

<資料>

信用取引の質

The Quality of Trade Credit

来栖 正利*

Masatoshi Kurusu

本稿は信用取引の質に影響を与える要因に着目し取引当事者の行為パターンを記述することが目的である。この課題を Seiden (1964) の紹介を通じて解決する。疑似貨幣の使用を特徴とする信用取引は取引当事者の虚ろ気な信用が支えている。しかも、その変化は取引当事者の行為に影響を与え、それは取引当事者双方にプラスの影響を与えるわけではない。この影響の属性は取引当事者の財務構造の程度によって異なる。

キーワード：信用取引の質、売上債権、仕入債務、格付け、企業属性

I. はじめに

本稿は信用取引の質に影響を与える要因に着目し、取引当事者の行為パターンを記述することが目的である。信用取引の質がいつも簡単に変化するという Earley (1964, p.xix) の指摘に基づけば、決済を約束した証書と引き替えに、財貨・役務を引き渡す等価交換を支える制度は、取引当事者がお互いに抱く信用である。この信用の機能は、疑似貨幣を使用した等価交換を円滑に行わせ、かつその取引の効力を決済時まで維持することである。

等価交換が行われたにも関わらず、一方向でのみ財貨・役務が取引当事者間を移動しているという「不自然な」経済現象に着目すれば、この「不自然さ」を取引当事者の「不自然な」行為を生む源泉と考えることができるだろう。なぜならば、疑似貨幣を用いて完結させた信用取引を、いずれ決済させる「現物取引」を行うために、取引当事者はさまざまな行為を行うだろうからである。本稿はこの点に着目し、今後の研究課題の提示を試みる。

疑似貨幣がもたらす悲喜劇の大半は取引当事者によって引き起こされる。信用取引の質に基づいて、その構成要素の各々を取引当事者が修正・調整することによって、取引当事者の行為がどのように変化するのか、また、なぜそうなのか。信用取引の主たる構成要素を取り上げ、取引当事者の行為パターンを記述する。この記述は、実証分析に基づく説明理論を構築するための、予

備的考察である。

なお、Seiden (1964) のみならず、本稿もまた質という用語の定義付けを所与とし、読者の直観に基づく理解に依拠する。なぜならば、当該用語の定義を一義的に明示することが困難であると思われるからである。取引当事者が抱く、虚ろ気な信用という主観価値に支えられている信用取引であるが故に、その質という用語を無定義用語とし、その解釈を読者に委ねることは、読者の研究意欲を掻き立てることに貢献するだろう。

虚ろ気な主観価値に着目し取引当事者の行為を探究する本稿にとって、Seiden (1964) は有益な先行研究である。財務諸表数値を用いながら、信用取引の質を多角的に検討している。質の内容を巡る意味または解釈の多様性の存在は信用取引の質を包含する唯一の尺度の提示が困難であることを示唆する。これは特定の取引当事者に固有な属性を考慮した説明理論を提示し、かつその説明力を検証できる機会が豊富に存在することを意味する。

上述の問題意識に基づいた本稿の構成は次の通りである。まず、信用取引が利便性だけではなく潜在的なコストを内在していることを示す。次に、信用取引のデザインによって、その質が変化すると同時に、取引当事者の行為に影響を及ぼすことを述べる。次に、信用取引の質は代替指標と債務者の行為の影響も受けることを指摘する。そして最後に、要約と今後の課題を述べ、本稿を終えることにする。

II. 信用取引の現状

1. 利便性の罫

1950年代後半から1960年代の前半にかけて、金融機関を除く一般事業会社において信用取引を利用する頻度が質および量ともに増加し、信用取引残高の推移と質は経済全体に影響を及ぼすようになった。これは金融機関が行う融資（貸付）が与える影響を凌駕した。なお、信用取引に対する認識（価値）が業界毎に異なっていたものの、企業規模や収益性の水準とは無関連に、信用取引を資産の一つと考える商慣習が業界毎に徐々に形成され始めた。

