ISSN 1345-0018

金融市場

2002.2

潮 流

統一通貨ユーロの歴史：政治が経済を救う‥1

情勢判断

国内金融

夜明け前？嵐の前？：短期不透明感が相場に影響‥2

国内経済

散見されるようなってきた景気底入れの兆候 ‥‥5

海外経済金融

米国企業在庫調整が生産の持続的回復に繋がるための条件 ‥6

今月の焦点

わが法人企業のバランスシート調整‥‥‥7

PFI：高まる導入の機運と課題‥‥‥‥‥‥‥16

海外の話題

21世紀は「？？の世紀」‥‥‥‥‥‥‥‥‥‥21

農林中金総合研究所

潮　流

統一通貨ユーロの歴史：政治が経済を救う

今年1月から現金通貨ユーロが流通し始めた。ここに至るまでの道のりは長かった。

欧州の政治指導者には、第一次大戦後の通貨切下げ競争が結局は第二次大戦を導いたという歴史的認識がある。欧州の平和を希求する政治家は、第二次大戦後、ドイツを欧州の中に封じ込めて、戦争の再発を防ぐことを望んだ。それが欧州統合に向けての出発点である。まず、1952年に独仏間の紛争のもとになった独ルール地方の鉄鋼と石炭を共同管理の下に置く欧州石炭鉄鋼共同体が発足、57年には欧州共同市場の設立を目指すローマ条約調印、58年には欧州経済共同体発足（西独、仏、伊、ベネルクス三国）、67年には欧州共同体が発足し、欧州経済は固定相場制の下で順調に回復し、欧州統合の機運も盛り上がった。

70年代初頭に固定相場制を支えたブレトンウッズ体制が崩壊して以降、欧州は一転して、ユーロペシミズムといわれる冬の時代を迎え、それは10数年にわたり続いた。この冬の時代に欧州は通貨安定の試行と失敗を繰り返し経験する。すなわち、72年から「スネーク」という準固定相場制度を開始するが、この制度はドルの影響を排除できず、結局、78年に崩壊した。78年に発足した欧州通貨制度（EMS）は、こうした「スネーク」失敗の経験からドルを介さず、加盟国通貨のバスケットであるECUを導入し、欧州域内通貨での相互安定を図ることを目指した。世界の基準通貨ドルの影響を遮断する通貨圏が欧州で初めて動き出した。

しかし、80年代前半は、各国間の経済ファンダメンタルズの相違があまりにも大きく、再三にわたり基準レートの再調整を繰り返した。この制度が安定するのは80年代半ばであり、それは、各国が自国通貨安定のためにドイツの金融政策に追随するようになり、欧州のインフレ格差が縮小したためである。それ以降、域内貿易は拡大し、80年代後半5年間で倍増するほど伸びた。欧州がユーロペシミズムから訣別できたのはこの欧州通貨制度の功績であり、この成功体験がそれ以降の欧州市場統合ブームの原動力となった。

欧州通貨制度の成功を受けて、87年には単一欧州議定書が成立、91年にはマーストリヒト条約が調印され、市場統合、単一通貨導入を目指す具体的なスケジュールが示された。ちなみに、有名な独コール首相と仏ミッテラン大統領の秘密合意（コールが東西ドイツ統一の見返りとして、ドイツが欧州連合の一員として生きる証としてマルクを捨て統一通貨ユーロを選択するというカードを切ってドイツ統一にミッテランの支持を求めた）がなされたのが89年11月9日ベルリンの壁崩壊の一週間前である。

しかし、92、93年には深刻な欧州通貨危機が起き、欧州通貨は再度不安定化し、また、95年にも超マルク高によりEMSは動揺するが、各国のファンダメンタルズの均一化を背景にEMSは安定していった。

その後、99年1月のユーロ導入を経て現在に至るまでの経緯はまだ読者の記憶に新しいと思われるのであえて触れないでおく。振り返ってみれば、ユーロ誕生に至る道は失敗と試行錯誤の長い歴史であった。マーストリヒト条約が締結された時点で通貨統合が成功すると考えていた者はごくわずかであった。それどころか、いまだに統一通貨ユーロの将来を危ぶむ意見も少なくない。しかし、ユーロの歴史は、いわゆる最適通貨圏という条件が整ってから通貨統合を行うのではなく、通貨統合を行うなかで欧州経済の均一化を進めるという過程であった。歴史的変革とはそういうものであると思う。そして、それをリードしたのは勇気ある政治的リーダー達であった。政治が欧州経済をユーロペシミズムから救ったのである。

（調査第二部長　鈴木 利徳）

情 勢 判 断

国内金融

夜明け前？嵐の前？：短期不透明感が相場に影響

要　　旨

構造改革の具体化論議が始まり、公的資金投入を含む財政悪化リスクへの関心が強まると予想されるが、当面は情報不足の状態から債券市場は様子見が続こう。基本的には改革路線は継続され、一定の財政信認は維持されると考えているが、小幅な国債利回り上昇も予想される。なお、信用リスクへの意識の高まりには引き続き注目したい

株式市場は、米国の景気回復や業績回復の不透明感が払拭されるのには、まだ時間を要する時期であり、短期的に下値探りの動きもあろうが、短期循環的回復から株価の反転を見込む。

表１　金利・為替・株価の予想水準　（単位：%、円／ドル）

年度／月	2001年度		2002年度			
	12　月（実績）	3　月（予想）	6　月（予想）	9　月（予想）	12　月（予想）	3　月（予想）
ＣＤレート（３Ｍ）	0.085	0.07	0.07	0.07	0.08	0.10
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	1.365	1.45	1.60	1.50	1.50	1.60
長期プライムレート	1.850	2.00	2.10	2.00	2.00	2.00
為替（円ドル）相場	131.465	140	135	130	130	130
日 経 平 均 株 価	10,542.62	11,000	12,000	13,000	13,000	13,000

（月末値。実績は日経新聞社調べ）

ここ１ヶ月の金融市場概況

日銀は、12月19日の追加金融緩和に続き、1月16日に国債買い切りオペの対象を拡大。直近発行2銘柄を除く発行後一年以内のものも購入可能とする措置を取った。

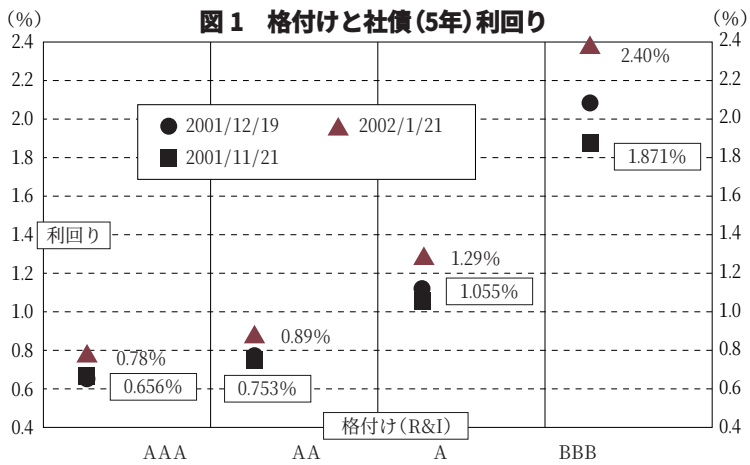
国債買い切り額増額（月額：8000億円へ）とともに、国債相場安定の安心材料であることは間違いないが、この措置に対し、市場ではそのとおりに前向きに解釈されず、日銀の実質的な国債引受化という解釈が一部出るなど、国債相場には警戒感が強まってきた。

2002年1月21日現在、10年国債先物（2002/3月限）は136円75銭（1.70％）まで下落している。

また、1月18日に大手流通グループ　ダイエーの再建計画が合意されたが、信用リスクへの意識は引き続き厳しい。社債市場では、クレジットカーブのスティープ化がＢＢＢ格以下で続いており、その動きはシングルＡ格まで波及している（図1）。

ニューヨーク株式市場は、年初から続伸し、1月4日にはダウが1万200ドル越え（10,259ドル）、NASDAQ（総合）も2050ポイント回復（2,059）となったが、米国企業の10～12月期業績発表が、ハイテク中心に先行き不透明感を払拭するにいたるものでなかったことから、反落。

図１　格付けと社債（5年）利回り



（利回り数字の□内は11/21、他は2002/01/21）

（日本証券業協会HPの「格付けマトリックス」から作成）

これを受けて、東京株式市場も、これまで値戻してきた電機等ハイテクセクターの息切れ・利食いに加え、国内景気の当面の見通し難、信用リスク懸念から低位内需銘柄の下落、中期的な収益性低下が懸念される通信セクター外しなどから軟調展開となった。

日経平均株価こそ、10,000円台を保ってきたが、東証株価指数はバブル崩壊後最安値を更新（1月15日に980.32）した（表2）。

表2　株価指数の動向

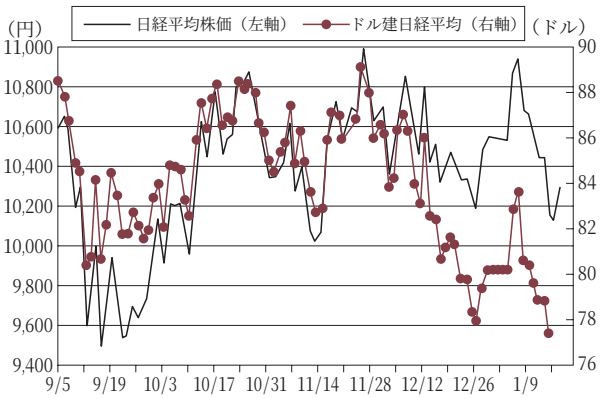
2001／1／18現在	12月末以来	同時多発テロ直後以来
東証1部全銘柄	−2.4%	1.7%
日経平均株価	−3.2%	7.0%
JASDAQ INDEX	3.6%	17.9%
〈東証　業種別下落率上位10〉		
（小売業）	−7.4%	11.7%
（不動産業）	−7.0%	−21.3%
（水産・農林業）	−6.4%	−9.2%
（その他金融業）	−6.4%	−8.6%
（証券業）	−6.0%	−17.3%
（建設業）	−5.8%	−13.8%
（食料品）	−5.2%	−3.1%
（通信業）	−5.1%	16.7%
（保険業）	−4.8%	−15.2%
（その他製品）	−4.3%	16.3%

