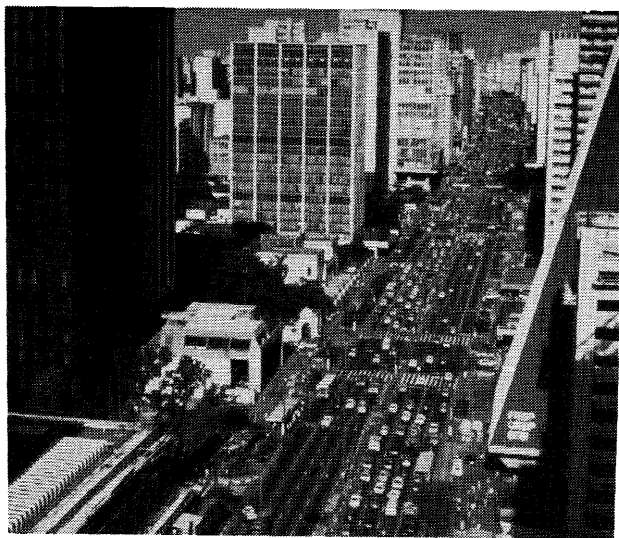


### 第3章 成長資金の調達

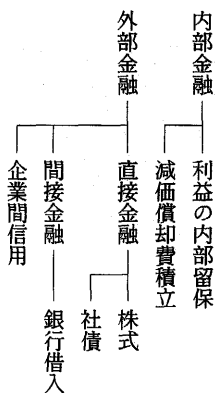


金融機関が並ぶサンパウロのパウリスタ通り (Abril Imagem 提供)

企業成長に必要な資金をどのように調達するかは、企業にとって重要な意思決定の一つである。この章ではブラジル企業による資金調達行動の性格をブラジルの金融・資本市場の発展との関連で議論するとともに、それが投資行動にあたえる影響について検討する。こうした企業の財務政策と構造をみることは、ブラジル経済がいかにその成長資金を調達し、投資してきたかをみることもである。

### ●資金調達の諸手段

企業が日常的な取引あるいは投資に必要な資金を調達する手段には、おおよそ以下のようなものがある。



企業はこうした多様な手段のなかから適切な手段を組み合わせて資金調達をすることになるが、「モジリアーニニミラーの定理」によれば、既存の株主にとって新たに必要とする資金を新株発行、銀行借入など、どのような手段で調達しようが自己資本利益率あるいはそれが反映する株価には影響しない。株価は唯一企業の成長率にのみ依存する。こうした資金調達の無差別性は金融市場の完全性、税の不在、取引費用の不在（後の二つについては別の言葉で言えば、税、費用の資金調達手段による無差別性の存在）を前提とする。しかし、言うまでもなくこのような前提は通常存在しない。そこで金融市場、税制といった要因が企業の財務構造、換言すれば資金調達（手段の組合せ）を決定する。

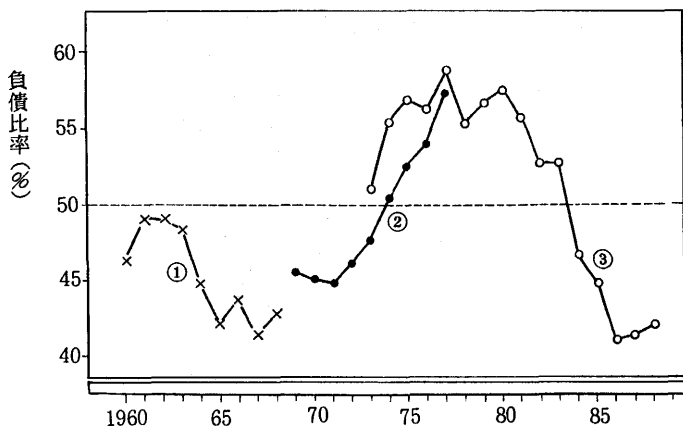
以上を念頭に入れながらブラジル企業の資金調達とその構造をみることにしよう。

### 1 企業成長と資金調達

#### ●資金調達の隘路

図3はブラジル企業の長期にわたる負債比率の変化を示している。いくつかの時期にわけられよう。一九六〇年代は負債比率が低下した時期である。つづく七〇年代前半に負債比率は急速な

図3 負債比率\*の推移—1960～88年



(注)

\* = 負債 ÷ 総資産 × 100 (%)

① 株式会社(工業)。

② 株式会社(全産業)。

③ 500大企業(売上高基準, 公企業を除く)。

(出所) ① Instituto Brasileira de Economia, "Resultados das sociedades anônimas" *Conjuntura econômica*, vol.24, no.2 (fev. de 1970).