信用取引に付随する信用リスクは、財貨・役務の引き渡し行為が生み出し得るそれに引き続き、取引当事者が無視できない要因になり始めた¹⁾。売上高が拡大する一方で、売上代金の確実な回収が困難になってきた。金融機関が行う融資とは異なり、信用取引は(1)頭金、(2)担保、そして(3)動産に対する先取特権の付与が不要であった。これらの利便性の高さが信用取引の普及を促した反面、貸倒損失の発生とその量は増加の一途をたどった。

貸倒損失を営業費用として会計処理した債権者が作成する財務諸表は、当該債権者が将来、倒産するかもしれないことを示唆した。これは貸倒損失を計上したということそれ自体が債権者の存続可能性に対する一つの脅威になることを意味した。しかもこれは売上高の減少や競争力低下といった要因よりも遙かに説得力を持っている。したがって、総資産に占める売上債権の割合は

債権者の存続可能性を予測する有用な指標となった (Chap.2)²⁾。

2. 連鎖機能

倒産した債権者のうち、約 9%の企業は債務者に対する拡張した信用取引の質の悪化が原因で倒産したと結論づけることができる。債権者が保有する売上債権の質の水準は債権者の倒産を招く無視できない脅威なのである。これは債権者である中小企業の倒産を最善に説明する要因であるものの、中小企業の倒産だけを説明する唯一の要因ではない。信用取引の質は、債権者の規模を問わず、倒産という経済現象を説明する有益な要因である。

債権者の立場に基づけば、信用取引は、債権者が倒産に至るまでの過程において、重要な経済現象になる。というのは、倒産を説明する要因が売上債権の貸し倒れ、つまり、債務者が仕入債務を決済できなかったという事実に集約されるからである。投融資手段の一形態として、債務者の仕入債務に対する依存度が高ければ高いほど、債権者が信用リスクを多く負担している、つまり、倒産という脅威に直面している度合いが高くなっている。

債務の滞留率（債務者の仕入代金の未決済状況）が高いのは、債権者が小売業者に対して拡充した信用取引の残高に対してである。他方、製造業者を債務者とする場合、信用取引の拡張を行った場合であっても、その滞納率は最も低い。債権者が小売業者に対して信用取引の水準を拡張した場合、仕入債務の滞留率や債務不履行率が相対的に高くなる。しかしながら、製造業者を債務者とした場合、これらの比率は相対的に低かったのである (Chap.3)。

III. 信用取引の質

1. デザイン

厳密に評価した信用であっても、経済状況の悪化は容易に取引当事者の信用水準を毀損する。したがって、現在および将来の信用取引に内包する信用リスクを適切に評価することはきわめて困難なことである。とはいえ、取引当事者の信用水準を予め把握していることは、取引当事者の信用水準の適切な修正と代替尺度の使用を可能にする。ここで、取引当事者の信用水準を予め把握していると言う場合、二つの規準に基づいている。

一つは、信用取引を行う債権者が使用している債務者に関する信用水準に基づいて、債務者の信用リスクを評価するという規準である。もう一つは、保有する債務の短期履行能力に基づいて、顧客である債務者が内包する信用リスクを評価するという規準である。債務者の信用リスクを評価する場合、財貨・役務を販売する債権者がどのような販売条件を債務者に提示するかによって債務者が内包する信用リスクは変化する。

債務弁済能力が芳しくない債務者が魅力的な販売条件を提示されれば、その購買意欲が刺激される。しかしながら、このような債務者に財貨・役務を販売することは債権者の売上高の計上と

ともに債務者が内包する質の低い信用リスクを債権者が負担することになる。つまり、販売条件を債権者がどのようにデザインするかという問題は信用取引に付随する債務者の信用水準を決める問題と言い換えることができる。

信用取引に基づく販売条件は、次の三つの要素からデザインされる。(a) 正味期間 (net period) とは、財貨・役務の購入日から通常 30 日間、仕入代金を支払う必要がない期間のことである。(b) 割引期間 (discount period) とは、送り状または財貨・役務の引渡日 (受領日) から通常 10 日とし、その期間中に決済を済ませば $x\%$ の現金割引を債務者が享受できる期間のことである。そして、(c) 現金割引のための割引率である (pp.37-38)³⁾。

