

第II部 ラテンアメリカ論 第2章 ラテンアメリカの経済 6. ブラジルの企業金融 間接金融方式の確立

著者	小池 洋一
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) http://www.ide.go.jp
シリーズタイトル	地域研究シリーズ
シリーズ番号	13
雑誌名	ラテンアメリカ
ページ	202-227
発行年	1993
出版者	アジア経済研究所
URL	http://hdl.handle.net/2344/00015481

6

ブラジルの企業金融

—間接金融方式の確立—

こ いけ よう いち
小 池 洋 一

はじめに

出典 『アジア経済』第21巻第7号

I 1950・60年代の企業金融【一部略】

1980年7月

II 金融制度の改革【略】

III 高度成長期の企業金融【一部略】

要約【略】

はじめに

ブラジル経済は1960年代後半から70年代にかけて高い成長を遂げ、日本、西ドイツに擬して「ブラジルの奇跡」とまで言われた。第2次大戦後の年平均成長率が7%であることを考えれば、高成長期に当る1968～74年の年平均11%の成長はきわだって高いとは言えない。単に経済変動の上昇局面にすぎない、と言った方がよいかもかもしれない。とはいえ、この高成長期は、耐久消費財さらには資本財・中間財部門の著しい成長を伴ったのである。

本稿は、ブラジル経済の高成長期に、経済の担い手である企業がいかに成

長資金を調達したのか、企業行動の財務面を、資金の供給機構を考慮しながら、明らかにすることを目的としている。

発展途上にある経済にとって、有効に機能する金融市場の形成は、決定的な重要性を持っている。高い成長率を遂げるには、貯蓄率が低すぎるという議論は、一応説得的なものである。しかし、より重要なのは、貯蓄を動員し、それを投資と結びつけるチャンネルつまり金融市場の不完全さである。

一般に金融市場の発展は経済の発展の中で遅行する。国内の金融市場は、資金需要に対応できるまでに発展しない。特に長期の資金市場の欠如は、ブラジル経済と企業にとって常に成長への隘路であった。慢性的とも言えるインフレーションは長期の資金市場を消失させた原因の一つであった。金融資産が流動性の高い短期の資産に集中したことは、支出主体の消費性向を高めインフレ圧力となるほか、貯蓄＝投資のパイプを細めるものである。

金融市場が未発達なため、企業の資金調達は専ら内部金融に依存する。そのことは企業の成長率が利益の内部蓄積の伸びによって決定されることを意味する。内部金融のもう一つの手段である減価償却は、粗投資がそれを上回るなら、資金調達の手段としては不十分である。

内部金融が限界を持ち、金融市場が未発達の状況下では、成長資金・開発資金の供給者または仲介者としての政府の役割が重要となる。資金の供給は、財政からの支出に依存し、そのための資金は「インフレ税」(inflation tax)によって、または外資の取り入れによってなされるのが常である。そうした手段は多くの場合社会的負担を増加させる。多くの発展途上国と同様、1960年代半ばまでのブラジルにおける成長資金の供給はこうしたものであった。

1960年代半ば以降の資金供給機構は、それまでとは一変する。国内貯蓄を動員するため、新しい手段が導入された。金融資産へのインデクセーション(indexation)の適用がそれである。その結果、金融資産なканずく「間接金融資産」の蓄積・多様化・長期化が進み、それまで貯蓄＝投資の流れから逃げていた資金が金融市場に還流した。金融機関の貯蓄の動員力が著しく向上した。こうした資金供給機構サイドにおける変化と資金力の増加は、1968年

以降の高成長期の企業金融のあり方を決定づけた。本稿の結論を先取りして言えば企業の資金調達の間接金融中心となった。それは内部金融中心の資金調達が持つ限界を打ち破るものである。間接金融優位の資金供給機構の形成が、経済と企業の成長を金融面から支えた。

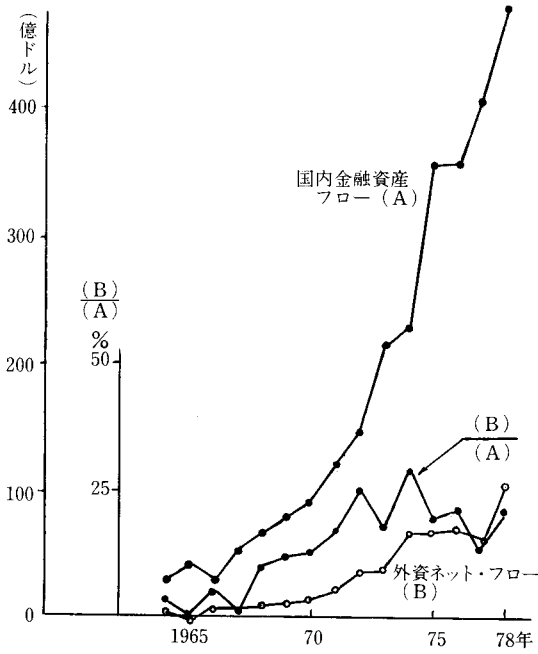
発展途上国の開発資金ないし企業資金の調達について述べる時、外資の重要性を強調するのが常である。ブラジルの場合も、成長資金の供給に果たした外資の役割が大きかったことは認めざるを得ない。にもかかわらず、外資は国内貯蓄の不足を補うものとされ、あくまでも補完的な地位が与えられたにすぎない。1964年から始まる一連の経済改革に参加したテクノクラートたちが目指したのは、今日では廃れたアメリカ流の「大衆資本主義」(capitalismo popularまたはcapitalismo de massa)であった⁽¹⁾。そこでは成長に果たす私企業の役割と大衆の貯蓄の役割が強調された。事実、大衆の貯蓄の動員は成功したのである(第1図)。

高成長期における間接金融優位の企業金融と資金供給機構の形成は、多くの問題点を持っていることは確かである。しかし、ブラジルの経験は、いまだ発展途上にある経済が、いかに成長資金を調達するかを考える上で、貴重な示唆を与えてくれる。

本稿は三つの部分から構成される。第1の部分では、高成長期前の1950～60年代の企業金融について述べる。第2の部分では、高成長期の企業金融を決定づけた1964年以降の金融制度改革を、第3の部分では高成長期以降の企業金融を述べる。