（東証データから農中総研作成）

為替市場では、当局は円安放任との見方から年初、円が売り直され、期末を控えたリパトリ（投資資金還流）観測や米国の為替政策への様子見スタンスもあったが、米財務長官の来日後のコメントから円安が進み、135円手前まで下落。

また、円安進行が手伝い、米ドル建て株価は、下落が続いている。ユーロ建て株価も同様の下落が見られる。今後、円安進行が一段と進む中では、海外投資家による円資産からの退避を引き起こす懸念も言われている（図2）。

図2　日経平均株価＝米ドル建て株価動向



（データストリームから農中総研作成）

金融市場の見通しと注目点

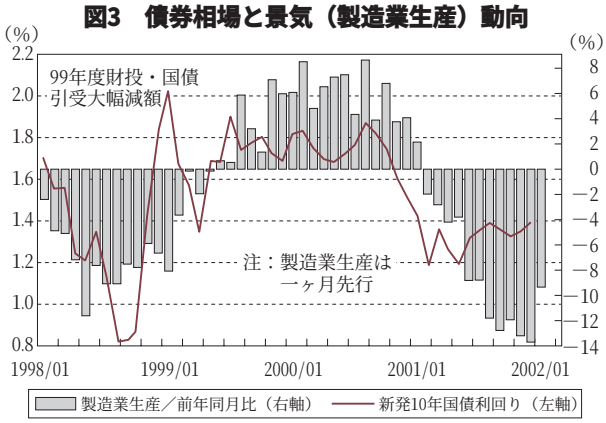
債券相場
＝構造改革・具体化論議の見極め相場

日銀の金融緩和等の援護射撃にもかかわらず、最近の国債相場は、下落警戒観が強く、軟調入り観測さえも言われる。この背景には、年度末を控えた決算対策（益出し・ヘッジ売り）や投資の手控え、銀行グループ内の再編、時価会計問題、信用リスク投資シフトなど、投資家サイドの事情も重要な要因であろう。

しかし、それにも増して、当面の構造改革論議の動向を見極めるべきという、慎重な投資スタンスが広がっていることが理由と考えられる。

中長期の財政悪化リスクに対して、小泉内閣が2002年中に、構造改革の具体化論議の回答＝具体的な法制的制度改正の方向性を打ち出せるか、様子見をするしかないのが、現在の状況である。

図3　債券相場と景気（製造業生産）動向



（日経データクエストから農中総研作成）

また、2000年の年末以来の景気悪化と債券相場の連動性も織り込まれた材料である、と言えるだろう（図3）。

ましてや、足元の内外景気指標には前月比で反転・底入れを示すものも散見されるようになっており、景気悲観論に立つ債券投資リスクを多少とも修正すべきところも出てきている（本刊今月号の「国内経済」欄参照）。

さらに、景気の先行きについて、再悪化のシナリオに立ったとしても、それに伴う財政出動や経済破綻がもたらす財政悪化懸念　⇒　格付け低下を含む日本国債の評価低下リスクの方に、投資視点が向いてきた、要素もあろう。また、わが国の経済低迷というシナリオに沿った

場合に、リスク・テイクが1％台前半の国債よりは為替（円安）へと向いやすい、投資家の志向が影響している可能性もあるだろう。

以上のように、当面は国債の上値買い意欲を高めるような材料に乏しく、構造改革の具体化論議のもたつきや迷走によっては、国債の金利上昇も想定される。とはいえ、運用難での消去法的な国債投資が継続することから、利回り上昇は限定的と見ている。

なお、ダイエーの再建計画の合意によって、証券市場に安心感が出てくることを期待したいが、企業選別の本格化への警戒感は強い。低格付け債の利回り上昇傾向に示されるように、信用リスクへの懸念が一層高まり、発行市場へ影響することも想定される。

株式相場
＝不安と楽観の交錯

米国等世界経済の回復やそれを後追いしてのわが国の景気と企業業績の底打ちについて、不透明感を払拭するのには、まだ時間を要すると思われる。

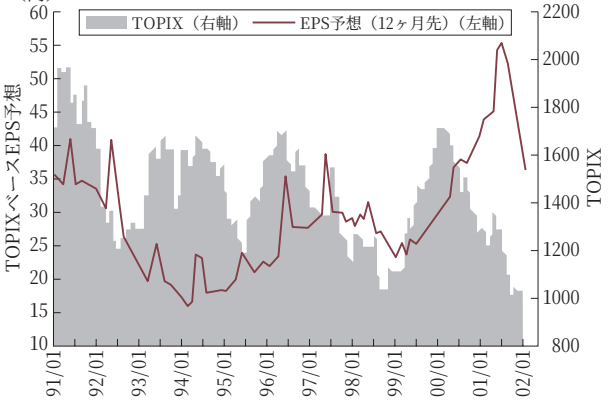
アナリストによる、わが国企業の業績（一株利益（EPS））予想コンセンサスも、現状のところは底入れには至っていない（図4）。また、当社でも2002年3月期の業績下方修正リスクは大きく、近々、観測報道が出てくると想定している。

以上から、少なくとも春先までの季節は、先行き不安感に加え、年度末を控えた需給悪化から、下値探りの局面も多いだろう。

しかし、マクロ面からは米国経済の底固めは、着実に進めんでいる。その反発力には、設備投資のバックボーンとなる企業のキャッシュフローが弱い、等に基づく慎重な見解もあるが、金利低下と今後の財政拡大期待から、米国景気の下ブレ・リスクが低下していることは確かだろう。

米国景気の回復に後追いし、わが国も2002年の年央にはプラス成長に反転する期待が強まってくる、と見ている。これらの動きから、東京株式市場でも、2002年の春先頃から相場の反発基調が出てくるという、想定を継続する。

図4　株価とアナリスト利益予想の推移



（IBESデータから農中総研作成）

2001年初めからのIT不況入りによる生産減少とともに、円安が始まった（図5）。

不況の深化に加え、構造改革の進捗で強まるデフレ効果の緩和や輸出の採算性向上を通じた景気下支え効果をゆるやかな円安進行に求めたい日本の通貨当局の政策スタンスを、米国も容認するだろうとの観測から、130円越えの円安が進んできた、と言えよう。

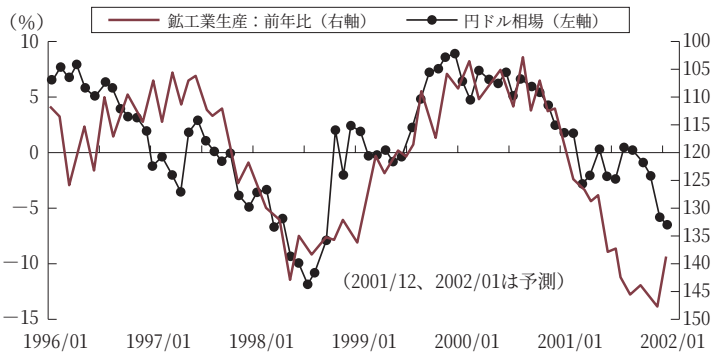
わが国の景気回復の傾向が明確化するには、まだ時間を要すると予想されることから、当面は円安期待が継続するだろう。また、金融不安等のショックによっては、円資産保有の回避＝円売りリスクもありえるだろう。

しかし、年央には、わが国経済の先行きに一定の底入れ感が出てくる可能性があるとともに、米国の円安容認にも限度があろう。

よって、金融不安のような状況がおこらず、先行き回復シナリオを前提とすれば、円ドル相場は125～140円のレンジで推移すると予想する。

（14.01.21　渡　部）

図5　円ドル相場と鉱工業生産



（日経データクエストから農中総研作成）

国内経済

散見されるようになってきた景気底入れの兆候

米国経済で在庫調整が進み、景気回復の材料が取りざたされるにつれて、国内でも景気の底入れを示唆する統計指標が散見されるようになってきた。全世界輸出数量指数は、10、11月と２ヶ月連続で増加した。9～11月の鉱工業生産者在庫指数は3ヶ月連続で低下する一方、非鉄金属、精密機械、窯業土木、パルプ・紙・紙加工品、石油・石油製品などの産業の11月の生産者指数は前月比プラスとなり、製造工業の生産予測も12、1月と2ヶ月連続で前月比プラスを見込んでいる。また11月の機械受注は、前月比14.9％（船舶・電力を除く民需）と2000年8月以来の2桁増加となった。

消費関連では、家計調査のサラリーマン世帯の実質消費支出が9～11月と３ヶ月連続で前月比増加。景気に敏感な人たちに景気の見方を尋ねる景気ウォッチャー調査は、現状判断DIが11、12月と2ヶ月連続で改善してきている。