2. 取引当事者の行動

販売条件に関する三つの要素の内容の変更が取引当事者の行動に与える影響の主たるものを考えてみたい。まず、債権者が割引率を高く提示すれば、販売価格の引き下げ効果に起因して売上高の増加を期待できる。これは信用取引の量 (金額) を相対的に減らす反面、信用取引に付随する質の水準を高めるだろう、なぜならば、さらに高い割引率を債権者から引き出せない、一般的に、高い信用リスクを内包する、債務者が排除されるからである。

他方、割引率の引き下げは売上高の増加と売上債権の量を増やすと同時に信用取引に付随する質の水準を下げる。これは債権者が負担する信用リスクの水準を高める。これは債務者が負担するだろうコストの引き下げを誘発し、それが相対的に高い信用リスクを内包する債務者の購買意欲を刺激することに起因する。つまり、これは信用取引の活用に基づく資金調達の方が金融機関から得る融資よりも相対的にコストが低いことを意味する。

次に、正味期間を延長することによって、債権者は相対的に高い信用リスクを内包すると評価している債務者の信用状況を引き下げる。これは信用取引に付随する質の低下と引き替えに、債務者の購買意欲を刺激し、債権者の売上高増加を期待できるだろう。債権者の観点から、売上債権の回収期間を示す、売上債権が売上高に占める割合は信用取引の質の水準を評価する一つの尺度として使用できる。

債権者の視点に基づいて、売上高の水準と負担すべき信用リスクのそれとをどのように勘案し、債権者が販売条件をデザインするかという問題を考えたい。販売条件の変更ではなく、債務者毎に作成した信用取引に関する指針の改訂を通じて、債権者が債務者の信用リスクを修正すると思われる。これは信用リスクの過度な負担を債権者が嫌悪する、つまり、安定した業績を享受できる戦略を選好する、という考えに基づいている。

3. 売上債権回転率⁴⁾

債権者が選好することは、貸倒見積額を上回る貸倒損失の計上を回避することと思われる。こ

の経済事象の発生は堅実な経営を阻害する要因になり得る。具体的には、販売価格に着目した戦略策定の変更を債権者は嫌悪する可能性が高いだろう。競合他社との共有情報を最小にすることは競争力維持に少なくとも資する。これは値下げ競争に巻き込まれない販売戦略の策定・執行が存続可能性の維持強化に資することも意味する。

取引当事者の行動を理解するには売上債権回転率に着目することが有益である。当該数値の増減は販売条件の変更と割引に基づく債務者の仕入高の増減と正味期間内の決済状況を反映する。長期的な観点に基づけば、債権者は販売条件の変更または債務者の選別を実現できる。これは売上債権回転率が信用状況の時系列変化の評価に役立つことを示唆する。しかしながら、短期的な視点に基づけば、これらは経営安定化の阻害要因になり得る。

売上債権回転率への着目は信用取引を通じた信用水準の評価に役立つ。そのさい、回転率、つまり、回収期間の増減の適切な解釈を行うには注意を要する。他の事項を所与とすれば、収益性が相対的に低い債権者は、そうでない債権者と比較して、当該回転率が長期に及ぶ傾向にある。これは回収期間の長期化が、投融資の実施がゼロコストではないことに起因して、営業費用や機会損失の発生に貢献することを示唆する。

しかしながら、盤石な財務体質を維持している債権者を想定した場合、回収期間の長期化が示唆する含意は異なる可能性がある。収益性が相対的に高くかつ規模が相対的に大きな債権者は、そうではない債権者と比較して、当該回転率が長期に及ぶ傾向がある。これは信用リスクが相対的に高い債務者との販売取引を可能にする信用指針を柔軟に実施できる、他社との差別化を図る競争力を維持強化できる源泉の一つと言える（pp.44-46）。

しかしながら、売上債権回転率の減少は次のような事例の適切な評価を困難にする。他の事項を所与とすれば、売上債権回転率の増減が債権者の財務構造の改善/悪化に起因するの否かという場合である。この点を踏まえて、売上債権回転率の悪化が債権者の信用リスクの追加負担を意味するの否かという問題である。財務体質が盤石な債権者にとって、売上債権回転率の悪化（または貸倒損失の計上）が期間損益に影響を及ぼすとは考えにくい。

