

第10章

ブラジルにおける開発金融と民営化 —その法的側面—

はじめに

ブラジルの経済開発は政府主導により促進されてきたといわれる。ではその開発資金はどのように調達され、使用されたのだろうか。ブラジルの国家による開発資金は国有企業セクターの肥大化に繋がった。特に資本集約的な装置産業では国有企業が対外借入に依存した設備投資が進められた。肥大化した国有企業は経営効率性を失い、政府財政に対する重荷になった。対外公的債務の支払いは82年から10年間以上にわたりスムーズになされていない。そこでブラジルでも、世界の民営化の潮流にのり国有企業の民営化が92年から本格化し始めた。以下はブラジルの開発金融の仕組みと民営化の問題点を法律と現実の比較において検討したものである。

I 経済発展過程と開発金融

ブラジルの経済開発過程は、その発展段階に従い次の各期に分類できる⁽¹⁾。
輸入代替期（1930～61年）、調整再建期（1961～67年）、第二次輸入代替輸出促進期（高度成長期）（1968～73年）、第二次輸入代替輸出促進期（債務累積期）

(1974～79年), 緊縮期 (1980～84年), 構造調整期 (1985年～)。

政府は開発過程において, 産業基盤整備と素材産業を政府系企業に, 戦略拠点産業を外資系企業と民族系企業に受け持たせるように指導した。労働集約的で技術集約度の低い伝統的な製造業を担ったのは, 民族系企業であった。

政府は輸入代替工業化を目指したため, その政策は優遇税制と輸入障壁, そして政府開発金融であった。輸入代替期の戦略拠点産業であった自動車産業, 造船産業は100%外資系企業を認め, 優遇税制と輸入障壁を設け育成された。技術導入と資金不足から外資優遇策を採らざるを得なかったのである。

政府系開発金融機関として1952年に設立された国立経済開発銀行 (BNDE) は, 一貫して政府系企業と民族系企業の設備投資資金の調達源となった。第二次輸入代替輸出促進期までは産業基盤整備と素材産業への投資が重視されたため, BNDEの貸付は政府系企業を中心に行われた。その後はそれぞれの期における戦略拠点産業への投資が重視されたため, BNDEは1982年に国立経済社会開発銀行 (BNDES) と名称を変え, 新たな資金源を得て民族系企業への融資に力を注いだ。91年の貸付額の85%以上は民間企業(民族系企業といえる)である。産業基盤整備と素材産業は開発金融を必要としないだけ発展し得たため, その担い手である政府系企業の資産は十分に価値があるとして民営化がなされたのだとの見方もできよう。

II 借入の法的統制

1. 金融制度⁽²⁾

1964年12月31日付法律第4595号の銀行改正法により, 国家通貨審議会 (CMN) が金融政策の最高機関となり, 中央銀行が金融政策を実行し, 市中銀行の業務が規定され, BNDESの開発銀行たる機能が確立された。1965年7月14日付法律4728号, いわゆる資本市場法により投資銀行, 証券会社, 機関

設備投資家の規制がなされているが、資本市場は民営化が脚光を浴びるに至った最近まで発達していない。

他方、1964年7月16日付法律4357号は、インフレ調整付き国債(ORTN)の発行を規定し、政府財政赤字補填と公的金融の資金源となった。法改正を経て、現在では国民の資金運用先になっている。

1964年8月21日付法律4380号は、国立住宅銀行(BNH)を設立し、給与の一定額から構成される勤続年限保障基金(FGTS)を資金源とする住宅金融を規定した。現在は連邦貯蓄公庫(CEF)が中心的役割を果たしている。

CMNは大蔵大臣を議長とし、経済関係大臣、中央銀行、BNDES、ブラジル銀行(BB)、CEFの各総裁他民間人を含めて構成されている。憲法第52条⁽³⁾にもとづき、中央銀行の総裁と理事は連邦上院が決定できるが、憲法第84条で、国務大臣の任命権は大統領にある。BNDESおよび他の国立銀行総裁は各設立法に任命根拠があるが、総裁以外の役員についても大統領により指名されることが多いので、CMNの運営は人事権を通して大統領に握られているといえる。

公的借入金・保証については、憲法第52条で連邦上院の認可が必要である。連邦、州、連邦区および市郡、これらの独立行政機関、連邦政府によって統制される団体(政府系企業、国有企業など)の内外借入限度・協定およびこれらの借入に対する連邦政府の保証限度、条件も第52条で規制されている。連邦、州、市郡の流動負債額の限度と条件は独自に連邦上院の認可を得、これらの固定負債額の限度は大統領の査定を得たうえで、上院の認可を受ける。また連邦、地方公共団体の利益に関する対外金融取引も連邦上院の認可を受ける。これらも第52条に個別規定がある。

2. 設備投資の資金額

(1) 資本市場

ブラジルの資本市場は成熟していないため、上場企業の設備投資資金は株

式の増資によって調達されていない。企業は普通株を上場せず、議決権のない優先株が主に流通している。企業は経営支配権を少数株主権の行使から守っているのである。ブラジル銀行のような過半数の株式を政府が所有している企業の上場株式を購入しても、値上がり益はあまり期待できない。外資による株式市場での投資も、為替差益が大きく期待できない。政府は資本市場育成策を何度か試みたが失敗に終わっている。年金基金などの機関投資家づくりは試みられたが、その資金は株式市場に還流するより、公的金融機関の資金源となった。

ただし、超短期国債は中銀引受けが保障されており、インフレ対応の商品であることから国民の貯蓄の一環となり、超短期国債のディーリング市場としての資本市場は発達した。しかし、超短期国債の発行はコロール・プランで禁止され、現在では銀行等金融機関のみが国債のディーリングを行い、その資金を各金融機関が個別に国民から短期の預金として集めている。個人は30日以上为国債しか購入できない。

