

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

I 1950・60年代の企業金融

II 金融制度の改革

III 高成長期の企業金融

要 約

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

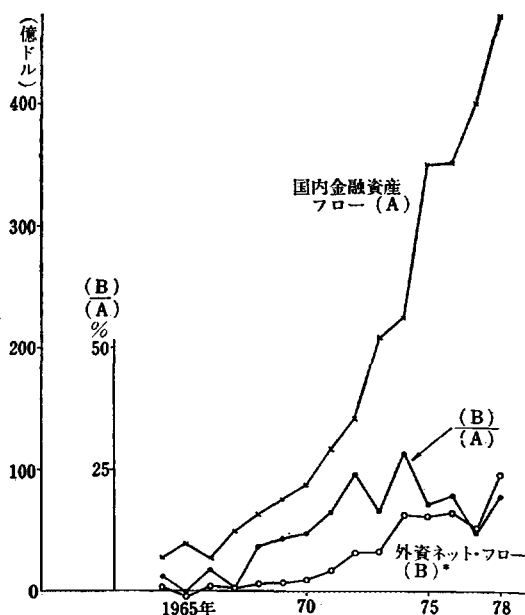
とは一変する。国内貯蓄を動員するため、新しい手段が導入された。金融資産へのインデクセーション (indexation) の適用がそれである。その結果、金融資産なかならず「間接金融資産」の蓄積・多様化・長期化が進み、それまで貯蓄＝投資の流れから逃げていた資金が金融市場に還流した。金融機関の貯蓄の動員力が著しく向上した。こうした資金供給機構サイドにおける変化と資金力の増加は、1968年以降の高成長期の企業金融のあり方を決定づけた。本稿の結論を先取りして言えば企業の資金調達の間接金融中心となった。それは内部金融中心の資金調達が持つ限界を打ち破るものである。間接金融優位の資金供給機構の形成が、経済と企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とき、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(注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

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

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年以降の金融制度の改革を、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。また外国からの資金調達につ

いても触れていない。

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

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

企業資本の調達方法は会社形態によって異なる。企業金融論は通常今日の資本主義社会で最も基本的な会社形態である株式会社を中心に論じているが、経済の発展段階さらには社会システムの違いなどによって、支配的な会社形態は異なる。また同じ株式会社でも、その株式が広く社会に分散しているものもあれば、少数の株主によって所有されている場合もある。ブラジルではどうだろうか。会社形態とその規模を示すため、法人所得税の納税申告書をもとに作成したのが第1表である。

法人数(申告者数)からみると、ブラジルでは有限会社が最も一般的な会社形態であると言えよう。有限会社の収益合計は株式会社に次いで大き

いが、1社当たりの規模は概して小さい。有限会社が多い理由は、設立が容易であり、財務公開の義務がないため企業機密が保ちやすいためである。こうした特徴は、ブラジルの伝統的な家族(同族)経営にふさわしいものであった。しかし、より重要な理由は、株式会社を設立するだけの社会的資本の動員力、結合力がないことである。有限会社形態は、多くの外資系企業によっても採用されている。

1社当たりの規模の観点からは、公社(Empresa Pública)、公資混合会社(Sociedade de Economia Mista)がほかより一段と大きい。公社は、私法上の法人格を与えられたもので、特別の法によって経済活動を営む目的で設立され、その財産・資本のすべてが政府に属する会社である。私企業と同じ条件で競争させるため、独占事業を除き、私企業と同様納税義務がある。混合会社もまた私法上の法人で、特別の法によって経済活動を目的として株式会社形態で設立されるが、その議決権株式の過半数が政府に属するものである(注1)。公企業の活動分野は石油、鉱業、製鉄、電気事業などの実体経済から金融、貿易など多岐にわたっている。固定投資中に占める公企業の割合は、約27%と推

第1表 ブラジルの会社形態・規模、1977年財政年度(1976年所得ベース)

(単位: 100万クルゼイロ)

	個人会社	合名会社	有限会社	協同組合	外国企業の支店・代理店	公 企 業		株 式 会 社		その他* 共 合 計
						公 社	公私混合会社	非 公 開 会 社	公 開 会 社	
会社数(申告者数)	224,757	9,492	298,551	1,717	82	82	386	19,789	766	568,997
A	4	10	500	94	16	27	116	1,989	419	3,191
B	0	1	38	15	5	12	44	305	154	574
総 収 益 合 計	133,042	25,699	852,076	42,035	10,317	102,044	251,123	1,177,564	305,488	2,914,802

(出所) Ministério da Fazenda, *Imposto de Renda-Pessoa Jurídica 1977*, Brasília, 1978 から作成。

(注) * その他とは、労使混合会社(Sociedade de Capital e Indústria)、合資会社、株式合資会社、民法上の法人、匿名会社など。

A: 総収益1億以上5億クルゼイロ未満の会社数。

B: 総収益5億クルゼイロ以上の会社数。

定されている^(注2)。巨大な投資を実行するための資金の一部は財政、自己金融によって調達されたが、そのほかは国内外の金融市場、株式市場からなされるため、民間企業の資金調達源が幾分なりとも狭められた。

全体の収益額からすれば、株式会社形態が最も大きい。先進資本主義国の水準からすれば、その比重は小さい。さらに、株式会社の大半が非公開会社である。ここで言う「公開会社」は上場会社と同一の概念ではない。「公開会社」は、その株式の20%以上が一定の分散度をもって公開されているものとして、中央銀行に登録済みの会社である。主だった上場会社は「公開会社」である。株式会社の大半が非公開会社であることは、株式の公募発行が一般的でないことを示している。つまり、ほとんどが私募である。その意味で、株式発行による資金調達はブラジルではあまり重要ではない。金融機関は政府の指導によって、資本財メーカーなどは資金需要の増加によって、1960年代末から70年代初めにかけて、株式公開に踏み切った。しかし、公開比率は低いし、実際に市場で取引されている銘柄は少ない。民族系企業は基本的には家族(同族)支配の会社である。1976年末新しい株式会社法(法律第6404号, 15・12・76)が制定された。主な内容は、支配株主責任、義務配当などによる少数株主保護、より詳細な財務のディスクロージャー義務などである。そうした規制をさけることもあって、一部の株式会社は有限会社形態に移行した^(注3)。株式会社は、会社の支配者から見れば、他人資本を自己資本と擬制して(株主のレントナー化、配当の利子化)広範囲から資金を集めることを可能にさせる。しかし、ブラジルのように株式市場の形成が遅れ、投機が市場を支配している限り、そうした条件はない。

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^(注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(その中にはブラジル建設も含まれる)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^(注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(注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(注7)。

ブラジルでは宗教的または倫理的理由から、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言え、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(注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(注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

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*, 3.ª edição, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1977, p. 91.

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。

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	積立金 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。

（注1） 公企業の法律上の性格については、下記を参照した。Pacheco, José, da Silva, *Tratado de Direito Empresarial: Sociedades Anônimas e Valores Mobiliários*, São Paulo, Saraiva, 1977, Vol. 1, pp. 68-79.

（注2） 1969年の固定投資中、政府は33.9%、公企業26.7%、民間企業29.4%であった。Baer, Werner et al., “As Modificações do Papel do Estado na Economia Brasileira,” *Pesquisa e Planejamento*

Econômico, Vol. 3, No. 4 (dez. de 1973). マルトーニ(Celso Martone) などサンパウロ大学経済研究所の調査によれば、1978年の固定投資に占める政府の比重は16%、公企業は27%、民間企業57%であった。*Jornal do Brasil*, 07・04・80.

(注3) 最大売上500社(民間企業のみ)中の有限会社数は、1973年に25社であったが、以降漸増して、78年に77社にまでなった。Exame, *Melhores e Maiores*: 1979, Editora Abril.

(注4) Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, *Programa de Ação Econômica do Governo: 1964-66*, Brasília, 1964, p. 27.