② *Conjuntura econômica*, vol.31, no.1 (jan. de 1977), vol.32, no.3 (março de 1978), vol.33, no.6 (jun. de 1979).

③ Exame, *Melhores e maiores 1989*, 1989.

上昇に転じた。負債比率は七〇年代後半にはほぼ水準を保ったが、八〇年代に入ると今度は著しい低下を経験したのである。

ブラジル企業にとって資金とりわけ長期資金の不足は常に成長への隘路であった。慢性的ともいえるインフレーションが資本市場を消失させた張本人であった。金融資産が短期の資産に集中した結果、銀行もまた長期の貸出をしなかった。長期の貯蓄手段の欠如は、今度は反対に、消費性を高めインフレ圧力となった。こうした「悪循環」は貯蓄⇌投資のパイプを細くし、企業が成長資金を調達することを困難にさせた。

金融市場の未発達により内部金融（利益の留保、減価償却）は、会社所有者の追加出資を別にすれば、企業にとって唯一の資金調達手段であった。こうして企業の成長は基本的には利益の伸びに依存した。もっと悪いことがあった。資産の再評価が義務づけられるまで（一九六四年）、税法は固定資産の評価を取得価格とした。その結果インフレの昂進によ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、「貨幣錯覚」(money illusion)が生じた。こうして見かけ上肥大した利益が配当や所得税で企業外に流出したのである。

このように考えると一九六〇年代半ばまで続く負債比率の低下は、経済の後退によって資金需要が減少したこともあるが、虚偽的なものである。この時期の負債比率の低下は財務の健全性を意味するものではない。資本の食い潰しによる企業成長の退行が起っていたのである。

## ● 債務による成長

このように一九六〇年代まではブラジル企業の成長は内部金融、端的には利益の水準に制約されていた。こうした制約は六〇年代半ばの金融制度改革によって解放される。銀行など金融組織の再編と同時に新しい貯蓄動員手段が導入された。後者は大きくは二つに要約される。第一が金融資産に対する価値修正、インデクセーションの適用である。第二は、金融資産に対する価値修正が任意の貯蓄動員手段であるとすれば、強制的な手段による貯蓄の動員である。失業保険基金(FGTS)、社会統合計画(PIS、民間労働者の財産形成計画)、公務員財産形成計画(PASEP)がそれであり、これらは民間金融を補う形で政府金融機関によって固定投資などに運用された。こうして金融資産とりわけ「間接金融資産」(金融機関により調達運用される金融資産)の蓄積・多様化・長期化が進んだ。金融機関への資金の蓄積によって企業の外部資金調達への途が大きく開かれたのであった。このことが一九六〇年代末から七〇年代における企業成長そして経済成長の重要な要因となったのである。

しかしなお内部金融は重要な資金(とりわけ投資資金)調達手段であった。固定資産(および運転資本)の価値修正によって貨幣錯覚による利益の流出がなくなった。工業においては減価償却による資金調達が重要である。税法は固定資産について定額法による償却を定めているが、優先プロジェクトについては加速度償却を認めた。とりわけ工業開発審議会(CDI)の認可プロジェ

クトについては、あらたに設置した国産の機械・装置について、運転時から三年間通常の二倍の償却ができた。こうした手段は投資の回収を早め、企業の手元資金を増加させた。しかしながら、粗投資の成長率が減価償却による資金調達を上回れば、資金は不足することになる。一九七〇年代のはじめがそうした時期であった。六〇年代末からのブラジル経済の高度成長の一つの要因は遊休設備の利用であった。企業は、五〇年代に蓄積された設備能力を利用することによって新規の投資をすることなく、生産を増加させることができたのである。しかし、こうした条件は一九七〇年代はじめに消失した。

内部金融の限界を打ち破ったのが間接金融資産の蓄積、金融機関の成長といった金融市場の発展であった。企業の成長資金調達は間接金融中心となった。図3は一九七〇年代に入って企業の負債比率が上昇していることを示している。すなわち七〇年頃は四五%程度であったが、七五年では五〇%を超えている。企業が負債を梃子とする成長政策に転換したのである。

### ● 間接金融の利点

負債比率の増加の反面には直接金融とくに株式発行による資金調達の不振がある。それは資本市場の不完全性、税制といった条件と関連している。企業によって株式発行が選択されない理由を列挙すれば、①閉鎖的な経営選好、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もとめられる。これに対して企業が間接金融（銀行借入）を選好する理由は、①調達コスト