(2) 金融機関

ブラジルの民間商業銀行は、設備投資資金の貸手ではない。インフレ率が大きすぎ安定的な定期預金が確保できないため、運転資金融資と外国為替取引が主たる業務となっている。投資銀行は、外貨との合弁が多く資金源が限られており、設備投資資金を中期ローンで供給する業務をほとんどしていない。

設備投資資金の貸手は公的金融機関だけとなっている。ただし、自ら外国で資金調達能力のある企業は設備投資資金をオフショアローンで賄うことはできる。政府保証が付けば資金調達能力は格段に上昇する。ブラジル石油公社 (PETROBRÁS) は、政府保証なしでほとんど資金の調達能力のあった稀な企業である。

憲法第52条にもとづき上院が許可すれば、政府は対外債務に対し保証を与えることができるが、その政府保証枠を使えるのは、実際には、政府系企業

のみである。例えば国有鉄鋼会社（CSN）が外国から設備を輸入する際に政府保証を得て外国の金融機関からローンを得る場合などである。公的金融機関の貸付には、政府融資分と自己融資分がある。政府融資は政府資金の転貸ローンであり、公的金融機関はエージェントの役割を果たすのみで、資金量も貸付条件も政府が決定する。担保は必ず設定されているが、対象設備機器が担保の中心であるので、その動産担保の評価に問題がある場合もある。

他方、自己融資分は自己の資金調達により貸し出すものだが、BNDES以外は安定的な資金源を得ていないため、BNDESが実質的に、政府系・民間企業の設備投資資金のほとんどを出してきた。ブラジル銀行も農業関連事業の設備投資に対して、その大口預金の受入との見合で自己融資分の融資ができる公的金融機関である。州の開発銀行も設備投資融資ができるが、独自の資金源が少ないため、政府融資分のエージェント業務が大部分である。

(3) BNDESの設備資金融資と調達

BNDESの自己資金源は社会統合基金（PIS）、公務員資産形成計画（PASEP）、労働者支援基金（FAT）、社会投資基金（FINSOCIAL）という労働者のための公的基金と外国からの借入である。憲法第239条はPIS-PASEPの資金の40%以上をBNDES資金に充てると規定している。公的基金は個々の労働者の賃金の一定部分を、企業が基金に払い込むもので、労働者の社会保険の企業負担分である。公的基金は安定的な収益が資本市場では得られないため機関投資家にならず、公的金融機関の資金源になっている。1988年以来、FATの資金の40%を自動的にBNDESが実質コスト年5%で借りている。PIS-PASEPからの資金は、現在FATに代わりつつある。FINSOCIALは、82年にBNDESが引き受けた衛生・教育・住宅・小規模農家支援の基金であり、BNDEの名称変更とともに設けられた基金である。しかし、88年以来、同基金の管理はBNDESの手を離れ、連邦政府の管理に移っており、現在は社会保険基金に組織替えしている。FINSOCIALは民間サービス部門の企業にとって負担だけで得るところはないとして、負担とそれにとまなう給付の不公平をめぐっ

て違憲訴訟が提起されたためである。92年にはその合憲性が連邦最高裁判所で確定された。

BNDESが外国からローンないしは社債発行で借り入れるにあたっては、CMNの許可を得なければならない。また政府保証を得て借り入れる場合、憲法52条VIIIにもとづき政府と立法府（連邦上院）の審査を受ける。BNDESは全額出資の金融機関であるため、内外で資金調達が容易である。外国からの借入では、91年末で、世界銀行から41%、米州開発銀行から9%であり、その他は米ドル19%、日本円22%、ドイツマルク5%、その他の通貨4%であり、日本円のなかには日本輸出入銀行からの借入金、円社債などがある。借入金利は7.6%（各通貨加重平均）、期間4年程度である。

BNDESが転貸する政府資金の資金源はFMM（商業海運基金）、FND（国家開発基金）、PIS-PASEP株式運用基金である。FMMは造船業振興基金である。FNDは政府系企業の株式の配当およびFNDが発行する債券の運用収益金である。PIS-PASEPの基金は、その資金を株式市場で民間企業に投資した運用益である。政府融資分は転貸なので、REPASSローンとして別会計である。

BNDESの融資先は、ブラジルの工業セクターの短長期借入において1989年で17%を占める。工業セクターのうち政府系企業の短長期借入においては39%を占める。工業セクターの長期借入に限れば、農産物加工業に対するブラジル銀行の貸付を除きBNDESがほとんどをカバーしている。BNDESは、子会社として国内資本財生産促進のため、当該資本財購入先に融資する工業融資特別機関（FINAME）、無議決権株式で出資する国策投資会社BNDESPARを保有している。近時、新規融資先を民間企業に限っているが、残高の40%が政府系企業向けである。

BNDESは国の開発計画に沿った貸付が要請され、過去に資本財の輸入代替、農業近代化、アルコール自動車計画などに集中的に融資した。このため融資先は集中化し融資残高の50%が25社への貸付である。そのうち民間会社は4社に過ぎず、二つの州政府、ブラジル銀行とサンパウロ州立銀行など政

府系商業銀行を含む公的企業・組織が借入人である。1991年からBNDESは特定企業への融資を制限し始めた。その事業計画では同一企業グループへの与信はBNDES自己資本の20%以下、または当該企業グループの総資産の30%以下のいずれか低い方を上限とすることにした。

特定事業につきBNDESが貸し出しを決定する以前に、繋ぎ資金が民間金融機関、州開発銀行より融資されている。BNDESの支店網が少なく、また貸出審査期間が長いから、個々の事業の資金需要に合わないからである。この繋ぎ融資がBNDESによる貸出審査を甘くしているといわれる。