加えて、売上債権回転率の悪化が盤石な財務構造をもつ債権者の資金繰りを困難にするとも考えにくい。なお、財務構造の急激な悪化に陥った場合でも、このような債権者は現有資産の売却による流動性の維持強化という財務戦略を迅速に実施できるだろう。とすれば、企業の存続可能性を担保する源泉である運転資本の水準に大きな影響を与える売上債権回転率は財務構造が相対的に盤石ではない債権者の評価に適していると思われる。

IV. 代替指標

1. 格付け

債権者が債務者の信用リスクを評価する指針として債務者の格付けは有用である⁵⁾。これは債

債務者の現在および将来の信用取引の質に関するもっとも新しい情報であることを意味する。その活用方法の一つは、債権者が既に行っている、債務者に関する売上債権の質を更新する時に指針として利用することである。このような活用方法が示唆することは、売上債権の質に関する評価を債権者が独自に行っているということである。

格付けと債務者の規模との関連性に着目すれば、規模が小さければ小さいほど、当該債務者の格付けが、そうでない債務者と比較して、低くなる傾向にある。「高い (High)」、「良い (Good)」、「普通 (Fair)」、そして「限定的 (Limited)」という四分位で示せば、後二者のいずれかの格付けを規模が相対的に小さな債務者は得る傾向がある。他方、創業年数に基づけば、相対的に創業年数の少ない債務者ほど後二者のいずれかの格付けを得る傾向がある。

換言すれば、債務者の規模が大きいほど、および創業年数が長ければ長いほど、そうではない債務者と比較して、相対的に信用リスクが低いと言える。なお、これらの時系列分析は規模および創業年数と格付けとの明確な関係を示していない。加えて、産業毎に債務者を区分しても、格付けの分布に違いは生じなかった。したがって、債務者の規模が格付けの変更に直接的な影響を与えることはない結論づけることができる (Chap.6)。

2. 債務者の属性

規模が小さい債務者は、相対的に、信用リスクが高いと言われる。これを説明する要因の一つは、このような属性を持つ企業の所有者が一人の経営者によって支配されている場合が多いということである。所有者兼経営者の疾病や死去は債務者の信用リスクを高くする。多角化の程度が相対的に低い、または特定顧客との取引依存度が相対的に高いという属性もまた、事業内容の新規性の水準とは無関連に、信用リスクを高くする傾向がある。

加えて、上記のような債務者は定期的に財務情報を作成していない傾向にある。不十分な財務情報は適切な信用評価の障害になると同時に、債務者自身の現状把握を疎かにする。したがって、財務状況および経営状況の急激な悪化に迅速な対応ができない傾向にある債務者は、当該債務者の信用リスクが相対的に高いと推測できる。換言すれば、当該債務者と取引関係にある債権者は、過度に高い信用リスクを負担している可能性が高いだろう。

規模の相対的小さを前提とすれば、操業年数の短い債務者は経験の蓄積の浅さに起因して、相対的に信用リスクが高いと言える。加えて、企業の存続可能性に影響を与える有力な要因の一つは、当該債務者が従事する業種に対する参入障壁の水準である。新規参入に際し、十分な自己資本と経験を必要としないことは参入障壁の低さを示し、それが競合他社との激しい競争を招き、それが債務者の信用リスクを高くするだろう (Chap.7)。

V. むすびに代えて

本稿は信用取引の質に影響を与える要因に着目し、取引当事者の行為パターンを記述することが目的である。疑似貨幣の使用を特徴とする信用取引を支える取引当事者の信用は、その虚ろ気な特徴に起因して、取引当事者の行為にさまざまな影響を与える。信用取引の質が変化することは、売上高の増減を通じて、取引当事者双方にプラスの影響を与えるわけではない。この影響の属性は取引当事者の財務構造の程度によって異なる。

日本企業の経営者の行為を説明するための最善な仮説を導出し、検証することが今後の課題の一つである。現金取引を相対的に重視する傾向がある日本の商慣習を考慮し、経営者が期待する信用取引の機能を検討し、それを説明することは、日本企業の経営者の財務会計行動を適切に理解することに資する。例えば、信用取引を投融資の手段と考える商慣習を日本企業の経営者が相対的に持たない理由を検証することは興味深い課題と言える。

