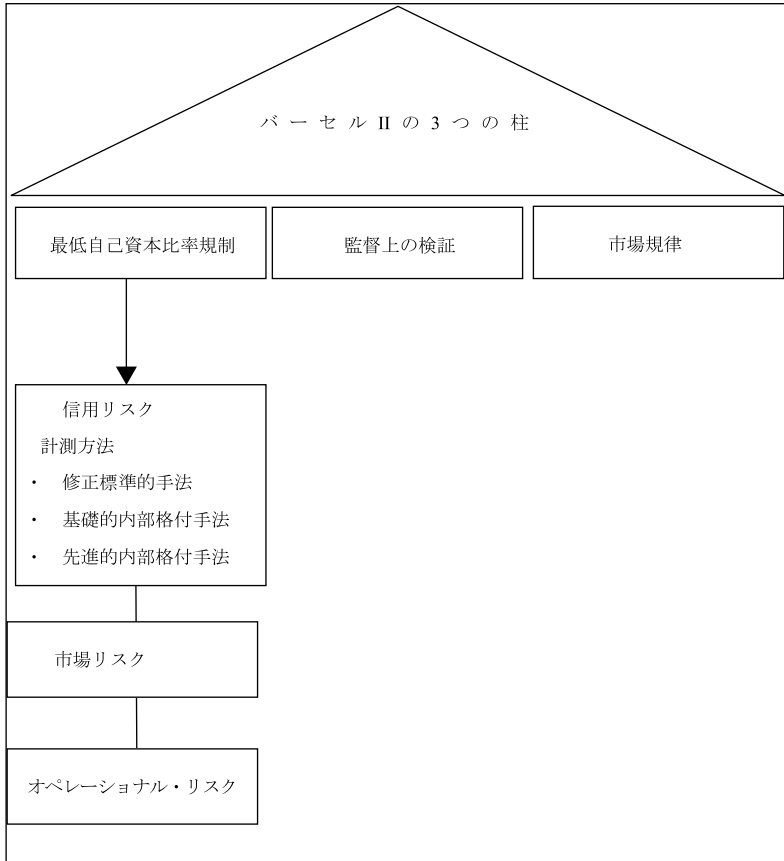
ドイツの企業は他国に比べ自己資本比率が低く、さらに企業規模が小さい程その比率は低くなっている。バーゼル銀行監督委員会による銀行の自己資本規制のことを日本ではBIS規制と呼んでいるが、2007年より施行されることになった新BIS規制を以下においてバーゼルⅡと呼称する。バーゼルⅡが成立するまでには6年を要し、その過程でドイツおよび日本の中小企業からの議論も反映されるに至っている。バーゼルⅡにより銀行が企業のリスクを今まで以上に厳密に測定することになれば中小企業はどのような影響を受けるのであろう。バーゼルⅡによって中小企業を取り巻く財務環境はどのように変化するのか。中小企業は銀行の融資政策に対してどのように対処すればよいか。こうした疑問と関心は我が国でも共通のものである。本稿ではバーゼルⅡの実施に際してドイツで行われた実態調査のいくつかを資料の検索を通して取り上げ、間接的にドイツの実情を考察するものである。

以下において、1ではバーゼルⅡの要点を提示し、2ではバーゼルⅡの中小企業に与える影響を考察し、3ではドイツにおける実態調査の結果により現在のドイツ中小企業のバーゼルⅡに対する関心を調べる。4では若干の考察とともにまとめとする。

1. バーゼルⅡ

バーゼルⅡはスイスのバーゼルにある国際決済銀行（Bank for International

図 1 : 3つの柱による枠組



出所 : Initiative Finanzstandort Deutschland: Rating Broschuere S. 11, 2006

Settlements) の銀行監督委員会が 2004 年 6 月に公表した最終文書に基づき、2007 年から各国で実施されることが決まったものである。このバーゼル委員会は国際決済銀行との関連で設けられた独立の委員会であって、先進国の中央銀行ないしは銀行監督庁の代表者からなり、銀行セクターの監督のための枠組条件を作成している。ここでの告知事項は法的拘束力を持つものではなく、各

国の決定機関に対して銀行監督のための統一的基盤を提供するものである¹。バーゼルⅡの枠組は3つの柱によって表現されている。

「第1の柱」は最低自己資本比率規制（8%）、「第2の柱」は監督上の検証、「第3の柱」は市場規律である。「第1の柱」により銀行はリスクのある資産をリスクの種類（信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスク）に応じて自己資本を賦課せねばならない。「第2の柱」では「第1の柱」によって銀行の全てのリスクを考慮することが出来ないので、監督庁が実地検証を行うこととされている。「第3の柱」では外部の第三者、特に投資家にとってリスク情報を透明にし、市場の規律を向上させることが意図されている。

1988年にできたバーゼルⅠは種々の理由により修正が必要になったものである。すなわち、バーゼルⅠでは銀行の自己資本比率が次の式で示されるよう8%を上回ることを要請されていた：

$$\text{自己資本比率} = \frac{\text{自己資本額}}{\text{リスク資産額}} > 8\%$$

この式のリスク資産はもっぱら市場リスクと信用リスクに対するものであって、その間増加してきたオペレーショナル・リスクを無視していた。バーゼルⅡによってはじめてオペレーショナル・リスクに対しても自己資本の賦課を考慮することとなった。

バーゼルⅡの2番目の特徴はリスクの種類において監督上異なった考慮をすることである。これまでのバーゼルⅠの資本適合指針は異なった債務者クラスに対しての必要最低自己資本が大まかであったが、これに対してバーゼルⅡは銀行リスクの捕捉において一層精緻となり、債務者固有の特性を考慮するものとなった。以下においてのバーゼルⅡの枠組の説明にはドイツの主要な銀行集団、連邦財務省、ドイツ連邦銀行などにより構成される Initiative Finanzstandort

1 Perridon, L. and Steiner, M (2004): Finanzwirtschaft der Unternehmung. München, p. 401f.

Deutschland の Rating Broschüre (2006)²、および、同じくインターネットにより公開されている日本の中小企業金融公庫総合研究所の資料³を参照したものである。

1.1. 第1の柱：必要最低自己資本

1.1.1. 信用リスク

バーゼルⅡの3つの柱の中、1番目の最低自己資本比率の規制には信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスクという3つのリスクが考慮されることとなった。信用リスクと市場リスクはバーゼルⅠでもあったが、信用リスクの計測方法は大きく異なっている。すなわち、必要最低自己資本は一層顧客のデフォルト・リスクに依存するものとされ、担保の有無をも考慮するものとされる。この資本賦課にとって標準となるリスクウェイトはそれぞれの債務者のリスク状況に依存している。

顧客の債務不履行リスクないしは信用性は担保の有無にかかわらず、銀行独自のデフォルト（債務不履行）確率（Probability of Default=PD）の統計上の推計によって行われる。信用の少ない顧客は信用の大きい顧客よりも一層大きなデフォルト・リスクをもつことになる。

顧客の債務不履行が発生するとさらに、その際生ずる損失の計算をせねばならない。このデフォルト時の損失（Loss given Default=LGD）は銀行内部のコスト要因よりも、もっぱら、銀行がどれだけ債務者の担保をもっているか、どれだけ自地与信があるかに依存する。無担保債権は担保付債権よりもより大きな LGD をもつことになる。

信用リスクの要因としてはさらに信用の期限、デフォルト時点における与信

2 Initiative Finanzstandort Deutschland (2006): Rating Broschüre.

3 中小企業金融公庫総合研究所（2004）：「新 BIS 規制（案）の概要と銀行の貸出行動に与える影響について」調査レポート No. 16-5, 12月14日。

額（Exposure at Default=EAD）、そして、売上高 5000 万ユーロまでの企業はそれぞれ個別の年売上高の規模が考慮される。信用期間が長く、額が大きいほど自己資本賦課は大きくなる。

バーゼルⅡでは必要最低自己資本の計算をするために標準的手法が用いられていたが、バーゼルⅠでは3つの方法から選択が可能になっている：

- バーゼル → 標準的手法
- バーゼル → 修正標準的手法
 - 基礎的内部格付手法（foundation Internal Rating Based approach＝基礎的 IRB）
 - 先進的内部格付手法（advanced Internal Rating Based approach＝先進的 IRB）

与信に対するリスク資本要請を外部の信用調査機関の格付けによって決める標準的手法の他に、基礎的内部格付手法と先進的内部格付手法の両方を用いることが出来る。リスクのある資産のために要請される自己資本はここに銀行内部のデータと計測によりなされる。両方の IRB 手法において銀行はその与信者に対して自分でデフォルト確率（PD）を推計せねばならない。

基礎的 IRB 手法においては、デフォルト時における損失額とデフォルト時における信用額（EAD）の計算のため監督庁による計算規定を使わねばならないが、先進的 IRB 手法においては自分の LGD 推計（そして自分の EAD 推計）を存分に利用することが出来る。

標準的手法に対して IRB 手法は質的および量的情報、さらに、より詳しい報告義務の観点から銀行に対してより厳しい要請をもつことになる。そして、先進的 IRB 手法にはもっとも厳しい監督基準がつけられる。バーゼル委員会は標準的手法から内部格付手法への漸次的移行を望んでいる。

1.1.2. 市場リスク

国内および国外の商取引と信用取引に関する銀行業務はほとんど市場価格と為替相場の変動のリスクに依存し、損益に影響するものとなる。この市場リスクは利子率、株価、通貨、一次製品の4つに関するものといえよう。第1の柱の最低自己資本の決定のためには、信用リスクに加えてこれらの市場リスクの計測が必要とされる。

1.1.3. オペレーショナル・リスク

オペレーショナル・リスクは当局の理解によると、内部の業務経過、人間、システムなどの不具合、あるいは、外部的結果によって生じた損失の危険とされている。この定義は法律変更のリスクを含むが、戦略上のリスクあるいはレピュテーションのリスクは除外される。オペレーショナル・リスクはバーゼルⅡとの関係で個別に用いられるべきリスク範疇としてつくられたものである。しかし、オペレーショナル・リスクのため今後有効となる当局の規定が金融機関の内部格付方法にとって重要となるかどうかという疑問がもたれる。

1.2. 第2の柱：監督上の検証

第2の柱では質的な銀行監督の必要性が特に強調されている。監督上の検証の主な目的は銀行自身が自主的にリスクに対応することを奨めることにある。すなわち、銀行および貯蓄銀行は独自のリスク状況と適切な自己資本装備の判断のため銀行内部の方法を継続的に改善し、リスク・マネジメントとその内部統制の方法を絶えず発展させる努力が望まれている。そして、監督上の検証は景気変動のような必要最低自己資本の計算だけではカバーすることの出来ないリスク要因に向けられる。

金融機関独自の方法がこれまでも増して監督上の判断基準になるので、監督上の検証は銀行間の対話と監視を促進する。また、監督当局は銀行が自分で

自己のリスクを認識し、測定し、統制ないしは監視する能力を評価することになる。銀行監督は従って銀行全体を基礎に措置を講じるべきことになる。これまでどちらかというとき量的であった銀行監督は、第2の柱によって一層質的な側面の判断を広げている。

1.3. 第3の柱：市場規律

第3の柱では、監督上の目的を達成させるために市場メカニズムの利用を可能にしようという透明性の要請がなされる。情報が透明になることにより一層リスクを意識した業務が行われ、金融機関の効率的なリスク・マネジメントが可能になることが期待される。市場参加者はより満足のできる投資と融資の意思決定を行い、金融機関は一層リスクをコントロールして効率的に統制するよう意識付けられる。

銀行監督は多くの場合、会計報告規則による公告をする資格をもっていないので、情報公開の提案は奨励として行われる。しかし、情報公開が内部格付手法、信用債権の証券化、担保の勘案などのように一定の内部の計算方法の利用に関するものであれば規則という性格をもつことになる。こうした方法ないしは手法によって、金融機関は潜在的により低い自己資本の賦課を達成できるからである。潜在的に自己資本を減少させる内部の方法や手段を銀行監督上承認する前提として、これらの方法に関連する透明性の要請は遵守されねばならない。

2. バーゼルⅡの中小企業への影響

ドイツの中小企業は一般にボンの中小企業研究所の定義が用いられ、売上高と従業員数による区分が行われている⁴。

4 Heeger (2004): Mittelstand und seine gesamtwirtschaftliche Bedeutung, Bundesministerium für Finanzen (unveröffentlichte Materialien).

表 1：中小企業の規模の基準

	小企業		中企業	
	従業員	売上高	従業員	売上高
中小企業研究所	9人まで	100 Mio.EUR	10~499	1~50 Mio.EUR
EU（2004 まで）	49人まで	7 Mio. まで	50~249	7~40 Mio.EUR
HGB 267 条	50人まで	6,875 Mio.	51~250	6.8Mio~ 27.5 Mio.

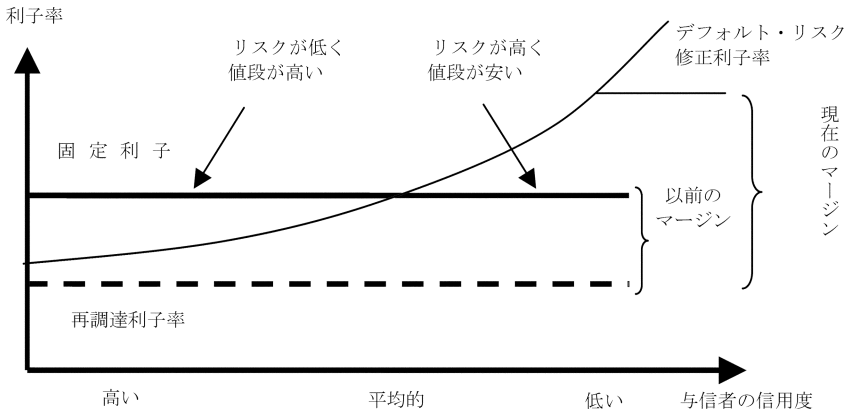
出所：Heeger: Mittelstand und seine gesamtwirtschaftliche Bedeutung. Bundesministerium der Finanzen (unveröffentlichte Materialien) Nov. 2004

マルクからユーロへの転換により売上高の定義が変わり、小企業は 100 万マルクまでであったものが 100 万ユーロまでになり、中企業は 100 万ユーロから 5000 万ユーロまでに変更された。この定義によると 2001 年には 330 万の中小企業があり、ドイツ全体の企業の 99.5%になる。

上述のようにバーゼル I ではリスク資産に対して銀行は一律に 8%の最低自己資本を準備する必要がある、個々の企業の信用度とそれぞれの信用のリスク内容には関係ないものとされていた。企業の規模、業種、信用力はそれぞれ大きな格差のあるものであり、これらに同一の利率を要求することは、リスクの低い企業から高く取ってリスクの高い企業に補助を与える不平等があると批判された。

図 2 において、横軸には与信者の信用度、縦軸には利率が示されている。与信者の信用度が原点に近いほど信用は高い。格付けのランクでは一番左が AAA で、右になるほど C などの信用度の低いランク付けになることを意味している。曲線はデフォルト・リスクを考慮した後の利率を示している。銀行が直面するリスクをよりの確に捉えて、銀行システムの安定性を保つことがバーゼル II の目的である。従って、バーゼル II では銀行の自己資本賦課の義務は一律の比率ではなく、個別の信用のそれぞれのリスク内容と個々の与信先のデフォ

図2：信用修正後の貸出利子



出所：Steiner, M./Loges, H. J./Mader, W./Miehle, C: Mittelstandsfinanzierung am Beispiel von Bayerisch-Schwaben, Düsseldorf 2005

ルト率によって計測され、リスクに対して一層感応的になる。

BIS規制の見直し作業は1998年より始められ、これまで3回の市中協議案が公表され、それぞれについて各国からの諸種の意見や議論が勘案されてきた。2004年6月に最終的に現在の最終案が公表され、予備の期間において2006年末から実施されている⁵。この過程においての第2の市中協議案（2001年1月）は中小企業にとって大きく不利となる懸念があったため、議論の大旋風が起こったことが報じられている。すなわち、中小企業にとって特に融資条件が厳しくなること、長期融資の負担増加、そして、担保の拒否などが批判された。銀行システムの安定性を導くために中小企業金融が犠牲となってはならないわけである。このためドイツ側からの強硬な変更の申し入れが受け容れられたとされ

5 Taistra, G. (2005): Was kann der deutsche Mittelstand von Basel II erwarten? In: D. Engel (Hrsg.), Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, Berlin, p. 66.

ている。日本側からもこの時期に小口分散効果の強い申し入れが行われたことが伝えられている⁶。こうしたことにより現在の案では中小企業の不利は解消したとされている。

中小企業にとってのバーゼルⅡの影響は基本的には、融資を必要とする企業がいわゆるリテール・セグメント（個人などの小口グループ、リテール・ポートフォリオとも呼ばれる）に区分されるかどうかにかかると依存する⁷。このグループには個人の他に、それぞれの金融機関での信用総額が100万ユーロを超えない企業が属する。これには中小企業の95%が入るとされる。このグループに区分されることはその企業にとって大きな特典となる。企業が小規模であれば信用総額も小さくなるため、このグループにおけるリスクの分散は、他の企業グループにおける分散よりも一層大きくなる。小口の信用は、従ってバーゼル案により他のセグメントの規制と比べて、明確に低率の所要自己資本のみで良いことになっている。小企業の1年後のデフォルト率を2%とすると、信用を供与する銀行の自己資本の軽減率は約50%以上とされている。さらに、このグループでは格付けによる信用調査は行う必要はない。むしろ、簡単な計算方法によって一定のリスククラスへの単なる振り分けがなされるのみである。

リテール・セグメントに該当しない規模の大きい企業にとっては、その信用供与は格付け機関による毎年の信用評価か、あるいは銀行内部の格付けシステムによって行われる。さらに、この企業セグメントにおいては基本的により大きな自己資本賦課の要請がなされる。しかし、この企業セグメントに対しても中小企業には特別な軽減措置がとられている。売上高5000万ユーロ以下の企業は売上高に応じて軽減する相関係数を用いるという利点がある。これにより、

6 佐藤（2007）：『バーゼルⅡと銀行監督－新しい自己資本比率規制』東洋経済新報社 p. 275。

7 Paffenholz, G. (2005): Finanzierungsverhalten des Mittelstandes: Status quo und Perspektiven. In: D. Engel (Hrsg.) a.a.O., p. 100.

平均的には自己資本賦課の減少率は10%であるが、20%までになるとされる⁸。二番目に、監督当局である連邦財務監督庁は先進的 IRB 手法において5億ユーロ以下の企業に対してマチュリティ（残存期間）調整を棄却する選択権をもっている。これも自己資本の賦課義務を軽減する効果を導くものである。

このようにバーゼルⅡの結果として中小企業が利子の引き上げを考慮する必要があるとすれば、おおむね緩やかなものとなっている。適切な担保もない、リスクの大きい企業においては新しい自己資本賦課義務により、純粋な計算上明らかにより大きな利率の引き上げが生ずる筈であるが、このような企業はまさにこれまでの信用割当の実務の結果として融資対象を選ぶハードルからも落ちていると考えねばならない。バーゼルⅡの結果としてのみ信用供与が追加的に不足するとはいえないであろう。バーゼルⅡの目的は全体としてリスクの種類によって細分化された銀行の自己資本の要請をすることにおいて、現在有効な自己資本のレベルを超えてはならないことにある。したがって、バーゼルⅡによってのみ信用の利用度が減少してはならないといえよう。

バーゼルⅡにより金融機関は一層独自のリスク戦略を志向し、このために先進的なリスク測定の手法を用い、格付けによる信用評価を行うことになる。バーゼルⅡの自己資本の規制は中小企業の融資にとって一般的に軽減されたされたものとなっている。さらに、ドイツの銀行の長期融資はマチュリティ割増料金（*Laufzeitzuschlaege*）の規則を修正することにより負担が軽くなっている⁹。バーゼルⅡの中小企業にとっての重要な決定は次の点にある：

- ・100万ユーロ以下の中小企業信用はリテール・セグメントに区分されるが、これにはリスク分散が大きいためより低い自己資本が要請される。ドイツの

8 Paffenholz, G. (2005): a.a.O., p. 100.

9 Zinkan (2005): Finanzierung des Mittelstandes. Bundesministerium der Finanzen (unveröffentlichte Materialien).

95%近い企業がこれに相当する。

- ・これに加えて売上高 5000 万ユーロ以下の企業の信用にはリスク加重関数の引下げ (Abschlag) が合意されている。
- ・担保譲渡や債権譲渡のような中小企業に特有な担保は承認されうる信用リスク減少技術に数えられる。

バーゼルⅡの規程によると銀行監督上、中小企業であるという理由のみで信用を高くするという根拠は一切存在しない。それにもかかわらず融資に際して格付けを広く利用することは企業にとっても、銀行にとっても新たな挑戦を意味し、最近よく見られる与信者の信用条件のスプレッドをもたらしたといえよう。

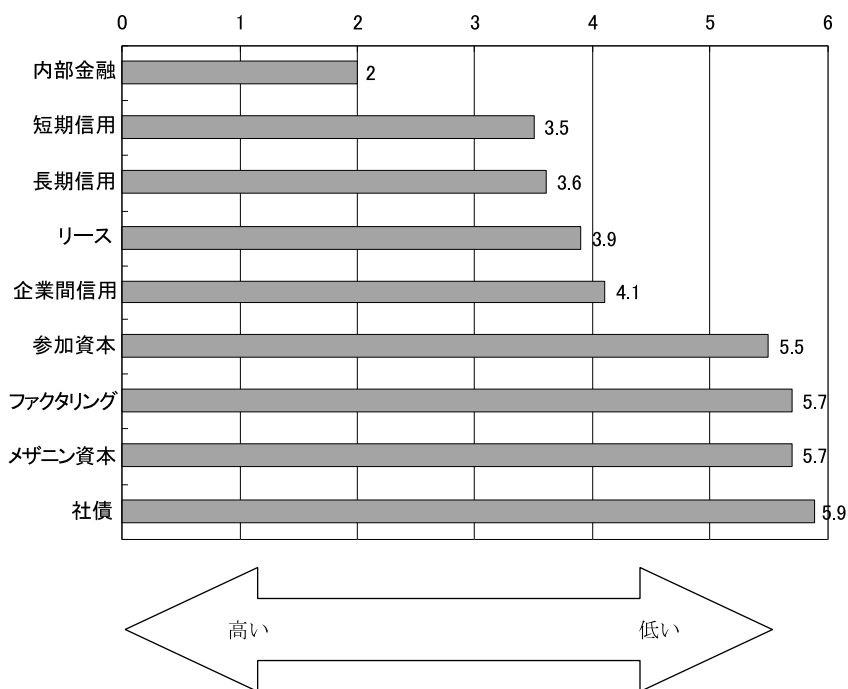
3. バーゼルと中小企業金融の実状

ドイツにおける中小企業は伝統的に内部金融と銀行信用 (融資) の 2 つを基本としている¹⁰。近年の財務環境は新しい変革が多々みられるが、この 2 つの資金調達の基本構造は変わるものとはいえない。中小企業にとっては内部金融がもっとも重要であり、計画した設備投資がこれを上まわる時に外部から資金を要求する。資本需要の残りは主に短期ないしは長期の銀行信用によってカバーされる。

図 3 において横軸は企業にとっての資金調達方法の重要度を 0 から 6 までの評点で示している。0 は重要度がもっとも高く、6 はもっとも低いことを意味する。内部金融と銀行信用がもっとも重視されていることが分かる。この調査は 2006 年の復興信用金庫 (KfW) のアンケート調査による結果であるが、同調査により銀行ないし貯蓄銀行は中小企業の大切な相談相手であり、伝統的に

10 KfW Bankengruppe (2006): Konzernkommunikation: Mittelstandsmonitor 2006, p. 140.

図3：中小企業にとっての資金調達選択肢の重要性



出所：KfW Bankengruppe, Konzernkommunikation. Mittelstandsmonitor 2006, p. 141

その協力関係が継続していることも示されている。中小企業の半数以上は10年以上ハウスバンク（主要取引銀行）との関係があり、中小企業の57%は1つの銀行のみと取引をしている。長期の親密な関係を志向するリレーションシップバンキングは中小企業と銀行関係の基本である。