BNDESがブラジルの鉱工業の設備投資資金のほとんどを貸し出せるのは、その豊富な資金源にある。それはPIS-PASEPを中心とする国家の経済発展雇用拡大基金と社会保険基金であり、前者が大宗を占める。PIS-PASEPは経済発展雇用拡大基金として売上高ベースで企業に負担させる。政府の直接融資の資金源になる場合と、BNDESの他人資本になる場合がある。この区分を明確にするため、1988年からPIS-PASEPはFATに組織換えを図り、FATの40%をBNDESに自動的に貸し付けることにし、BNDESの経営自主権を高めた。

社会保険基金の積立金のうち、失業保険・労災保険・健康保険分は本来の社会保障のために使われるより、国営企業の投資資金に転用されているようである。社会保険積立金のうち退職年金は契約によって必ず支払われるが、保険は保険事故が発生しない限り支払う必要がない。公立病院や労災事故防止設備等保険目的に合った投資がなされるべきであるが、10年間公立病院はつくられていないといった批判が労働社会保障省の中にある⁽⁴⁾。

他方、企業の社会保険費の負担は売上高(FINSOCIALは売上高の2%)および利益(利益の15%)を基礎としている。人件費負担に比例しないものがあり、積立金は社会保障以外にも使用可能であるはずだとの考えが企業側にある。社会保障費積立金の人件費比例分としての労働者負担は、給与の8~10%、企業負担は給与の20%である。社会保障負担金支払者の95%が平均最低賃金の5倍程度の所得階層だが、保障費支払において、この所得階層は68%

しか受けていないという需給アンバランスがある。これは退職年金の支給に賃金格差が大きいことが反映しており、社会保障が高額所得階層に厚くなっている現実、および社会保障費支払を逃れる企業が多すぎる現実を考えると、企業側の意見は修正せらるべきと思われる。

また憲法の下で社会保険費を負担しない人も医療保険を受けられることになった。医療保険会計の将来の収益悪化に備えるべきであろう。

BNDESの不良資産については、1990年末時点でBNDESの3カ月以上の延滞債権が、総資産の3%、4億ドル程度、融資件数の20%、900件である。これら債権の期日未到来元本を含めると38%に達する。貸倒引当金は90年までは融資残高の1%だったが、貸倒れの累積に備えるべくケースバイケースで貸倒れ引当金を立てられることになった⁽⁵⁾。一部の政府系企業に対しては貸倒引当ができない。BNDESの融資は必要資金額の50~60%であるため、130%の担保掛目を適用すれば融資対象機器が動産担保となる。上場企業以外への融資の際は借入企業の実質支配者の個人保証を取っている。しかし、不良債権は設備投資資金の貸付ではなく、政府系企業向けの83年の過去の運転資金貸付から生じている。

最後にBNDESの収益性について見てみよう。BNDESは1988年より為替リスクを国内最終借入人に負担させている。通貨別借入残高と借入実行時の為替レートの加重平均値を国内最終借入人に適用するものである。貸付契約はスプレッド貸しであるため、収益は確保されている。したがって外国借入を資金源とした88年以前の貸付は為替差損を被る恐れがある。他方、国内設備投資資金貸付も借入コスト以下になることはない。しかし、過去の政府系企業を中心にした運転資金貸付が不良資産と化していることは収益の足かせとなる。また担保実行に至ったときの回収も設備機械が中心であるため、回収額が貸付額に満たない場合が生じる。特に州開発銀行の繋ぎ融資案件のうち、政治的な設備投資案件では、プロジェクトの収益性への評価が甘くなりがちなため、不良債権と化する可能性がある。

BNDESはその時々为国策により、収益率の悪い融資も受け持ってきた。特

に70年代以降の資本金の輸入代替、90年代初のパソコン製造産業融資にみられる民族資本優遇政策は、連邦政府をむしろ先導して、収益性を無視したなかで同産業を融資により保護したものだ。これらの民族資本優遇は、時限立法ならともかくも、利権に絡み継続されがちである。特に収益性が悪いと、優遇条件の継続やリファイナンスがない場合の債権回収が見込めない案件になりがちである。特に今後国有企業の倒産が法的に認められる事態になると、国有企業からの債権回収が問題になる。民営化後は倒産への法的歯止めはない。民営化企業の従業員持株制を奨めるために、従業員にBNDESが株式購入資金を融資することになる。購入予定の株式を担保に取っても返済可能性には不安が残る。また調達コストのアップや調達量の減少も収益の悪化要因になる。FAT資金がその運用効率化や適正化を主張する場合も生じよう。現在、民間金融機関の長期貸出金利が存在せず参照レートがないため、FATの貸付金利の低水準が維持されている面がある。

収益性を示す総資産利益率、経常収支率ともにブラジルの一般商業銀行や他の発展途上国の開発銀行の数値を上回っている。しかし、価値修正後で見るとインデックスが運用資産ごとに異なるため、安定した収益構造とはいえない。特に今後は不良資産の処理問題が表面化し収益悪化が予想される。

BNDESは全額連邦政府出資の国有企業であるため、その内外借入の限度・条件は、憲法第52条VIIにより、連邦上院の認可事項である。したがって、少なくとも憲法公布以後は厳しい資金源チェックを連邦上院より受けることになっている。今後は、民間金融機関による設備投資資金貸付の道を切り開くためにもBNDESの融資は選別すべきであり、BNDESの資金源である社会保険基金が資本市場に向かうよう、機関投資家、ベンチャーキャピタルとなっていった方が資本市場育成にも利すると思われる。輸入代替工業化の推進役としてのBNDESの社会的使命は終わっている。