(注5) *Conjuntura Econômica*, Vol. 27, No. 12 (dez. de 1973).

(注6) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, *Relatório das Atividades/1977*.

(注7) Chacel, Julian e Mário Henrique Simonsen e Arnaldo Waldo, *A Correção Monetária*, Rio de Janeiro, APEC Editora, 1970, pp. 32-33.

(注8) Galvêas, Ernane, *Brasil: Desenvolvimento e Inflação*, Rio de Janeiro, APEC Editora, 1976, pp. 60-63.

(注9) Chacel et al., *op. cit.*, pp. 37-38.

II 金融制度の改革

1964年以降ブラジルの金融制度は変貌を遂げる。軍事革命によって政権に就いたカステロ・ブランコ大統領とそれを補佐したテクノクラートたちの金融面での努力は、三点に要約されよう。インフレの抑制、金融組織の改編、通貨価値修正制度の導入である。これらによって金融市場が有効に機能し、企業の資金需要に応じられる体制が作られた。このことは、それまで内部金融中心であった企業の資金調達パターンを変化させ、内部金融の持つ限界つまり企業の成長率が利益水準に依存するという限界を打ち破るものである。この節では、金融制度の改革が行なわれた1960年代後半に焦点をあててみよう。

1. インフレの抑制

インフレの昂進は長期の資金市場を消失させ、企業財務に多大な歪みを与えた。インフレの抑制は新政権の最大の経済課題の一つになった。

1964年以降のデイス・インフレ政策は普通二つの時期に分けて考えられている。第1は、強力な需要抑制措置がとられた時期であり、デフレ政策の結果安定恐慌がもたらされた。1964年から66年がこの時期に当たり、その政策は「ショック療法」(tratamento de choque)と呼ばれている。第2期は67年以降で、比較的高い経済成長率を維持するためある程度のインフレの残存を容認するもので、その政策は「漸進主義」(gradualismo)と呼ばれている。従来二つのインフレ政策の相違点を強調したり、それぞれの功罪を論じる傾向が強いが、これは必ずしも正しくない。政策の相違は主に歴史的な制約、「巡りあわせ」によるものであった^(注1)。

1964年新政権が策定した「経済行動計画」(1964~66年, PAEG)は当時のインフレの原因を財政赤字、生産性の上昇を上回る賃金の引上げ、信用の膨張の三つにあるとし^(注2)、これらの削減、抑制を行なった。財政赤字の対GDP比は1950年代に3%台に達し、それが62年、63年にはそれぞれ5.1%、5.3%にもなり、インフレの主要原因となった。財政赤字の削減は、優先度の低い投資の中止、徴税の強化、公共料金の引上げによってなされ、それ以上の不足は国債の発行によって調達された。

第2の賃金は最も厳しくコントロールされた。賃金・物価のスパイラル化を抑えるため、新最低賃金は、過去24カ月間の平均実質賃金に過去1年間の生産性の上昇分および今後12カ月間に予想されるインフレとによって算出された。つまり新賃金は過去の実質賃金の最高ではなく、その平均を

第4表 経済の変動(1965~78年)

(%、指数)

	実質 GDP の伸 び率*	総合 物価 指数 (国内 供給)	支払 手段 の増 加率	対民 間貸 出の 伸び 率**	実質最低賃金 (年平均)*** 1964年=100 (5)	
					デフレー タ FGV (リオ・ デ・ジャ ネイロ)	デフレー タ DIEESE (サンパ ウロ)
(1)	(2)	(3)	(4)			
1965	2.7	34.5	75.4	69.4	93	93
1966	3.8	38.2	13.8	40.1	85	79
1967	4.8	25.0	45.7	63.6	83	75
1968	11.2	25.5	39.0	83.6	83	74
1969	10.0	20.1	32.5	51.4	81	71
1970	8.8	19.3	25.8	36.2	78	70
1971	13.3	19.5	32.3	53.7	79	70
1972	11.7	15.7	38.3	51.3	81	69
1973	14.0	15.5	47.0	55.5	83	64
1974	9.8	34.5	33.5	55.5	80	59
1975	5.6	29.4	42.8	56.3	84	61
1976	9.0	46.3	37.2	57.9	83	60
1977	4.7	38.8	37.5	51.1	86	
1978	6.0	40.8	42.2	49.4	88	

(出所) (1), (2): *Conjuntura Econômica*, varios números,(3), (4): Banco Central do Brasil, *Boletim*, varios números.(5): (1965~76年) Suplicy, Eduardo Matarazzo, *Compromisso*, São Paulo, Editora Brasiliense, 1978, p. 152. (1977~78年) (1)~(4)と同じ統計から算出。

(注) * 1975~78年は暫定値。

** 1965~71年は信頼性が乏しい。

*** 年末特別手当(1カ月分)を含む。FGVは政府側、DIEESEは組合側の調査機関。

基準とした。このことは前回の賃金改訂以降の生計費の上昇に見合って賃金を引上るという、これまでの方針を放棄するものである。さらに予想インフレは、実際のそれを大きく下回っていたから、実質最低賃金は著しく低下した(第4表)。また賃金の改訂は1年未満の間隔で行なってはならないとされた(注3)。

第3の対民間貸出もコントロールされた。しかし実際には、インフレの残存とそれまで凍結、半凍結状態にあった公共料金等の引上げに伴い調整インフレ(抑圧されたインフレの開放)によって、信用の抑制は思うにまかせなかった。だが、価格の

現実化によって、それまで歪められていた価格体系は是正された。

これらの政策を通じて PAEG は、インフレを1965年に25%、66年に10%に押え込もうとした。実際には公共料金等の上昇によって、物価上昇率は65年34.5%、66年38.2%で終わった。

PAEGによる需要の抑制は結果として安定恐慌をもたらした。実質生産の低下によって遊休設備と失業の増加が生じた。信用の制限は民間部門に流動性の不足をもたらし、市中の金利は上昇した。当時企業はインフレ・ヘッジのため土地などの固定資産と過度の在庫を保有していたから、売上の減少と運転資金の不足が経営を行き詰まらせた。企業の収益性は、公共料金の上昇によってコスト面からも圧迫されていた。

一般に総需要の抑制は、その政策によって物価が下落する以前に、生産と雇用の低下が生じるという危険を持っている。これは価格機構がそれほど弾力的でないからである。1967年以降の「漸進主義」によるインフレ抑判は、こうした欠点をよく認識したうえのものである。金融政策は民間部門に流動性の不足が生じないように配慮され、需要を刺激する程度に信用が拡張された。経済運営を担当したデルフィン・ネット蔵相は、安定化の目標は成長に従属すると主張した。インフレの主因が超過需要にあるとの議論は放棄され、物価抑制の手段は専らコストに向けられた。賃金の抑制は、新賃金を決定するに当って、過去になされたインフレ予想の過少評価を事後的に修正し、その分を新賃金に上乗せすることによって、緩和されたが、以前同様厳しくコントロールされた。

価格統制が物価抑制の重要な手段となった。価格統制はすでに1965年以降物価安定審議会(CONEP)を通じて行なわれていた。67年以降CONEP

は企業の提出したコストの一覧表をもとに、値上げを審査するようになった。つまり価格ではなくコストをチェックするようになった。68年8月 CONEP が廃止され、物価審議会 (CIP) が設立され、ほとんどの工業製品の価格が規制されることになった(注4)。なおCIPは、政府が定めた修正指数を超える賃金の改訂によって生じた労務費の上昇を、価格に転嫁することを原則として認めていない。