の低さ、②支払利子の損金算入、③アベイラビリティの高さである。

株式発行は、資本市場法などが定める一定の条件を満たす必要がある。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。こうした資金調達上のアベイラビリティは間接金融の方が高い。しかもブラジルでは引受機構が未発達で株式発行費用は高くなる。またブラジルの株式市場は投機市場のそれであり、しかも株式を公開しているとはいえ、企業は閉鎖的な経営を嗜好している。これらは株式市場の量的、質的發展を妨げ、株式は投資家にとっても企業にとっても安定した投資および資金調達手段となっていない。銀行借入の場合支払利子が損金算入できるという税法上の問題もある。「モジリアーニニミラーの定理」は資金調達の無差別性の前提条件として金融市場の完全性、税の不在、取引費用の不在を挙げた。しかし、ブラジルにおいてはこうした条件は成立せず、間接金融の方が有利であったのである。

## 2 債務の「畏」

### ●レバレッジ効果

一般に好況期には企業の利益率は支払い利子率よりも高い。そこで企業は銀行からの借入など



他人資本(負債)を梃子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(一  
株当たり利益率)を高めることができる。こうした効果を財務的レバレッジ(financial leverage)  
という。

必要資金の一部を株式、一部を銀行からの借入によって調達している企業の自己資本利益率  
( $e$ )は、

$$e = r + (r - i) D / E$$

であらわされる。ここで $r$ は総資本利益率(企業全体の資本 $\parallel$ 総資産が生み出す利益率)、 $i$ は借入  
利率、 $D$ は借入金、 $E$ は自己資本をあらわす。 $D/E$ という条件下では負債自己資本比率( $D$   
 $\backslash E$ )が高いほど、自己資本利益率( $e$ )が高くなることを示している。つまり銀行借入がレバ  
レッジとなって企業の利益率を高めているのである。

ところが不況期はどうか。企業業績は悪化する。その一方で利率は硬直的であるのが普通で  
ある。その結果、総資本利益率が借入利率を下回る( $r < i$ )。こうした条件下ではさっきと  
全く反対のことが起こる。自己資本利益率( $e$ )は負債自己資本比率( $D \backslash E$ )が高いほど低く  
なる。財務的リスクの発生である。

借入金への依存が高くなるとさらに次のような問題を発生させる。第一に、借手の返済能力の  
不安から貸出金利が上昇する。第二に、(不況後の)景気回復期に過去の利払いにおわれ、不況か  
らの立ち直りを遅らせ、企業成長を妨げる。第三に、金融機関による企業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。そこで資金調達手段の組合せに考慮することが必要となってくる。

### ●財務的リスクの発生

こうした財務的リスクはブラジルでは一九七〇年代後半に現実のものとなった。ブラジル経済は一九七〇年代半ばを境に下方屈折し、企業の収益率は低下した。他方で、インフレ抑制のため七六年以降金利が自由化され、市場金利が上昇した。こうした変化に対応して企業は債務による成長という政策を改める必要が生じたのである。もっとも一九七〇年代後半は、エネルギー開発、資本財・中間財の輸入代替などを内容とする意欲的な「第二次国家開発計画」の実行によって、ブラジル経済は比較的高い成長をとげた。その結果企業の収益率は大幅には低下せず、企業は負債比率の引下げという対応の必要性を強く感じなかった。

しかし一九八〇年代はじめに経済危機が発生し経済成長率が大幅に鈍化し、他方で金融引締めによって市場金利が上昇したため、企業は借入を圧縮する必要に迫られた。図3が明瞭に示しているように企業の債務比率は八〇年代に大幅に低下することになった。こうして債務による成長という経営政策は放棄されたのである。

ここで注意すべきは債務比率の低下は企業の財務の健全化という積極面だけではないことである。他方で企業の投資意欲の減退をも意味していることである。

## ●メインバンクの不在

企業にとってメインバンクをもつことは、何らかの理由で資金がショートしたときに資金を融通してくれるとか、金融逼迫期に優先的に資金を得られることを意味する。メインバンクはまた企業が経営危機におちいったときに最後の貸手 (Last resort) となるであろう。つまりメインバンクは「保険者」の役割を果たしているのである。加えてメインバンクは金融機関を代表して企業の活動全体の監視している(そのことによって全ての金融機関が監視するという社会的コストをも軽減している)。現実には系列企業に対する融資においてメインバンクの比重は大きくない。しかしメインバンクの存在は系列外の金融機関が企業に融資することを容易にしているのである。