また物価関連では、生産の動きに敏感な加工用素原材料の国内品卸売物価指数（WPI）が、11、12月に1年3ヶ月ぶりとなる2ヶ月連続の前月比プラスとなっている。

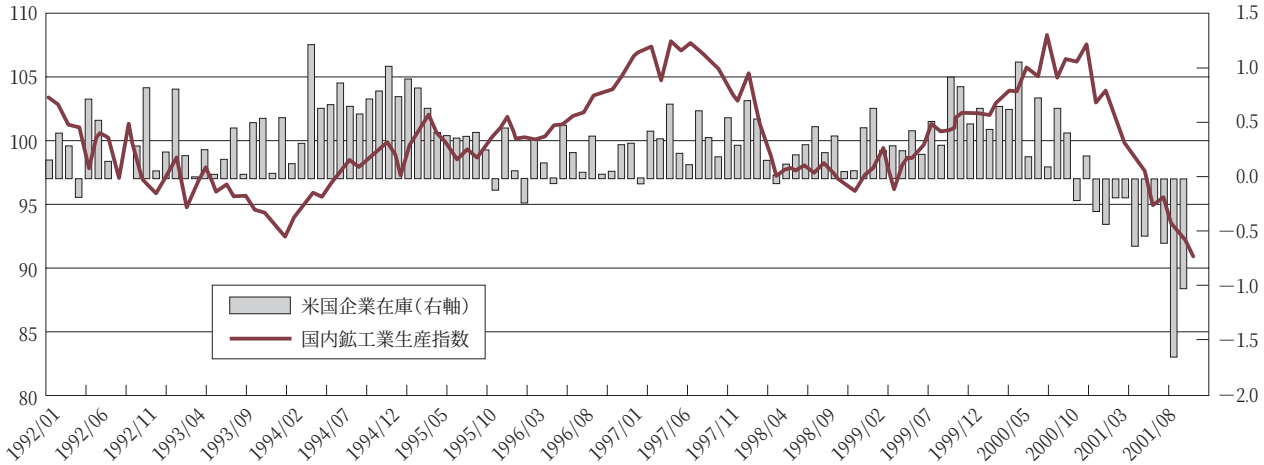
このように輸出数量の回復をきっかけとして、国内の在庫調整が進展し、産業のばらつきはあるが生産も一部に明るさが見えてきた。また消費者の国内回帰志向も手伝って、消費と消費者マインドも下げ止まりの兆しが見え始めている。

過去10年間の米国の企業在庫の動きと、国内鉱工業生産の動きを比べると、国内鉱工業生産は米国企業在庫の動きに最大2四半期遅れて連動することが見受けられる(図)。これは、米国で在庫調整が進み、出荷も底を打つと、輸出を通じて国内の生産部門が持ち直していくためと考えられる。

国内の企業セクターの回復が持続的なものか、一時的なものかは、米国の景気回復の度合いによる面が大きい。さらに、10月以降の消費支出とマインドの回復は、9月の米国テロ事件の影響で海外旅行のキャンセルが増え、国内旅行に切り替えたり、国内での買い物に切り替えたりした消費者が多く、このために国内の観光地や商業地では顧客が戻ってきたとして、これを好感してマインドが好転している面がある。テロ事件の影響が次第に薄れていく中で、海外旅行者は回復してきており、今後国内消費と消費者マインドにどのような影響を与えるかが鍵となろう。

さらに、年度末を控えた2､3月に大型倒産が発生し、金融システム不安の発生や、消費者マインドが一層悪化する可能性もある。今後の国内景気の動向には、まだ多くの不透明な要因が残っているといえよう。　　（名倉　賢一）

図　米在庫と国内鉱工業生産の推移



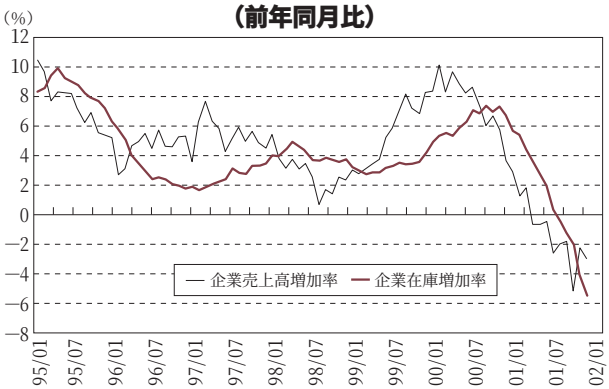
資料　Datastream
（注）米企業在庫は前月比増減率。鉱工業生産指数は1995＝100

海外経済金融・米国

米国企業在庫調整が生産の持続的回復に繋がるための条件

米国企業の在庫調整に一段落感がみえてきた。図によれば、2000年秋頃より売上高は在庫高よりも速いテンポで落ち込んだが、2001年10月より売上高減少が在庫高減少より緩やかになった。仮にこの状態が今後も続けば、過剰在庫を減らすという動きが次第に弱まることになる。

図　米国企業売上高・企業在庫増加率
（前年同月比）



資料　米国商務省

但しこの在庫調整動向を産業別にみると、小売業が進んでいる反面製造業が遅れており、また製造業の中でも業種による跛行性がみられる（表）。自動車や、自動車と産業上の関連性が比較的強いゴム・プラスチック及び金属加工は、かなり早い時期（2000年夏から秋にかけて）から在庫減らしに着手したこと、また2001年秋に実施された自動車ローンに関するゼロ金利キャンペーンに伴い自動車販売が急上昇したことにより、在庫調整が一応終了した形になっている。これに対してコンピュータ、電気機器は、在庫圧縮の方向に転換したタイミングが2001年年初と遅れたこともあり、引き続き在庫調整が必要な段階から脱却できていない。

直近の鉱工業生産指数をみると、在庫過剰感が薄れた自動車の生産指数上昇率（季節調整済前月比）が11月に10.3%、12月に4.3%と2ヶ月連続で顕著な上昇を示した。

このように企業在庫調整が今後の生産の持続的回復につながるためには、家計需要や企業の投資需要など最終需要が回復することが不可欠であるが、現時点では需要回復を制約するリスクが幾つかある。1月12日のFRBグリーンスパン議長の証言によれば、議長は①企業利益や設備投資意欲の弱さ、②金利反転による住宅建設の抑制、③失業率上昇持続による個人消費の抑制、④過去2年間における株価下落による逆資産効果について触れ、「内外の経済活動を抑制する力が弱まり経済が安定的な回復に向かっていると結論付けるのは時期尚早である」と述べた。特に足下で注意しなければならないのは、昨年秋以降ゼロ金利ローンで増加した自動車販売の反動減がどのように現れるかである。

今後在庫調整が一段と強まる可能性は小さくなり、このことは2002年1-3月期のGDPを押し上げる要因となろう。しかし今後の最終需要の動向からは目が離せない。　（永井　敏彦）

表　産業別売上・在庫バランス

（単位：%）

	全産業	小売業	卸売業	製造業									
				全　体	プラスチック・ゴム	自動車	金属加工	一次金属	紙製品	化　学	産業用機器	電気機器	コンピュータ
2000年1-3月	3.9	3.3	4.5	3.9	▲ 0.4	▲ 2.8	▲ 1.3	6.3	6.2	0.3	9.6	10.1	10.4
4-6月	2.2	1.4	1.5	3.1	▲ 1.1	▲ 7.5	▲ 3.8	1.3	5.8	0.6	6.1	7.2	13.2
7-9月	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 4.5	▲ 12.2	▲ 6.7	▲ 4.4	▲ 2.4	▲ 3.3	3.2	1.2	11.2
10-12月	▲ 2.5	▲ 3.0	▲ 1.7	▲ 2.6	▲ 7.6	▲ 15.2	▲ 9.2	▲ 10.2	▲ 6.4	▲ 5.2	▲ 1.8	0.6	8.6
2001年1-3月	▲ 3.7	▲ 2.7	▲ 1.5	▲ 5.4	▲ 8.1	▲ 15.6	▲ 10.1	▲ 12.1	▲ 6.1	▲ 5.3	▲ 4.2	▲ 7.0	▲ 8.8
4-6月	▲ 2.9	1.3	▲ 2.9	▲ 5.8	▲ 4.9	▲ 7.3	▲ 7.6	▲ 7.7	▲ 5.9	▲ 7.5	▲ 5.7	▲ 5.8	▲ 19.8
7-9月	▲ 1.8	1.5	▲ 0.9	▲ 4.3	1.8	▲ 1.7	▲ 3.0	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 5.6	▲ 6.7	▲ 6.6	▲ 22.8
10-11月	2.2	9.6	▲ 0.1	▲ 1.9	2.9	8.6	1.5	▲ 0.5	▲ 2.8	▲ 4.4	▲ 4.3	▲ 8.7	▲ 16.7

資料　米国商務省
（注1）　四半期ベースの「売上高前年同期比増減率－在庫高前年同期比増減率」、2001年10-11月のみ2ヶ月分
（注2）　　はマイナス幅が最も大きい期

今月の焦点

わが国法人企業のバランスシート調整

要　旨

わが国企業のバランスシート調整は、97～98年のクレジットクランチ以降、非製造業も含めて本格化した。先行していた製造業特に大企業では、債務リストラの進捗から次第に資産効率化の方に課題が移りつつあるが、非製造業特に中堅中小企業では、マクロ的にみると過大な債務と資本不足という問題が大きく残っている。

過去2年間で急速に進んだB/S調整

本稿では企業の確定決算の集計データである『法人企業統計年報』を基に、過去数年間のわが国法人企業（非金融）のバランスシート（以下B/S）調整について概観する。わが国法人企業のB/Sは、98年度～2000年度にかけて、マクロデータでみる限り、資本・負債構成等の点から大幅な改善がみられた（表1）。

中でも、資本金10億円以上の大企業よりも、それ未満の中堅中小企業における負債比率の低下、資本比率の上昇が顕著だ。しかしこの解釈には、データの特徴もあって留意を要する。