ブラジル企業に関し利用できる財務データは著しく限られ、また信頼性に乏しい。企業金融に関する調査も皆無に近い。そこで限られた資料をもとに「手作りの妙味」を発揮し、マクロのデータでそれを補うしかない。そのため不十分な議論になるかもしれないことを、初めにお断わりしたい。なお、資料上の制約から、財務データの分析については、その対象を株式会社のみとした。企業の資金調達は、それが外資系か、民族系か、それとも公企業かによって異なる。この点についても特別配慮していない。また外国からの資

第1図 国内金融資産と外資



(出所) Banco Central do Brasil, *Boletim*, varios números. 換算率(年平均)は, IMF, *International Financial Statistics* を使った。

(注) * 投資+借入れ。

金調達についても触れていない。

I 1950・60年代の企業金融

高成長期における企業金融を検討する前に、ブラジルの会社形態と1950・60年代の企業金融の歴史的な経過をみよう。

1. 会社形態【略】

2. 1950・60年代の企業金融

インフレーションは、ブラジル企業に対して、常に資金調達上の困難と財務の歪みをもたらした。

第2次大戦前までのインフレは比較的穏やかなものであった。1914～27年と1934～40年つまり世界的な大恐慌を間に挟んだ時期の、物価の平均上昇率は7%であった。世界が戦時経済に移行するにつれて、1941～46年には物価上昇は平均で15%になり、短い収束期を置いて、51～58年には年率20%台にもなった⁽⁴⁾。世界大戦は工業品の輸入を停止させ、輸入代替工業化を促進させた。50年代にはその最盛期を迎え、耐久消費財から一部の資本財の国内生産が活発化した。しかし、コストと国際競争力への配慮が欠如していた。さらに膨大な公共投資(その中にはブラジリア建設も含まれる)が、多額の財政赤字をひき起こした。ブラジル経済は、発展途上にある経済の例に違わず、基本的には需要が供給能力を上回る高圧経済であった。1950年代末からは、マネーサプライのコントロール、価格政策、賃金政策が軽視された。物価上昇率は59年に37.8%、60年29.2%、61年37.1%、62年51.7%、63年75.4%、64年90.5%と次第に加速した⁽⁵⁾。経済は循環的な変動を伴いながらも、50年代は比較的高い成長を遂げたが、60年代前半にはインフレの極端な悪化とともに、生産活動の停滞を余儀なくされた。

ほぼ慢性的とも言える物価上昇の下で、人びとの貯蓄手段は短期的なものに限られ、そのことが銀行の貸出をますます短期化させた。1952年、長期資金を供給するため国立経済開発銀行(BNDE)が、アメリカの援助のもとに設立されたが、貸出の90%以上が公共セクターに向けられた。設立当初の目標はインフラストラクチャーの整備、工業設備・機械の輸入であった。その後民間部門への貸出が漸増したが、60年代末まで資金の大半は製鉄業など公共

セクターに供給された⁽⁶⁾。したがって民間企業への資金供給は、依然商業銀行によってなされた。商業銀行の資金源である預金のうち定期預金が占める割合は、1952年に28%であったが、インフレが昂進するにつれ、59年には10%、64年には5%にまでなった。定期預金の消失は貸出期間を短縮化させ、商業銀行はもっぱら短期の商業手形の割引を行なった。手形の割引期間が120日を超えることはまれであった⁽⁷⁾。

ブラジルでは宗教的または倫理的な理由から、高利が賤まれてきた。1933年から施行されている高利制限法 (Lei de Usura, 命令第22626号) は、名目金利を年最高12%に制限した。1950年代以降物価上昇は12%を上回っていたから、銀行にとって貸出は負の金利での貸出となる。そのため預金者に高い利息を支払うことができない。銀行の預金は増加しなかった。1960年代まで金融機関の資金力は乏しく、企業の資金需要に対応できなかったのが実情であった。金利が制限されていたとはいえ、実際には銀行は違法な利子の徴集、高率のコミッション、歩積みによって実質金利を引き上げ、高利制限法の規制を免がれていた。銀行の貸出金利は、コストの面からも上昇した。1950年代に貸出平均残高に対する経常費用 (人件費、物件費など) は8~10%、経常費用に支払利息・割引料を加えた営業費用の貸出残高に対する比は14~16%であった⁽⁸⁾。

高率のインフレは企業財務に多大な歪みを与えた。1964年再評価が義務づけられるまで、固定資産の減価償却は、税法によって、取得原価を計算の基礎としていた。そのため、インフレの昂進に伴って、見せかけの利益が増加し、企業の収益性に対する幻覚が生じた。インフレによって見かけ上肥大化した利益は配当そして所得税によって社外に流出し、資本の食い潰しが平然と行なわれた。さらに政府は、資本金プラス準備金に対して30%以上の利益をあげた企業に対して、特別の課税までしたのである。見せかけの利益は、1958~64年に、総利益の50~60%であったと推定されている⁽⁹⁾。こうした「貨幣錯覚」(money illusion)に対する企業、政府双方の無関心は、企業の財務基盤を非常に脆弱なものにさせた。

1950年代の株式会社の資金調達とその運用について、フローで見たのが、第2表である。外部資金への依存は高いが、銀行借入れの割合は小さい。資本金による調達(株式発行)の比重は高い。外部資金の内資本金、銀行借入れを除いたものは、企業間信用である。銀行の信用力が乏しく、金利は高かったため、企業間信用(買掛金)への依存が高い。これは、信用の供給者の側から見れば、商品の買手の資金不足を原因とする購入力の不足を、掛売りによって補い、商品の販売を促進するものである。内部金融のウエートは概して小さい。特に減価償却の割合が小さいのは、固定資産額が小さいことと、前述の過少償却に起因するものである。固定資産への資金運用は、ほぼ内部金融による調達額と見合っている。つまり設備投資は減価償却と利益の内部留保を原資としてなされている。資本金による調達は大きいですが、株式発行のほぼすべてが私募、と言うより会社の所有者=経営者の出資によるものである。会社の株式が単一または少数の株主(民族系企業の場合家族や持株会社、外資系の場合親会社、公企業の場合政府)によって支配されているなら、資金調達が利益の内部留保によるか、それとも株式によるかの区別は、それほど重要では

第2表 株式会社(工業)の資金調達と運用(1954~61年)
フロー・ベース(構成比%)

	資 金 調 達							資金運用 (うち固 定資産)
	外 部			内 部				
	うち 資本金	うち 銀行借入		積立金・ 準備金	減価償却			
1954	69	28	9	32	23	9	32	
1955	44	36	8	56	20	36	41	
1956	100	65	10	-1	-6	5	38	
1957	76	30	11	24	17	7	36	
1958	70	20	9	30	23	7	31	
1959	63	22	11	36	29	7	36	
1960	64	20	8	36	30	7	36	
1961	66	13	10	34	28	6	29	

(出所) Baer, *Werner, Industrialização e o Desenvolvimento Econômico no Brasil*, 3ª edição, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1977, p. 91.

