

商社金融の動向 - 商社による企業間信用と貸付金との関係 -

経済産業研究所・植杉威一郎

< 報告要旨 >

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。特に、売掛債権と短期貸付金は、与信期間は似通っているし、商社も取引先に関する同じ情報に基づいて与信判断を行うはずなので、何か外部からのショックが生じても、両者は同じ反応を示すと考えられる。

ところが、実際には、こうした予想とは反対に、商社の与える売掛債権と貸付金は、景気変動に対して、もしくは個別企業の売上高変化に対して、正反対の動きを示している。この理由として、総合商社が取引先に与える短期の与信である、売掛債権と貸付金との間には、債権が増減するプロセスに大きな差異があることが示される。売上がないと存在しない売掛債権は、景気変動に伴う売上変化に正の相関を持って動く一方、景気への反応が

遅い貸付金は、景気変動とは必ずしも正の相関を持っていない。先行研究では、事業会社が与える売掛債権などの企業間信用と、金融機関が太宗を占める貸付金との関係を考える上で、事業会社や金融機関が取引先企業との間に築いている関係や、そこから得られる情報の違いが重要とされてきた。しかし、本稿での結果を踏まえると、企業間信用と貸付金の異なった動きは、信用供与する主体が異なるからだというだけでは、説明できないことが分かる。

また、企業間信用と貸付金との関係を扱ってきた先行研究が前提とする、金融機関から借入が困難な企業が企業間信用に頼るという因果関係は、景気変動やそれに伴う売上の変化に着目する限り必ずしも正しくない。むしろ、景気に連動する企業間信用を貸付金が補完する側面が強いことが分かる。

金融機関と事業会社の置かれている立場の違いは、先行文献が示唆するほどには与信行動に大きな影響をもたらさないこと、むしろ売掛債権と貸付金という債権が形成されるプロセスの違いが重要であること、企業間信用は景気に pro-cyclical に動く一方で貸付金はそれを補完するように counter-cyclical に動くことは、企業間信用と貸付金が果たすべき役割についての有用な示唆を与える。これは、総合商社が、企業間信用のやり取りを中心に企業の資金供給に果たした役割を評価する上でも、意味がある。

< 討論者コメント >

名古屋大学 家森信善

1. 本稿の概要と評価

事業会社が多額の売掛債権などを持つことは少なくなく、企業金融の提供者は金融機関だけではない。とくに、総合商社は、売掛債権の保有だけでなく、貸付や投資なども行ってきた。総合商社の金融活動については、総合商社の業務の一つとしての分析は多数あるものの、経済全体の金融仲介活動のなかでの位置づけは十分に意識されてこなかった。その点に注目したのが本稿の分析である。

具体的には、先行研究の簡潔な紹介の後、第4節で、マクロの景気循環と商社の売掛金および貸付金の連動性を分析し、前者が pro-cyclical に、後者が counter-cyclical に変動することを見いだしている。この理由として、著者は債権が増減するプロセスの違い（売掛金は売り上げと同時並行的に変化する）を指摘している。このことから、金融機関の貸出と企業間信用の動きの違いに注目してきた先行研究の解釈（金融機関と非金融機関の保有情報の相違）は適切ではないと指摘している。続く第5節では、個票データを使って、企業間信用と借入金の間には代替関係があることを見つけたしている。

いわゆる金融の垣根が低くなっていく中、金融機関と非金融機関の境は一層曖昧になってきた。他方で、伝統的な金融機関の機能不全を補完するために、非金融機関の金融機能

を活用しようという動きも見られる。したがって、商社金融の性質について詳しく分析することは、金融機関とは何かを考えるべき時代の要請にも応えるものである。本稿では、実際、商社金融と金融機関金融の情報上の差異について従来の研究が過大評価していることを指摘している。分析手法も堅実で、得られた結果も政策的含意を持つものであり、評価できる論文だと結論づけられるであろう。

