

中小企業の金融成長サイクルと資本構成の変化*

—中米比較に基づく考察—

張 捷**

1. はじめに

中小企業金融の問題は、今や世界的な課題といっても過言ではない。特に1990年代以前の中小企業金融を対象とする研究には、政策論の視野からのものが多いが、理論的な研究ないしは理論に基づいた実証研究は、十分とはいえない。90年代以降、中小企業がアメリカ「ニューエコノミー」に主役を演じたことやベンチャーキャピタル（VC）市場が勃興したことに伴い、さらには、90年代初期におけるBIS規制の実施による国際的デフレ及び90年代後半期における国際金融危機の影響により、中小企業金融に対する大きなショックが発生したため、中小企業金融の問題は経済学者の注目を集めるところとなり、様々な理論及び実証研究が相次いでいる。

90年代、先進国における中小企業金融問題についての主な研究対象は、エンジェル融資（angel finance）、ベンチャーキャピタル、関係型貸出（relationship lending）、企業間信用（trade credit）、企業の資本構造、信用獲得性（credit availability）、そして金融機関間のM&AやIT革命等の外生要因の影響などが挙げられる。研究の理論的方法については、主に新古典派の均衡論、非対称情報論、取引コスト論、企業ガバナンス論等が頻繁に活用されている。しかし、これらの理論的枠組は、ほとんど一般企業金融を対象とするものであるため、特殊性のある中小企業金融の問題への説明力は弱いと考えられる。様々な理論的方法の中には、もし中小企業金融の特殊性を十分に考慮し、かつ理論的自己

* 本稿は神戸大学大学院国際協力研究科太田博史教授の暖かい御指導や御協力、貴重なコメント及び暨南大学経済学院王霄講師によるデータ処理の協力などを頂いた。ここに心より感謝の意を表わしたい。

** 神戸大学大学院国際協力研究科招聘外国人研究者
中国暨南大学経済学院教授

完結性を有しているものがあるとすれば、資本構成に関わる中小企業の「金融成長サイクル」(financial growth cycle) というアプローチであろうと思われる。本研究は、まさにこのアプローチを理論的枠組とした実証分析の試みである。

本稿は、以下のセクションから構成されている。第2章では、企業の資本構成についての理論沿革を顧みながら、中小企業の金融成長サイクルの基本的仕組を述べる。第3章では、金融成長サイクルの理論に基づいてアメリカの中小企業金融の実態を検証し、さらにアメリカのデータを観測系として、中国の中小企業の資本構成を比較・検証する。第4章では、実証分析の結果を踏まえ、移行経済の特徴を考えながら、企業金融成長サイクルの理論の、中国に対する適用性を判断する。そして、この判断に基づいて、今後中小企業金融を支援する施策について、若干の提言を試みる。

2. 企業資本構成の理論と中小企業の金融成長サイクル

50年代にアメリカ経済学者 Modigliani と Miller により提出された MM 定理 (Modigliani & Miller, 1958) は、近代経済学の企業資本構成 (capital structure) に関する研究の起源であると言えるであろう。最初の MM 定理は、資本市場における完全情報や、企業の投資と融資には関連性がなく独立に決定されること、そして所得税やエージェンシーコストが無いこと等の仮定と件に

より、企業の資本構成とその市場価値とは無関係であるという結論を得た。60年代に入り、Modigliani と Miller は MM 定理を修正し、企業所得税の影響をモデルに導入した。その結果、企業の最適な資本構成は、すべて債務にすべきであるという結論を得た (Modigliani & Miller, 1963)。その後、経済学者らは、MM 定理が現実にとぐむないことに対して、その理論をさらに修正して、エージェンシー理論或は静学代替理論 (static trade-off theory) などを発展させてきた。該当理論では、過度負債による財務破綻コスト (financial distress cost, 倒産コストとエージェンシーコストを含める) を導入して、負債増加による免税利益が財務破綻コストから差し引かれるため、ある均衡点において企業市場価値最大化となる最適な負債率目標 (optimal target debt ratio) を実現できるという結論を得たのである (Harris & Raviv, 1991; Stulz, 1990)。

企業資本構成についての研究の進展に伴い、MM 定理の中の現実と合わない仮定と件が絶えずゆるめられてきた。70~80年代に、非対称情報理論が注目されはじめ、同時にこれが企業資本構成研究に導入されてから、完全情報は企業金融の前提条件として成立しなくなった。非対称情報理論では、金融市場における取引には情報の非対称性によって、モラルハザード (moral hazard) や逆選択 (adverse selection) などの機会主義的行動が生まれやすく、これらの行動から起こされる取引コストによって、均衡価格だけでは

市場メカニズムが働きにくいとされている (Stiglitz & Weiss, 1981)。

非対称情報論は、企業資本構造の研究分野にも広く運用されている。その中で、影響の最も大きい理論は、金融順位理論 (pecking order theory) である。それによると、金融ルートによって、求められる情報規制条件や投資家へのシグナルが異なるため、取引コストないしは融資コスト及び企業の市場価値に対する影響にも差異が存在し、企業の金融政策は、コスト最小化を前提として、資金需要に応じてコストの低いものから様々な金融方式を順次選択している。具体的に言えば、まず、取引コストの要らない内部留保を調達する。もし不足している場合には、相対的に取引コストの低い負債による資金調達を行う。負債の中でも、銀行貸出が先行し、社債は次に位置する。そして情報条件に最も厳しく、かつ企業の市場価値に悪影響をもたらしがちな株式発行は、融資順番の最後に置くことになる (Myers, 1984)。

