

中国企業金融における企業間信用の利用実態

——蘇南企業調査を中心に——

しら 白 矢
いし 石 の 野
ま 麻
ほ 保 剛

《要 約》

本稿は、蘇南地域における企業調査を中心として得られた観察事実により、中国経済における企業間信用が担う機能について考察している。その結果、次のような新知見を得た。第1に、与信主体は企業間信用与信を販売促進という自らの経営目的達成のために能動的に行っており、企業間信用受信はこれをファイナンスする重要な資金源のひとつとなっている。第2に、中国において企業間信用は銀行借款に劣らず企業にとって利便性の高い資金源となっている。第3に、企業間信用が長期資金をもファイナンスする事例が無視できない頻度で観察された。そして最後に、企業間信用が良好に機能している背景として、企業間信用を通じる金融仲介においては、借り手企業間比較において業績良好な企業により多くの与信が行われており、これが中国企業間信用が果たしている企業金融上の機能の重要な基礎条件となっている。

はじめに

- I 基本的事実の確認
- II 蘇南企業調査の概要
- III 中国企業間信用の機能とその基礎条件：仮説の提示
- IV 仮説の検証
- V 結論

はじめに

本稿の目的は、中国の企業間信用について基本的な事実を整理したうえで、それが担っている企業金融上の機能をより詳細に明らかにすることである。そのために、筆者らの企業での聞き取り調査より得られた観察事実に基づき、中

国企業間信用の機能を3つの側面から考察する。

さらに、中国において企業間信用が機能する基礎条件を分析し、そこでは企業での聞き取り調査とともに、必要に応じて筆者等による計量分析の成果も活用していく。

Allen, Qian and Qian (2005) は、中国が貧弱な法制度と正規金融システム（銀行や株式・債券市場）しかもたないにもかかわらず、高度成長を実現しているという謎を指摘し、これは「法－金融－経済成長」の観点に対する重大な反証例であるとしている。そして、中国には、うまく機能しない正規金融を代替するオルタナティブな金融チャネルと企業統治メカニズムが

存在し、それが高度成長の主役である民営企業部門の成長を支えていることを指摘している。その指摘に呼応するかたちでさまざまな先行諸研究が、オルタナティブな金融チャネルとみなされる種々の金融仲介機構（企業間信用、民間金融、ノンバンク金融機関等）が中国において本当に正規金融を代替するように機能しているかどうかの検証を開始している〔Cheng and Degryse 2007; Cull, Xu and Zhu 2009; Ge and Qiu 2007; Ayyagari, Demirgüç-Kunt and Maksimovic 2008〕。

なかでも Cull, Xu and Zhu (2009) と Ge and Qiu (2007) は企業間信用を明示的に取り上げ、それが中国経済のなかで担っている機能を、企業レベルマイクロデータを用いた計量分析により明らかにしようとしている^(注1)。そして彼らは対照的な結論を導いている。Cull, Xu and Zhu (2009) は、主として銀行借款と売掛ストックデータ^(注2)を用いた分析を行っている。その分析の結果彼らは、民営企業の顧客が銀行借款等の正規金融からシャットアウトされているなら、企業にとって企業間信用は代替的な資金調達源となっていた可能性が高いことを見出している。さらに、正規金融から優遇された信用供与を受けている国有企業もまた、その顧客に対して企業間信用を通じて資金を再配分しているという。しかし、国有企業を通過点とした資金の再配分は、国有企業が抱える顧客からの支払い遅延を銀行借款により資金的にカバーした結果生じたものであり、中国経済の資金配分の改善にはあまり寄与していない、としている。そして、企業間信用が中国経済のなかで果たす役割の大きさについては懐疑的な結論を提示している。一方、Ge and Qiu (2007) は、銀行借款に加えて企業間信用における与受信双方の行動を表す売

掛・買掛ストックデータを用いた分析を行っている。そこでは、民営企業等の非国有企業が国有企業よりも企業間信用を使用する傾向が強いことが、(受信すなわち買掛データを使用していない) Cull, Xu and Zhu (2009) よりも明示的なかたちで示されている。また、その非国有企業の企業間信用の使用は資金調達目的であることを支持する統計的証拠も示され、企業間信用は非国有部門にとってその成長を支える有力な金融チャネルであるとしている。

上記は2000年以降のデータを用いた研究であるが、それ以前のデータや観察事実を用いた研究も、企業間信用が中国経済のなかで担う機能について言及している。

Brandt and Li (2003) は、1994～97年企業レベルマイクロデータを用いた、銀行借款へのアクセスにおける企業間差別および代替的な資金調達源についての分析を行っている。彼らは、企業間信用の利率の高さや融資期間(サイト)の短さ等から、企業間信用が銀行借款に完全に代替するものであるという点については否定的だが、銀行借款において差別された民営企業が企業間信用に強く依存するようになっている傾向を見出している。企業間信用に関する彼らの分析は、主として記述統計的証拠と簡単な回帰分析によっている。Garnaut et al. (2001) もまた、1990年代中国民営企業の記述統計的証拠あるいは質的観察事実によりつつ、企業間信用がその資金調達問題を解決するためのひとつの手段となっていることを指摘している。

中国語文献においても、劉(2001, 70)が提示した企業規模別資金調達源に関する記述統計的証拠は同様に、銀行融資難に直面しがちな中小企業は資金調達において企業間信用に依存し

ている傾向を指し示している。

邦文文献でも、陳（2007）は、私営・個人企業間で授受される代金支払いの猶予として定義された企業間信用は、主に国有企業間に存在する慢性的な遅延債権を指す三角債とは異なるものであるとしている。そして企業間信用には民間金融との代替関係があり、企業の短期資金の有効な調達手段となりうると論じている^{（注3）}。

本稿は、このような中国経済における企業間信用の機能について、独自の企業聞き取り調査を中心として得られた観察事実により再検証している。そしてその分析結果は、各先行研究が言及している、中国経済のなかで企業間信用が良好に機能しているという観察事実や結論を基本的にサポートするものである。しかし本稿はそれに留まらず、企業間信用が中国経済のなかで担っている機能を、先行研究よりさらに詳細な水準で解明することを試みている。具体的には以下のとおりである。

第1に、企業間信用における与受信間の関係の解明を通じて、そこでの企業の与信行為の能動性の有無についての証拠と議論を提供している。これはかつて中国における企業間信用の否定的な表れとして指摘された三角債の状況が消滅しているかどうかについての明確な回答を与える。上記のように三角債の状況の消滅それ自体を示唆あるいは分析の前提とする先行研究はあるが、明確な分析枠組みと実証的証拠の提示を伴ったものではない。本稿は、与受信間関係と与信行為における能動性という枠組みを用いて、この点の克服に挑戦している。

第2に、銀行借款と企業間信用の「代替性」についての実証的証拠を伴った検証を行っている。いくつかの先行研究が、中国において企業

間信用が銀行借款を「代替」する現象や可能性を指摘している^{（注4）}。しかし、それらにおいては「代替」あるいは「代替性」の定義が明確ではなく、さらに中国経済から得られた実証的証拠に基づいた議論がなされていない。そこで本稿は、議論のミスリードを回避するため「代替性」の内容を再検討・定義し、それを前提として中国における直接の観察事実に基づく検証を行う。これにより、銀行借款と企業間信用の「代替性」に関するより明確で堅固な展望が得られる。

第3に、企業間信用が短期資金のみならず間接的には長期資金までもファイナンスする可能性の検証を行う^{（注5）}。従来、先行研究では先験的に企業間信用は投資用の長期資金源とはなり得ない、とされてきた。しかし、借換頻度の高さを特徴とする中国の企業間信用では、このような先験的な議論は現状に対する誤った理解を導く可能性がある。そこで本稿ではこの可能性に関する実証的な検証を行うことにする。

以上の3点が本稿の主要な貢献といえる。

さらに、中国で企業間信用が機能するため基礎条件のひとつとして、企業間信用を通じる金融仲介は、借り手企業間比較において業績良好な企業により多くの与信を行えているかどうかの検証も行っている。このような中国企業間信用が機能する基礎条件の実証的検証までを行っている点も本稿の独自性といえよう。

以下、Ⅰ節において公開データブックから把握できるか先行研究によりすでに指摘されている基本的な事実を整理し、その後の分析の基礎を確認する。Ⅱ節は、江蘇省南部を対象とした企業聞き取り調査（以下、蘇南企業調査）の手続き面における概要を紹介する。そしてⅢ節で

は中国における企業間信用の機能について本稿で検証すべき仮説を提示し、Ⅳ節において蘇南企業調査の結果を中心としてⅢ節で提示された仮説の検証を行う。最後にⅤ節で結論が提示される。

I 基本的事実の確認

ここでは中国の企業間信用について、公開データブックから把握できる統計的事実、先行研究によりすでに指摘され知られている事実を確認し、本稿が行うべき分析の基礎を整理する。これらの基礎的事実の多くは、蘇南企業調査でも再確認されている。具体的には以下の4点である。

(a) 企業間信用の使用は、非国有企業と経済的先進地域で盛んである：マクロ統計による把握

まず2004年中国経済普查（センサス）を利用した表1、表2をみてみよう。表1によると、国有企業の買掛ストック／総資産・売掛ストック／総資産比率は、それぞれ6.98パーセント、5.04パーセントであるのに対して、非国有企業中「私営企業」（蘇南企業調査の対象である民営企業の範囲と必ずしも一致しない）のそれぞれの比率は、13.56パーセント、15.25パーセントと明らかに前者より高い。また、沿海地域と内陸地域を比較すると（表2）、経済的先進地域である沿海地域において企業間信用の使用がより盛んであることがわかる（注6）（注7）。したがって、筆者らの蘇南地域における民営企業調査は、企業間信用取引が最も盛んな部分を対象とした調査ということになる。

(b) 業種ごとの支払い方式慣習が明確にある

ケースが頻繁にみられる

主として代金支払いのタイミングに関して、各業界ごとの慣習が確立されているケースが多々ある。たとえば、機械工業（重工業）を取り上げてみると、前払い金・製品納入時の支払い・通常の買掛・長期の買掛という分割払いが通常使用されており、それらの比率も各業種ごとに（3：3：3：1や1：2：6：1のように）決まっていることが多い。機械工業（重工業）の場合、その取引の特徴として発注から製品完成、発送まで時間がかかるという技術的特徴がある。そのため、売り手は前払い金を要求し、この前払い金で原材料を購入するという習慣があると同時に、納入品の保証金として売り手が長期の売掛部分を一定割合設定する。この支払い慣習の存在については、渡邊（2002）、渡邊・柳川・伊藤（2004）がすでにこれを紹介している。

(c) 企業間信用ではロールオーバー（信用の回転、借換）の可能性が高い

1回の取引での売掛・買掛期間は短期であるが、そのような掛取引すなわち企業間信用与受信を伴う取引は同じ企業間で継続的に行われるため、結果的に企業間信用与受信のロールオーバーが発生しやすい。その究極的形態は、「滚动（gundong）」と呼ばれる半永久固定掛金式取引であり、そこでは2社間で取引が継続している限り、売り手は一種の敷金として一定額を買い手に与信し続けなければならない（買い手はその一定額の企業間信用を受信し続けることができる）。「滚动」方式についても、また渡邊（2002）、渡邊・柳川・伊藤（2004）がすでにこれを紹介している。

(d) 個別企業の観点からは、企業は自身の売掛（企業間信用与信）を少なく、買掛（企業間信

表1 工業部門における企業部門別企業間信用依存度

(単位：%)