2. 質問及び若干の改善提案

(1) 「商社の売掛債権と短期貸付金は、与信期間が似通っており、取引先に関する同じ情報に基づいているので、両者は同じショックに対して同じように反応するはず」というのが、第4節の基本アイデアである。

売掛債権と貸付金は、与信期間は似ているとしても、資金用途が大きく違うのではないか。短期貸付金はどのような用途で使われているのであろうか？つまり、商社という供給側だけではなく、需要側の要因も考慮する必要があると思われる。

論文の中では、「商社の与信担当者が打ち切りを決めない限り、減額されることはない」(10ページ 下から3行目)とある。貸出金と売掛金の担当者間で、情報が共有されていないという可能性なのか。

同じ文章について。短期貸付金は、自動的に更新されることが多いのか。(与信期間がほぼ同じなら売掛金が消滅する時点で、貸付金も更新期を迎えるはずである。)

増減プロセスによって説明するとして、売掛金のプラスの相関は理解できるが、貸付金のマイナスの相関を十分に説明できるのであろうか(相関が弱いと言うことが予想されるだけに思える)。プロセスの説明が説得的であるかどうかに関しては、時差相関をとって見るのが考えられる。

総資産に対する比率をとったために、売掛金が低下すると、総資産も減少し、貸出金が不変でも貸出金比率が上昇すると言ったことが起こっている可能性も考えられる。総資産比率ではなく、前期比伸び率などを使った検証も行ってはどうか。

4.1.2の分析で景気動向の指標として、日本銀行短観の卸売業の業況判断DIを使っているが、供与先の業況の方が良いのではないか。商社の経営難から売掛金や貸出金をどのように減らすのかを見るのではなく、不況期に与信先のリスクが変動してそれに対応して商社金融がどのように変動したかが分析の焦点と思われるからである。

(2) 5.2節の実証結果の解釈について

企業の資金需要を所与とすると、資金調達源泉の間ではマイナスの相関が見られると予想される。(たとえば、買入債務を認めてもらえれば、在庫のために運転資金を借り入れる必要が無くなる。)需要側から見ると、借入金と買入債務の間のマイナスの相関はある意味で当然ではないであろうか。

サンプル間での係数の大きさの違い(代替性の程度)に注目してはどうか。(たとえば、変わらないことをテストしてはどうか)

(3) 商社金融の内、売掛金については売り上げによって外生的に決定されていると理解して良いのか。つまり、売掛金に関しての商社金融の審査活動はないということか。あるいは、売り上げそのものを管理している(危ない先には売らない)と理解すべきか。

(4) それでは、金融機関と非金融機関の間には違いはないのだろうか?

(5) 商社自身の資金調達面についても言及すると、商社金融をより総合的に把握することができると思われる。

<報告者リプライ>

(1)

ご指摘のとおり、資金を需要する企業側が、同じ短期でもどのような用途のために資金を求めているのかは重要。仕入れのために要する資金、給与支払い資金、在庫管理費用などによって、受信の手段が異なる可能性はある。

しかし、本来であれば、調達期間が似通っていれば、受信手段は何であっても同じはず。米国では、企業は、仕入れのために必要な資金を主に企業間信用で得ていたが、ある時期以降は、主に銀行借入で得るように変化したと聞いている。これは、企業間信用と銀行借り入れの使途が同じであることの証拠の一つではないか。

(1)

同じ商社内の貸付金と売掛金の担当者は同じ(営業部門及び審査を含む管理部門)なので、与信先に関する情報は常に共有されている。同じ会社に対する同種の与信であっても、売掛債権と貸付金との間には、債権の形成過程の違いにより、どうしても債権の増減のタイミング、増減の幅に違いが生じてしまうということ。

(1)

一般論として、短期貸付金はロールオーバーされることも多い。原因となる商取引が無くなっても与信が行われ続ける場合は、短期貸付金の方が売掛債権よりも多いと考えられる。