経済学者シモンセン (M. H. Simonsen) は「漸進主義」を次のように説明している(注5)。慢性的なインフレは大きな再燃要素 (fator realimentar) を含んでいる。現在の物価上昇は、多くの場合自生的圧力 (天候不順による農産物価格の上昇など) によるものではなく、単に過去のインフレの結果にすぎない。生産者、生産要素の所有者は過去の物価上昇によって生じた損失を、現在の価格に上乘せする。これが再燃要素を構成する。インフレは三つの要素、つまり自生的要素、需給調整要素、再燃要素から構成される。漸進主義モデルでは、再燃係数 (過去のインフレによる損失を回復するため、現在

価格に上乘せする割合) を徐々に低めることが重要である。賃金、価格の統制は再燃係数を引下げ、総需要の抑制による犠牲を伴わずに、物価上昇率を低める効果を持っている。価格統制は、企業に対してコスト管理に配慮を払うように要請し、価格の一方的な引上げを抑えるように働いた(注6)。

賃金、価格のコントロールと同時に、最高金利を設定し、資金コストを低める努力もなされた。前述のように、1964～66年の安定化政策の結果、金融市場が逼迫し金利は上昇した。その後インフレが低下し、拡張的な信用政策がとられたが、金利は低下しなかった。一般に金利は硬直的である。そこで政府は、預金、貸出に最高金利を設け、金利引下げを図った。再割引政策は農業、輸出向け工業品といった重点分野に低利の資金を供給する手段として採用された(第5表を参照)。他方、市中に適当な流動性を維持するため、より機動的な金融政策の手段である公開市場操作が1971年から開始された。このように、「漸進主義」によるデイス・インフレ政策は周到なものである。

こうした努力の結果、物価の上昇は次第に減速

第5表 最高金利 (主要取引) の推移 (%)

	1968年 1月 12日～	1969年 6月 1日～	1969年 6月 15日～	1970年 3月 2日～	1972年 2月 16日～	1973年 1月 16日～	1974年 5月 6日～	1974年 7月 23日～	1974年 10月 25日～	1976年 3月 8日～	1976年 3月 12日～	1976年 4月 9日～	1976年 5月 21日～	1976年 9月 15日～
中央銀行 流動性再割引 輸出工業品 農産物取引	24 aa 4 aa 8 aa	22 aa	20 aa	→	→	18 aa				→	22 aa	→	28 aa	→
商業銀行 定期預金 貸出(60日以下) (60日超)	f 2.0 am	2.2 am 1.8 am 2.0 am	→	f 1.6 am 1.8 am	24 aa 1.4 am 1.6 am	21 aa 1.3 am 1.4 am	24 aa	27 aa	→	f	→	1.6 am 1.6 am	→	f f
農業融 資中 小企 業	18 aa	→	→	17 aa 1.5 am	15 aa 1.4 am	1.3 am								→
投資銀行 定期預 金出	f f	→	(-12%* aa)	→	24 aa 29 aa	21 aa	25 aa	28 aa 34 aa	→	f	f			→

(出所) Banco Central do Brasil, *Relatório Anual*, varios números から作成。

(注) * 規制前の実行金制からこの率を引いたもの。

aa: 年利, am: 月利, f: 自由

する。1967年には20%台に、70年には10%台にまで低下した。インフレの収束は、企業のインフレ・ヘッジ、投機のためのさまざまな努力を不要なものにさせた。1964～66年のデフレ政策によって遊休設備が大量に存在し、固定費用の増加が収益を圧迫していたこともあって、企業の生産活動が積極的になされるようになった。こうして、インフレを伴わずに実質生産の増加を見たのである(第4表を参照)。インフレが収束した結果、金融市場が有効に機能する条件のひとつが整った。

2. 金融組織の改編

1964年以前の金融市場はインフレと高利制限法の下で、全く低迷していた。金融組織の中心は商業銀行でもっぱら短期の手形割引を行なった。ほかの金融機関と言えば、公共投資のために資金を供給する国立経済開発銀行(BNDE)と消費者金融を行なうフィナンセーラ(financeira)ぐらいであった(注7)。中長期金融の欠如は、企業が設備資金を調達することを困難にさせた。そのことは企業の設備投資意欲を削ぎ、生産活動を停滞させた。主要な工業プロジェクトは政府、外資によって担われた。1964年までブラジルには中央銀行が存在せず、通貨信用監督局(SUMOC)が金融政策全般にわたる最高の決定機関となっていた。しかし、実際には中央銀行の機能は大蔵省、ブラジル銀行によって担われていた。その結果、金融政策は無原則になされ、大量の財政赤字と通貨の膨張を許した。

ブラジルの金融組織は1964年の金融制度改革法法律第4595号、31・12・64)によって大きな変化を遂げる(注8)。改革の主な内容を列挙すれば以下のとおりである。

- (1) 金融政策全般にわたる最高決定機関として国家通貨審議会(CMN)を設置した。
- (2) 金融政策の実行機関としてブラジル中央銀

行(BCB)を設置した。

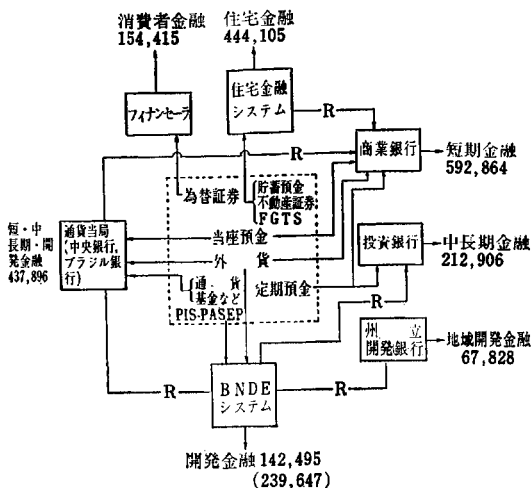
- (3) 国立の商業銀行であるブラジル銀行(BB)はそれまで持っていた中央銀行の機能の多くを失ったが、依然国庫収支の独占、商業銀行の準備預金の受け入れ、輸出入の許可といった権限を持っている。BCBとBBは通貨当局と呼ばれる。

- (4) 金融機関の機能の分化・専門化。特に中長期資金を供給する金融機関の設立。

金融機関の機能の分化・専門化は、金融制度改革法以降具体化された。法律第4380号(21・08・64)によって住宅金融システム(SFH)とその中央銀行とも言える国立住宅銀行(BNH)が設立された。中長期資金の供給のため投資銀行が設立された(中央銀行決議第19号、18・02・66)。その他、州内の経済開発のため州立開発銀行が次々と設立された。1964年国産機械の購入者に資金を供給するため国産化機械融資基金(FINAME)が設けられた。既存の金融機関の改組、業務範囲の明確化がなされ、今日の金融組織が形成された。その概要は第2図のとおりである。

1960年末から金融機関の統合、系列化がなされた。60年代末まで小規模な銀行、金融機関が乱立していた。企業活動の地域的に広範囲になってゆくにしがたい、支店網が狭い地方銀行は不都合なものとなった。そこで金融機関の統合が、さまざまな手段(たとえば最低資本金の設定、合併に対する恩典の供与)でなされた。その結果、たとえば64年当時336行もあった商業銀行は、70年には195行、75年には106行と減少した(注9)。また商業銀行を頂点とする金融グループが形成された。各グループは商業銀行、フィナンセーラ、証券会社といったワンセットの金融機関を持っている。政府は、金融機関の合併によって、伝統的に高い経常費用

第2図 ブラジルの金融組織



(出所) 貸出残については、Banco Central do Brasil, *Relatório Anual* 1978.

