

商社金融の動向
企業間信用と貸付金との関係※

独立行政法人経済産業研究所

植杉威一郎

uesugi-iichiro@rieti.go.jp

2004年7月28日

要旨

「商社金融」と言われるように、総合商社が多様な与信手段を有する点に着目し、企業間信用と貸付金の関係についての新たな知見を得る。事業会社を与える企業間信用と金融機関による貸付金との関係に係る仮説は、事業会社と金融機関という主体の違いに着目するもの、企業間信用と貸付金という手段の別に着目するものに大別される。しかし、Petersen and Rajan (1997)など実証分析では、与信主体、与信手段の違いに基づく仮説のいずれを検証しているか必ずしも明らかではない。そこで、本稿では、新たに利用可能になったデータも用いて、主体と手段の差異が、それぞれ企業間信用と貸付金との関係に及ぼす影響の程度を調べた。同じ主体を与えるものでも企業間信用と貸付金は正反対に動く一方、異なる主体を与える貸付金でも企業間信用の動きに同じ反応を示す場合がある。与信手段の性質の違いが、主体の違いよりも企業間信用と貸付金との関係に顕著に影響する点は、先行研究では明確に指摘されておらず、今後の企業金融の担い手や手法を考える上でも有用である。

※ 本稿では、一部の分析に、日本の中小企業庁による金融環境実態調査の個票データを利用した。また、増田一男氏（三菱商事）、古谷元氏（UBS証券）、田宮英和氏（三井物産）、家森信善氏（名古屋大学）、森川正之氏（経済産業省）、小野有人氏（みずほ総研）、小林慶一郎氏（RIETI）ならびに日本金融学会 2004 年春季大会における参加者からは、有益なご教示を頂いた。もちろん、本稿における誤りは全て筆者の責任である。

1. はじめに

企業、特に社債・CPを発行する直接金融市場にはなかなか参加できない中小企業の資金調達を論じる際、まず論点に挙げられるのは金融機関の貸出行動である。メインバンク機能、貸し渋り、追い貸し、リレーションシップバンキング等々、企業の資金調達は、常に銀行などの行動と結び付けて議論される。これは、金融機関からの貸出残高がなお300兆円を大きく上回り、法人企業の負債の4割弱を占める（2003年7－9月期、財務省法人企業統計季報）中では、もっともなことである。その一方で、資金調達側である企業のバランスシート上で、短期貸付金に匹敵する企業間信用を与えているのは、非金融の事業会社である。

とりわけ、総合商社は、商品の売買を頻繁に行う卸売業に属しており、他業種よりも売掛債権を多く用いている。従来から自らの商取引を拡大する手段として、金融活動に非常に積極的であった商社は、これまでも、銀行から借入を断られて資金繰りに苦しむ中小企業に対し、売掛金・受取手形などを通じた資金融通を行い、その後の成長に寄与したとの評価を受けている。商社内の審査部は、与信管理について大手金融機関並みの知見を蓄積していると言われている。更に、80年代以降、総合商社が金融活動自体で収益を上げようとする動きが続いている。企業間信用の決済システムとその証券化といった金融サービスの提供、いくつかのコンビニエンスストアチェーンに対する大規模な直接投資は、その例である。そこで、本稿では、総合商社による金融活動、いわゆる商社金融、に焦点を当てる。これは、金融機関と事業会社が行う金融活動を比較する上でも、有用な視点を提供する。

商社金融の中でも注目すべきは、一つの総合商社が、取引先に対して売掛債権、貸付金、債務保証、株式投資といった異なる与信手段を持っていることである。本稿では、この特徴を利用して、企業間信用の決定要因や金融機関貸出との関係を説明する要素について、新たな知見を得る。

事業会社が与える企業間信用と金融機関が与える貸付金の動向を説明する仮説は、これまでにいくつも提示されている。企業間信用に係る研究でよく引用される Petersen and Rajan (1997) は、Financial advantage theory（事業会社は金融機関に比して、取引先の精度の高い信用情報、在庫処理能力、返済圧力をかける能力を持っている）、Price discrimination theory（事業会社は、与信を通じて、信用リスクは高いが大きな需要を持つ取引先に対する販売を拡大する）、Transaction cost reduction theory（企業間信用を利用することにより、財・サービスを購入する企業は、取引費用を削減する）の3つの仮説を挙げている。これら仮説は、事業会社と金融機関という与信主体の違い、企業間信用と貸付金という与信手段の性質の違いに注目するものの2つに大別できる。上記のうち、最初の2つは与信主体の違いに、3番目の仮説は、財・サービスの取引に伴って信用が与えられるという企業間信用の性質に着目している。

先行研究ではこれらの仮説検定を数多く行っているが、事業会社を与える企業間信用と金融機関を与える貸付金との間で与信の仕方が異なるのは、事業会社が金融機関より正確な信用情報を持っているためなのか、それとも企業間信用と貸付金では債権の性質が異なるためなのかをなかなか区別することができない。中小企業の財務諸表や定性的な資金調達状況、金融機関との取引関係を詳細に調べたデータベースに基づき分析を行う Petersen and Rajan (1997)も、データに制約があるために、いくつかの仮説の妥当性に関する検定はできないと述べている。

こうした状況を踏まえて、本稿は、既存の仮説を整理した上で、企業間信用と金融機関貸付との関係を説明する上で、与信主体の違いに基づく仮説と与信手段の違いに基づく仮説が、それぞれの程度役に立つかを明らかにする。与信主体と与信手段の性質の差異がそれぞれ企業間信用と貸付金との関係に有意に影響しているかどうかは、主体と与信手段をコントロールすることにより検証できる。与信主体の違いが有意に影響するかについては、事業会社と金融機関が同じ貸付金という与信手段を持つ場合を分析すればよいし、与信手段の性質の違いが有意に影響するかについては、同じ主体が企業間信用と貸付金と与える場合を分析すればよい。我々が利用可能な、業種・規模別の財務諸表の集計データ、中小企業金融に関するマイクロデータでは、これが可能である。

まず、事業会社と金融機関という主体の違いを、企業間信用と貸付金の両方を与える商社を分析の対象とすることでコントロールする。これによって、主体の違いを調整した上でもなお、企業間信用と貸付金との間には、景気動向と正負反対の相関がみられるという意味での相違が残ることを示す。この相違の背景には、債権の増減プロセスや与信と用途との結び付き度合いが企業間信用と貸付金との間で異なること、不確実性に備えた流動性を確保するためには貸付金の方が適していることなど、いくつかの要因が考えられる。

更に、企業間信用が変化した場合の、商社など事業法人による貸付金と金融機関による貸付金の動きを比較し、与信手段をコントロールした上で、主体の違いが企業間信用と貸付金との関係に有意に影響するかを調べる。ここでは、主体の違いが企業間信用と貸付金との関係に有意に影響するか否かは、事業法人の範囲をどう定めるかによって異なるとの結果を得ている。

事業会社と金融機関という主体の違いは、企業間信用と貸付金という与信手段間の関係に必ずしも有意には影響しない点、むしろ、両者の債権の性質が異なる点がより顕著に影響する点は、先行研究では明確に指摘されてこなかったものである。こうした与信主体・手段の違いとその重要性に着目することは、企業に対する資金の流れを誰がどのような形式で担うかについての議論の際にも大きな役割を果たすと考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。2節では、商社金融に関する先行文献の整理を行う。3節では、商社金融の分析対象を定める。4節では、時系列の集計データを用いて、商社金融の個別与信項目と全体の状況を把握する。加えて、他業種での金融活動との比較も行う。これらの準備に基づいて、企業間信用と貸付金との関係を説明する上で、与信主体の差

異に基づく仮説、与信手段の差異に基づく仮説それぞれの妥当性を検証する。5節では、商社が企業間信用と貸付金を両方与えている主体である点に着目し、主体の違い以外に企業間信用と貸付金との関係に影響する要因を分析する。6節では、企業レベルのパネルデータを用いて、貸付金を与える主体が異なる場合に、企業間信用と貸付金の関係が有意に異なるかを調べる。7節では結論を述べる。

2. 商社金融に関する先行文献

日本における総合商社は、抜きんでた売上高規模、流通の様々な段階への関与といった点で、卸売業の中でも特別な存在として扱われている。日本の他には、韓国など限られた国にしか同様の業態が存在しないこともあり、英語文献でも、“*Sogo Shosha*”としてその活動が分析の対象になっている。

まず、総合商社の幅広い活動について、繊維、機械、食料といった事業部門別、もしくは、商取引、投資・経営、情報生産、金融といった機能別に整理することで、その全体像を把握しようとする文献は多い。伊藤忠商事調査部（1997）、島田・黄・田中（2003）はその例である。伊藤忠商事調査部（1997）は、商取引、投資・経営機能が総合商社の中核をなすと捉え、中でも投資・経営機能が重要性を増している点を指摘している。島田・黄・田中（2003）は、商社を相手企業と継続的に取り引きできる権利である「商権」を維持・拡大しようとする主体と捉え、事業部門毎に商社が商権をどう確保してきたかなどを広範に論じている。Yoshino and Lifson（1986）は、商取引機能に関する総合商社の優位性について触れた後に、これを支える組織構造、人事制度、企業間関係について述べている。

次に、総合商社が、多岐にわたる事業分野で商取引をはじめとする色々な機能を果たしている背景についての理論的分析がある。Rauch（1996）は、差別化された商品については、市場での価格を通じた取引よりも、個別に顧客を探すことが必要となるが、それに要するコストを引き下げるためにも、販売企業は規模を大きくし取扱商品の範囲を広げる、という理論モデルを示し、日本の総合商社は、その典型例であるとしている。

多様な機能の中の一つである総合商社の金融活動については、従来から、商品取引、事業投資・経営への参画を支える手段、もしくは、「商権」を維持・拡大するための手段として位置付けられてきた。商社金融研究会（1977）は、時代は古いが、商取引に伴う売掛債権や貸付金を通じた商社の与信状況を数字を挙げて示しているだけでなく、業績悪化する企業に対して、取引の継続・拡大のために、商社がどのように対応したかについての具体例を並べている。なお、総合商社の幅広い活動が、独占禁止政策に照らして問題かどうかを調べるものとして、公正取引委員会事務局（1974,1975）があり、商社の金融活動に関連した取引事例を挙げている。総合商社が取引先に融資を行った後に、商品購入先を名目上その商社に変更させ、取引先から口銭を徴収するといったものがその一例である。ここでは、独禁法上の問題の有無はともかく、商社では、金融活動が商取引を通じた利潤追求と分か