	買掛ストック ／総資産	売掛ストック ／総資産	買掛ストック／ 流動資産
全国	11.80	10.72	26.16
内資企業	9.28	8.54	22.27
国有企業	6.98	5.04	22.09
中央企業	6.14	3.54	23.16
地方企業	8.10	7.04	21.10
集体企業	13.08	15.06	23.13
株式合作企業	12.39	17.63	21.86
聯営企業	8.21	8.35	21.23
国有聯営企業	6.12	5.42	19.51
集体聯営企業	13.92	15.31	25.17
国有与集体聯営企業	12.21	14.87	23.41
其他聯営企業	13.53	15.17	22.31
有限責任公司	9.21	7.97	21.85
国有独資公司	7.32	4.63	19.99
其他有限責任公司	10.14	9.61	22.59
株式有限公司	8.48	7.62	20.46
私営企業	13.56	15.25	24.60
私営独資企業	14.72	17.13	27.35
私営合作企業	13.80	16.61	25.79
私営有限責任公司	13.65	15.23	24.48
私営株式有限公司	10.28	11.59	20.41
其他企業	13.36	11.57	29.75
香港・澳門・台湾投資企業	18.30	16.26	33.33
合資經營企業	13.43	13.27	24.78
合作經營企業	16.95	14.35	33.01
独資經營企業	25.02	20.86	42.81
香・澳・台投資株式有限企業	7.68	7.75	19.21
外商投資企業	19.50	17.41	35.37
中外合資經營企業	15.89	14.99	28.20
中外合作經營企業	13.47	13.25	28.70
外資企業	26.41	22.04	45.99
外商投資株式有限企業	6.92	9.03	17.77

(出所)『中国経済普查年鑑』2004年。

用受信)を多くしたいと考えている

かつての三角債の状況下で存在したような債務不履行への危惧はそれほど強くないものの、非国有企業、特に民営企業を中心として企業は

資金不足感をもっており、可能ならば売掛を少なく買掛を多く、すなわち企業間信用における与信を少なく受信を多くして資金調達を図りたいと考えている。その希望がどこまで達成でき

表2 工業部門における地域別企業間信用依存度

	(単位：%)	
	買掛ストック ／総資産	売掛ストック ／総資産
全 国	11.80	10.72
北 京	7.14	6.42
天 津	12.62	12.40
河 北	10.16	7.41
山 西	9.38	6.47
内 蒙 古	7.28	5.83
遼 寧	10.06	9.06
吉 林	11.15	7.97
黒 竜 江	8.87	7.25
上 海	15.40	14.90
江 蘇	15.84	15.68
浙 江	11.09	13.99
安 徽	9.40	8.98
福 建	12.46	13.46
江 西	8.49	6.89
山 東	9.77	8.14
河 南	9.25	8.32
湖 北	8.30	7.08
湖 南	9.11	8.37
広 東	20.31	16.51
広 西	9.87	7.99
海 南	8.07	7.39
重 慶	11.28	9.81
四 川	8.05	7.98
貴 州	8.17	7.25
雲 南	6.17	4.92
西 蔵	2.80	5.65
陝 西	9.83	8.58
甘 肅	10.10	7.03
青 海	7.66	5.00
寧 夏	8.78	7.31
新 疆	9.42	5.09

(出所)『中国経済普查年鑑』2004年。

るか否かは、企業間での取引における力関係がそれを決定する。取引上立場の強い企業は、売り手としては買い手に対して売掛を拒否でき(キャッシュオンデリバリー、さらには前払いを要

求できる)、買い手としては売り手に対して買掛を要求できる。

以上4点を基礎としてふまえ、Ⅲ節以降の分析において本稿による中国企業間信用の機能に関する新知見を提示する。それに先立ちⅡ節で蘇南企業調査の概要を紹介する。

Ⅱ 蘇南企業調査の概要

筆者らは、江蘇省無錫市、蘇州市(蘇南地域)において計73社の民営企業調査を行った。地域と企業の所有制類型が特定化されているため、この調査の標本抽出は中国全体からの無作為抽出とはいえない。Ⅰ節(a)で述べたように、これは企業間信用の使用が最も盛んな地域と企業群を意図して抽出した典型調査である。また、調査対象地が蘇南地域というかつての農村工業・郷鎮企業の一大中心地であることを反映して、調査対象民営企業の95パーセント以上は農村工業企業でもある。もちろん、それらには集団所有制企業は含まれていない(注8)。

産業ごとの相違をコントロールするために、調査企業の業種を当該地区のリーディングセクターである機械工業(産業用機械・部品)と繊維工業に絞った。この2業種は成長産業と斜陽産業の代表とみることもできる。

調査企業の選定は、(1)調査対象地における企業規模分布を可能な限り再生すること、(2)地域的な偏りを回避すること、の2点を方針としてなされている。ただし、規模分布の再生対象として想定されているのは、基本的に年間売上500万元以上のいわゆる「規模以上」企業である。すなわち、調査対象地の「規模以上」企業を母集団として、そこでの規模分布を極力偏り

表3 調査対象企業の構成¹⁾

業 種 従業員	機械工業 (社)	繊維工業 (社)	計 (社)	企業数比率 ²⁾ (%)	企業数比率 ³⁾ (%)	無錫市全体の企 業比率 ⁴⁾ (%)
合 計	42	31	73	100%	100%	
大型企業 内訳： 2000人～	1	0	1	1.4%	1.4%	1.1%
中型企業 内訳： 1000～1999人 500～999人 300～499人	7 1 3 3	5 1 1 3	12 2 4 6	16.4%	17.4%	10.7%
小型企業 内訳： 300人～ 100～299人 50～99人	32 10 11 11	24 5 12 7	56 15 23 18	76.7%	81.2%	88.3%
規模以下企業 内訳： ～49人	2 2	2 2	4 4	5.5%	—	—

(出所) 筆者作成。

(注) 1) 従業員数により構成を示している。なお、パーセンテージを示す際には小数点以下1桁までで四捨五入した。したがって、その数値は必ずしも合計あるいは小計と一致しない。これは、以下の各表においても同様である。

2) 全調査企業数に占める当該規模に該当する調査企業数の比率を示す。

3) (事実上) 規模以下企業を除いた調査企業数に占める当該規模に該当する企業数の比率を示す。

4) 『無錫統計年鑑』2008年版記載の2007年データに基づく無錫市内の「規模以上」工業企業数に占める各規模企業の比率を示す。

なく再現するように調査企業を選定した。そのうえで年間売上500万元以下の小規模企業の情報も得るために、いくつかの「規模以下」企業も補足的に調査対象とした。

この企業調査では企業各社の経営者・幹部に対する聞き取りが行われた。その聞き取りの手順は以下の通りである。

聞き取り全体を懇談のかたちで行い、流れのなかで必要な情報を聞き取る方式を採用した。フォーム・内容を統一した質問表に基づき聞き取りを行い、最終的には各社から共通した一連

の項目に関する情報を得られるようにし、そこから取得した情報の数値化も行っている。ただし、それは本質的に口頭で得られた数値情報であるため、作成された数値情報の利用は記述統計的・簡単な推測統計学的分析に留める。

表3は調査企業の規模分布を従業員数で表している。表3の大型企業・中型企業・小型企業は「規模以上」企業であり、それら以外の従業員数49人以下の企業は売上においても500万元に及ばない「規模以下」の企業である。われわれの調査企業の大半が立地する無錫市の『無錫

統計年鑑』2008年版^(注9)によれば、2007年に大型企業・中型企業・小型企業が市内の「規模以上」工業企業数に占める比率は、それぞれ1.1パーセント、10.7パーセント、88.3パーセントである^(注10)。われわれの調査企業において「規模以上」に相当する企業中、大型企業・中型企業・小型企業の企業数比率を算出すると、1.4パーセント、17.4パーセント、81.2パーセントとなり、調査対象地における企業規模分布をおおむね再生できているといえよう。本稿末尾の付表に調査企業一覧が示されている。

調査時期は、2004年9月、2005年11月、2006年9月、2007年8～9月、2008年3月の計5回である。

Ⅲ 中国企業間信用の機能と その基礎条件：仮説の提示

本節では、まず第1項において3つの側面から、中国の企業間信用が担っている企業金融上の重要な機能について、蘇南企業調査に基づき本稿で検証すべき仮説を提示する。さらに第2項においては、中国の企業間信用がそのように機能するための基礎条件について蘇南企業調査に基づき本稿で検証すべき仮説を提示する。

1. 中国企業間信用が担う機能

(1) 企業間信用受信の重要性と与受信間の関係

先行研究がすでに見出しているように、企業間信用は民営企業の資金調達にとって大変重要な存在となっている。われわれの調査企業も蘇南地域という先進地域の民営企業、中小企業であることより^(注11)、資金調達において企業間信

用受信に強く依存していることが表4よりわかる。

流動資金の外部調達源のなかで、買掛および手形振出で定義された企業間信用受信を第1位としている企業が、同率1位の回答を含みつつも、機械工業では66.7パーセント、繊維工業では74.2パーセントにも上る^(注12)(表4)。同じく表4下方部分より流動資金の全調達源における比率が25～40パーセントである企業が最も多く、40パーセント以上を企業間信用に依存する企業も決して少なくはない。また、比較例として流動資金の外部調達源における銀行借款の地位についても表4に付加しているが、これらの情報は企業間信用と銀行借款が、流動資金の2大外部調達源であることを示している。

以上は、資金調達面において企業間信用を受信することの重要性に注目した観察結果であるが、企業は企業間信用の受信主体であるのみならず、与信主体でもありうる。ここで、与信主体として企業は能動的に与信行為を行っているのか否かについて検討する必要がある。その理由は以下である。

かつての中国における企業間信用ではその与信行為がデフォルトの連鎖（三角債）に結果する、という事態が多くみられた。そして当時の中国企業間信用における与信行為は受信企業による支払い遅延の継続結果として捉えられており、与信企業にとっての与信行為は「決して与信したいわけではないが仕方なく」行われた受動的なものであった。

もし現在の中国での企業間信用与信行為も、かつてのような与信主体にとっては受動的な行為であるならば、中国における企業間信用の量的発達は有効な資金ファイナンス源とはなりえ

表 4 流動資金調達面における企業間信用受信の重要性

(単位：％)

機械工業 n = 42			繊維工業 n = 31	
企業間信用受信の				
a. 資金外部調達源に占める地位；				
	cf. 銀行借款 ³⁾		cf. 銀行借款 ³⁾	
合計	100	100	100	100
1 位 ¹⁾	66.7	71.4	74.2	64.5
2 位 ²⁾	23.8	21.4	16.1	25.8
3 位以下	7.1	4.8	9.7	9.7
不明	2.4	2.4	n.a.	n.a.
b. 自己資金を含む全調達源に占める比率；				
合計	100		100	
50% ～	2.4		6.5	
40～50%	12.2		16.1	
25～40%	53.7		48.4	
～25%	26.8		19.4	
不明	4.9		9.4	

(出所) 筆者作成。

(注) 1) 複数 1 位を含む。

2) 複数 2 位を含む。

3) 銀行借款の資金外部調達源に占める地位についての回答をまとめたものを示す。

ない。したがって、現在の中国企業間信用に対して次のような仮説が検証される必要がある。

仮説1-a 与信主体は企業間信用与信を自らの経営目的達成のために能動的に行っている。

ここで、上記の三角債的状况の発生も明示的な仮説として提示しておこう。この三角債的状况仮説は仮説1-a を明確に否定するものであり、本稿ではこれを便宜的に「対立仮説」と呼ぶことにしよう^(注13)。具体的には、

対立仮説1-b 三角債的状况が生じている、すなわち、与信主体は取引企業の支払い遅延によりやむなく受動的に与信を行うという結果に陥っている。

(2) 銀行借款と企業間信用の利便性比較

次に、先行研究によっても結論が分かっている、企業間信用は銀行借款と比較して、どの程度使い勝手が良いかという問題を分析してみよう。

Cull, Xu and Zhu (2009) は、企業間信用を通じた民営企業によるその顧客への自発的な資金の再配分が生じていることを支持する観察結果をもって、それら顧客企業にとって企業間信用は「代替的」な資金調達源となっていた可能性が高いとしている。一方、Ge and Qiu (2007) や Brandt and Li (2003) は、企業間信用の利子の高さ、サイト(融資期間)の短さ、財の購買と結びつけられていることによるフレキシビリ