(4) ブラジル銀行の設備資金融資と調達

ブラジル銀行は農業融資で有利な立場にある。農業関連融資は農業活動保

証計画(PROAGRO)という政府の保険が担保となるので貸倒れは少ない。ブラジル銀行は全土に支店網があり、政府歳入代理店としての業務に強く、中小企業への融資が積極的になされている。設備投資資金の貸付は4年程度であるが、より長期融資はFINAMEやPASEPといった政府の転貸融資を使い、自己資金によるものは少ない。転貸融資はスプレッドが確保されており手数料も入るが、貸付リスクはブラジル銀行が負うことになる。

(5) その他の政府系銀行

連邦貯蓄公庫、国立地域開発銀行、州立銀行、州立開発銀行の資金源の大部分は公的資金である。連邦貯蓄公庫は、自ら集めた預金と債券で住宅資金貸付を行っている。この貸付に適用するインフレ調整金利の指標に指標付国債(TR)を用いたことが、1992年連邦最高裁判所で違憲とされた。判決は、TRは国債の利率そのもので、指標ではないとした。これにより、政府は90年度の法人所得税の計算に使用した国債の指標である国庫証券(BTN)を消費者物価指数に代えることを余儀なくされ、法人税収不足の原因となった。

州立開発銀行や州立銀行は、政府の予算による政府貸付の代理店やBNDESの代理店として、主にBNDESの転貸ローンの中長期融資で貸し出す。州は自ら債券を発行することもできるため、短期資本市場で高い金利を出して資金調達した際の引受銀行になる場合もある。

州債は州財政の赤字補填のために発行される場合も多い。州選挙において現州政府への支持を取り付けるために州知事以下が州立開発銀行の融資を選挙手段として使ったことが問題となった。返済可能性を考えず、公立銀行の債務は中央銀行が最終的に引き受けるとの現実的な計算があった。憲法が地方財源の確保を強化し過ぎたのが原因だとして、コロール政権下で憲法改正の予定項目の一つに地方財政の健全化が取り上げられた。州、市郡の債券発行禁止がその一つである。しかし、憲法52条は、連邦上院に州、市郡の負債枠、信用枠を許可する権限を与えている。その運用で解決できると考える。これらの団体が信用枠の範囲で連邦上院の許可を得て中銀に登録して対外借

入することも、その借入の担保として将来の輸出代金を担保に提供することも、外国の金融機関との間で成立するなら問題はない。

(6) 市中銀行

市中銀行は、短期金融、外国為替、銀行間ディーリング、政府系金融の代理店としての業務を行っている。近時、業務の多角化が進み外資系銀行も含め投資銀行の機能もある総合銀行への転換が進んでいる(1988年9月中銀決定第1534号)。市中銀行が短期金融に特化するのには、インフレ率が大きい国内では短期資金しか調達できず、預貸バランスを考えると長期金融はできないこと、強制和議(concordata)という破産法上の支払停止制度が乱用され、長期金融をすると回収に不安のある資産を抱え込むおそれがあることによると思われる。

インフレ抑制、流動性吸収のため流動性預金に対する中銀預託率が高いので、短期貸付量も制限されている。一般的に国民からは市中銀行は融資するところではなく、証券のディーリング、外国為替、不動産や証券の投機を業とする企業だと考えられている。憲法第192条で実質金利は年利12%を超えてはならないと規定されているが、短期金融では実質金利30~40%を取る市中銀行が多いといわれる。したがって1992年に破産法が変更され、強制和議⁶⁾において、支払停止宣言後の金利の取り立てにつき憲法規定の範囲内になるように改正された。一方、借入人側は貨幣価値の下落を考えて強制和議を申請するケースが多いため、その申請の集中を避けるために申請企業の財務会計帳簿をチェックする外部監査を義務付ける改正も同時に行った。

強制和議は破産と異なり債務者しか申請できない。強制和議が認められると、債権者による支払請求が一年間停止される。担保権の行使は理論的には可能であるが、それが破産や和議の引き金になることから実質上不可能である。1年間待っても債務支払の目途が立たない場合、破産手続に移行する。したがって担保付き債権者である市中銀行は、強制和議が申請される以前に破産を申請して担保を実行する動きが、1990~91年には見られたという。預

金保険機構の創設が憲法第192条VIに規定され、89年に立法化が試みられたが失敗した。また、預金者は金利の高い短期預金でインフレヘッジを図ろうと考えるため、資金コストは上昇する。強制和議の申請リスクを考え貸付金利のスプレッドも高くなる。

なお、自己資本の30%までしか単一企業または企業グループに融資してはならないとする中銀決議による融資上限はBNDESの20%より緩いが、市中銀行の企業規模が比較的小さいことから妥当な数値であろう。

市中銀行の長期資金の資金源として、63号ローンといわれる外貨ローンがある。これは1965年の中銀決議第63号により最低6カ月以上の外貨ローンを海外で調達して、国内で個人以外の主に中小企業に転貸するものである。中銀の承認を得る段階で返済据置30カ月、返済8年以上、転貸期間90日以上が要求される。市中銀行の対外信用により長期低利の外貨ローンが取り入れられ、外資系銀行にとっては親銀行からの有力な資金源となる。

(7) 海外からの借入

外国にある銀行がブラジルに設立されている銀行を除く法人に直接貸し出すものは4131号ローンといわれ⁷⁾、1962年9月3日付法律第4131号にもとづいている。中銀の許可は返済8年以上で、同一人に対し8年以上、または18カ月以上貸し続ける2二種のものがある。本来、法律第4131号は外貨の流出を防止することを目的とした法律であるが、直接投資とローンを規制している。日本輸出入銀行および同行と協調して融資する市中ローンならびに政府間交換公文にもとづくODAローンは、4131号ローンの枠外であるが、借入人が政府、政府系企業であり、政府保証が中心であるため、憲法第52条による連邦上院の許可が必要である。