市場のグローバル化による顧客獲得競争の激化、規制の緩和、データベース利用能力の躍進、リスク・マネジメントの発展などにより90年代の末頃には全ての信用機関において絶えず新しい信用供与の実務が行われるようになった。その結果、中小企業と銀行との関係にも新しい状況と問題が生じている。特に融資を良い条件で得ようとすれば、企業情報の十分な開示と信用が必要になる。

このため自己資本比率が一層重要になる。

KfW は 28 の産業界における専門団体および地域の団体と共に幅広くアンケート調査を行っている。これは全ての規模、業種、法形態、地域の企業において、その銀行、融資条件、そして資金調達慣行に關係する調査である。2006 年の調査結果の中小企業の融資条件に関するものを抜粋すると次のようである¹¹。

金融市場の革新は一層進み、12ヶ月間に 33%（昨年は 42%）の企業にとって難しくなった。同時に 12%（昨年は 7%）の企業においては信用借入は昨年より易しくなったと答えている。金融市場の変革は大企業も小企業も直面することで、同様の問題が生じる。融資が難しくなったことの原因に信用機関が経営情報の開示と担保の設定を求めることが考えられる。大企業は帳簿が整備され情報を提供し易いが、小企業はこれがなく融資の問題がより頻繁に生じる。リスクに適合した信用条件の細分化は大企業と中企業において可能であるが、小企業は信用が良くないために融資を断られる。大企業は信用が必ずしも高くないとすれば、リスク分の追加料を払って融資を受けられる、というものである。

3.1. バイエレン・シュワーベンを例とした中小企業金融

この調査はシュワーベン商工会議所、シュワーベン・ハントヴェルク会議所、バイエレン州経済連合会が研究を依頼され、アウグスブルク大学のシュタイナー教授が代表者となり 4 人のグループによって行われたもので、2005 年にその成果が報告されている¹²。バイエレン・シュワーベン地方の企業 281 社から回収されたアンケートを評価したものである。全部で 6000 通のアンケートが送付されたので回収率は約 5% である。有効回答者の殆どは売上高 100~250 万

11 KfW Bankengruppe (2006): Kommunikation. Unternehmensbefragung p. 3.

12 Steiner, M./Loges, H. J./Mader, W. and Miehle, C (2005): Mittelstandsfinanzierung am Beispiel von Bayerisch-Schwaben.

ユーロの中小企業で、16%のみが1000万ユーロ以上の売上高をもっている。対象企業のうちほとんど80%は従業員50人以下である。従って、この調査は明らかに小企業の領域を対象にしている。

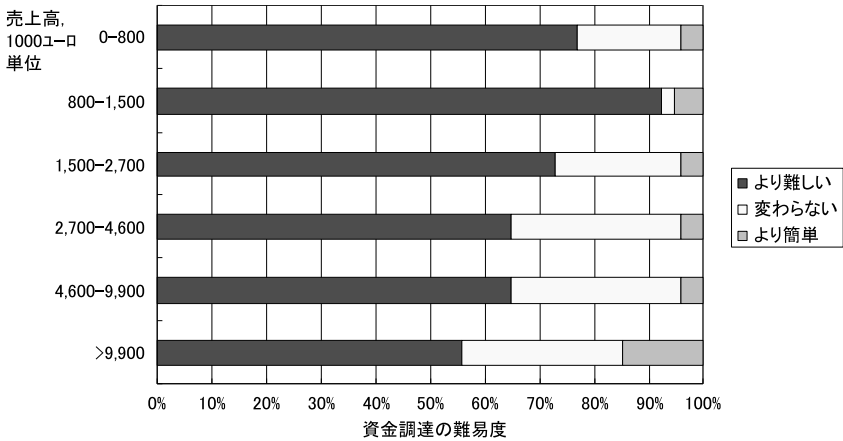
この領域はまさに近年の財務環境変革の影響を大きく受けているものである。取引量が少ないため、必ずしも通常の方法で評価が出来ていない。さらに、この企業グループでは3社に1社が融資を断られている。企業の約半分は信用機関からの担保設定の要求を満たすことが出来ていない。従って、回答者の60%以上が次年度は銀行に依存しないことを目的としている。この銀行への依存性は、該当する企業の70%が1つか2つの銀行としか関係をもたないため一層強くなっている。しかし、新しく銀行を見つけて取引関係をもつことは不可能ではないにしても非常に困難である。市場の失敗とならないように伝統的な銀行関係以外の解決法を見つけねばならない。

この研究は資金調達に際し、小企業が大企業に比べてより多く困難に直面することを示している。企業規模と資金調達状況の判断との間には統計上有意味な関係がみられる。資本構成の問題意識が明らかに意識されている。資本構成に関してはおおそ半分の企業が自己資本を増やすとし、同時に半分は他人資本を減らすとしている。問題はこれをどのように実現するかにある。企業の86%は利益留保によって自己資本を増やすとしている。これは収益状況が悪く国際的に比較的高い企業課税のもとでは至難の業であろう。

企業家が自己の経営を自己のものになりたい意識は、殆ど80%が自己資本を社員貸付(Gesellschafterdarlehen)によって高めようとしていることに示される。外部から参加資本を導入するとかメザニン資本¹³を用いることによって自己資本を調達することは回答者の計画にはみられない。これは1つには企業

13 田淵・Bebenroth, R. (2007): 「メザニン資本とドイツ中小企業金融」『大阪経大論集』第57巻5号 p. 125-140。

図 4：企業規模と資金調達難易度との関係



出所：Steiner, M./Loges, H. J./Mader, W./Miehle, C: Mittelstandsfinanzierung am Beispiel von Bayerisch-Schwaben. p. 60

規模が小さいことにもよるが、他方これらの調達方法に関する情報がまだ足りないことも考えられる。

図 4 において資金調達が以前と比べて難しくなったという回答は、売上高による企業規模が小さくなるほど増加する傾向を示している。

3.2. 格付けと中小企業

バーゼルⅡにより銀行は与信者のリスクアセットの計測をより精密に行い、リスクに応じた自己資本の装備をすることを要請される。ここに今まで以上に重要な意味をもつのが格付けである。格付けとともに企業の情報がより詳しく提供することが要請される。

企業が資本調達を計画するとすれば、格付けは企業の資本返済能力に関する情報として中心的な意味をもつものである。しかし格付けの概念は、バーゼルⅡの貸出利子との関連のみで考察されるのではなく、むしろ企業の規則正しい

健康診断と考えるとよいものであろう。外部格付けと内部格付けがあり、外部格付けは銀行の内部格付けを補う役割をもっている。これは、外部格付けが特にマネジメントや市場などの質的要因を銀行よりも詳しく調査する時にいえよう。内部格付けは銀行によってその方法と表明の仕方が異なるものである。独立の格付け機関の格付けは中立的であり、専門家の評価として革新的財務概念の基礎ともなる。伝統的な信用経済から離れて近年開発されたオルタナティブな金融商品の提供者と交渉するとすれば、外部格付けはなくてはならないものである。

表2：主な外部格付け機関

名称	顧客	事業
Moody's	大および中企業	コンサルティング、 格付け
Standard & Poor's	大企業	コンサルティング、 格付け
Fitch IBCA	大および中企業	コンサルティング、 格付け
Creditreform Rating AG	中小企業	格付け
Euler Hermes Rating GmbH(Rating Alliance)	中小企業	格付け
R&S Rating Service AG	中小企業	中小企業および起業コンサルティング、 格付け

出所：Steiner, M./Loges, H. J./Mader, W. and Miehle, C. (2005): Mittelstandsfinanzierung am Beispiel von Bayerisch-Schwaben.

バーゼルⅡによると銀行は顧客の信用性を調査するため、簡略化された手法において外部格付けか内部格付けを選択出来る。外部格付けの利点は国際的基準を基本とする著名な機関による独立した信用調査にある。これは質的な内容をもった信頼性のあるもので、市場を志向した信用の推計となっている。しかし外部格付けのコストは非常に高いため、国際的取引に携わる規模の大きな中小企業にとってのみ関心を引くものであろう。

銀行の内部格付けは問題点指摘や解決案提案などを行うが公表はしないので第三者には分からないものである。

3.3. ドイツ商工会議所による調査結果

ドイツ商工会議所（DIHK）は「企業財務に対するバーゼルⅡの影響」というテーマで、傘下の各地域商工会議所に所属する企業に送ったオンラインのアンケート調査の結果を公表している¹⁴。調査は2006年12月に行われ、2007年1月に集計評価されたものである。1100社の企業から回答があり、産業別に見ると工業と建設業は46%、商業は21%、そしてサービス業は33%となっている。地域別に見ると北部は15%、西部は36%、南部は32%、そして東部は17%となっている。

2007年からバーゼルⅡが施行され、信用機関は信用をリスクに応じて価格付けるよう法的に促されることとなった。企業は信用供与に際してこれまでと違った規則に適合させねばならない、すなわち、企業の自己資本比率がリスク評価の核心とされる。調査結果の要点は3つに絞られる：

- ・ 小企業と商業は2002年におけるよりもバーゼルⅡに対して一層批判的であ

14 Deutsche Industrie- und Handelskammertag/Berlin/Bruessel (2007): Auswirkungen von Basel II auf Finanzierung von Unternehmen, Berlin.

る

- ・融資認可の困難性がすべての企業にとって最大のリスクとされる
- ・全体として企業はバーゼルⅡに対してチャンス・リスクの割合を 53:47 とみているが、これは 2002 年の調査の結果よりもやや良くなっている。

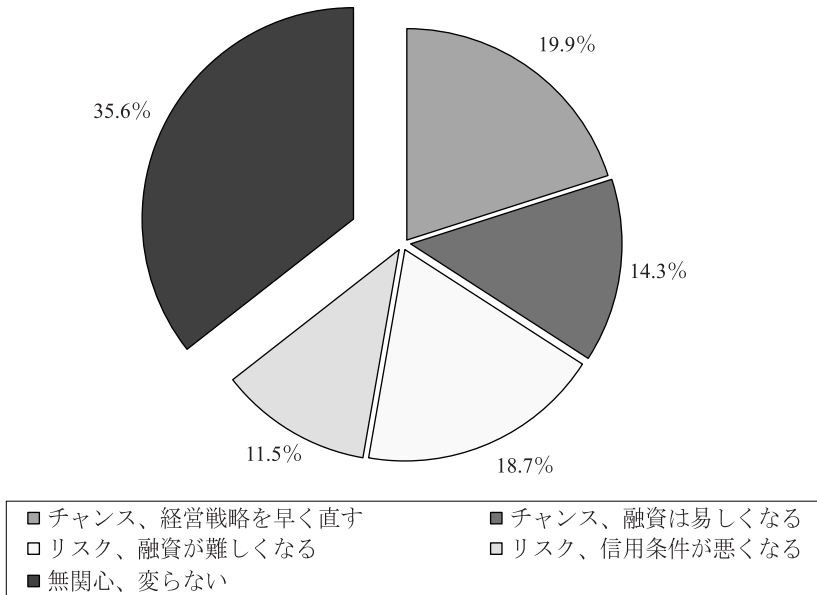
調査結果の概要によると、小企業の 50%がバーゼルⅡを企業金融にとってリスクであると評価している。17%のみが経営管理向上のため、あるいは信用条件改善のためのチャンスであるとし、さらに 30%の企業は特に大きな影響はないとみている。商業もバーゼルⅡに対して懐疑的である。39%は銀行の新しい自己資本規制は融資にとってマイナスの影響をもつとみている。31%のみが賛成し、30%は影響なしとみている。

融資の認可の困難性に対して企業はもっとも大きなリスクがあるとみている。全ての業種と全ての規模において 19%の企業がこの回答をしている。従業員 10 人以下の小企業では 35%である。11 人から 26 人までの企業でも 26%となっている。小企業にとっては、特に担保の有無がより重要になる。バーゼルⅡの中小企業セグメントの規定は平均的に、より有利な条件を可能にしている。しかし、企業に担保がないため融資が認可されないとすれば、中小企業セグメントの利点は全く受けられない。信用力の弱い企業はさらに、信用条件が悪くなることを危惧せねばならない。12%の企業はこのリスクを挙げている。

長年議論されてきたバーゼルⅡが 2007 年から施行されるが、これが企業にとってチャンス（有利）となるかリスク（不利）となるかについての回答が求められた。チャンスとなるのは企業管理が早期に改善される場合と信用条件が良くなる場合に分けて回答が求められた。リスクには融資が難しくなる場合と信用条件が悪くなる場合に分けて回答が求められた。大企業の回答と小企業の回答をそれぞれ分けて示すと次のようになる。

従業員 1000 人以上の大企業では、35.6%の企業がバーゼルⅡは大きな影響

図 5 : バーゼルに対する意見、全部の企業から

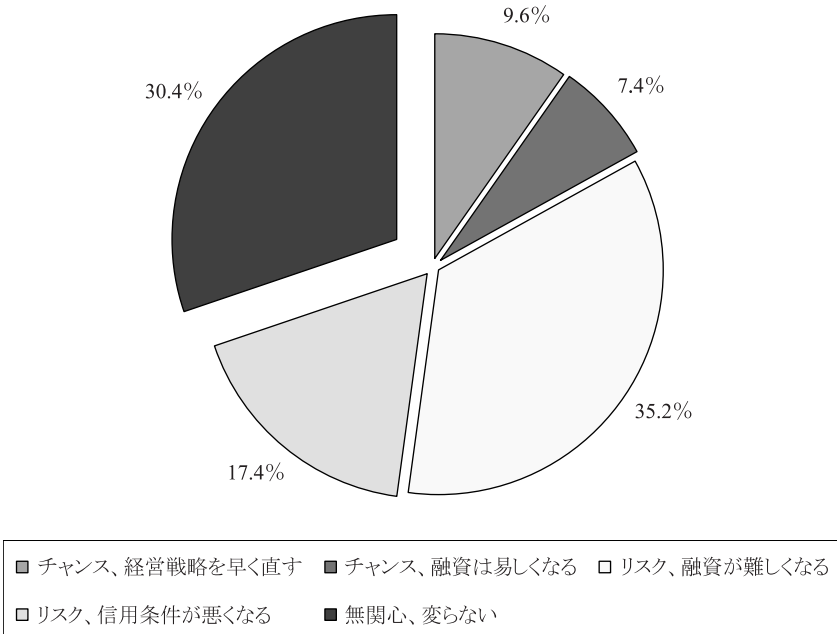


出所 : Deutsche Industrie- und Handelskammertag/Berlin/Brussels: Auswirkungen von Basel II auf Finanzierung von Unternehmen, Berlin 2007, p. 4

はないとしている。大企業は資本市場を利用出来るので銀行からの依存性が少なく、オルタナティブの資本調達をすることが出来る。全部で 34.2% の大企業はバーゼル II をチャンスとみている。これに対して 30.2% がリスクとみている。全体として大企業は早くから新しい状況の変化に適応し、効率的な計画ないしコントロール手法によりすでに築かれてきた戦略的経営管理を行っていると考えられる。

これに対して従業員 10 人以下の小企業では、30% の企業は影響がないとし、17% がチャンスとし、53% はリスクとしている。大企業に比べると小企業はチャンスとする比率は少なくリスクとする比率は大きくなっている。バーゼル II に対する評価が大企業と小企業の間で格差があることが示されている。

図6：バーゼルに対する意見、小企業（10人以下）



出所：Deutsche Industrie- und Handelskammertag/Berlin/Bruessel: Auswirkungen von Basel II auf Finanzierung von Unternehmen, Berlin 2007, p. 3

4. おわりに

銀行の最低自己資本比率に関するバーゼルⅡの規制内容は極めて複雑で専門的知識を必要とする部分が多いが、企業にとって重要な点は銀行が貸出をする場合にこれまで以上に貸出先の信用リスクを調べ、それに応じた自己資本の計算をすることが必要になったことにある。近年においての銀行ではデータ処理ないしはリスク計測の方法が格段に進み、格付とともに自らのリスク・マネジメント戦略に応じた対応がなされるようになってきている。信用リスクに応じて精

緻な計測がなされ貸出が行われるとすると、信用度の高い大企業は低い利子で、中小企業は高い利子で貸出を受けることになる。こうした中小企業の不利益の問題はリテール・セグメント、および、一定規模以下の中小企業へのリスクウェイト率引き下げによって考慮されることにより一応解決されたとみられる。リテール・セグメントの企業は一律 75% のリスクウェイトで貸出額の大きい企業（100%）よりも 25% 低くなっているため、銀行の所要自己資本は少なく済む。貸出利子もそれに応じて低く出来る。しかし、これらのリテールにおいてリスクに関わる情報を提供する必要のあることには変わりはない。企業側はこれまで以上に詳しい経営内容の開示を求められる。

最近においてのドイツ中小企業の実態をみると、信用リスクに応じて貸出を受けられる企業はよいが、信用リスクが大きいと貸出を断られる小企業の問題が指摘されている。復興信用金庫（KfW）の調査では、大企業は信用が悪くなればリスク分の追加料を払って融資を受ける可能性があるが、小企業はその可能性もなく融資を断られる場合があることが指摘されている。

ドイツ商工会議所の 2006 年度末の調査では、企業にとっては融資を受けられるかどうか企業が最大リスクであることが報告され、小企業が大企業よりもバーゼルⅡに対してより批判的になっていることが示されている。バイエルン・シュワーベン地方の調査では 231 社のみのアンケートであるが、小企業の方が資金調達に困難であること、担保を設定出来ないために融資を断られるケースが多いこと、このため銀行からできれば独立したい希望があることなどが報告されている。

一方、バーゼルⅡによって信用リスクの調査がより厳しくなったことは企業にとってチャンスとも考えられる。すなわち、企業側の情報として財務諸表による過去の情報のみではなく、投資戦略や経営戦略に関わる未来志向の情報を提供して有利な条件を得よう交渉出来る。そのためには、企業の会計制度ないしは管理システムの整備が必要になり、同時に経営管理ないしはマネジメン

トの能力を改善させる契機となりうる。資本構成を向上させることは特に重要であるが、そのためにも現在発展しつつある多様な資金調達方法の選択肢の研究も有意義になる。ドイツ商工会議所の調査結果はこのような背景からチャンスとリスクの比率が4年前よりも僅かながらチャンスに向かって向上したことを示している。[この研究は大阪経済大学2007年度特別研究費による成果の一部である]

参考文献

- Deutsche Industrie- und Handelskammertag/Berlin/Bruessel (2007): Auswirkungen von Basel II auf Finanzierung von Unternehmen, Berlin.
- Heeger (2004): Mittelstand und seine gesamtwirtschaftliche Bedeutung, Bundesministerium für Finanzen (unveröffentlichte Materialien).
- Initiative Finanzstandort Deutschland (2006): Rating Broschüre.
- KfW Bankengruppe (2006): Konzernkommunikation: Mittelstandsmonitor.
- KfW Bankengruppe (2006): Kommunikation: Unternehmensbefragung.
- Perridon, L. and Steiner, M. (2004): Finanzwirtschaft der Unternehmung, München.
- Paffenholz, G. (2005): Finanzierungsverhalten des Mittelstandes: Status quo und Perspektiven. In: D. Engel (Hrsg.), Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, Berlin.
- Steiner, M./Loges, H. J./Mader, W./Miehle, C. (2005): Mittelstandsfinanzierung am Beispiel von Bayerisch-Schwaben.
- Taistra, G. (2005): Was kann der deutsche Mittelstand von Basel II erwarten? In: D. Engel (Hrsg.), Mittelstandsfinanzierung. Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, Berlin.
- Zinkan (2005): Finanzierung des Mittelstandes. Bundesministerium der Finanzen (unveröffentlichte Materialien).

佐藤隆文 (2007) : 『バーゼル II と銀行監督－新しい自己資本比率規制』東洋経済新報社。

田渕進・Bebenroth, R. (2007) : 「メザニン資本とドイツ中小企業」『大阪経大論集』第 57 卷 5 号 p. 125-140。

中小企業金融公庫総合研究所 (2004) : 「新 BIS 規制 (案) の概要と銀行の貸出行動に与える影響について」調査レポート No 16-5, 12 月 14 日。

第5章 メザニン資本とドイツ中小企業金融

はじめに

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。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¹は日本においても同じである。近年のグローバル化とITの急速な進展にもなつ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²。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まっている。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、1ではメザニン資本の概念について説明し、2ではメザニン資本の利点と欠点を考察し、3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

1 Paul, S. and Stein, S. (2005): Eigenkapitallücke und Eigenkapitalstrategien im Mittelstand. In: D. Engel (Hrsg.), Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, Berlin, p. 39f.

2 Bebenroth, R.・田淵 (2004): 「中小企業の金融環境ードイツと日本の比較ー」『大阪経大論集』第55巻1号 p.215。

べ、4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。5では若干の考察を加えて結びとする。

1. 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 (mezzaninecapital) が資金調達的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、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る³。メザニン資本を説明するためには自己資本と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いわねばならない。例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⁴からである。従って、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1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ー

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・エクイティ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, G./Frommann, H. and Kühr, T. (2003): Private Equity-Venture Capital, München, p. 222.

4 Drukarczyk, J. (1996): Finanzierung, 7. Aufl., Stuttgart, p. 252.

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	普通確定利子
経営権	情報・監査・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	利子の損金算入

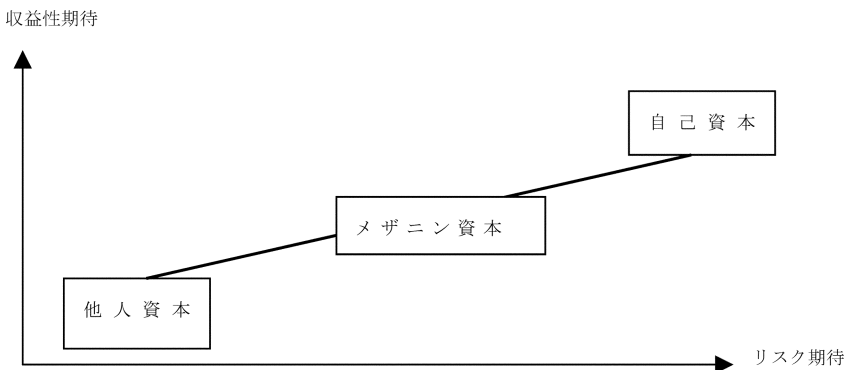
出所：Häger, M./Elkemann-Reusch, M. (2004): Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin, p. 24. より作成

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。

メザニン資本は従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全ての資金調達的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。ビ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全ての法的に可能な、すな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⁵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2のように示される。

図2：資本調達の種類とリスク・収益性期待



出所：Nathusius, K. (2001): Grundlagen der Gruendungsfinanzierung. Wiesbaden, p. 109.

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。以下において、ドイツにおいて最も多く利用されている4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)

5 Büschgen, H. E. (2006): Das kleine Bank-Lexikon, Düsseldorf.

劣後ローン (Nachrangdarlehen)

1.1. 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 1 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金会社に分けられ、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 4 つが含まれている⁶。ただし、ドイツの合名会社と合資会社は法人ではなく⁷、他の二者と同様契約による組合的性格の強いものである。ドイツの人的会社は 4 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。匿名組合員は更に、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次のようになる⁸：

6 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 (2000)：『一般経営経済学第 1 巻基本問題』森山書店 p. 151。

7 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 and Marutschke, H. P. (1997): 『ドイツ法入門』有斐閣 p. 142。

8 Häger, M. and Elkemann-Reusch, M. (2004): a.a.O., p. 60.

- ・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時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。従って、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、例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。

1.2. 享益証券

享益証券とは出資者に対して利益に応じた配当を受ける享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享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⁹。

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享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、享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り、社員の権利に対して優先、同等、劣後の場合があり得る。享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。

享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5つが挙げられる¹⁰：

- (1) 享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) 享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) 享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、享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享益証券を発行出来るが、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いわねばな

9 dieselben, p. 211.

10 dieselben, p. 215.