中谷巖の調査 (Nakatani, Iwao, "The economic role of financial corporate grouping," in Aoki, M. (ed.) (1984)) によれば日本の系列企業が支払う金利の変動は独立系企業よりかなり小さい。これは系列企業が金融逼迫期に高騰した市場金利より低い金利を、逆に緩和期には低下した市場金利より高い金利を支払うからである。このように企業にとってメインバンクの存在は安定的な成長資金にとって重要な役割を果たしているのである。そうした資金を得ることによって企業は長期的視野にたつて新しい事業を起こすことが可能になる。

ブラジルではこうしたメインバンクは存在しない。ブラジルでは金融業は製造業など他の産業とは別のグループとして発展してきた。銀行の多くは一九六〇年代半ばまで慢性的なインフレの

もとで資金量の小さな地方銀行にすぎなかった。そして一九六〇年代半ばの金融制度改革以降は、資金量は飛躍的に拡大したが、銀行が金融部門以外に支配を目的に投資することが厳しく制限された。

もちろん株式所有、役員兼任がなくても銀行がメインバンクの機能を論理的には果たしえる。しかしブラジルの高率のインフレのもとでは、特定の企業へのコミットメント、長期の融資は危険きわまりないものである。ブラジルでは長期の資金を供給できるのは政府系金融機関（製造業の場合は国立経済社会開発銀行）であった。そこでこれらの政府系金融機関が「保険者」の役割を果たしたが、その資金を利用できるのは限られた企業であった。

こうしたメインバンクの不在は企業の成長資金の調達の隘路となったし、金利の大きな変動が企業に財務的リスクを招いた。

### 3 公企業の資金調達

#### ●債務の「畏」——対外債務の場合

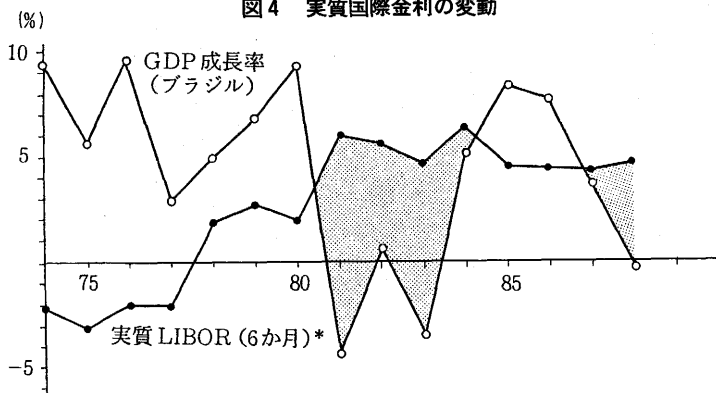
このように銀行借入は企業成長の「飛躍台」であるが、それは企業にとって「畏」でもある。こうした議論は一国の経済の場合にも当てはまる。対外借入は、①内外からの何らかのショック

(例えば天候の異変、輸出価格の低落あるいは輸入価格の上昇)とそれに伴う所得の一時的な減少などマイナスの効果を緩和する、②経済発展のための投資資金を供給する、というおおよそ二つの機能をもちうる。しかし対外借入はあくまでも一時的あるいは国内での資金調達に対して補完的なものである。

対外借入が投資に向けられる場合、問題は、企業の場合と同様、投資の効率である。ⅡⅤⅡという条件下での対外債務を梃子とした経済の成長戦略も、ⅡⅧⅡという条件への移行とともに破綻してしまう。ここで外国貯蓄／国内貯蓄の比率が高ければ高いほど経済の破綻は大きいものとなる。

図4は実質国際金利(ロンドン銀行間取引金利、LIBOR)と国内総生産の成長率を比較したものである。国際金利は一九七七年まで、オイルマネーの蓄積・先進国の資金需要の縮小による余剰資金の存在とインフレの進行によって、実質ではマイナスであった。ブラジルにとって「借り得」の時期であった。七八年以降八〇年まで金利は上昇したがそれは国内総生産の成長率を大きく下回った。逆にいえばこれらの時期は海外からの借入を梃子にしてより大きな所得を生み出したのである。さらに国内金利の上昇が対外借入を促進した。しかしこうした状況は八一年以降急激に変化した。先進国での反ケインズ政策による不況と高金利の共存、省石油によるオイルマネーの縮小が国際金利を大幅に上昇させたのである。他方で国内総生産の成長率は大幅に鈍化した。ⅡⅧⅡという状況に移行したのである。