公的債務繰延契約も期日の変更のみならず金利の変更が行われるため、個々に連邦上院の許可を得る必要がある。市中銀行のソブリンローンも同様である。日本輸出入銀行には直接ブラジルの日系民間企業に貸し出すことができる投資金融があるが、これは4131号ローンになる。ソブリンローンや4131号

ローンをブラジルにおける企業への出資金に転換する債務の株式化(デット・エクイティ・スワップ)制度は、4131号ローンによる過去の滞留資金がなくなる恐れやリスケ・ニューマネー交渉で不利になる恐れがあるとして、1984年より禁止されていたが、国有企業民営化の手段として使用可能になった。現在、債務削減のためにローンから転換される7種類の15～30年の債権が示されている。

(8) 輸出入金融

資本財を中心とする長期輸入金融は、BNDESが直接または間接融資で支払外貨の基準金利に3%のスプレッドを乗せて、5年を上限として、FOB価格の85%を融資する。担保は輸入機械と個人保証である。輸入の自由化はガット、アメリカ合衆国通商法との関係から進んでおり、基準関税率を20%に引き下げることになっているため、中期輸入金融への需要は高まると思われる。

資本財の輸出金融もBNDESが行っている。機械装置輸出融資プログラム(FINAMEX)と呼ばれ、生産金融と船積後金融がある。生産金融は機械を製作するための資材調達などに使われ、LIBOR+2%相当のドル金利をコンバートした金利で、30カ月を限度に、輸出代金の70%まで貸し付けている。船積後金融は7.5%で、89カ月を限度に輸出代金の89%まで貸し付けている。輸出代金の20%までは輸入品でもかまわないことになっている。FINAMEの割引レートは7.5%であるため、輸出手形自体が担保であると思われる。輸出手形は銀行保証で信用性を得るのが普通であるが、リスク手数料を金利と別にとっているため、輸出手形への銀行裏書を必ずしもBNDESは要求していないようである。ブラジルはOECD加盟国ではないので、公的輸出信用ガイドラインの条件以下の優遇条件を出している。近時、輸出優遇税制をガット遵守の観点から廃止したため、国際協定遵守の精神に転換したとはいえる。

1991年6月1日法律第8187号により輸出融資計画(PROEX)が誕生し、ブラジル銀行が輸出機材を含む資本財およびサービスの中長期輸出金融を政府予算資金により行うことになった。PROEXは年8～8.5%ドル建てで、銀行手

数料はなく、生産金融は180日限度、船積後540日～10年である。担保は輸出為替の外国での割引である。

なおサービス輸出の場合、外国の輸入者に直接PROEXにより融資することも有り得る。この場合、国内輸出者も連帯債務者となる。従来の政府輸出金融だった輸出金融基金（FINEX）が債権確保に不十分であり、安易に貸し付けられたことを反省し、貸出枠は従来のFINEXからの返済原資に限られている。基本的に、公的金融による輸出入金融は縮小傾向にあるといえる。事実、輸出金融を得なくても為替の下落により輸出製品は十分国際競争力を得つつあり、その民間に流入した外貨を政府が短期国債を発行して吸収しておりインフレ要因となっている。通常のL/C買収業務は外為銀行が行っている。

消費財を含めた輸出信用や紐付き援助は中東、アフリカ、南米諸国との間で二国間ベースで締結しているようである。ブラジル銀行のイラクへの輸出保証枠2億8000万ドルが不正使用されているとして、国連のイラクへの経済制裁に絡んで批判されたことがある。中東からはバーターで原油を輸入するため、その他の国とは機械を中心とする輸出市場を確保するためである。

III 民営化の法的問題点

(1) 経営効率化

民営化の本来の目的は企業経営の効率化である。国有企業が経営効率化を図るには、国家の所有を民間の所有に移したほうがよい場合は民営化が促進される。政府系企業の経済力が増大していた70年代にも、政府系企業の経済支配力批判の形で民営化は論議された。そこでは時限立法で政府系企業を設立すべきだとする論議や幼稚産業卒業論が唱えられた。しかし、対外債務支払のため外貨獲得が必要なブラジル政府は、工業製品輸出が外資系企業と政府系企業により担われていること、そして70年代末からの工業製品輸出の急増により、国内の民営化論議を無視できた。だが、IMF主導の財政赤字縮小

策の一つとして民営化が論議されるようになると、累積債務問題解決に悩むブラジル政府もこれに取り組まざるを得なくなった。またガットのウルグアイラウンド交渉の過程で輸出補助金にあたるような輸出促進税制を見直す必要が生じ、その過程で政府系企業の問題点も指摘されるようになった。

民営化の基本法は、1990年4月12日付法律第8031号である。民営化の目的としては政府の役割の縮小、公的債務の減少、競争原理の導入、そして所有の多角化が挙げられている。政府が保護育成して財政的に支援しなければならなかった企業は、過去40年間の輸入代替工業化政策によって工業分野ではほぼなくなったことから、これら工業企業を民営化しようというのである。

もっとも、政府が競争を制限している結果、製品の品質向上、企業経営の近代化が図れない場合が多く、政府の保護意識になれた従業員は生産性の向上に協力的でない。そこでは従業員株主制度が議論されている。企業の生産性の上昇以上に賃金を上昇させると、企業の利益水準の低下とともに株主配当が減少し、株主の所得が減少する。このメカニズムが働けば、政府の保護意識はなくなり、生産性向上に従業員も協力し得る。また他の民間株主も加えれば、経営陣へのチェックと新規投資資金が期待できる。その株式を上場すれば、市場が企業業績を評価し新規資金導入も返済可能性を考えたものになる。国家としては国営企業の赤字を補填する必要が民営化以降は無くなり、政府保証を出す必要も無くなるため、財政赤字削減に寄与する。公的債務を民営化企業の株主と交換すれば、公的債務の削減により財政健全化が図れる。