ない。たとえば今期の利益をすべて内部留保することと、すべてを株式配当（無償増資）することは——税制上の扱いが同じなら——、そうした企業にとって、さほど変わりがない。したがって、この時期の企業金融は、「自己資本金融」（株式発行と内部金融）を中心としたものと言えよう。しかし、増資がなんらかの割合で株式配当によってなされているなら、資金調達源として重要なのは、企業の利益である。要するに、内部金融中心の資金調達と言えよう。

内部金融中心の資金調達は、1960年代に入ってから、基本的には変わらなかった。第3表は1960～68年の資金調達・運用を残高ベースで見たものである。1960～63年にはハイパー・インフレによって、資本金と固定資産が過小評価されている。1964年法律第4357号（17・07・64）によって、固定資産の再評価が義務づけられた。再評価益は、再評価積立金勘定に組み込まれ、資本の部に貸記される。その結果、減価償却額が増え、見せかけの利益がなくなり、法人所得税が軽減された。それまで不当に社外に流出した資金が社内

第3表 株式会社（工業）の資金調達と運用（1960～68年）
残高ベース（構成比 %）

	資 金 調 達					総調達＝ 総運用	資金運用 〔固定 資産〕
	自 己 資 本			負 債			
	資本金	積立 準備金	減価償却 積立金	銀行借入	その他		
1960	29.8	17.2	6.7	7.1	39.2	100.0	36.0
1961	26.2	18.4	6.3	7.5	41.6	100.0	33.3
1962	25.0	19.9	6.0	7.6	41.5	100.0	32.9
1963	25.0	21.2	5.4	7.7	40.7	100.0	32.3
1964	30.1	18.4	6.7	7.2	37.6	100.0	40.5
1965	32.6	16.8	8.4	5.6	36.6	100.0	44.4
1966	29.6	16.6	10.0	6.6	37.2	100.0	42.9
1967	33.7	13.6	11.3	8.0	33.4	100.0	49.4
1968	31.5	13.6	12.2	9.2	33.5	100.0	47.3

（出所） Instituto Brasileira de Economia, "Resultados das Sociedades Anônimas," *Conjuntura Econômica*, Vol. 24, No. 2 (fev. de 1970)所収の第3, 4, 5表から推計して作成した。

に残った。法律第4357号はまた、運転資本の再評価を認めた。ただし、固定資産の再評価が強制的であるのに対し、その実施は任意である。運転資本とは簡単には、当座資産と流動資産の合計から流動負債を差し引いたものである。運転資本の再評価によって生じた再評価益は、課税利益から控除され、運転資本維持積立金に組み込まれ、資本の部に貸記される。固定資産と運転資本の再評価積立金は、資本金に組み入れることができる(所得税は免除)。こうした措置によって、現金収支が好転し、資本の食い潰しがなくなった。内部金融の役割は一層重要になった。1964年以降、再評価積立金の資本組み入れによる、株式発行が増加した。銀行借入れが増加するのは、1967年以降である。

II 金融制度の改革【略】

III 高成長期の企業金融

前述のように、1964年以降の金融制度の改革によって、金融機関の資金量が増加し、間接金融優位の資金供給システムが形成された。1968年から始まる経済の高成長期における企業金融は、こうした背景のもとで銀行借入れを中心とするルートによりなされた。この節では、①企業はどのように成長資金を調達したのか、②なぜ銀行借入れ中心の資金調達がなされたのか、なぜ内部金融および直接金融特に後者の役割は低下したのかの二つを主に企業サイドから検討する。併せて、③間接金融方式の確立の意義と問題点についても検討する。

1. 1970年代の企業金融

1969～77年の株式会社(全産業)の主要な財務指標の伸びを指数で見たのが

第9表 株式会社(全産業)の主要財務指標の実質伸び率(1969~77年)
(1969年=100)

	資 産 ・ 負 債 項 目					損 益 項 目			実 質 GDP
	総資産	固定資産	総負債	自己資本	資本金	売 上	税引前 利益	金融費用	
1969	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1970	114	116	112	116	115	114	101	124	109
1971	130	131	126	134	125	125	143	144	123
1972	156	157	158	160	143	159	157	177	138
1973	188	171	195	187	163	187	215	227	160
1974	200	174	230	181	154	226	237	377	172
1975	236	176	271	213	165	265	255	474	182
1976	248	179	300	209	159	266	271	640	199
1977	271	210	321	235	164	278	269	754	208

(出所) *Conjuntura Econômica*, Vol. 31, No. 1 (jan. de 1977), Vol. 32, No. 3 (março de 1978), Vol. 33, No. 6 (jun. de 1979).

GDPについては、*Conjuntura Econômica*, Vol. 32, No. 10 (out. de 1978)。

(注) (1) 年次によって企業数が異なるため、各年の勘定の伸び率を加算して、1969年を100とする指数で示した。毎年の実質伸び率を算出するため、デフレーターとして卸売物価(国内供給)を使用した。なお、企業数は、2631社(1969~70年)、3421社(1970~71年)、4439社(1971~1972年)5225社(1972~73年)、5386社(1973~74年)、5005社(1974~75年)、5040社(1975~76年)、4171社(1976~77年)。

(2) 年次によって、企業の産業構成が異なるので、数値は若干なりとも歪められる。

第9表である⁽¹⁾。1969年を100とすると、1977年に総資産は271に、固定資産(償却後)は210になった。この間に負債は321に、自己資本(資本金と各種準備金・積立金の合計)は235になったが、資本金は164にとどまった。損益項目である売上と利益の伸びは、景気の浮沈で変動しながらも、企業規模(総資産)の拡大と共に増加した。金融費用(支払利子、割引料など)は754にもなった。負債の増加率は73年まで総資産のそれとほぼ同じであったが、74年以降増加のテンポを速めた。金融費用の伸びは、一貫して負債の伸びより大きく、特に74年以降の伸びは著しい。