ち難く結びついていることが分かる。一方、80年代以降については、商社の金融活動が、それ自体で収益を上げる事業の柱と位置付けられることが多くなっている。伊藤忠商事調査部(1997)は、収益事業としての商社の金融活動を列挙している。特に、80年代において、高い格付けを生かした低コストの資金を利用し、商社がどのような投資活動を行っていたかについては、三菱商事に焦点を当てて、関係者へのインタビューをもとに構成した生方(1989)に詳しい。バブル崩壊後の証券運用の不振の中、商社の投資活動の重点が、ベンチャー投資などの直接投資や、企業間取引に係る決済機能の提供などの新たな金融サービスに移行している点については、久保(2001)でまとめられている。

事実の描写にとどまらず、商社金融を経済学的な分析対象として扱う文献には、Ariga and Emery(1996)、Sheard(1989)がある。Ariga and Emery(1996)は、商社が手形を取引先企業にどのように供与しているかという問題を設定し、アンケート調査を行い、商取引全体に占める手形利用比率、手形供与期間に影響を及ぼす要因、手形の割引比率などをまとめている。Sheard(1989)は、総合商社が企業間信用のやり取りを行う際に、売掛債権の焦げ付きリスクを負担する保険機能を果たしている点を指摘し、商社が行う一見不必要な売掛債権、買入債務のやり取りにも、経済的なインセンティブが働いていることを示している。¹

もっとも、商社が行う金融活動は、企業間信用のやり取りを通じたものだけではない。貸付金、債務保証、関係会社株式、出資金など色々な形態が存在している。また、金融活動に関しては、商社以外にも、金融機関をはじめとする多くの主体が与信を行っている。銀行をはじめとする金融機関は、与信そのものが本業であり、商社以外の非金融企業も、売掛債権などを通じた与信を行っている。しかしながら、商社金融を経済学的な分析対象として扱う先行文献は、こうした点を十分には踏まえていない。そこで本稿の3節、4節では、

- ・ 総合商社が行っている多岐にわたる金融活動の現状、様々な与信手段(売掛債権、貸付金など)の間の共通点・相違点
- ・ 他業種と比較した場合の商社金融の特徴

の2点を中心に、数量的な分析を行う。その際に用いるのは、法人企業統計(財務省)などのマクロ統計と、個別総合商社の年次決算である。

¹ 売掛債権、買入債務といった企業間信用は、もちろん商社だけがやりとりするものではない。企業間信用全体については、Meltzer(1960)、Petersen and Rajan(1997)、Ono(2001)など、米国や日本のデータを用いた実証研究が多くなされている。Ariga and Emery(1996)やSheard(1989)もこうした過去の研究の蓄積に基づいたものである。この点の整理は5節で行う。

3. 商社金融の分析対象

商社金融について分析するには、まず、対象となる商社の範囲を決める必要がある。商社が属している卸売業については、ある程度の企業規模になってはじめて、売掛債権が買入債務を上回り、ネットで企業間信用を与える側になる。また、大手商社になるほど、企業間信用を商取引に付随するものではなく、取引拡大のための金融的な手段として捉え、与信を行う際の審査体制も充実している。また、大手商社の中でも、様々な事業分野を持つ総合商社の方が、専門商社よりも取引の多くの段階に入り込み、そこで得られる情報を生かした与信を行っている。こうした事情を考慮し、ここでは、総合商社を分析対象とする。

総合商社と言えば、従来は、大手9社（三菱商事、三井物産、住友商事、伊藤忠商事、丸紅、日商岩井、ニチメン、トーメン、兼松）を指すことが多かった。² ここでも、最近まで総合商社と呼ばれてきた9社を分析の対象とする。ただし、最近では、これらの企業間でばらつきが大きくなっている点、専門商社の中でも一部で業容を拡大し、総合商社の下位グループを上回る規模を誇る企業がある点には留意が必要である。規模の大きい5社（三井物産、伊藤忠商事、住友商事、丸紅、三菱商事）に比して、それに続く4社（兼松、トーメン、日商岩井、ニチメン）は、売上高など各種経営指標で大きく水を開けられているだけではなく、経営統合、他社への事業譲渡、従業員削減といった大規模なリストラを行っている最中である。³ また、トヨタグループの専門商社であった豊田通商は、2002年度時点の売上高でトーメン、ニチメン、兼松を上回るし、取り扱い品目も、自動車関連だけではなく、生活関連、環境、情報・電子に広がっている。もっとも、本節の分析期間である1960年代以降について見れば、90年代半ばまでの長期にわたって、上記の9社が、他社より相当大きな売上高を挙げており、業務範囲も広範にわたっていた。

次に、総合商社の行う金融活動のうち、どこまでを分析対象とするか決めておく必要がある。まず挙げられるのが、取引先企業に対する、売掛債権、買入債務を通じた企業間信用のやり取りである。総合商社を含む卸売企業は、短期間に大量の商品を流通させるために、他業種に比しても企業間信用を多く利用している。法人企業統計年報で総資産に対する買入債務のシェアを見ると、卸売業では32.1%と、全産業の平均13.7%を大きく上回っている（2002年）。なお、総合商社による企業間信用を通じた与信活動の規模を測るにあたっては、二通りのやり方がある。保有する売掛債権（＝売掛金＋受取手形）をそのまま用いる方法と、売掛債権から買入債務（＝買掛金＋支払手形）を差し引いたネ

² 1977年には、安宅産業が伊藤忠商事に吸収合併された。それまでは、安宅産業も含めて10大総合商社と言われていた。

³ ニチメンと日商岩井は、2004年4月に合併し、双日と社名を変更した。トーメンは、2000年に豊田通商に鉄鋼事業の一部を譲渡し、同社と将来的に経営統合するとしている。兼松は、1999年から3年間の構造改革において、従業員6割削減のリストラをはじめとする措置を講じており、総合商社ではなく専門商社と位置づけられる場合が多くなっている。

ットの売掛債権を用いる方法とである。総合商社から商品を購入している企業が破綻し、商社の持つ売掛債権がデフォルトしたからといって、総合商社は、自らが保有する買入債務の支払いを拒むことはできない。⁴ この点を考慮すると、総合商社の持つグロスでの売掛債権の内容を見ることが必要となる。ただし、総合商社が、企業間信用全体に関して、どの程度の資金の出し手になっているかを知る上では、ネットの売掛債権を用いることに意味がある。

大手の総合商社であれば、信用供与の手段は企業間信用にとどまらない。商社は、継続的に取引している企業については、その内情に通じており、銀行よりもリスクを評価・管理する能力があるとも言われている。取引先企業に対し、商社は、運転資金・設備資金の貸付、出資金や株式による投資、債務保証などを行っており、こうした与信活動は、相手企業と継続的に取り引きできる権利である「商権」を維持する上でも重要な役割を果たしてきた。⁵ もっとも、これらが企業の前向きの営業活動を支えるものばかりかという点、必ずしもそうではない。特に、売上が伸び悩み、企業間信用が頭打ちになる中で、貸付金や債務保証が増加するのは、営業の拡大に結びつかない赤字資金が増えているためとの指摘もあった。⁶

更に、80年代以降の総合商社では、通常の営業取引を拡大するためというよりも、それ自体で収益を生むものとして、また、与信以外の業務にも進出する形で、新たな分野での金融活動が強化されていった。例としては、リース業、特定金銭信託・ファンドトラストによる証券運用、為替のディーリング取引、先物取引、プロジェクトファイナンスがある。更に最近では、資産担保証券による債権流動化、企業間信用の決済機能の提供、PFIなどのインフラプロジェクトファイナンス、ベンチャーキャピタルファンドの設立といった動きも見られている。⁷

商社の行っている上記の金融活動のうち、最近始められたものについては、商社金融の重要な構成要素になるはずだがこれまで規模が小さかった、もしくは、先物取引のように財務諸表上把握しにくい、といった難点がある。そこで、本稿では、財務諸表で把握可能な、売掛債権、売掛債権－買入債務（ネット売掛債権）、長短貸付金、関係会社株式、出資

⁴ 総合商社が同じ取引先に対して売掛債権、買入債務を持っていて、その取引先の売掛債権が支払不能になった場合には、当事者間の合意により、債権債務の相殺が可能である。しかし、総合商社を主要仕入先にしているサンプルで同じ商社を主要販売先をしている場合は、2割程度に過ぎない（中小企業庁金融環境実態調査のデータから算出）。様々な事業部門を持つ大企業であればともかく、中小企業で総合商社と双方向の取引を行うのは、加工業などの一部企業にとどまるとの指摘もある。

⁵ 法人企業統計の大規模卸売業では、その他流動資産（含む短期貸付）／総資産、長期貸付／総資産が、それ以下の規模の卸売業よりも高い。その他流動資産比率は、卸売大企業 10.7%、卸売それ以下の企業 8.0%。長期貸付金比率は、卸売大企業 4.4%、卸売それ以下の企業 0.7%（法人企業統計季報 2003 年 10-12 月期）。

⁶ こうした指摘の例として、商社金融研究会（1977）p148、否定する例として、公正取引委員会（1974）p8 を参照。

⁷ 商社における新たな金融事業の展開については、伊藤忠商事調査部（1997）p142-144、久保（2001）p40-47などを参照。ただし、金融活動自体を収益の柱とする捉え方が全ての総合商社に受け入れられるまでには、時間を要した。

金、債務保証などの与信項目を取り上げる。

4. 貸し手側の時系列データを用いた商社金融の分析

商社金融に関する前節までの整理に基づき、本節では、総合商社の年次決算、法人企業統計季報など、長期にわたって時系列で得られるデータを用いて、商社の金融活動に関する分析を行う。まず、売掛債権、貸付金、債務保証、関係会社株式、出資といった商社の与信動向を調べ、項目間の共通点・相違点を把握する。次に、個別に分析の対象であった与信項目を合計し、商社金融全体の動向を把握する。更に、商社金融を他の主体による与信行動と比較する。金融機関はもちろんだが、商社以外にも与信を行っている企業は多い。そこで、商社金融をこうした主体による金融活動と比較する。