以上のような民営化のメリットを生かすための法的規制がなされているかが、以下の検討課題である。

(2) 国家資産の不当廉売

新規株主を募集したいがために国家が保有する株式を安く民間に放出することは、従来の株主の権利を犯すことになる。民営化法人の中には国有企業ばかりでなく、国家が過半数を所有し国家が経営権を握っている国家公私合弁企業も含まれる。国家公私合弁企業は合弁契約のもとで、通常、合弁のパ

ートナーが優先購入権を持つ。国家保有の株式の評価額は優先購入権の行使価格に影響を与える。ウジミナス製鉄所やツバロン製鉄所の場合、合弁パートナーが外国資本であったため、公的対外債務の削減とも絡んで問題となった。合弁パートナーは、両者において追加投資要請を恐れて優先購入権を行使しなかった。

売り出し価格の評価はBNDESの指導の下、国家民営化委員会により行われ⁽⁸⁾、公正な売却価格を得ようとしている。最低売却価格以下の応札しかない場合、当該企業の民営化は中止される。ウジミナスの資産評価について、国家資産を不当に廉売したとしても違憲訴訟が提起された。結果的には不当廉売はないとして連邦最高裁判所で合憲とされた。前コロール政権は底辺の国民を支持基盤にし、また外国の圧力を利用して、過去の輸入代替工業化によりメリットを受けてきた民族資本および国有企業経営者・官僚層を押さえ込もうとしたため、民族主義的な憲法を盾にして反発を受けたといえる。

(3) 外資の出資比率

民営化に参加しても、当初の外資比率は民族資本を意識して議決権株の40%までと法定された。1993年に入りフランコ大統領は民営化政策の見直しを行い、外資による議決権株式の100%取得を認めた。大統領の真意については民族資本の反発を期待して民営化計画を潰すための陽動作戦だとする見方もある。むしろ外資の民営化への参加が期待されたほどではなかったことから、経営権を外資に与えることで外資の民営化への参入を奨励していると思える。

従来でも非議決権株式については外資による取得は無制限だったが、経営権を握れなくては投資の魅力はないと外資の製造業者は考え、外資の機関投資家は少額の配当と株式流通市場でのキャピタルロスを考え、共に投資できなかった。1976年12月15日付法律第6405号(株式会社法)は、3年間連続して配当がない場合、無議決権株の議決権の復活を規定している。民営化後も赤字が予想される場合、減資後の増資が予想され、優先株を購入する株主にとっても負担は大きい。

(4) 外資への優先株割当

優先株の扱いについてウジミナスとツバロンの民営化は異なっている。ウジミナスは普通株、優先株を別個に入札したが、ツバロンは普通株と優先株を抱き合せて入札した⁽⁹⁾。ウジミナスは配当しているが、ツバロンは赤字無配企業である。配当優先株は無配の場合売却しにくい。ツバロンの場合、優先株は外資にはオファーされなかった結果、外資は優先株の議決権復活を狙って経営支配権を握るのが困難であった。民営化法は無議決権株の外資による取得に限度を設けないとしている。しかし、現実には外資にオファーがないのは現地資本を優先したからであり批判されよう。株式会社法上、優先株の発行限度は総発行株式数の2/3とされている。民族資本は現実の取引で外資に自らの株式を売らなければ実質上経営権を握れるため、内外資本の差別的取扱の必要はなかった。特に、ツバロンはその製品であるスラブの75%を輸出し、今後熱間圧延設備の増強計画がある。そのため外貨ローンを導入する必要がある、外資に冷水を浴びせる民営化計画は指導すべきではなかった。ツバロンの民営化に協力的であった世界銀行・IFCグループによる熱間圧延設備への融資計画も立ち消えになっている。

(5) 株式上場

民営化法は民営化後の上場を義務付けているが、赤字企業をいかに上場させるのだろうか。民営化によって従業員の削減が可能になり固定費は減るが、累積損失を消して機関利益を出すに至るまでに数年かかる企業を、新規上場させるためには累積損失を棚上げさせて、機関利益が黒字転換したところで上場する他はない。1993年の民営化改正法には累積赤字分以上は現金による入札を指導するとの一項がある。上場株式は従業員持株分と民族資本の引き受けた優先株が中心だろう。ツバロンの場合、無議決権優先株にはA株とB株がある。B株は永久劣後債であるため議決権の復活はなく、市場に魅力を感じない。A株は累積的優先株であり、優先配当率7%のうち3.5%は累積さ

れるため、配当可能になった時点で過去の累積分の配当もなされる。上場されるのは主にこのA株であろう。

従業員株式はその購入においてBNDESの長期融資が使える。しかし、BNDESは一定期間の譲渡禁止を融資条件にしているため、融資を受けないで購入した従業員持株が市場に出てくることになろう。

(6) BNDESによる融資

外資導入は対外公的債務削減の手段にもなる。対外債務を割引き民営化法人の株式と交換できる。また民営化の新規設備投資資金調達のためにも、外資を有力株主に加えておくことは必須である。BNDESが民営化法人に融資するについては問題がある。BNDESは民間企業にしか新規融資しない業務方針を採っているが、融資残高に占めるこれら民営化法人への国有企業時代の債権が多いため、民間企業だからとして民営化法人に新規融資することはBNDESの方針を換骨奪胎するものになるからである。民営化後も低利でBNDESの融資を斡旋したとして、国務大臣が辞任した事件が発生している。

(7) 経営効率化のための従業員出資比率

国家民営化委員会は、従業員持株分の出資比率を10%とすることを目途に進めてきた。CSN(国有鉄鋼会社)の民営化に際し、同労働組合がこの出資比率を20%とせよと要求し、フランコ大統領はCSNの民営化の時期を93年になって突然延期させた⁽¹⁰⁾。従業員の増加引受け分の10%購入資金につきBNDESの長期融資が検討されている。