(注) (1) 中央破線内は、金融機関の主たる資金調達手段または調達源。

(2) 実線内は金融機関。

(3) Rは再融資 (代理貸)

(4) 図中の数字は、1978年来の貸出残。

通貨当局のそれはブラジル銀行貸出。

BNDEシステムのカッコ内は代理貸を含めた場合。

(単位: 100万クルゼイロ)

の引下げを図ったが、集中は支店の整理を伴わなかったから、経常費用はそれほど下がらなかった(注10)。

こうした一連の改革を通じて、金融機関の貸出能力が高まった。対民間貸出特に長期の貸出に占める公的金融機関の比重は大きい。第2図によって、対民間貸出を最終貸出機関別に見ると、公的機関による貸出分は次のとおりである。ブラジル銀行・州立開銀・BNDE貸出の全て、住宅金融の大半、商業銀行 (ブラジル銀行を除く) 貸出の40%、投資銀行貸出の3%、消費者金融の8%である (1978年末)。民間への資金供給における商業銀行の役割はいまだ大きい、その貸出については政府の規制を受けている。商業銀行は当座預金の15

%相当以上を農業部門に年15~22%以下の金利で、12%以上を中小企業に月1.3%以下の金利で貸出さなければならない。したがって預金準備率を35%とすると、商業銀行が自由に貸出せる資金は当座預金の38%となる(注11)。こうした貸出規制は商業銀行を外貨借入 (63号ローン) へプッシュさせる。もっぱら設備資金を工業部門に供給するのは、投資銀行、州立開銀、BNDEであるが、前の二つはBNDEなど公的金融機関の代理貸しの比重が高い。1978年に投資銀行の貸出中、代理貸しの割合は30% (残高ベース) である。代理貸しの大半が設備資金、機械のバイヤーズ・クレジットであるのに対し、投資銀行自身の資金による貸出の98%が運転資金の供給である。州立開発銀行の負債を見ると、その75%が中央政府と公的金融機関管理の基金である(注12)。このように、企業がアプローチする資金の大半、設備資金のほとんどが、政府なかんずく中央政府レベルの金融機関のコントロールの下にある。

民間金融機関が長期の貸出に消極的なのは、貸出に伴うリスクが高いからである。インフレ圧力が常に存在し、将来のインフレ率が全く不確実な状況では、長期貸出が所期の収益をあげて回収されるという確率は低い。金融機関の合併がなされたとは言え、1行当たりの資金規模は依然小さい。そのため、大量の設備資金を少数の企業に貸付けるのは危険が大きい。金融機関はこうした危険を回避するため、貸出の短期化、分散化を図る。たとえ、民間の金融機関が長期に貸出したとしても、その金利は非常に高いものになったろう。

公的金融機関に資金が集中し、しかもその貸出が選別的で、概して金利が低いため、これら金融機関と好ましい関係を維持することは、企業活動の成功の条件ともなっている。運転資金は民間銀

行から、設備資金は公的機関からというのが、企業の資金調達パターンである。

金融制度改革の一環として、1965年資本市場法（法律第4728号、14・07・65）が制定され、証券機構の整備が図られた。株式の民主化・大衆化と株式市場の健全な発展が期待された。67年には、所得税の一部を株式市場に運用できる免税投資信託（それを定めた法律番号によって157号ファンドと呼ばれる）制度ができた。その目的は、株式市場の振興、企業の財務基盤の強化、一般投資家の教育の三つであった。翌68年、公開株式会社（SCA）制度が誕生した。SCAは株式の20%以上を一定の分散度を以て公開している会社で、会社およびその株主に対して税制上のインセンティブが与えられた。

3. 価値修正制度と強制貯蓄

(1) 価値修正制度

1960年代末まで金融資産の蓄積は乏しく、しかも短期的なものにかぎられていた。1964年以降インフレの抑制、高利制限法の廃止によって、金融資産の増加の条件ができた。さらに新しい制度が金融市場に導入された。通貨価値修正（*correção monetária, indexation*）制度である^(注13)。今日ブラジルでは国債などの証券（金融資産）、長期の銀行貸出、企業の固定資産、不動産などの賃貸借契約、賃金、物価、外国為替のほか広範にインデクセーション、通貨価値修正（以下CMと略す）が適用されている。CM制度は、持続的な物価上昇の下で、資産、権利などの価値を物価指数によって修正し、現実化するシステムと言えよう。その機能は大きく三つに分けられる。インフレによる分配の不正を除くこと、資源配分の歪みを除くこと、インフレを抑制することである。前の二つは、インフレの効果を中立化させること、と言ってもよい。

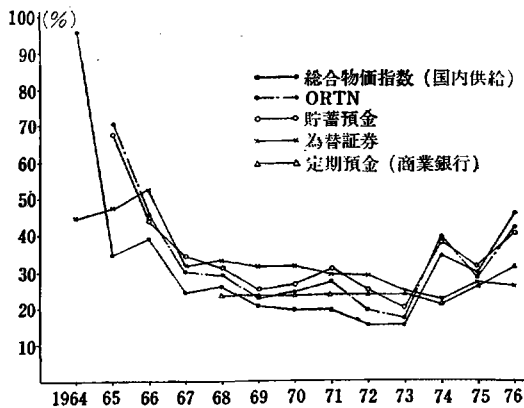
CMは、マネタリストたちによって、そして先に述べた「漸進主義」の立場から支持されている。

CMの広範な適用によって、過度のインフレ期待が抑制される。CMによって価格機構が弾力的になり、分配の不正と資源配分の歪みが除かれる。総需要の抑制によるデメリット（生産、雇用の減少）が緩和される。逆に言えば、そうしたデメリットを伴わず、総需要のコントロールができる^(注14)。

ブラジルのCMの適用は必ずしも公正ではなかった。賃金の場合がそうである。CM制度はむしろ金融・資本市場において成功を収めた。多くの金融資産にCMが適用された結果、貯蓄が金融市場に向い、それが金融機関を通じて企業に貸出された。それまで貯蓄＝投資の流れから逃げていた資金が還流し、生産的に利用されるようになった。1964年以後、政府は国内貯蓄の動員を図るため、二つの手段を利用した。一つがこのCM制度であり、もう一つが後述の強制貯蓄基金の設立である。

CMが適用される金融資産は、①長期国債、②不動産証券（*letra imobiliária*）、③貯蓄預金（*caderneta de poupança*、小口の大量貯蓄）である。1965年の資本市場法によって、その他の金融資産つまり④社債、⑤転換社債、⑥定期預金、⑦為替証券（*letra de câmbio*、消費者金融の手段）^(注15)についてもCMが適用できることになった。しかし、社債市場が未発達であるため、④、⑤は非常に少ない。⑥、⑦については、CM付きのものは少ない。CM付きのものについては、期間制限など条件が厳しいからである。①～③の金融資産の価値は、物価の上昇率に応じて事後的に（*a posteriori*）修正される。金融資産の保有者は満期時（または売却時、解約時）に、修正後元本とそれに対する利子の合計を受け取る。これに対して⑤、⑥のほとんどは、将来の

第3図 主要金融資産の年収益率(1964~76年)



(出所) Banco Central do Brasil, *Boletim*, março de 1977, pp. 98-99 から作成。

インフレを勘案して、その利子が事前に (a priori) に決定される。前者はCM付き資産、後者はCMなしの資産または事前的CM付き資産と呼ばれている。

金融資産に対するCMの適用は、まず1964年法律第4357号 (16・06・64) によって長期国債 (価値修正付き国債, ORTN) になされた。ORTNの価値は、国内通貨の購買力の変化に応じて、3カ月 (後に1カ月) ごとに修正される。その修正率はその他のCM付き金融資産、銀行の長期貸出、今日では企業の固定資産などに適用されている^(注16)。

金融資産に対してCMが適用された結果、インフレによる価値の目減りがなくなった。金融資産は物価の上昇を上回る収益を生んだ (第3図)。そのため金融資産の蓄積、長期化がもたらされた。すなわち、国内金融資産 (フロー) の対GDP比は、1964年に12.2%にすぎなかったが、72年には23.3%、78年には25.5%まで上昇した。また64年には金融資産のうち67%が通貨性資産 (現金、当座預金) であったが、その割合は70年代前半には20%台、後半には10%台にもなった。逆に相対的に長期の