他方、信用取引の残高に着目し、これらの増減が財務構造に与える影響を分析することは流動性管理の巧拙を評価すると同時に、将来の資金調達を予測することに役立つだろう。これらの課題を容易に解決できる環境が四半期財務諸表の公開によって整いつつある。四半期財務情報の充実には経営者の財務会計行動の「コマ送り」情報の公開を意味し、従来と比較して、経営者の行為の説明とその意図の精確な読み取りを可能にする。

注)

- 1) 本稿は、取引当事者を得意先と仕入先の一組からなると仮定する。加えて、特段の断りがない限り、文脈とは無関連に、得意先または顧客を債務者、他方、仕入先を債権者と統一して表記している。
- 2) Seiden (1964) の内容に言及している場合、特に断りがない限り、引用または要約した箇所のみを示す [例、(pp.x-y)、(Chap.X)]。
- 3) 例えば、商慣習に基づいた “2/10, net 30” という表記は、取引成立日より 10 日までの間に債務者が決済を完了すれば、仕入価格（販売価格）の 2% を債権者は割り引き、そうでなければ、取引成立日より 30 日後に債務者は決済しなければならないことを意味する。例えば、この販売条件で販売側が ¥100 の商品を販売したとする。顧客は仕入後 10 日間、仕入代金を支払う必要はない。これは顧客の立場から、金利ゼロで融資を受けたことと同じ経済効果を楽しむことを意味する。なお、顧客が商品の仕入日から 10 日以内に仕入代金の支払いに応じる、つまり、現金割引を利用するならば、顧客が支払うべき金額は ¥98 [¥100 × (1-0.02)] である。換言すれば、販売側が顧客に対して割り引くことで被ったコストは割引率に販売価格を掛けた金額に等しくなる (¥2=2%×¥100)。

なお、顧客は 10 日以内の決済に伴う現金割引を利用する代わりに、追加 20 日間の間 (30 日-10 日)、¥98 を別の用途に利用することができる。融資を受けた ¥98 の借入期間が 20 日なので、この期間の金利を計算すれば、2.04% (= [¥2 ÷ ¥98] × 100) になる。これを 1 年間の融資条件に置き換えれば、 $\text{年利} = (1.0204)^{\frac{365}{20}} - 1 = 44.6\%$ となる。つまり、現金割引を利用しない場合、顧客が金利 2.04% で ¥98 を 20 日間借り入れたことは、 $\text{年利} 44.6\%$ の金利負担と同じことになる [Berk and DeMarzo (2007, p.833)]。

- 4) 売上債権回転率の算定方法は次の二つである。①式：売上高÷売上債権。①式に基づいて算定される値（回転数）の低さ（高さ）は売上債権が現金決済されるまでに要する時間が長い（短い）ことを意味する。換言すれば、売上を計上してから、債権者が保有する現金の拘束期間が長い（短い）ことを意味する。他方、②式：売上債権÷（一日あたりの売上高）。②式に基づいて算定される値（回転数）は売上債権が売上高の何日分に匹敵しているかを示す。なお 12（ヶ月）を②式で算定された値で割り算すれば、売上債権が現金決済されるまでの平均期間として表示される。
- 5) Seiden（1964）は Dun and Bradstreet 社が公表している格付けに基づいて調査している。

<引用文献・参考文献>

Berg, Jonathan and Peter DeMarzo, 2007, *Corporate Finance*, Boston, Massachusetts: Pearson.

Earley, James S., 1964, Foreword, In Seiden（1964）, pp.xix-xx.

Seiden, Martin H., 1964, *The Quality of Trade Credit*, Occasional Paper 87, New York, New York: the National Bureau of Economic Research. (Available at <http://www.nber.org/books/seid64-1>)

（付記）：本稿は、日本学術振興会（平成 21 年度科学研究費補助金 [基盤研究 (C)] (No.21530490)）および平成 21 年度流通科学大学特別研究助成費（商学部）に基づく、研究成果の一部である。なお、本稿を作成するに当たり、小笠原宏氏（流通科学大学）より有益な示唆を得た。この場を借りて感謝申し上げます。