らない。これは享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。享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。

1.3. 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方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¹¹。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時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、交換期限を定めるなどの方法をとることが出来る。

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が出来る権利を保証

11 Perridon, L. and Steiner, M. (2004): Finanzwirtschaft der Unternehmung. München, p. 40.

するものである¹²。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時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。

1.4. 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¹³。しかし劣後ローンは他人資本であって、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、他の全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。従って、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2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¹⁴。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出来るが、

12 dieselben, p. 412.

13 Häger, M. and Elkemann-Reusch, M. (2004): a.a.O., p. 179.

14 dieselben, a.a.O., p. L7.

そうでなくてもよいとされている。さらに、いわゆるエクィティーキッカー (equity kicker)¹⁵ 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) の償還を済ませた後に行われる。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。

2. 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、それぞれ他の特徴も同時にもっているものである。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ことが可能である。転換社債とオプション債、そして享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の間でこれを変更ないしは補完出来るわけである。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出来る。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

15 投資家が一定時点で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。

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。

2.1. 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、資金需要を全て優先順位の負債（senior debt）によって賄うことは難しい。既存の社員にとっては、さらに自分の会社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¹⁶。

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出来るエクィティキッカー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出来る。

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みると明らかに他人資本であるが、優位の債権者からみ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

16 Dörscher, M. and Hinz, H. (2003): Mezzanine Capital - Ein flexibles Finanzierungsinstrument für KMU. Finanz Betrieb, p. 606.

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。

2.2. 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。従って、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と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¹⁷。メザニン資本は自己資本提供者のもつ権利を持たないので、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、例えば、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

17 dieselben, p. 609.

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な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。

3. 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 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¹⁸。中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員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。

18 KfW Bankengruppe (2008): MittelstandsMonitor 2008.

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¹⁹。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づ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にさせたため、これまで自己資本増強の必要性が軽視されてきたといえる。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²⁰。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

19 Plattner, D./Skambracks, D. and Tchouvakhina, M. (2005): Mittelstandsfinanzierung im Umbruch. In: D. Engel (Hrsg.), Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen. Berlin, p. 15.

20 ebenda, p. 18.

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かかることになる。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。

4. 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2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²¹。近年の財務

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

環境は大きく変化したが、この2つの柱は抜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2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いえよう。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、パイアウト、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²²。自己資本比率の向上に努めないと回答したものの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 (100万ユーロ) 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 (5000

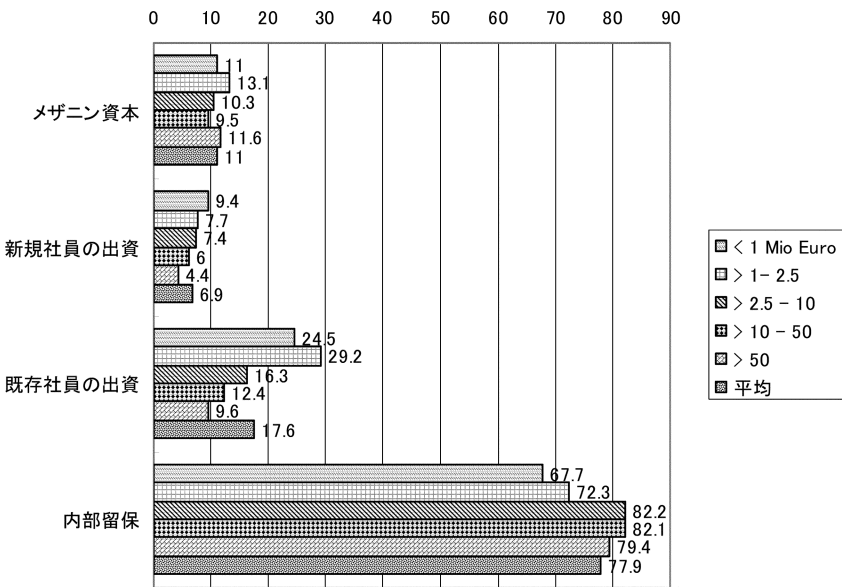
22 ebenda, p. 170.

万ユーロ)以上の企業は12.4%である。

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、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3は自己資本を増加させるための手段として、内部留保、既存社員の出資、新規社員の出資、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%の企業は内部留保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出来た場合の話であり、景気と市場の動向に大きく依存している。他の方

図3：自己資本増加のための資金源（企業規模別）



出所：Kfw-Bankengruppe (2006): Mittelstandsmonitor 2006: Konjunkturaufschwung bei anhaltendem Problemdruck, p. 172 の表より作成

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 5000 万ユーロ以上の企業が 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。

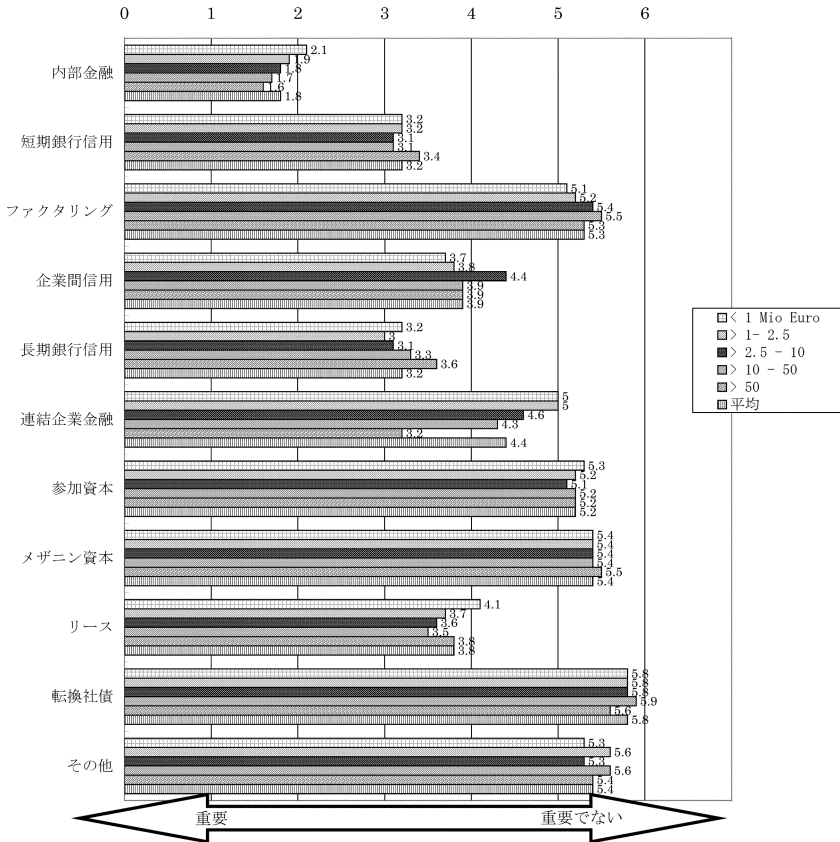
KfW による最新の企業アンケート調査²³によると資金調達の方法について一層詳しい報告となっている。この調査は毎年実施されているが、2006 年の調査の副題として「銀行による中小企業の再認識、小企業への信用は続いて逼迫」となっている。調査は 2006 年の第 1 四半期に実施され、9 月にインターネットで公開されている。資金調達法としては内部金融と銀行信用が最も重要な地位を占め、企業規模が大きいほど代替的手段としてリース、メザニン資本、参加資本などが増加している。銀行信用の利用が厳しくなるにつれ資金調達源は多様化され、メザニン資本のような代替的資金調達法が増え、これらは中小企業にも利用が可能となっている。

図 4 は個別の資本調達法が実際にどの程度重要かを問い、0（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 5 つの企業規模と平均値で示している。平均値でみると内部金融が 1.8 で、群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 で続き、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 5 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 0（重要である）から 6（重要でない）の 6 段階で回答し

23 Plattner, D. and Plankensteiner, D. (2006): Untemehmensbefragung 2006 - Unternehmensfinanzierung: Banken entdecken den Mittelstand neu. Kreditzugang für kleine Unternehmen bleibt schwierig. Frankfurt.

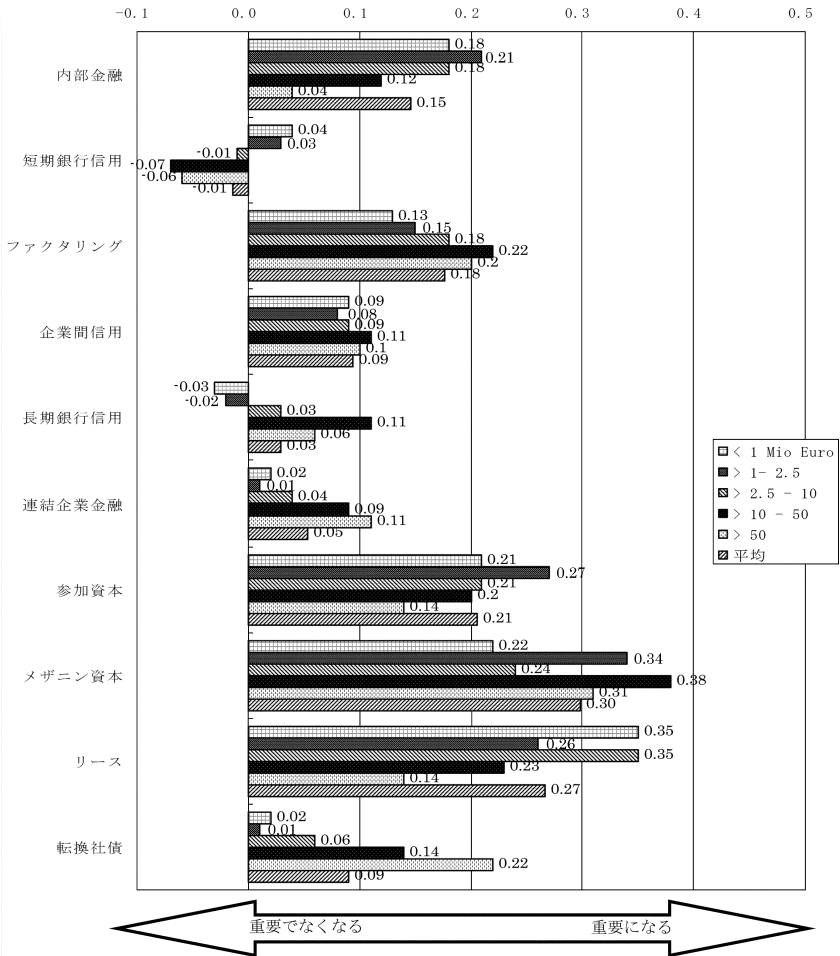
図4：企業規模別に見た資本調達源の現在の重要性



出所：Kfw-Bankengruppe (2006): Kfw Banken entdecken Mittelstand neu. Unternehmensbefragung, p. 69 (複数回答可能)

たものから現在の重要性の6段階の数値(図4)を差し引いた値である。メザニン資本は平均値0.30であり、リースは0.27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(連結企業)金融は0.06でさらに小さい。長期銀行信用の0.03

図 5：企業規模別にみた資本調達源の重要性の展開



出所：Kfw-Bankengruppe (2006): Kfw Banken entdecken Mittelstand neu. Unternehmensbefragung, p. 72

と短期銀行信用の-0.01 はほとんど変化なしとみて良い値である。

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 250-1000 万ユーロのクラスが 0.4 で最も大きく、その上の 1000-5000 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。

5. 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極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出来るのみでなく、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すむ。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リエアウト、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。

参考文献

- Bebenroth, R.・田渕進 (2004) : 「中小企業の金融環境ードイツと日本の比較ー」『大阪経大論集』第 55 卷 1 号 p. 215-225.
- F. X. ベア・E. デヒテル・M. シュヴァイツァー・小林哲夫・森昭夫 (2000) : 『一般経営経済学第 1 巻基本問題』森山書店。
- 村上淳一・Marutschke, H. P. (1997) : 『ドイツ法入門』有斐閣。
- Büschgen, H. E. (2006) : Das kleine Bank-Lexikon, Düsseldorf.
- Dorscher, M. and Hinz, H. (2003) : Mezzanine Capital – Ein flexibles Finanzierungsinstrument für KMU, Finanz Betrieb, S, p. 606-610.
- Drukarczyk, J. (1996) : Finanzierung, 7. Aufl., Stuttgart.
- Häger, M. and Elkemann-Reusch, M. (2004) : Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin.
- KfW-Bankengruppe (2008) : Mittelstand trotz nachlassender Konjunkturdynamik in robuster Verfassung.
- KfW-Bankengruppe (2006) : Banken entdecken den Mittelstand neu. Unternehmensbefragung.
- KfW-Bankengruppe (2006) : Innovationen im Mittelstand: aktuelle Entwicklungen, Beschäftigungswirkungen und Finanzierungsprobleme. Pressegespräch 6. 7. 2006, Frankfurt.
- KfW-Bankengruppe (2006) : Mittelstands Monitor 2006, Jährlicher Bericht zu Konjunktur und Strukturfragen kleiner und mittlerer Unternehmen, Frankfurt 3. März 2006: <http://www>.

kfw.de.

KfW-Bankengruppe (2006): Mittelstandsmonitor 2006: Konjunkturaufschwung bei anhaltendem Problemdruck, p. 172.

Leopold, G./Frommann, H. and Kuhr, T. (2003): Private Equity-Venture Capital, München.

Nathusius, K. (2001): Grundlagen der Gründungsfinanzierung: Instrumente- Prozesse- Beispiele, Gabler-Verlag.

Paul, S. and Stein, S. (2005): Eigenkapitallücke und Eigenkapitalstrategien im Mittelstand. In: D. Engel (Hrsg.), Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, Berlin.

Perridon, L. and Steiner, M. (2004): Finanzwirtschaft der Unternehmung, München.

Plattner, D./Skambracks, D. and Tchouvakhina, M. (2005): Mittelstandsfinanzierung im Umbruch. In: D. Engel (Hrsg.), Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, Berlin.

Plattner, D. and Plankensteiner, D. (2006): Unternehmensbefragung 2006- Unternehmensfinanzierung: Banken entdecken den Mittelstand neu. Kreditzugang für kleine Unternehmen bleibt schwierig. Frankfurt.

第6章 ドイツの新規株式公開企業と アンダープライシング

はじめに

日本でナスダックジャパン（現ヘラクレス）の進出が伝えられ、東証マザーズが創設された1997年には、ドイツでも同じくベンチャー企業のために Neuer Markt が創設された。1997年から2003年までの間に Neuer Markt では新規株式公開（IPO）が多く行われた。この研究ではドイツで新規株式公開を行った企業について調査し、特にドイツのアンダープライシングの問題を考察する。Neuer Markt での IPO の特徴を調べ、適正な価格が決められるかどうかを検討する。そのためにどのような株主がアンダープライシングに関係していたかを調べる。

1. 新規株式公開

新規株式公開は日本語の表現であって、どこでも十分理解出来る言葉であるが、ドイツでは多少異なった特徴がある¹。新規株式公開は、起業家が具体的に新しいビジネスを興し、高いレベルの技術を利用し、素早い成長を図るための資金獲得手段である。

新規株式公開に当たっては様々な支持グループがある。借入先としての銀行

1 Storz, C. (2000), p. 2ff.

だけではなく、将来業績の上昇が予想される企業に投資を行うベンチャーキャピタル、証券会社、監査法人などが挙げられる。さらに知識や経験を提供するビジネスエンジェルも重要である。特に、アメリカとイギリスではエンジェルが多く、その研究が盛んである²。

新規株式公開を支援する主体にベンチャーキャピタル会社（Venture Capital Gesellschaft）とビジネスエンジェルがある。田淵によると「ベンチャーキャピタルが資本のみを示すとすれば、これを供給する仲介機関はベンチャーキャピタル会社といった方が正確である」と指摘している³。

ドイツの証券取引所の **Neuer Markt** という新興市場はベンチャー企業のために創設された市場である。つまりベンチャー企業の新規株式公開による資金調達を主目的とした資本市場である。1997年3月10日に開設されたが、2003年6月には閉鎖されている。

2. ドイツの IPO-マーケット

2.1. IPO

IPO は **Initial Public Offer** の略称であって、新規株式公開という意味であり⁴、ドイツの株式会社法第 202 条に規定されている。どの割合の株式をどの株主に売却するかは、経営者が自分自身で決めることができ、例えば個人株主やベンチャーキャピタル会社、銀行などを売却先として選択することが出来る。

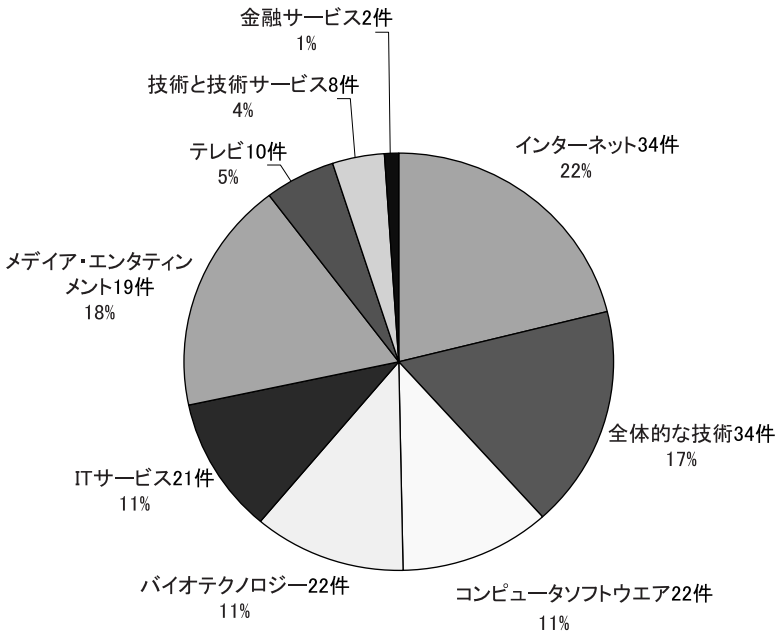
特に、1997年からドイツベンチャー企業は **Neuer Markt** での株式公開が多く

2 Fath, C. (2002), p. 84.

3 田淵 (2003), p. 26.

4 Franzke, S.A. (2001); Mayer, M.D. (2001), p. 1043-1063; Tykvova, T. (2003a); Tykvova, T. (2003b).

図1：Neuer Markt でなされた IPO



出所：Tykvoval, T. (2003): Is the Behavior of German Venture Capitalists Different? Evidence from the Neuer Markt. In: ZEW-Mannheim, Discussion Paper, No. 03-44, p. 6

なってきた。ベンチャーキャピタル会社はベンチャー企業のために資金や知識を提供する。見返りとしてベンチャーキャピタル会社は将来、株式を売却することによって資金を回収出来る。

2004年10月に至るまで437企業のIPOがなされたが、Neuer MarktではIPOを行った企業のうち179社のベンチャー企業であった。

ドイツの証券取引所における1977年から1997年にかけての全てのIPOよりも、Neuer Marktにおいての1997年から2003年までの間の方がIPOは多くなされている⁵。そしてIPOは1998年10月から2000年6月にかけて、ピーク

を迎えた⁶。そのようなベンチャー企業はハイテクやインターネット、環境保護等⁷に関連する企業が多くなるため、成長の可能性が高く魅力的な企業が多い⁸。しかし、ベンチャー企業は新しい技術をビジネスの柱とするため、既存分野の中小企業と比較して高いリスクを負うものである⁹。特に、IT 関連銘柄への期待は大きかったためバブル相場となったが、その後バブルは崩壊することとなった¹⁰。

2.2. 株主構成

IPO によって株主構成がどのように変わるかは重要なことである。規定によると IPO の時点で増資を行う必要があり、25%は一般投資家に売却されねばならない、Free Float と表現される。そして IPO の後 6 ヶ月間は、すべての株主は保有株式を売却してはならない。IPO を行った企業の時間的経過を見ると、

5 Bessler, W. and Kurth, A. (2004), p. 69.

6 飯野 (2003), p. 130.

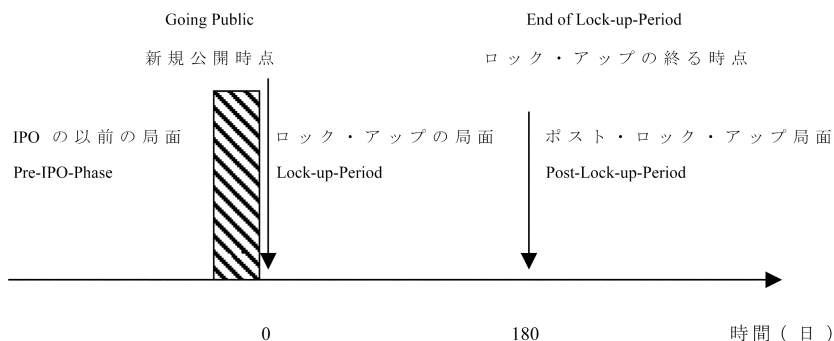
7 今日において環境マネジメントはドイツ人にとって大切な事であり、環境法に関してはドイツはヨーロッパでもっとも厳しい国となっている。1993年に環境管理・監督スキーム (イマス、EMS) が創設されている。ほとんどの廃棄物の包装にはリサイクルマークが付いており、そのマークの付いた物はリサイクルをしなければならない。通常、会社は自分でリサイクルを行わないので、1991年に設立された DSD (Duales System Deutschland) に委託することになる。DSDの会社はリサイクルを行ったりリサイクル費用が製品の値段に上乘されるため、消費者がリサイクル費用を負担することとなる。

8 忽那・山田・明石 (1999) :『日本のベンチャー企業』日本経済評論社 p. 47。この中小企業はサイモン氏によると隠れた王者 (The hidden champion) と呼ばれた会社のこととされる、Storz, C.・内田 (2002) :『グローバル経済と中小企業』世界思想社 p. 242.

9 Altenburgerによるとドイツの参考文献のリスクについては正確な理論がない。Altenburger, A. (2002), p. 128-134.

10 バブルの崩壊の理由は色々あるが、伝統的な企業に比べて新規株式公開の企業の急激な成長は見られなかった。

図2：IPOの局面



出所：(In Anlehnung an) Bessler, W./Kurth, A. and Thies, S. (2003): Grundsätzliche Überlegungen zur Kapital- und Aktionärsstruktur beim Börsengang von jungen Wachstumsunternehmen. In: Finanzbetrieb, No. 10, p. 651–665, p. 653

3つの局面が見られる。第一の局面は創設からIPOが行われるまでの間で、第二の局面はIPOが行われた日から普通6ヶ月間までである。この間の名称はロック・アップ(売却閉鎖)の局面である。多くの経営者は、この期間は株式売却が不可能という契約を締結しており、およそ180日間である。第三の局面は180日の後ポスト・ロック・アップ局面であり、その日以後で株式の売却が可能となる。

2.2.1. IPO以前の局面

以前の局面では“ブリッジファイナンス”(つなぎ融資=bridge loan)が多い。これはIPOの6ヶ月前や1年前に、Pre-IPO-financingとして行われる¹¹。

経営者の目的は、成長のために多くの資金を獲得することであり、自分自身多くの株式を買い入れ、他の投資家に株式を売却する。経営の安定を図るため

¹¹ Nathusius, K. (2001).