ティの少なさ等を根拠として、企業間信用による銀行借款の「代替」可能性については慎重な立場をとっている。

ここで代替性と利便性（使い勝手の良さ）という概念を整理しておく必要がある。先行研究では「代替（substitute）」という用語が用いられているが、いずれか一方が増えるともう一方は減るという本来の意味での代替関係を、企業間信用と銀行借款の間に見出しているわけではない。先行研究において明らかにされているのは、あくまでも企業間信用が銀行借款と比較してどの程度使い勝手が良いか、ということである。そこで本稿では議論のミスリードを避けるために代替性と利便性という概念の間に明確な区分を設ける。すなわち、利便性とは「使い勝手の良さ」の意味であり、代替性という用語は「一方の資金源により資金需要が満たされれば、もう片方の資金源への資金需要が減少する」という狭義の意味で用いる。先行研究が論じているのは、銀行借款との比較における企業間信用の利便性である。そこで本稿も先行研究に倣って中国における企業間信用の利便性の考察を試みる。

ここで注意すべきことは、先行研究の議論を根拠づけているのは中国における直接の観察事実ではないということである。彼らは、アメリカを中心とする先進国における観察事実とそこから導き出された企業間信用に関する一般論、あるいは状況証拠からの推論を提示しているにすぎない。

そこで筆者らは、中国における企業調査から得られた観察事実に基づき、受信企業にとって企業間信用の利便性の考察を行う。そしてその考察は、銀行借款との比較というかたちをとる。

ここでの仮説は以下である。

仮説2 中国においても企業間信用は、銀行借款に劣らず利便性の高い資金調達源となっている。

(3) 企業間信用による長期資金ファイナンス

企業間信用は、その多くが数週間から長くて数カ月程度のサイトで、買い手が代金支払いを猶予されるという、短期的信用授受である。Brandt and Li (2003) は、その与受信期間の短期性のために企業は投資用の長期資金源として企業間信用受信に依存できないし、それは企業間信用が銀行借款を十分に「代替」できない理由のひとつとなっている、としている。しかしこの問題に関しては、彼らは企業間信用についての一般的な議論を提示しているのであり、中国において企業間信用がファイナンスしている企業活動についての直接的な証拠に基づいて議論を行っているわけではない。中国では民营企业は銀行借款にアクセスしにくいという状況が従来より指摘されてきており、特に長期資金融資を銀行から受けるのは難しい。このようななか、長期資金を需要する民营企业にとって企業間信用がその調達源として補完的な役割を果たしている可能性は十分に考えられる。

そこで、われわれは聞き取り調査の結果から企業間信用の利便性を長期資金源としての側面から分析する。ここでの検証仮説は以下である。

仮説3-1 長期資金ファイナンス源としても企業間信用は機能している。その背景には中国では中小民营企业が銀行融資難に直面しているという状況がある。

長期資金への転用は、そもそも長期資金すなわち投資への需要が企業に存在するかという問題や生産技術に規定された資金回転速度にも影

響される可能性が高く、したがって業種間に相違があることが予想される。そこでわれわれは次の仮説も併せて検証する。

仮説3-2 長期資金ファイナンス源としての企業間信用使用には業種による相違が存在する。

以上の仮説を検証することにより、民営企業をはじめとして、個々の企業にとっての資金調達源として企業間信用が機能していることを明らかにしていく。さらに中国で企業間信用が担っているこのような企業金融上重要な機能の基礎条件となっているものは何かについても明らかにする。

2. 中国企業間信用が機能するための基礎条件

理論的にはさまざまな候補が考えられるが、ここではその考察の第一歩として、借り手企業間比較において業績良好な企業により多くの与信が行われているかを考察する。借り手企業間比較において業績良好な企業により多くの与信が行われることは、企業間信用が上述したように円滑に機能するための必要条件である。もし、企業間信用が「健全」な金融仲介機能を果たしていれば、借り手企業間比較において業績良好な企業に与信が行われる傾向をもつであろう。そこで、この点を明らかにするために、われわれはどのような企業に企業間信用を通じる資金が配分されやすいかを検証する。まず蘇南企業調査結果より次の仮説の検証を行う。

仮説4-1 ビジネス上の優位性をもつ企業に企業間信用を通じて資金が集まる傾向がある。より詳細に言えば、ビジネス上の優位性をもつ企業は企業間信用受信をしやすく、与信を

しなくて済む傾向があり、それらからの企業間信用を通じる資金流出が比較的起こりにくくなっている。

業績良好な企業に企業間信用を通じる資金が配分されやすいか否かの検証は、数値的に計測された業績変数を用いた計量分析も要求するだろう。そのため、さらに計量分析を用いて以下の仮説の検証を行う。

仮説4-2 数値的に計測された業績変数が高い企業ほどグロス・ネットでの企業間信用受信がより多い傾向がある。

IV 仮説の検証

1. 中国企業間信用が担う機能

(1) 企業間信用受信の重要性と与受信間の関係

仮説1-aおよびその対立仮説1-bの検証を行う。

まず、われわれの調査企業における、個別企業レベルでの企業間信用与信行動と受信行動の関係をみてみることにしよう。蘇南企業調査において、われわれは企業間信用における与信量・受信量の具体的な大きさについての情報を、買掛ストックおよび売掛ストックの対総資産比率のかたちで得ており、それを用いた分析を行う。

表5をみると、対角線部分のマス目に入る企業数が多く、企業間信用与信を積極的に行う企業は企業間信用受信も多くなる基本的な傾向があることがわかる。この観察結果だけをみると、「(各企業は)顧客企業からの代金回収が停滞しており、そのため自分自身も部品・原材料購入元企業への代金支払いを遅延させている」という三角債の状況とも解釈できるが、次に示す観

表5 買掛ストックおよび売掛ストックの対総資産比率

(単位：社，%)

売掛ストック対総資産比率 買掛ストック対総資産比率				
	25% ～	10% ～25%	～10%	不明
25% ～	15 (20%)	5 (20%)	2 (0%)	n.a.
10～25%	9 (22.0%)	21 (23.8%)	5 (40%)	n.a.
～10%	5 (40%)	4 (0.0%)	2 (0.0%)	n.a.
不明	n.a.	n.a.	n.a.	5 (40%)

(出所) 企業ヒアリングより筆者作成。

(注) 1) 表中数字はカテゴリ企業数，() 内は各カテゴリ内での資金難企業の比率である。

2) ～10%，～25% は，10% 未満，25% 未満を表す。

察事実と併せて考えるとその解釈の妥当性は低い。

第1に，企業間信用与信量が多い企業は，多くの場合販売促進戦略として売掛を積極的に使用した結果与信が多くなっているケースが多い。言い換えると，それらの企業は，三角債の状況のように顧客企業からの代金支払いが遅延された結果，受動的に多くの売掛ストックを抱えるようになったのではなく，経営戦略の一環として能動的に売掛を行っているのである。これを確認するための数値情報として，調査企業に各企業における近3年の売上の成長率を聞いている。この売上成長率と売掛ストック対総資産比率の相関係数を計算すると，0.875という高い値が得られる。販売促進のための売掛という状況を示唆する結果である。また，掛け売りによって促進された売上代金の回収には細心の注意が払われており，それが販売促進のための売掛という戦略に実効性をもたせている。

第2に，売掛ストックと買掛ストックの差額，

言い換えるとネットでの企業間信用債権が大きいことは，企業の資金難に必ずしも直結していない。表5中各マス目の()内には，当該カテゴリに属する企業中で資金難の認識をもつ企業の比率が報告されている。もし，売掛が，代金回収の困難より結果的に生じている一種の困難であるならば，売掛ストックの大きさに見合わない買掛ストックしかもたない(売掛ストック>買掛ストック)，すなわち左斜下側三角部分のカテゴリに属する企業は，資金難に陥る可能性が高くなるはずである。しかし，実際には，それらカテゴリに属する企業の資金難直面率が特に高いわけではない。その理由は，売掛ストック>買掛ストックとなる企業は，企業間信用受信以外の資金調達源を確保しており，その資金の潤沢さを武器に積極的に売掛を行うことにより売上を成長させているケースが多いからである。

次に，上の2つの観察事実に関わるいくつかの事例をみてみよう^(注14)。ここでは売掛行為の

事例が提示されるため、事例当該企業は売り手の立場で登場にすることになる。

なお、本稿の事例紹介では「川上企業」「川下企業」という用語が頻用されるが、川上企業とは事例当該企業に原材料・部品・サービスを販売するヴェンダー企業を指し、川下企業とは事例当該企業からその製品を購入する顧客企業を指す。

事例1 販売促進戦略としての売掛行為：事例1a社 事例1b社 事例1c社

事例1a社は機械部品工業に属する鑄造企業である。当該企業は競合する同業他社に先駆けてこの製品の生産を開始し、当地での知名度はすでに高いこともあり、受注件数、新規顧客数も順調に推移している。しかし、当該企業自身は近隣地域^(注15)での競合相手の増加を受けて製品の販路の確保およびその拡大には戦略的に取り組まなければならないと強く認識している。そのため川下企業への「売り込み」は不可欠で、川下企業の支払いについても販売促進のためにできるだけ売掛を認めている。売掛を認める際、相手企業の支払い能力や行動に対するチェックは厳しく行うが、これらに大きな問題がない場合、積極的に売掛を行う。それは、自社製品の売り込みのためには相手企業に代金支払いの面で猶予を与えることも、ひとつの有効な手段であるためだという。

事例1b社は事例1a社と同種の製品を生産しているが当地では比較的新しい企業で、現在のオーナー経営者が他所からやって来て操業した企業である。同社は業界内では後発企業であるため、自社の知名度を上げることが当面の課題となっている。そこで事例1b社も自社製品の

売り込みのために積極的な売掛を行っており、その理由を「後進企業が市場に参入する際に、他社よりも積極的な売掛は不可欠であるため」とする。事例1b社は、製品出荷から実際の支払いまでの間に販売先に対して同業他社よりも大きな時間的猶予を与えており、売掛が売上に占める比率も高くなっている。

繊維工業企業も販売促進の一環として企業間信用を積極的に利用している。事例1c社は大衆市場向け衣類メーカーであり、経営年数は比較的長い。同業他社が近隣地域に多数存在しており、新規参入企業も多く市場の淘汰も激しい。そのため当該企業では川下企業との関係は比較的安定しているものの、自社製品の売り込みや顧客の確保のために戦略的な対応をする必要性を強く感じている。その一環として顧客との取引の際には一部の企業に売掛を認めるようにしている。支払いの際、新規取引企業には現金先払いもしくは即金での支払いを求めるのが一般的だが、取引が複数回以上、あるいは2年以上に及ぶ企業には売掛を認めるという。事例1c社はアパレル産業のなかでも市場競争の激化のために利潤率が極めて低い分野に属するため、販売先に支払い面での優遇を与えることで他社との差別化を図り、販路を確保している^(注16)。

以上の事例は、自社の販売促進、および厳しい市場競争のなかでの販売先確保のための手段として売り手が企業間信用を積極的に利用していることを示している。そして調査企業全体でも、企業間信用をかつての三角債として危険視もしくは回避しているところはほとんどない。取引企業個別の信用調査を前提としながら販売促進のための手段として売掛を捉えている企業が圧倒的に多い。

販売戦略の一環として売掛を積極的に認めていくという企業は、その売掛をファイナンスする何らかの資金源を必要とする。実際に上記事例の3社を含む大半の企業において自らの買掛によって得られた資金的余裕をその資金源としている。つまり、企業間信用における与信・受信間には、「自身が買掛を認められることを背景とし、戦略として売掛を行う」という関係が成立している。ただし、少数ではあるが自らの買掛以外の資金源に依存して、販売促進戦略としての売掛を行っている企業もある。