図4 実質国際金利の変動



(注) \*先進国消費者物価指数でデフレート。

(出所) IMF, IFS から作成。

債務が固定金利であれば金利上昇によるリスクはない。しかし、ブラジルの対外債務の多くは民間からの変動金利LIBORによる外貨ローンである。変動金利分が中長期債務に占める比重は一九六八年には二八・六％であったが、七七年には六七・二％、八二年には七六・〇％と上昇し(Banco Central do Brasil, Relatório anual)、全体の四分の三以上を占めるにいたった。もちろん金利が高くとも投資収益率が高ければ問題はない。しかし、対外借入によって実行された投資の多くは電力(水力、原子力)開発、石油開発、鉄鋼など懐妊期間の長いものであった。その結果、生産・所得の増加の前に多大な資金負担をもたらした。これらが「財務的リスク」を増大させた。

#### ● 公企業の資金調達

ところでブラジルの対外債務の最大の借手は公

企業である。ここで公企業の資金調達とそのブラジル経済への影響について議論しておこう。

表4は連邦政府所有の生産部門の企業の資金調達・運用表である。資金調達をみると負債比率は一九八八年で六六%と高い。負債が国内、海外のいずれから調達されているのか、その構成は八八年は明らかではないので、八六年についてみると外貨借入の比重は負債全体の六〇%に達する。

債務がもたらす財務的リスクは流動比率という指標でみることができる。この指標が一以下の場合企業の支払い能力が将来の利益、債務の借換え、固定資産の売却という不確実なものに依存し、財務的なりスクが高い。公企業の流動比率は一九八八年で〇・二九に過ぎない(表5)。こうした低い流動比率は調達された資金が流動性の低い固定資産に投下されているからである。八八年で総運用の七〇%が機械・設備などの固定資産に運用されている。これらの固定資産は当該企業においてのみ額面の価値があり、市場の価値、流動性は低い。つまりいざというときに処分して借金の返済に充当するのが容易でない。そこで残る手段は、独占的な地位を利用して公共料金を引上げ利益を高めるか、債務の借換えをするかの二つである。もちろん固定資産の大きさは公企業の事業内容からしてやむをえないし、負債については政府という「保証人」が存在する。しかし、そうした「保証人」の存在が支払い能力の維持を無視した投資の実行と借入の増加をもたらしたのである。

これまで公企業の財務構造をみたが次に資金収支(フロー)を検討しよう(表6)。一九八〇―

表4 連邦公企業(生産部門)<sup>1)</sup>の統合貸借対照表——1988年12月

(単位: 100万 NCz. \$ %)

(借方)		(貸方)	
当座資産・			
短期流動資産	11,017.5( 10.7)	流動負債	28,823.6( 28.1)
長期流動資産	8,384.8( 8.2)	うち借入	20,097.2( 19.6) <sup>2)</sup>
うち売掛金	6,361.4( 6.2)	買掛金	8,726.4( 8.5)
恒久資産	83,173.6( 81.1)	長期負債	38,884.4( 37.9)
うち投資	3,618.8( 3.5)	うち借入	30,411.4( 29.6) <sup>2)</sup>
固定資産	71,858.9( 70.1)		
		純資産	30,136.9( 29.4)
総資産	102,575.9(100.0)	総負債 <sup>3)</sup>	102,575.9(100.0)

(注) 1) 176社。

2) 1986年の借入は、流動負債で国内通貨45.2%、外貨54.8%、長期負債で国内通貨37.1%、外貨62.9%であった。SEST, *Perfil das Empresas Estatais-87*, Brasília, 1987.

3) 表記のもののほか政府以外の出資などを含む。

1988年12月末の換算率は1US\$ = NCz. \$ 0.76530。

(出所) Secretaria de Orçamento e Controle de Empresas Estatais-SEST, *Perfil das empresas estatais-89*, Brasília, 1989から作成。

表5 公企業の財務指標(倍)

財務指標	1980	1982	1984	1986	1988
負債比率(負債/総資産)	0.61	0.64	0.62	0.61	0.66
流動比率(当座資産・流動資産/総負債)	0.39	0.29	0.27	0.29	0.29
固定資産/純資産	1.94	2.04	2.07	1.98	2.38

(出所) SEST, *Perfil das empresas estatais*, Brasília, 各年版より作成。



第3章 成長資金の調達

表6 連邦公企業の収支\*—1980~88年

(単位: 100万 NCz. \$ ただし 1988年末価格, 期間平均)