に、株式を出来るだけ多く一般投資家に売却することが多い。企業を企図して多くの経営者は IPO を望むことになった。

投資家は新規株式公開が新しい技術の利用と共に早く成長することを望んでいる。そのために、資本構成は大事なことである (“Optimale Kapitalstruktur”)。自己資本と他人資本の構成割合、つまりどのような比率が企業に対して一番最適かは、財務理論上、大切なことである。資金獲得額の多寡、公開する割合によるリスクの多寡と共に、コーポレート・ガバナンスの問題も重要となる。

Neuer Markt で IPO されたベンチャー企業は自己資本が低いレベルであって、自己資本比率平均は 21% から 31% ぐらいである。理論的に IPO 企業は資金がないので IPO を行うのであるが、現実的には事前に銀行から借入が出来る企業が IPO を行えるので、IPO 出来る企業は金融面の問題は少ないといっている¹²。しかしこの時、銀行借入増大によって IPO の前よりも自己資本比率は下がることになる。

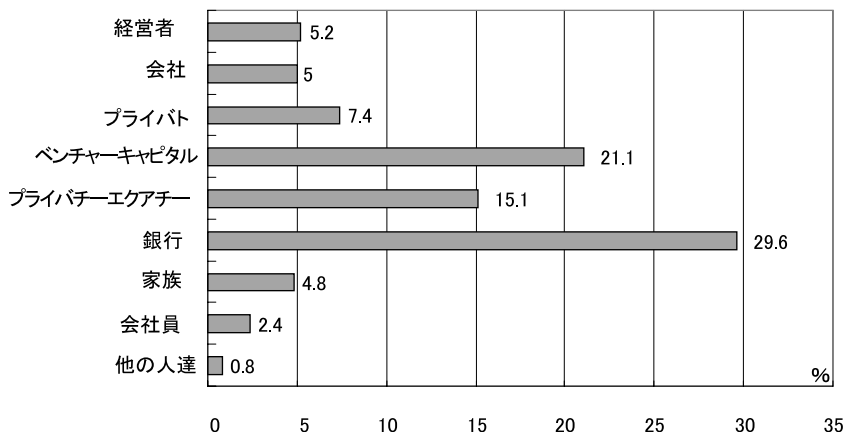
2.2.2. IPO 以後の局面

投資家は色々な目的をもっている。IPO の日以後は、戦略的な投資家は長期間投資するが、それに対し銀行やベンチャーキャピタル企業は早期に株式を売却する “exit-strategy” をとる場合が多い。従業員と経営者にとって早期の Exit は、株主の信頼の観点からも好ましくないため、IPO を行った日から 6 ヶ月間は売却してはいけないというロック・アップの時期を多くの会社が設けている。

一般的に、ベンチャーキャピタル会社や銀行は経営者と異なり、投資家に株式を売り出す時ロック・アップ契約を結ばない。一方で、約 50% 以上の経営者は 6 ヶ月間以上にわたってロック・アップされて、株式をその間に売却する

12 Bessler, W. and Kurth, A. (2004), p. 61.

図3：IPOにおける旧株主の売却構成の平均比率
(株式所有の変化率－全てマイナス)



出所：Bessler, W./Kurth, A. (2004), p. 64

ことが出来ない¹³。つまり IPO の日以後は経営者よりベンチャーキャピタルと銀行の方が早く株式を売却することが出来る。

図3を見ると IPO の日以後において株式を売却した割合は会社（5%）、会社員（2.4%）と経営者（5.2%）の割合で少ない。一方、ベンチャーキャピタル（21.1%）と銀行（29.6%）が株式を大きく売却している。

株主グループの所有比率をみると、ベンチャーキャピタル企業の割合は15.9%までに減少しており、銀行の割合も IPO の後には8.1%までに減少している。時には銀行は全ての株式を売却している。一般投資家の割合が約31%に上昇しているため、銀行とベンチャーキャピタル企業から一般投資家に向けて株式は売却される。

現在は、IPO の後では価格は非常に下落している。この事について、ドイツ

13 Bessler, W. and Kurth, A. (2004), p. 67.

表 1：新規株式公開の推移

年	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
売上高 100 億ユーロ	3.2	10.5	25.6	2.7	0.25	0	2.0	4.7	7.9

出所：Die Bank 2007年5月，2008年5月13日に作成

の一般投資家からは批判が噴出した。1998年から2006年まで見れば、新規株式公開の推移は次のように理解出来る。売上高から見ると、1999年は1050億ユーロと特に2000年では2560億ユーロになっており、新規株式公開の件数も142件で最大になった。その一方、現在では売上高は790億ユーロになっており、公開件数も74件まで減少している。

3. 評価とアンダープライシング

ドイツでは1990年代から、新規株式公開にあたっての公募価格はブックビルディングにより設定されている。ブックビルディングには2つの手順がある。ドイツでは銀行が証券会社の仕事を受け持っている。最初は銀行が機関投資家に「新規株式公開にあたりどのぐらい払うつもりか」を聞いて、その後この情報を集約する¹⁴。銀行はこの集まった情報から価格を設定し、会社に提案して、会社がIPOの価格を決めている。

適正価格とは、株主の望んだ価格と会社の提供した価格が同程度の時の価格

14 Bruchl, V. and Oei, M. J. (2001), p. 679-680.

という意味だが、この適正価格が達成されない時 **mispricing** となる。会社は新規株式公開においては、良い結果、つまり出来るだけ多くの資金を獲得しつつ、将来にわたって安定的に上昇する余地のある株価が欲しいのである。**Mispricing** にはアンダープライシングとオーバープライシングの2つがある。アンダープライシングとは公募価格よりも市場価格が高いことである。

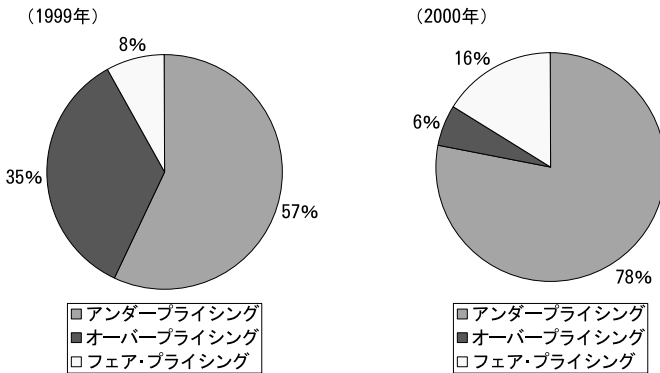
新規株式公開の公募価格と比較して初値が高い価格になる現象はアンダープライシングと呼ばれているが、過小価格付けという意味である。IPOの価格は、一般投資家が想定した価格よりも安ければ、購入希望が増大して取引初日の市場価格は高くなるので、最初に引き受けた株主にとって大変望ましいことになる。現実的には、IPOの時決まったブックビルディング価格と初値は異なる。この問題は世界各国で共通して見られる現象であり、既存研究も多い。

一方、最初想定した価格が高過ぎればオーバープライシングになる。この場合は、全ての株式を売出すことが出来ないで、最初のマーケット・評価が悪くなり、資本市場からの資金の獲得が難しくなるといわれている。銀行にとって、オーバープライシングはメリットとデメリットの両方がある。すなわち、全ての株式を売り出すことが出来なければ、銀行自身が株式を買わなければならないので、銀行は価格が安い方が好ましい。一方、新規公開のコンサルティング銀行であるという観点からは、公募価格は高いほうが好ましい。銀行は以後の新規株式公開の為に良い評判が重要であるので、高い価格が付き、新規公開が成功すれば、次の新規公開のコンサルティング・サービスが出来るチャンスが増大する。Exit戦略を持っているベンチャーキャピタル会社にとっては、売却時に高い価格の方が好ましいので、オーバープライシングにより資金が入ってくることを望む。ドイツ的なベンチャーキャピタルの特徴が影響しているものと考えられる。

4. ドイツの Nemax の状況

ドイツの新規株式公開の発展は株式取引所（Nemax All Share）で1999年と2000年で大きく異なり、平均のパフォーマンスは1999年で約50%プラス、2000年で約40%マイナスであった。この2年間の発展はどちらの年においてもアンダープライシングが存在している。

図4：新規株式公開のプライシング、1999年と2000年で



出所：Bruehl, V. Oei, M. J. (2001): Underpricing am Neuen Markt- Erfolgsfaktor fuer einen gelungenen Boersengang? In: Finanz Betrieb, 12, 2001, 679-686, 683

図4を見ると1999年に57%のIPO数はアンダープライシングであり、2000年に78%がアンダープライシングであった。一方、適正価格は1999年のIPOは僅か8%、2000年では16%であった¹⁵。1999年では全ての企業で平均的な初値は売り出し価格よりも57%の上昇、2000年では78%の上昇となっている。

15 Bruehl, V. and Oei, M. J. (2001), p. 682-683.

5. 結びにかえて

1997年から2003年まではドイツのNeuer Marktが開設され、IPOのブームが見られた。ここで多くの企業が新規株式公開を行った。IPO時、従業員と経営者は自分自身の会社の信頼を得るためにロック・アップの契約を結んだが、銀行とベンチャーキャピタル会社は、ロック・アップ契約を結ぶ必要がなく、早期に株式を売却することが出来た。

1999年から2000年までにはアンダープライシングが多く、1999年に57%と2000年に78%を占めている。一方、オーバープライシングはほとんど見られなかった。IPOの日以後の株式売却は銀行によるものが約30%、次にベンチャーキャピタル会社によるもので約20%程度である。一般投資家はこの株式を取得して、大きな損失を蒙ったと推察される。

参考文献

- Altenburger, A. (2002): Risiken - ein Thema fuer Gruender? In: Journal fuer Betriebswirtschaft, 4, p. 128-134.
- Bessler, W./Kurth, A. and Thies, S. (2003): Grundsatzliche Ueberlegungen zur Kapital- und Aktionaersstruktur beim Boersengang von jungen Wachstumsunternehmen. In: Finanzbetrieb, No. 10, p. 651-665, p. 653.
- Bessler, W. and Kurth, A. (2004): Finanzierungsstrukturen von Neuemissionen. Empirische Untersuchung der Kapital-, Aktionaers- und Liquiditaetsstrukturen von jungen Wachstumsunternehmen. In: Finanz Betrieb, Nr. 1, p. 59-69.
- Bruehl, V. and Oei, M. J. (2001): Underpricing am Neuen Markt - Erfolgsfaktor fuer einen gelungenen Boersengang? In: Finanz Betrieb, Nr. 12, p. 679-686, p. 679-680.
- Fath, C. (2002): Business-Angels-Finanzierungen- ein Literaturueberblick. In: Journal fuer

Betriebswirtschaft, Nr. 3, p. 84-101.

Franzke, S. A. (2001): Underpricing of Venture-Backed and Non Venture-Backed IPO's: Germany's Neuer Markt." Working paper, 2001/01, Center for Financial Studies.

Kraus, T. (2002): Underpricing of IPOs and the Certification Role of Venture Capitalists: Evidence from Germany's Neuer Markt. Discussion paper.

Mayer, M. D. (2001): Venture Capital Backing als Qualitätsindikator beim IPO am Neuen Markt. Zeitschrift fuer Betriebswirtschaft, 71 (9), p. 1043-1063.

Nathusius, K. (2001): Grundlagen der Gruendungsfinanzierung: Instrumente-Prozesse-Beispiele, Gabler-Verlag.

Storz, C. (2000): Venture Business in Japan - Protagonists of a new Economic Order? In: Wohlgemuth, (Hrsg.) Institute for World Economics and International Management: Schumpeter and the Dynamics of Asian Development, 2000, 2 ff.

Tykvova, T. (2003): Is the Behavior of German Venture Capitalists Different? Evidence from the Neuer Markt. In: Discussion paper No. 03-44.

飯野由美子 (2003): 「金融競争・再論下の金融市場」加藤栄一・戸原四郎・工藤章著 『ドイツ経済 統一の10年』有斐閣 p. 117-151。

Storz, C.・内田勝敏 (2002): 『グローバル経済と中小企業』世界思想社 p. 242。

田潤進 (2003): 「ドイツにおけるリスク資本と新規成長企業の育成」『経営経済』39号 大阪経済大学中小企業・経営研究所。

忽那憲治・山田幸三・明石芳彦 (1999): 『日本のベンチャー企業』日本経済評論社 p. 47。

第3部 日本におけるドイツの M&A

第7章 中小企業の金融環境 — ドイツと日本の比較 —

はじめに

日本とドイツは直接金融よりも間接金融を軸にして戦後の急速な復興に成功したが、今日のグローバル化の変革の中で多くの問題を抱えている。日本企業とドイツ企業では、中小企業が金融面で厳しい状況に直面している¹。この論文は日本とドイツの中小企業は現在、金融面においてどのような問題を抱えているのか、中小企業を取り巻く財務環境はどのように変化しているのかを検討する。検討の方法として、ドイツの中小企業については主にデータを復興信用金庫の資料から作成し、これに対して日本側は中小企業白書のデータを取り出して比較する。

金融システム全体に関わる金融政策を取り上げるのではなく、企業に対して金融問題はどこにあるか、そして、企業と銀行という関係においてドイツと日本の中小企業はどこが違うかを調べる。

1. ドイツの「ミッテルスタント」の特徴

ドイツ語の「ミッテルスタント」「Mittelstand」は日本語で「中小企業」、あるいは「中間層」と訳されるが、実際は微妙に違う意味がある。正しくいえば、「ミッテルスタント」という単語の語源は中世から近代までの間²、経済的な

1 田淵 (2005)。

2 Wossidlo, P. R. (1993), p. 2888.

特徴だけではなく、伝統的な文化や社会の安定性の意味が含まれている³。

しかし、統計的にはドイツの「ミittelスタント」には日本の中小企業と同じく売上高や従業員が基準とされる。今日、ドイツの「ミittelスタント」も伝統的な企業から、サービスや技術の企業等の新しい業種に大きく推移している。そして、中小企業と大学の交流は頻繁になっている⁴。企業の種類はさらに増加している。ドイツでも強い中小企業は数多く存在し、新しい技術—特にインターネットは活気がある：「90年代後半、ドイツでもインターネットや携帯電話が劇的に普及し、社会現象となった」といわれている⁵。

一方で、ドイツでは新しい会社を作るには景気が悪かったため、伝統的な企業はなかなか厳しい状況にあって、倒産する会社が多い。ドイツでは経営者の3分の1が55歳以上で、40%の会社は子孫に譲渡されるので、継承者を見つけるのは経営者にとって難しい。そこで政府は1999年から、様々な組織を支援して事業の継承を促進している⁶。2003年においては事業承継のデータベースに新しく12,000社が登録された⁷。

3 Schedlbauer, K. and Heeger, F. (2003), p. 16ff ; かつての首相エアハルトの1960年代の文章によると「ミittelスタント」については：「ミittelスタント」は物質的な意味だけではない、「ミittelスタント」は税金の面だけから見ると、定義は大変危険となる。「ミittelスタント」という意味は政治的プロセスにおける心情や態度の意味が強いと述べていた。その解釈は現代でも正しい。原文を引用する。

“Wenn wir Mittelstand nur vom Materiellen her begreifen, wenn man Mittelstand sozusagen nur an der Steuertabelle ablesen kann....., dann ist dem Mittelstandsbegriff meiner Ansicht nach eine sehr gefährliche Wendung gegeben. Der Mittelstand kann materiall in seiner Bedeutung nicht voll ausgewogen werden, sondern er ist...viel stärker ausgerägt durch seine Gesinnung und seine Haltung im gesellschaftswirtschaftlichen und politischen Prozess” Schedlbauer /Heeger (2003), p. 16.

4 KfW Mittelstandsmonitor (2004), p. 108-139.

5 飯野 (2003), p. 119.

6 この組織は Deutsche Industrie- und Handelskammertag, Zentralverband des Deutschen Handwerks sowie die Deutsche Ausgleichsbank.

7 <http://www.mittelstandsportal.de/unternehmensnachfolge/html>, 19.01.2004.

最近、ドイツの政府と「ミッテルスタント」は欧州委員会からの影響力が強くなってきている。「ミッテルスタント」の定義は新しい通貨ができたために企業の大小を区別する規準が改定された。以前は小企業の基準は売上高 100 万 DM 未満であったが新通貨導入後 100 万ユーロ未満となった。そして中企業は、以前は 100 万 DM 以上 1 億 DM 未満であったが、100 万ユーロ以上から 5000 万 DM 以下という基準になった。2DM は 1 ユーロになったので、小企業の上限は 100 万 DM から 100 万ユーロに二倍に高くなったことになる。この定義によるとドイツでは全ての会社の 99.5%にあたる⁸。

欧州委員会において 2003 年 5 月 6 日に新しい中小企業の量的定義が決められたが、これは 2005 年から EU 連合において適用されることになっている。ドイツの法律は欧州連合の法律の影響を受けているが、現在まではドイツでは中小企業振興法 (Mittelstandsfoerderungsgesetz) で⁹、手工業秩序¹⁰ (Handwerksordnung) がある。この中に、有名なマイスター (Meister) 資格がある¹¹。日本でもよく知られている言葉であり、マイスターはドイツの質の高い製品を保証する。例えば、ハントヴェルク (手工業) 関係の会社を作る社長はマイスター試験を受けなければならなかった。合格するのは難しく、費用と時間がかかる。技術力のある人々は時々理論的な面に弱いので、このシステムを変更する必要があると考えられる。

例えば、美容院を作りたい社長はマイスター資格を持っていないので、店をオープン出来ない。最近は様々な組織から批判があって、特に、欧州連合に適應するためにドイツのマイスター資格は不公平だといわれる。このケースでは、ドイツの美容院の社長はスペインで新しい店を作るのは問題ないが、スペイン

8 Schedlbauer, K. and Heeger, F. (2003), p. 17.

9 福島 (2002), p. 192.

10 この改正は “Grosse Novelle” という名前がある。

11 福島 (2002), p. 196.

の社長はドイツで美容院を作る事が出来ない。理由はドイツのマイスター資格を持っていないからである。マイスター資格は質を高くするために役立つが、欧州連合をはじめ他国に住む人にとってその試験に合格することは大変困難であるので、新しい法律ではマイスター資格がなくても色々な仕事出来るようになった¹²。これは欧州連合の影響によってマイスター資格に関する規制が緩和された例である。

欧州委員会による新しい法律の影響¹³：

- ・新しい店を作るオーナーにはマイスター資格は不要
- ・マイスター資格の試験に必要な勤務年数が短くても受験可能
- ・エンジニアと有資格技術者はマイスター資格試験に合格する必要なし

2. ドイツの「ミッテルスタント」と金融の役割

ミッテルスタントにおける金融システムは2つある。1つは銀行から借入をするシステムで、もう1つは資本市場から資金調達するシステムである。まず新興企業を育成するマーケットとしてスタートアップ企業の間でベンチャーキャピタルの知名度が高くなった。ベンチャーキャピタルはベンチャー企業のために資金や知識を提供する。見返りとしてベンチャーキャピタルは将来、株式売却や他の利点を望むのである。

ドイツの中小企業のほとんどは株式会社ではなく有限会社であり、ベンチャー企業の援助が少ない。つまり、ベンチャー企業を始めても当初はベンチャーキャ

12 法律はドイツ語で“Dritte Gesetz zur Änderung der Handwerksordnung und anderer handwerksrechtlicher Vorschriften”の名前である。

13 Schedlbauer, K. and Heeger, F. (2003), p. 5.

ピタルから資金的援助がなく、安全な拡張期間にようやく援助がされることになる。2004年においてはドイツのベンチャーキャピタルが行った投資のうち最初になされる投資（シード投資と呼ばれる）は22件であり、非常に少ないと思われる¹⁴。ドイツのシーメンスは2001年10月にミュンヘンで専門技術のビジネス支援の目的で自社のベンチャーキャピタル企業を創設し、そのために5億ユーロを投資した¹⁵。

一方で、証券市場、ビジネスエンジェルなどのフリーマーケットからの資金調達ではなく、銀行からの借入が利用される。現在、欧州連合でもドイツでもバーゼル合意が重要となっている。バーゼルはスイスの都市であり、1988年に開催されたバーゼル銀行監督委員会 Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht は銀行が潰れないような安全策として1つの基準を設定した。日本ではバーゼル合意、または、BIS（国際決済銀行 Bank for International Settlements）規制として知られている。

バーゼル合意は大筋で成功している。現在までは銀行の貸出の額が目標であったが、銀行は企業の自己資本を考慮していなかった。リスクが高くても、今までは自己資本比率には影響がなかったが、これからはリスクに対して自己資本は不可欠である¹⁶。従って、新バーゼル合意が創設される目的は世界の金融システムを安定させることにある。そのために金融危機に対して、会社のリスクをレベル分けする1つの基準を作ることを予定している。

新バーゼル合意によって今後、自己資本を増加させることが重要になる。銀行にとっては新しい格付けのシステムを作った方が良いといわれている。最初に、新バーゼル合意の考えでは銀行は貸付最低額をさらに厳しくし、財務上のリスクをマーケットリスク、財務上のリスク、営業のリスクという3つに分離

14 Hoyer, G. H. (2005), p. 2.

15 <http://www.mittelstandsportal.de> 19.01.2004.

16 Blum, U. and Leibbrand, F. (2003), p. 3.

することとしている。このような考えにより、銀行の経営はさらに重要になる。その上で、銀行は自社のリスクをオープンに示さなければならない。

銀行は中小企業に多額の貸付をしているので、新バーゼル合意は中小企業に大きく影響を与えることとなる。不良債権はドイツの大企業で 0.2%、中企業で 1.3%、小企業で 2.0%である¹⁷。新バーゼル合意の発表後、ドイツの「ミッテルスタント」の間では資金繰りが将来難しくなるという可能性もあり、不安が高まっている。プラットナー (Plattner) の統計的な調査によると、「ミッテルスタント」は銀行からの借入が難しくなっている。つまり融資条件の格差が広がってきており、“良い会社”と“悪い会社”では、利率の差がでることになる。例えば、シーメンスには 6%の利率を要求するが、「ミッテルスタント」の建設会社には 10%の利率を要求することになる。

新バーゼル合意の後の時代には“良い会社”の利率は 5.5%に下がり、“悪い会社”は 13%に上がるかもしれない。銀行は新バーゼル合意システムによってリスクをもっと詳しく分析して調べなければならない¹⁸。ドイツの「ミッテルスタント」のほとんどは、銀行から長期間にわたり多額の借入をしている。小さい会社ほど、借入額はもっと大きくなる¹⁹。

3. ドイツのミッテルスタントの銀行の役割

ドイツの会社にはメイン銀行としてハウスパンクというシステムがある。このシステムにおいて、銀行と会社は長い間関係があった。

1,500社の統計的なアンケート調査によると、最近 80%の中小企業は金融面での問題があったとされ、会社が小さいほど借入利率が高くなることが示さ

17 Blum, U. and Leibbrand, F. (2003), p. 5.

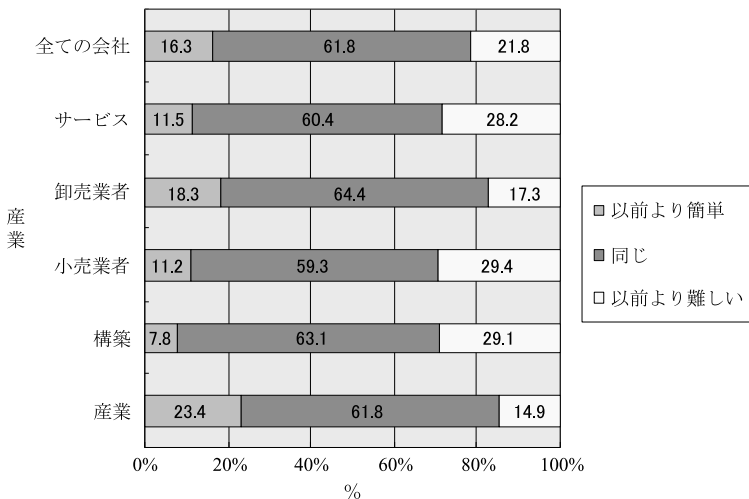
18 ドイツ語で“Standardausfallkosten”という名前がある。

19 Bastian, N. (2008): Mittelstand.

れている。復興信用金庫²⁰（KfW）の2002年における5,000の会社に対するアンケート調査では、ドイツの中小製造業の借入の分析を行っている。質問は「今の借入状況は以前と比較して難しくなったか、簡単になったか、同じか」というものであった。

グラフで見ると、2007年においては、中小企業にとって借入環境がもっと簡単になったことがわかる。21.8%の全ての会社は以前より難しい状況に直面していると回答し、16.3%の会社は以前よりも簡単な状況に直面していると回答している。特に、構築会社においては29.1%の会社が銀行から借入が以前より困難になっており、3分の1が貸し渋りに遭っているといわれている。図1のグラフに示す。