4. 1. 与信手段毎の商社金融の規模

企業財務データバンク（日本政策投資銀行作成）から大手総合商社9社を抽出し、全社のデータが揃う1960年度から2002年度までについて、財務諸表項目毎に9社を合計し、その規模と推移を見る。総合商社による、企業間信用、長短貸付金、関係会社株式、出資金、債務保証の保有残高を1960年度から2002年度まではほぼ10年ごとに示したものが、表4-1である。商社金融の相対的な規模を知るために、同時期の法人企業全産業（金融・保険業を除く）が企業間信用を受けた額（買入債務）と、金融機関から借り入れた金額も示した。まず、総合商社の信用供与手段としては、売掛債権を通じた企業間信用が最も多く用いられていることが分かる。企業間信用に関しては、全体に占める総合商社のシェアはかなり大きい。法人企業に与えられている企業間信用全体に対して、総合商社が売掛債権を通じて供与している部分は、9社だけで、最も高い時で全体の12%（1973年度）、分社化、下位総合商社の事業縮小などを受けて総合商社単体のシェアが低下した後でも、全体の3%超（2002年度）に相当している。また、売掛債権から買入債務を控除したネット売掛債権は、いずれの時点でもプラスであり、総合商社は、企業間信用のやり取りでは、一貫して信用を供与する側に立っている。

総合商社は、金融機関全体と比較すると規模は小さいが、相当額の長短期貸付金残高も持っている。最も多い時期には、その規模は9社合計で1兆5千億円を超えており、地銀中位行に匹敵していた。加えて、関係会社株式、出資金、債務保証を通じた与信も大きい。特に、関係会社株式、出資金は、90年代に、企業間信用や長短貸付金といった与信が縮小する中で、ほぼ倍増している。

次に、企業規模が大きくなるにつれて、財務諸表項目の値も大きくなることを考慮し、総資産額に対する各項目の比率を観察する。図4-1から、総合商社の企業間信用を通じた与信を見ると、以下のことが見てとれる。

売掛債権対総資産比率は、1984年度を境に減少傾向にある。売掛債権が全体の資産

に占める比率は、2002年度で25.5%と、1960年度の半分以下、売掛金総資産比率では、2002年度で22.0%と、1960年度の約3分の2になっている。これには、売掛債権のうちの受取手形が、振出しに伴う印紙税の負担、煩雑な事務手続きを避けるために大幅に減少したことが影響している。80年代後半に、高い格付けを背景にして、総合商社がCP・社債発行を通じて大量に資金を調達し、総資産規模を膨らませたことも、比率低下の要因の一つである。ネット売掛債権比率は、60年代、70年代よりも80年代以降に若干大きくなっている。もっとも、総合商社9社の中でも、ネットの売掛債権に余り変化が見られない三井物産、三菱商事、住友商事と、最近それを大きく減らしている丸紅、伊藤忠商事などとの間でばらつきが見られる。

総合商社による長短貸付金が総資産に占める比率は、最近やや低下しているが、3%~6%程度で変動している。一方、関係会社株式・出資金比率は、増加傾向にあり、1960年度時点では1%強に過ぎなかったものが、直近では、20%に迫っている。債務保証についても、同様に増加基調にあり、1975年度頃に最初のピークを付けた後、1999年度頃にかけてその総資産に占める比率が再び増加している。こうした株式、出資金、債務保証の拡大には、通常の商取引に伴う要因とそうではない要因の双方がある。通常の商取引関連では、商取引先である関係会社への経営関与を強めるための株式投資・出資の増大や、外国との取引に伴う為替リスクを財務諸表上に明示的に載せないための債務保証、といった要因が挙げられる。一方で、通常の商取引とは必ずしも関係のない分野での与信活動、例えば、プライベートエクイティ投資、プロジェクトファイナンスの一環としての債務保証なども活発になっている。

4. 2. 与信手段毎の商社金融の動向―景気動向との関係

図4-1では、景気動向に応じて、売掛債権と貸付金などが異なる動きをしているように見える。売掛債権と、貸付金、債務保証、関係会社株式、出資金とを比べてみると、不況期には、売掛債権比率が低下し、貸付金、債務保証、関係会社株式、出資金の比率が上昇している印象を受ける。それが最も顕著に現れているのは、70年代から80年代にかけてである。70年から71年、73年から75年、80年から83年は不況期だが、いずれについても、売掛債権比率の低下、貸付金、債務保証、関係会社株式、出資金比率の上昇が傾向的に見られている。

年次データを見る限りでは、景気の動向に応じて、商社の与信項目の間で異なった動きが見られると推測される。しかし、景気循環に係るデータは、月・四半期単位で公表されるものがほとんどであり、年次データでは好不況の周期を正確に捉えることができない。そこで、景気と総合商社の与信構成との関係を詳しく見るために、法人企業統計季報による四半期毎の集計データを用いる。法人企業統計については、個票を入手しておらず、9大総合商社だけを取り上げることはできないため、10億円以上の資本金を持つ卸売業大企業に注目し、売掛債権、貸付金、関係会社株式、出資金が、景気動向とどのような相関

を持つかを調べる。⁸ 景気動向を示す指標としては、日銀短観における卸売業の業況判断D Iを用いる。⁹ なお、法人企業統計季報については、短期貸付金、出資金を他と合算された項目（その他流動資産、その他投資その他資産）でしか見ることができない、債務保証については調査されていないなど、把握に限界があることに留意が必要である。¹⁰

表4-2で、まず、ラグのない相関係数についての結果を見ると、明確な違いが売掛債権とそれ以外との間にある。すなわち、卸売業大企業の与信のうち、業況感に表れる景気動向に **pro-cyclical** なのが、D I と正の相関を持つ売掛債権総資産比率、**counter-cyclical** なのが、その他流動資産総資産比率、長期貸付金総資産比率、関係会社株式総資産比率であることが分かる。出資金を含む項目の総資産比率は、業況判断D I との相関が有意にゼロから異ならない。売掛債権が、貸付金や関係会社株式といった他の与信手段とは正反対の符号の相関を持っていること、かつ、その売掛債権については、景気が良くなれば全体の資産に占める比率が高まり、悪くなれば低くなることが分かる。

次に、D I との時差相関を調べると、与信項目間で、相関係数の変化に大きな違いが観察される。売掛債権総資産比率、関係会社株式総資産比率は、時差相関をみても、相関係数の符号や有意さについて、時差が無い場合との違いはみられない。その他流動資産総資産比率では、時差が4四半期になるとD I との相関が有意にゼロから異ならなくなり、7四半期以降は、逆に相関が有意にプラスになる。長期貸付金総資産比率は、D I との負の相関が有意にゼロから異ならなくなるまでに8四半期を要しており、短期貸付金を含むその他流動資産の場合よりも変化に時間がかかっている。

4. 3. 商社金融全体の動向

前項までは、総合商社が企業に対して持っている様々な与信手段を取り上げた。そこでは、商社からの売掛債権比率が、マクロ的な景気動向と正の相関を持つ一方で、貸付金比率などは景気動向と負の相関を持つことが明らかになった。ここでは、関係会社への株式投資、出資、債務保証も含めた商社金融全体について、景気動向との関係やその意味に触れることとする。

これまで、商社金融においては、売掛債権は最大の構成要素であった。そのため、取引先の業績が悪化して、売上とそれに伴う売掛債権が減少すると、他の手段も含めた企業への与信全体も減少し、商社金融と景気とは正の相関を持っていたと考えられる。現在でも、

⁸ 2003年7-9月期で資本金10億円以上の卸売業企業は594社ある。⁹ 大総合商社と資本金10億円以上の卸売業大企業の総資産規模を比較すると、90年度末で41.4兆円、73.8兆円、2002年度末で21.0兆円、55.6兆円であり、大規模卸売業保有資産の相当部分を9大商社が占めていることが分かる。

⁹ 日銀短観の業況判断D Iは、入手が可能な1965年6月調査以降のものを用いる。1974年3月調査までは主要企業の業況判断D Iを用い、それ以降は、よりサンプルの多い全国企業に関するD Iに単純接続する。

¹⁰ その他流動資産には、短期貸付金の他にも、前渡金、前払費用、未収入金、未収収益、抵当証券などが含まれる。その他投資その他資産には、出資金の他にも、敷金、長期前払費用、ゴルフクラブ等の会員権などが含まれる。

売掛債権は、9大総合商社にとって商社金融における最大の与信項目である。しかし、売掛債権の残高は、1990年度をピークに減少を続け、最近では総資産に占める比率も1960年度の半分以下になっている。その一方で、株式投資額、債務保証額は増加している。

商社による関係会社への株式投資・出資額増加は、データ上でも顕著に表れている。財務諸表上における株式投資の評価方法は、最近まで時価で統一されていなかったため、関係会社株式投資額の変化と、商社による関係会社への関与強化をそのまま結び付けることはできない。しかし、近年の総合商社においては、取引関係を深めたい先を選んで、それら企業への投資を積極的に行っている例が多く見られる。そこでの取引については、単に売掛債権を与えるだけにとどまらない、継続的なものを前提としている。例としては、三菱商事による、ローソンへの出資・社長派遣、食品卸売業界の再編に際しての投資行動が挙げられる。このような株式投資や出資は、景気の悪化や好転にかかわらず行われるものとして、株式投資や出資が総資産に占める比率は、景気変動と逆相関を持つと考えられる。

株式投資と同様に総資産に占める比率が増加している債務保証は、金融機関が商取引先に行う貸付金について、商社が保証するものである。商社が信用リスクや為替リスクを考慮して、自らのバランスシート上に載せないと判断した時の代替的な与信手段であることも多い。貸付金と同様に、債務保証は、景気悪化時に相手先企業の業績悪化に伴ってすぐには減少しないため、全体の資産に対する比率をみた場合には、景気に対して逆相関と考えられる。¹¹

こうした各項目の動きを反映し、商社金融全体では、景気動向との間にどのような相関が見られるかを示したものが、表4-3である。ここでは、法人企業統計季報の大規模卸売法人企業において、売掛債権、その他流動資産、長期貸付金、関係会社株式、その他投資その他資産の合計額を商社金融による与信額合計と見なす。¹²この与信額の総資産に占める比率と、卸売業における日銀短観の業況判断D Iとの相関を、構成項目が全て揃う75年4-6月期以降について調べる。留意すべきは、商社が80年代後半に、煩雑な事務手続きを避けるため、景気動向とは関係なく、企業間信用、特に手形の利用を大幅に減らした点である。図4-1、4-2では、9大総合商社、卸売業大企業のいずれでも、売掛債権／総資産が、85年から90年頃にかけて、10%ポイント以上低下していることが分かる。この時期には、商社金融と景気循環との関係に何らかの構造変化が生じていたと考えることができる。¹³そこで、85年以前と90年以降に分けて、商社金融が総資産に占

¹¹ もっとも、貸付金が焦げ付いた時点で、商社の計上する債務保証残高は減少する。焦げ付きは景気悪化時に多いので、債務保証額は景気が悪化すると減少し、債務保証比率が景気変動と正の相関をもつこともあり得る。