金融資産特にCM付き資産が増加した (第6表)。金融資産にインデクセーションが採用された結果、金融機関の貯蓄吸収力が著しく向上し、そのことによって貸出能力も高まった。

金融資産へのCMの適用は、以上述べたように高い成果をあげた。しかし、CMによってもいまだ解決されていない問題、CMから派生する問題も多い。主な問題点は以下のとおりである。

- ① 金融資産が長期化したと言っても、依然流動性の高いものが選好されている。調達者サイドでも、資金の吸収をしやすくするため、流動性を高める工夫がなされた (たとえば買戻し条件付き発行)。準貨幣的性格を持つ金融資産は多い。
- ② 株式投資が一層魅力のないものになった。株価が物価にスライドして上昇するという株式の妙味は、本来確定利付きの証券にCMが適用された結果、株式だけのものではなくなった。株式は安全性、流動性の点からも魅力ある証券ではなかったから、株式の公募発行は停滞した。
- ③ 金融資産にCM付きのものと、CMのないものが存在する結果、資金の偏在が起こった。インフレの上昇過程では事後的に修正される金融資産が有利になる。そのためもっぱらCM付きの手段で資金を調達している政府、公的金融機関に資金が集中した。この現象は1974年以降次第に著しくなり、民間金融機関の一部では流動性の不足すら生じた。

(2) 強制貯蓄

金融資産へのCMの適用によって任意の貯蓄の動員が図られたほか、強制的な手段によっても貯蓄の動員がなされた。第6表は国内の金融資産中、強制貯蓄の比重が上昇していることを示してい

第6表 国内金融資産の構成 (1964~78年)

フロー・ベース (%)

	通貨性	非 通 貨 性 金 融 資 産						強制貯	株 式 発 行*	その他**	(11) GDP	
	資 産	貯蓄預金	定期預金	為替証券	不動産証券	公 債	小 計 (7)=(2) ~(6)	蓄基金	うち 現金払込	共 合 計 (100万ク ルゼイロ)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(8)	(9)	(10)	(11)		
1964	67.2	—	1.7	4.4	—	1.8	7.9	—	23.6	13.5	3,370	12.2
1966	22.9	—	1.0	4.1	0.7	16.1	21.9	—	54.5	29.9	6,034	9.5
1968	29.8	0.3	3.8	11.9	1.7	5.2	22.9	6.5	39.4	24.3	19,711	16.1
1970	19.3	5.2	6.3	5.3	2.1	12.0	30.9	6.5	41.0	18.2	37,410	18.0
1972	20.8	4.6	8.9	7.8	2.3	13.0	36.6	8.8	33.9	18.4	84,470	23.3
1974	20.7	9.8	5.1	5.1	1.1	7.7	28.8	14.3	35.0	15.9	151,458	21.0
1976	18.2	13.8	4.9	3.3	0.2	17.3	39.5	15.2	25.9	9.9	379,691	24.3
1978	16.3	12.6	10.8	5.7	△ 0.0	15.4	44.5	16.2	21.9	8.7	864,686	25.5

(出所) Banco Central do Brasil, *Boletim*, set. de 1979 から作成。GDP は, *Conjuntura Econômica*, Vol. 32, No. 10 (oct. de 1978), Vol. 33, No. 2 (fev. de 1979). 1975~78年は暫定値。

(注) * 資産再評価による株式発行を含まない。

** その他は, 保険会社の責任準備金, 投資信託。

第7表 強 制 貯 蓄 基 金

	FGTS	PIS	PASEP
設 立	1966. 9. 13	1970. 9. 7	1970. 12. 3
目 的	失業保険 労働者の財産形成	民間企業の労働者の財産形 成	公務員(A), 公企業の労働者 (B)の財産形成
原 資	給与の8%	法人所得税の控除(5%)と 売上の0.75%	(A)歳入の2% (B)営業利益と政府からの補 助金の合計の0.8%
償 還	非自発的失業 住宅の購入, 結婚	結婚, 定年	結婚, 定年, 住宅の購入
管 理 機 関	BNH	連邦貯蓄金庫(CEF) ブラジル銀行 1974年から BNDE	
資 金 量 (1978年末残高 100万クルゼイロ)	202,172	116,813	57,317

(出所) Bolsa de Valores de São Paulo, *Corresão Monetária e Mercado de Capitais*, 1978, pp. 75-79;
Banco Central do Brasil, *Boletim*, jan. de 1980.

る。強制的な性格を持つ貯蓄は, 失業保険基金 (FGTS), 社会統合プログラム (PIS), 公務員財産形成プログラム (PASEP) の三つである。それらの管理は公的金融機関に委ねられ, 主に貸出に運用される。各基金の概要は第7表に示してある。基金の目標の一つは, 労働者の福祉の向上, 財産

形成であるが, 基金からの引き出しには制約が多く不自由である。結局, 国内の貯蓄の不足を強制的な手段で補充するのが, 強制貯蓄基金の主要な目的になっている。

PISについては特別に言及する必要がある。PIS はもともと民間企業の労働者を企業の成長とその

果実に参加させることを目的としていた。労働者を自らが勤める企業に資本参加させ(従業員持株制度)、その配当によって賃金を補填させようとした。しかし、実際には、企業が労働者の名義で利益の一部と法人所得税控除分を連邦貯蓄金庫(CEF)に預託し、CEFはその資金を株式市場で運用し、その収益を労働者に分配することになった。だがPISが設立された当時、株式投資は収益性が低く、リスクは高かった。そこで結局は貸出に運用することに再度変更された。74年からPIS資金はBNDEに移転され、各種の融資プログラムに沿って運用された(注17)。

本来なら個々の企業の資本充実に向けられべき資金が一括して公的金融機関に吸い上げられ、貸出に運用されたわけである。PISへの醸出はすべての民間企業の負担になる。ところがBNDEから融資(一般に低金利)を受けられる企業は限られる。こうした不平等もあるが、より重要なのは、企業資本の充実が阻害されたことである。貸出に運用されているPISが、所期の目的にしたがって株式の引受けに向けられた場合を想定して、作成

第8表 社会統合プログラム(PIS)
フロー・ベース(単位:100万クルゼイロ)

	徴収額 (ネット)	PIS 貸 出*	BNDE 貸出**	貸出合 計*** (4)= (2)+(3)	貸出合 計(4) 株式発 行**** (%)
	(1)	(2)	(3)		
1974	4,292	3,378	1,073	4,451	18.5
1975	7,320	5	8,626	8,631	23.5
1976	12,611	1,698	13,765	15,463	41.0
1977	28,735	959	21,582	22,541	45.7
1978	40,678	557	37,853	38,410	51.4

(出所) Bacon Central de Brasil, *Boletim*, jan. de 1980 から作成。

(注) * PIS自身による貸出。

** BNDEがPISをもとに貸出した分。

*** フロー・ベースのため、貸出額が徴集額を上回る年もある。

**** 現金払込みによる株式発行。金額は第13表を参照。

したのが第8表である。実にPIS貸出は株式発行(現金払込み)の40~50%にも相当する。とは言っても、所期の目的に沿って、労働者が企業資本に参加することは、経営者側から嫌われたであろう。

金融資産への価値修正の適用によって「間接金融資産」が増加し、金融機関の資金力が増加したこと、強制貯蓄制度が導入され、その資金が公的金融機関を介して貸出に運用されたことの二つによって、間接金融優位の資金供給システムが形成されることになった。

(注1) 二つの時期のインフレ抑制政策については、以下を参照。

Simonsen, Mário Henrique, *Inflação: Gradualismo X Tratamento de Choque*, Rio de Janeiro, APEC Editora, 1970; Simonsen, M. H., *Brasil 2002*, Rio de Janeiro, APEC Editora, 1972, pp. 77-96 (水野一, 堀坂浩太郎訳『ブラジル経済の奇跡』新世界社 1974年); Marinho, Luiz Cláudio, "Inflação no Brasil (1964-1976)," in Pinto, A. et al., *Inflação Recente no Brasil e na América Latina*, Rio de Janeiro, Edições Graal, 1978 (原著は, *Reciente Inflación en America Latina y Brasil*, pp. 131-207)。