事例2 積極的な売掛を可能にする背景・他の資金ルート確保：事例2a社 事例2b社

事例2a社はアパレル産業に属しており、製品の4割程度が輸出向け、6割程度が国内市場向けである。輸出部門では、支払い方法やその期限は一般に国際市場におけるルールと慣習に則って取り決められており、中国国内市場のように売掛の多寡が販売量や販路の確保に影響を及ぼすことはない。一方、国内市場向けの場合、販売促進戦略の一環として新規取引以外は売掛を認めており、取引1件当たりにおいて売掛が代金に占める比重は同業他社のそれよりも大きい。また、長期取引関係をもち、かつ信頼できると判断した相手企業であれば、もし相手企業の資金難等の理由により契約時に設定された期日での売掛金回収が困難な場合、支払期日を遅らせることもあるという。そして事例2a社が同業他社よりも積極的に売掛を行える背景には、海外輸出部門における確実な代金回収による資金確保があることを、事例2a社は認識している。輸出の場合、その代金は貿易信用状（LC）によって支払われ、代金回収は国際規約に基づい

て機械的に処理されるため、代金回収における遅延やデフォルトといった問題は基本的に発生しない。輸出部門での確実な資金確保により流動資金運用にある程度の余裕をもつ事例2a社は、国内市場で製品販売を行う際に売掛を積極的に川下企業に対して行えるのである。

確実な資金ルートを確保しているという点において類似の条件を有するのが事例2b社である。産業用機械メーカーである事例2b社は企業集団に属しているため、流動資金の一時的な不足時には集団内の企業から資金の借入れが可能である。このように企業集団内からの資金ルートが確保されていることにより、流動資金回転に大きな影響を与える売掛が可能となっている。

以上の数値情報と事例研究が示すところをまとめると、次のように整理できる。

第1に、ファイナンスされる必要があるさまざまな企業活動のひとつが販売促進活動であり、そのために頻繁に売掛、すなわち企業間信用与信が行われる。その結果、売掛ストックと買掛ストックの間に正の相関関係が観察されることになる。これを別の角度から言い換えると、企業間信用受信以外の資金調達源を潤沢にもつ企業は、企業間信用受信量を超えた与信することによる販売促進が可能であり、そのような企業は資金難に直面することなく買掛ストックを超えた売掛ストックを保有することができる。

第2に、企業間信用の内部の因果関係に注目すると、企業間信用受信から与信への因果関係、すなわち「(川上企業から)借りられるから(川下企業へ)貸す」が認められる^(注17)。企業による企業間信用与信の能動性と、資金調達における企業間信用受信の重要性がこの因果性を方向付けているのである。言い換えれば、川下企業

表6 企業間信用受信に見る銀行借款と企業間信用の利便性比較

(n = 73, 単位：%)

企業間信用 vs. 銀行借款では；	
1. 企業間信用優先	30.1
2. 無差別	20.5
3. 銀行借款優先	31.5
4. 不明	17.8

合 計	100

(出所) 企業ヒアリングより筆者作成。

の支払い遅延に起因する受動的な与信という仮説は明確に否定される。

以上より、「与信主体は企業間信用与信を自らの経営目的達成のために能動的に行っている」という仮説1-aが妥当性をもっており、「与信主体は取引企業の支払い遅延によりやむなく受動的に与信を行うという結果に陥っている」という三角債的状况は生じていない。

(2) 銀行借款と企業間信用の利便性比較

次に仮説2の検証を行う。観察事実には、業種間の明確な相違がみられないので業種別の提示はしない。資金調達源として銀行借款と比較した場合にどちらが企業により優先的に選択されるか（選好における順位）とその理由について尋ねている。

具体的には「もし資金調達源として銀行借款と企業間信用受信の双方が利用可能なら、どちらを優先的に利用したいか」という内容で質問がなされている、これに対する企業の回答を数値的にまとめたものが表6である。これによると企業の主観における企業間信用の使い勝手の良さは決して銀行借款に劣るものではなく、中国において企業間信用は銀行借款と同程度に使い勝手の良いと資金源となっているようにみえる。

ただし、表6が提示している数値の解釈にはさらに詳細な検討が必要である。われわれの調査対象企業のような中国の中小民营企业は慢性的な資金不足感をもっており、そのため潜在的な資金需要は常にあるといえる。したがって、企業は突発的な理由により臨時に発生する以外の通常の資金需要については「借りられるものは借りたい」と考えている。言い換えれば、恒常的に回転させていく流動資金の増大による販売規模拡大は常に望まれている状態にある。したがって、ここでは銀行借款か企業間信用受信のどちらかを増加させればもう一方は減少させるという、両者間の代替関係はないことには注意してほしい。この点については表6の各項目に関するインタビュー内容からより詳細に考察してみよう。

「1. 企業間信用優先」と「3. 銀行借款優先」という回答に対してさらに詳細を尋ねている。「1. 企業間信用優先」と回答した企業のそれについて概括すると「手続きにかかる時間的コストを考えると、急に生じた資金需要に対応できないから」企業間信用優先であり、「3. 銀行借款優先」と回答した企業については、「取引先との関係継続を考えると銀行借款の時間的コストを考えても企業間信用に頼ることはできな

い」という。いずれも「突発的な資金需要に対して銀行借款の手続きにかかる時間的コストと企業間信用受信額の増額を依頼することによる取引企業との関係悪化の可能性」を考慮して回答している。

それに対して「2. 無差別」と回答した企業にその詳細な内容を尋ねたところ「資金需要は常にあるので、調達可能であればどちらからでも調達したい」という。流動資金の規模拡大のための資金需要は、企業がビジネスチャンスの到来を認識した場合に発生することが多い。そのため、自社の将来性を高く評価する企業の主観では、この「常にある」すなわち通常の資金需要について上記のような銀行借款や企業間信用利用時のコストがその期待投資収益に対し低く見積もられる。その結果「企業間信用、銀行借款を問わず、受信可能であれば利用したい」と考えるという。

ここで、個別企業に対して2位を尋ねると、1位は「1. 企業間信用優先」や「3. 銀行借款優先」の企業でも2位は「無差別」であったり、1位が「2. 無差別」であった企業は「1. 企業間信用優先」や「3. 銀行借款優先」であることが大多数であった。これらの場合も、「1. 企業間信用優先」や「3. 銀行借款優先」は臨時の資金需要を想定しており「2. 無差別」の場合は通常の資金需要が想定されていた。

以上より、資金調達源として企業間信用と銀行借款のいずれかをより利便性の高いものとして認識している場合と、両者は無差別と認識する場合では企業の資金需要の内容が異なっていることがわかる。すなわち、前者の場合は企業は臨時の資金需要への対応を想定しており、後者の場合は通常の資金需要への対応を想定して

いる。そして臨時の資金需要の充足手段としての企業間信用と銀行借款には、個別企業においては明確な序列がみられるものの、全体としては、「1. 企業間信用優先」と回答した企業の比率と「3. 銀行借款優先」のそれはほぼ同等である。すなわち、臨時の資金需要の充足手段として企業間信用はその利便性において銀行借款に決して劣っていない。また通常の資金需要の充足手段としての資金調達源としては、企業間信用であれ銀行借款であれ「利用可能であれば利用したい」という意味において、企業間信用であることのデメリットは基本的にないといえよう。

そして通常の資金需要については各企業が置かれた状況のバリエーションは少なく、上記で概括したとおりだが、臨時の資金需要については各企業が置かれた状況のバリエーションは多彩であるので、以下でさらに詳細に事例を述べていく。

なお、本稿の以下では事例当該企業は基本的に買い手の立場で登場することになる。

事例3 企業間信用と銀行借款：事例3a 社 事例3b 社 事例3c 社

事例3a 社は電気製品の部品生産を行う比較的小規模な企業で、長年にわたり当地で経営を続けている。製品の特性により、川下企業からの受注量は年間を通じて一定ではなく季節性がある。受注量が増え原材料への需要が高まる盛期や売掛をした川下企業からの支払いが遅れた等の場合には、一時的に流動資金が不足気味になることがある。その際には買掛も含む外部資金借入の必要性が生じるが、川上企業からの買掛の増額を依頼することにより対処している。

銀行借款よりも川上企業からの買掛が優先される直接の理由は、銀行借款は手続きが複雑である一方、買掛は電話での要請で認められるため手続きにかかるコストはほとんどないためである。このような選択が可能になっている背景として、長期取引を通じて川上企業との信頼関係が構築されていることに当該企業は言及している。

事例3b社も同様に、手続きにかかるコストを直接の理由として、流動資金不足時には買掛増額を銀行借款に優先させる。産業用機械部品メーカーである事例3b社は、広義の同業他社が近隣地域にも複数あるものの、その高い技術力を活かしてスペック製品を生産することにより顧客を確保している。必然的に顧客の細かい要望に対応する必要があり、資金面で多少無理をしても適合する原材料等を時間的・量的に適宜調達しなければならない。そして、この資金回転問題が、時に当該企業が外部資金借入を行う必要性を生じさせる。この事例3b社が買掛により資金不足に対応できる背景にも、事例3a社と同様に川上企業との長期取引を通じた信頼関係が確立されていることがある。

上述の手続きコスト以外に資金不足時に買掛を銀行借款に優先させる理由としては、買掛には利子がつかないこと、要請から受信までの期間が銀行借款に比べてはるかに短いこと、を複数の企業が挙げている。

このような「企業間信用を優先させる」と回答し実際に買掛による資金調達を実現している大多数の企業の他に一部の企業からは、現実には買掛をすることは困難で銀行借款に依存するしかないが、「もし資金調達源として銀行借款と企業間信用受信の双方が利用可能」という仮

定の下ならば買掛を選好するという回答もみられた。これもまた、使い勝手の点において企業間信用が銀行借款に並ぶ資金源であることを示唆するものといえよう。

事例3c社は、一般工作機械の部品製造企業であるが同業他社が多く、川上企業に対して弱い立場にあり、川上企業との信頼関係構築もまだ十分ではない。そのため買掛が認められることは通常取引においても難しく、現状以上の買掛増額を要請すれば当該川下企業から取引を停止される懸念がある。そこで流動資金不足時にも買掛の増額ではなく銀行借款を申請し、実際に借款を獲得するまでは受注を減らす等営業規模を一時的に縮小して資金需要を増やさないようにしながら営業を続けるという^(注18)。もし買掛増額による迅速な資金調達が可能であれば、このような規模縮小の必要がなくなるのでそれが望ましいと当該企業は考えている。

この事例の他にも、川上企業との信頼関係構築が不十分な現状に言及しながら、実行できていないが可能ならば買掛を銀行借款に優先させたいと回答した企業が数社みられた。また実際に買掛による資金調達ができている事例においても、その背景としてほとんどの企業が、長期取引を通じる川上企業との信頼関係の存在に言及している。資金不足時に買掛を銀行借款に優先して選択できる理由は、川上企業との信頼関係構築がポイントとなっているといえる。

以上より、臨時の資金需要、通常の流動資金規模拡大のための資金需要いずれにおいても、企業間信用は利便性の高い資金源となっており、仮説2「中国においても企業間信用は、銀行借款に劣らず利便性の高い資金調達源となっている」は支持される。

(3) 企業間信用による長期資金ファイナンス
さらに仮説3-1および仮説3-2の検証を行う。

蘇南企業調査においては、企業間信用受信が日常操業用の短期資金のみならず、投資用の長期資金をファイナンスする事例が無視できない頻度で観察されている。これは、I節の(b)で紹介した、代金分割支払いのなかの長期の買掛（たとえば3:3:3:1の最後の1）部分が、間接的に投資用長期資金をファイナンスしているというものではない。また、投資時の購入機材等に直接買掛が認められた結果生じているというものでもない。あくまでも原材料・部品等の中間投入部分の短期サイト買掛が認められた結果、手持ちの現金に余裕が生じ、それが間接的に投資用資金に充当されているのである。I節の(c)で紹介した「滚动」の存在などに象徴される企業間信用におけるロールオーバー（信用の回転、借換）の可能性の高さが、短期買掛の借換を生じさせ、この現象の基礎のひとつとなっている。いくつかの事例をみてみよう。