¹² ここでは、法人企業統計季報に該当データがない債務保証は含まれていない。

¹³ 例えば、85年1-3月期、89年10-12月期を境にして、売掛債権比率を説明する日銀短観D Iの係数が変わっていないという帰無仮説は、容易に棄却される。なお、サンプル期間を3つに分割する場合、売掛債権を説明するD Iの係数が不変という帰無仮説を棄却するF値が最大になるのは、サンプルを87年4-6月期と88年10-12月期で分割する場合である。表4-3では、この場合についても、

める比率と景気動向との相関を比較すると、その相関は、企業間信用が大幅に減少した時期を挟んで、90年以降で有意に負になっていることが分かる。

景気動向に逆相関と考えられる与信手段の重要性が増した結果、商社金融の総資産に対する比率と景気動向との負の相関が強まったとの結果は、何を意味するだろうか。売掛債権の相対的な比率の低下、株式投資の比率上昇は、商社が、景気動向にかかわらず、取引先に対する継続的な与信を行うという意味でのコミットメントを強めていることを示している。また、商社自身が行う長短貸付金比率は低下している一方、表4-3には含まれていないが、金融機関が行う貸付を商社が保証する債務保証の比率は増大している。ここから、直接的な貸付か間接的な債務保証かは異なるが、貸付を通じた与信を継続的に行うというコミットメントを総合商社は確保していることが示される。

4. 4. 他の主体と比較した商社金融の動向

次に、商社金融を他の非金融企業による与信行動と比較する。大手商社と同様に、売掛債権を与えるだけではなく、貸付も行っている大手製造業、大手建設業企業を取り上げ、これら企業の売掛債権、貸付金などの規模、総資産に占める比率、景気動向との相関を大手商社と比較する。製造業を取り上げたのは、非製造業に属する卸売業との対比というだけではない。「製造業では、売掛債権を通じて取引先に信用供与する場合、取引先の業績が変化しても、サイト期間などの与信条件は商社に比べると固定されている」という総合商社側の見方を検証する意味もある。建設業においては、規模が大きくなるほど企業間信用への依存度が高くなる、¹⁴大手ゼネコンから発注された下請工事などで、中小企業が売掛債権を回収できないと買入債務の支払いも行わないといった特殊な慣行が見られるなど、企業間信用の利用の仕方が他の業種と異なっているため、ここでの分析対象とする。

表4-4をみると、製造業、建設業企業ともに、相当額の売掛債権、長短貸付金、関係会社株式、出資金といった与信を行っていることが分かる。売掛債権や長短貸付金が総資産に占める比率については、総合商社を含む卸売業企業より小さいが、関係会社株式や出資金がバランスシートに占める比率については、総合商社を上回る場合もある。

表4-5では、景気動向を表すそれぞれの業種における業況判断D I と、売掛債権をはじめとする与信対総資産比率との相関係数を示している。製造業、建設業でも、卸売業と同様に、売掛債権比率と長短貸付金比率などが反対方向に動いている。また、売掛債権比率が、どの業種でも景気動向と正の相関を持つ一方で、貸付金は、長短問わず景気動向と負の相関を持つ傾向にあることが分かる。もちろん、業種によって、売掛債権と景気動向との正の相関度合いは異なっている。製造業では、売掛債権と景気動向との相関が、卸売業に比して大きくなっている一方、建設業では、相関係数の符号は正だが、有意にゼロから異ならないほど小さい。業況の悪化に伴って売上が減少しても、相手先企業に対して、

分割したサンプル期間毎に相関係数を計算している。

¹⁴ 植杉(2004)p5 参照。

売掛債権の支払期間延長などの緩和的な措置を取ってやることが、建設業＞卸売業＞製造業の順に多いことが推察される。これは、製造業が供与する売掛債権の条件変更は、卸売業に比して少ないのではないかという、総合商社側の見方とも整合的である。建設業では、長期にわたる売掛債権が多いこと、もしくは、自らが持つ売掛債権の回収が遅れても、買入債務の支払いを遅らせて資金繰りをつけるという慣行の存在も寄与してか、売掛債権比率が景気にあまり連動していない。同様に、貸付金と景気動向との負の相関度合いも、業種によって異なる。ここでは、負の相関度合いが最も大きいのは建設業であり、卸売業はその次、製造業では最も小さい。業況判断D Iの悪化の際に最も与信態度が緩やかなのが建設業、それに、卸売業、製造業が続いているという解釈が可能である。

以上から、一般の事業会社との比較で商社を含む卸売業大企業の金融活動を見ると、売掛債権や長短貸付金がバランスシートに占める比率は高いものの、保有する売掛債権が景気動向に対して *pro-cyclical*、貸付金が *counter-cyclical* である点では、卸売業は、他の業種と共通している。ただし、景気悪化に対する与信の反応度合いについては、売掛債権、貸付金共に、製造業よりは緩和的だが建設業よりは厳しいといった点が指摘できる。

5. 企業間信用と貸付金の関係－与信手段の性質の差異による説明－

これまで、企業間信用の決定要因、もしくは金融機関からの貸付金との関係を分析した研究には、枚挙にいとまがない。企業間信用を供与する事業会社には、日々の取引を通じて得られる取引先企業情報など、金融機関には得難い利点があり、それが企業間信用と貸付金との関係を規定しているとされることが多い。一方で、事業会社と金融機関という主体の対比に注目するのではなく、企業間信用と貸付金という与信手段に注目する仮説も存在する。主体と手段、いずれの違いに着目する仮説が、企業間信用と貸付金の関係を的確に説明するのだろうか。これについて知るために、5節と6節では、商社という一つの主体が企業間信用と貸付金をどう扱うか、商社など事業法人と金融機関とでは、売上高や企業間信用に加わるショックに対して貸付金がどう反応するのかを分析する。まず、本節では、商社側の時系列データを扱った4節での計算結果を、与信機関の立場の違いをコントロールした上で企業間信用と貸付金との関係を把握するために活用する。

5. 1. 企業間信用と貸付金の関係に係る先行研究

企業間信用がどのような要因で決定されるかについては、理論・実証両面で多くの先行研究が存在する。

理論面では、企業間信用の特徴や金融機関の行う貸付との関係について、様々な仮説が示されている。そこで、Petersen and Rajan (1997)に従って、いくつかの仮説を挙げる。

第1に挙げられるのは、企業に与信をする場合に、事業会社が金融機関に対して持っている優位性である。日々の商品納入などによって得られる取引先企業の情報は、信用リス

クを随時把握できる点で、金融機関が持つ情報よりも優れているとされている。他にも、相手企業の在庫を適切に評価し売りさばく能力、取引先に独占的に商品を提供している場合に生じる交渉力など、商取引に伴って得られる諸々の利点は、企業間信用を供給する企業特有のものであり、金融機関には得難いものである。¹⁵ Smith (1987)、Frank and Maksimovic (1998)、Bond (2004)がこうした仮説に基づいた理論モデルを提示している。

2番目に挙げられるのが、**price discrimination** と呼ばれる動きである。企業間信用の供与を信用リスクが高く、金融機関から信用割当を受けているような企業に行うことによって、その企業に対する販売を増やそうとする行動である。2/10net30のような、早期支払いに伴う割引を認めるような企業間信用の支払いの仕組みであれば、信用リスクの低い優良企業は企業間信用の支払時期を早める一方、信用リスクの高い企業は余分なコストを払ってでもできるだけ長く与信を受けると考えられる。これは、財・サービスの販売企業が、取引先も受け入れるような与信手段を提供し、自らの財・サービスに対する需要を高めるために、企業間信用を用いていると考えられる。¹⁶

3番目に挙げられるのは、支払いに伴う取引費用を削減する動機である。企業間信用を利用して月末・四半期などにまとめて支払いを行うことにより、購入の都度金融機関から貸付金を得る場合に比して取引費用を削減できる。¹⁷

以上に挙げた仮説のうち、第1と第2については、与信主体が金融機関ではなく事業会社であることに着目したものである。取引先に係る精度の高い信用情報を得る能力、在庫評価能力、信用リスクの高い取引先企業に有利な与信条件を提示し、自らの販売する財・サービスに対する潜在需要を開拓する能力は、与信主体が事業会社であってはじめて得られるものである。与信手段が企業間信用であろうと貸付金であろうと、事業会社にはこれらの優位性に基づいて与信を行うインセンティブが存在する。一方、第3の取引費用削減という動機は、与信手段が貸付金ではなく企業間信用であることに着目したものである。費用削減のためには、金銭貸借契約を結び商取引とは別の取引費用を要する貸付金ではなく、商取引に付随する企業間信用で与信が行われることが必要である。

実証的に企業間信用の決定要因を分析した研究では、上に挙げた理論仮説の検証を行っている。Meltzer (1960)は、金融引き締めにより銀行部門での貸出に制約がかかる場合、大企業から中小企業に対して、企業間信用を通じた与信が行われていた可能性があるとして述べている。これは、大企業が売上高を増やすために企業間信用を用いたという **price discrimination** 仮説と整合的である。Petersen and Rajan (1997)は、米国の NSSBF (National Survey of Small Business Finances) が開示している中小企業の金融環境に係

¹⁵ もっとも、金融機関の方が、取引先の信用リスクに係る精度の高い情報を持っている場合もある。特に、取引先企業のメインバンクは、口座における資金の流れから、相手先の経営状況全般を把握することが可能である。この場合には、企業の商取引の一部を知っているに過ぎない商社に比して、メインバンクは、的確な取引先の経営状況全般に関する情報を得ている。

¹⁶ Brennan, Maksimovic and Zechner (1988)参照。

¹⁷ Ferris (1981)参照。

る個票データを利用して、仮説の検証を網羅的に行っている。まず、事業会社が金融機関とは異なる与信先の情報を得ているという仮説を支持する結果を得ている。その上で、成長性は高いが信用リスクも大きい企業には、企業間信用が金融機関貸出よりも積極的に与えられているという推計結果を示し、事業会社と金融機関で与信先に関して得ている情報の違いが原因ではないかと推論している。その他の仮説、例えば、在庫処理において事業会社が金融機関よりも優れているといったものについても、彼らが得た推計結果は仮説と整合的とされている。

このように、事業会社と金融機関という主体の違いに着目した仮説の検証は多くなされてきた。一方で、企業間信用と貸付金という手段の違いに着目した仮説検証は、明示的にされていない。¹⁸ 従って、リスクの高い成長企業には、企業間信用が金融機関貸付よりも積極的に与えられているとの推計結果を得て、事業会社の情報優位がその理由と述べても、企業間信用と貸付の性格の違いが結果に影響している可能性は排除できない。