金融順位理論は、企業金融が情報非対称の程度の異なる様々な選択肢を有しており、資金を調達する場合、コスト (リスク) とリターンを比較しながら、コスト最小化原則に従って行動するため、静学代替理論における画一的な最適負債率の目標は、現実にはほとんど存在するものではないことを強調している。

しかし、金融順位理論も、企業資本構成の形成原因に対する一般的なものであり、企業の規模や信用レベル等の与件は、理論枠組に含めていない。最近の実証研究には、情報の

非対称性による取引コストの企業金融政策に対する影響は企業の規模と相関があり、金融順位という論理は、大企業に対する重要性が低く、情報の透明性が不足している中小企業の場合に、一般的に存在しているという発見がある (Graham & Harvey, 2001)。実際には、金融順位理論を修正し、中小企業金融に対する研究の理論のフレームワークと見なす経済学者もいる (Holmes & Kent, 1991; Ang, 1991; Norton, 1991)。ただし、金融順位理論は大きな欠点も抱えている。つまり、この理論は、短期的な制度制約のもとで、必要資金の調達原理を考えようとした、フローの企業金融論という側面を持っている (野間, 2000)。該当理論は、企業成長のプロセスにおける資本構成の変化に対して、影響するファクターのメカニズムを解明するという点では不十分であると言わざるを得ない。

企業の金融成長サイクルというアプローチは、部分的に金融順位理論の不足を補うものであると考えられる。このアプローチによると、企業のライフサイクルに伴う企業規模や情報条件、資金需要などの変化は、企業資本構造のシフトに影響する基本的ファクターである (Berger & Udell, 1998)。企業の創業期において、規模が小さく、財務記録・審査が欠如していることなどによる情報の不透明性のために、外部融資を獲得することが困難となり、たとえ得られてもコストが極めて高くなるため、創業期における企業は主に内部融資により資金を賄わなければならない。この段階において、高成長の可能性のあるベン

チャー企業だけが、エンジェル投資などの外部融資を得ることができる。次に企業の成長期においては、追加拡張投資により、企業の資金需要が急速に増えて、内部融資だけで賄えなくなると同時に、企業規模の拡大に伴い、情報の透明性も高まるし、担保できる資産も増加するので、金融仲介を通じて、外部資金（貸付）を調達し始める。また成長段階におけるベンチャー企業に対して、ベンチャーキャピタルを獲る可能性もある。さらに、安定成長の成熟期に入ってから、企業の組織形態、財務制度、情報の透明性などの諸与件は、大いに改善され、公開市場での証券発行の条件を備えはじめ、手形や企業債券、株式等の直接金融による資金調達の比率が高まると同時に、金融仲介機関からの貸付の比率が低下している。この段階においては、公開市場から持続的に資金調達できるルートの開通に伴い、優れた中小企業の一部は大企業に転身する目標を達成するケースもある。

企業の金融成長サイクルのアプローチによると、企業の各成長段階において、資金需要や情報規制等の与件が異なることから、持続的成長を達成するためには、色々な資金需要を柔軟に対応させ得る多様な金融システムが、必要不可欠となることがわかる（図1参照）。このような金融システムの中で、プライベート資本市場（非公開的な債券市場や株式市場）の存在は中小企業金融に対して格段に重要な役割を持っている。なぜなら、公開市場における標準化された金融契約に比べて、プライベート市場における非標準化的、柔軟的、