(注2) Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, *op. cit.*, pp. 28-30。

(注3) 賃金政策の批判的検討については, Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos, *Dez Anos de Política Salarial*, São Paulo, 1975。

なお最低賃金は1975年から、過去12ヵ月(24ヵ月ではなく)の平均賃金を基礎とすることになった(法律第6147号)。さらに1979年11月から、最低賃金の改訂は6ヵ月ごとになった(法律第6708号)。

(注4) 工業品以外では、農産物が供給監督局(SU NAB)、石油・石油製品が国家石油審議会(CNP)という場合に、物価の多くが政府の統制下にある。

(注5) Simonsen, Mário Henrique, *Brasil*……, pp. 167-173。

(注6) CIPの価格統制は、インフレの抑制、企業の生産性の向上のうえで、一定の成果をあげた。しかし、CIPの価格統制が企業経営にとって多くのデメリ

ットを持つことが、企業および業界団体から指摘されている。他方、CIPによる価格統制はそれほど効果がなく、かえって物価の下支えをしているとの議論もある。しかし、こうした批判は、多く価格統制による成果を見逃している。批判の要旨は以下のとおりである。

まず企業サイドからのデメリットの指摘。①特定のコスト（たとえば輸入積立金、73年以降の原油価格の上昇分など）の価格転嫁を認めないこと、②マーク・アップ率の決定が、変動費・減価償却費を基準になされ、企業の長期投資計画を考慮していないこと、③コストのチェックによって、実質的には利益率をも決定してしまうので、企業の生産性向上への意欲を削ぐこと、④価格の改訂が不連続なため、改訂前には現金収支を圧迫すること、⑤公共料金が、民間企業の生産する工業品価格と異なり、一定の利益率と将来の投資資金を確保するように決定されていること、⑥CIPの官僚制的弊害などである。Coordenação Técnica de IV Conferência Nacional das Classes Produtoras (CONCLAP), *Documento Básicos No. 2*, Rio de Janeiro, 1977; Federação das Indústrias do Estado de São Paulo, *O Control de Preços no Brasil*, cadernos econômicos No. 32, São Paulo, 1978.

次に価格統制がそれほど有効でないとする議論。価格改訂は、中位の生産性をもった企業のコストに一定のマーク・アップ率を加算して決定される。したがってCIPが価格の下支えをしている面がある。自動車産業のような寡占的な市場では、価格決定はCIP以前に大企業の間でなされてしまう。したがってCIPは、制度的にカルテル形成を保証している、というものである。こうした議論の例として、*Gazeta Mercantil* 紙(06-08・05・78)におけるフルミネンセ連邦大学のFrischtak教授の発言がある。

(注7) その他に、地域開発銀行としてアマゾン銀行(BASA)、東北ブラジル銀行(BNB)、大衆の少額貯蓄を受け入れる貯蓄金庫などがあった。

(注8) ブラジルの金融制度の詳細については、以下を参照されたい。長谷川洋四編、『ブラジルの企業金融』アジア経済研究所、1974年。田中麿一「ブラジルの金融事情」(『財界観測』1976年10月号)。

(注9) Banco Central do Brasil, *Relatório Anual*, varios anos.

(注10) 1976年の商業銀行(日本は市中銀行)の経常

費用(人件費、物件費など)の対貸出平均残高比は、ブラジル13.59%、日本2.64%である。Galvéas, Ernane, *op. cit.*, p. 63; 大蔵省『銀行局金融年報』1979年版より計算。なお支店開設が経常費用と金利を高めているとする議論の例として以下の論文がある。Bouzan, Ary, "Concentração e Economia de Escala nos Bancos Comerciais," *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 13, No. 3 (jul-set. de 1973).

(注11) 準備預金は国債その他によって代替できる。1977年末の準備預金中現金は57%であった。Banco Central do Brasil, *Relatório Anual 1977* (Boletim, março de 1978) p. 85.

(注12) Banco Central de Brasil, *Relatório Anual 1978* (Boletim, março de 1979), pp. 94, 106.

(注13) 価値修正制度の詳細は以下の文献を参照。Chacel, Julian et al., *op. cit.*; Ness Jr., L. Walter, *A Influência da Correção Monetária no Sistema Financeiro*, Rio de Janeiro, IBMEC, 1977; Bolsa de Valores de São Paulo, *Correção Monetária e Mercado de Capitais*, São Paulo, 1978; 塩野谷祐一『現代の物価』(増補版)日本経済新聞社 1977年402~431ページ; 加賀美充洋『ブラジルのインフレーション』(『アジア経済』第18巻 第10号 1977年10月)。

(注14) インデクセーションのメリットの指摘については、たとえば以下の文献がある。

Giersch, Herbert, Milton Friedman, William Fellner, Edward M. Bernstein and Alexandre Kafka, *Essays on Inflation and Indexation*, Washington D. C., American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1974.

(注15) 消費者が分割払いで商品を購入するとき、フィナンセーラは消費者に代わって残金を販売店に支払う。フィナンセーラは、消費者が自らに返済する額に見合う為替証券を発行する。為替証券は無記名式で転売が可能である。

(注16) ORTNの価値修正率の計算方法は幾度となく改訂されたが、1976年5月以降採用されている計算式は次のとおりである。

$$V_t = 0.8 V_{t-1} \frac{P_{t-2} + P_{t-3} + P_{t-4}}{P_{t-3} + P_{t-4} + P_{t-5}} + 0.2 V_{t-1} 1.011715$$

V_t は t 期の ORTN の価値(クルゼイロ表示)、 P_{t-i} は i カ月前の卸売物価指数(国内供給)。0.2は政府の予想インフレで年15%と推定されている。しばしば偶

発的な原因（たとえば天候不順、輸入原油の値上げ）による卸売物価の上昇分を価値修正の計算から除くこと、残存インフレを低く評価しているため、修正率は卸売物価の上昇を若干下回る。ORTN の法制については、Chiesa, Dirceu Antônio, *O Mercado Financeiro*, Porto Alegre, Sulina, 1976 を参照。

（注17）PIS の経過については、Bulhões, Otávio Gouvêa de, “Suplementação dos Salários e a Capitalização Empresarial,” *Conjuntura Econômica*, Vol. 33, No. 6 (jun. de 1979).

III 高成長期の企業金融

前述のように、1964年以後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表である（注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 G D P
	総 資 産	固定資産	総 負 債	自己資本	資 本 金	売 上	税 引 前 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）（I）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	立 金 準備 金	再 価 立	積 立 金 (マイ ナス)	累積損 益	
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。

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（ $\frac{\text{自己資本}}{\text{負債}}$ 、以下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
鉱業	2.27	2.00	1.93	1.80	1.31	1.23	0.98	1.13
製造業	1.34	1.29	1.21	1.10	0.85	0.78	0.71	0.74
窯業・土石製品	2.18	1.87	1.46	1.37	1.04	1.05	0.96	0.95
金属機械・電機	1.54	1.48	1.56	1.31	0.90	0.72	0.62	0.60
輸送機械	0.95	0.92	0.86	0.85	0.64	0.60	0.59	0.62
化学繊維	1.05	1.18	1.13	1.09	0.74	0.62	0.61	0.52
食品、タバコ	1.28	1.35	1.50	1.29	0.97	0.88	0.78	1.01
建設	1.16	0.96	0.82	0.88	0.79	0.76	0.79	0.84
公共サービス工業	1.52	1.45	1.22	1.10	0.88	0.87	0.78	0.72
サービス	0.50	0.65	0.63	0.51	0.50	0.60	0.60	0.41
	1.49	1.52	1.43	1.36	1.11	1.11	0.95	0.99
	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。