この点では、日本のデータを用いた実証分析も同様である。竹廣・大日(1995)、Ono(2001)、小川(2003)、Tsuruta(2003)では、金融機関の貸出態度、手形割引金利、支払利息負債残高比率といった金融機関による貸付条件を示す指標が、企業間信用にどのような影響をもたらしたかを推計している。そこでは、事業会社と金融機関が与信先について得る情報の違いが、企業間信用にどう影響するかという分析はあっても、企業間信用という与信手段の特徴に基づいた仮説は明示的に検証されていない。

先行研究について、もう一点指摘すべきは、企業間信用と貸付金との前後関係についてである。先行研究の多くでは、クレジットラインや金利など、貸付に係る条件が変化する際、もしくは、金融機関からの貸付金が減少する際に、企業間信用がどのように反応するかを議論している。そこでは、暗黙の内に、貸付金→企業間信用といった順序で与信が決定されることが想定されている。

5. 2. 商社の与える企業間信用と貸付金の関係

一般の事業会社と金融機関が置かれた立場、得られる情報、取引先企業への返済圧力のかけ方などの違い以外に、企業間信用と貸付金の動きを説明する重要な要素はないのか。企業間信用と貸付金は、誰が与えようと性質の異なる与信手段であり、この点が大きく影響して、事業会社の与える企業間信用と金融機関の与える貸付金は異なる動きを示しているのではないか。この疑問に答える上で、企業間信用と貸付金両方を扱っている主体、すなわち総合商社の金融活動を分析することには意味がある。もともと企業間信用と短期貸付金は、債務の形態をとる短期与信手段という点で共通している。商社という同じ主体がこれら両方を扱うのであれば、共通する部分が更に多くなる。与信先は、商取引を行っている相手企業ということで重なる部分が多いであろうし、与信に際して得る情報、与信判断を行う部署も共通している。与信に係る意思決定について言えば、取引先企業を担当す

¹⁸ Petersen and Rajan (1997) p665 で、その点が明示されている。

る商社の営業部門が、審査などの管理部門に相談した上で与信判断をするという仕組みは、売掛債権、短期貸付金に共通するものである。担保についても、同じ取引先への与信であれば、売掛債権に伴う担保か貸付金に伴う担保かは、商社にとって大きな問題ではなくなる。仮に、企業間信用と貸付金の間の重要な相違が、与信主体の違いに基づくものであり、他に重要な要因がないということであれば、与信主体をコントロールすることで、売掛債権と貸付金は似た動きを示すはずである。

一方、与信主体をコントロールした上でも、企業間信用と貸付金という債権の性質の違いは残る。例えば、商社は、売上のない取引先に対して売掛債権を与えることはできないが、売上がなくとも、将来大きな取引が生まれると予想すれば、貸付金を与えることができる。また、具体的な使途が定まっていなくても将来キャッシュフローを確保する必要がある場合には、将来取り引きするかどうか分からない不特定多数の企業と企業間信用の条件を話し合うよりも、貸付金を得ておく方が適しているだろう。これは、両者の間で、与信と使途の結び付き方、対応できる資金需要の不確実性の種類などが異なるためと整理できる。こうした債権の性質に関する差異が重要であれば、与信主体をコントロールしても、売掛債権と貸付金は異なる動きを示す。¹⁹

それぞれの与信項目と景気動向との相関を調べた表4-2の結果では、与信主体を商社にコントロールした上でも、D I との相関が、売掛債権総資産比率と短期貸付金総資産比率との間で有意に異なっている。かつ、この相関係数の違いは、6 四半期の時差相関を取るまで続いている。この結果については、売掛債権と貸付金とでは債権の形成プロセスが異なること、与信と使途が一对一で結び付いている売掛債権に比べて貸付金は使途との結び付きが緩やかであることを踏まえると、以下のような説明が可能である。

景気が後退する際には、企業間の商取引は縮小し、それを反映して売掛債権も直ちに縮小する。もちろん、総合商社は、必要と判断した先に対しては、売掛債権の回収期間（以下「サイト」と呼ぶ）の延長をはじめとする支援措置を講じる。しかし、商社は、サイト延長が他に知られて信用不安が起きることを警戒し、延長自体に慎重であることに加え、延長幅も、業界での慣行となっているサイトを超えない範囲にとどめることが多い。²⁰ 従って、景気後退に伴う売上高や仕入高減少の影響をほぼそのまま反映して、売掛債権は減少する。その減少幅が総資産の減少幅より大きければ、売掛債権の総資産に占める比率も低下する。一方、短期貸付金は、特定の商品購入に対する与信である売掛債権ほどには、使途との結びつきが明確ではない。このため、景気後退に伴い、与信先の業績が悪化して商取引が縮小する場合でも、短期貸付金が減少するまでには時間を要する。商社の営業担当者が、与信先の業績悪化を観察し、審査部門などの管理セクションに諮って貸付減額・

¹⁹ 企業間信用と短期貸付金では、受信側の資金使途が異なっており、むしろその影響が大きいとの指摘もあり得る。雇用者への賃金支払いなど外部企業との取引ではない場合には企業間信用を利用できない。

²⁰ 以前は、総合商社が取引先にサイト延長などの支援措置を講じて、他社が知るまでに2～3ヶ月を要する場合もあった。しかし、最近では、こうした支援措置は、直ちに信用リスクに敏感な他社の知るところとなるとの指摘がある。この場合、商社は、更に取引先の企業間信用を通じた支援に慎重になる。

打ち切りを決めるまで、与信額は減少しない。景気後退に伴って商社の総資産は減少することが多いため、短期貸付金が総資産に占める比率は、貸付金自体が大きく減少に転じるまでしばらく上昇を続ける。今回の推計では、業況判断D Iが低くなってから1年半以上を経てはじめて、短期貸付金などが総資産に占める比率も低くなる事が分かる。

景気が拡大する際にも同様の議論ができる。売上高の増大に伴い売掛債権は直ちに拡大し、総資産に占める比率も増大すると考えられる。一方、売上高が増加するからといって、短期貸付金が増えるまでには時間を要する。従って、景気拡大時に増加する総資産に対して短期貸付金が占める比率は、一時的に低下する。

このように、債権の増減プロセスや、与信にあたって資金使途がどこまで明確になっているかの違いは、売掛債権と貸付金の動きの違いに大きく影響する。動きの違いとは、景気が悪い（良い）時には、売掛債権比率は低い（高い）一方、短期貸付金比率はいったん高く（いったん低く）なり、その後低く（高く）なるというものである。なお、長期貸付金、関係会社株式の場合には、短期貸付金よりも、資金使途と景気動向との関係がより緩やかであるため、時差相関でみても、D Iとの相関は正にはならないと考えられる。

実は、企業間信用と貸付金との関係を説明するに当たって、与信と使途との結び付きの差異を強調した理論モデルが最近提示されている。Burkart and Ellingsen (2003)がそれである。彼らは、貸付で与えられるキャッシュは、本来予定していた使途以外に用いられる可能性があるが、企業間信用で与えられる商品は、本来予定していた使途以外に用いることが難しい点をモデルの中心に据えている。彼らのモデルでは、与信側が信用供与先を決める構造になっているために、他の用途に与信が使われやすくなる不況期には、転用の可能性が低い企業間信用が与信側に選好されることになる。しかし、逆に、需要側が与信手段を決められる状況であれば、不況期には、企業間信用よりも他に転用しやすい貸付金が借入企業に選好されることになり、我々が得た推計結果を整合的に説明することができる。²¹

もう一点指摘できるのは、企業間信用と貸付金との前後関係についてである。先行研究の多くでは、クレジットラインや金利など、貸付に係る条件が変化する際に、企業間信用がどのように反応するかを議論していた。そこでは、暗黙の内に、貸付金→企業間信用といった順序で与信が決定されることが想定されている。

しかしながら、景気変動に対する反応をみると、最初に大きく動くのは短観D Iと正の相関を持つ売掛債権である。貸付金は、総資産に対する比率でも景気動向に遅れて変化している。こうしたことから、貸出への何らかのショックが企業間信用に影響するという従来前提とされていた順序よりも、景気変動に応じて企業間信用が変化する次に、貸付金に変動するという順序で考えた方が、企業間信用と貸付金との関係を的確に把握できる。

²¹ 以上の議論を企業の流動性に対する需要という観点から整理することもできる。例えば、景気が悪いときに、使途は決まっていないが流動性は要するといった資金需要が高まり、貸付金を選好されるのであれば、それを反映して貸付金のシェアは高まる。もっとも、企業の流動性に対する需要と生産動向との関係を調べた堀、安藤（2002）は、景気動向と流動性需要は正の相関にあることを示唆しており、流動性という言葉で、景気が悪い時に貸付金需要が高まる現象を理解するのは難しいかもしれない。

これは、企業間信用は使途と一対一で結びついた与信であり使途の発生・消滅に応じて変化する、企業間信用ではサイトやツケ比率といった与信条件の変更はなかなか行われないなど、企業間信用の動きには自律的な側面が強い点とも整合的である。

6. 企業間信用と貸付金の関係－与信主体の差異に基づく説明－

前節では、企業間信用と貸付金との間には、使途と与信の結び付き、不確実な資金需要への対応力などといった債権の性質に差異があり、それらが、企業間信用と貸付金との関係に大きく影響していることが分かった。そこで、企業間信用と貸付金の関係が与信主体の違いにどの程度影響を受けるかを調べる場合には、異なる主体が与える異なる与信手段を比較するのではなく、与信手段をコントロールする必要がある。ここでは、企業間信用に加わるショックに対して、金融機関と事業会社がそれぞれ与える貸付金がどのような反応を示すかを比較する。このために、中小企業庁が実施した金融環境実態調査における個票データを利用して、借り手側の企業がどこから貸付金を得ているかという情報を基にした分析を行う。

6. 1. 商社などの事業法人から企業間信用や貸付金を得ている企業の状況

総合商社から仕入れを行っている企業、総合商社を含む非金融法人企業（資本関係を持つ企業、仕入・販売先企業など）から借入をしている企業、その両方に当てはまる企業について、売上高などの属性を集計する。金融環境実態調査では、銀行や政府系金融機関以外の借入先について尋ねている。具体的には、代表者やその親族、従業員などの個人、もしくは、資本関係のある法人企業、販売先・仕入先企業などの法人企業から借り入れを行っているかを尋ねており、商社を含めた事業会社からの借入金の有無を把握できる。また、当該調査では、対象企業の主要仕入先・販売先企業名を得ることができる。総合商社を主要仕入先としている企業であれば、支払手形、買掛金をその商社から受けている可能性が高い。この情報は、企業間信用を与える事業会社の対象をコントロールする上で、重要な役割を果たす。