(1)

卸売業大企業における売掛債権総資産比率などと日銀短観D I卸売業との時差相関は以下の点の特徴である。

- ・ 売掛債権比率とD Iとの正の時差相関は緩やかに低下しているが、有意に正である。
- ・ 短期貸付を含むその他流動資産比率とD Iとの相関は、4期のラグ以上では有意な負の相関が無くなり、7期以上からは正の有意な相関に転じている。
- ・ 長期貸付金比率とD Iとの負の相関は、その他流動資産とD Iとの負の相関よりも長

く続くが、次第に有意ではなくなる。

- ・ 関係会社株式比率とD I との負の相関は常に有意にマイナスである。

なお、ご指摘のとおり、上記計算では各与信項目の総資産比率が用いられており、景気後退に伴って与信が減少していても、それが総資産の減少率を下回る場合には、当該与信項目の総資産比率は増大する。

	売掛債権	その他流動資産	長期貸付金	関係会社株式
相関係数 t	+0.4895***	-0.2320***	-0.3869***	-0.5348***
t-1	+0.5072***	-0.2854***	-0.4578***	-0.5215***
t-2	+0.5063***	-0.2389***	-0.5000***	-0.5076***
t-3	+0.5014***	-0.2196***	-0.5155***	-0.4939***
t-4	+0.4779***	-0.1005	-0.4848***	-0.4856***
t-5	+0.4566***	-0.0102	-0.4183***	-0.4791***
t-6	+0.4258***	+0.1213	-0.3128***	-0.4676***
t-7	+0.3997***	+0.1994**	-0.2118**	-0.4529***
t-8	+0.3701***	+0.2905***	-0.1224	-0.4413***
t-9	+0.3585***	+0.3218***	-0.0517	-0.4401***
t-10	+0.3523***	+0.3384***	-0.0027	-0.4457***

***: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。

(1)

上記は、D I と債権比率といった水準の相関係数を比較したものである。一方、それぞれの債権の伸び率を用いる場合には、D I の変化分との相関係数を求めることになる。変化分同士の相関係数は、いずれの債権においても、多くの場合有意にゼロから異なる。

(1)

日銀短観の業種別の業況判断D I は、その業種に属する企業が直面する経営環境を評価したもの。その経営環境には、自らの経営状態だけでなく、取引先の業況も踏まえられているはずである。

なお、卸売業の業況判断D I ではなく全産業における業況判断D I との相関を用いた場合でも、売掛債権比率とD I との有意な正の相関、その他の資産比率とD I との有意な負の相関が観察される。

(2)

ご指摘の通りであり、サンプル毎に代替の度合いが有意に異なるかどうかを検定する必要がある。

(3)

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、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に

当たると見なされ、損害賠償訴訟を取引先に起こされると負けてしまうとのことである。したがって、上記のような行動はなかなか取りにくいと推測される。

(4)

表5-2のサンプルとを比較する限りにおいては、金融機関と非金融事業法人との間で、貸付金を与える行動に有意な差は無いように見える。もっとも、ご指摘の(2)にあるように、統計的な検定が必要である。

(5)

ご指摘の通り。商社の資金調達を考えることは、与信と受信とを考慮すると実質的に商社がどの程度信用供与しているのかという点、資金調達先と運用先との関係を踏まえた資金の流れを調べる点でも重要。

70年代に商社の行き過ぎた貸付行動の背景には、銀行による商社を通じた迂回融資があると指摘されていた。商社による行き過ぎた投融资行動を抑制する目的もあり、74年12月に大蔵省により、大口融資規制に係る通達が出されている(一債務者に対する貸出金の合計が、都銀は自己資本の20%、長信銀は30%、東京銀行は40%相当額を超えてはいけないという措置)。こうした銀行発商社経由という迂回融資は、現在も行われているのかなどについて調べると興味深いと考えられる。