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年代前半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(注2)。工業生産は、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、鉱業および窯業・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いなく、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は

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2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。

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^(注3)、諸税の軽減^(注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（método 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

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 (100万ク ルゼイロ)		12,563	5,064	4,141	28,237
資金 構成 比率 調達 (%)	内部資金	67	51	35	36
	株国	6	11	6	6
	内外借入	16	25	23	21
	海外国税 制インセンティブ 不詳、その他	4	8	17	23
資金 運用 比率 (%)	車	20	2	8	2
	国外	37	27	44	33
	新	8	13	11	18
	工	12	19	6	16
不詳、その他	業	20	17	26	23
	設	3	22	5	8

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

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^(注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

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。

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(注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の比重は低下している。その企業サイドの理由は、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(注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

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) GDP (%)	(1)+(2)+(3) GDP (%)	(1)+(2) 金融システム の対民間貸出
	公募—中銀登 録 (1)	そ の 他 (2)				
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. de 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。

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(注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(注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(注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。

- 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

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 融		非 金 融			
	金 額	%	金 額	%	金 額	%	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
ミューチュアル・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、公開会社のほぼ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 EMBRAMEC、大統領令第1401号投資会社などを含む。

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(注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、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(注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。金融機関に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。もともと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、必ら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、経営の自立性が失なわれること、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^(注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 $\left(\frac{\text{金融費用} + \text{税引前利益}}{\text{金融費用}}\right)$ 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^(注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

ブラジルでは、①中央銀行の選択的割引、②公的金融機関(特にブラジル銀行、国立経済開発銀行)の貸出、③商業銀行の貸出先規制を通じて、経済の特定分野に低利の資金を供給した。①については農業、工業品輸出、②については農業、輸出、資本財・中間財産業、③については農業、中小企業が特に低利融資(*crédito subsidiado*)の対象とされた。こうした一連の政策金融はそれぞれの分野で一定の成果を収めた。しかし、1974年以降インフレが再燃するに及んで、多くの歪みが生じた。

通貨当局による低利融資は、中央銀行による再割引、ブラジル銀行貸出である^(注15)。農業、工業品輸出などに対しては1968年以降一貫して市中よ

りも低い金利が適用され、それは物価の上昇率が高まり市中の金利が上昇してからでも変わらなかった(第5表)。したがってこの部門の企業家は、物価上昇率が高くなればなるほど多くの利益を享受することになった。低利融資の原資は、①金融取引税や強制的な性格をもつ積立金(輸入預託金など)、②国債の発行、③通貨の発行であった。つまり低利融資による一種の「補助金」(貸出金利と市中の金利との差または貸出金利と通貨当局による調達コストの差)は、いわゆる利子補給金と異なり、財政からは支出されない。したがって、①の原資にはかぎりがあるから、低利融資の額が大きくなればなるほど、金利差が大きくなればなるほど、②、③の発行が増加する。

国債の大量発行は低利融資と深く関連している。通貨当局は国庫の代理人として、国債発行の裁量権を握り、低利融資を実行するため国債を発行している。それによって得た資金は中央銀行の国庫勘定に入るが、財政は均衡している(1972年以降黒字)から、政府はその資金に手をつけない。そこで資金の大半がブラジル銀行に移転し、貸出に運用される。国債は利子プラス価値修正または割引によって調達され、インフレをはるかに下回る金利で貸出しされる。ところがそうした調達コストは、政府予算ではなく通貨予算に計上されている。そこで通貨当局は、以前発行した国債のコストを支払うため、より大量の新規発行を強いられる。新規発行によって調達した資金の大半が過去の発行の償還、コストの支払いに充当されてしまうため、結局通貨の発行圧力が強まる^(注16)。低利融資による「補助金」と国債の発行コストは財政には含まれない。財政の均衡は人為的、虚偽的なものである。ブラジルの通貨当局は開発政策の役割をも担っていると言ってよい。

低利融資のもう一つの例は国立経済開発銀行(BNDE)によるものである。1975~76年中にBNDEから融資の約束を得たものについて、価値修正率の上限を年20%(つまり企業の資金コストは、利子+20%)とした^(注17)。この措置は、景気後退に直面して、特に資本財、中間財産業の設備投資を促進するためのものであった。実際のインフレは、20%をはるかに超えていたから、企業はBNDEに融資約束を求め、BNDEはそれに応じた。貸出額(約定額)は、1975年に対前年比95%の増、76年に対前年比59%の増(名目)と急伸した^(注18)。

低利融資システムのデメリットは以下のとおりである。

第1に、通貨価値の安定を実現するために必要な、通貨当局の独立性と自律性が損なわれた。第2は市中の金利が上昇したことである。商業銀行の貸出が一部低利でなされるよう義務づけられたから、他の部分の貸出金利が上昇した。また前述のように、低利融資をするため、国債の発行圧力が強まったがその結果、国債を投資家にとって魅力あるものにせざるを得ない。そこで国債の収益率の引上げがなされ、市中の金利全般を引上げてしまった。第3は、資金の効率性の問題である。低利融資は、単に短期的な資金配分の効率性の観点からのみによって議論されるべきものではない。しかし、低利融資が広範に適用され、その金利が市場利子率から大きく乖離することは、余りフィージブルでないプロジェクトを強行させるなどの誤謬の可能性を増加させる。また低利融資が、企業家の政治的インフルエンスや知己関係に基づいてなされるという問題もある^(注19)。

農業に対する低利融資は、失敗のきわみである。農業への低利融資は、一面では農産物価格が低く抑えられていることに対する見返りであった。し

かし、融資された資金が実際にどう運用されるかをフォローすることは十分になされないで、農業者は低利で得た資金をオープン・マーケットに流用することもできたのである。低利融資の大半は輸出向け農産品(大豆など)になされ、それらの生産・輸出は急増したが、他方国内市場向け特に低所得者向けの農産品(フェイジョン豆、マンジョーカ芋など)の生産は全く停滞した^(注20)。BNDEによる資本財・中間財部門への低利融資は、これらの部門での設備投資を促進したが、現在では、公共投資の削減もあって、著しい過剰設備をかかえている。工業品輸出に対する低利融資は、自動車などの輸出増加に寄与したが、本来比較優位のない工業品に対する高率のインセンティブは、この国の生産要素の賦存状況に反するという問題が残る。低利融資は、他方それにアプローチできない産業、企業の資金コストを高めた^(注21)。低利融資システムが実体経済、金融市場、所得分配などに与える影響を考察することは興味深いが、ここではこれ以上の議論は差し控える。確認しておきたいことは、ブラジルの低利融資は、低利融資そのものよりも、そのシステム、方法に問題があったことである。

(注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1兆1237億クルセイロである。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、1兆6721億クルセイロである。したがって、第9、10表は、ブラジルの全株式会社のほぼ4分の3から作成されている、と言ってよい。

(注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: 1953/75." *Pesquisa e Planeja-*

mento Econômico, Vol. 8, No. 2 (ago. de 1978).

(注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。

	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.

(注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149億クルセイロ、歳入の6.1%に相当した。Franco, Ademir, *Imposto do Renda de Pessoa Jurídica*, São Paulo, Editora Atlas, 1978, pp. 210-215; Banco Central do Brasil, *Relatório 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).

(注5) Latorraca, Nilton, *Legistração Tributária*, 4.ª edição, São Paulo, Editora Atlas, 1976, pp. 66-68.

(注6) Banco Central do Brasil, *Relatório Anual*, varios anos.

(注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.

(注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).

(注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、この措置は株主の配当(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。

(注10) *Conjuntura Econômica*, Vol. 31, No. 11 (nov. de 1977), p. 163.

(注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.

(注12) 中央銀行決議第470号(26・05・78)157号ファンドについてを下記を参照。

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.