事例4 長期資金ファイナンス源としての企業間信用：事例4a社 事例4b社 事例4c社
事例4a社は建設用機械の部品メーカーで、十数年に及ぶ当地での経営と品質の安定性、そして経営者が技術者出身ということで自らが顧客に製品に関するアドバイスをしたり、製品の性能から代金支払いに至るまで多岐にわたる問題について顧客の注文に柔軟に対応したりすることによって、小規模企業ながら順調に売上を拡大してきた。この経営規模拡大に対応するため事例4a社は数年前に比較的大規模な設備更新を行った。その際、自己資金だけでは不十分で銀行借款も困難であったため、「滚动」と呼

ばれる長期ロールオーバー可能な買掛部分を川上企業から増額してもらい、その結果生じた資金的余裕により設備更新が行えた。

この事例4a社に限らず、買掛ロールオーバーが川上企業によって認められている調査企業中大半の企業において、継続的に受信可能な長期ロールオーバー型買掛の存在は、本来は短期買掛によって得られた資金的余裕を長期資金に充当することを容易にしている。

事例4b社もそのような事例のひとつである。新工場建設の際には銀行借款に頼らず、自己資金と買掛金の増額によってその資金を賄った、としている。事例4b社は精密機器メーカーで設立後10数年、1990年代末に民営化を行った私営企業である。企業規模は従業員300人程度の中堅企業で、2000年以降年率20パーセント程度の売上成長率を維持している。2年前、この事例4b社は新工場建設を計画し、まず銀行借款を打診したが、銀行から提示された条件は厳しいもので、結局銀行借款をあきらめたという。そのため当初の計画を変更し、まずは自己資金と川上企業による長期ロールオーバー可能な買掛部分の増額によって賄える範囲で工場建設を行った。

事例4a社と事例4b社はいずれも買掛を長期資金に利用した経験をもつが、その経験に対する現在の評価は両者で異なっている。事例4a社は現在でも買掛の長期資金への利用を考えることはあるが、事例4b社は長期投資は企業の長期計画に則ったものなので今後はやはり計画性がある銀行借款によって行いたいという。これらの企業が新規投資を計画したのは2000年代初頭の中国経済がデフレ期にあるときで、当該企業が民営企業であることもあり銀行からの借

款は得にくかった。しかしその後デフレ期を脱した中国経済では、企業の資金調達の可能性は当時よりも広がってきている。民営企業であっても事例4b社のように銀行借款の可能性を長期資金について再検討する企業も出てきている^(注19)。

このほかにも、設備等購入予定があるときに銀行借款以外に（長期ロールオーバー型）買掛も資金源として考慮すると回答した企業は少なくない。その理由として各企業が共通して言及したのは、銀行借款を受けるのが短期資金の場合よりも大変困難なことである。そのため銀行借款の代替策として買掛を利用しているという。つまり、過渡的な現象かもしれないが、企業間信用は現状での銀行による資金仲介機能の不備を代替する機能を担っていることを示している^(注20)。

上記の事例は、買掛（手形振出を含む）という狭義の企業間信用受信による投資資金ファイナンスの事例である。それに加えて広義の企業間信用の一部を構成する川下企業からの前払い金（すなわち前受金）にも支えられて投資資金がファイナンスされるケースも少数ながらある。

事例4c社は機械工業に属しており、受注時に原材料購入のために川下企業より前払い金を受け取るが、この前払い金を長期資金に利用することがある。前払い金は原材料購入のために使われるため、他の用途への流用は本来難しいが、事例4c社では新規取引企業には多めの前払い金を確実な代金回収のために契約の一環として要求することになっているため、自己資金に余裕が生まれ、これを長期資金として利用することがあった。このほか複数社で同様の回答を得た。

企業間信用による長期資金ファイナンスを示唆する上記2つの現象について、表7で数値的にまとめられた情報も提供しておこう。情報が不明の企業も多いが、調査全企業中の32.9パーセントで何らかの意味で企業間信用受信による長期資金ファイナンスを経験したという情報が得られている^(注21)。

事例紹介でも述べたように、この企業間信用受信による長期資金ファイナンスという現象は、かつての1990年代後半から2000年代初頭のデフレ期、銀行からの融資難などで民営企業の資金不足が最も深刻であった頃にピークを迎えている。それは企業規模が小さくなるほど顕著であった。理由は銀行借款へのアクセス難と投資（成長）機会が大であるという両面に由来する資金不足である。この点に関しては、統計的証拠として小型企業を対象を限定した数値情報を表7で確認しておこう。ここでは業種別の相違がかなり明確であるため業種別の提示をする。

特に機械工業に属する小型企業において、企業間信用受信による長期資金ファイナンスを経験している割合が高い。その理由は明確で、企業規模が小さいことによる銀行借款へのアクセス難に直面しやすい半面、機械工業という成長産業に属しているため投資（成長）機会に恵まれており資金需要が旺盛であったことに起因している。

また、小型企業・大中型企業の区分を問わず、機械工業企業の方が企業間信用受信による長期資金ファイナンスに依存する傾向が強いことが認められる。これは、機械工業の方が繊維工業よりも資金の回転周期が長いという産業の生産技術的特性に起因するものであろう^(注22)。

以上より、仮説3-1「長期資金ファイナンス

表7 企業間信用による長期資金ファイナンス

(単位：%)

投資用資金を；	全調査企業	小型企業		大中型企業	
		機械工業	繊維工業	機械工業	繊維工業
	n = 73	n = 32	n = 24	n = 8	n = 5
a. 企業間信用受信により捻出	20.5	28.1	16.7	12.5	0.0
b. 前払い金受信により捻出	5.5	12.5	0.0	12.5	0.0
c. 上記 a. b. 両方の経験がある	6.8	12.5	4.2	0.0	0.0
小 計	32.9	53.1	20.8	25.0	0.0
d. 上記 a. b. 両方の経験が無い	41.1	21.9	41.7	25.0	80.0
e. 不明	26.0	25.0	37.5	50.0	20.0
合 計	100	100	100	100	100

(出所) 企業ヒアリングより筆者作成。

源としても企業間信用は機能している。その背景には、中国では中小民営企業が銀行融資難に直面しているという状況がある」および仮説3-2「長期資金ファイナンス源としての企業間信用使用は業種による相違が存在する」の妥当性が示されたといえよう。

2. 中国企業間信用が機能するための基礎条件

最後に仮説4-1および4-2を検証する。ここでは、まず蘇南企業調査結果から仮説4-1を検証し、続いて筆者らが江蘇省を含むより広い範囲から採集された沿海部農村工業企業マイクロデータを用いて行った計量分析により仮説4-2を検証する。

(1) 企業間信用における与受信の傾向

仮説4-1の検証にとっては、蘇南企業調査においてビジネス上将来性のある企業に企業間信用を通じた資金が集まる傾向が明確に観察されるか否かが焦点となる。

I 節 (d) で「企業間での取引における力関

係が売掛（企業間信用与信）、買掛（企業間信用受信）の多少や成否に影響する」ことを紹介したが、その企業間での取引における力関係の強さは、その企業が成長業種に属している・技術や販路の上での強みをもっている等の純粋なビジネス上での優位性に由来しており、政治的な背景や独占力に依存しているケースは1件も観察されなかった。

まず数値情報からみてみよう。ここでは業種間の明確な相違がみられないので業種別の提示はしない。表8は、聞き取り結果をクロス集計したものである。クロス集計の対象となるデータ項目の内容は、「成長業種に属している、あるいは、技術や販路のうえでの強みをもっているか」(Y) という質問に対する回答と今ひとつの質問「取引相手に自身への企業間信用与信を要求することに支障はないか」(X1) に対する回答とのクロス、そして同じく「成長業種に属している、あるいは、技術や販路のうえでの強みをもっているか」(Y) と「販売戦略上、自身が取引相手に企業間信用与信をする必要が

X3: 受信 (買掛ストック) と与信 (売掛ストック) の大きさを

Y	X1		X2		X3			計	
	取引相手への与信要求に支障はない； YES	YES以外 ¹⁾	販売戦略上，取引相手への与信の必要がある； YES	YES以外	受信>与信	与信>受信	受信=与信 or 不明 ²⁾		
成長業種に属しているか 技術・販路で強みをもつ；	YES	3	22	12	10	11	5	6 (1)	22
	YES以外	28	51	44	7	8	14	29 (4)	51

2)「不明」に該当する数値はカッコ内に記入。

ある」(X2) に対する回答とのクロス、および、「成長業種に属している、あるいは、技術や販路のうえでの強みをもっているか」(Y) に対する回答と受信(買掛ストック)・与信(売掛ストック) 規模(X3) とのクロス、の3種類である。表8によると、「成長業種に属している」あるいは「技術や販路のうえでの強みをもっている」と認識している企業が「取引相手に自身への企業間信用与信を要求することに支障はない」と回答した率は19/22 (86パーセント)、それらどちらにも言及しなかった企業が「取引相手に自身への企業間信用与信を要求することに支障はない」と回答した率は23/51 (45パーセント) である。直感的にも大きな差があることがわかるが、さらにこの率の差を推測統計学的にテストしてみよう。表8に示された情報は、一括して抽出された調査企業を2×2の要素により分類して作成されているため、上記の率の差のテストは分割表における独立性の χ^2 検定の形式で行われるのが適切であろう(注23)。実行してみると、行と列の要素が独立に分布しているという帰無仮説の下で $\chi^2(1)$ に従う検定統計量は10.71となり、帰無仮説は危険水準1パーセントで棄却できる。すなわち件の比率差に統計的な有意性が確認された。ビジネス上の優位性をもつ企業は企業間信用受信をしやすい傾向があることを示唆する結果であろう。買掛とは逆の売掛の方向からの情報をまとめたものも表8に記載されている。それによると「成長業種に属している」あるいは「技術や販路のうえでの強みをもっている」と認識している企業が「販売戦略上、自身が取引相手に企業間信用与信をする必要がある」と回答した率は12/22 (54パーセント)、それらどちらにも言及しなかった企

業が「販売戦略上、自身が取引相手に企業間信用与信をする必要がある」と回答した率は44/51 (86パーセント) である。この率の差もまた、独立性の χ^2 検定により危険水準1パーセントで有意である(注24)。ビジネス上の優位性をもつ企業は企業間信用与信をしなくて済む傾向がある、すなわちそれらからの企業間信用を通じる資金流出が比較的起こりにくくなっている。

以上はビジネス上の優位性に関してのみならず、企業間信用と受信についても、それに関しての企業の主観的認識を問うた質問となっている。そこで、次に実際の企業間信用与受信行動を売掛ストック・買掛ストックで計測し、それと企業が認識するビジネス上の優位性の関係を数値的に示しているものを、同じく表8でみてみよう。「成長業種に属している」あるいは「技術や販路のうえでの強みをもっている」と認識している企業が「受信>与信」となる率は11/22 (50パーセント)、それらどちらにも言及しなかった企業が「受信>与信」となる率は8/51 (16パーセント) である。この率の差にも、独立性の χ^2 検定によれば危険水準1パーセントでの有意性がある(注25)。これは、ビジネス上の優位性をもつ企業は企業間信用受信が与信よりも大きくなる傾向をあることを示している。以上より、ビジネス上の優位性をもつ企業に企業間信用を通じて資金が集まる傾向があることを示唆する結果である。

これらの数値情報をより具体的なレベルで把握するために、代表的な事例を以下に挙げてみよう。

事例5 企業間信用受信可能性・与信必要性
の理由：事例5a 社 事例5b 社 事例5c 社

事例5d 社 事例5e 社

前出の事例3a 社や事例3b 社では、手続きコストが安い買掛を資金調達ルートとして優先させる、としていた。このような対処が可能な理由は、すでに述べた川上企業との長期取引を通じた信頼関係を成立させているという以外にも、当該企業が「当該企業は自社製品の技術上の優位性を保持し、他社との製品差別化に成功しているから」という理由も強調して述べられている^(注26)。