次に、株式会社の資金調達を構成比で見たのが、第10表である。総調達中に占める負債の割合は1972年頃から徐々に増加し、74年には50%を超え、77年には57%まで達した。その結果自己資本・負債比率(自己資産÷負債、以下

第10表 株式会社（全産業）の資金調達構成（1969～77年）
（構成比 %）

	負債 (A)		自己資本 (B)				自己資本・ 負債比率 (B) (A)
	短期	長期	払込 資本金	積立金・ 準備金	再評価 剰余金	累積損 (マイナス)	
1969	21.4	24.1	40.2	12.3	2.5	0.5	1.20
1970	21.6	23.4	40.3	12.2	3.0	0.5	1.22
1971	21.8	23.1	39.4	13.2	3.0	0.5	1.23
1972	22.4	23.6	37.0	14.6	2.9	0.6	1.17
1973	21.7	25.9	35.3	14.7	3.0	0.6	1.10
1974	22.7	27.7	33.3	14.8	2.4	0.9	0.98
1975	22.9	29.6	30.1	15.3	3.6	1.5	0.90
1976	24.2	29.8	28.1	15.2	4.7	2.0	0.85
1977	26.3	31.0	25.3	14.6	4.6	1.8	0.75

(出所) 第9表と同じ。

(注) 各年の数値は同年末と前年末の平均。たとえば1977年の短期負債の構成比は、1977年末の残高と76年末の残高の平均を、貸借対照表の貸方残高の平均で除したものである。なお、69年の数値は同年末のものである。

PE比率と略す)は、77年に0.75になった。自己資本の中身を見ると、資本金の比重が著しく下がっているのに対し、内部留保(積立金等)は逆に増加するという相反する傾向がある。

以上のごく簡単な観察から、次のことが言えよう。

- (1) 株式会社の資金調達は次第に負債中心になった。
- (2) 負債の中でも金融機関借入れが資金調達の中心になった。このことは表からは明らかではない。しかし、金融費用の増加率が負債のそれを上回っていることから、有利子負債の割合が高まっていることが推定される。社債の発行が一般的でないから、有利子負債のなかでも銀行借入れの割合が増加している。なお、金利は74年まで低下傾向にあった。
- (3) 金融費用の増加は、有利子負債の増加を反映しているが、74年以後の著しい増加は金利の上昇にも起因している。
- (4) 株式発行による資金調達は、次第にそのウェートを下げている。
- (5) 自己資本の増加率はそれほど低下していない。これは、利益の増加と

保守的な配当性向（現金配当および株式配当の両面における）によって、利潤の内部蓄積が進んでいることを示している。

ところで、PE率は1974年以降急速に低下している。これはなぜであろうか。

ブラジル経済は1974年を境に下方屈折し、景気の後退局面に入る。同時に石油価格の高騰を端として、インフレが再燃した。したがって、①景気後退からくる運転資金需要の増加、②物価の上昇に伴うクルゼイロ通貨の必要性の増加、③インフレ・ヘッジ、投機のための資金需要（在庫投資、不動産投資その他のための）の増加が起こった。その結果、銀行システムには流動性の不足が生じた。この流動性の不足は過渡的なものである。にもかかわらず、インフレ抑制のため、中央銀行信用を縮小したなら、企業倒産を増加させ、生産の停滞、失業の増加をもたらしたかもしれない。政府はそうした経済危機とそれに伴う政治的、社会的リスクを避けるため、信用を拡張する途を選んだ。さらに、④非常に野心的な第二次国家開発計画（1975～79年）の実行のための資金需要、⑤1974年以降の国際収支の悪化と資本財・原燃料・中間財の輸入代替（国内生産）促進のための資金需要が増加し、その目的に沿って低利の資金が制度金融を通じて供給された。以上①～⑤の理由で、企業のPE比率が上昇した。

第10表は、株式会社の資金調達を全産業についてみたものである。年度ごとに企業の産業分布が異なるために、数値が歪められている可能性がある。そこで、産業別にPE比率を見たのが第11表である。

農業部門のPE比率の低下は著しい。これは農業の振興の観点から、特に輸出向け農業に大量の融資が低利でなされたからである。工業のPE比率の低下は、何よりもこの部門の成長によって、資金需要が増加したからである。1970年頃までの工業生産の増加は、60年代半ばの景気後退から生じた遊休設備を利用したものであった。したがって70年頃までの資金需要の大半は運転資金であった。ところが、70年代に入ると、設備は次第にフルに操業させられた。工業において設備投資が積極的になされるのは、1970年頃からである⁽²⁾。工業

第11表 自己資本・負債比率*の推移 (1970~77年)

		1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
農	業	1.73	1.50	1.59	1.40	0.81	0.85	0.73	0.82
工	業	1.32	1.29	1.21	1.10	0.89	0.86	0.77	0.71
鋳	業	2.27	2.00	1.93	1.80	1.31	1.23	0.98	1.13
製	業	1.34	1.29	1.21	1.10	0.85	0.78	0.71	0.74
窯	業	2.18	1.87	1.46	1.37	1.04	1.05	0.96	0.95
金	属	1.54	1.48	1.56	1.31	0.90	0.72	0.62	0.60
機	械、電	0.95	0.92	0.86	0.85	0.64	0.60	0.59	0.62
輸	送 機	1.05	1.18	1.13	1.09	0.74	0.62	0.61	0.52
化	学	1.28	1.35	1.50	1.29	0.97	0.88	0.78	1.01
織	維	1.16	0.96	0.82	0.88	0.79	0.76	0.79	0.84
食	品、タ	1.52	1.45	1.22	1.10	0.88	0.87	0.78	0.72
建	設	0.50	0.65	0.63	0.51	0.50	0.60	0.60	0.41
公	共サー	1.49	1.52	1.43	1.36	1.11	1.11	0.95	0.99
サ	ービ	0.94	1.03	0.91	0.99	0.93	1.09	0.91	1.00

(出所) Souza, Angelo J. de, "Consolidação de Balanços das Sociedades Anônimas: Uma Análise Parcial," *Conjuntura Econômica*, Vol. 33, No. 6 (jun. de 1979)所収の第9表。