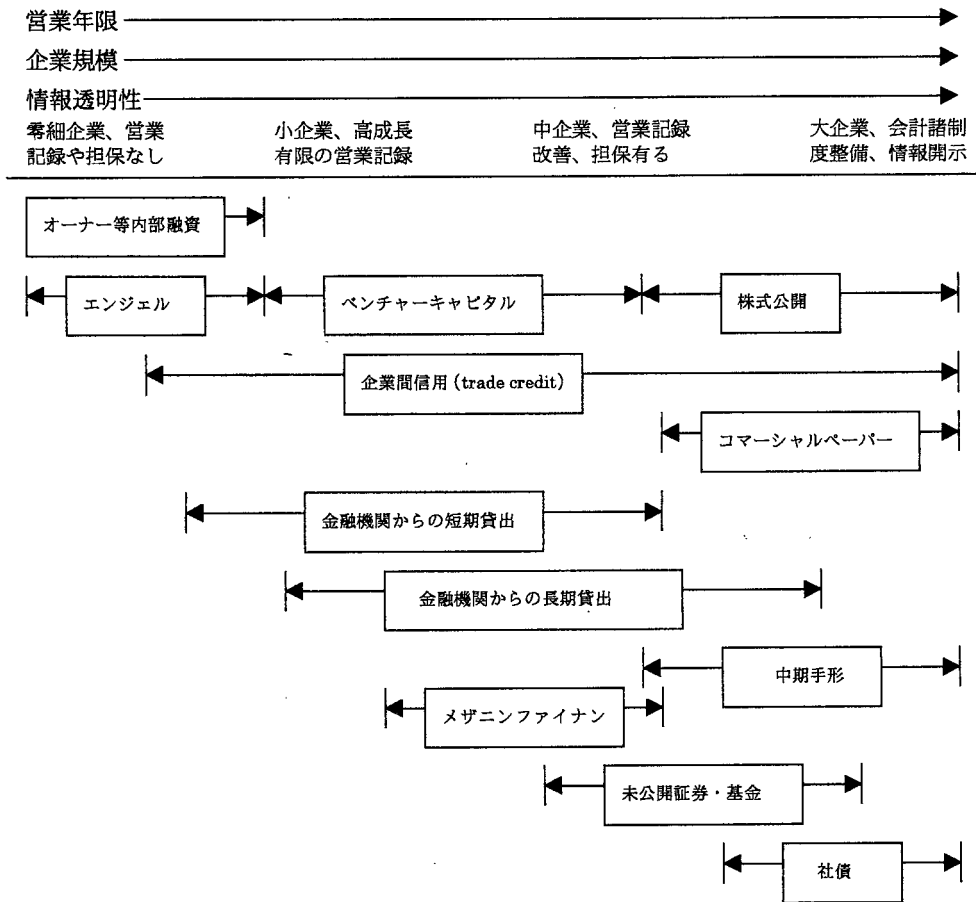
関係依存型の金融契約のほうが、非対称情報に対応できるメカニズムを有するため、情報の非対称性の高い中小企業の資金需要を満たしやすいからである（Berger & Udell, 1998）。

企業の金融成長サイクル以外に、経済学者らは、中小企業の産業形態や組織形式、ガバナンス等の要素の、金融構造に対する影響や、いろいろな融資方式間のインターアクション等の問題を考察し、低成長・低リスクの伝統的企業は債務融資のほうに傾き、高成長・高リスクのハイテク企業は株式融資のほうに傾き、ファミリー式企業は内部融資や債務融資に傾くなどの結論を得ている（Hall, Hutchinson & Michaelas, 2000 ; Romano, Tanewski & Smyrniotis, 2000 ; Hamilton & Fox, 1998）。

3. 米、中両国における中小企業の資本構造に関する実証分析

アメリカの経済学者 Berger 等は、アメリカの中小企業金融概観（NSSBF）やアメリカ連邦独立企業概観（NFIB）等のデータを用い、企業の金融成長サイクル理論を踏まえて、アメリカの中小企業の資本構造に関する実証分析を行った。彼らは中小企業の金融成長サイクルを「幼児期」（0～2年）、「青少年期」（3～4年）、「中年期」（5～24年）、「老年期」（25年以上）という四つの段階に分け、さらに企業規模によって従業員20人以下・売上高100万ドル以下と従業員20人以上・売上高100万ドル以上の企業に分け、融資ルートを株式（equity）と債務（debt）の二種類

図1 中小企業成長プロセスと資金調達ルート（アメリカのケース）



出所：Berger & Udell, 1998.

に分類し（その中に若干の細目を含める）、各段階と各規模の中小企業の資本構成（平均比率）を統計的に比較した（表1）。

表1のように、アメリカの中小企業全体にとって、資本構成において株式と債務のシェアは、ほぼ半分ずつである。シェアの大きい融資ルートは、所有者内部融資（オーナー出資＋創業者貸出＝35.4%）、商業銀行貸出（18.8%）、企業間信用（15.8%）であり、三

者を合わせて70%に達している。中小企業において内部融資のシェアが銀行貸出のシェアを上回るのは通例である。買掛金を中心とする企業間信用は、実質的には関係型融資の一種と言ってもよい。取引パートナーの間で業務や信用などをよく知ることによって情報の非対称性の程度を低くし、長期・継続的取引関係では、担保品代替の役割を有するため、企業間信用は中小企業成長の全プロセス

表1 アメリカの中小企業の金融成長サイクルにおける資本構成(%, 10億ドル)