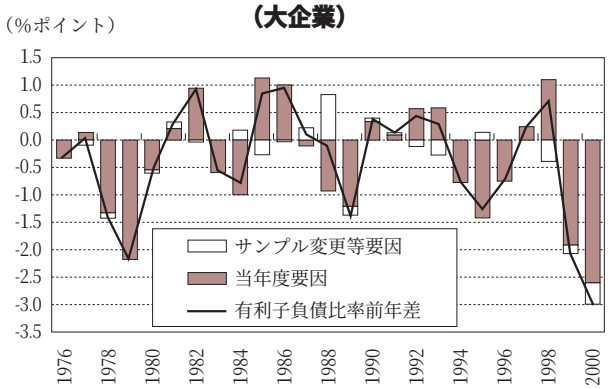
表1　わが国法人企業バランスシート主要項目の推移

	全産業全規模			大企業			中堅中小企業		
年度	98	99	2000	98	99	2000	98	99	2000
総資産	100	100	100	100	100	100	100	100	100
流動資産	48.1	45.8	45.9	43.4	41.7	39.3	51.7	49.1	51.5
現金預金	10.2	10.5	10.8	7.1	6.8	6.3	12.5	13.5	14.6
受取手形・売掛金	17.2	17.4	18.1	17.1	16.7	17.1	17.3	18.1	19.0
有価証券	2.5	2.4	1.5	4.2	3.9	1.9	1.2	1.2	1.1
棚卸資産	10.2	9.0	8.5	9.8	8.6	8.2	10.6	9.4	8.8
その他	8.0	6.4	7.0	5.2	5.7	5.9	10.2	6.9	7.9
固定資産	51.7	54.0	53.8	56.5	58.2	60.6	48.0	50.6	48.1
有形固定資産	38.0	38.6	36.8	38.0	37.2	36.0	37.9	39.7	37.4
無形固定資産	1.4	1.2	1.3	1.1	1.5	1.6	1.6	0.9	1.0
投資その他の資産	12.3	14.2	15.8	17.4	19.5	23.0	8.5	9.9	9.6
繰延資産	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.5
負債	80.8	77.7	74.3	70.1	68.0	66.2	88.9	85.2	80.3
流動負債	43.9	41.6	41.6	37.7	36.3	36.5	48.6	46.0	45.8
支払手形・買掛金	15.6	14.2	15.2	12.3	12.2	12.8	18.1	15.8	17.3
短期借入金	17.5	16.9	15.2	14.2	13.0	12.2	20.1	20.0	17.8
その他	10.8	10.6	11.1	11.3	11.1	11.5	10.4	10.2	10.8
固定負債	36.9	36.0	32.7	32.4	31.7	29.7	40.3	39.2	34.4
社債	4.5	4.5	4.2	10.1	9.7	8.8	0.2	0.2	0.3
長期借入金	26.4	23.5	21.7	15.3	14.8	13.5	34.8	30.7	28.6
その他	6.0	8.0	6.8	7.0	7.2	7.3	5.2	8.3	5.5
資本	19.2	22.3	25.7	29.9	31.5	32.8	11.1	14.8	19.7
資本金・資本準備金	9.2	10.0	10.2	15.8	16.7	17.0	4.2	4.6	4.5
利益準備金・その他の剰余金	10.0	12.3	15.5	14.1	14.8	15.8	6.9	10.2	15.2
総資産額（兆円）	1313	1285	1310	566	581	599	746	704	711
（参考）有利子負債	48.4	44.9	41.1	39.6	37.5	34.6	55.1	51.0	46.7

資料　財務省『法人企業統計年報』
（注）　大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は10億円未満。
単位は、特記あるもの以外は総資産に対する%。有利子負債は長短借入金と社債の合計。

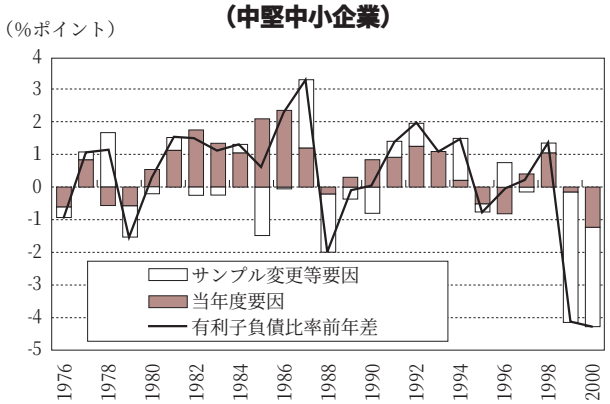
同統計は大企業では全数調査だが、中堅中小企業はサンプル調査で、各年度間の比較にはサンプルの相違による影響がある。同統計では同じサンプルによる前年度末（当年度期首）のB/Sも掲載されており、当年度中のB/Sの変化も把握できるようになっているため、ここでは同一サンプルによる年度間B/S構成の変化幅を「当年度要因によるB/S構成変化」とし、それ以外の「サンプル変更等要因」に分けてみる。すると、大企業の有利子負債比率低下が「当年度要因」中心であるのに対し、中堅中小企業における同比率低下は、過去2年間に関して、そのほとんどが「サンプル変更等要因」によるものであることが分かる。（図1、2）。

図1　有利子負債比率の変化とその要因
（大企業）



資料　表1と同じ。
（注）　総資産に対する比率。要因分解の考え方については本文参照

図2　有利子負債比率の変化とその要因
（中堅中小企業）



資料、注は図1と同じ。

このことは、最近2年間の特徴的な事態だ。過去にさかのぼっても、例えば80年代前半頃には中堅中小企業の同比率の変化は当年度変化によってほぼ説明でき、サンプル変更等の要因は、どちらかといえば、実態をみる上での「誤差」という扱いが可能だった。しかし、90年代に入り次第にサンプル変更等の要因が大きくなりはじめ、最近2年ではその要因を考慮しなくては、年度間のB/S変化を全く理解できなくなるほどにまで拡大している。

そしてそれは、中堅中小企業では、時間の経過の中で財務内容の悪い（負債比率高く、資本比率低い）企業が整理淘汰され、結果的に財務内容の良い企業しか生き残れなかったということを示すものだ。そのため、同一企業（存続している企業）のB/S変化だけでは説明できない程の、急激なB/Sの改善が生じているようにみえるのである。その意味で過去2年間の中堅中小企業のB/S改善は、金融機関の負担増・体力消耗と同時並行で達成されてきたといえる。

企業行動とB/S調整

過去数年のB/S調整が以上のような内実であることを理解した上で、B/S調整について、やや立ちいって検討する。B/Sの改善（ここでは負債比率低下）のためには、当期のキャッシュフローから債務を返済するか、資産を売却（ないし証券化等で流動化）して債務返済に当てる、外部に出資者をつのる等の様々な手法が考えられる。これら諸要素の動向を把握するためには、企業の毎期の内部留保、減価償却、外部調達、設備投資や在庫投資、資金運用をトータルにとらえる必要があるが、そのためには、同一サンプル企業のデータで、前年度末B/S、当年度の

企業行動、当年度末B/Sの3者の関係を分析することになる。つまり以下では、上記との関連では、B/S調整全体の中の、「当年度要因によるB/S構成変化」に焦点を当てた調整過程を分析していることに留意を要する。

ここでは、財務省『法人企業統計年報』に収録されている「資金需給状況」を基礎にして、当該表に若干の変更を加えたものによって、企業がどのような行動を通じてB/S調整を行ったかを概観する（注）。この方法については、奥村洋彦『現代日本経済論』東洋経済新報社1999年P143を参照した。

そして99～2000年度（以下第３期）のB/S調整の特徴をより明確にするために、景気拡大局面だった94～96年度（以下第１期）におけるB/S変化と比較する。97～98年度（以下第２期）は不況期であるとともに銀行破綻が相次いだ「クレジットクランチ」の時期で、その特徴がうかがえる。

業種･規模別に異なる企業行動とB/S調整

ここでは規模別には大企業と中堅中小、業種別には製造業、非製造業と4つに分類してその特徴をみる。

まず大企業製造業では、第1期に既に負債圧縮が始まっていた（表2）。この背景には急激に進んだ円高によるグローバルな競争激化や事業環境変化に際し、財務内容改善が早くから求められたことがあろう。設備投資を減価償却費程度に抑えて（能力増強はせずに生産性向上、コスト削減型の投資）資金の余裕を作り出し、バブル期に拡大した現金・預金を圧縮等して資産効率改善、負債残高を圧縮した。そして第3期には、第1期にみられたB/S改善、資産効率改善という行動を、より強化・継続していると特徴づけられる（なお第3期における有価証券保有残高増加や内部留保増加には、時価評価導入、税効果会計の影響がある）。

表２　大企業製造業の資金需給　（億円）

年度	94～96	97～98	99～2000
外部調達	20,640	−800	31.570
増資	10,775	9,374	17,418
社債	−8,578	10,737	−17,500
借入金	−11,595	14,928	−16,199
長期	−9,375	15,265	−8,373
短期	−2,220	−337	−7,827
企業間信用受信等	30,038	−35,840	47,852
支払い手形	−2,234	−10,858	−518
買掛金	18,459	−7,808	20,964
その他の負債	13,813	−17,173	27,406
内部調達	108,357	95,054	143,785
内部留保	22,790	6,809	55,538
減価償却	85,566	88,245	88,247
調達計	128,997	94,254	175,354
需要・運用計	128,997	94,254	175,354
固定資産投資	91,565	98,357	96,642
設備投資	86,758	91,935	75,892
土地	4,720	5,726	12,772
無形固定資産	87	697	7,978
運転資金	26,578	−17,649	36,494
在庫投資	2,379	−1,303	−7,689
企業間信用与信	21,119	−25,830	19,842
受取手形等	−4,030	−13,499	−3,043
売掛金	25,150	−12,331	22,885
その他	3,080	9,484	24,341
資金運用	10,854	13,545	42,219
現金預金	−11,295	−4,891	−7,442
有価証券	20,994	8,871	37,936
一時保有	6,535	−7,049	−36,234
固定投資	14,460	15,920	74,170
その他の投資	1,154	9,566	11,725
（参考）売上高	2,129,411	2,176,937	2,181,623
付加価値額	416,418	414,060	410,855
付加価値対売上高比率	19.6	19.0	18.8