(注) * 自己資本・負債比率 = (総資産 - 負債) ÷ 負債。

生産は、それまで欠落していた新しい耐久消費財から中間財、資本財まで活発化した。また既存産業においても製品差別化、外資の新規参入による競争の激化も手伝って、設備の拡張、更新がなされた。工業の中でも伝統的産業とも言うべき繊維のPE比率は、それほど変化していない。これに対して、鋳業および窯業・金属といった中間財セクターのPE比率の低下は顕著である。化学、公共サービス工業(主に電気事業)は、大規模な投資がなされた産業であるが、PE比率はそれほど低下していない。これは、これらの部門には公企業が多く、政府の出資、株式市場からの資金調達、独占的な価格形成によって自己資本の充実がなされたからである。

機械・電機と輸送機械は多くのサブセクターを持つので一概には言えぬが、成長産業の一つであるには違ひなく、資金需要は旺盛であった。建設業は1950年代から最も成長した産業で、もともとPE率は低かった。サービス産業の資

金需要の大半は運転資金で、それは景気の変動によって若干は変化するものの、売上に対してほぼ一定である。したがって、PE比率に特別の変化は見られない。

このように、PE比率の低下は資金需要の増加を第1の理由としている。したがって成長産業ほどPE比率の低下は著しい。特に開発計画の重点産業では、制度金融によって大量の資金が供給されたから、PE比率の顕著な低下が見られる。

2. 内部金融と直接金融の限界

1970年代の企業の資金調達が負債、特に銀行借入れ中心になされた理由が、資金需要の増加にあると言っても、この説明はまだ不十分である。企業資本の調達の方法は大別して、内部金融(減価償却、利益の内部留保)、直接金融(社債、株式の発行)、間接金融(銀行借入れ)がある。ではなぜ銀行借入れ中心の資金調達がなされたのか。

間接金融は企業から見れば、①資本コストが低い、②支払利子の損金算入、③アベイラビリティが高い、というメリットを持っている。しかし、より重要なのは資金の供給側の条件である。①、③は供給側の条件に依存している。1964年以降の金融制度の改革によって間接金融優位の資金供給機構が形成されたことが重要である。この点についてはすでに第II節で述べたので、繰り返さない。

それではなぜ内部金融と直接金融の役割は後退したのか。以下この点について検討しよう。

(1) 内部金融

内部金融の一手段である内部留保は、企業の利益水準(と配当政策、所得税法)によってその額が決定される。他方減価償却による資金調達は、税法の定める償却率(償却年数)によって決定される。

第12表 製造業の固定投資と資金調達 (1977年)

		消費財産業	資本財産業	建設材料	その他中間財産業
設備投資額 (100万ギルゼイ名)		12,563	5,064	4,141	28,237
構資金 成比調 達 (%)	内 部 資 金	67	51	35	36
	株 式	6	11	6	6
	国 内 借 入	16	25	23	21
	海 外 借 入	4	8	17	23
	税制インセンティブ 不詳, その他	3 4	0 5	5 14	3 11
構資金 成比運 用 (%)	車 輛	20	2	8	2
	国 産 機 械	37	27	44	33
	外 国 産 機 械	8	13	11	18
	新 工 場	12	19	6	16
	工 業 設 備	20	17	26	23
	不 詳	3	22	5	8

(出所) Costa Rego, João Mendça, "Investimento na Indústria de Transformação," *Conjuntura Econômica*, Vol. 32, No. 11 (nov. de 1978).

株式会社の資金調達構成を見ると(第10表), 各種準備金・積立金の比重が上昇している。この理由として利益の増加, 保守的な配当政策⁽³⁾, 諸税の軽減⁽⁴⁾が考えられる。

減価償却による資金調達は工業部門において重要である。税法は, 固定資産の償却は直線法(metodo linear)つまり定額法によるものとしている。しかし, 実際にはかなり自由に加速度償却を認めているようである。特に工業開発審議会(CDI)が認可したプロジェクトの場合, 新たに設置した国産の機械・装置について, 運転時から3年間通常の3倍の償却ができる⁽⁵⁾。主要な工業プロジェクトが, CDIの認可の下でなされているから, その効果は大きい。高い償却率は投資資金の回収を早め, 資金コストを低める。

第10表は減価償却積立金を示していないので, 減価償却による資金調達額が不明であり, 資金調達のフロー分析ができない。そこで別の資料を検討しよう。第12表はジェットウリオ・バルガス財団(FGV)が初めて実施した, 製造

業の主要企業2169社の設備投資およびその資金源に関する調査結果である。1977年1年間にすぎないが、資金調達をフローで見ることができる。消費財産業では、内部金融の割合が3分の2にも達する。資本財産業でも内部資金の割合は高いが、国内借入れも多い。中間財部門では内部金融の比重は比較的小さいが、その膨大な投資を考えれば、内部金融の役割は重要である。このように、設備投資における内部金融の役割は概して大きい。

資本財、中間財部門は積極的に投資を行なっているが、予想外に内部金融の比重が高いのは、前述の加速度償却のせいだと考えられる。第13表は、CDIが認可したプロジェクトの国産機械・装置への投資額（認可ベース）と、製造業の主要企業の機械・装置への投資額（実績ベース、第12表から作成）を対照している。両者はデータベースが異なるため比較可能ではない。しかしCDIの認可の下での国産機械・装置への投資が、製造業の全投資の中で高い比重を占めていることを、想像するのは困難ではない。したがって、製造業における加速度償却による資金調達の役割は大きい。

しかし、粗投資の成長率が減価償却による資金のインフローの伸びを上回る。1970年代がそうであり、特に中間財セクターにおいてそうである。その

第13表 CDIプロジェクト（製造業）の設備（機械・装置）投資計画

	CDIプロジェクトの機械・装置投資(認可ベース)(1)						主要企業の機械・装置 に対する投資(実績)(2) 1977年	
	1975年		1976年		1977年			
	N*	E*	N	E	N	E	N	E
消費財産業	2,936	2,359	886	270	2,606	932	4,648	1,005
資本財産業	940	1,587	583	364	1,866	1,771	1,367	658
中間財産業	3,684	3,031	26,368	20,304	18,390	3,098	10,840	5,537
合計	7,560	6,977	27,837	20,938	22,862	5,801	16,855	7,200