CSNでは昔から労働組合が盛んで、経営効率化には従業員の協力が欠かせない。株式会社法上、議決権付き株式を20%以上所有する株主のメリットは、監査役会が5名を下回る場合の監査役選任権程度である。利益率の可能性の低い企業の民営化の場合、支配株主をつくらない傾向が強いため、20%を従業員に与えることは経営のキャストイングボートを従業員に与えることになりがちなることを、国家民営化委員会は恐れているようである。また、従業員

株の価格は他の入札と異なり、一般落札平均価格の70%引きになるように指導されているため、民間の応札者からの不満を恐れている面もある。しかし、1993年3月、政府はCSNの民営化を予定どおり行う旨を発表した。

従業員の生産効率性への協力が賃金抑制、配当重視の方向で得られるためには、出資比率10%は低すぎると思われる。従業員は賃金を重視し、誠首には反対し、労働生産性向上に協力しないことが予想されるからである。配当と賃金の相反する中で、経営効率化のメカニズムが働くには従業員への持株比率をどの程度にするかが問題である。東欧・ロシアの民営化において従業員持株比率は30%が目途となっている。株式会社法第136条は、会社の重要事項の決定は議決権付総発行株式の過半数によるとしている⁽¹¹⁾。定款変更も出席株主こそ3分の2を要求しているが、議決は出席株主の過半数である。取締役を選任するのは監査役会である。適切な経営者を選任しなければ民営化法人は倒産する。ブラジル会社法では3分の2以上の決議を必要とする事項はなく、30%を従業員に持たせても労働者管理企業にはならないと思われる。労働者管理企業になるのを恐れるのは、労働組合が政府に泣き込んだら政府が社会経済的影響を考えて倒産させない措置を採るのではないかとの危惧があるからである。それは民営化の本旨に反するといえよう。

(8) 従業員持株への融資

従業員に自社株を持たせるために融資することは、ブラジルのような高率のインフレ国では問題となる場合がある。返済が遅れば遅れるほど、借入人はインフレ利益が得られるため、返済へのインセンティブが働かないのである。またBNDESによる融資は、返済不能の際の担保権の実行を社会保険基金による引受と、従業員の社会保険基金への分割払が検討され得ると思われる。社会保険の国有企業資金への流用分を投資するのである。この考えは、国家持分が国家持分が変わっただけで民営化ではないと批判されようが、社会保険基金の所有権留保付き割賦販売だと考えれば良い。また社会保険基金の民営化も考慮されるべきである。社会保険基金の運用競争が十分に図られ

れば、従業員持株割賦販売の資金負担も吸収できるのである。

(9) 非製造業民営化

ブラジルの民営化は製造業国有企業だけで、サービス部門国有企業の民営化が図られていないとの批判がある。憲法第177条は石油事業、核関連事業の連邦国家所有を認めている。しかし、同時に採掘・発電された生産物の所有権は特許権者に付与しており、国家所有ではない。ブラジル中央電力株式会社(ELETRONORTE)の民営化はできないが、州所有の電力会社民営化は可能である。バレドリオドセ会社(CVRD)の民営化も可能である。PETROBRÁSの民営化はできない。通信事業も国家独占である。公的サービス事業の民営化はPETROBRÁSを除いて、現行憲法下で可能と思われる。現在問題となっている港湾局の民営化を阻んでいるのは政治的な勢力であり、法的な問題ではない。

現在、民営化対象28社は国営部門の粗売上高の70%を占める。しかし民営化できる政府系企業はさらにあると思われる。1992年には道路、港湾、水力発電所、下水道その他の公共サービスの建設・操業を外資を含めた民間企業に委託できるとする法案が下院を通過している。所有は移さなくても経営委託を行うのは、経営効率化を試すステップとして歓迎できる。

(10) 独占事業

産業保護の卒業については、輸入代替工業化の観点からのみならず、独占禁止法の例外措置が公的目的によりどこまで認められるかを考えるべきである。例えば、CVRDは国有鉱山会社のはずであるが、現在セニブラ(CENIBRA)というパルプ案件を、子会社を通して日本の協力を得て進めている。CVRDの鉱山業で得た利益をもとに製品の全量を日本と取引することを前提にした案件であるため、ローンの返済可能性に問題はない。しかし、金融力を支えにして本来の事業目的から離れた事業に進出することは、他の民間企業の投資機会を奪うことになる。公企業の事業目的は限定的に解するべきで、民営

化してから事業の多角化に乗り出すべきである。

世界の通信事業の民営化には、通信のニッチ産業（自動車無線通信、衛星通信等）への進出を公企業だけに任せては、今後期待できる市場の拡大に繋がらないとの判断がある。誠首か破産かを従業員に選択させるだけの経営効率化は、政治的な軋轢を生むだけで経営効率化を遅らせる。BNDESは民間銀行に中長期資金の融資を移していき、自らはBNDESPARの機能を生かした、産業高度化に役立つ中長期投資に主力を移したほうが良い。その場合、豊富な資金は必要でないため、社会発展基金などは証券市場の機関投資家になり得る。開発金融を政治利益と切り離すには、より市場原理が働く証券市場を育成し、そこから設備資金を調達できるようにすることが効率的であると考えられる。