支出	1980-82	1983-85	1986-88
資本支出	5,333.7( 36.1)	4,636.0( 29.3)	5,851.4( 35.3)
投資	4,013.0( 27.1)	2,699.5( 17.1)	2,808.7( 17.0)
償還	777.8( 5.3)	1,426.2( 9.0)	2,512.6( 15.2)
国内	278.1( 1.9)	424.9( 2.7)	732.3( 4.4)
海外	499.7( 3.4)	1,001.2( 6.3)	1,789.2( 10.8)
経常支出	9,437.3( 63.8)	11,161.7( 70.6)	10,663.2( 64.4)
人件費	1,799.3( 12.2)	1,519.9( 9.6)	1,933.7( 11.7)
利子	1,109.7( 7.5)	1,993.6( 12.6)	1,971.0( 11.9)
国内	346.0( 2.3)	427.4( 2.7)	861.2( 5.2)
海外	763.6( 5.2)	1,565.2( 9.9)	1,109.8( 6.7)
その他とも合計	14,783.5(100.0)	15,817.6(100.0)	16,556.1(100.0)
収入			
経常収入	9,920.1( 67.1)	10,543.0( 66.7)	11,093.5( 67.0)
非経常収益	1,171.3( 7.9)	1,007.6( 6.4)	585.2( 3.5)
国庫からの移転	1,122.6( 7.6)	867.6( 5.5)	2,056.1( 12.4)
借入	2,766.6( 18.7)	2,259.4( 14.3)	1,339.8( 8.5)
国内	1,069.6( 7.2)	572.7( 3.6)	626.4( 3.8)
海外	1,697.0( 11.5)	1,686.7( 10.7)	773.4( 4.7)
その他とも合計	14,783.5(100.0)	15,817.6(100.0)	16,556.1(100.0)

(注)\* 括弧内は支出あるいは収入総額に対する比。

(出所) SEST, *Relatório das empresas estatais - 1989*, Brasília, 1989  
から作成。

八二年では投資額は大きく、その多くを長期の借入（国内、海外）によって調達していた。しかし償還額、支払い利子ともに小さく資金収支はうまくいっていた。しかし債務危機後の一九八三年以降になると収支は一気に悪化した。一九八六―八八年でみると債務の償還はほぼ投資に匹敵するものとなった。しかも利子支払いが増加した。それは支出全体の一二％を占めるに至った。他方で信用の喪失によって長期借入が困難となった。借入とりわけ海外からの借入は大幅に減少した。その結果、公企業は投資を大幅に減らさざるをえなくなったのである。こうして資金収支の悪化は国庫から移転の必要性を高めた。一九八六―八八年ではその比重は総収入の一二％を超えた。

### ●債務とインフレ

こうした公企業の多額の債務の償還と利子支払いは、他方で市場あるいは技術的理由から売上数量の増加がないならば、二つの経路をつうじてインフレの要因となる。

第一は売上額を引き上げるための料金（価格）の引上げである。しかし公共料金の引上げが社会的、政治的な理由から難しければ、債務の償還と利子支払いは国庫からの移転の増加をひきおこす。先の表6が示すように移転額は徐々に増加している。移転の資金は、徴税の強化あるいは政府支出の削減がないならば、国債か通貨の発行によって調達することになる。そして国債の引受が不十分であれば残りは通貨発行によるしかない。こうしてブラジルでは公企業の多額の債

務の償還と利子支払いが重要なインフレ圧力となっているのである。

このように公企業は財政赤字、ひいてはインフレの一因となっている。加えてその経営が非効率であるとの批判がある。一九八〇年代に入ると公企業の民営化が計画されたが、現実には遅々として進まなかった。そこで一九九〇年三月の新経済政策（「コロール・プラン」）では、徴税の強化・税制上の恩典廃止・納税期間の短縮などによる財政均衡を図る一方で、民営化については民営化証書を発行しそれを金融機関に強制的に割り当てる政策をとることにした。この証書は公企業の株式購入に充当される。そのほか新経済政策によって凍結された預金、国債による株式購入、個人の株式購入を容易にする投資信託などが計画されている。しかし、民営化にも多くの障害がある。公企業の適正な売却価格を決めるのはそう簡単ではない。公企業は公共目的をもってゐる。それは収益性の低さの原因ともなっている。民営化によって公共目的が損なわれることはないか、新しい株主がそうした公共目的を担うのかどうかという問題がある。公企業のあり方は経済性と公共目的の間で考量されるべきものであって、経済性だけの問題ではない。