(注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達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。

(注14) 本節(注4)の *Conjuntura*……と同一出所から算出。

(注15) 通貨当局による低利融資の仕組みについては下記を参照した。

Vital, Sebastião e Otávio Gouvêa de Bulhões Filho, "Crédito Subsidiado, Dívida Pública e Distribuição da Renda," *Revista de Finanças Públicas*, jan.-fev.-mar. de 1978; Martone, Celso, "Os Canais de Criação de Moeda e Problema do

要 約

これまでの議論を要約しよう。

1970年代にブラジル企業の資金調達には、間接金融（銀行借入れ）中心になった。これは、企業サイドにおいて、資金需要の著しい増加が、従来の内部金融中心の資金調達の限界を超えたためと、資金の供給サイドにおいて、間接金融優位の金融システムが形成されたためである。

企業の資金需要は、経済成長が加速化し、資本財、中間財といった資本集約的産業が発展するにつれ、飛躍的に増加した。

ブラジルにとって宿命的とも言えるインフレーションは、特に長期の資金市場を消失させた。1964年以降、政府は、経済とその担い手である企業に成長資金を供給するため、金融制度の大幅な改革を実行した。成長資金は、何よりも大衆の貯蓄の動員によって調達されるべきものとされた。貯蓄の動員は二つの方向からなされた。第1は、金融資産に対するインデクセーションの適用であり、第2は、強制貯蓄基金の設立であった。より重要なのは、第1の手段による任意の貯蓄の動員である。

金融資産にインデクセーションが適用された結果、インフレによる価値の目減りが回復され、金融資産の蓄積・多様化・長期化が進んだ。特に間接証券が増加したため、金融機関の資金力が著しく向上した。強制貯蓄基金は、労働者の福利厚生、財産形成を目標として設立されたが、その資金は、労働者にあまり還元されることなく、公的金融機関を介して政策金融に使用されている。株式市場は、基本的には投機に支配され、企業の資金調達源として有効でなかった。こうして間接金融優位の資金供給システムが形成された。

(注16) ブラジル経済研究所(IBE)のエコノミストたちの調査によれば、通貨当局による融資を通じる補助金は、1977年に820億クルゼイロ（内農業向けは480億、工業品輸出60億）であり、同年の金融取引税の徴集額は58億クルゼイロ、各種預託金、積立金の増加額は66億クルゼイロであった。Lemgruber, Antônio Celso et al., "Subsídios Governamentais e a Expansão de Base Monetária," *Conjuntura Econômica*, Vol. 33, No. 3 (março de 1979). これに77年中の国債発行による純収入125億クルゼイロを加えても、低利融資による補助金額を大きく下回る。したがって単純に言えば、残りは通貨発行によらざるを得ない。

(注17) 大統領令第1410号(31・07・75), 第1452号(30・03・76)。実際の価値修正率と20%との差は国庫から支出される。

(注18) BNDE, *Relatório das Atividades: 1975*.

(注19) たとえば、砂糖、アルコールなど農業を中心に営むアタラ(Atalla)グループは、政府の低利な農業融資を梃子にして成長した企業集団である。1978年8月末におけるグループの対公的金融機関(ブラジル銀行など)債務残高は、約38億クルゼイロという膨大なものである。他方対民間金融機関債務は約15億クルゼイロであった。*Jornal do Brasil*, 29・06・79.

(注20) ブラジル銀行の農業融資(1976年末全商業銀行の農業融資残高71.8%を占める)の対農業生産額比は、以下のとおりである。

(単位: 100万クルゼイロ)

	農業生産額 (A)	ブラジル銀行農業融資額 (B)	(B)/(A)
1965	8,567 (100)*	608 (100)*	7.1
1970	28,575** (102)	4,306 (216)	15.1
1976	151,544** (132)	79,148 (969)	52.2

(出所) Rischbieter, Karlos, "Aspectos do Crédito Rural na Economia Brasileira," *Boletim do Banco do Brasil*, ano XIII (1978), No. 1, pp. 3-15から作成。

(注) * 1965年を100とした指数(実質)。** 推定値。

(注21) 1979年12月為替の30%切下げを始めとする「新経済政策」が打ち出された。工業品輸出に対する税制上の恩典の廃止、低利融資の金利の最低限度を国債の価値修正率の40%とするなどが決定された。これは税制・金融上のインセンティブによる財政負担を軽減し、通貨・信用の増加圧力を弱めるためのものである。

内部金融は依然重要な資金調達手段である。利益の内部留保の増加、加速度償却が内部金融を増加させた。しかし、資金需要が内部留保の限界を超えるに至って、企業は外部金融なканずく間接金融への依存を強めた。

通貨信用政策は、厳しい引締め政策をとらず、民間部門に適当な流動性を維持するように配慮した。インフレ抑制策は主に企業のコストと賃金、金利に向けられた。こうした政策は、企業が成長資金を調達することを容易にし、またコスト管理を通じて企業の生産性向上に寄与した。中央銀行の選択的割引、公的金融機関による低利融資によって、経済の重点分野に低コストの資金が供給された。

間接金融方式の確立は企業の成長を金融面から支えた。それは同時に、ブラジル経済の高成長を支えた。

1974年から経済が下方屈折するに至り、企業の財務的リスクが高まった。低利融資システムは、国債と通貨の発行圧力を強め、金利差を生じさせるなど、金融市場に歪みを生じさせた。低利融資による実体経済面での成果も、必ずしも十分満足のゆくものではなかった。しかし、その原因は低利融資そのものより、低利融資の方法にあった。

ブラジルの企業金融に関して、今度解決をせまられる問題としては、①株式市場のより健全な発展を促し、企業に株式発行への途を開くこと、②金融機関（特に制度金融）の貸出に関して、企業（特に中小企業）により平等な機会が与えられること③低利融資システムの変更、④公企業の資金調達（株式発行など）に関して何らかの制約を設けること、⑤総じて、資金の効率的配分への配慮が一層なされることである（このことは開発金融政策を否定するものでは決していない）。そのほか、低利融資

の補助金部分、国債の発行コストを財政に組み込むことなどの改革がなされる必要があろう。以上の問題のうち、いくつかはすでに解決への努力がなされている。

本稿は主に高成長期の企業金融を検討したが、多くの調査課題がいまだ残されている。資金調達における外資の役割の評価、企業形態別、資本系列別（企業が民族系か、外資系か、それとも公企業であるか）の企業金融の解明、企業規模別の企業金融のあり方の解明などである。また実体経済を含めてブラジル経済の高成長のメカニズムをトータルに把握する必要がある。この課題は企業金融論からは逸脱するが、企業金融のより深い理解のためには、企業の財務データの不足もあって、マクロ面の詳細な検討が必要となる。ブラジル経済は今日、成長率の鈍化とインフレの極端な悪化というスタグフレーションの中にある。その原因はGDPギャップや金融政策の失敗などによって説明されているが、同時に高成長期にビルトインされた成長のための「装置」（価値修正制度、CIPによる価格統制、低利融資システム、賃金政策など）が併せて再検討されなければならない。今後の調査課題としたい。

〔付記〕 本稿がこうして印刷に付されるまでに、長谷川洋四氏（ブラジル銀行東京支店支配人）、伊藤禎一氏（アジア経済研究所研究主幹）、伊東和久氏（アジア経済研究所経済成長調査部）から有益なご示唆をいただいた。特に伊藤禎一氏からは、2度にわたり、本稿の構成から用語に至るまで詳細なコメントを頂戴した。ここに記して、三人の方々に深く感謝したい。筆者の能力の不足から、そうしたご示唆、コメントを十分に生かせたかどうか若干の危惧がある。本稿のありうべき誤りが、全て筆者の責に帰することは言うまでもない。なお、本稿は、アジア経済研究所の海外派遣員としての、1977年4月から2年間にわたるブラジルでの研究成果の一部である。

（アジア経済研究所経済協力調査室）