(11) 対政府債権

国家が従来負っていた不払債務を持つ債権者は、その債権（「腐った通貨」）をもって民営化に参加できる⁽¹²⁾。この通貨をもって民営化に参加しても経営効率化は図れないとする批判がある。政府の1993年民営化改正法では、営業過程で生まれた「腐った通貨」のみ民営化に使えるとした。政府向債権を切り捨てることは政府への信頼感の喪失につながる。その債権のもつ性格によっては、「腐った通貨」の所有者に新規投資義務を課すことも可能だと思われる。例えば、ブラジル鉄鋼公社（SIDERBRÁS）社債による投資計画の破綻により、利益を得たグループが同社債により投資する場合には、新規投資義務と抱き合わせにするのである。同じ対政府債権でも、政府が管理している国家開発基金債券（NDFB）は、各企業年金がその資産運用として所有しており、民営化対象に使える。NDFBを民営化のために使用すると、各企業の年金基金が株主となる。

(12) 民営化証券の引受手

民営化法により30億ドルの民営化証券が発行され、ブラジルの金融機関、機関投資家は、過剰流動性を吸収する政策目的もあって、これを半ば強制的

に買われている。その民営化証券をもって投資することは、機関投資家による企業支配を促進するため、配当期待が経営者への経営効率化圧力となり、かつ株主である金融機関に追加投融資が期待できる。とくに短期貸付に特化していた民間銀行に長期貸付の機会を与えることになる。民間銀行は長期安定的な資金源を探す経営ノウハウを学ぶことになる。

(13) 対民間銀行対外債務

MYDFAなどのブラジル政府の対民間銀行対外債務は流通市場で売買されている。中銀は、例えば市場価格で28%の債権を75%として評価する。外国民間銀行は自ら応札するか入札予定者を紹介すれば25%の損失で債権を回収できる。しかし、中銀から買収の条件としてニューマネーを要求されることを恐れて、市場で28%の評価で売ったほうが良いと考える傾向がある。入札予定者を紹介すれば、入札額へのファイナンスを要求される恐れもある。だが、ブラジルの民間企業は応札にあたり年利40%程度で借り入れており、外資の調達コストが年利6%程度であることに脅威を感じているのも事実である。日本の金融機関が民営化に対して消極的なのは、ニューマネー負担を恐れているからだと思われる。なお、インフレが助長されないよう、これら対外債務は通貨と交換されずに株式を交換することにしている。

(14) 新規設備投資資金の供給者

民営化法人はいずれも経営効率化のために新規設備投資が必要であり、応札者もまた新規設備投資資金の出し手とはなりたがらない。その意味で、ブラジルの民営化は所有の移転であって経営効率化が目的ではないとの批判は妥当である。外国の公的金融機関は新規設備投資資金を融資することが可能である。しかし、問題は担保・保証と返済可能性である。民営化法人には政府保証はでないため、ブラジルと世界の民間金融機関を中心とする保証シジケートの組成と、プロジェクトファイナンス方式・BOT方式が採用されよう。この場合、プロジェクトの詳細な情報提供と政府のマクロ経済の安定が

要求される。ブラジル民間金融機関が長期融資できる体制と、ブラジル証券市場での増資資金の調達ができるようになることが、マクロ経済の安定化のミクロ的なマイルストーンであると思われる。

おわりに

ブラジルの開発金融と民営化は、経営効率化を通してブラジル企業の国際競争力を強化するものでなくてはならない。そのための政府主導は国内各経済主体間の競争を促進し、国際経済摩擦に配慮したものとなるだろう。

開発金融が特定の階層のレントシーキングの場になることも、民営化が新たなレントを生み出す場になることも回避しなければならない。そのためには民族系企業・政府系企業・外資系企業間の差別のみならず、民族資本・政府資本外国資本間の差別も取り払ったほうが良い局面は多くなろう。

市場は万能ではないが、歪められた市場は経済的摩擦のみならず政治的摩擦も生む。ブラジルの法人所得税の対象が国内源泉所得に限られていることは、ブラジル企業の国際化のために障害となろう。

日本が悩んでいる内なる国際化の問題は、移民社会ブラジルにはない。そのかわり、日本が進めたような外なる国際化が国際競争力をつける近道となる日がブラジルに来るだろう。そのためには、内なる国際化を社会的にではなく、経済的に見直す必要があり、開発金融政策と民営化は良い試金石となると思われる。

【注】

- (1) 国際協力事業団『ブラジル 国別援助研究会報告書』, 1991年における, 小池洋一氏 (アジア経済研究所) の分類を参考にした。

- (2) 概観しているものとして以下の三つの文献がある。
Anthony Edwards, *Brazil : A Guide to The Structure, Development and Regulation of Financial Services*, The Economist Publications Ltd., 1988 ; KPMG-Peat Marwick Dreyfuss, *Banking and Finance in Brazil*, 1989 ; 『中南米諸国における金融機関および金融政策の実態』, 国際金融情報センター, 1989年
- (3) 本稿におけるブラジル憲法条文についてはすべて, 矢谷通朗編訳『ブラジル連邦共和国憲法1988年』, アジア経済研究所, 1991年によっている。
- (4) 日本輸出入銀行のスタッフへの同省の官僚による発言。
- (5) 日本輸出入銀行のスタッフへのBNDES職員による説明。
- (6) 和議破産については, 主にブラジルの青木エリカ弁護士により情報を得た。
- (7) 4131号ローンについては, 三山裕三著『ブラジルの投資関係法』, アジア経済研究所, 1988年, p.61 以下に翻訳がある。
- (8) BNDESが1992年5月に国際金融市場から調達した1億ドルの社債発行に際して出された目論見書のp.25~27にその実績の紹介がなされている。
- (9) ツバロンの民営化については, ツバロンへの日本側出資者である川崎製鉄のスタッフの方からもヒヤリングを行った。
- (10) 日商岩井『ブラジル情報』および同社吉原多美江氏からのヒアリングによる。
- (11) 中川和彦『ブラジルの会社法』, 国際商事法務研究所, 1980年, p.127~128。
- (12) 注(10)に同じ。