資料　表1と同じ
（注）　本文参照。

それに対し中堅中小製造業（表3）では、設備投資に関しては、第1期で既に大企業製造業以上に抑制（減価償却以下の投資水準）していたものの、第1期の利益水準は低く内部留保は小幅増加にとどまった。そのため設備投資抑制で長期負債は残高減少したものの、短期負債は

（銀行の積極的融資姿勢もあろうが）増加基調をたどった。

表３　中堅中小企業製造業の資金需給　（億円）

年度	94～96	97～98	99～2000
外部調達	20,484	−25,618	789
増資	1,068	240	−1,289
社債	−385	−308	273
借入金	6,315	−5,705	−10,990
長期	−956	−1,884	−6,968
短期	7,271	−3,822	−4,022
企業間信用受信等	13,486	−19,844	−12,792
支払い手形	2,018	−10,641	739
買掛金	8,535	−6,620	8,338
その他の負債	2,933	−2,583	3,714
内部調達	59,787	59,505	72,036
内部留保	8,673	7,486	20,467
減価償却	51,115	52,018	51,569
調達計	80,271	33,887	72,821
需要・運用計	80,271	33,887	72,821
固定資産投資	55,644	56,331	51,826
設備投資	50,123	50,434	46,127
土地	5,575	5,533	5,093
無形固定資産	−54	365	606
運転資金	17,803	−22,419	7,191
在庫投資	4,099	−3,169	−913
企業間信用与信	12,949	−21,469	6,616
受取手形等	−609	−12,424	−3,211
売掛金	13,558	−9,045	9,827
その他	755	2,219	1,489
資金運用	6,825	−25	13,804
現金預金	1,553	−913	7,146
有価証券	2,075	−698	4,484
一時保有	−37	−1,548	95
固定投資	2,112	850	4,389
その他の投資	3,197	1,586	2,174
（参考）売上高	1,930,234	1,851,598	1,899,563
付加価値額	501,856	492,787	493,877
付加価値対売上高比率（%）	26.0	26.6	26.0

資料、（注）は表2と同じ。

次いで第2期には長短借入金残高が年度平均5000億円程度も減少した。

このデータは、前述のように事業を継続している企業についてのみの結果であるから、不況期とはいえこれほど大幅な借入金減少は、クレジットクランチの影響抜きには考えられない。そして第3期は売上高の回復の中でも設備投資を更に絞り込み、準備金の積み増しによる資本増強と、大幅な負債削減で、B/Sの改善ペースを速めている。ただし、大企業と異なる中堅中小企業の特徴として、現金預金が年間7000億円強増加していることが指摘できる。第2期のクレジットクランチの経験もあり、金融環境の変化に対する備えを厚くする姿勢とみられるが、これは一方では資産効率の悪化や収益性の低下につながる。中堅中小製造業においては、収益性をある程度犠牲にしても、安全性を高めざるを得ない状況になっているといえよう。

次いで大企業非製造業では（表4）、製造業と異なる特徴としてまず指摘できるのが第1期にはまだ内部調達を大幅に上回る設備投資を行っていたことだ。

そのための資金としては、バブル期に積み上げた現金預金の取り崩しやその他流動資産の売却等が対応しており、負債に関しては長期債務削減、短期債務増加という動きとなっていた。

この時期の非製造業の設備投資としては、携帯電話等の新規需要拡大を見込んだ通信業や、大店法の規制緩和（94年5月）を受けた小売業の出店増加等があった。大企業非製造業では第2期においても高水準の設備投資を維持していた（景気や収益と投資とのラグもある）が、第3期になって初めて投資水準を減価償却費以下に絞って余裕資金を生み出し、負債返済を積極的に進めるB/S調整が本格化した。ただしこのセクターには、B/S調整を行う上で大企業製造業との大きな相違があった。それは大企業製造業がIT景気の波及もあって、第3期は第1期に比べて売上高、利益等の水準が高かったのに対し、大企業非製造業ではデフレの影響を強く受

けて売上高の水準が第1期を下回っていたことだ。これはB/S調整を困難なものにする要因だが、大企業非製造業では売上高に対する付加価値の比率をたかめることによって、利益水準を高めている。これには業種ごとの競争環境等の違い（寡占的かどうか等）も考慮する必要があるが、携帯メールサービス等の付加価値の高いサービスへの資源のシフト等といった要因もあろう。

表4　大企業非製造業の資金需給　（億円）

年度	94～96	97～98	99～2000
外部調達	19,667	−15,340	16,812
増資	11,355	15,449	26,858
社債	−2,528	9,037	−5,100
借入金	−7,072	−5,267	−40,143
長期	−9,830	3,025	−22,509
短期	2,759	−8,292	−17,634
企業間信用受信等	17,911	−34,559	35,197
支払い手形	−3,398	−14,064	−1,575
買掛金	20,492	−15,176	14,626
その他の負債	817	−5,319	22,146
内部調達	130,836	131,569	179,299
内部留保	4,310	−8,311	43,189
減価償却	126,526	139,880	136,110
調達計	150,503	116,229	196,112
需要・運用計	150,503	116,229	196,112
固定資産投資	162,295	165,941	158,660
設備投資	148,785	150,542	135,535
土地	11,104	14,483	13,606
無形固定資産	2,406	916	9,518
運転資金	−8,206	−62,159	−7,781
在庫投資	−8,570	−31,797	−23,401
企業間信用与信	9,313	−29,763	8,753
受取手形等	−3,115	−14,190	−2,547
売掛金	12,428	−15,573	11,300
その他	−8,949	−599	6,867
資金運用	−3,585	12,446	45,233
現金預金	−17,205	2,623	−6,542
有価証券	7,167	−2,944	26,685
一時保有	−1,584	−4,541	−25,497
固定投資	8,751	1,597	52,181
その他の投資	6,452	12,768	25,090
（参考）売上高	3,160,815	3,136,777	2,989,503
付加価値額	424,330	436,711	438,034
付加価値対売上高比率（%）	13.4	13.9	14.7

資料、（注）は表2と同じ。

最後に中堅中小非製造業は、4分類中ではB/S調整の開始が最も遅れたセクターであり、第1期中は内部調達資金を上回る投資を借入増加でファイナンスするという従来の構造の延長線上にあった（表5）。短期保有有価証券の処分等、多少の資産効率化の動きもみられたが、その他投資が年間1兆円強増加する等、いまだB/Sリストラとはかけ離れた状況だった。このセクターは第3期にようやく有利子負債の削減が始まり、設備投資を減価償却費以下に抑制するという対応は他のセクターと同様だが、その他流動資産やその他固定資産の残高圧縮が、債務返済と対応している。また内部調達に関しても、減価償却費が第1期に比べて減少していることや、他セクターでは数倍程度に増加している（退職給付会計制度導入の影響もあり）引当金積み増し幅も第1期に比べ減少している等、内部資金の増加ペースは速まっていない。設備投資圧縮や資産の切り売り等で債務削減しつつも、全体として縮小傾向をたどり、資本増強も遅れている。

またフローの事業環境も悪化が目立つ。売上高、付加価値額ともに景気回復局面としては低レベルにとどまっており、大企業非製造業でみられたような付加価値率の上昇もみられない。また人的要因の大きい非製造業という性格のために人件費の抑制にも限界があり、付加価値に占める利益の比率は緩やかな低下傾向を続けている。

非製造業の大企業と中堅中小とで大きな差があるのは、非製造業の場合、大企業と中堅中小が単なる規模の相違だけなく、業種構成の相違になっていることにもよる。大企業非製造業では、電気、ガス、水道等の需要の安定した公益事業や、近年事業拡大ペースの速い通信業等の

ウエイトが付加価値の４割以上を占めているが、それら業種は大企業中心であり、中堅中小規模になると、建設、卸小売、不動産といった業種のウエイトが高く、それら業種だけで付加価値の6割を占めている。つまり非製造業中小企業のB/S変化には、これら３業種のB/Sの影響が反映されているのである。このセクターでは、円高不況対策としての公共事業拡大等、様々な財政的・政策的下支えがあったために、逆にB/S調整が遅れたとも考えられる。

詳細にみれば業種・規模ごとの相違も多々あろうが（もちろん本来は企業ごとにも異なる）、総じてみれば中堅中小非製造業セクターではB/S調整の遅れが明らかだ。

表５　中堅中小非製造業の資金需給　（億円）

年度	94～96	97～98	99～2000
外部調達	105,578	−57,425	−56,015
資本増加	2,601	−6,774	−6,854
社債	−192	−1,164	−327
借入金	43,319	6,898	−47,699
長期	8,246	2,979	−32,268
短期	35,073	3,919	−15,431
企業間信用受信等	59,850	−56,385	−1,134
支払い手形	4,337	−24,145	−7,857
買掛金	24,516	−11,215	4,736
その他の負債	30,997	−21,025	1,987
内部調達	147,993	114,958	153,820
内部留保	7,398	−17,920	20,488
減価償却	140,594	132,879	133,333
調達計	253,571	57,533	97,806
需要・運用計	253,571	57,533	97,806
固定資産投資	193,096	160,743	136,911
設備投資	154,301	134,999	116,075
土地	34,140	23,577	17,781
無形固定資産	4,655	2,167	3,055
運転資金	39,754	−89,856	−35,551
在庫投資	−3,022	−37,069	−16,434
企業間信用与信	36,946	−28,760	1,587
受取手形等	9,196	−38,443	−8,935
売掛金	27,750	−20,317	10,521
その他	5,829	5,973	−20,704
資金運用	20,721	−13,354	−3,555
現金預金	3,740	−12,222	3,016
有価証券	2,455	−4,743	1,521
一時保有	−3,976	−2,866	−1,063
固定投資	6,431	−1,876	2,585
その他の投資	14,527	3,611	−8,093
（参考）売上高	7,353,090	7,078,496	7,021,770
付加価値額	1,388,967	1,386,810	1,379,040
付加価値対売上高比率（%）	18.9	19.6	19.6