販路に強みがある場合にも川上企業からの信頼が得られ、買掛が容易になるケースもある。事例5a 社は、輸出が80パーセントのアパレル企業である。上述したように輸出部門では国際決済慣習に則って取引が行われるためほとんどの場合確実な代金回収が可能である。これより川上企業が当該企業の資金運転の悪化、さらにデフォルト発生の可能性は低いと判断して買掛を認めるため、事例5a 社は比較的容易に買掛を川上企業に対して要請できる。そしてこの事例5a 社が海外市場に大きく販路を展開可能な理由は、海外顧客の頻繁な注文仕様の変化に応じつつ厳しい要求水準に耐えられる品質を維持できる製造技術にあり、技術的な強みの貢献も大きい。事例5a 社に限らず、繊維工業企業中「技術や販路のうえでの強みをもっている」との認識を示した企業の多くが、製造技術の優位性に支えられた海外市場へ販路展開をその強みの具体的内容としている。そして、その輸出能力がさらに買掛を容易にし、資金回転問題を緩解しているという点でもかなりの共通性がみられる^(注27)。

製造技術上の優位性獲得、製品の差別化に成功していなくても、純粋に販路に関する強みを

もって川上企業からの買掛を容易に行えている事例もある。事例5b 社は、主として国内市場向けに産業用機械部品を製造しているが、市場には競合する他社も多数存在し、その製品も品質やコスト面での優位性をもっているわけではない。しかし、アフターサービス網を全国各地にきめ細かくめぐらすことにより既存顧客の確保と新規顧客の獲得に成功し、当該製品市場で有数の地位を築いている。このような企業では、顧客獲得および確保の成功とそれによる経営実績を強みとして買掛が容易になっている。

また、企業自体に優位性がなくても、将来性のある成長業種に属している場合は、川上企業の信頼を獲得し買掛が容易になるケースもある。

事例5c 社は、20年以上当地で経営を続けている機械工業企業である。当地は中国有数の工業地帯であり、その負の側面である環境汚染でも早くから深刻な状況に直面してきた。それを背景に環境保護関連製品産業の重要性に注目をしてきた地域でもある。そして現在、中国全土からの環境保護関連製品への需要が増大しており、今後も急成長が期待できる分野であるとみなされている。そのため事例5c 社は従来の製品の生産と並行して2年前より環境保護関連製品の部品の生産を開始している。事例5c 社の製品は同業他社のそれと比較して特別な付加価値をもっていないが、川上企業は事例5c 社に買掛行為およびその増額を認めている。それは、事例5c 社が20年以上にわたって一定の経営規模と業績を維持していることと、将来性が見込まれる環境分野の製品生産に着手していることで、事例5c 社の今後の経営も悪化の可能性は低いと川上企業に判断されているためである。

反対に市場における企業自身の強みが特にならない場合や業種全体の将来性が見込まれない場合、買掛行為は困難となる傾向が明確に存在する。

事例5d は繊維工業に属する企業で婦人物衣類を生産しており、ほとんどの製品を国内の百貨店や小売店に卸している。販路として輸出も考えているが、海外市場の品質要求水準の厳しさから未だ実現していないため、当面は国内市場で生き残ることを目標としている。客観的にみて、低価格以外に販路を得る術をもたない数多くの繊維工業企業のひとつである。百貨店等への卸の場合、取引条件は卸企業側に厳しく^(注28)、商品として並んだ製品のうち最終消費者に販売された分についてのみ代金が支払われ、売れ残りについては代金は支払われない。また、取引先によっては製品を商品として陳列するための場所代を事例5d 社が支払わなければならないケースもあるという。事例5d 社の製品は、特に他社と差別化されたものではなく市場において特に強みをもたないため、百貨店や小売店との取引条件を自社に有利な内容に変更することはかなり難しい。そしてこのように事例5d 社自身が川下企業からの代金回収において厳しい条件に立たされており、当該企業自身の製品等に強い市場競争力が特に認められない場合、川上企業も事例5d 社の代金回収状況の悪化とそれによる資金状況の悪化を懸念して買掛を容易には認めない^(注29)。

機械部品工業企業の事例5e 社でも、同業他社との競争圧力が強く生産規模拡大が困難であること、自社製品の差別化が困難であること、さらに市政府が進める環境保護方針に合致しない等の理由により川上企業から将来性が危惧される企業と判断され買掛は認められにくい。そ

して現在でも原材料や半製品の川上企業からの提供も一部滞りがちになっているという。

つまり、買掛行為の可否は当該企業自身の市場における強みの有無や属する業種の将来性等の諸要素をもとに川上企業によって判断されている。そして買掛が認められる企業はそれによって資金回転が容易になっている。反対に市場における企業自身の強みが特にならない場合や業種全体の将来性が見込まれない場合、買掛行為は困難となる傾向が明確に存在する。

そして、このようなビジネス上の優位性をもたない企業は、川上企業に買掛を認められにくいだけではなく、川下企業へ売掛を認める必要性にも直面しているが、買掛が困難であることより売掛のため資金源が十分に確保できず、必要性の認識とは反対に実際の売掛額は小規模に留まるケースが多い。それは川下企業への販売におけるアピール力不足に直結する。その結果、売掛による販路の確保・開拓をなかなか成功に導くことができず、経営規模拡大の阻害要因となっている。このような企業では、買掛・売掛とも小規模でありつつ、両者を比較した場合売掛規模が買掛規模を上回っているという状況がほとんどである。

このように各社の事例からも、企業間信用を通じて資金はビジネス上の強みをもつ企業に流れ、一方で強みをもたない企業へは回りにくくなっていることが把握できる。

(2) 計量分析による検証——沿海部農村工業企業マイクロデータより——

以下では、江蘇省を含むより広い範囲から採集された沿海部農村工業企業マイクロデータを用いて行った計量分析の一部を紹介する。

この分析では、蘇南企業調査のような現場レ

ベルでのビジネスの状況と企業間信用受信・与信の関係はわからない。その代わりに、企業財務データが使用可能であるため、どのような企業に企業間信用を通じた資金が配分されやすいかを客観的数値データを用いて計量分析することが可能である。

オリジナルデータは、山東省・江蘇省・安徽省・浙江省に立地する農村工業企業509社×8年（1999～2006年）のデータであり、パネルデータとして使用される。標本企業の選択は、上記4省のデータ採取可能な、21業種に分類された農村工業企業数千社のリストから無作為抽出により行った^(注30)^(注31)。後にみるように、民营企业・中小企業が大半を占め、蘇南企業調査と同種の企業が標本となっている。

このデータを用いて以下のような実証モデルを推定する。

$$\Delta \text{買掛ストック} / \text{総資産}_{it} = \alpha_0 + \alpha_i + \alpha_t + \beta \text{ROA}_{it} + \Sigma \gamma_{ind} \text{業種ダミー}_{ind} + \Sigma \gamma_{prov} \text{省ダミー}_{prov} + \delta X_{it} + e_{it}, \quad (1)$$

X：その他コントロール変数ベクトル

$\alpha_i + \alpha_t$ ：2方向への個別効果項

iは企業インデックス、tは時間（年）を表し、 e_{it} は誤差項である。この推定結果において、ROA（総資産収益率）で計測された業績が従属変数である買掛ストックの変動（ Δ 買掛ストック）にプラスの影響を与えていれば、より業績の良い（将来性のある）企業がより多くの企業間信用を通じる受信ができていくことになる。上のような実証モデル特定化を行っているのは、モデルに生じたかもしれない内生性への対処を念頭に置いた結果である。特に企業間信用は取引に付随して生じるものであることに留意している。第1に、従属変数はストックデータ（過

去の活動の蓄積）の階差をとって1期限りの活動を表すフロー Δ 買掛ストックとし、かつ従属変数と独立変数の間に、前者が後者よりも後に発生するような時間差（ Δ 買掛ストック＝買掛ストック_{it+1}－買掛ストック_{it}）を置いている^(注32)。第2に、パネル推定で観察不可能な企業個別要因をコントロールしている。第3に、操作変数として、われわれはすべての使用可能なラグ付き独立変数および独立変数階差のラグ変数を使用している。これはArellano and Bond（1991）やBlundel and Bond（1998）により提唱されたダイナミック・パネルGMM推定テクニックに準じたものである。

Cull, Xu and Zhu（2009）も、企業業績がその企業間信用ストックを説明する実証モデルを推定しているが、その分析にはいくつもの問題が指摘できる。第1に、データ使用可能性の問題より、彼らが分析しているのは業績が売掛ストック量にどのような影響を与えるかのみであり、買掛ストック量の分析は行っていない。第2に、彼らは売掛ストックをそのまま従属変数に使用しており、フローに変換することにより内生性問題に対処する配慮を行っていない。

われわれの実証モデルの設定は、これらの問題を回避するために行われているともいえる。また、われわれは各企業への企業間信用受信のネット量の決定要因を計測するために、従属変数における Δ 買掛ストックを Δ （買掛ストック－売掛ストック）に替えた推定も行う^(注33)。前者と後者はそれぞれグロスとネットの受信量に対応している。さらに企業間信用による資金配分のあり方を銀行のそれと比較するために、従属変数を Δ 銀行借款／総資産とした推定も行う^(注34)。

ここで、実証モデルを理論的に基礎付ける概念的枠組み、およびそれと実証モデルの推定戦略の関係についても言及しておこう。理論的には買掛や売掛の成立量は、それへの需要曲線と供給曲線を構造型のモデルとして決定される。本稿ではその買掛（売掛）成立量の決定要因を誘導型モデルのかたちで、単一の方程式として推定することを試みている。たとえば、買掛成立量（ Δ 買掛ストック）に対して業績変数 ROA は、需要・供給両面の決定要因となりうるしその影響の仕方も複数の経路を取りうる。買掛は現物による資金借款である。そして需要面からは業績の良い企業は資本の限界生産性が高いため、業績変数 ROA はこの経路からは買掛需要そして成立量に正の影響を与えるが、業績の悪い企業もまた救済融資を需要するため、この経路では ROA は負の影響を与える。業績変数 ROA の高低は、供給側の負担するデフォルトリスクコストとして供給面にも影響を与える。むしろ、高い ROA はデフォルトリスクコストの抑制要因として買掛供給そして成立量に正の影響を与える。事情は、業績変数 ROA 以外のコントロール変数についても同様である。業種や立地の違いも、買掛の需要・供給両面に影響を与える可能性がある^(注35)。

また、以上の理論的側面からの実証モデルの基礎付けには、企業間信用の貸し手企業の情報を用いた説明が含まれていないことに注意する必要がある。残念ながら沿海部農村工業企業マイクロデータは借り手企業の情報を提供するものであり、貸し手企業の情報はほとんど含まれていない。この貸し手企業に関する、理論的には買掛供給・需要に影響を与えうる、しかし観察不可能な要因をコントロールするためにわれ

われはパネル推定を用いている。これにより、これら要因のうち、時間により不変な要因および各時点において各個体に共通な要因はコントロール可能となる。そして、それでも時間に関して可変なあるいは各時点共通のショックに帰着できない貸し手企業側の要因は、誤差項に含まれることになり、説明変数との相関をもつ可能性がある。この残された内生性による推定バイアスに可能な限り対処するために、上記のようにわれわれは操作変数推定を導入している。また、売掛成立量（ Δ 売掛ストック）についても、同様の理論的基礎付けや実証モデル推定における戦略を論じることができる。

これらさまざまなコントロールを行い、また業績変数 ROA が従属変数に影響を及ぼすいくつかの経路に考慮を払ったうえで、結果的に業績変数 ROA が Δ 買掛ストック（買掛成立量）や Δ （買掛ストック－売掛ストック）にプラスの影響を与えているか、言い換えれば仮説4-2が提示する、借り手企業中のより業績の良い企業により多くの企業間信用を通じる資金配分が結果的になされているかを検証しようとするのがこの誘導型実証モデルの狙いである。