図1：貸出傾向



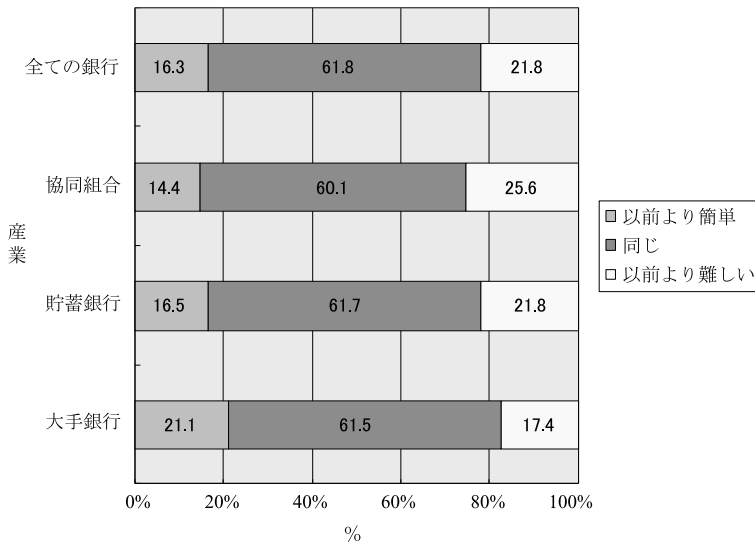
出所：KfW Bankengruppe, Frankfurt: Unternehmensbefragung (2007), Unternehmensfinanzierung im Aufwind-erstmal profitieren auch kleinere Unternehmen, Frankfurt. p. 10

20 Kreditanstalt für Wiederaufbau (=KfW) は「復興信用金庫」または「復興金融公庫」と訳される。

この傾向は旧西ドイツに比べて旧東ドイツにおいてより厳しかったことが示されている²¹。次に、大手銀行は「ミッテルスタント」への貸付を減らしたかどうかという質問についての回答を検討する。金融プログラムは1991年70%であったが、最近では30%の2分の1にまで減少している。10万ユーロまでの小規模貸付は36%から16%までさらに下がったが、KfWの2007年のアンケート調査によると中小企業に対する貸付問題は大手銀行だけではない。ドイツの協同組合（Genossenschaftsbanken）や貯蓄銀行（Sparkassen）からも借入が難しくなっている。図2に示す。

「ミッテルスタント」の金融の構造は、他の欧州連合の国に比べて違う意味

図2：貸出傾向（主要銀行取引比率）



出所：KfW Bankengruppe, Frankfurt: Unternehmensbefragung (2007), Unternehmensfinanzierung im Aufwind-erstmal profitieren auch kleinere Unternehmen, Frankfurt. p. 13

21 Geiseler, Chr. (1999), p. 340-342.

がある。貸借対照表に対して「ミッテルスタント」の会社の自己資本比率は低く、約10%だけであった。会社が大きくなるほど、貸借対照表の自己資本が増えている²²。すなわち、中小企業にとっては借入が厳しい状況になっている。銀行の貸し渋りの理由は色々あるが、自己資本比率が低いという理由が一番多い。

4. 日本中小企業の特徴

日本では中小企業の範囲は行政によって決められていたが、1963年に中小企業基本法という法律が制定されて量的規定が用いられた。その後1973年と1999年に改正されて今日に至っている²³。図3に示す。

なお、1999年の法改正では日本の中小企業の理念が変更された。従来は、中小企業は弱く、大企業の下請けとして不利な関係を持つことが問題とされた。今日では生産性の高い強い中小企業も多く、この意味での発展は政治家にとっても重要である。以前はマイナスイメージとされていたが、現在のダイナミックな経済において独立した多様な中小企業を育成することは政策としても大切なことである。

日本の企業のほとんどが中小企業であるが、50%以上は株式会社であり、ドイツと比較して株式会社の比率は高い。また、ドイツと同じように、IT関連の産業は日本の将来の総生産の半分以上になるようである²⁴。

日本の中小企業をとりまく問題は明治時代から存在するものであり、下請制論争の後、企業間関係が中心的研究課題であったとされる²⁵。中小企業の白書

22 Schedlbauer, K. and Heeger, F. (2003), p. 12.

23 渡辺・小川・黒瀬・向山 (2003), p. 294-297.

24 Pacha, W. and Mocek, S. (2003), p. 40.

25 高田 (2003), p. 9.

図 3：日本の中小企業の特徴

	現在の基本法 (1999年改正)		旧基本法 (1973年改定)	
	資本金 規模	従業員 規模	資本金 規模	従業員 規模
製造業およびそのほかの業種、卸売業、小売業、サービス業を除く。	3億円以下	300人以下	1億円以下	300人以下
卸売業	1億円以下	100人以下	3,000万円以下	100人以下
小売業	5,000万円以下	50人以下	1,000万円以下	50人以下
サービス業	5,000万円以下	100人以下	1,000万円以下	50人以下

出所：藪下史郎・武士俣友生（2002）中小企業金融入門，p. 56

によると「…日本経済は、長い停滞のトンネルをようやく抜けだし、将来への明るい展望を持つことができる状況になってきたと言われています。しかし、特に中小企業においては、未だ景気の回復を広く実感できる状況となっておりません」²⁶。

近年日本でベンチャービジネスという言葉が一般的に使われるようになった。ベンチャービジネスとは、様々な新しい技術を用いて新しく作った企業である²⁷。ベンチャー企業のうち2003年に16,255社が倒産した。負債総額は去年と比べ、ほとんど同じ15.9%減の11兆5,818億円となっている²⁸。

26 中小企業庁（2007）：『中小企業白書』。

27 ベンチャービジネスの概念の説明は田中・白石・佐々木（2002），p. 159 ff.

28 東京商工リサーチ（2004），p. 7。

倒産は法律と会計が大きく関わる問題である。商法会計、税法会計、証券取引法会計という3つの会計基準があり、トライアングルシステム (Triangle System) といわれている。その会計基準に基づき、日本の会社は貸借対照表等を作成しなければならない。有限会社より株式会社の方が厳格な会計が求められる。中小企業は必ずしも厳密な会計報告を求められないので、経理内容も不明確になりがちである。

5. 日本の中小企業と金融の役割

大企業と比較して、日本の中小企業は金融面で厳しい状況に直面している。売上単価 DI (好転－悪化) を見ると中小企業は97年から現在に至るまでほとんど同じ状況が見られる。中小企業の水準が1997年の-20ポイントから2008年には、同じように-20ポイントであったことがわかる。図4のグラフに示す²⁹。

大企業と中小企業の資金繰りの差は何が原因だろうか。この差を説明するには、様々な要因が考えられる。最も重要なのは借入要因である。借入の問題は1997年や1998年の厳しい金融の時代で大変な問題であったが、2008年は改善している。

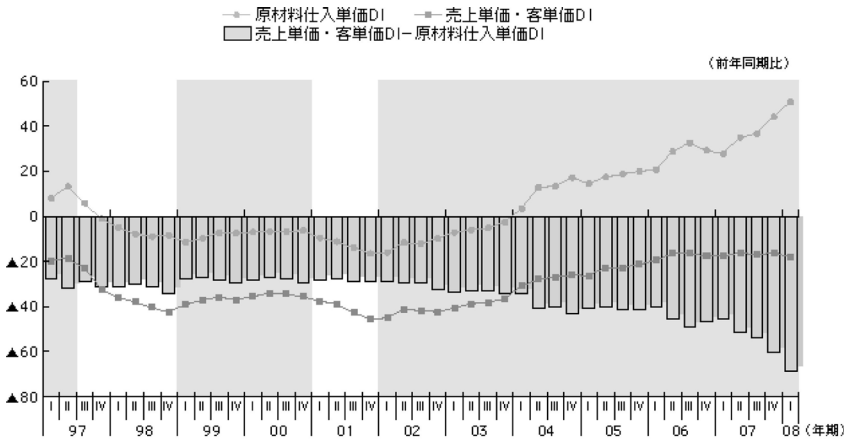
企業はキャッシュフローが高ければ高いほど、借入がそれほど大切ではないといわれている³⁰。中小企業に対して円滑な資金供給は不可欠であるが、新しい調査によると新興企業は7割ぐらい「今後銀行からの借入を増やさない」と答えている。一方、22%の新興企業だけは銀行から借入を増やす予定があると回答している³¹。

29 中小企業庁 (2003), p. 11。

30 中小企業庁 (2003), p. 40。

31 日本経済新聞 (2004年1月21日), p. 18。

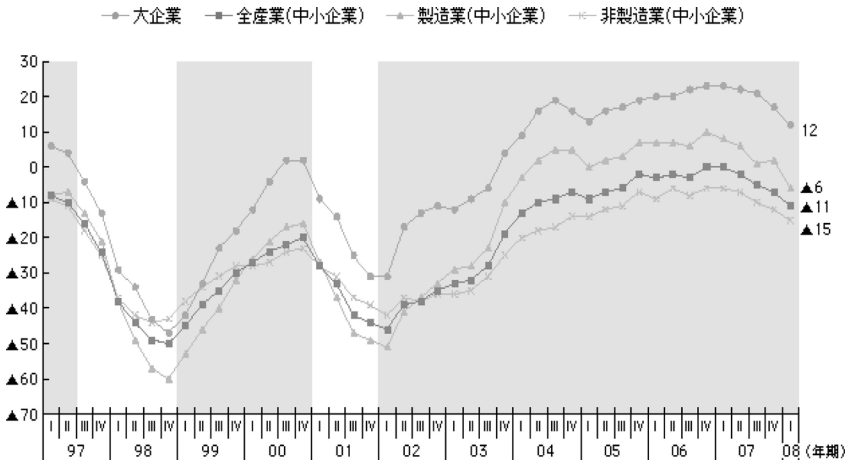
図 4：日本の中小企業の売上単価



資料：中小企業庁・(独)中小企業基盤整備機構「中小企業景況調査」
 (注) 調査対象は小規模企業を含めた約19,000社。

出所：中小企業白書 2008 年版

図 5：短観調査と中小企業の状況



資料：日本銀行「全国企業短期経済観測調査(短観)」
 (注) 1. 調査対象は約10,000社。
 2. 業況判断D1は、業況が「良い」と答えた企業の割合(%)から、「悪い」と答えた企業の割合(%)を引いたもの。

出所：白書, Meti, 2008 年

中小企業白書によると 2007 年に製造と非製造の中小企業が銀行から借りる資金が減少したようである。日本の中小企業に対し、問題はどこにあるか、と質問したところ、興味深い結果が出てくる。短期経済観測調査のアンケートによると 2008 年では中小企業は DI が +11 ポイントになって、中小企業が良い状況になっていると分かる。図 5 のグラフに示す。

6. 日本の中小企業と銀行の役割

銀行から資金を調達するシステム、すなわち間接金融は企業の投資のための時間が長い、危険が少ない伝統的な方法である。市場から直接資金を調達する方法は、それとは反対に時間が短い、リスクが大きいため、中小企業にとっては難しい。

従来までの銀行システムは効率的であったが、今日において状況は変化している。一般的に、ベンチャービジネスにとって市場から直接資金を調達する方が便利だと思われる³²。最近は大手銀行の状況が良くなってきている。それには理由が二つある。第一に不良債権が減少し、リストラが成功し、銀行は支店を拡張している。

第二は金融規制の緩和により、幅広い商品やサービスを提供出来るようになったためである。例えば、三井住友金融グループの三井住友銀行は 2004 年 9 月までに中小企業のために 70 の店舗をつくり、新しい店舗には、中小企業向けのマーケティング専門家を 4、5 人配置する予定と報じられている³³。

一方、信用組合などの非大手銀行は著しく資金を出している。大手銀行の貸出残高は 2000 年と比較し、2002 年には 82.4% の水準しかなく、中小企業に対

32 Pascha, W. and Mocek, S. (2002), p. 8.

33 The Nikkei Weekly (19.1.2004), p. 5.

しては貸し渋りの状況が鮮明となっている。

7. おわりに

日本では中小企業基本法という法律の下に中小企業の量的な規定が定義づけられているが、ドイツでは法律による定義づけはなく行政として中小企業政策を実施する場合に適当な量的規定を援用している。日本の中小企業庁のような独立した省庁はないが、財務省・経済技術省、および復興信用金庫などにおいて連邦レベルでの中小企業に関する行政が行われ、それぞれの州においても独自の行政が行われている。

ドイツでは中小企業という言葉とともに「ミッテルスタント」という言葉が用いられている。この表現の背景には歴史的・社会学的意味があるが経済的にはほとんど中小企業と同じである。ただ、中小企業は量的規定だけでは表現出来ない独立性・弾力性といった質的内容をもつことは見落とせない。近年、欧州連合の影響が大きく、中小企業の量的規定も 2005 年から域内において統一されることになっている。マイスター制度も変化してきた。マイスター制度はドイツの教育制度とともに検討すべき課題である。

中小企業は金融面において、大企業に比べてより厳しい状況におかれることはここでの資料にも示される通りである。従業員数が少ない会社ほど借入れは多く、また株式会社・有限会社・人的会社の順で後者ほど借入れが多くなっている。そして、借入利率も小企業ほど高くなっている。2007 年において中小企業の金融状況が少しずつ良くなっていると思われる。そして、新しい中小企業となるベンチャービジネスを育てるために直接金融の市場を育てる努力がなされていることはドイツと日本も同じである。

ドイツでも大手の都市銀行に対して中小企業と取引の多い貯蓄銀行と協同組合を区別出来る。日本では非大手銀行として地方銀行・第二地方銀行、信用金

庫・信用組合、政府系金融機関などがあり、これらの機関と中小企業との関係はさらに複雑であり、今後もさらなる変革が予想される。

現在、新バーゼル合意が準備され銀行の自己資本規制がさらに厳密に監査されようとしている。銀行は貸出先の企業をリスクとともに格付け評価をすることが要請され、議論が行われている。こうした観点からみても中小企業においてもコーポレート・ガバナンスの研究が必要になるといえよう。

参考文献

- Bastian, N. (2008): Erst vergessen, dann neu entdeckt: Die großen Deutschen Banken buhlen wieder um den Mittelstand. Doch nehmen sie die Kleinkunden wirklich so wichtig, wie sie sagen? Ein Blick in Statistik und Umfragen vermittelt ein ganz anderes Bild. Handelsblatt, 5. Juni.
- Blum, U. and Leibbrand, F. (2003): Mittelstand und Basel II. Welche Unterstützung braucht der sächsische Mittelstand? In: Ifo Dresden 2/2003.
- Geiseler, Chr. (1999): Das Finanzierungsverhalten kleiner und mittlerer Unternehmen, eine empirische Untersuchung, Wiesbaden.
- Hoyer, G. H (2005): Frisches Geld fuer High Tech Gruender-Systems 2005 - Private Equity Consultants. In: http://www.it-adventure.de/downloads/HighTech_GrunderFunds_Hoyer.ppt.
- KfW (2003): Unternehmensfinanzierung in schwierigem Fahrwasser. 2003, Auswertung der Unternehmensbefragung 2002, KfW, Ksb-Volkswirtschaft.
- KfW (2008): Mittelstandsmonitor. http://www.kfw.de/DE_Home/Presse/Pressekonferenzen/Mittelstan.jsp, from June 17th 2008.
- KfW Bankengruppe, Unternehmensbefragung (2007): Unternehmensfinanzierung im Aufwind - erstmals profitieren auch kleinere Unternehmen, Frankfurt.
- The Nikkei Weekly (19.1.2004): Big banks regain spring in step. Nihon Keizai Shinbun, p. 5.
- Pascha, W. and Mocek, S. (2002): Japan's venture capital market from an institutional perspective. In: Duisburg Working Papers on East Asian Economic Studies, No. 64, 26p.

- Schedlbauer, K. and Heeger, F. (2003): Materialien zur Mittelstandspolitik. Bundesministerium der Finanzen, Referat I B 1.
- Wossidlo, P.R. (1993): Mittelständische Unternehmen. In: W. Wittmann (Hrsg.): Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre. Stuttgart, p. 2888-2890.
- 藪下史郎・武士俣友生 (2002): 『中小企業金融入門』 東洋経済新報社。
- 中小企業庁 (2003): 『中小企業庁白書 2003 年版—再生と「企業家社会」への道』。
- 中小企業庁 (2008): 『中小企業庁白書 2008 年版』 <http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h20/h20/image/k1106000.png>, from June 12th 2008.
- 中小企業庁 (2007): 『中小企業庁白書 2007 年版』 http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h19/h19_hakusho/index.html, from June 17th 2008.
- 平沢克彦 (2002): 「ドイツにおける中小企業政策」 福島久一著『中小企業政策の国際比較』 新評論 p. 191-208。
- 飯野由美子 (2003): 「金融競争・再論下の金融市場」 加藤栄一・戸原四郎・工藤章著『ドイツ経済 統一の 10 年』 有斐閣 p. 117-151。
- 熊谷尚夫編集委員代表 (1980): 『経済学大辞典 (第 2 版)』 東洋経済新報社。
- 西村吉正 (2003): 『日本の金融制度改革』 東洋経済新報社。
- 日本経済新聞 (2004): 「7 割が「計画なし」」 1 月 21 日 p. 18。
- 田潤進 (2005): 『ドイツ中小企業と経営財務』 森山書店。
- 高田亮爾 (2003): 『現代中小企業の経済分析—理論と構造—』 ミネルヴァ書房。
- 田中道雄・白石善章・佐々木利広 他 (2002): 『中小企業経営の構図』 税務経理協会。
- 東京商工リサーチ (2004): 「企業倒産 14.8%減」 日本経済新聞 1 月 20 日 p. 7 No. 42403。
- 渡辺幸男・小川正博・黒瀬直宏・向山雅夫 (2001): 『21 世紀中小企業論』 有斐閣。

第 8 章 日本のコーポレート・ガバナンス と日本におけるドイツ企業の合併 と買収

はじめに

本稿では、コーポレート・ガバナンスに関係する会社法の改正の中で合併と買収に関する法律の改正を取り上げ、その法律の改正と合併、および買収が近年増加している実状との関係を考察する。これらの考察に基づき、現在急速に進展しているコーポレート・ガバナンスの変化と合併と買収の意味を検討し、今後の展望を報告する。

21 世紀に入って、グローバル化の進展や情報技術 (IT) が発展するなど、企業をとりまく環境が変化し、それに伴って日本の経営活動も変化しつつある¹。1990 年代末以降日本型経営システムが基本から見直され、金融システム改革や社会保障構造改革、教育改革等さまざまな改革が行われている²。例えば、日本の会計システムが整備されてきたことがあげられる。しかし、現行の日本の会計システムは国際会計基準³に比べるとまだ差がある状況である。特に中小企業の会計ルールはまだ国際的基準に比べ、整備が進んでいないとはいえない。

1 中垣 (2003), p. 27。

2 中垣 (2003) : によると日本の経営活動における変化としては 6 つの改革があげられている。p. 2766-29。

3 国際会計基準は : International Accounting Standards (IAS) と US-General Agreement on Accounting Principles (US GAAP)。

従って、例えばドイツの企業が経営内容を十分把握出来ていない日本の企業への投資を考えたとしても、現状では投資後大きな負債をかかえる恐れがあるため、ドイツの企業はこれを回避したいと考えるであろう。最近日本やドイツの会計制度は、年々アメリカの会計制度に近づいてきている傾向が見られる。政府は会計制度の改革をさらに実行する必要があると考えているため、この傾向は今後継続していくであろうと思われる。

本稿では日本におけるドイツ企業の進出状況について調査するために、日本へのドイツ企業の直接投資と合併、および買収を比較する。日本における全てのドイツの企業に対して 2003 年に在日ドイツ商工会議所のアンケート調査が行われており、本稿の考察はその結果に基づくものである。

また、日本においてドイツ企業により合併や買収された企業の数については日本貿易振興会 (JETRO) の資料に基づいている。そのことによって、日本にある全てのドイツ企業を対象として合併や買収を行う企業が産業分野別にどのくらいの割合になっているかを調べる。合併と買収に関する研究では、例えば Steinbach/Tanaka (2000) によると「現在では日本に進出したい企業は合併と買収を行ったほうが良い」といわれている⁴。その回答を得るため統計的に実態調査し⁵ 製薬企業の最近の状況を調べる。

1. 日本の新しいコーポレート・ガバナンス・システム

コーポレート・ガバナンスは広い概念であるが、これは 7つの分野に区別で

4 この内容は 2004 年 6 月 11 日に大阪経済大学「大学院ゼミナール」および 2004 年 6 月 19 日「日本財務管理学会」第 18 回大会において発表された。Steinbach, N. and Tanaka, S. (2000), p. 112-124.

5 合併・買収のデータはジェトロ JETRO (Japan External Trade Organization) 日本貿易振興会において、MARR (Merger Acquisition Research Report) の雑誌、Recof データを調べた。

きる⁶。

1. 企業の社会的責任⁷
2. 株主総会制度の改善策
3. 取締役・取締役会制度の改善策
4. 株式制度の改善策
5. 株式会社の計算・公開
6. 企業結合、合併・分割
7. 最低資本金制度・大小会社の分別

本稿では6番目の項目、特に合併と買収についてドイツ企業の視点から検討するが、近年のグローバル化の進展にともなう国際投資の増加⁸を鑑み、3番目の項目についても調べるべきだと思われる。日本のコーポレート・ガバナンスは、これまで会社法の改正とともに大きく変化してきた⁹が、2000年以降行なわれた法律の改正によっても大きく影響を受けているようにみえる¹⁰。新しいコーポレート・ガバナンス・システムを持つ企業形態に関する規定は、2002年に成立し2003年4月の法改正¹¹によって施行された。この法改正により、取締役会のほかに執行役を設け、取締役会の中に社外取締役が過半数を占める3つの委員会（報酬委員会・指名委員会・監査委員会）を設置する「委員会等

6 酒巻・藤原・藤原（2003），p. 1。

7 CSR=Corporate Social Responsibility; 山縣（2008），p. 79-95。

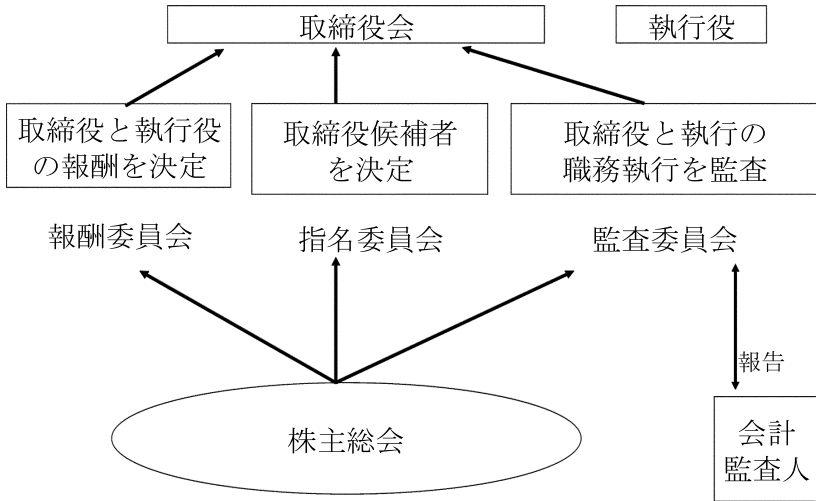
8 伊丹（2000），p. 339-341。

9 会社法の全面改正作業は昭和49年から始められたが、平成5年に日米構造問題協議の影響のため大きく議論され、特に平成9年からの改正で大きく変わった。

10 2001年から2002年にかけて50年ぶりといわれる商法の大改正が行われた。佐久間（2003），p. 220-240。

11 「株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律（通称：商法特例法）」。

図 1：日本の新しいコーポレート・ガバナンス・システム



出所：神田秀樹：Understanding Recent Trends regarding the Liability of Managers and Directors in Japanese Corporate Law, 同志社大学日本会社法律研究センター、コーポレート・ガバナンス—グローバルスタンダードの形成に向けて—2003年11月7日

設置会社」¹²が新たに導入された。この企業形態は日本の公開企業約3500社の中で、40社程度で採用されている。その中でも大手電気メーカーのソニー、三菱電機、東芝といった大企業が採用したことは他企業へ少なからずインパクトを与えたと思われる。

2. 日本の合併と買収

産業が発展し企業の種類が増えるに従い、特に中小企業においては、技術・

12 「委員会等設置会社」という名称は、その後2006年5月施行の会社法にて「委員会設置会社」と変更された。

情報・経営ノウハウの変更を迫られる。このような状況下でコストの削減に関する議論ばかりが目につくが、国際的な市場において競争力を獲得するためにはどのようにパフォーマンスを向上させるかについて、日本企業は考える必要がある¹³。浅羽（2002）のように、雇用関係や取引関係を発展的に維持するための企業成長は、内部成長によって達成されなければならない¹⁴とする考え方もある。しかし、その他の方法として、合併や買収を通じて他企業の経営資源と自社の経営資源との間に生じたシナジー効果を活用する方策が考えられる。