	株式融資				債務融資										債務 小計
	オーナー 出資	エンジェル	ベンチャー キャピタル	その他	金融機関			企業間信用、政府			個人				
					株式 小計	商業 銀行	金融 会社	その他	買掛金	他の 借金	政策 融資	創業者 貸出*	クレジ ットカ ード	その他	
A: 中小企業全体*	31.3%	3.6%	1.85%	12.9%	49.6%	18.8%	4.9%	3.0%	15.8%	1.7%	0.5%	4.1%	0.14%	0.15%	50.4%
	524.3	60	31	215.2	830.6	313.8	82.1	50.1	264.1	29.2	8.1	68.5	2.4	24.5	842.9
B: 各成長サイクル															
幼児期	19.6%	n.a	n.a	n.a	47.9%	15.7%	8.3%	3.8%	13.4%	1.5%	0.3%	6.05%	0.2%	2.8%	52.1%
	8.6				21.1	6.9	3.7	1.7	5.9	0.7	0.1	2.7	0.1	1.2	23.0
青少年期	17.4%	n.a	n.a	n.a	39.4%	30.8%	2.5%	2.4%	13.4%	1.06%	0.7%	6.2%	0.2%	3.3%	60.6%
	25.1				56.8	44.5	3.6	3.4	19.4	1.5	1.0	8.9	0.3	4.8	87.4
中年期	31.9%	n.a	n.a	n.a	48.0%	17.9%	5.9%	2.9%	17.1%	2.4%	0.5%	3.9%	0.17%	1.4%	52.0%
	324.9				488.2	181.6	59.5	29.2	174	24.3	4.4	39.7	1.7	14.4	528.9
老年期	35.4%	n.a	n.a	n.a	56.5%	17.25%	3.3%	3.4%	13.86%	0.6%	0.5%	3.7%	0.06%	0.9%	43.5%
	165.8				264.5	80.8	15.3	15.8	64.9	2.6	2.5	17.2	0.3	4.1	203.6
C: 企業規模															
小企業*	44.5%	n.a	n.a	n.a	56.0%	14.9%	3.1%	3.5%	11.8%	1.06%	0.4%	5.6%	0.5%	3.2%	44.0%
	175.7				220.9	58.7	12.1	13.9	46.6	4.2	1.4	22.1	2.1	12.5	173.6
中企業*	27.2%	n.a	n.a	n.a	47.7%	19.94%	5.5%	2.8%	17.0%	1.95%	0.5%	3.6%	0.02%	0.9%	52.3%
	348.1				609.6	255.0	70.0	36.2	271.5	25.0	6.7	46.5	0.3	12.0	669.3

* 中小企業は従業員500人以下の企業に限定される。農業、金融業、不動産業を除く。* 小企業は従業員20人以下、年売上高100万ドル以下の企業を指す；中企業は従業員20～500人、年売上高100万ドル以上の企業を指す。* 創業者貸出は合資会社や株式会社の創業チームのメンバーから企業への貸付を指す。

出所：Berger and Udell, 1998.

の中でも、重要な融資ルートとなっている(図1参照)。

成長サイクル面から資本構成を見てみると、債務融資のシェアはまず幼児期と青少年期において上昇し、後に中年期と老年期において低下する。他方、株式融資のシェアは反対に先に低下し、後に上昇するという傾向が、はっきり現れている。こうした傾向は、中小企業金融成長サイクルの論理に合致している。中

小企業は創立初期において、情報の不透明性や情報問題の代替機構としての担保の乏しさにより、主に内部融資に依存せざるを得ない。但し、青少年期においては、企業の成長や情報状態の改善に伴い、金融機関からの債務融資のシェアは急速に増えてきて、自己資金の比率は下がっていく。中老年期という成熟期に入ってから、さらに激しい競争に対応するために、企業は債務を削減し、自己資本を増

加する傾向が強まる。これらの段階において株式融資の主なルートには、利潤の内部留保、新規パートナーの参入ないし株式の新規公開（IPO）などがある。自己資金が潤沢になれば、金融機関の貸付で運転資金を賄う需要も低下する。したがって、中老年期に入ってから、資本構成における株式のシェアは再び上昇し債務のシェアは低下するという傾向は顕著になる。

企業の規模面から考察すると、アメリカの小企業の株式融資（とりわけオーナー出資）のシェアは中企業のそれを遙かに上回る反面、債務融資のシェアは小企業のほうが中企業を下回っている。こうした現象は、小企業の多数が情報閉鎖的なファミリー・ファーム（family firm）であり、企業の金融成長サイクルの理論に相応しいものと考えられる。

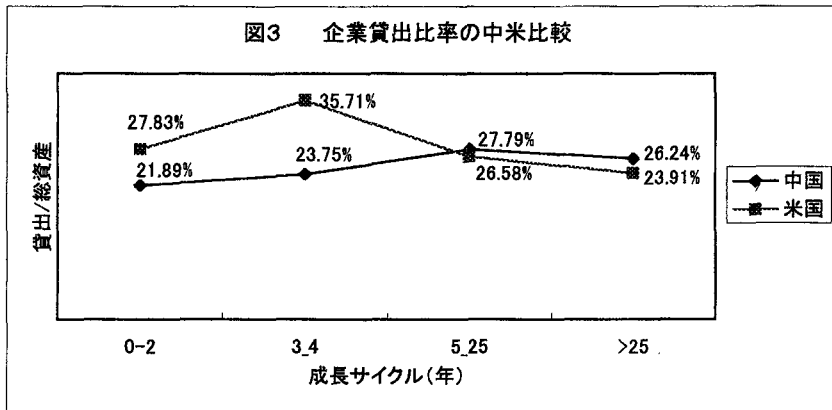
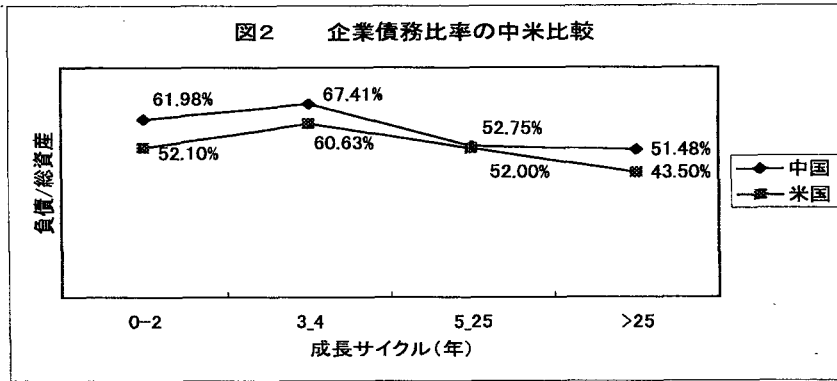
以下は、アメリカの中小企業金融の構造をもとに、暨南大学中小企業発展と支持システム研究チームが行った「中小企業発展状況アンケート調査」のデータを用い、中国の中小企業金融の構造が金融成長サイクルの枠組に合致しているか否かを検証したものである。