(出所) (1) Conselho de Desenvolvimento Industrial, *Relatório de Atividade 1977*, Rio de Janeiroから算出。

(2) 第12表から作成。

(注) * N: 国産の機械・装置に対する投資額。

E: 外国産の機械・装置に対する投資額。

結果外部資金への依存が高まる。

(2) 直接金融

直接金融は社債、株式発行によってなされる。社債市場はなきに等しい。社債発行額（公募）の1971～77年の推移を見ると、非常に少ないことがわかる。すなわち、1971年が200万クルゼイロ、72年がゼロ、73年が7700万、74年が1億、75年1億100万、76年3億9000万、77年1億500万クルゼイロ（各々時価）にすぎない⁽⁶⁾。将来のインフレが不確実な状況では、社債という一種の長期の貸借契約は、企業と投資家双方にとってリスクが高い。

株式発行による資金調達への比重は低下している。その企業サイドの理由は、

第14表 株式の発行（1965～78年）
フロー（単位：100万クルゼイロ，市場価格）

	現金払込		積立金*その他の資本組入 (3)	(1)+(2)	(1)+(2)+(3)	(1)+(2)
	公募—中銀登録 (1)	その他 (2)		GDP (%)	GDP (%)	金融システム の対民間貸出
1965	24	1,221	1,020	2.82	5.14	0.42
1966	19	1,770	1,500	2.81	5.16	0.61
1967	86	2,834	1,435	3.39	5.05	0.45
1968	527	4,255	2,988	3.91	6.35	0.34
1969	468	5,652	10,382	3.78	10.19	0.38
1970	531	6,282	8,541	3.27	7.37	0.41
1971	1,169	15,884	7,710	6.16	8.95	0.50
1972	1,357	14,168	13,082	5.90	10.88	0.28
1973	913	20,374	21,403	4.27	8.57	0.25
1974	538	23,500	28,938	3.34	7.36	0.18
1975	504	35,726	45,344	3.59	8.08	0.17
1976	802	36,902	60,460	2.42	6.30	0.11
1977	1,343	47,953	85,226	2.13	5.82	0.10
1978	3,721	71,667	114,638	2.21	5.59	0.11

(出所) Banco Central do Brasil, *Boletim*, set. do 1978. GDPは, *Conjuntura Econômica*, out. de 1978, fev. de 1979, 対民間貸出は, Banco Central do Brasil, *Boletim*, varios números.

(注) * 資産再評価による株式発行は含まない。

①閉鎖的な経営の選好、②発行費用の高さ、③資金調達上のアベイラビリティの低さに求められる。株式発行は、資本市場法などが定める一定の条件を満たさねばならない。これに対して間接金融は、企業と金融機関との相対取引で、必要時に必要なだけ資金を調達できる。引受機構が未発達であるため、引受費用は概して高く発行額の10～20%にもなり⁽⁷⁾、資本コストを高める。

第14表に示すように、株式発行のうち有償発行の比重は低く、しかも大半が私募である。株式発行が資金調達的手段として有効かどうかの判断基準は、公募発行の高にかかっている。この観点からすれば、株式発行の役割は非常に小さいものである。

ブラジルにおける株式投資は、基本的には投機証券としてのそれであって、そのことが株式市場の量的、質的な発展を妨げている。1971年をピークとする株式公開ブームは、一面では、特に製造業部門の資金需要の増加に由来するものである。しかし、市場を支配したのは熱病のような投機であった⁽⁸⁾。ブームは、1968年末の株式市場振興策から始まった。すなわち、それまで各種準備金の合計が資本金を上回る時、その超過額に15%の所得税が課せられていたが、その分を資本金に組み入れた場合には免税されることになった⁽⁹⁾。翌年の無償増資は前年の3倍(名目)にもなった。投資家は株式配当を期待し市場に殺到した。株価指数(IBV)は同年238%上昇した。高株価は高い発行プレミアムをもたらし、有償増資も増加した。特に71年の前半は株式ブームのピークで、平均株価収益率は70年末の11.9から71年6月の25.9になり、同月の平均利回りは2.9%という過熱ぶりであった⁽¹⁰⁾。ブームは71年後半の株価の暴落で終わり、以後今日に至るまで、株式市場の低迷が続いている。これを境に、間接金融優位の企業金融が決定的なものとなった。

それでは、現実の株式市場はどのように機能しているのだろうか。証券取引委員会(CVM)が初めて実施した、上場会社の株式分布に関する調査を見てみよう(第15表)。表は株式数ではなく、株の市場価額(1977年9月の株式数に株価を乗じたもの。以下VMと略す)にもとづいて作成されている。表から次のことが言える。

第15表 公開株式会社の株式分布 (1977年9月)

(単位: 100万クルゼイロ, %)

	外資系企業		公 企 業		民 族 系 企 業				合 計	
	金額	%	金額	%	金額	%	非 金 融		金額	%
							金額	%		
支配株主グループ	14,337	74.2	127,350	69.0	7,352	44.5	17,699	44.0	166,738	64.0
ミュチュアル・ファンド	236	1.2	48	0.0	14	0.0	1,682	4.2	1,980	0.8
157号投資信託	958	5.0	37	0.0	—	—	4,328	10.8	5,322	2.0
保険会社, 年金	48	0.3	1,868	1.0	720	4.4	532	1.3	3,168	1.2
一般株主	3,629	18.8	45,752	24.8	8,035	48.6	14,837	36.9	75,253	27.7
その他合計	19,310	100.0	184,483	100.0	16,536	100.0	40,205	100.0	260,534	100.0
横軸合計に対する百分比		7.4		70.8		6.4		15.4		100.0

(出所) Comissão de Valores Mobiliários, "Valor de Mercado do Capital das Companhias Abertas Brasileiras," *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Vol. 4, No. 11 (maio/ago. de 1978)所収の第2表から作成。

(注) 公開会社493社から作成した。株式価額から言えば、公開会社のほほほとんどをカバーする。支配株主グループとは株式会社法(法律第6404号)に言う支配株主。その他には、国立経済開発銀行とその子会社である投資会社EMBAMEC, 大統領令第1401号投資会社などを含む。