今日、日本企業の経済状況は良いとはいえ、特に中小企業を取り巻く環境は深刻である。もちろん日本政府も、中小企業に税金面での優遇措置をとるなど、この問題に取り組んではいる。しかし、中小企業は証券取引所を通じての資金調達が困難であり、銀行からの資金調達も十分ではない。従って、中小企業の多くを取り巻く環境は厳しいというのが実状である。実際、昨年日本においては約3万社が倒産しており、より早急に対策が取られるべきである。日本の円が弱くなり、以前と比べて株価と物価は下がったにもかかわらず、日本企業を買収する際の価格は、他国の企業と比べて依然として高い。単に株価の問題ではないが、今日でも外国企業にとって日本のマーケットに参入することは困難である。

しかしながら、現在はグローバル化の時代であり、外国企業と連携することは重要である。例えば、ドイツ企業の日本のマーケットへの参入も必要であると考えられる。日独間の関係は常に友好的であり、また近年両国は、高齢化の進展や失業率の上昇といった比較的類似した状況にある¹⁵。ドイツ企業にとっ

13 安藤・元橋（2002），p. 18-22。

14 浅羽（2002），p. 22。

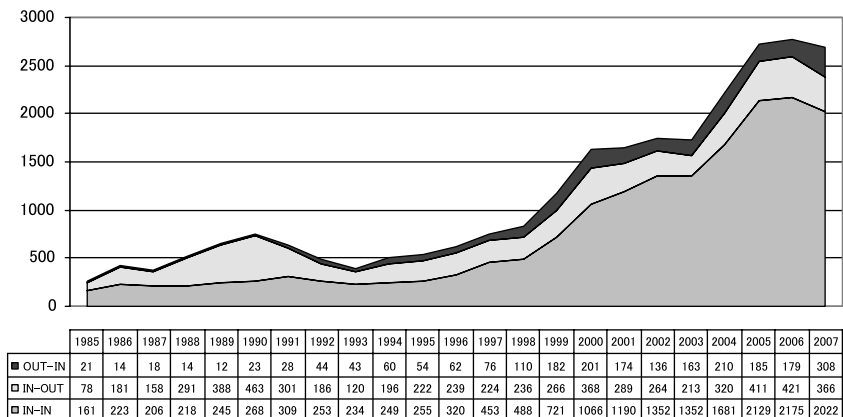
15 日本における2003年10月の失業率は5.3%であった。もしドイツの企業が参入し雇用を増やすことが出来れば、有益になると思われる。

てアジア、特に日本は重要なマーケットであり、近年、日本のマーケットに参入を希望する企業数は増加している。日本への最大の直接投資はもちろんアメリカ企業からであり、ドイツ企業はこれまで慎重であった。

世界的には、80年代には合弁や提携が多数行われ、現在では合併と買収が多数行われている。日本においてもこのような傾向が見られ、1985年には260件の合併が行われたが、そのうち外国企業からの買収「out-in」は21件のみであった。また1990年には合併のブームが起こり、その数は754件に増加している。しかし、外国企業による買収は23件であった。

その後、日本への対外直接投資は増加している。その件数は、1998年で834件、1999年には1,169件、2003年には1,728件であり、2007年には2,696件の合併と買収が行われている。しかしながら、合併と買収に限れば、その件数は決して多いとはいえない（ここでは合併と買収が多いのか少ないのか少々分かりづらくなっているように思える）。それにもかかわらず、近年外国企業による買収は増加している。1999年に182件であった外国企業による買収

図2：日本の合併と買収

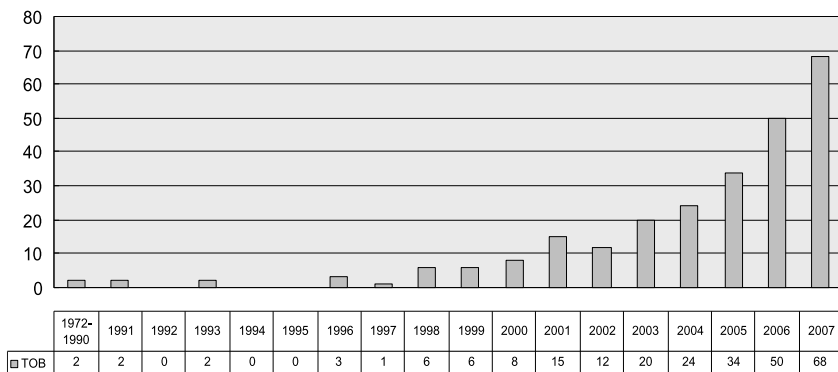


出所：MARR, Recof, 1985-2007, 2008年6月分で作成

は、2000年には201件にまで増加している。2006年には2,775件の中に179件の外国企業の合併と買収で行っており、2007年末までに308件を数えた。

下図3に見られるように敵対的買収は2000年代より大幅に増加してきている。具体的には、1972年から1990年までの18年間の間に行われた敵対的買収はわずか2つであったが、2001年には15件を数えている。さらに、2007年では68件にまで及んでいる。

図3：敵対的な買収の数



出所：MARR, Recof, 1972-2007, 2008年2月分で作成

3. 日本への直接投資

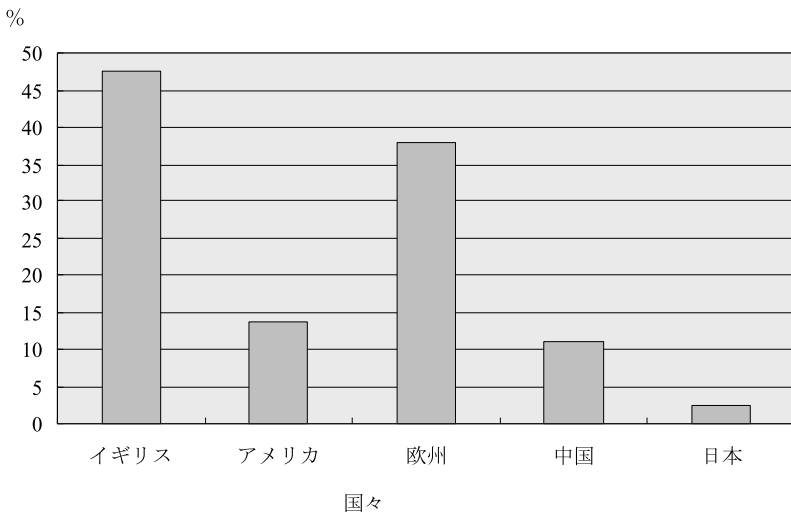
本稿における対外直接投資とは全ての対外受入投資であり、この中には合併と買収、合弁、戦略協調、スタートアップが含まれる。国際連合によるWorld Investment Reportでは、対外直接投資インデックスが示されている。このインデックスは国内総生産に対する受入対外直接投資の比率を指標とする

(FDI/GDP)¹⁶。2006年の数値を下図4に示す。

2006年のイギリスにおける受入直接投資は国内総生産の47.5%、アメリカにおいては国内総生産の13.5%の直接投資を受け入れたことがわかる。その反面、日本では国内総生産に対する直接投資の受入比率は2.5%にとどまっていることが示されている。

国際連合がインデックスを作成し、直接投資の調査を行うに当たっては141ヶ国が調査対象となっている。そのため、直接投資の対象として一番魅力的な国が1位となり、一番魅力のない国が141位になる。2006年では日本は136位であったので、日本は対外直接投資家にとって魅力的ではないと判断されて

図4：FDI/GDP 2006



出所：国際連合、World Investment Report, 2007, Annex B1-3. <http://www.unctad.org>

16 1980年から2002年の数は国際連合、World Investment Report 2003, p. 278-285. <http://www.unctad.org>.

いることになる¹⁷。次に、日本におけるドイツ企業の直接投資について見ていく。

3.1. 日本におけるドイツ企業進出の進展

ドイツ企業の日本進出は合併と買収によるものだけではなく、スタートアップや合併等その形態は多岐にわたり、在日ドイツ商工会議所では約450社が登録されている。日独協会ベルリンによると500社の企業が日本との関係があるとされている¹⁸。約350社は実際に営業しており、残りはドイツにある企業やコンサルタントのビジネス等として登録されている。

在日ドイツ商工会議所は会員企業に対して、経済的な状況についてアンケートを行っている。このアンケートに対して97社が回答している。回答を寄せた企業によると日本におけるドイツ企業はほとんどが中小企業である。58%の企業は従業員が50人未満であり、従業員数300人以上の大企業は13%だけであった。次に日本で営業した期間について「何年前から日本で営業を続けているか」という質問に対する回答を見ていく。その回答をまとめた図5を見ると、41%の企業は20年以上日本で営業を続けていることが分かる。一方、17%の企業は日本での営業がまだ5年未満である。

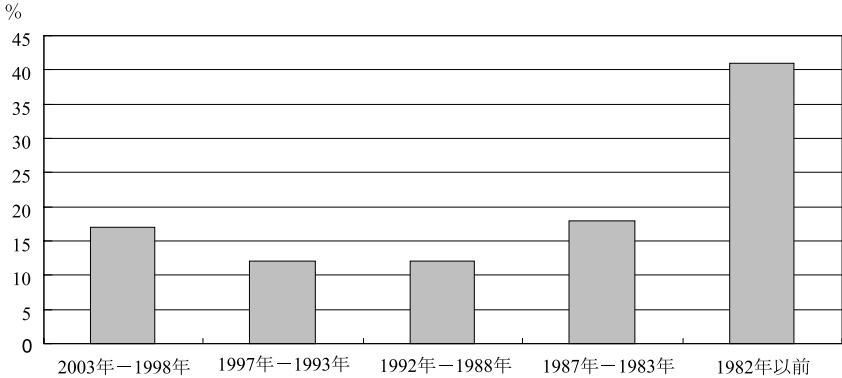
次に産業分野別について見てみると、機械関連企業は32%、自動車・自動車部品関連企業は11%であった（図6）。これら2つの分野で全体の約40%以上を占める。一方、製薬関連企業は10%だけであった。

次に黒字化（Break-even-point）に要する期間について見てみると、日本におけるドイツ企業の45%以上は3年以内に黒字化を達成している。約4%の企業は黒字化達成に10年以上必要であった。黒字化に当たっては日本の経済情

17 World Investment Report 2007, Annex, Tab. A. I. 6.

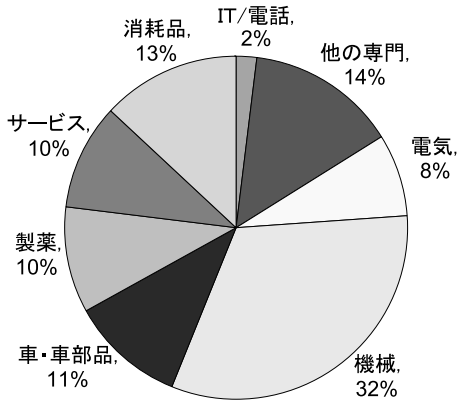
18 Komender, P. and Schmutzler, J. (2004).

図 5：何年前から日本で営業を続けているか



出所：在日ドイツ商工会議所、アンケート、97 件、2003 年

図 6：産業分野別



出所：在日ドイツ商工会議所、アンケート、97 件、2003 年

勢が大きな影響を与える。バブル崩壊後日本で設立された企業の内 50%以上が黒字化のために 6 年～10 年かかった。それに対して、1994 年以後では 50%のドイツ企業は 5 年以内に黒字化を達成出来たので、経済状況が外国企業にとつ

てより良いものになったと思われる。

最後に、利益を上げられているかを見てみると、全体として7割以上の企業は利益を上げている。30%以上の企業は1~5%の利益を上げており、20%以上の企業は6~10%の利益を上げている。10%以上の利益を上げている企業は25%にも及ぶ。一方で、赤字企業は全体の25%程度である。日本におけるドイツ企業は経済的に強いと思われる。次項では最近の日本における合併と買収投資の状況について見ていく。

3.2. 日本におけるドイツ企業の合併と買収

合併と買収には具体的には資本参加、出資拡大と営業譲渡が含まれる。資本参加と出資拡大は自ら発言力を増大させるという意味での弱い買収である。一方で買収、営業譲渡は実物資産に対する投資なので、資本参加や出資拡大よりも強い買収である。本稿では、これら両者を検討する。

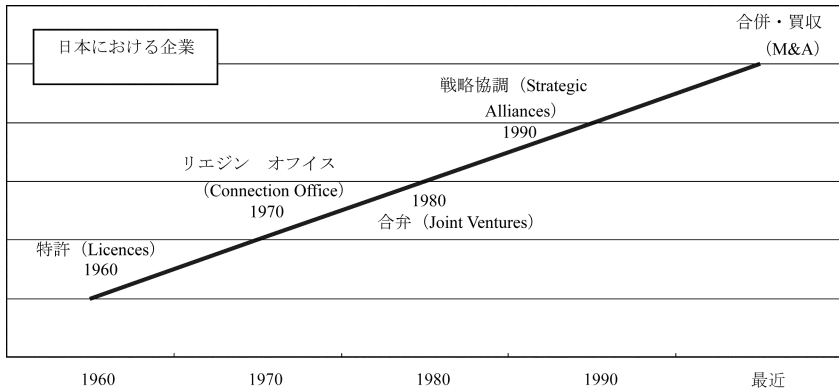
Steinbach/Tanaka (2000) によると、日本に進出した企業のほとんどが1960年代には特許をライセンスする戦略を取った。1970年代に現地事務所 (Connection Office) を設立し、その後で合併と戦略的協調が主流となり、現在では合併と買収が主流となる時代が来ている。

1990年代は、まだバブル崩壊の前であり日本企業の保有する資金が多かったため、海外に14,000 Mio USドルの合併と買収を行ったが、海外から日本への合併と買収は少ない。1998年までの外国から日本への合併と買収は500 Mio USドル未満であったのに対して、1999年から日本への投資が急増し、毎年約15,000 Mio USドルとなっている¹⁹。世界の合併と買収のうち、55%がアメリカで行われ、欧州では約39%が行われている²⁰。

19 データと表は国際連合、World Investment Report 2003, p. 293, in: UNCTAD, New York 2003, http://www.unctad.org/en/docs/wir2003_en.pdf.

20 Barney, Jay B. and 岡田 (2003), p. 177.

図 7：日本における企業合併と買収の発展



出所：Steinbach, N./Tanaka, S. 2000

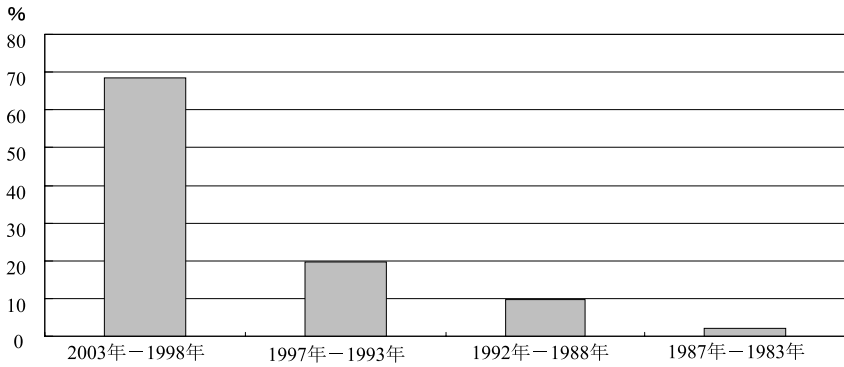
日本における合併と買収を見てもアメリカ企業による合併と買収は常に多い。2006年は82件であり、2007年はピークで147件行われている。アメリカ企業以外では、イギリス企業も2007年で36件の買収を行った。2007年には、中国（香港）の企業による買収も9件見られる²¹。図8を見ると、ドイツ企業による合併と買収のうち約70%はこの5年ほどの間に行われており、最近10年の間ではその比率は90%になっている。

図9では、産業分野別について、「会社は何の産業か」によって分類している。日本企業を合併や買収したドイツ企業のうち39件が製薬企業であった。機械関連は5件だけであり、自動車と自動車部品関連は20件であった。

近年、日本企業を買収したドイツ企業のうちの多くは製薬企業だが、以前は機械関連企業が多かった。具体的に、合併と買収の企業は54件（60%）で買収と営業譲渡が行われ、資本参加と出資拡大は36件（40%）である。

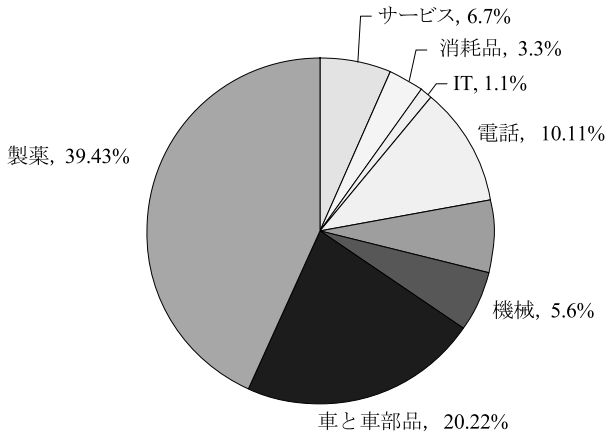
21 出所：MARR, Recof, 1985-2003 のデータ。

図8：合併と買収を行った時代

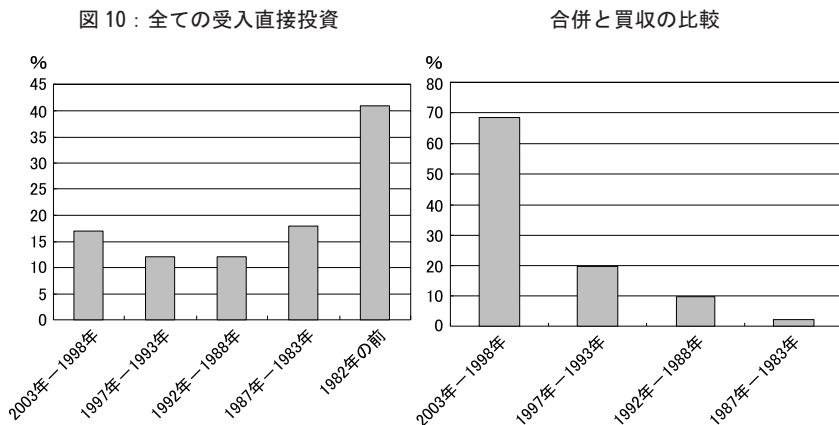


出所：Merger Acquisition Research Review (MARR, Refcof-data)、1985-2003年、92件より作成

図9：産業分野別



出所：Merger Acquisition Research Review (MARR, Refcof-data)、1988-2003年、90件より作成



出所：97社のアンケート（約300社から）92社の合併と買収（別の情報より作成）

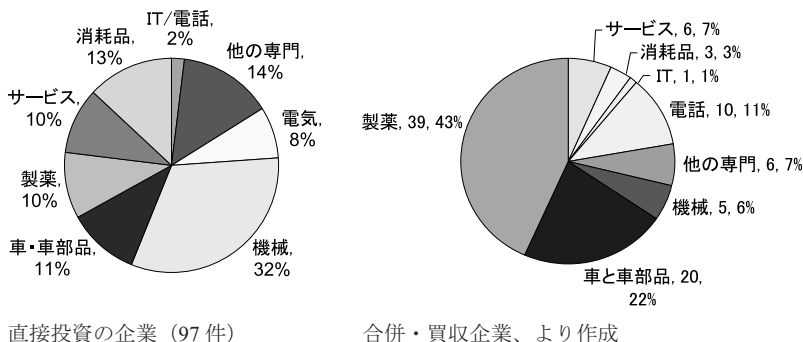
3.3. 比較：直接投資によるものと合併と買収によるもの

ここではドイツ企業の日本に入った時期と産業分野別について調べる。図10は、左側は全ての企業と右側は日本に入った合併と買収である。

図10を見ると、約50%の日本への直接投資による企業（97件）は20年以上日本で営業している。一方、合併と買収（90件）による企業の70%が営業5年未満であり、90%が10年未満である。合併と買収は最近では日本に進出する重要な戦略であることがこの点からも明らかである。次に直接投資を行った企業と合併と買収を行った企業では産業分野にどのような違いがあるかを見ていく。

全ての直接投資を行った企業は機械関連企業が32社、車・車部品関連企業に11社あり、2つの分野で全体の40%以上を占めることがグラフより明らかにされる。製薬関連企業は10件（9.7%）だけである。一方、日本企業を合併と買収したドイツ企業のうち39件が製薬企業であるし、機械関連は5件だけ、自動車と自動車部品関連は20件であった。日本企業を買収したドイツ企業のうち多くは製薬企業だが、以前は機械関連企業が多かった。

図 11：直接投資を行った企業全体対合併と買収を行った企業



3.4. 製薬関連会社について

製薬業界では、ドイツ企業による日本企業の買収が数多く行われている。特に、BASFは北陸製薬への供給関係を樹立するために、戦略的買収を行なうなど、積極的な買収活動を展開している。また、1967年にヘキストは日本に独自の新しい会社を設立している。ゲメニコンコンサルタントによると、1986年にこの企業は最大の外国資本の製薬会社であったとされている。さらにメルクは万有製薬と合併し、後に買収している。ベリンガーインゲルハイムは万有製薬に非友好的な買収を仕掛けた。以下の記述は、筆者が1999年2月にメルク日本の社長およびベリンガーインゲルハイムの社長に、合併と買収に関して話を伺った内容に基づいている。

1983年、メルクは万有製薬に資本参加するのに際して、純利益の30年分を支払った。通常、アメリカでの買収価格は純利益の8年分であるが、資本参加したときの万有製薬は弱い会社であったにもかかわらず、高額であったのである。万有製薬は従業員数500人以上の株式会社であり貸借対照表は明瞭であった。新聞においては多くの消極的な反応が見られたにもかかわらず、販売力の強いセールスマンが多かった。一方、メルクは効果的な薬剤を抱えており、最

近は株価も安定している。そして、この買収はメルクにとって好ましい結果となり、以下のような4つの領域において合併のシナジー効果が見られた。

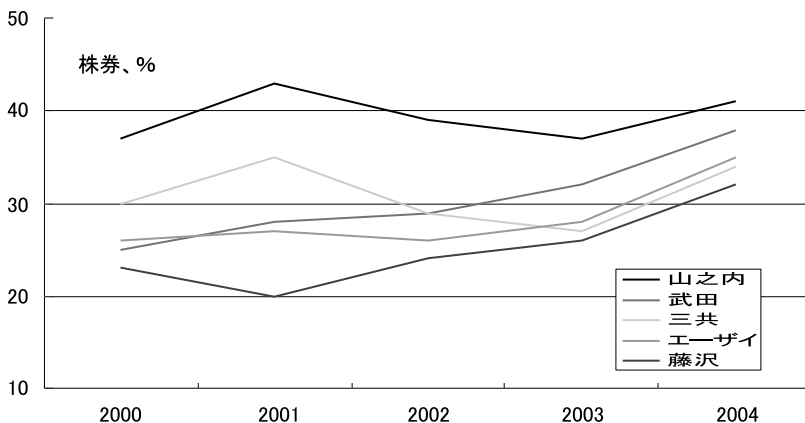
1. 製品を購入する企業の増加
2. 製品のマーケティング能力の向上
3. 顧客関係の増加
4. 同種部門の統合

1999年、日本ベリンガーインゲルハイムはリストラを行っている。ベリンガーインゲルハイムもメルクと類似しており、日本のターゲット会社と以前から関係があった。そして、1997年に万有製薬に資本参加している。ベリンガーインゲルハイムの資本参加の目的は、日本市場のみではなく、アジアマーケット全体であった。2002年11月にベリンガーインゲルハイムはキッセイ薬品工業と契約をした。目的はキッセイ薬品工業と一緒に特別な製品を販売するためであった。ベリンガーインゲルハイムの取締役によると、利益はドイツ国内(4-5%)よりアメリカと日本市場の方が高くなるそうである²²。

このように製薬業界ではドイツ企業の日本企業に対する活発な投資活動が行なわれているが、なぜ他業種は同様の方法を採用しないのであろうか。最大の問題は、日本市場のリスクが非常に高いことである。ドイツ企業は機会があれば日本市場に参入しようとしているが、リスクが高いために実際に日本のマーケットに参入する企業は少数である。このリスクに加えて、ドイツ企業が日本企業に関する情報を入手するために費用がかかることがあるので、中小企業に比べてリスクが低くなる。例えば、日本の中小企業の多くは負債があり、またドイツの経営者は少規模な日本企業を買収したいと考えているが、それらに関する

22 http://www.boehringer-ingelheim.ca/news_releases/2003-04-08c.asp.