表6-1を見ると、9大総合商社から商品を仕入れている企業（サンプル①）、非金融法人企業から借り入れを行っている企業（サンプル②）、その両方の条件を満たす企業（サンプル③）は、売上、資産、従業員などのいずれの項目においても、全サンプルの平均より規模が大きいことが分かる。取り引きしているメインバンクの種類（都銀、地銀第二地銀、信金信組）でその企業規模を測ると、①から③の企業は、都銀をメインバンクにしている企業と、平均的にほぼ同じ規模であることが分かる。総合商社と取引を行っている中小企業は、一次卸問屋が多く比較的規模が大きいと言われており、データ上でも、総合商社と直接取引を行っているのは、中小企業を中心とするサンプルの中でもかなり大きな企業であることが確認できる。次に、業種構成を見ると、9大商社から仕入れを行っている企業

(サンプル①、③)は、製造業や卸売業に偏っている。これは、総合商社が、原材料調達、製造された商品の総販売代理といった形で、メーカーや卸問屋と取引を行っている現状を示している。一方、非金融法人企業から借入れている企業(サンプル②)は、全体サンプルと比較しても、業種構成に目立った偏りは見られない。更に、資金調達環境を見ると、9大商社の取引先企業は、規模の大きさも反映して、メインバンクからの短期調達金利が、全サンプルの金利よりも平均して0.3%ほど低くなっている。その一方で、非金融事業法人から借入れている企業では、メインバンクからの借入金利は2%を超えており、全サンプル企業の金利とほぼ同じ水準である。

6. 2. 企業間信用と貸付金との関係―商社など事業法人と金融機関による貸付行動の比較

企業レベルのデータを用いて、信用を受ける企業側の要因を調整した上で、商社などの事業法人からも借入をしている企業と金融機関のみから借入をしている企業とで、企業間信用と借入金との代替関係に有意な違いがあるかを調べる。この検証を通じて、商社などの事業法人と金融機関が、貸付金という同じ与信手段を持った時に異なる行動を取るのか、事業法人と金融機関という立場の違いが、与信手段間の関係に有意な影響をもたらすかを知ることができる。事業法人と金融機関の立場の違いに基づいて企業間信用と貸付金との関係を説明する仮説には、Financial advantage theory、Price discrimination theoryがある。今回は、与信手段をコントロールした上で、これらの仮説の妥当性を検証できる。

被説明変数には、2001年から2002年までの借入金対総資産比率の変化を用いる。一方、説明変数には以下のものを採用する。買入債務対総資産比率の変化、商社を含む非金融事業法人から借入れている企業における買入債務対総資産比率の変化、業種間の借入行動の違いを調整するための業種ダミー、企業側の資金需要を示す変数としての、設備投資予定額、従業員数の変化、企業側の資金調達環境を示す変数としての前年度時点での現預金保有総資産比率、信用保証取得ダミー。これらが本稿で取り上げられる説明変数である。

このうち、買入債務と借入金は、企業が資金調達を行う際に同時決定されている可能性があり、内生性の問題を回避するために、買入債務に対する適切な操作変数を選ぶ必要がある。前節では、企業間信用と貸付金の大きな違いとして、資金使途と与信との結び付きの差異が挙げられた。これに基づけば、売上高の変化が最初に影響するのは企業間信用であるので、売上高の変化を買入債務比率の変化に対する操作変数に用いる。²² なお、前節や植杉(2004)では、買入債務と売上高との関係には、業種間、企業規模間で差異があるこ

²² 商社が、取引先の信用リスクが高まったために売掛債権を与えないという判断をし、取引先に商品を販売しない場合には、売上高は内生的に決まってくる。しかし、手形の不渡りといった明確な被害なしに、信用リスクの高まりだけを理由として取引先に商品を販売しないというのは、独占禁止法上、継続的な取引関係を背景とする優越的地位の濫用行為と見なされ、損害賠償訴訟を取引先に起こされると敗訴する例が多い。したがって、優越的地位にあると見なされやすい大企業では、売上高は、信用リスクの高まりには比較的影響を受けにくいと考えられる。

とが示されており、操作変数の選定に当たっては、こうした点も考慮に入れる。

推計の対象は、9大総合商社から仕入れを行っている企業（表6-1におけるサンプル①）並びに全サンプルである。それぞれの推計対象において、売上高を通じて買入債務総資産比率に生じる変化によって、金融機関以外の法人企業からも貸付金を得ている企業と金融機関のみから貸付金を得ている企業が、有意に異なる反応を示すかを確認する。

結果は表6-2に示されている。買入債務比率の変化に関する係数は、いずれの場合でもマイナスである。借入金比率変化に対する買入債務比率変化の係数が負という意味で、借入金と買入債務との間には代替関係があることが分かる。しかし、代替関係の程度は様々である。全サンプルに関する推計結果をみると、金融機関以外の事業法人からも貸付金を得ている企業においては、それ以外の企業に比して、買入債務比率のマイナスの係数が絶対値で有意に小さいことが分かる。全体では、買入債務比率の1%ポイントの低下（上昇）に対して、借入金比率は1.65%ポイント上昇（低下）する。金融機関以外の事業法人からも借り入れている企業では、借入金比率は0.57%ポイントの上昇（低下）にとどまっている。²³ 一方、推計対象を9大総合商社から仕入れを行っている企業に限った推計では、係数の大小関係について異なった結果が得られている。買入債務比率の1%ポイントの低下（上昇）に対して、金融機関以外の事業法人から借り入れている企業の場合には、借入金比率は1.06%ポイント上昇（低下）する。これは、借入金比率が0.77%ポイント上昇（低下）するという標準ケースからは有意に異ならない。

以上の推計結果については、いくつかの解釈があり得る。全サンプルを対象とする推計結果からは、事業会社と金融機関という立場の違いが、情報収集、与信判断能力の違いを通じて、与信行動の違いをもたらしている可能性を指摘できる。与信主体の立場の違いを強調する **Financial advantage theory** に基づくと、事業会社は、与信先に関するよりの確な信用情報を利用して、業績が悪化する企業に対しては、金融機関よりも素早く貸付金を減少させると考えられる。企業間信用が売上高の減少に応じて減少するのに対し、貸付金は、金融機関のみが与えている場合でも事業会社も与えている場合でも、その総資産に占める比率が高まっている。しかし、その高まり方が、事業会社からも貸付金を得ている企業で小さいという点で、実証結果は仮説と整合的である。

一方、9大総合商社から仕入れを行っているサンプルを対象とする推計結果では、事業会社からも貸付金を受けている場合と、金融機関のみから貸付金を受けている場合とでは、係数が有意に異なっていない。この場合、与信主体の際は与信行動には有意な影響をもたらしておらず、主体の違いに基づく **Financial advantage theory** や **Price discrimination theory** が成り立っていると言うこともできない。

以上をまとめると、金融機関との比較を行った場合、貸付金という同じ与信手段を用い

²³ 事業法人から貸付金を得ている企業でも、同時に金融機関から貸付を受けている場合は多い。しかし、事業法人を含めて金融機関以外から得ている貸付金は、サンプル③に属する企業が得る貸付金額全体の33%を占め、企業の貸付金を通じた資金調達に大きな影響をもたらしている。

る場合でも、一般の事業会社は有意に異なる反応を示す。一方、総合商社のように、与信に際して一般の事業会社よりも充実した審査体制を持ち、金融機関に対する **Financial advantage** がよりはっきりしているはずのサンプルでは、貸付金の反応が金融機関と似通っている。これは、金融機関と事業会社の与信を比較する際には、**Financial advantage theory** や **Price discrimination theory** といった既存の仮説以外の要素が影響している可能性を示している。

いずれにせよ、総合商社などの一部サンプルでは金融機関とは有意に異なる貸付行動が観察されないという点で、与信主体の違いが事業会社による企業間信用と金融機関による貸付金の違いに影響する程度については、留保を付けるべきであると考えられる。

もちろん、以上のような与信側の要因で係数の差異を説明するためには、推計において資金需要側企業の要因をコントロールできることが前提である。例えば、全サンプルを対象とする推計では、事業会社からも貸付金を得ている企業は、平均的な企業よりも相当程度規模が大きい。²⁴ 企業側の属性の違いに基づく資金需要の違いを推計式で捉えられない場合には、企業間信用と貸付金との代替関係に係るこれまでの推計結果は、資金需要側の要因の反映に過ぎないという解釈もできる。

7. 結論

本稿では、様々な分野での商取引仲介、サービス提供を通じて収益を得ている日本の総合商社、特に、その金融機能に焦点を当て分析を行った。総合商社の果たす金融機能のうち、注目すべき特徴の一つは、企業間信用を与えるだけでなく、貸付、株式投資、出資、債務保証といった多様な与信を行っていることである。ここでは、それぞれの与信手段が、マクロ的な景気変動など経済環境の動向に応じて様々な動きを示していることが分かった。次に、与信手段全体を合計し、商社金融全体の動きを観察すると、時間の経過と共に、景気動向に対して有意な逆相関を持つに至っていることが分かった。これは、商社金融が、関係会社株式投資や出資の比重を高めることを通じて、有望な与信先を選別して関与を強め、継続的な取引を行おうとする姿勢の表れと解釈できる。

もちろん、こうした商社金融における貸出先に対する関与の強まりが、企業金融全体もしくは、経済の効率的な資源配分にどういった役割を果たすかについては、与信を受けた企業のパフォーマンスを観察する必要がある。また、総合商社による金融活動自体が企業金融全体に果たす役割についても、与信対象が中小企業の中でも規模の大きな所に偏っているなど限定的ではないかとの議論もある。しかしながら、企業セクターにおける資金余剰が企業金融にどのような意味を持つかについて、事実の整理を行うと共に今後の見通しを持つことが、現在、非常に重要になっている。こうした中で、非金融企業でもとりわけ

²⁴ 一方、総合商社から仕入れを行っている企業を推計対象にするケースでは、サンプル平均の企業規模と、事業会社からも貸付金を受けている企業の規模は、それほど大きく異なる。