このアンケート調査は、ランダム・サンプリングにより、アンケートの回収数は710部、回収率は75%であった。その中で、金融構造の分析が可能な有効サンプル数は631部である。アメリカのデータでは中小企業が正式雇用者（full-time equivalent employees）500人以下のもので定義されているが、我々の調査では、中国の中小企業の労働集約的な特徴を考えながら、他の研究者の行った同類

調査の基準（Chow & Fung, 2000）を参照し、中小企業の範囲を1000人以下の企業に定めている。我々のサンプルの産業分野は、アメリカのデータとほぼ一致している。さらに、アメリカの企業金融成長サイクルは、必ずしも中国企業の実態にぴったり合うとは限らないが、比較分析が可能となるために、中国のサンプルをアメリカの分類方法で四つのサイクルに区分した。中国のサンプルには株式融資データが欠如しているために、資本構成における債務¹（債務/総資産）及び金融機関の貸出（貸出/総資産）の平均比率に対して中米両国の比較を行った。結果は図2と図3に示されている。

図2に示されているように、中米中小企業の債務比率においては、各サイクルにおけるカーブがほぼ一致している。つまり、前期に上昇し、後期に低下する。こうした動きは、両国の中小企業の負債構造も、企業の金融成長サイクルの論理に合致することを裏付けている。但し、両国の異なる点の存在も明らかである。それは、あらゆるサイクルにおいて、中国企業の債務比率がアメリカのそれを上回っていることである。中国企業の債務比率は、米国に比べて幼児期において10パーセント、青少年期において6.8パーセント高く、その後中年期において格差が急に縮小したが、老年期に至って再び拡大する傾向を示している。こうした現象が生じたのには次のような原因が考えられる。(1)アメリカに比べて、中国で

1 中国中小企業の債務の中に、買掛金等の企業間信用による債務を含めていない。



出所：暨南大学中小企業発展と支持システム研究チーム「中小企業発展状況アンケート調査」，2000；
Berger and Udell, 1998.

は多様な資本市場は未整備であり、中小企業の「資本ギャップ」(capital gap) が大きいために、債務融資に過度に依存せざるを得ない。(2)すべてが私有企業のアメリカに比べて、中国のサンプルの中には高い比率で国有企業や集団所有制企業が含まれている。² それらの公有制企業は、創立及び成長の初期において、地方政府或いはコミュニティから多かれ少なかれ金融支持を受けたことがある。こう

したソフトな予算制約の融資ルートが存在は、中国の中小企業の債務比率がアメリカのそれを上回る原因の一つであろう。(3)企業の成熟期に入ってから、ソフトな予算制約の金融支持の減少に伴い、債務率の低下する傾向があるが、利潤を作る能力の不足により、内部留保率が低く、しかも中小企業向けの店頭資本市場が乏しいために、中国の中小企業は中老年期に入ってから、大いに債務融資に依存し、債務比率も相当高いレベルに保ち続けている。