資料、（注）は表2と同じ。

B/S調整の現時点と今後の行方

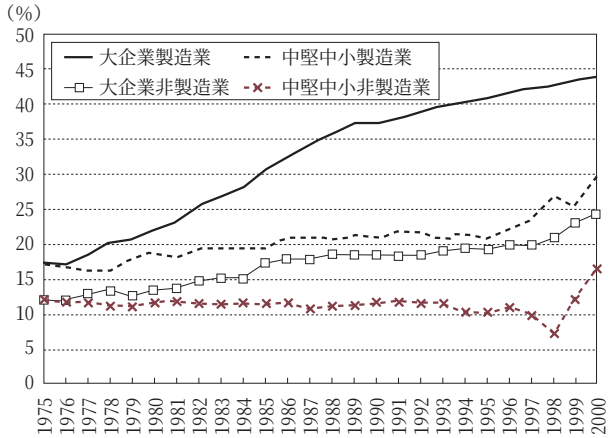
以上の状況を踏まえ、今後のB/S調整について展望してみたい。

まず大企業セクターでは、債務リストラに関しては、マクロでは改善が顕著であり、「大手30社問題」という考え方が広まっているように、問題は相当程度絞られ、金融機関の負担能力の方に焦点が移ってきているといえよう。資本市場からの調達を増やしている大企業としては、むしろこれからの問題は、市場での企業評価（株価や債券格付け）を高めていくために、資産サイドの効率化によっていかに収益性を高めていくかという点であろう。そのためには、低収益事業の再編、様々な資産流動化による資産規模の圧縮、グループ企業全体としての効率化、戦略事業の絞込みやM&Aも視野に置いた当該事業強化等といったことが考えられ、金融機関に対しても、そのような分野で金融サービスを提供できるかが、選別のポイントになってこよう。

次いで中堅中小企業に関しては、業種や規模ごとに相違は大きいが、前述のように非製造業中心に依然問題が残る。今後のポイントとしては、事業リスクが高まる中での資本の不足が最も大きいだろう。表１のように自己資本比率（資本／総資産）は急速に高まっており、中長期的にも上昇傾向にあるが（図3）、問題は事業リスクの集中している固定資産に対して資本

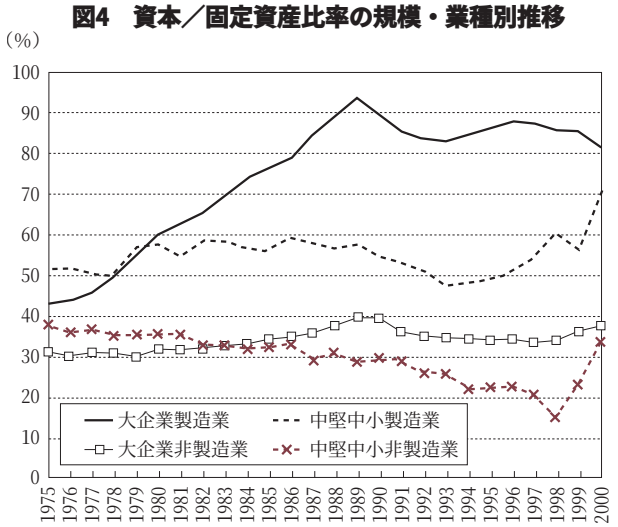
が不足していることだ。固定資産に対する資本の比率（資本／固定資産比率。通常の固定比率は固定資産／資本であり、ここではその逆数をとっていることに留意）は中小企業非製造業では、過去2年間に大幅に上昇したものの、依然としてのその水準は低い（図4）。

図3　規模・業種別自己資本比率の推移



資料　表1と同じ。
（注）自己資本比率は資本／総資産＊100

図4　資本／固定資産比率の規模・業種別推移

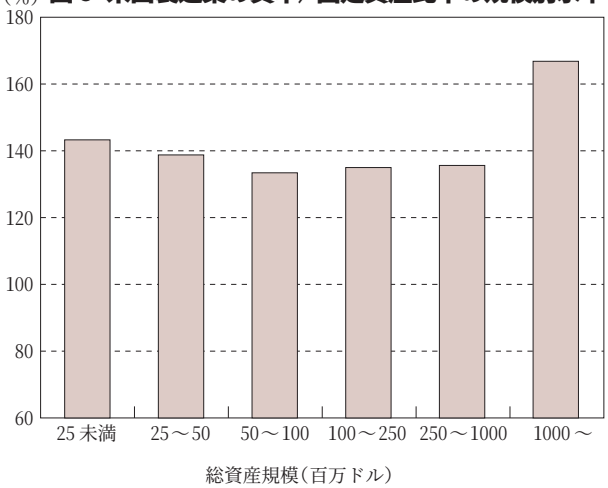


資料　表1と同じ。

中小企業非製造業における固定資産の増加が、そのほとんどを金融機関からの借入に依存してきたことは明らかだ。そしてそれは必ずしも事業リスクを判断した上でスプレッドに加味して融資がなされてきたというよりも、担保不動産等の高価格・価格上昇期待や高い流動性見込みに支えられたものであり、バブル崩壊・不動産価格低下のもとでは、維持困難なものである。

更に事業リスクを考えれば、大企業が様々な事業を併営することで、事業自体のリスク分散を図ることができるのに対し、中堅中小企業は多くは単一事業の比率が高く、事業リスクの分散が困難だから、それだけ固定資産に対する資本の比率を高めておかなければ、環境変化への対応が困難になる。実際米国製造業の例では、巨大企業はともかく、中堅レベルまでに関しては、規模が小さい程資本が充実している（図5）。

図 5　米国製造業の資本／固定資産比率の規模別水準



資料　米国商務省　Quarterly Financial Report 2001 3Q
（注）　直近2001年3Qのデータによる。

米国の例は、規制緩和や国際化の中で環境変化が速く、事業リスクが高い状況では、資産規模が小さく事業リスク分散が図れない場合には、資本の充実なしには企業として存続できないことを示していよう。

わが国でも規制緩和の中で、非製造業の事業リスクが製造業に比べて格段に低いともみられないから、その意味では、非製造業では資本／固定資産比率の水準自体が更に上昇する必要があるし、また中堅中小の方が大企業を上回るレベルにならなければ、B/Sの構成としては安定的とは見なせないだろう。その意味では中堅中小を主に、非製造業のB/S調整は、まだ始まったばかりといえる。

前述の通り、非製造業におけるB/S調整は、97～98年のクレジットクランチを経て、ようやく本格化したが、特に中堅中小非製造業では、未だ大幅な調整が必要な段階と考えられる。金融システムとの関連では、中堅中小企業向け債権は一件当たりの残高も小さく、それ自体の問題が金融システムを揺るがすことは無いとの見方がされているが、中堅中小非製造業の付加価値の6割が建設、不動産、流通の3業種に集中しており、業種分散が図れていないことに対する懸念も残る。いずれにせよ、わが国企業のB/Sが成熟化社会に適合的な内容構成に到達するまでには、未だ相当の時間と様々な困難が予想される。

（小野沢 康晴）

（注１）　資金需給の表について

財務省『法人企業統計年報』の資金需給状況と基本的には同じ。同表は当期末B/Sの各項目と同サンプルによる期首B/Sとの差をとったものに、減価償却費等を加味して作られている。ただ本稿で、同表と異なるのは、①同表が内部留保に「その他負債（未払い金等）」を加えているのに対して、奥村洋彦『現代日本経済論』p143を参考に、内部留保扱いせず、企業間信用受信等の項目に加えたこと、②企業間信用の扱いは、同表では与信と受信をネットアウトして与信超過の場合には運転資金の増加、受信超過の場合には内部留保に組み入れることでバランスをとっている。企業間信用がキャッシュバランスに影響を与えるのはネット部分だけであるため、このような扱いが妥当であると思われるが、ここでは企業間信用のグロスの動向をも把握するため、与信部分を運転資金に、受信部分を外部調達の項目として加えた。従って、外部調達額、資金需要がそれだけ拡大しており、厳密な意味での資金需給とは異なっていることとに留意。なお、時期区分ごとの数字は年度平均額。

それぞれの項目の定義

- 特記しないものについては、B/Sの当該項目の期末期首差。
- 増資＝（資本金＋資本準備金）調査対象年度中の増減額。
- 短期借入金には受取手形割引残高の増減額含む。
- 内部留保＝利益留保（利益準備金＋その他剰余金）＋引当金＋特別法上の準備金、の増減額。
- 設備投資＝有形固定資産（土地除く）の増減額＋減価償却費
- 企業間信用の与信の受取手形には受取手形割引残高の増減額含む。
- 運転資金のその他＝その他流動資産＋繰延資産、の増減額。
- その他の投資は長期貸付金や投資不動産等。

（注２）また近年の企業会計基準変更が、99～2000年度の法人企業統計に影響を与えているが、業種・規模クロスでの調整が困難なため、本稿では、決算数値をそのまま用いている。なお、会計基準変更によるB/S項目への影響は財務省試算では以下の通り。

(1) 税効果会計導入

99年度：繰延税金資産142,312億円、繰延税金負債12,067億円。

2000年度：繰延税金資産194,086億円、繰延税金負債18,491億円。これによって資産項目のその他流動資産、その他固定資産が増加し、対応して資本項目でその他の剰余金が増加している。