図 12：日本の製薬メーカー上位五社の外国人の持ち株



出所：外国人持ち株 3 割突破、日本経済新聞 2004 年 6 月 4 日

情報が得られないのである。一方、日本の大企業は安全ではあるが、やはりコストがかかるのである。日本の製薬企業は外国人の投資家にとって²³ 大変魅力的である²⁴。日本の上位 5 社の製薬メーカーの株主のうち 3 割程度が外国人である。

図 12 を見ると、日本の上位 5 社の 3 月末時点での、外国人の持ち株比率は 3 割以上である。代表的な外国人投資家として、一番大きな直接投資を行っている会社はアメリカの投資運用会社、ウエリントン・マネジメントであり、例えばエーザイは株式 8 % を有している。また、イギリスのバークレイズ・グローバルグループは三共株式の 5 % を有している²⁵。39 件全てのドイツ製薬企業の合併と買収は次の 7 つの企業によって行われた：

23 The Nikkei Weekly (2004): Japan firms brace for spate of M&A by foreign giants, Mai 31, p. 8.

24 Makino, Y. (2004), p. 8.

25 日本経済新聞 (2004 年 6 月 4 日)：外国人持ち株 3 割突破、p. 11。

- ・BASF 9 件
- ・デグサ 5 件
- ・ベリンガーインゲルハイム 1 件
- ・ヘンケル 4 件
- ・バイアー 3 件
- ・メルク 2 件
- ・ベリンガーマツヌハイム 2 件

29 企業

他のドイツ会社は 10 社の合併と買収を行った。インタビューで伺えた情報から考察する。製薬企業に対して「なぜ最近多くのドイツ製薬企業が日本企業を買収したか」を質問した。色々な理由が挙げられた。

製品原価の内、約 20% は研究開発費であるが、売上高が高くなるほど研究開発費の比率は小さくなる。日本の製薬企業の規模は世界的なレベルに比べて小さく研究費が高く、外国の企業にとって買収しやすい。ドイツの規模はさらに大きく、売上高に比べると研究費はもっと安くなるし、コストが下がる。日本政府は最近新しい規制緩和を行ったので、外国の製薬企業は特別な日本の検査なしで、日本でも薬品を販売出来る。日本人の平均寿命は世界中で一番長く、今後も高齢者が増えることにより、薬の需要も増加することが予想される。だからこそ、マーケットは大きい。そのために売上が確保出来、利益にも結びつく。

デメリットとしては、経済危機と日本での高い物価、特に地代が高いことが挙げられる。デメリットについてさらに詳細に検討した。日本の地代・家賃現在は何の水準にあるかと聞いた²⁶。

26 日本の地価：東京、横浜、名古屋、京都、大阪、神戸の平均地価である。

4. おわりに

以上においてコーポレート・ガバナンスは会社法との関連が深く、この会社法が近年大幅に改正され、なかでも企業結合と合併・分割に関する規程の改正は合併と買収に大きく関わることが説明された。これらの法律改正の時期と同じくして日本の合併と買収の件数が大きく増加していることは、法律改正と企業戦略との間に何らかの因果関係があることを示唆するものといえよう。

多くのドイツ企業は、買収より前にそのターゲット会社と長期的な関係を持っている。しかしながら、ドイツ企業は日本の中小企業に関する情報が不足しているのである。従って、買収前の関係がなければ参入は困難であるといえる。30年前、メルクが万有と買収以前にマーケティング協定を結んだことは、後の買収にとって好例となっている。今後、日本企業にはより一層の柔軟性が求められることとなろう。

日本における対外受入直接投資はまだ低い水準にあるが最近その水準は高くなってきており、合併と買収マーケットに対する関心の高さがそれに寄与している。外国投資家も参入し、特に、アメリカの企業が多い。ドイツ企業もチャンスをとらえて買収を行っている。日本で営業している約350のドイツ企業のうち、100社がアンケート調査に参加しているが、50%ほどの企業は20年前から日本に来ており、産業分野別によると、以前は機械が多かった。日本における全てのドイツ企業のうち合併と買収がここ5年以内に行われた企業は全体の70%程を占め、ここ10年以内に合併と買収が行われた企業は全体の90%程を占めている。

産業分野別に見れば、直接投資の対象となった主要な企業は、以前は機械関連(33%)であったが、現在は製薬企業(43%)と自動車・自動車部品(22%)に変化している。この要因として次のようなメリットが挙げられる。日本製薬

企業はまだ小さい企業が多いので買収するチャンスが多いこと、多くの潜在的消費者がいるため高い売上高と利益が期待出来ることである。産業分野別では、7つのドイツ製薬企業が29件の買収を行った。このような製薬会社による合併と買収のメリットの背景には政府による規制緩和と潜在需要の大きさがある。このような状況を見ると、将来日本においてはドイツ企業による買収がさらに行われると思われる。

参考文献

- Komender, P. and Schmutzler, J. (2004): vom 15. Juni 2004.
- Makino, Yo (2004): Global M&A wave heading Japan, in: The Nikkei Weekly, March 22, p. 8.
- MARR (1985-2008): Merger and Acquisition Research Report, several issues.
- The Nikkei Weekly (2004): Japan firms brace for spate of M&A by foreign giants, May 31, p. 8.
- Steinbach, N. and Tanaka, S. (2000): Umbruch in Japan-Einstiegschancen für die deutsche Industrie. In: Veröffentlichungen des Japanisch-Deutschen Zentrums Berlin, Bd. 43, Symposium, 25. Mai, p. 112-124.
- Barney, Jay B.・岡田正大 (2003):『企業戦略論 (下) 全社戦略編』ダイヤモンド社, GAINING AND SUSTAINING COMPETITIVE ADVANTAGE, 2nd Edition.
- World Investment Report 2007, Annex, Tab. A. I. 6.
- 安藤晴彦・元橋一之 (2002):『日本経済 競争力の構想』日本経済新聞社。
- 浅羽茂 (2002):『日本企業の競争原理』東洋経済新報社。
- 伊丹敬之 (2000):『日本型コーポレートガバナンス』日本経済新聞社。
- 今西宏次 (2003):「利害関係者理論と共同体主義」『大阪経大論集』54巻3号 p. 65-88.
- 神田秀樹 (2003): Understanding Recent Trends Regarding the Liability of Managers and Directors in Japanese Corporate Law, 同志社大学日本会社法制研究センター「コーポレート・ガバナンス—グローバルスタンダードの形成に向けて」11月7日。

北爪雅彦・北地達明（2002）：『M&A 入門』日経文庫。

国際連合（2003）：World Investment Report, <http://www.unctad.org>。

奥村宏・井村進哉・福光寛・王東明（2002）：『コーポレート・ガバナンスの社会的視座』
日本経済評論社 p. 11-33。

中垣昇（2003）：『日本企業と経営者の役割』税務経理協会。

酒巻俊雄・藤原祥二・藤原俊雄（2003）：『商法大改正とコーポレート・ガバナンスの再
構築』法律文化社。

佐久間信夫（2003）：『企業支配と企業統治』白桃書房。

佐竹隆幸（2002）：『中小企業のベンチャー・イノベーション理論・経営・政策からの
アプローチ』ミネルヴァ書房。

在日ドイツ商工会議所（Mit Hilfe von Roland Berger Consultants）（2003）：Making Money
in Japan-Eine Studie zur Gewinnsituation deutscher Unternehmen in Japan。

山縣正幸（2008）：「第6章 企業発展と持続可能性ードイツ企業におけるCSRの規範
的マネジメントへの包摂」海道ノブチカ著書『現代企業の新地平ー企業と社会の相
利共生を求めて』千倉書房。

第9章 ドイツ企業による日本企業の M&A－競争優位を作るために－

はじめに

現在、日本ではM&Aが大変盛んになっている。レコフによると2008年1月から8月までに1,854件（前年同期に比べて6.7%増）の合併と買収が発表された。また、M&Aの公表金額は8兆3,634億円で、10.31%増えることを実現した（産経新聞2006年9月5日記事）。しかし、M&Aに関する研究は、日本国内の研究が多い。海外との関係で見れば、米国企業を対象とする研究は多い。日本企業を対象とする研究はまだ少ない。また、そのうちほとんどの研究は海外進出している日本企業が外国の企業の買収（in-out type）に関する研究である。日本の国内マーケットにおけるM&A（out-in type or in-in type）研究、特に外国企業による日本企業のM&A（out-in type）研究は村松・宮本（1999）、深尾・天野（2004）、浅羽（2005）とわずかである。また、ドイツによる日本企業の買収に関する研究はBebenroth（2004）のみである。

本研究では第1項でドイツ企業が日本に進出する背景と理由を考察する。第2項では日本におけるドイツによるM&Aの基本状況、第3項では研究のデータと課題、第4項では分析結果、第5項ではケース分析、第6項ではディスカッションをそれぞれ行う。第7項は終わりである。

1. ドイツ企業が日本に進出する背景と理由

日本とドイツとの技術的な交流は江戸時代から行われてきた。現代においても、欧州最大の貿易相手国として、また自動車や医療機器などのメーカーは日本でもポピュラーな存在であるように、日本産業にとってドイツは重要な国である。ドイツにとっても 2004 年度の対日投資額が 114 億円（全世界で 11 番目の投資国）というように、日本は重要な国として位置づけられている。

ドイツ企業の特徴として、以下のことを指摘出来る。① マニュアルや慣例に関する認識は薄い。従業員の意見を大事にすることも、ドイツ企業の特徴である。例えば上司から「こういうふうにしよう」といわれたとしても、その意見を改善したほうがよいと思った場合は、地位や役職にかかわらず、誰でも意見を言え、その意見を聞き入れられる土壌が備わっている。たとえマニュアルや慣例があったとしても、そのやり方がおかしいと意見し妥当であれば、すぐにそれを取り入れてくれるフレキシブルな面も有している。② 必要な時、適切な人材を随時募集する制度。ドイツでは、新卒・中途という区別はなく、人材が必要になった時、その要件を満たす人を採用するという方法を採用している。日本のように、4月1日に新入社員のために一斉に入社式を行う光景はドイツには見られない。もちろん日本に進出しているドイツ企業の中には、4月に新卒採用を行っている企業もあるが、基本的には通年採用が一般的である。従って、上司が年下である、という場面も珍しくない。また同期入社という概念も存在しない。③ 長期休暇を取得するのが一般的である。日本ではなかなか取りにくい長期休暇はドイツでは年2回ほど取られ、リフレッシュするのが一般的である。日本に進出しているドイツ系企業でも、責任者がドイツ人であればこの企業の社員は長期休暇を取る可能性が高い。

ドイツ企業においても数年前まで終身雇用が一般的であった。この点は日本

とよく似ていた。ドイツが世界の中でコンペティターとしてとらえているのは日本だという。その日本の中でドイツ系企業が勝負を挑む背景にあるのが、日本の顧客（大企業）の存在である。世界一うるさいともいわれる日本の顧客を満足させることが出来れば、世界中の全ての顧客を満足させられると考えているからである。つまり、ドイツ系企業にとって日本への進出は、自社技術のレベルアップのためであるともいえる。ドイツ系企業のエンジニアはその重要な役割を担う存在といえよう。「Made in Germany」は、技術レベルの高さにより精密さ、信頼感、機能という点で世界的な信用がある。

日本は米国に次ぐ世界第2の経済大国であり、しかも高いハイテク技術を持っていることもあり、日本に進出した企業は機械、半導体、ソフトなど最先端技術を持っているところが多い。また、日本の企業が持っていない技術・製品を売り込むというニーズが多い。ただ1990年代、日本の不況や国内メーカーとの競合で一時的に事業縮小を余儀なくされた会社もあり、必ずしも終始、事業が順調に行われたとはいえない。アジア地区の中心拠点と考える企業も一部にはあるが、大半が日本という大市場をターゲットにしている。進出企業は世界各国に多くの子会社を持ち、日本の営業については日本の子会社に任せるという形を取る。販路は限定しており、海外にある親会社にコントロールされているところが多い。

また、ドイツ企業が最初の拠点を東京にしていたのは普遍的である。その背景と理由は、①東京を中心にした首都圏は人口も多く、需要のほとんどが首都圏に集中していることである。東京は日本企業の本社集積地であり、それを通じて商売が出来るし、契約相手も多いことが魅力になっている。②日本で事業を始めるのは、経済・情報・文化の中心である東京が適しているという通念が存在している。③東京では、国際空路等の交通の利便性が高いため適地に本社を構える企業も目立つ。

ドイツを含む外資の対日直接投資は新しい技術や革新的な経営をもたらし、

雇用機会の増大にもつながる。日本経済不況による地価下落、株安、規制緩和などを背景に、外国企業が日本市場参入を好機と捉え、銀行、保険、医薬品、自動車をはじめとして合併や買収、資本提携などがグローバルに展開されてきた。2000年3月には、三菱自動車工業の第三者割当増資をダイムラークライスラーが引き受けることで合意、事実上外資傘下で生き残りをかけることとなったほか、仏ルノー主導による日産自動車の再建など有力な外資企業が日本の大手企業を呑み込み始めてきた。今後も流通や素材産業など構造不況から脱却出来ず、株価も低迷している企業を中心として、こうした動きは加速していくものと思われる。

外資の日本市場進出の阻害要因の1つとして、M&Aへの抵抗感が指摘されてきたが、この点についても最近大きな変化が見られる。M&Aは、外資が既存の人材・販売ネットワークをすぐ利用出来るということから、ゼロから企業を立ち上げる場合に比べ、時間を節約できるというメリットがある。スピードが必要とされる現代にあつては、M&Aの重要性は大きい。最近のM&Aは、業種別には金融・通信分野で顕著な増加を示している。これには、企業のリストラの進展という背景があるものの、日本経済の質的な変化も反映していると見られる。外資の日本経済全体に占める規模はまだ小さいものの、こうした変化は確実に日本経済の構造変化の変動を反映していると考えられる。

日本に進出している外資系企業に共通しているのは、日本経済に対するポジティブな見方である。改めて、日本経済が世界的にも魅力のある巨大な市場であることを再認識させてくれる。消費者ニーズの的確な把握、これまで日本になかった新しいサービスの提供によって不況など何処ふく風といった事実を見る時、規模は小さくとも最近の外資の動きが確実に日本経済に新しい息吹を与えつつあるように思われる。日本経済の活性化に果たす役割は大きい。

現下の日本経済がゼロ金利での金融面で量的緩和策が取られていることも関係していると見られる。むしろ、旺盛な設備投資を考える企業にとっては、日

本の低金利は天国のような環境であるとの考えもある。

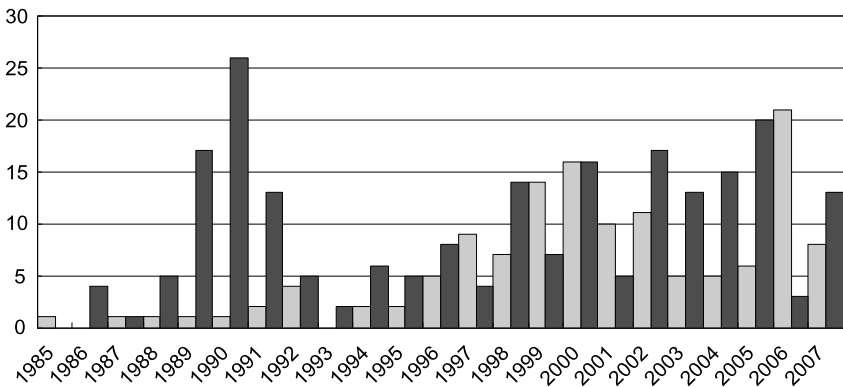
M&A 拡大の背景には、企業のリストラがあったと考えられる。ここ2～3年、大企業を中心に各企業とも経営の再構築を迫られている。このため企業が不採算部門の売却を行うことが急増した。これをきっかけに、日本でもそれまで抵抗感があった企業の売却・買収に対する意識変化が生じつつあるのではないかと指摘がなされた。今後も、日本経済の規制緩和の進展・巨大な日本市場の魅力为背景に外資によるM&Aが進展すると予測している。

2. 日本におけるドイツによるM&Aの基本状況

図1と図2は1985年代から2007年末までのドイツ企業に関するM&Aデータである。

図1を見ると、1990年代より日本企業はドイツ企業を買収した。1997年から2000年までにドイツにおける日本企業と日本におけるドイツ企業がほとん

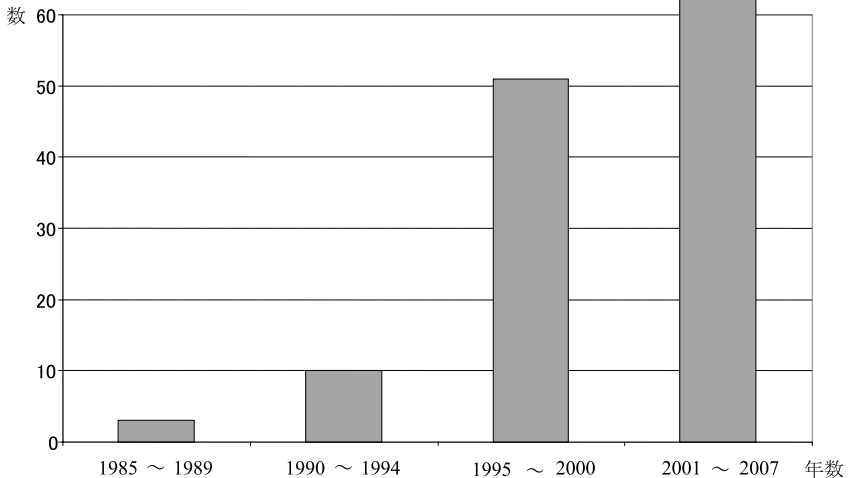
図1：ドイツ企業による日本企業のM&A—日本企業によるドイツ企業のM&A



黒色：日本の企業 灰色：ドイツの企業

出所：MARR, レコフ, 1985-2007, 2008年6月より作成

図 2：日本におけるドイツの M&A



出所：レコフデータ、1985年から2005年より（102件）

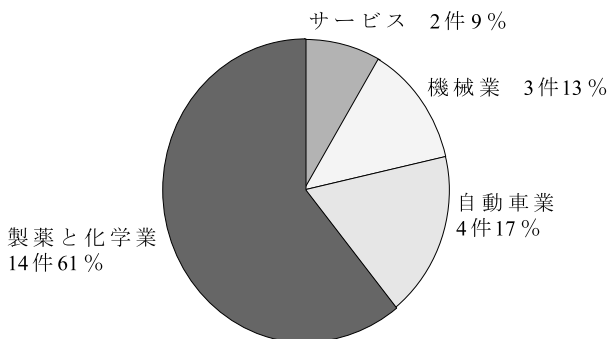
と同じであった。2002年から2007年末までにドイツ企業による日本企業の買収が盛んになった。

図2を見ると、1994年までにドイツ企業による合併と買収の案件数は13件だけであったが、1995年から2000年までに51件に増えた。また、2001年から2007年までに67件のM&Aが見られる。

3. 本研究のデータと研究課題

日本における外国企業の進出に関する比較的新しい研究はAsaba and Yamawaki (2005)、Yamawaki (2004)、蟻川・宮島 (2006) が挙げられる。本研究はドイツ企業による日本企業のM&Aに関する国別実証研究である。1985年から今までは100件以上のドイツ企業による日本企業のM&Aが行われたが、

図3：本研究の企業の業種分野



出所：レコフデータ、1985年から2005年より（23件）

我々はそのうちデータ完備の23件の日本企業を対象に、M&Aが行われる3年前から2年後の6年度の経営指標に分析を加えた。

図3から分かるように、全23件のうち、製薬と化学業は半分以上を占めている（14件、61%）。また、自動車産業、機械業、サービス業はそれぞれ、4件（17%）、3件（13%）、2件（9%）を占めている。われわれは、以下の研究課題を検証したい。具体的に次のパラメータの買収前後の変化を考察したい。

1. パフォーマンス（営業利益率と成長率）
2. 労働生産性（従業員1人当たりの売上高）
3. リストラがどうなったか（従業員数）
4. 債務負担はどう変わったのか（負債比率）

買収の時、3年前と2年後で四つのパラメータはどのように変化したのか。上場会社のM&Aデータはレコフのデータボークから作成された。財務データはNEEDsから作成された。102件のM&Aがあったが、12件（2004年と2005年の件）は財務データがまだ公表されていない。他の企業あるいは親企業は

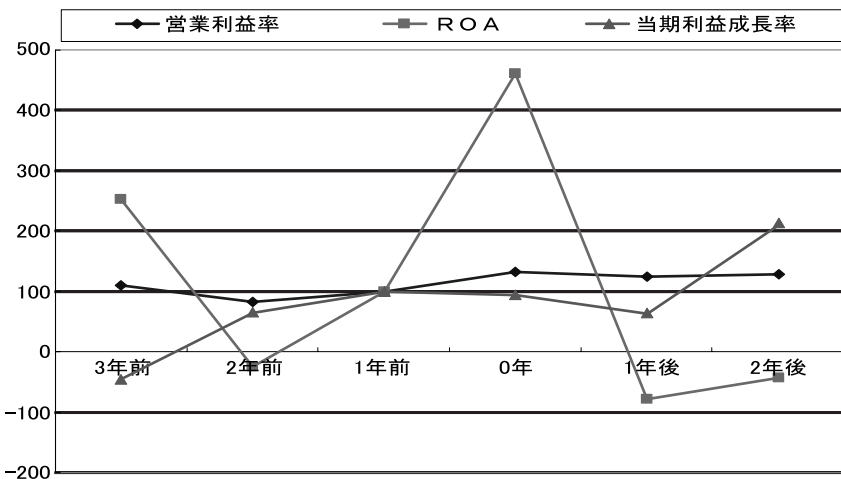
上場していないので 23 社のデータを統計的に調べた。12 件の M&A は伝統的な M&A : ターゲット企業のデータが調べられた。11 件の M&A は子会社だけがターゲット企業であったため、日本の親企業のデータが調べられた。23 社の企業は 3 年前と 2 年後、6 年間に調べた。例えばボッシュは 1988 年に曙ブレーキ工業を買収したので、財務データは 1985 年から 1990 年まで作成をした。

4. 分析結果

図 4 と図 5 はそれぞれ、M&A 前後の企業業績と M&A 前後の企業経営状況である。

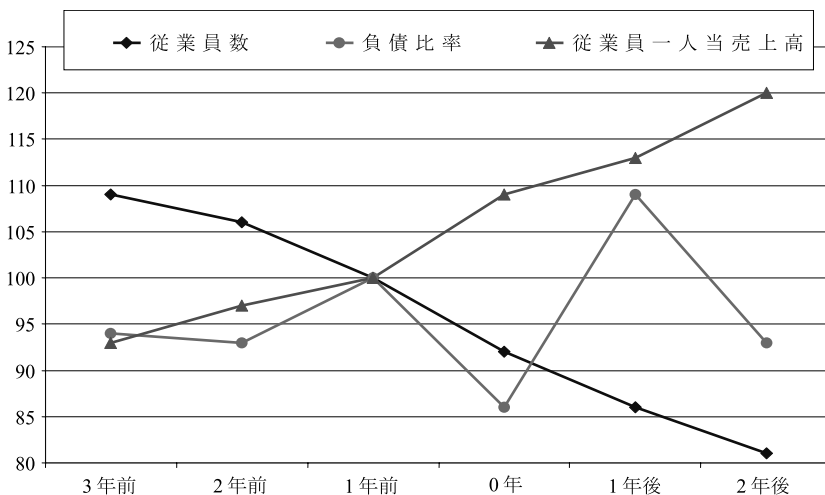
図 4 と図 5 から分かるように、M&A により、被買収企業（あるいは被買収企業の親会社、以下同）に関して、以下の事実が発見された。すなわち、