2 各種所有制企業のサンプル総体に占めるシェアは、国有24.1%、集団所有制18.6%、個体と私営25.4%、外資18.7%、連営6.2%、その他7%である。

図3のように、金融機関からの貸出の対総

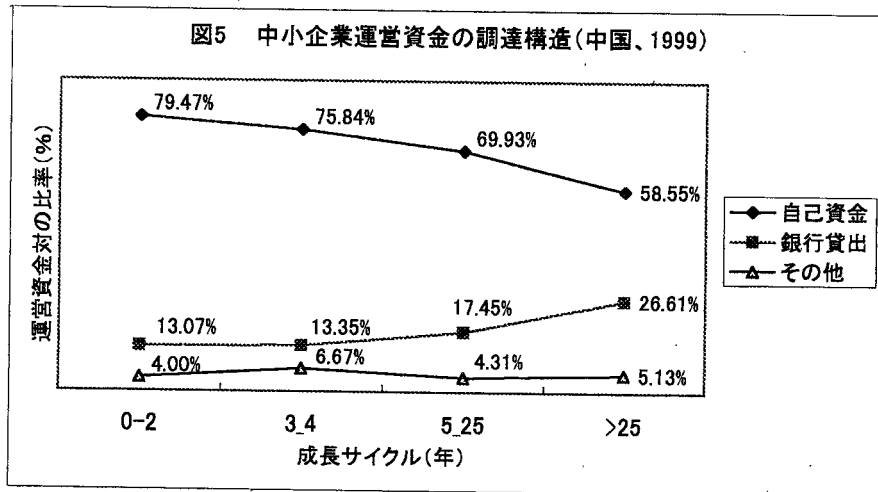
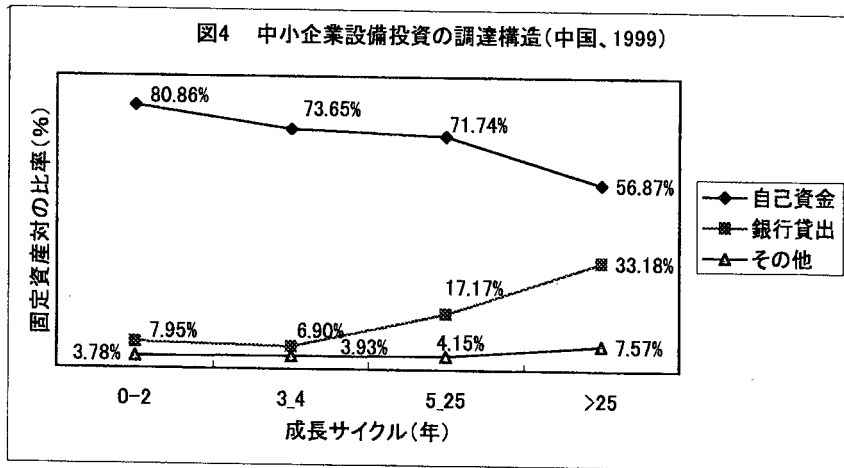
資産比率において、両国の各サイクルにおけるカーブの変化は、前期二つのサイクルでは相当異なっていたが、後期二つのサイクルでは非常に似ている。中国企業の貸出比率は、創立期と成長期において、アメリカ企業に比べてとても低いのが、成熟期に入ると上昇を続けて、逆に低下し続けているアメリカ企業の比率を上回り、その後、ゆるやかに低下しているが、依然としてアメリカ企業よりやや高いレベルを保っている。アメリカ企業の貸出比率のピーク値は、3-4年の成長期にある。それに対して、中国企業のピーク値は、5-25年の成熟期に現れており、アメリカと1サイクルのラグがある。こうした状態からは、中国の中小企業は、創業期と成長期において貸出の獲得が少ないが、成熟期になると、貸出難の状態がある程度改善しつつあることが分かる。そこで、前期のサイクルにおける中国企業の低貸出比率と高債務比率は、矛盾した現象ではないかとの疑問が出てくるかもしれない。この合理的解釈は、前期サイクルにおける中国企業にとって、正規の金融機関の貸出は難しいが、様々な非正規の金融ルートを通じ、資金を調達しているということである。我々の主な調査地域は、広東省である。広東省は近年中国の非正規の金融活動（例えば自発的集資や闇貸付市場等）が最も活発な地域である。この事実を考え合わせると、以上の解釈は妥当であると考えられる。

以上の比較分析を踏まえて、金融システムや市場環境等の違いによって、中国の中小企業の成長サイクルにおける資本構成は、アメ

リカと比べてある程度の変異が見られるが、全体から見ると、金融成長サイクルの理論的枠組を逸脱していないといえる。その差異は、両国企業の各サイクルにおける融資制約条件の違いにより、融資ルートの代替効果から生まれた構造差異に過ぎなく、金融成長サイクルの存在を否定することはできないと思われる。

以下、中国の中小企業における期限の異なる資金調達構造をさらに解明するために、設備投資（長期）と運営資金（短期）の調達構造について分析する（図4と図5）。

図4では、各成長サイクルにおける設備投資の資金調達構造が示されている。創業期における企業の設備投資の資金調達には自己資金の比率が80.9%に達したことに対して、銀行貸出の比率がわずか8%だけである。こうしたアンバランスの構造は成長期にかけても続いている。開業5年以上の成熟期に入ってから、構造は変化し始めてきた。つまり自己資金の比率が低下したと同時に、貸出の比率が大幅に上昇している。開業25年以上の企業の場合、両者の比率は56.9 : 33.2となっている。この変化では、中国の中小企業は早期の段階において、金融機関の長期貸出が極めて手に入れにくいいため、内部資金によって資本の原始的蓄積を賄わざるを得ないことが分かる。また、企業のエージの推移にしたがって、設備投資における自己資金と貸出との比率の逆方向的変化の動向では、他の側面から金融成長サイクル仮説が中国の中小企業に対しても適応していることを物語っている。



注：データの誤差により、図4と図5の3種類の融資比率の合計は必ずしも100%にならない。
 出所：暨南大学中小企業発展と支持システム研究チーム「中小企業発展状況アンケート調査」, 2000。

図5では、中国の中小企業における運営資金の調達構造を示している。カーブの傾向も金融成長サイクルの論理に合致している。ただ、短期融資の情報条件は長期融資より緩いために、設備投資と比べ、運営資金の調達構造では、銀行貸出の比率が相対的に高く、しかも各サイクルにおける貸出の変化率も緩やかであり、5年以下の早期段階では、13%余