(2) 金融資産の時価評価

99年度：流動資産2045億円、固定資産1524億円の評価益。

2000年度：流動資産△45億円の評価損。固定資産81,553億円の評価益。対応して資本項目のその他の剰余金が増減。

(3) 退職給付会計

99年度：21,253億円の退職給付引当金増加。その分資本の「その他の剰余金」が減少。

2000年度：75,793億円の退職給付引当金増加。その分資本の「その他の剰余金」が減少。

大企業中心に、税効果会計による固定資産とその他剰余金の増加、金融資産時価評価による有価証券固定投資の評価額増加の影響は大きいとみられる。

PFI：高まる導入の機運と課題

要　　旨

英国では、導入から10年を経てPFI（Private Finance Initiative）への民間資本投下額が4兆円規模になっているが、わが国においても1999年のPFI法成立から3年目に入り、体制と仕組み作りの段階を終えた。

PFIは、契約主義と透明性の原則の上に立つ財政支出の効率化のシステムであり、「VFM」という計量的評価と事業者への適正リスク移転が重要なポイントとなる。また、事業の資金調達はプロジェクト・ファイナンス方式でおこなわれることが基本となるが、事業自体と事業出資者の信用は切断され、長期にわたる事業収益とリスク評価だけが、融資の判断材料となる。

制度改善への課題も多いが、国・地方の財政悪化と行政改革の両面から、PFI導入のペースアップが期待される状況となったといえよう。

高まるPFI導入への機運

民間の持つ資金と技術・経営ノウハウ等の活用によって、公共施設・サービス等の建設・運営を効果・効率的におこなう「PFI（Private Finance Initiative）」の本格的な導入への機運と必要性が、わが国にも強まってきた（表1）。

表1　わが国のPFI導入の推移

年	月	事　　項
1998	2	自民党PFI推進調査会設置
	5	PFI法当初案提出（継続審査）
1999	6	衆議院建設委員会で新案動議・可決
		衆議院本会議で可決
	7	衆議院本会議で可決し、成立。公布
	8	旧総理府にPFI推進室設置
	9	PFI法施行、関連政令公布
2000	2	基本方針告示。旧自治省、自治体支援通知
2001	1	プロセス、リスク分担に関するガイドライン
	4	緊急経済対策での国施設のPFI導入明記
	6	「骨太の方針」でPFI推進を明記
	7	VFMに関するガイドライン
	11	PFI事業調査費補助制度創設
	12	PFI法改正、2002年4月施行（予定）
2002	1	「改革と財政の中間展望」でPFI活用明記

1999年に、議員立法によってPFI法（民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律）が成立。これを受けて、内閣府にPFI推進室を設置するなどの体制整備に加え、「基本方針」告示（2000年2月）や「ガイドライン」策定（2001年1,7月）等の手当てがおこなわれてきたが、小泉首相の登場は、PFI導入の追い風となった。

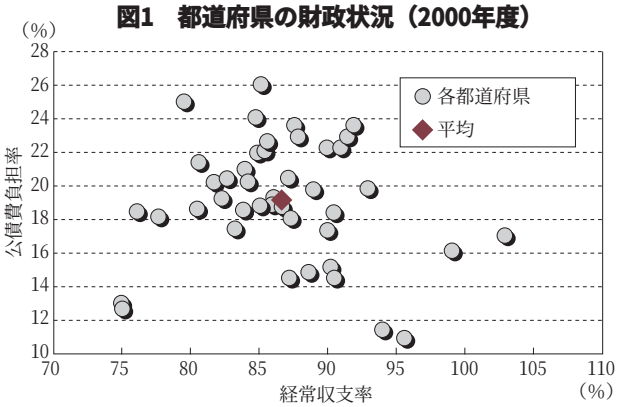
行政システムと財政再建の両面からの構造改革推進に伴い、PFIはその位置付けを、今後、着実に高めていくと見込まれる。

2001年6月に決定された「骨太の方針」においてPFIの活用が盛り込まれ、改革先行プログラムに基づき13年度一次補正でPFI推進予算（市町村PFI事業調査補助制度創設＋国施設のPFI事業経費）が計上された。2002年度予算（政府案）でも、約105億円が配分された。また、2001年12月の法改正によって、行政資産の貸付、民間収益施設との複合施設化、管理者の範囲拡大が認められた。

これに対して、財政逼迫は、国に劣らず、都道府県等地方公共団体においても厳しさを増している。

地方の長期債務が190兆円（2002年3月末見

図1　都道府県の財政状況（2000年度）



通し）に上っていることはよく知られているが、フローの年度予算においても財政悪化は同様である。2000年度における47都道府県の財政状況を①経常収支率（経常財源の余裕度、80%が目安、100％超は余裕度ゼロ）と②公債費負担率（公債費支出の一般財源占める割合、15％が目安）から見ると、単純平均は①85.6％と②19.2％になり、目安をオーバーしている。また、経常収支率が100％を超えた大阪府など8道府県では、両財政指標の目安となる比率をいずれもオーバーし財政悪化は深刻である（図1）。

このように、地方も大きな債務を抱え投資的支出への財源的余裕が無くなっている。ギリギリの財政状況を前に、より高い行政サ-ビス需要に対応していくためにPFIの活用が必要となっている。

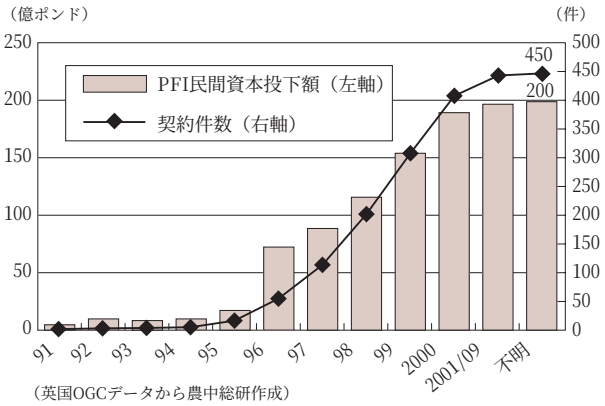
イギリスでも１９９０年代後半に伸展

PFIは、1992年11月、M.サッチャーを引き継いだ保守党メージャー政権時に基本的に始まる。

英国は、サッチャー首相のもとで、民営化や業務委託等の規制緩和と公的部門の縮小、民活を進めたが、90年代前半になると、行政サービスへの需要が増大する一方で、財政赤字の再拡大から公共投資が過小に抑制される状況に陥った。

これに対する処方箋として、PFIが導入されたわけであるが、その進捗は当初3年間、特にスローペースであった。

図2　英国のPFI導入実績



（英国OGCデータから農中総研作成）

80年代後半から、BOT(Build Operate Transfer、建設-運営-譲渡、PFIの一範疇である「独立採算・利用者料金徴収タイプ」)の手法が、有料道路等の社会資本整備を通じた公共サービス調達の方法として取り入れられていたが、体系的な公共サービス調達システムとして、行政の中に導入・位置付けられたのは、前述のようにメージャー政権による92年以降のことである。

今日のPFI実施の基本的な考え方になっている、PFI事業の場合と従来型公共事業型方式の比較をおこない、PFIが効果・効率的であることを示す「VFM(Value for Money、詳細後述)」評価の確立や、すべての公共事業へのPFI化検討の義務付け（ユニバーサルテスティング、97年廃止）にもかかわらず、95年までは官民双方へのPFI手法の浸透に時間を要したといえるだろう。

97年にブレア首相が率いる労働党に政権は交代したが、PFI推進の方針は引き継がれるとともに、英国におけるPFIは急速な伸展をみせている。運用の概念・範囲が拡大され、民間セクターとの関連で公的部門の効率化をはかる事業全般をPPP（Public Private Partnership）と称することとなり、PFIもその中に包括されるようになった。

橋梁・道路、鉄道、病院、学校、刑務所、防衛関係、官庁建物等から、福祉、教育、ロンドン地下鉄や航空管制局をはじめとする交通分野等に拡大し、PFIに対する民間の投下資本額は、2001年9月現在、450件：200.3億ポンド（4兆円弱）に達している（図2）。さらに、2004年までの間に130億ポンド（2.5兆円程度）程度が積み増される見込みであり、この結果、2004年にはPFIへの民間投下資本総額は6兆円、GDP比で3%に達する見通しである。

また、英国政府によるPFI調達支出額も2001年には40億ポンドを越え、公的支出額の13％を占めると予想されている（いずれも、英国大蔵省　予算書による）。

民活～PFIと三セク、業務委託の違い～

民間資源の活用という点では、80年代半ばから民活法に基づく第三セクター方式や民間委託方式によって、多くの事業が実施されてきた。

しかし、これらは今日、失敗や問題が指摘されることが多い。資金調達等で民間資源を使うという点では同じでも、PFIとは大きな相違があり、それが重要な導入推進のポイントとなる。

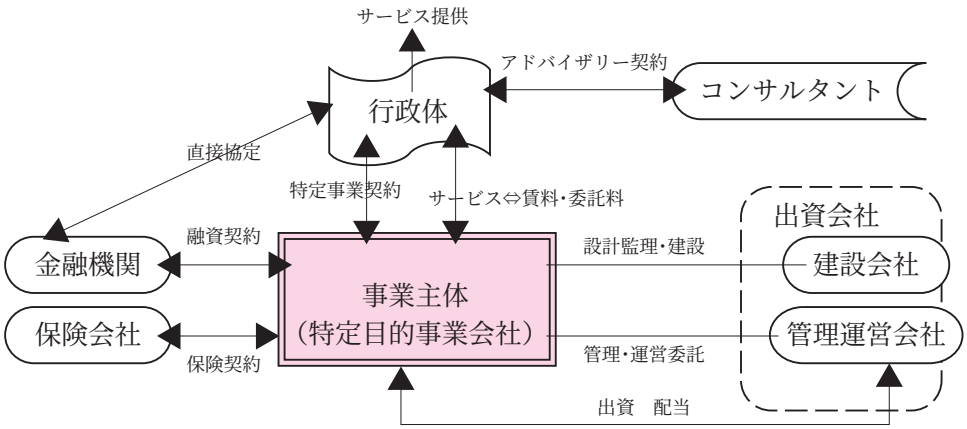
まず、第三セクター方式事業では、公社・公団等に比べ、民間に近い別法人の組織形態で営まれる。また、投資資金は、財政資金も使われるが、民間融資団からの資金調達が太宗を占める場合が多く、表面的にはPFIと似ているところが多い。