- ① 支配株主の株式所有率が高い。民族系企業の支配株主の持分は50%を割っているが、議決権株式のみを見ると(表には示していない)、支配株主が過半数を所有している。全体に株式の分散度は低い。
- ② 公企業のVMが全体のVMに占める比重は70.8%である。支配株主以外が所有するVMに占める公企業の割合は60.9%、一般株主の所有するVMに占める公企業の割合は60.8%である。つまり、株式市場から最も資金を吸収しているのは公企業である。
- ③ 民族系企業(非金融)の株式の所有において、免税投資信託(157号ファンド)の役割が大きい。

このように、株式市場はもっぱら公企業の資金調達場になっている。公企業が株式発行に資金源を求めているのは、社債市場(多くの先進国では公企業は主に社債発行によって資金調達している)が未発達だからでもある。投資家が公企業の株式を選好するのは、何よりも安全性からである⁽¹¹⁾。

今日政府は株式市場の振興に躍起である。しかし一連の政策を見る限り、その目的は、民族系企業の育成・資本充実という別の目的にすり替えられている。たとえば、157号ファンドは資金の、少なくとも80%を民族系企業の株式の取得に向けなければならない⁽¹²⁾。株式市場振興のためのその他の投資基金、投資会社についても然りである。こうしたプログラムによって利益を受けられる企業は限られる。一般的には、民間企業にとって株式発行による資金調達の途は閉ざされている、と言ってよい。

内部金融におのずと限界があり、株式市場からの資金調達が困難なため、企業の成長資金の調達は、もっぱら間接金融(銀行借入れ)に依存することになった。

3. 間接金融方式の確立の意義と問題点

(1) 間接金融方式の確立の意義

間接金融方式優位の資金供給機構、企業金融の成立は、企業の成長さらに

大きく言えば一国の経済発展にとって、どのような意義、重要性を持つのであろうか。

まず指摘しなければならないのは、間接金融への途が開かれたことによって、内部金融と株式の私募発行中心の従来の企業金融方式が持っていた資金調達上の隘路、制約が克服されたことである。内部金融は利益の内部留保と減価償却額に依存している。減価償却による資金調達は、粗投資がそれが上回る(それは企業成長を意味する)なら、資金源としては不十分である。したがって、内部金融中心の企業の成長率は、基本的には利益の内部蓄積の伸びによって決定されてしまう。直接金融特に株式発行は、せいぜい縁故的つながりによるものであり、資金調達額には限度がある。間接金融機構、つまり銀行システムを通じる資金供給機構の確立は、こうした資金調達上の制約から企業を解放し、成長資金の調達を可能にさせる。その結果、大量の資金を必要とする資本集約的産業に、企業が参加し、生産を開始させることを可能にさせた。

1968年以降の経済の高成長は、耐久消費財・資本財・中間財産業の著しい発展を伴ったが、この時期に間接金融方式が確立したことは、注目しなければならない。経済成長、耐久消費財産業などの発展を資金面から支えたのが、間接金融方式であった。

間接金融方式の確立は企業財務に別の効果を与えた。企業は銀行から資金を調達し、銀行との関係を維持するため、財務状態を銀行の信用調査に耐え得るものに保っていなければならない。つまり、企業は財務の健全性特に財務の流動性に留意し、債務の支払能力があることを与信者である銀行に示さなければならない。こうして、企業は財務管理・統制にこれまで以上に配慮するようになった。

1964年以降の金融制度の改革によって、意識的に、または結果として、間接金融優位の資金供給機構が形成されてきた。この背景には、株式市場の育成が金融市場に比べて著しく困難であるという認識があった。一般に、最終的な資金供給者である家計は、企業の発行する「直接証券」または「本源的

証券」(primary security, 具体的には株式、社債)よりも、より安全性と流動性の高い「間接証券」(indirect security, 金融機関が最終的な貸手から資金を吸収する際発行する自身に対する請求権。その保有者から見れば「間接金融資産」。具体的には預金など)を選好する。そのため間接証券の方が、より大量に社会的資本を動員できる。さらに、金融機関を仲介した資金は、貸付けの審査が適切になされるなら、より収益性の高い分野に供給される可能性が高い。つまり、資金の効率的な配分能力において、間接金融方式は優れている。また、政府は開発政策に沿って、重点分野に資金を集中的に供給することもできる。金融機関が開発金融の機能を負わせることもできる。一般に、そうした重点分野は短期的には収益性が低く、企業、銀行の双方が投資、貸出に消極的となる。開発金融はこうした問題を解決する。要するに、間接金融方式は企業に対する成長資金・開発資金の供給、資金の効率的な配分(短期および長期の観点から)という機能の面で、より有効な手段であると言えよう。ブラジルにおいても、間接金融はこうした機能をかかなりの程度果たした。

(2) 財務的リスク

間接金融中心の資金調達には弊害もある。もっとも弊害は経済が下方屈折した1974年以降顕在化したものであるから、弊害を過度に強調する議論は、必ずしも正当とは言えない。

金融機関からの借入金の増加は負債比率の上昇をもたらした。借入金は企業にとって成長への「跳躍台」であるが、負債比率が増加するとさまざまなデメリットが生じる。①金融機関による企業経営に対する干渉の可能性が増加し、経営の自立性が失われること、②資金の借り手の返済能力への不安から、貸出金利が上昇すること、③不況に対する抵抗力を弱める、④景気回復期に過去の不況期の利払いに追われ、不況からの立直りを遅らせ、企業成長を妨げる、などである。

一般に好況期には投資利益率は支払利率よりかなり高い。したがって企業は他人資本(負債)を梃子(lever)として利用することによって、企業活動

の目標である、自己資本利益率(1株当たり利益率)を高めることができる(レバレッジ効果financial leverage effect)。しかし、景気の後退が企業の収益率を減少させると、場合によってはレバレッジが逆に働き、財務的リスクを高め、企業の支払不能、倒産をもたらす⁽¹³⁾。1974年からブラジル経済は景気の後退局面に入った。前述のように企業の負債比率は一層上昇した。その後政府はインフレ抑制のため、1976年から次第に金利を自由化した。貸出金利は確実に上昇した。株式会社(全産業)の金融費用の売上高に対する比は、1970年に2.2%にすぎなかったが、銀行借入金が増加、金利の上昇によって、74年には3.3%、77年には5.7%と上昇した。一方、金融費用補償比率((金融費用+税引前利益)÷金融費用)は、70年に4.8倍であったが、74年には3.8倍、77年には2.6倍に低下した⁽¹⁴⁾。そのため、利益の減少に伴う財務的リスクが上昇してしまった。しかし、負債比率の上昇が財務的リスクをどの程度高めるかは、企業により異なる。たとえば、制度金融から低利かつ安定的な(長期)資金を調達している企業の財務的リスクは、負債比率の高さほど、高くはない。逆に市中から高利で借入れている企業のリスクは高い。

(3) 低利融資システムの問題点【略】

要約【略】

〔注〕 _____

はじめに

- (1) Bacha, Edmar, *Política Econômica e Distribuição de Renda*, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1978, p. 20.