りのレベルで横ばいに移り、その後、次第に上昇し、25年以上の企業の平均比率が26.6%に達した。

図4と図5の比較によって、中国の中小企業にとっては、早期の段階において長期貸出と比べて短期貸出の獲得性 (availability) の方が高いが、成熟期に入ってから全体の貸出獲得性が高まると同時に、長期貸出の伸び

率が短期貸出のそれを上回ることが分かる。ところが、全体からみると、設備投資にしろ、運営資金にしろ、自己資金の比率が高すぎ、銀行貸出の比率が低すぎるために、中国の中小企業において資金調達の困難は明白な事実であった。

ついでに、我々の調査による中国の中小企業金融の構造、とりわけ各サイクルにおける資本構成の変化については、他の研究文献によっても裏付けられている（楊思群，2001；IFC，2000）。調査の対象や方法などの違いによりデータにおいて少々差異があるが、基本的な傾向はほぼ一致している。

4. 結論と提言

以上の中米比較や他の実証分析に基づいて、本稿の基本的結論は、中国の中小企業の資本構造が先進的金融システムを持つアメリカのそれと比べて若干の差異があるが、総体に金融成長サイクルの枠組に適応しているということである。この結論を踏まえて、さらに中国における中小企業の融資難の原因を推論したら、問題のかなめは中小企業の金融成長サイクルに対応できる多様な金融システムの欠如ではないかと考えられる。

しかし、説明する必要があるのは、中国が途上国と移行国の二重構造を持つ国であるため、先進国に基づく理論を用い、中国問題についての分析をする時、中国しか持っていない特殊な与件を考えなければいけないことである。ここで、金融機関の民営企業への「所有制による差別」という問題をケースとして

分析する。

周知のように、中国の金融機関がほとんど国有のものであるため、民営企業を始めとする中小企業向けの貸出は、国有企業と比べ、格段に難しくなる。この現象はいわゆる所有制による差別である。こうした経済移行期における特有な現象は、主に金融機関と企業の間での財産権変革のプロセスのアンバランスや政府の政策傾向などによって生まれたことであると考えられる。勿論、所有制による差別は、ある程度企業の各サイクルにおける資本構成に影響を及ぼすかもしれない。例えば、この差別によって、幼年期における公有制の企業は、政府のひいきのために、過剰の融資支持を得られる反面、成長期や成熟期における民営企業は、市場メカニズムで調達されるべき資金を手に入れにくいことも発生するかもしれない。

しかし、所有制による差別が中小企業の成長サイクルにおける資本構造をある程度かく乱しかねないが、企業金融成長サイクルの論理の中国中小企業への適応性は、根本的に否定することはできないと考えられる。それゆえ、中国の中小企業金融の問題を解決する場合、所有制による差別問題の解決を優先的に考慮する必要性はないと思われる。その理由は以下のようなものがある。

- (1) 所有制による差別問題は、移行期における過渡的な問題でしかなく、ある時期において、特に深刻化する傾向があるが、長期の視点からみると、金融システムの市場化に伴って、その問題の影響は逡減していく

傾向がある。

(2) 最近の所有制による差別の深刻化の潜在的な原因の一つは、柔軟な多様性を持つ金融システムの不備によって、民営中小企業が国有金融機関に貸出申請することを余儀なくされていることである。国有金融機関の中小企業への貸し渋りは、所有制の差別のせいを除き、経済的な原因も大いに有している。つまり、大手金融機関の国有銀行にとっては、中小企業向けの小売貸出の場合、取引コストが高まるため、確かに不採算の商売なのである。この種類の貸し渋りを「規模による差別」と称してもよい。規模による差別は、まさに金融成長サイクルの理論で扱われている問題であるが、往々にして所有制による差別と混同され誤解されている。

(3) 所有制差別の問題を解決するには、必ず国有金融機関の財産所有権を改革しなければいけないが、金融機関の民営化を通じても、中小企業向けの貸し渋りの問題を自然と解決することはできない。柔軟な多様性を持つ中小金融機関や金融市場の育成を通じてこそ、所有制による差別の問題を解決する抜本的なルートと思われる（張捷，2001）。この観点は東ヨーロッパ等の移行国の経験によっても証明されている。ヨーロッパ復興・開発銀行（EBRD）の調査によって、ハンガリーやポーランドなどの移行国において、旧国有銀行体系が民営化されてから、まだ中小企業向けの貸出が伸び悩んでいるまま、外資系銀行にも同じ傾向が見

えた。EBRDからの援助を得ている地元の中小金融機関が成長して始めて、中小企業融資難の問題は軽減されるようになって来るということである（Pissarides, 1999）。

以上の結論を踏まえ、中国の中小企業向けの金融政策について幾つかの提言を試みる。

まず、中小企業金融についての所有制による差別と規模による差別の問題を解決する場合、規模による差別の問題の解決が先行すべきである。該当の問題はより一般的な性格を持つ問題であると思われる。つまり、施策の手順は、金融規制を緩和し、優先的に中小企業向けの中小金融機関を発展させるべく、国有金融機関の財産権改革なら、不良債権の問題を大体解決してから、行ったほうがよい。