使用された変数の記述統計量が表9に示されている。民営企業ダミーの平均値からは標本企业の90パーセント以上が民営企業であることが、労働者数の記述統計量からは標本企业が主として中小企業から構成されていることがわかる。それでは推定結果をみることにしよう。表10にそれらが示されている。

Δ 買掛ストック/総資産を従属変数とした実証モデル推定結果において、業績変数 ROA の係数推定値は1パーセント水準で正に有意である^(注36)。また企業間信用受信のネット量を総資

表9 計量分析に使用された変数の記述統計量：509企業×6年（2000～2005）

変数	平均	標準偏差	観測値数
従属変数			
Δ買掛金ストック / 総資産	0.008	0.050	3054
買掛金ストック / 総資産	0.141	0.109	3054
Δ（買掛金ストック－売掛金ストック）/ 総資産	0.006	0.012	3054
（買掛金ストック－売掛金ストック）/ 総資産	0.040	0.086	3054
Δ銀行借入 / 総資産	-0.011	0.066	3054
銀行借入 / 総資産	0.175	0.126	3054
独立変数			
（1）パフォーマンス変数			
ROA	0.099	0.103	3054
（2）コントロール変数			
年ダミー	利用可能	利用可能	3054
業種ダミー	利用可能	利用可能	3054
省ダミー			3054
山東	0.230	0.177	3054
安徽	0.179	0.147	3054
江蘇	0.295	0.208	3054
浙江	0.297	0.209	3054
民営企業ダミー	0.917	0.076	3054
設立以来年数	10.031	10.977	3054
労働者数	206.853	284.117	3054
留保利潤 / 総資産	0.039	0.070	3054
減価償却費 / 総資産	0.045	0.019	3054
現金保有額 / 総資産	0.093	0.111	3054

（出所）筆者作成。

産で基準化した、Δ（買掛金ストック－売掛金ストック）/ 総資産を従属変数とした修正バージョンの実証モデルを使用しても、業績変数 ROA の係数推定値の正符号での統計的有意性は揺らがない。少なくとも、民営企業・中小企業を中心とする沿海部農村工業企業では、企業間信用を通じる金融仲介は、より業績の良い（将来性のある）企業に資金を集中させていく結果を生じさせていることが確認できる。これは蘇南企業調査での観察事実と整合的である。これらの推定結果の意味は、Δ 銀行借入 / 総資産を従属変数とした推定結果と対比させるとより鮮明になる。

Δ 銀行借入 / 総資産を従属変数とした実証モデル推定結果においては、業績変数 ROA の係数推定値には統計的優位性はなく正の符号さえもたない。銀行を通じる金融仲介は、より業績の良い企業により多くの資金を配分するようには機能していないことがわかる。特に企業間信用による資金配分と比較するとその傾向が顕著であることが計量分析により確認された。そしてこのような推定結果を生じさせている現場レベルでの実態が、蘇南企業調査により明らかにされた状況なのである。

以上より、仮説4-1「ビジネス上の優位性を

表10 沿海部農村工業企業における企業間信用受信・銀行借款の決定要因¹⁾

従属変数	Δ 買掛ストック / 総資産	Δ (買掛ストック－売掛 ストック) / 総資産	Δ 銀行借入 / 総資産
独立変数	変量効果モデル	変量効果モデル	変量効果モデル
定数項	-0.031 (-1.027)	-0.007 (-1.353)	0.054* (2.020)
(1) 業績変数 ROA	0.129** (4.921)	0.052** (6.523)	-0.061 (-1.053)
(2) コントロール変数 年ダミー			
2001	0.005 (0.348)	0.001 (0.316)	-0.002 (-0.172)
2002	0.009* (2.002)	0.003 (1.092)	-0.010 (-1.650)
2003	0.011* (2.513)	0.003 (0.691)	-0.013* (-2.004)
2004	0.003 (0.440)	0.001 (0.343)	-0.019* (-2.333)
2005	0.016 (1.834)	0.004 (0.715)	-0.015* (-2.567)
業種ダミー	yes	yes	yes
省ダミー			
安徽	-0.032 (-1.554)	0.009 (0.476)	0.013 (1.115)
江蘇	0.020* (2.107)	0.009 (1.305)	-0.008 (-1.316)
浙江	0.016 (1.783)	0.003 (1.602)	-0.011 (-1.888)
民営企業ダミー	-0.037** (-2.837)	-0.004** (-3.006)	-0.045* (-2.230)
設立以来年数	0.001* (2.264)	0.0002* (2.336)	0.001** (3.991)
労働者数	0.0001* (2.484)	0.00004* (2.506)	0.0001** (4.507)
留保利潤 / 総資産	-0.068 (-1.690)	-0.012** (-2.873)	-0.100** (-2.994)
減価償却費 / 総資産	-0.088* (-2.093)	-0.039* (-2.235)	0.066 (1.002)
現金保有額 / 総資産	-0.076** (-2.811)	-0.022 (-1.931)	-0.120** (-3.655)
Adj.R ²	0.403	0.287	0.345
p-value of Hausman-test ²⁾	0.240	0.385	0.202
Obs. No.	3045	3045	3045

(出所) 筆者作成。

(注) 1) この表は各変数の係数推定値を示している。推定に際しては、すべての使用可能なラグ付き独立変数および独立変数階差のラグ変数を操作変数として使用している。

2) この Hausman-test は変量効果モデル (EC2SLS) による推定値が一致性をもつという帰無仮説を検定している。

3) *は5%水準で、**は1%水準でそれぞれ有意。

もつ企業は企業間信用受信をしやすく、与信をしなくて済む傾向があり、それらからの企業間信用を通じる資金流出が比較的起こりにくくなっている」および仮説4-2「数値的に計測された業績変数が高い企業ほどグロス・ネットでの企業間信用受信がより多い傾向がある」は支持される。これらは国企業間信用が機能するための基礎条件のひとつとなっているのであろう。

V 結 論

本稿は、蘇南地域における企業調査を中心として得られた観察事実により、中国経済における企業間信用の機能について考察してきた。その結果、中国の企業間信用が良好に機能していることを3つの側面から明らかにした。そして、中国において企業間信用が担っている企業金融上の重要な機能の基礎条件として、どのような企業が企業間信用与信を受けやすいかについての分析も行った。

それらを簡潔に要約すると以下のとおりである。

第1に、調査対象地域においては、与信主体は取引企業の支払い遅延によりやむなく受動的に与信を行うという結果に陥っているという三角債の状況は過去のものとなっており、与信主体は企業間信用与信を自らの経営目的達成のために能動的に行っていることが明らかにされた。すなわち、企業の販売促進活動の戦略的手段として企業間信用与信は行われており、企業間信用受信はこれをファイナンスする重要な資金源のひとつとなっているのである。その結果、売掛ストックと買掛ストックの間に正の相関関係が観察される。

第2に、資金調達源としての企業間信用と銀行借款に対する企業の選好順位とその理由を、統計的および記述的観察事実として提示した。その結果は、中国において企業間信用は銀行借款に劣らず企業にとって利便性の高い資金源となっていることを示している。

第3に、企業間信用が長期資金をもファイナンスする事例が無視できない頻度で観察された。この現象は、投資（成長）機会に恵まれて資金需要が旺盛でありながらも、銀行借款へのアクセス難に直面している小規模機械工業企業で特に高い頻度でみられた。

最後に、企業間信用が機能している背景として、企業間信用受信企業の属性についての分析結果が提示された。すなわち、企業間信用を通じる金融仲介においては、借り手企業間比較において業績良好な企業により多くの与信が行われている。そして、これが中国において企業間信用が担っている業金融上の機能の重要な基礎条件となっている。

しかし本稿は、企業間信用が何故中国経済のなかでうまく機能しているのかという点には踏み込めていない。中国において企業間信用が発達・機能するメカニズムについては今後さらに考察を進めていく必要がある^(注37)。

（注1）Fabbri and Klapper（2008）は、中国の企業間信用をケースにとりつつ、その中国経済中での機能ではなく、それ自体の与信がどのような条件下で行われやすくなるかを実証的に考察している。そして彼らは売り手側の競争が重要であることを見出している。

（注2）Cull, Xu and Zhu（2009）や Ge and Qiu（2007）がデータとして使用している売掛・買掛ストックが、手形の受取・振出の形態によるものをも含むかどうかは明確ではない。しかし、

その記述統計情報から判断すると手形形態のものも含む可能性が高い。

(注3) また渡邊(2010)は、企業戦略が低質な制度を代替する可能性の検証というより包括的な理論的観点から、企業間信用与信やその回収についての興味深い考察を行っている。

(注4) Brandt and Li (2003), Ge and Qiu (2007), Cull, Xu and Zhu (2009) が明示的な議論を行っている。

(注5) この問題に関しては Brandt and Li (2003) の議論が明示的である。

(注6) より明確な指標として、各省の買掛ストック／総資産と1人当たり工業総生産額の相関係数、あるいは売掛ストック／総資産と1人当たり工業総生産額の相関係数を計測してみると、いずれにおいても0.6以上の相関係数が観察される。また経済センサス年以外の年において省レベルでアグリゲイトされた工業企業財務データを提供している『中国工業経済統計年鑑』を使用すれば、売掛ストックの情報だけではあるが、より近年の情報が得られる。それによっても、各省の売掛ストック／総資産と1人当たり工業総生産額の間にはほぼ同様の関係が観察される。

(注7) 沿海地域において非国有部門の発展がより進んでいるため、表1と表2に示された観察事実はある程度関連しているが、たとえば「私営企業」部門に観察対象を限定しても、当該部門の企業間信用の使用が、内陸地域より沿海地域で活発であることも付言しておきたい。

(注8) 本稿における民営企業の定義は、民間所有資本比率が50パーセント以上であることとしている。ただし、実際には蘇南企業調査における調査企業のほとんどが民間所有比率100パーセントである。

(注9) 他の年版(たとえば2007年版, 2009年版)を用いてもおおむね同様の数値が得られる。

(注10) もうひとつの調査対象地である蘇州市においても、この分類において類似した数値が得られる。

(注11) 調査企業のほとんどが「中型企業」ないしは「小型企業」およびそれ以下の規模の「規

模以下」企業に属している。

(注12) 蘇南企業調査の分析において、「企業間信用」は売掛・買掛・手形受取・振出という狭義の定義で使用されており、広義の企業間信用の一部をなす前払い金の授受は含まれていない。前払い金の授受に言及する場合は、別途その旨を明記する。

(注13) ここでの「対立仮説」は、推測統計学的な意味での対立仮説とは異なることに留意されたい。このような対立する2仮説の提示により議論を明快にする改善提案は、本稿レフェリーによるものである。有益な提案に謝意を表したい。

(注14) 以下本稿のすべての事例における内容は、各社での聞き取りに基づく。

(注15) ここでは同一鎮ならびに隣接する鎮数カ所内程度の地理的範囲を指す。

(注16) 販売先との関係継続のため売掛を利用するという回答はほぼ全社で得られている。これより多くの企業で販売促進、販売先確保のための売掛利用が行われていることがわかる。

(注17) また、後述する沿海部農村工業企業マイクロデータを用いて、Granger 因果性テストを行っても、企業間信用受信(買掛ストック)から与信(売掛ストック)への因果性が検出される。

(注18) 民営企業、中小企業に対する銀行の融資態度は依然として厳しいという基本状況は継続しているものの、民営企業でも短期のものであれば以前より銀行融資を受けやすくなってきていることは、調査企業の多くが述べている。これは、短期資金の調達においては、銀行融資が受けにくい代替策として買掛という手段をとるのではなく、受信企業が主体的に銀行融資と企業間信用(買掛)のいずれを利用したかを、選択できるようになりつつあることを示す。

(注19) 2000年代初頭における長期資金調達ルートとして企業間信用受信を挙げた企業のなかでも、現在では出来れば銀行融資を利用したい、とする企業はいくつかみられた。長期資金については短期のそれとは異なり安定性が志向されるようになっている新たな傾向もうかがえ