積極的な金融活動を行ってきた商社金融の動向を明らかにすることには、大きな意義がある。

次に、企業間信用全体の決定要因や、金融機関による貸付金との関係について、新たな知見を得た。企業間信用は金融機関以外の事業会社が、貸付金は主に金融機関が与えるものである。この二つの与信手段を比較する際には、事業会社と金融機関というように与信主体が異なること、企業間信用と貸付金というように与信手段が異なることの2つの側面に注意を払う必要があり、従来提示されていた仮説もこの2つの視点で整理することができる。先行研究では、与信主体の差異に基づく仮説を検証するにとどまっていたが、本稿では、これら2つの視点の重要性をそれぞれ検証した。

5節では、企業間信用と貸付金という与信手段間の差異の影響を調べるため、商社が両方の与信を行っていることを利用して分析を行った。次に、6節では、異なる与信主体の影響を調べるため、商社を含む事業会社が貸付金を与えている企業と、金融機関のみが貸付金を与えている企業とを比較した。その結果、与信主体の違いをコントロールした上でも、企業間信用と貸付金は、景気動向に対して正反対の相関を持つという点で、大きく異なっていることが明らかになった。また、金融機関との比較対象としての事業会社の範囲をどう定めるかによって、金融機関と事業会社という主体の違いは有意になったりならなかったりすることが示された。これら実証結果は、企業間信用と貸付金との関係を理解する上で、与信主体の差異よりも与信手段の差異が重要と示唆する点で、先行研究とは異なる。もちろん、主体の違いや手段の違いの中で、それぞれ何が大きな役割を果たしているのか、与信先の信用リスク情報を得る能力か、自らの商品を販売する能力か、取引費用を節約できることか、といった点については、更なる検証が必要である。しかし、先行研究で企業間信用と銀行貸付の違いを説明する仮説の多くが、主体と手段の違いを一緒にしたままで検定されてきたことを考えれば、我々の得た結果には大きな意味があると考えられる。

今回の研究では、商社という日本以外にはなかなかみることのできない事業会社が行う金融活動に焦点を当て、商社金融活動自体を評価するとともに、企業間信用と貸付金との関係についての新たな知見を得た。現時点では、企業間信用に関する分析は、日本だけでなく諸外国においても、銀行を通じた金融仲介機能に関する分析に比して少ない。その点でも、企業間信用の国際比較、VARを用いた企業間信用の役割に関する評価、商品在庫と企業間信用との関係、など色々な分析対象が残っている。これらは今後の課題としたい。

8. 参考文献

Ariga, K., and Emery, G. W., 1996, "Some Evidence on the Trade Credit Practices of Japanese Trading Companies," in *Advances in Pacific Basin Financial Markets*, Vol. 2B, edited by Bos and Fetherston, 237-249, JAI Press.

Berlin, M., 2003, "Trade Credit: Why Do Production Firms Act as Financial

Intermediaries?,” Federal Reserve Bank of Philadelphia *Business Review*, third quarter 2003, 21-28.

Bond, P., 2004, “Bank and Non-Bank Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, forthcoming.

Brennan, M. J., Maksimovic, V., and Zechner, J., 1988, “Vendor Financing,” *Journal of Finance*, 43, 5, 1127-1141.

Burkart, M., and Ellingsen, T., 2003, “In-Kind Finance: A Theory of Trade Credit,” *American Economic Review*, forthcoming.

Ferris, J. S., 1981, “A Transaction Theory of Trade Credit Use,” *Quarterly Journal of Economics*, 96, 243-270.

Frank, M., and Maksimovic, V., 1998, “Trade Credit, Collateral, and Adverse Selection,” Working Paper, University of Maryland.

Meltzer, A. H., 1960, “Mercantile Credit, Monetary Policy, and Size of Firms,” *Review of Economics and Statistics*, 42, 429-437.

Ono, M., 2001, “Determinants of Trade Credit in the Japanese Manufacturing Sector,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 15, 160-177.

Petersen, M. A., and Rajan, R. G., 1997, “Trade Credit: Theories and Evidence,” *Review of Financial Studies*, 10, 3, 661-691.

Rauch, J. E., 1996, “Trade and Search: Social Capital, Sogo Shosha, and Spillovers,” NBER Working Paper No. 5618.

Sheard, P. 1989, “The Japanese General Trading Company as an Aspect of Interfirm Risk-Sharing,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 3(3), 308-22.

Smith, J. K., 1987, “Trade Credit and Informational Asymmetry,” *Journal of Finance*, 42, 4, 863-872.

Tsuruta, D., 2003, “Bank Information Monopoly and Trade Credit: Does Only Banks Have Information? –Evidence from Small Business Data in Japan,” mimeo.

Yoshino, M. Y., and Lifson, T. B., 1986, *The Invisible Link: Japan's Sogo Shosha and the Organization of Trade*, Cambridge, MA: MIT Press.

中小企業庁, 2002, 2003, 『中小企業白書 2002年版, 2003年版』, ぎょうせい.

堀敬一, 安藤浩一, 2002, 「流動性資産と企業行動: 時系列データによる分析」, 齋藤誠, 柳川範之編著, 『流動性の経済学』 第6章, 日本経済新聞社.

伊藤忠商事調査部, 1997, 『ゼミナール 日本の総合商社 (第2版)』, 東洋経済新報社.

公正取引委員会事務局経済部, 1974, 『商社問題について』.

公正取引委員会事務局, 1975, 『総合商社に関する第2回調査報告－独占禁止政策からみた商社問題について』.

公正取引委員会事務局経済部調査課, 産業調査室, 企業課, 1983, 「総合商社の事業活動の実態調査概要」, 公正取引, 391, 31-44.

久保巖, 2001, 『三菱商事 21世紀”新機能”経営への挑戦』, 実業之日本社.

小川一夫, 2003, 『大不況の経済分析 日本経済長期低迷の解明』, 日本経済新聞社.

島田克美, 黄孝春, 田中彰, 2003, 『総合商社 商権の構造変化と21世紀戦略』, ミネルヴァ書房.

商社金融研究会, 1977, 「商社金融－進出か撤退かのジレンマ」, 季刊中央公論経営問題冬季号, 140-156.

竹廣良司, 大日康史, 1995, 「企業間信用のパネル推定」, 日本経済研究, 28, 53-75.

生方幸夫, 1989, 『三菱商事 金融革命への疾走』, 講談社.

植杉威一郎, 2004, 「日本における企業間信用：金融機関借入との関係」, RIETI Discussion Paper Series, 04-J-001.

表４－１：総合商社９社の与信額（１９６０、７０、８０、９０、２００２年度）

	総合商社からの与信					法人企業全体への与信	
	企業間信用		長短貸付金	関係会社株式、出資金	債務保証	企業間信用 (買入債務)	金融機関からの 長短借入金
	売掛債権	売掛債権－買入債務					
1960年度	6792億円	484億円	268億円	157億円	734億円	7兆9594億円	8兆2025億円
1970年度	5兆833億円	7216億円	2997億円	1302億円	6868億円	45兆7304億円	45兆7003億円
1980年度	10兆6517億円	1兆4219億円	6219億円	8513億円	2兆7436億円	138兆1622億円	166兆2570億円
1990年度	14兆864億円	1兆7063億円	1兆5464億円	1兆9606億円	3兆4568億円	227兆6694億円	410兆2471億円
2002年度	5兆3468億円	1兆3636億円	7333億円	3兆7376億円	3兆9106億円	169兆7824億円	370兆3574億円

総合商社に係る係数は、総合商社９社（単独）の各決算年度における財務諸表の合計値。

企業間信用（買入債務）、金融機関からの借入金は、法人企業統計年報における各年の全産業、全規模の数字。

表４－２：日銀短観卸売業業況判断D I と卸売業大企業の与信対総資産比率との相関係数

	売掛債権	その他流動資産	長期貸付金	関係会社株式	その他投資その他資産
DI(t)	+0.4895***	-0.2320**	-0.3869***	-0.5348***	+0.0149
t-1	+0.5072***	-0.2854***	-0.4578***	-0.5215***	-0.0257
t-2	+0.5063***	-0.2389***	-0.5000***	-0.5076***	-0.0617
t-3	+0.5014***	-0.2196***	-0.5155***	-0.4939***	-0.0828
t-4	+0.4779***	-0.1005	-0.4848***	-0.4856***	-0.1066
t-5	+0.4566***	-0.0102	-0.4183***	-0.4791***	-0.1144
t-6	+0.4258***	+0.1213	-0.3128***	-0.4676***	-0.1201
t-7	+0.3997***	+0.1994**	-0.2118**	-0.4529***	-0.1202
t-8	+0.3701***	+0.2905***	-0.1224	-0.4413***	-0.1301
t-9	+0.3585***	+0.3218***	-0.0517	-0.4401***	-0.1463
t-10	+0.3523***	+0.3384***	-0.0027	-0.4457***	-0.1723*
サンプル開始時点	1965年4-6月期	1965年4-6月期	1973年4-6月期	1975年4-6月期	1973年4-6月期

法人季報における調査項目の追加によって、それぞれの項目のサンプル開始時点が異なる。終了時点は2003年7-9月期。

その他流動資産に短期貸付金、その他投資その他資産に出資金が含まれる。

***:1%水準で有意、**:5%水準で有意、*:10%水準で有意。帰無仮説は相関係数ゼロ。

表４－３：日銀卸売業業況判断ＤＩと商社金融に係る部分の総資産比率との相関係数

	75年4-6月期～84年10-12月期	85年1-3月期～89年10-12月期	90年1-3月期～2003年7-9月期
与信合計／総資産とＤＩとの相関係数	-0.1256	-0.8607***	-0.5558***
サンプル数	39	20	55
	75年4-6月期～87年1-3月期	87年4-6月期～88年10-12月期	89年1-3月期～2003年7-9月期
与信合計／総資産とＤＩとの相関係数	-0.0070	-0.8491**	-0.6260***
サンプル数	48	7	59

表４－４：卸売業、製造業、建設業大企業における売掛債権、貸付金、株式などの資産額の比較

	売掛債権	その他流動資産	長期貸付金	関係会社株式	その他投資その他資産	総資産
卸売業	17兆8132億円	5兆7891億円	2兆1621億円	9兆5604億円	2兆4558億円	54兆6818億円
総資産比率	32.58%	10.59%	3.95%	17.48%	4.49%	
製造業	41兆9582億円	20兆6364億円	4兆2394億円	49兆7323億円	13兆786億円	247兆691億円
総資産比率	16.98%	8.35%	1.72%	20.13%	5.29%	
建設業	5兆1827億円	3兆3512億円	1兆349億円	2兆8341億円	2兆4698億円	33兆6521億円
総資産比率	15.40%	9.96%	3.08%	8.42%	7.34%	
全産業	82兆4243億円	44兆831億円	15兆874億円	85兆6231億円	35兆6670億円	579兆5723億円
総資産比率	14.22%	7.61%	2.60%	14.77%	6.15%	