第二は、中小企業金融政策を制定する場合、政策目標の重点は、できる限り企業の金融成長サイクルにおける一番手薄な部分を目指すべきである。理論にしろ、現実にしる、5年以内の成長サイクルにおいて、資金調達の最も困難な段階であるため、金融支持の政策はこの段階に傾斜し、創業金融支援を施策の重点として講じるべきである。

第三は、中小企業金融における情報の非対称性問題を緩和するために、中小企業向けの信用記録・信用担保のシステムや、中小企業の財務管理へのチェック・支援制度などを早急に整備すべきである。

第四は、中小企業が大きく依存している非正規金融活動に対して、簡単に取り締まることなく、立法を通じてそれらの活動を合法化・健全化させるべきである。

第五は、創業企業の株式市場の創設をきっかけとして、中小企業向けの株式や社債の店頭市場を育成し、直接金融のパイプをさらに拡大し、中小企業の過度負債の資本構成を改善させることである。

参考文献

- 郭樹華、1999、『企業融資結構理論研究』、中国社会科学出版社。
- 楊思群、2001、「中小企業融資与金融改革」、李陽等主編『中国金融理論前沿Ⅱ』所収、社会科学文献出版社。
- IFC（国際金融会社）、2001、「IFC 对中国民营企业融資問題的調査」、『中国投資』1月15日。
- 張捷、2001、『金融結構与經濟發展』、香港教科文出版有限公司。
- 野間敏克、2000、「日本の企業金融」、筒井義朗編『金融分析の最先端』所収、東洋経済新報社。
- Ang, J.S., 1991, "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management", *Journal of Small Business Finance* 1(1), 1-13.
- Berger, A.N. and Udell, G.F., 1998, "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking and Finance* 22, 613-673.
- Chow, C.K. and Fung, M.K., 2000, "Small Business and Liquidity Constraints in Financing Business Investment: Evidence from Shanghai's Manufacturing Sector", *Journal of Business Venturing* 15, 363-383.
- Graham, J. R. and Harvey, C. R., 2001, "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", *Journal of Financial Economics* 60, 187-243.
- Hall, G., Hutchinson, P. and Michaelas, N., 2000, "Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure", *International Journal of the Economics of Business* 7(3), 297-312.
- Hamilton, R.T. and Fox, M.A., 1998, "The Financing Preferences of Small Firm Owners", *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research* 4(3), 239-248.
- Harris, M. and Raviv, A., 1991, "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance* 46(1), 297-355.
- Holmes, S. and Kent, P., 1991, "An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises", *Journal of Small Business Finance* 1(2), 141-154.
- Modigliani, F. and Miller, M., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review* 48, 261-297.
- Modigliani, F. and Miller, M., 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review* 53, June.
- Myers, S.C., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance* 39, 575-592.
- Norton, E., 1991, "Capital Structure and Small Growth Firms", *Journal of Small Business Finance* 1(2), 161-177.
- Pissarides, F., "Is Lack of Funds the Main Obstacle to Growth? EBRD's Experience with Small-and Medium-sized Businesses in Central and Eastern Europe", *Journal of Business Venturing* 14, 519-539.
- Romano, C.A., Tanewski, G.A. and Smyrniotis, K.X., 2000, "Capital Structure Decision Making: A Model for

Family Business”, *Journal of Business Venturing* 16, 285-310.

Stiglitz, J. and Weiss, A., 1981 “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review* 71, 93-410.

Stulz, R., 1999, “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.

Financial Growth Cycle and Change in Capital Structure of Small and Medium-sized Firms

—Considerations Based on China-US Comparison—

ZHANG Jie*

Abstract

Financial problems of small and medium-sized firms are now prevalent throughout the world. Studies on those firms before 1990s are mainly from the point of view of industrial policies. However, economists have recently paid more attention to the issue for their theoretical and empirical analyses. This is because that we have seen greater shocks in finance for small and medium-sized firms created by international deflation after the BIS regulation in the beginning of the 90s and international financial crises in the latter half of the decade.

Main objectives of the studies in the 90s are so called angel finance, venture capitals, relationship lending, trade credit, credit availability, and so on. These are mostly examined with the aid of neoclassical equilibrium analysis, the theories of asymmetric information, transaction cost and corporate governance. However, they deal with corporate finance in general and are not necessarily adequate to explain financial problems specific to small and medium-sized firms. This paper, instead, considers an approach called "financial growth cycle" which pays specific attention to those firms with self-completed theoretical background.

After the basic framework of financial growth cycle is explained in the paper, we explore and compare the capital structure of firms between China and USA. Firms are classified into four groups by age, and ratios of debt

* Visiting Professor, Graduate School of International Cooperation Studies, Kobe University.
Professor, Department of International Economics and Trade, Jinan University.

and loan to total asset of Chinese firms in each group are calculated to compare with US data. Also, the paper shows the structure of financial source for investment and operating capital of Chinese small and medium-sized firms.

The main conclusion of the paper is that the capital structure of Chinese small and medium-sized firms fits well in general to the basic framework of financial growth cycle. In addition, the comparison with American financial system suggests us the importance of diversified financial sources to foster further the growth of those firms.

Finally, our analysis suggests that the coexistence of state owned and private firms in the present Chinese economy should be examined intensively from the financial structural view point.