図 4 : M&A 前後の企業業績



出所 : Needs Financial Report より作成

図5：M&A 前後の企業経営状況



出所：Needs Financial Report より作成

1. パフォーマンス（営業利益率）は改善された傾向がある（営業利益率 $t >$ 営業利益率 $t-1$ 、10%有意）。ところが、当期利益成長率の変化は不安定で統計的にも有意ではない。これは外国企業による買収は、企業の成長性よりもむしろ利益率がより重要視されていると考えられる。また、使用総資本利益率のROAに関しては、ごく不安定な変化が見られた。
2. 労働生産性（従業員1人当たりの売上高）が高くなった（従業員1人当たりの売上高 $t >$ 従業員1人当たりの売上高 $t-1$ 、1%有意）。これは、買収企業の経営ノウハウ、技術力の導入やこれによる被買収企業の経営資源の有効整合のゆえである。
3. リストラ（従業員数）が単調減少の方向で進んでいた（従業員数 $t <$ 従業員数 $t-1$ 、10%有意）。M&Aを含む企業再建の措置として、被買収企業の生

産・経営機構の圧縮と合併による人員の削減がよく見られるが、これと同時に労働生産性も高かったのは望ましい結果である。

4. 債務負担（負債比率）があまり下がらなかった（負債比率 $t >$ 負債比率 $t-1$ 、5%有意）。また、いずれの評価指標でも、M&A 直後の年の変化はポジティブで有意になる。

5. 製薬業の M&A 状況

近年、製薬業界では、欧米の製薬企業は M&A を繰り返し大型化している。一方、日本でもドイツ企業による OUT-IN タイプの M&A が活発に行われてきた。本稿では比較的規模の大きい7案件がある（ナガセ製薬、武田、バイエル・三共、三井製薬工業、北陸製薬、エスエス製薬、ベーリンガーマンハイム山之内である）。BASF、バイエルとベーリンガーマンハイムという世界製薬業の名門企業は、日本の医薬品企業を買収するケースが多くなっている。ドイツ企業側の目的は販路拡大、研究開発費の拡大、コストダウンなど日本における事業拡大が目立っているが、日本側は事業再構築の動きや世界的な業界再編の流れに融合するとか、近年の医薬品分野での OUT-IN タイプの M&A の拡大につながったと考えられる。

特に BASF は日本で長い M&A の歴史がある。1888 年に、アーレンス社を通じて BASF は日本市場へ始めて進出した。1927 年に、三菱ガス化学に対して BASF のメチルコール技術を始めて供与した。1962 年に、日本で最初の合弁会社である油化パーディッシュを設立して、発泡ポリスチレンの国内生産を開始した。1990 年に北陸製薬を買収し始めて、さらに 1996 年に 340 億円の代価で北陸製薬を全部買収して子会社とした（2002 年 4 月、アボット・ラボラトリーズ（米）が、北陸製薬を BASF から買収した）。1999 年に、武田科学飼料

の事業を全面取得した。2001年に、武田薬品工業のグローバルなビタミン事業を取得し、合併会社BASF武田ビタミンを発足した。

また、日本ベーリンガーインゲルハイムは1996年よりエスエス製薬の筆頭株主になり、さらに2000年1月、エスエス製薬の株式公開買付け（TOB）を実施し、その後、過半数の株式を取得し後者を子会社にした。

日本シェーリングは、2001年1月、三井製薬を吸収合併した。ドイツ企業の日本製薬企業を対象とするM&Aの動機要因は以下にあることを指摘できる。まず第1の動機は日本における営業網を確保することである。

欧米諸国と異なり、日本では、医薬品メーカーが多数の医薬情報担当者（MR）を雇用する手厚い営業体制がある。また、医薬品卸売業はメーカー系列の多数の業者に分かれており、さらに売掛販売などの独特の取引慣行が存在する（みずほ総合研究所2003）。日本に参入するには、営業体制の構築やこれら多数の卸業者との取引などの日本独自の商慣行が大きな問題となる。このような慣行が、進出する企業にとっては多大な初期投資コストが必要となるため、進出する場合には単独進出ではなくM&Aの形態を選択する要因になるとされる。実際、日本国内に営業網を持たない外資系製薬企業では、日本の製薬会社の販売力を目当てに進出するケースが多く見受けられる。

第2の動機は膨大な研究開発資金を確保することである。医薬産業では、医薬品の研究開発には莫大な資金が必要とされる。そのため、医薬企業は常にM&Aにより規模の拡大を図る必要がある。製品化の段階に入る前に、治療試験により統計データを収集するのに莫大なコストがかかるため、活発な新薬開発競争が行われているうちはM&Aが拡大する可能性は高いと考えられる。日本製薬工業協会資料によると、基礎研究から製造承認を経て一つの医薬品が誕生するまで10～18年程度必要であり、途中で開発を断念した医薬品の開発費用まで含めると、1品目当たりの研究開発費用は150～200億円にも達する。

そして第3の動機は世界的な業界再編の波である。数年前までは海外を中心

に医薬品業界では M&A による業界再編が大々的に行われていた。その後一段落したという見方もされているが、世界最大の製薬会社ファイザーでも世界シェアの 1 割程度のみにとどまっている上に、依然中小医薬品企業も数多く存在しており、日本はその傾向が強い。従って、これから業界再編の動きが再び活発化することも予想される。

第 4 の動機は規制緩和である。医薬品業界では、規制緩和や国際的な制度の統一化が進んでいる。承認審査制度の国際的ハーモナイゼーションの進展により、医薬品承認申請フォームの日米欧での統一化が図られており、外資系医薬品企業にとって、日本での事業展開をスムーズに行うための環境が一つに整備されたこととなっている。しかし阻害要因もいくつかある。日本の医薬品業界における OUT-IN タイプの M&A が諸外国に比べて進んでいない。原因は次の点が挙げられる。

第一に、日本医薬品市場の価格規制がまだ厳しい日本の医薬業では、「薬価差益」というものがある。これは、医療機関が保険償還価格より安く購入した場合の政府が設定した価格に対する差益である。医療機関の収益となる仕組みになっている。そのため、医療機関にとっては、医薬品の価格そのものではなく、「薬価差益」がどれだけあるか、さらには価格以外のサービスがどの程度充実しているかが購入のポイントになってくる。一方、欧州では、医療機関ごとに医療費や薬剤費の総枠が設定されており、「薬価差益」が得られない仕組みになっている。従って、購入する医薬品を選定するときには、価格そのものも重要なポイントとなっている。このように、日本の医療用医薬品市場においては、欧米諸国とは異なり、市場メカニズムに応じた価格設定が行われておらず、価格以外のサービスが重要となっている。このような日本市場への参入は、不慣れな外資にとって薬品の販売は難しい。

第二に、規模の経済が働きにくい日本では、薬品の価格よりも、価格以外のサービス（情報提供など）の充実度が重視されている。すなわち、各医療機関

との関係が重視されるため、営業人員を増やすことがすぐシェア拡大には結びつきにくい。このため、他国への進出であれば追加的な投資を行い着々と事業を拡大する動きがあるが、日本では追加的な投資が行われにくい。

第三に、市場の成長率が低い日本の医療用医薬品市場は米国に次いで世界第2位の規模を誇る巨大なマーケットであるが、市場の成長率（2000～2001年）は、米国が年間17%、欧州諸国は10%程度であるのに対し、日本は4%程度と低い水準になっている。外資系企業は、短期的な収益性、成長性が大きな目標となっており、利益成長率を維持できない日本市場には進出する魅力が少ないとする企業も多いと考えられる。

第四に、日本企業の非効率性日本製薬企業は優れた製品や営業網を持っているが、関係作り、頻繁な製品説明などを行っていることが非常に非効率である。さらに、日本企業の人件費も高いので、外資参入の阻害要因になってしまう。

第五に、外資M&Aへの抵抗感、日本の医薬品業界では、外資の参入により、研究開発には欠かせない優秀な人材が引き抜かれるという警戒心を常に強く持っている。このため、ドイツを含む外資によるM&Aの受入に対する抵抗感が根強いことも考えられる。

また、外資に対する抵抗の背景には、終身雇用の問題も指摘されている。外資が買収した企業を効率的に運営しようとする場合、年齢の高い従業員の解雇をまず検討するとされており、これを恐れて外資の買収に嫌悪感を示すケースがかなりある。逆に若い層では、外資の買収で高齢層従業員が解雇されることで自分達の活躍のフィールドが広がることを歓迎する傾向もある。

6. ディスカッション

基本的に、ドイツ企業を含むOUT-INタイプのM&Aは、新しい技術や革新的な経営ノウハウをもたらすとともに、新商品、サービスの供給やリスクマネー

の提供を通じて雇用機会の確保にもつながるなど、構造改革を進め、日本経済を活性化する有効な手段であると期待されている。インプリケーションとして、以下の点を指摘できる。

1. 優れた経営資源の移転と吸収

M&A により、技術、研究開発力、特許・技術、ビジネスモデルなどの知的財産及び、人的資源管理のノウハウ、マーケティング、ブランド力、資金調達力などの経営資源の移転が行われる。ドイツ企業の進出とともに経営資源が日本にもたらされ、拡散することで、日本の企業や経済の活性化を進めている。また、ドイツ企業と日本企業との経営ノウハウの融合により、新しい優れた経営ノウハウが産み出される可能性もある（萩原 2003）。

2. 消費者利益の拡大と還元

ドイツ企業の参入により、今までに日本にはなかった新製品やサービスが提供されるとともに、競争が促進されるので、消費者の利益が拡大する。進出するドイツ企業が日本固有の慣習に国際の市場規則を導入し、経済の効率化をもたらし、従来の製品やサービスの質を向上させたり、価格を低下させたり、消費者利益を還元できる。

3. 新しい国際経済関係への参加

OUT-IN タイプの M&A は、日本の資源を外国の企業にも開放することで協動的な国際関係の形成に貢献することにもなる。

4. 地域経済の活性化

外国企業の M&A 参入により、地域雇用機会の創出、人口の増加、税収の増加など、様々な波及効果が期待できる。新たな企業の進出は、自社によ

る単純な販売・営業という経営活動だけでなく、物流業者、金融機関、さらに企業運営を支援するサービス産業の取引拡大にも寄与する。そのため、地域産業の競争力強化にもつながる（経済企画庁 1998, p. 130-138）。

7. おわりに

ドイツ企業のM&Aにより、経営ノウハウや技術力の導入及び経営資源の有効整合による被買収企業である日本企業のパフォーマンスは平均にして改善された。また、買収の前と買収の後にリストラが持続的に行われたが、労働生産性も高くなった。日本企業を取り巻く競争環境がいつそう厳しくなる現状では、OUT-IN タイプのM&Aをきっかけに、求められる株主を重視する経営の強化、経営資源のより有効な配置と整合、新しい経営ノウハウの導入、研究開発力と生産技術力の向上など、日本企業の国際的な競争優位に寄与すると考えられる。

また日独両国は経済のグローバル化の中に、構造改革と企業競争力の強化など、成熟した先進国として共通の課題に直面しており、両国間において協力を行う余地が大きい。今後ともさらなる国際的なM&Aを含む直接投資を促進する工夫が必要と思われる。

参考文献

Asaba, S. and Yamawaki, H. (2004): Changes in the Determinants of Profit: A Study of Foreign Subsidiaries in the Japanese Manufacturing Industries in the 1980s and 1990s. *Advances in International Management*, Vol. 17, p. 289-324.

Yamawaki, H. (2004): Who Survives in Japan? An Empirical Analysis of European and U.S. Multinational Firms in Japanese Manufacturing Industries. In: *Journal of Industry, Competition and Trade*, Vol. 4, No. 2, p. 135-153.

浅羽茂 (2005): 「外資は日本企業を立て直せるか」『一橋ビジネスレビュー』第53巻2

号 p. 46-59.

蟻川靖浩・宮島英昭 (2006) : 「M&A の経済分析 : M&A はなぜ増加したのか」『RIETI Discussion Paper Series』06-J-034.

Bebenroth, R. (2004) : 「日本におけるドイツ企業」『大阪経大論集』第 55 巻 3 号 p. 179-190.

第一勧銀総合研究所 (2001) : 『対日直接投資促進施策の評価と今後のあり方に関する調査研究』 p. 4-8.

深尾京司・天野倫文 (2004) : 『対日直接投資と日本経済』日本経済新聞社。

萩原愛一 (2003) : 「対日直接投資促進をめぐる動向」国立国会図書館第 430 号。

服部暢達 (2001) : 『実践 M&A マネジメント』東洋経済新報社。

星野靖雄・高林真一郎 (1999) : 「在日外資系企業の進出形態と業績」『組織科学』Vol. 32, No. 3.

経済企画庁調整局 (1999) : 『外資誘致が地域経済に与えるインパクト』大蔵省印刷局。

みずほ総合研究所 (2003) : 「対日直接投資の現状と障害に関する状況の調査」みずほ総合研究所株式会社。

村松司叙・宮本順二郎 (1999) : 『企業リストラクチャリングと M&A』同文館出版。

日本貿易振興機構レポート (2006) : 『国内における外資系企業の二次投資成功事例調査』。

産経新聞 (2006) : 「M&A 活況 件数・金額ともに最高更新の勢い」9月5日。

付録：本稿のM&A案件のリスト

23社のドイツ合併と買収企業

年	買収企業 (ドイツ側)	被買収企業 (日本側)	買収時点	M&Aの種類： 買収=1、出 資拡大=2、 管議党渡= 3、資本参 加=4	業種
01	デグサ	レンゴー (紙・パル プ)	2001/7/26	3	化学
01	ナルク	ナガセ製薬品	2001/6/21	3	化学
00	バイアー	大日本インキ化学 工業(DIC)	2000/4/27	3	化学
00	BASF	武田薬品工業	2000/7/28	3	化学
00	マンウ	大日本インキ化学 工業	2000/2/25	3	他の専門
00	BASF	武田パーテイッシ ュウレタン工業	2000/7/17	1	化学
00	BASF	日清ピーエーエス エフ	unclear	3	化学
00	ダイムラー・ク ライスラー	三菱自動車工業	2000/3/11	4	車と車部品
99	バイアー	バイエル・三共	1999/3/20	1	化学
99	ヘンケル	セメダイン	1999/5/27	4	化学
99	ヘンケル	ライオン	1999/12/2	4	化学
99	BASF	日本油脂	1999/12/7	3	化学
99	シェリング	三井製薬工業	1999/12/16	1	化学
99	ヨーヒ電機	明電舎	1999/12/9	1	電気
98	ダイムラー・ク ライスラー	日産ディーゼル	1998/5/14	1	車と車部品
97	ハーバーツ	神東自動車	1997/9/1	4	化学
97	ルーグエル・ウ エルケ	ソニー電機	1997/4/6	3	電気
96	BASF	北陸製薬	1996/3/15	1	車と車部品
96	ベリンガーイン ゲルハイム	エスエス製薬	1996/3/23	4	化学
95	BASF	出光・デユボン	1995/2/28	4	化学
92	ベリンガーマン ハイム	ベリンガーマン ハイム山之内	1992/10/8	1	化学
89	ベリンガーマン ハイム	東宝	1989/8/10	1	化学
88	ボッシュ	曙ブレーキ工業	1988/7/19	4	車と車部品

初出箇所目録

第1章：「コーポレート・ガバナンスと合併・買収に関する一考察」『大阪経大論集』第54巻第6号。その前に第4回大学院セミナー（2004年11月26日）、および関西学院大学産業研究所の「拡大EUと企業経営」研究会、海道ノブチカ教授（2004年11月30日）においての報告に加筆修正したものである。

第2章：「ドイツのコーポレート・ガバナンスコードとその準拠表明」『大阪経大論集』第56巻第5号、2006年1月。大阪経済大学の田淵進名誉教授との共同研究。

第3章：「ドイツの環境税とエネルギー政策—再生可能エネルギー法に関連して」『大阪経大論集』第56巻第1号2005年5月。

第4章：「バーゼルIIとドイツ中小企業金融」『大阪経大論集』第58巻第1号、2007年7月。大阪経済大学の田淵進名誉教授との共同研究。

第5章：「メザニン資本とドイツ中小企業金融」『大阪経大論集』第57巻第5号、2007年1月。大阪経済大学の田淵進名誉教授との共同研究。

第6章：「ドイツの新規株式公開企業とアンダープライシング」『経営経済』（大阪経済大学中小企業・経営研究所）第40号、2005年2月。

第7章：「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1号、2004年5月。大阪経済大学の田淵進名誉教授との共同研究。

第 8 章：「日本におけるドイツの企業」『大阪経大論集』第 55 巻第 3 号、2004 年 9 月。

第 9 章：「ドイツ企業による日本企業の M&A—競争優位を作るために—」『年報財務管理研究』第 18 号、2007 年 4 月。和歌山大学の李東浩准教授との共同研究。

研 究 叢 書 (既 刊)

第 1 号	生産と分配に対する貿易効果の分析	片野 彦二著	1961 年
第 2 号	国際貿易と経済発展	川田富久雄著	1961 年
第 3 号	国際私法の法典化に関する史的研究	川上 太郎著	1961 年
第 4 号	アメリカ経営史	井上 忠勝著	1961 年
第 5 号	神戸港における港湾荷役経済の研究		
	柴田銀次郎・佐々木誠治・秋山 一郎・山本泰督共著		1962 年
第 6 号	企業評価論の研究	小野 二郎著	1963 年
第 7 号	経営費用理論研究	小林 哲夫著	1964 年
第 8 号	船内労働の実態	佐々木誠治著	1964 年
第 9 号	船員の雇用制度	山本 泰督著	1965 年
第 10 号	国際私法条約集	川上 太郎著	1966 年
第 11 号	地域経済開発と交通に関する理論	野村寅三郎著	1966 年
第 12 号	国際私法の国際的法典化	川上 太郎著	1966 年
第 13 号	南北貿易と日本の政策	川田富久雄著	1966 年
第 14 号	インド経済における所得分配構造	片野 彦二著	1968 年
第 15 号	ラテンアメリカ経済統合の理論と現実	西向 嘉昭著	1969 年
第 16 号	会計情報と EDP 監査	中野 勲・大矢知浩司共著	1972 年
第 17 号	国際収支と資産選択	井川 一宏著	1974 年
第 18 号	経営計測システムの研究	定道 宏著	1978 年
	Business & Economic Information Control and Analysis System		
第 19 号	日本・オセアニア間の海上輸送とオセアニア主要港の現況		
		佐々木誠治著	1978 年
第 20 号	計量経済情報システム STEPS-BEICA	定道 宏・布上康夫共著	1979 年
第 21 号	海上運賃の経済分析	下條 哲司著	1979 年
第 22 号	国際法上の船籍論	嘉納 孔著	1981 年
第 23 号	ブラジル経済の高度成長期の研究	西島 章次著	1981 年
第 24 号	資本蓄積過程の分析	下村 和雄著	1983 年
	—理論的枠組とオーストラリア経済への適用—		
第 25 号	会計情報公開論	山地 秀俊著	1983 年

研究叢書(既刊)

- 第26号 企業の国際化をめぐる特殊研究 井上 忠勝・山本 泰督・
下條 哲司・井川 一宏・山地 秀俊共著 1983年
- 第27号 海運における国家政策と企業行動 海運経済専門委員会著 1984年
- 第28号 オーストラリアの金融システムと金融政策 石垣 健一著 1985年
- 第29号 会計情報公開制度の実証的研究 山地 秀俊著 1986年
一日米比較を目指して一
- 第30号 配船の理論的基礎 下條 哲司編著 1986年
- 第31号 仮想電子計算機と計算機言語システム 安田 聖著 1986年
一世界計量経済モデル分析システム一
- 第32号 期待効用理論 一批判的検討一 伊藤 駒之著 1986年
- 第33号 アメリカ企業経営史研究 井上 忠勝著 1987年
- 第34号 反トラスト政策 一経済的および法的分析一
カールケイゼン・ドナルド F. ターナー共著
根岸 哲・橋本 介三共訳 1988年
- 第35号 会計情報システムと人間行動 中野 勲編著 1989年
- 第36号 国際金融経済論の新展開 井澤 秀記著 1989年
一変動為替相場制度を中心として一
- 第37号 労働市場研究の現代的課題 小西 康生・三木 信一共著 1989年
- 第38号 香港企業会計制度の研究 中野 勲編著 1989年
- 第39号 国際比較統計研究モノグラフ1 能勢 信子編著 1990年
- 第40号 経済発展と環太平洋経済
西向 嘉昭・石垣 健一・西島 章次・片山 誠一共編著 1991年
- 第41号 労使問題と会計情報公開 山地 秀俊著 1991年
- 第42号 経営財務と会計の諸問題 森 昭夫編著 1992年
- 第43号 国際比較統計研究モノグラフ2 小西 康生編著 1993年
- 第44号 アメリカ現代会計成立史論 中野 常男・高須 教夫・山地 秀俊共著 1993年
- 第45号 ネットワーク環境における情報システムの研究 宮崎 耕著 1994年
- 第46号 財務情報分析と新情報システム環境 民野 庄造著 1995年
- 第47号 税効果会計 梶原 晃著 1995年
- 第48号 アジア経済研究 阿部 茂行著 1997年
- 第49号 会計とイメージ 山地 秀俊・中野 常男・高須 教夫著 1997年

研究叢書(既刊)

- 第50号 地域保健医療情報システム 小西 康生・中村 利男著 1997年
—加古川地域における地域情報化戦略—
- 第51号 原価主義と時価主義 山地 秀俊編著 1998年
- 第52号 RIEB データベースの研究 安田 豊・阿部 茂行著 1998年
- 第53号 地方公共分野の情報化 小西 康生編著 1998年
- 特別 日本の金融システムの再構築とグローバル経済
石垣 健一・日野 博之編著 1998年
- 第54号 日本型銀行システムの変貌と企業会計 山地 秀俊編著 2000年
- 第55号 日・韓自動車産業の国際競争力と下請分業生産システム
金 奉吉著 2000年
- 第56号 地方自治体のIT革命 小西 康生・中村 利男著 2000年
—21世紀型自治体の情報化戦略—
- 第57号 90年代ブラジルのマクロ経済の研究
西島 章次・Eduardo K. Tonooka 著 2001年
- 第58号 マクロ会計政策の評価 山地 秀俊編著 2001年
- 第59号 米州におけるリジョナリズムとFTA 細野 昭雄著 2001年
- 第60号 韓国の構造改革と日韓・東アジアの経済協力
金 奉吉・井川 一宏共編著 2002年
- 第61号 現代ツーリズム研究の諸相 小西 康生・貴多野乃武次編著 2002年
- 第62号 ラテンアメリカにおける政策改革の研究
西島 章次・細野 昭雄編著 2002年
- 第63号 アメリカ不正会計とその分析 山地 秀俊編著 2003年
- 第64号 Local Currencies —その現状と課題— 小西 康生編著 2003年
- 第65号 「ツーリズム」関連統計 —その現状と課題—
小西 康生・貴多野乃武次編著 2004年
- 第66号 韓・日FTAと韓国IT産業 趙 炳澤・井川 一宏編著 2005年
—グローバル化と東アジア経済統合の進展の中で—
- 第67号 “観光”から“ツーリズム”へ 小西 康生編 2005年
—多様なツーリズムの可能性を探る—
- 第68号 アジア諸国に学ぶわが国の観光立国政策
小西 康生・貴多野乃武次編著 2006年

ドイツ企業のコーポレート・ガバナンスと
日本における M&A

研究叢書 69

(非売品)

平成 21 年 3 月 20 日 印刷

平成 21 年 3 月 27 日 発行

編 者

神戸大学経済経営研究所特命准教授

Dr. Bebenroth, Ralf

発 行 所

神戸市灘区六甲台町 2-1

神戸大学経済経営研究所

印 刷

大阪市阿倍野区天王寺町北 2-4-16

株式会社 信利