I

- (4) Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, *Programa de Ação Econômica do Governo: 1964-66*, Brasília, 1964, p. 27.
 (5) *Conjuntura Econômica*, Vol. 27, No. 12 (dez. de 1973).
 (6) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, *Relatório das*

Atividades/1977.

- (7) Chacel, Julian e Mário Henrique Simonsen e Arnoldo Waldo, *A Correção Monetária*, Rio de Janeiro, APEC Editora, 1970, pp. 32-33.
- (8) Galvêas, Ernane, *Brasil: Desenvolvimento e Inflação*, Rio de Janeiro, APEC Editora, 1976, pp. 60-63.
- (9) Chacel et al. *op. cit.*, pp. 37-38.

III

- (1) 第9表、第10表は、株式会社の統合財務諸表から作成した。1976年の対象企業5040社の売上合計は1兆1237億クルゼイロである。原典論文第1表中の公私混合会社と株式会社の営業収益（それは売上高の近似である）は、1兆6721億クルゼイロである。したがって、第9、10表は、ブラジルの全株式会社のはほぼ4分の3から作成されている、と言ってよい。
- (2) Malan, Pedro S. and Regis Bonelli, "The Brazilian Economy in the Seventies: Old and New Development," *World Developments*, Vol. 5, No. 1/2 (1977), p. 22; Neves, Renato Baumann, "A Utilização da Capacidade Produtiva na Indústria Brasileira: 1955/75." *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 8, No. 2 (ago. de 1978).
- (3) 配当性向について十分な資料が得られない。下表はブラジル資本市場研究所 (IBMEC) が実施した調査結果から抜粋したものである。
- (4) たとえば、企業は所得税の25%を限度として、アマゾン、東北ブラジルの自身のプロジェクトまたは公立銀行の管理するミューチュアル・ファンドに、および（または）政府の管理する特別のファンド（植林、漁業、観光など）に運用できる。この税クレジットは、1978年に149億クルゼイロ、歳入の6.1%に相当した。Franco, Ademar, *Imposto do Renda de Pessoa Jurídica*, São Paulo, Editora Atlas, 1978, pp. 210-215 ; Banco Central do Brasil, *Relatório*

(%)

	金融業		非金融		合計	
	1976	1977	1976	1977	1976	1977
民族系企業	21	24	21	22	—	—
公企業	20	22	38	40	—	—
外資系企業	10	18	49	44	—	—
合計	20	23	34	35	29	31

(出所) *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Vol. 4, No. 11 (maio-ago. de 1978), Suplemento No. 2.

- Anual 1978* (Boletim, março de 1979). 企業の税負担は、多くの税制上のインセンティブによって軽減されつつある。株式会社の公租公課の対売上比を見ると、1970年に12.4%であったものが、77年には9.0%になった。*Conjuntura Econômica*, Vol. 31, No. 1 (jan. de 1977), Vol. 33, No. 6 (jun. de 1977).
- (5) Latorraca, Nilton, *Legislação Tributária*, 4.ª edição, São Paulo, Editora Atlas, 1976, pp. 66-68.
- (6) Banco Central do Brasil, *Relatório Anual*, varios anos.
- (7) 公募発行の一般的な引受手数料は、管理費0.5%, 保証料2.5~3.0%, 発行費用3.0~5.0%などである。Business International Corp., *Financing Foreign Operations: Brazil*, 1979.
- (8) 株価は71年後半に暴落したが、それに引き続いて農地価格の急騰が起こった。農産物の交易条件の好転も一原因であるが、73年以降それが悪化したにもかかわらず、上昇しつづけた。この事実は株式投資の投機性をよく物語っている。Sayade, João, "Preço de Terra e Mercados Financeiros," *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 7, No. 3 (dez. de 1977).
- (9) 大統領令第401号 (30・12・68)。この措置は株式の無償発行を促し、株式の過剰状態を招いた。1973年に、遅ればせながら、再評価積立金を資本超過税の課税算定基準となる「積立金・準備金」から除き、過剰発行を抑制した。大統領令第1283号 (20・08・73)。しかし、この措置は株式の配当(株配)請求権を弱体化させ、従属株主の力を弱めるものである。
- (10) *Conjuntura Econômica*, Vol. 31, No. 11 (nov. de 1977), p. 163.
- (11) Ness Jr., Walter L., "A Empresa Estatal no Mercado de Capitais," *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Vol. 4, No. 12 (set-dez. de 1978), pp. 359-377.
- (12) 中央銀行決議第470号 (26・05・78) 157号ファンドについては下記を参照。*Bolsa de Valores de São Paulo, Os Fundos 157-Onze Anos Depois*, 1978。なお最近の報道によれば、157号ファンドは1980年をもって廃止されるようである。*Visão*, 03・03・80。
- (13) 財務的レバレッジは次のように説明される。必要資金の一部を株式、一部を銀行借入によって調整している企業の自己資本比率 (e) は、

$$e = r + (r - i) \frac{D}{E}$$

で表わされる。ここで r は総資本利益率、 i は借入利率、 D は借入金、 E は自己資本を表わす。 $i < r$ という条件下では、負債比率 ($\frac{D}{E}$) が高いほど e は高くな

ることを示している。景気の後退は企業の収益率を急減させる。他方、金利は比較的硬直的だから、一時的に $r < i$ という状況になる。その場合負債比率($\frac{D}{E}$)が高いほど、自己資本利益率(e)の低下は激しい。

(14) 本節注(4)の*Conjuntura*……と同一出所から算出。

(小池洋一／執筆時：アジア経済研究所経済協力調査室，現：海外調査員
〈在サンパウロ〉)