る。

(注20) ここで、買掛の長期資金への利用が将来的により発展していく傾向をもったものではないことを付言しておかねばならない。買掛の長期資金への利用に言及した企業は、上述の流動資金不足時の資金調達源として買掛を選択するという回答の際とは異なり、長期資金の場合は「銀行融資が可能ならそちらを利用したい」と述べている。これは、銀行借款を民営・中小企業が容易に利用できるようになれば、このような買掛の長期資金への利用は次第に減少していくことを示唆している。

(注21) 筆者らは、中国全土をカバーする省別農村工業企業集計データを用いた計量分析においても、企業間信用による長期資金ファイナンスの存在をサポートする推定結果を得ている。

(注22) この点については、本稿レフェリーの指摘に負っている。有益な指摘に謝意を表する。

(注23) 事情は以下の2種類の差の検定に関しても同様である。

(注24) $\chi^2(1)$ 検定統計量が8.66となる。

(注25) $\chi^2(1)$ 検定統計量が9.89となる。

(注26) 詳述すれば、この優位性により両社が市場競争を生き延びるであろうと川上企業から見込まれていること、また、機械部品工業自体も発展の余地が大きいとみられていることが、事例3a社や事例3b社が買掛を認められる理由である。

(注27) 別の角度から言い換えると、これは蘇南地域のような中国内の高人件費地域に立地しながらも市場競争を生き延びることに成功しつつある繊維工業企業に共通した経営戦略であるといえるかもしれない。

(注28) このケースでは事例5d社にとって取引条件が厳しいものとなる。

(注29) 企業自身に特に顕著な将来性が見込まれないと判断される場合や業界全体の慣習が個別企業の経営にとって安定的ではないと見込まれる場合には、川上企業による与信は行われにくいことをこの事例は示している。

(注30) 結果的に蘇南企業調査の標本企業との

重複はおこらなかった。

(注31) 機械工業と繊維工業もこれらの業種の一部を構成しており、企業数において全体の51パーセントを占める。

(注32) そのためオリジナルデータから最後の1年がドロップする。さらに、少なくとも1期分のラグ変数を操作変数に使用する必要もあるため最初の1年もドロップし、実際に使用されるのは2000～2005年の6年分のデータとなる。

(注33) Ge and Qiu (2007) も同様の推定を行っている。

(注34) Cull, Xu and Zhu (2009) も同様の推定を行っている。

(注35) 理論的には、内部資金変数のみならず外部資金変数も買掛需要に影響を与えることが予想される。すなわち、それは Δ 買掛ストック/総資産、 Δ 銀行借款/総資産のそれぞれを実証モデルの従属変数とした場合、もう一方が独立変数としてモデルに入りうることを意味している。しかし、実際にこのような実証モデル設定、推定を行っても、これら変数に関しては統計的に有意な推定結果は得られ難い。その理由は、年初（あるいは年末）時点のストックデータとしての年次データが反映している企業の資金需要は、上記Ⅳ-2でみた「通常の資金需要」が主であり、買掛需要と外部資金変数が代替関係をもつ可能性がある「臨時の資金需要」は反映されにくいためであろう。

(注36) この業績変数 ROA に替えて、生産性を測定した変数を使用してもほぼ同様の推定結果を得る。

(注37) このテーマに密接に関連した研究として Yanagawa and Watanabe (2011) を挙げることができる。そこでは、中国を事例として企業間信用の与受信が発生する要因およびその与受信量の多寡の決定因が理論モデルにより分析された後、実証的にも計量分析が試みられている。

文献リスト

〈日本語文献〉

陳玉雄 2007. 「企業間信用と産業集積——国有企業

- による「三角債」と民間の企業間信用との比較——」渡辺幸男編『日本と東アジア産業集積研究』同友館 301-317.
- 渡邊真理子 2002. 「三角債から企業間信用へ：中国企業の支払い遅延行動に関する事例研究」比較経済体制学会秋季研究会報告.
- 2010. 「低質な制度のもとでの企業の戦略：代金回収リスクへの中国企業の反応についての契約理論分析」『アジア経済』51 (1) 2-30.
- 渡邊真理子・柳川範之・伊藤成朗 2004. 「企業間信用契約：なぜ代金回収は困難なのか」中国经济学会大会報告.
- 〈外国語文献〉
- Allen, Franklin, Jun Qian and Meijun Qian 2005. "Law, Finance, and Economic Growth in China." *Journal of Financial Economics* vol. 77(1): 57-116.
- Arellano, Manuel and Stephen R. Bond 1991. "Some Test of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations." *Review of Economic Studies* vol. 58(2): 277-297.
- Ayyagari, Meghana, Asli Demirgüç-Kunt and Vojislav Maksimovic 2008. "Formal versus Informal Finance: Evidence from China." Policy Research Working Paper 4465, World Bank.
- Blundell, Richard and Stephen Bond 1998. "Initial Conditions and Moment Restriction in Dynamic Panel Data Models." *Journal of Econometrics* vol. 87(1): 115-144.
- Brandt, Loren and Hongbin Li 2003. "Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives?" *Journal of Comparative Economics* vol. 31(3): 387-413.
- Cheng, Xiaoqiang and Hans Degryse 2007. "The Impact of Banks and Non-bank Financial Institutions on Local Economic Growth in China." BOFIT (Bank of Finland) Discussion Papers 22/2007.
- Cull, Robert, Lixin Colin Xu and Tian Zhu 2009. "Formal Finance and Credit during China's transition." *Journal of Financial Intermediation* vol. 18(2): 173-192.
- Emery, Gary W. 1987. "An Optimal Financial Response to Variable Demand." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* vol. 22(2): 209-225.
- Fabbri, Daniela and Leora Klapper 2008. "Market Power and the Matching of Trade Credit Terms." World Bank Policy Research Working Paper No. 4754.
- Garnaut, Ross, Ligang Song, Yang Yao and Xiaolu Wang 2001. *Private Enterprises in China*. Asia Pacific Press and China Center for Economic Research, Canberra/Beijing.
- Ge, Ying and Jiaping Qiu 2007. "Financial Development, Bank Discrimination and Trade Credit." *The Journal of Banking and Finance* vol. 31(2): 513-530.
- Yanagawa, Noriyuki and Watanabe Mariko 2011. "Ex ante Bargaining and Ex post Enforcement in Trade Credit Supply: Theory and Evidence from China," IDE Discussion Paper No.279.
- 劉国光主編 2001. 『中小企業融資』民主与建設出版社.
- [付記] 本稿の作成にあたって湯可可氏（無錫市档案局・当時）および徐立青氏（江南大学）から、企業調査の面で多大なご協力を賜った。また本誌2名の匿名レフェリーからも非常に有意義なコメントを頂いた。ここに記して深く感謝申し上げる。本稿は、科研費若手研究（B）「中国における市場経済の源流——開発戦略としての計画経済期中国の実証的探求——」（No. 21730233研究代表 白石麻保）および基盤研究（C）「中国企業間信用発達要因の解明」（No. 23530315 研究代表 矢野剛）の成果の一部である。
- （白石・北九州市立大学外国語学部准教授 / 矢野・京都大学大学院経済学研究科准教授，2010年3月3日受領，2011年6月14日，レフェリーの審査を経て掲載決定）

付表 調査企業一覧

No	所在地	業種	調査時期	所有比率	本文中事例との対応
1	蘇州	アパレル	2006年 9月	100%	
2	蘇州	紡織	2006年 9月	4人均等	
3	蘇州	アパレル	2006年 9月	100%	
4	蘇州	紡織	2006年 9月	70%	
5	蘇州	紡織	2006年 9月	100%	
6	蘇州	アパレル	2006年 9月	100%	事例2a 社
7	蘇州	アパレル	2006年 9月	100%	
8	蘇州	アパレル	2006年 9月	100%	
9	蘇州	紡織	2006年 9月	33.3%	
10	蘇州	紡織	2006年 9月	40%	
11	蘇州	機械部品	2006年 9月	4人均等	
12	無錫	機械設備	2004年 9月	100%	
13	無錫	機械設備	2004年 9月	51%	
14	無錫	機械設備	2004年 9月	100%	事例3b 社
15	無錫	機械設備	2004年 9月	100%	
16	無錫	機械設備	2004年 9月	100%	
17	無錫	機械設備	2004年 9月	5.5%	
18	無錫	機械設備	2004年 9月	70%	
19	無錫	機械設備	2004年 9月	100%	
20	無錫	機械設備	2004年 9月	40%	
21	無錫	機械設備	2004年 9月	50%	
22	無錫	機械設備	2004年 9月	100%	
23	無錫	機械部品	2004年 9月	100%	事例1a 社
24	無錫	機械部品	2004年 9月	100%	事例1b 社
25	無錫	機械設備	2004年 9月	経営者が最大株主	
26	無錫	機械部品	2004年 9月	100%	事例4a 社
27	無錫	アパレル	2004年 9月	60%	
28	無錫	機械設備	2004年 9月	60%	
29	無錫	機械設備	2004年 9月	45%	
30	無錫	機械部品	2004年 9月	100%	
31	無錫	機械部品	2004年 9月	100%	
32	無錫	紡織	2005年11月	100%	
33	無錫	紡織	2005年11月	経営者が最大株主	
34	無錫	機械部品	2005年11月	100%	
35	無錫	機械部品	2005年11月	100%	
36	無錫	機械部品	2005年11月	10%	
37	無錫	機械設備	2005年11月	100%	
38	無錫	アパレル	2005年11月	100%	事例5d 社
39	無錫	アパレル	2005年11月	100%	事例1c 社
40	無錫	アパレル	2005年11月	100%	
41	無錫	機械部品	2005年11月	100%	
42	無錫	機械部品	2005年11月	70%	

No	所在地	業種	調査時期	所有比率	本文中事例との対応
43	無錫	機械部品	2005年11月	100%	事例3c 社
44	無錫	紡織	2005年11月	80%	
45	無錫	紡織	2005年11月	100%	
46	無錫	アパレル	2005年11月	4人の経営者合資	
47	無錫	アパレル	2005年11月	香港企業65%	事例5e 社
48	無錫	紡織	2005年11月	香港企業、地域内企業	
49	無錫	機械部品	2006年 9月	100%	
50	無錫	紡織	2006年 9月	100%	
51	無錫	紡織	2006年 9月	100%	事例4b 社
52	無錫	機械設備	2006年 9月	100%	
53	無錫	機械設備	2006年 9月	100%	
54	無錫	紡織	2006年 9月	100%	
55	無錫	機械設備	2007年 8月	上海企業27%	事例2b 社
56	無錫	機械設備	2007年 8月	外資企業50%	
57	無錫	アパレル	2007年 8月	経営者が最大株主	
58	無錫	機械設備	2007年 8月	100%	
59	無錫	機械設備	2007年 8月	100%	事例5c 社
60	無錫	機械設備	2007年 8月	100%	事例4c 社
61	無錫	機械設備	2007年 9月	100%	事例5b 社
62	無錫	機械設備	2007年 9月	経営者が最大株主	
63	無錫	機械設備	2007年 9月	100%	
64	無錫	機械部品	2007年 9月	経営者が最大株主	
65	無錫	機械設備	2007年 9月	95%	事例3a 社
66	無錫	機械部品	2007年 9月	100%	
67	無錫	機械部品	2007年 9月	100%	
68	無錫	紡織	2008年 3月	80%	
69	無錫	紡織	2008年 3月	経営者が最大株主	事例5a 社
70	無錫	紡織	2008年 3月	50数 %	
71	無錫	アパレル	2008年 3月	51%	
72	無錫	アパレル	2008年 3月	外資企業22%	
73	無錫	アパレル	2008年 3月	経営者が最大株主	

(出所) 企業ヒアリングより筆者作成。

- (注) 1) 所有比率は、パーセンテージのみ記載している場合は経営者の所有比率で、かつ経営者が最大株主であることを表す。経営者以外が最大株主の場合には最大株主の特性を記している。
- 2) 所有比率が明記されていないところは最大株主の属性もしくは株主構成を記している。