財務省法人企業統計季報（2003年7-9月期）、資本金10億円以上の大企業

表４－５：日銀業況判断ＤＩと大企業の与信対総資産比率との相関

	売掛債権	その他流動資産	長期貸付金	関係会社株式	その他投資その他資産
卸売業	+0.490***	-0.232**	-0.387***	-0.535***	+0.015
製造業	+0.661***	-0.136*	+0.130	-0.353***	-0.312***
建設業	+0.078	-0.461***	-0.593***	-0.403***	-0.493***
全産業	+0.530***	-0.055	-0.104	-0.436***	-0.288**
サンプル開始時点	1965年4-6月期	1965年4-6月期	1973年4-6月期	1975年4-6月期	1965年4-6月期
サンプル終了時点	2003年7-9月期	2003年7-9月期	2003年7-9月期	2003年7-9月期	2003年7-9月期
サンプル数	154	154	122	114	122

法人季報における調査項目の追加によって、それぞれの項目のサンプル開始時点が異なる。

業況判断ＤＩは、それぞれの業種のものを使用。74年3月調査までは主要短観の数値を、それ以降は全国短観の数値を使用。

建設業については、74年3月調査までは建設・不動産業の数値を使用。

表6－1：商社から仕入れを行っている企業などの属性（平均値）

	9大商社から仕入れを行っている企業（①）	資本関係、仕入、販売などを行っている法人企業から借り入れた企業（②）	①、②両方を満たす企業（③）	（参考）都銀をメインバンクにしている企業	（参考）全サンプル
<経営指標>					
売上高	5902 百万円	6061	7928	6204	3894
経常利益	110	138	142	149	93
総資産	5026	6101	6715	5680	3886
売掛債権	1378	1613	1729	1420	895
総負債	3533	4898	5225	3841	2779
買入債務	1102	1024	1499	1088	648
借入金	1799	2978	2674	1779	1547
従業員数	105 人	136	179	127	88
<業種構成>					
建設	44 社(6.9%)	46 (14.7)	4 (7.6)	162 (13.4)	844 (21.5)
製造	357 (55.9)	106 (33.9)	35 (67.4)	464 (38.3)	1338 (34.1)
情報通信	2 (0.3)	2 (0.6)	0 (0)	15 (1.2)	36 (0.9)
運輸	3 (0.5)	16 (5.1)	0 (0)	36 (3.0)	116 (3.0)
卸売	160 (25.1)	36 (11.5)	6 (11.6)	226 (18.7)	582 (14.9)
小売	23 (3.6)	25 (8.0)	0 (0)	55 (4.5)	269 (6.9)
不動産	7 (1.1)	22 (7.0)	2 (3.8)	43 (3.5)	117 (3.0)
飲食店	1 (0.2)	3 (1.0)	0 (0)	9 (0.7)	16 (0.4)
サービス	23 (3.6)	29 (9.3)	3 (5.8)	128 (10.6)	381 (9.7)
その他	18 (2.8)	28 (8.9)	2 (3.8)	74 (6.1)	221 (5.6)
サンプル数	638	323	52	1212	3920
<資金調達環境>					
短期最高金利	1.785%	2.111%	1.857%	1.818%	2.075%
金融機関からの圧力（無し）	55.8%	49.2	54.7	48.8	55.1
金融機関からの圧力（金利引上）	22.4	21.1	26.4	26.2	19.2
サイト伸縮	1.950	1.953	2.000	1.959	1.964
サンプル数	660	323	53	1258	4065

2002 年金融環境実態調査、財務諸表上の項目は単位百万円、従業員数は単位人。

①は、9大商社を主要仕入先に行っている企業を抽出。②は、資本関係のある法人企業、資本関係のない販売先会社、資本関係のない仕入先会社、それ以外の法人企業を抽出。

表6－2：借入金総資産比率の変化要因に係る推計（OLS、2SLS推計）

	全サンプル	全サンプル	サンプル①	サンプル①
	OLS	2SLS	OLS	2SLS
被説明変数	Δ（借入金総資産比率）			
Δ（買入債務総資産比率）	-0.609***	-1.648***	-0.604***	-0.772***
標準誤差	0.034	0.159	0.054	0.248
Δ（買入債務総資産比率） *（事業法人貸付を受けて いる企業ダミー）	-0.026	1.081***	-0.454**	-0.292
標準誤差	0.113	0.359	0.181	0.373
産業ダミー（建設業）	0.020***	0.022***	0.029**	0.028*
標準誤差	0.006	0.007	0.015	0.015
同（製造業）	0.009*	-0.000	0.012	0.010
標準誤差	0.005	0.006	0.009	0.010
同（卸売業）	0.005	-0.004	0.008	0.006
標準誤差	0.007	0.008	0.011	0.011
投資予定額	0.000	0.000	0.000	0.000
標準誤差	0.000	0.000	0.000	0.000
Δ（従業員数）	-0.0003***	-0.0003**	-0.000	-0.000
標準誤差	0.0001	0.0001	0.000	0.000
前期末現預金総資産比率	-0.028*	-0.043**	0.031	0.024
標準誤差	0.017	0.019	0.031	0.033
信用保証利用ダミー	-0.006	-0.004	-0.012*	-0.012*
標準誤差	0.004	0.005	0.006	0.006
Reduced form における 被説明変数	Δ（買入債務総資産比率）			
F 値	15.85		3.45	
Reduced form における 被説明変数	Δ（買入債務総資産比率）*（事業法人貸付を受けている企業ダミー）			
F 値	33.99		23.95	
サンプル数	3127	3127	533	533

Δ（買入債務総資産比率）に対する操作変数：（Δ売上高／総資産）、（Δ売上高／総資産）*（事業法人貸付ダミー）、（Δ売上高／総資産）*（建設業中小企業ダミー）、（Δ売上高／総資産）*（建設業中小企業ダミー）*（事業法人貸付ダミー）、（Δ売上高／総資産）*（製造業中小企業ダミー）、（Δ売上高／総資産）*（製造業中小企業ダミー）*（事業法人貸付ダミー）、（Δ売上高／総資産）*（卸売業中小企業ダミー）、（Δ売上高／総資産）*（卸売業中小企業ダミー）*（事業法人貸付ダミー）

***1%、**5%、*10%水準で、それぞれゼロから有意に異なる。

図 4－1 9大総合商社における財務諸表項目対総資産比率

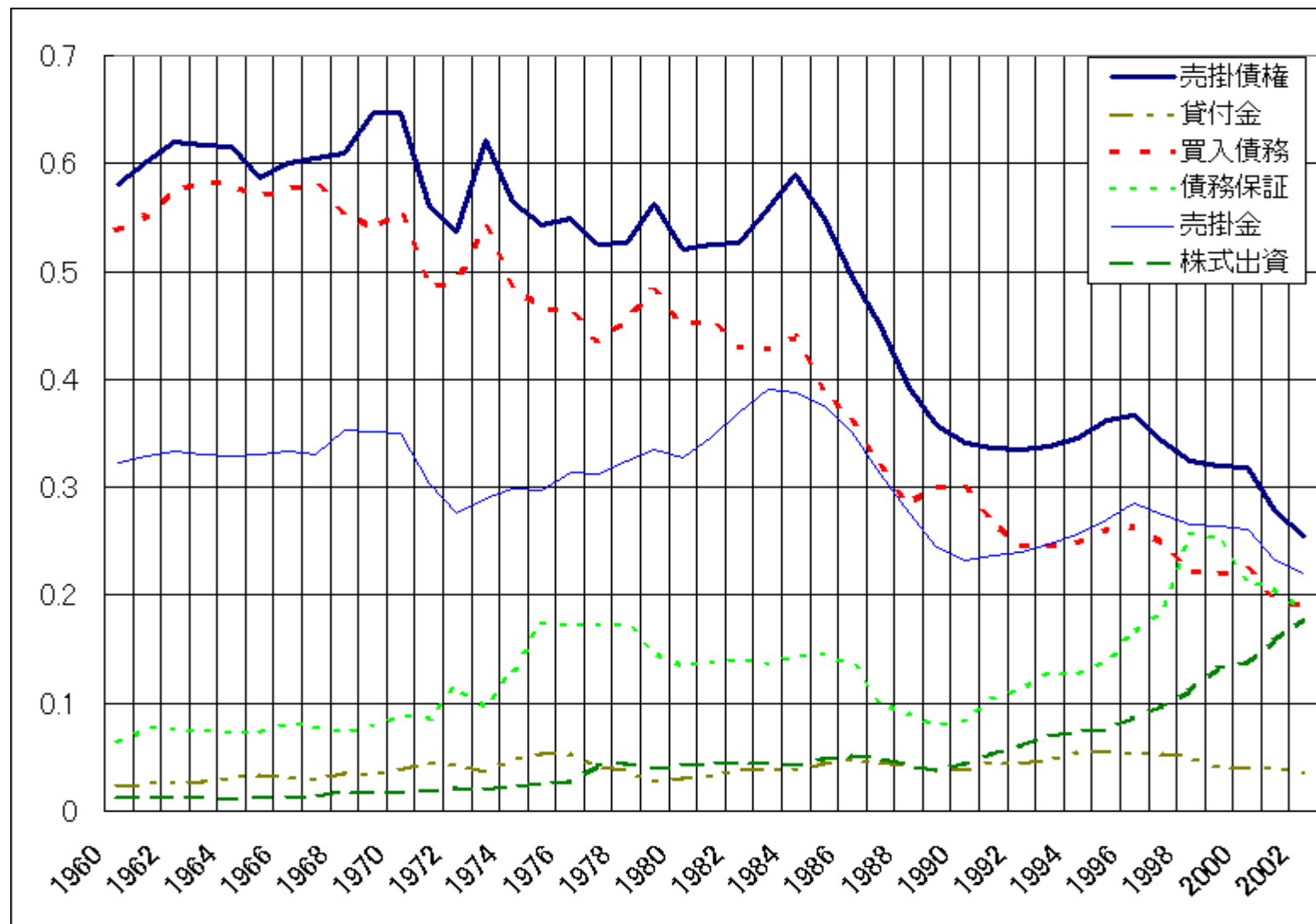


図4-2 大規模卸売企業（資本金10億円以上）における財務諸表項目対総資産比率