しかし、補助金や赤字補填など経済的助成の範囲や破綻条件の設定、経営チェックへの責任、人材などの面で、官民の役割分担が不明確であった。かつ収益試算の曖昧さを含め運営効率追及の内在的インセンティブに欠けていた、と言われる。これらの要因から、三セク事業等で赤字累増（株式会社形態の三セクで約4割が赤字）に苦しむところが多く見られることになった。

また、民間への業務委託は、給食や清掃などの分野で推進されてきたが、委託決定プロセスの透明性が低く、かつ本来短期更新のはずの委託関係が暗黙裡に固定化する弊害が指摘されている。

これに対して、PFIでは、行政体と事業主体（プロジェクトSPC）とは基本的に「独立」した関係にある（図3）。

図3　PFIの事業スキーム（凡例）



また、関係当事者の間の役割関係は、すべて「契約」主義に基づく明文により規定される。よって、事業遂行上のリスクについての監視義務は行政体に残るものの、事業リスクは民間の事業主体に移転される。

PFI事業としての選定－事業者の決定－契約内容－事業状況の監視にわたる一連のプロセスでは、外部公表を通じた「透明性」の確保が重視されている。また、「客観主義」の立場から、行政関係者以外を含む人々によって計量的指標に基づく決定をおこなうことが求められている。

事業主体への出資において、財政資金が一部投入される場合もあるが、基本的に必要な初期投資の事業資金は、民間からの調達で賄われる。行政体は初期投資への財政資金投入をカットできる代わりに、契約期間中、毎年賃料・サービス委託料という形で分割支払をおこなう。

PFI実施の妥当性を「VFM」評価で測定

PFIは、一定の財政資金投下に対しては、最も価値のあるサービスを供給することを目的としているが、英国では導入初期から、それを計量的に判断するため、「VFM」評価を求めてきた。

VFMは、「お買い得」という意味のとおり、PFIとして特定事業を実施する価値があるか、の評価をおこなうことであり、わが国の「PFI事業実施のガイドライン」においても、試算をおこなうことが決められている。

同一水準の公共サービス提供を設定する場合、VFMは、①　公共事業方式での事業実施コスト見込の現在価値（PSC：Public Sector Comparator）と②PFIでの一元的事業実施による公的負担額の現在価値（LCC：Life Cycle Cost）＝事業費コストの比較によっておこなわれ、①PSC＞②LCCの状態をVFM価値があるという。

この計量化によって、PFI事業推進の決定が透明化され、事業者決定にいたる「公平性の原則」が担保される。

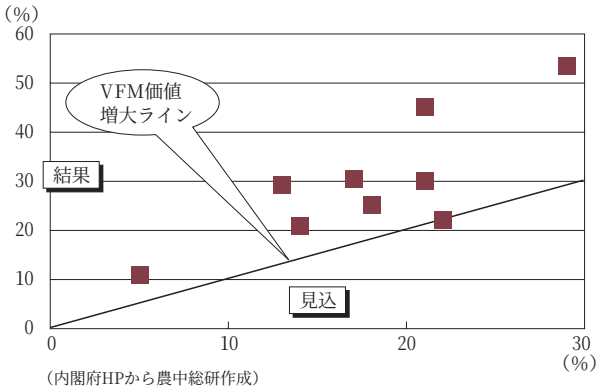
そして、②のLCCよりも低い金額での事業入札

があれば、VFM価値はさらに大きくなる。

官民の適正なリスク分担が重要

現在明らかになっている、わが国のPFI事業で、「実施方針」策定時のVFM見込（前述のPSC－LCCの差）と入札結果による実績は、図4のようになる。

図4　VFMの見込と結果



（内閣府HPから農中総研作成）

見込が5%～29%のVFM価値という想定であるのに対して、入札者落札ベースの結果は11%～53%と、全プロジェクトについてVFMが拡大し、財政支出の節減に予想以上に寄与することとなっている。因みに、英国での事例においても、平均で2割程度、最大8割以上のVFM価値の創造が見られる。

しかし、単純に入札競争で予想よりも低い金額でPFIプロジェクトが発注できることが必ずしも良いわけでない。

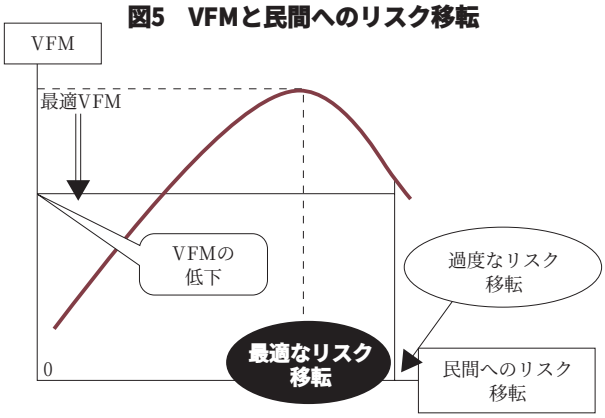
契約が終われば、確かに事業遂行リスクは事業者に移転し、行政体は契約に規定された公共サービス調達を要求できる。しかし、建設等の初期投資段階の受注がほしいあまり、長期的サービス提供にはコスト割れの無理な入札をしている可能性も否定できない。

余りにも低い金額での事業入札は、過度な民間へのリスク移転となり、結果的に公共サービス水準の低下や場合によっては事業困難を招き、前述のVFMを低下させる可能性があることを十分認識することが重要といわれる（図5）。

したがって、合理的なPFI入札となっているか、のチェックと判断が必要であり、過度なリスク移転にならないように注意しなければならない。

その点で、現在、総合評価一般競争入札がガイドライン上、原則とすることが規定されているが、入札者の負担を軽減するとともに、事業遂行能力や安値受注等過度なリスクテイクを段階的に検証していくため、多段階選定方式の活用を求める声も多い。

図5　VFMと民間へのリスク移転



（英国OGC PFI Materialから農中総研作成）

PFIは、プロジェクト･ファイナンス手法

PFIは、企業金融手法に関しても変化をもたらす重要な契機になる可能性を持つ。

わが国の金融は従来、事業をおこなう会社の信用・財務力に依存して、融資をおこなうコーポレート・ファイナンスが主流であった。これにより、個別事業の成否を、保証・担保の設定を含め事業をおこなう親会社の信用全体にまで遡及（リコース、Recourse）させることが可能であった。

これに対して、PFIの事業主体（特定事業目的会社を組成）とその出資・親会社の信用は基本的に切り離され、保証等の信用補完は付かない。出資者は、多少のバリエーションはあるものの、出資金に限定的にされた責任を負うだけであり、プロジェクトの事業収益性、長期にわたるPFIから生み出されるキャッシュフローのみが、償還財源となる。これは、「ノン・リコース（Non Recourse）ファイナンス」を呼ばれる。

プロジェクト・ファイナンスでは、事業会社が持つ事業資産のほか、事業に関するすべての権利・権益が担保対象となるが、融資決定のプ

ロセスでは、事業の各段階におけるリスクの分解・分析と予防措置が重要である。

①建設から完工までのリスク、②操業リスク、③需要リスク、④収支リスクがあり、その内容と程度について経営、経済、工学等の面から総合的分析が事前に必要となる。また、予防的措置としては、出資者の追加支援責任の明記や保険等でのリスク分散が求められる。また、個別事業のリスクに応じた、金利設定もポイントになるだろう。さらに、PFI事業の資産証券化などのビジネスチャンスも考えられる。

今後の課題

PFIについては、順次、ノウハウの蓄積がおこなわれていこう。それに伴って、解決されていく部分も多いはずだが、制度的な整備が必要なところも多い。

まず、行政体（地方公共団体等）が、公共サービス調達を考える場合、従来からの公共事業方式とPFI方式のどちらを選択するか、について、補助金や税制などの面で、イコールフッティングが貫徹されることが重要である。補助金交付等の財源に違いがあれば、当然、自主財源からの拠出の少ない方を選ぶだろう。原則、地方交付税の交付対象とし、財政効率化の誘因とすべきである。税制上も、PFI事業は行政体に代わって事業をおこなっており、かつ課税はコストの上乗せになるだけとの観点から、PFI全体にわたる包括的税制優遇措置（事業会社の事業所税非課税、固定資産税等減額、耐用年数短縮など）制度の創設が求められる。

中小規模自治体では、当然、PFI事業の規模も小さくなるし、担当者配置等体制やPFI関連の知識・情報の入手においても十分とはいかないだろう。現在、地域整備総合財団がPFIアドバイザー派遣などの事業をおこなっているが、わが国でも英国における4PsなどのようなPFI支援組織の設置をおこない、契約書類等のひな型整備・標準化やノウハウ提供が必要だろう。さらに、事業の小規模デメリットから発生する一件当たりコンサルタント・コスト等経費の低減化やプロジェクト資金の円滑な調達実施のため、同種事業のパッケージ化も有効になるだろう。

また、事業者に事業サービスのレベルアップのインセンティブを与えることは、長期契約にもとづくサービス内容を形式的に硬直化させないために必要である。これには、契約の見直しを含め、事業サービスが契約内容を上回った場合の加算（ボーナス）と、サービス内容の劣位に対しての減額（ペナルティ）の、両方の措置が取り入れられるべきだろう。

財政再建の魔法の杖にあらず

2002年1月現在、2000年2月の「基本方針」告示以降のものだけでも、事業の実施方針策定以上の段階に入ったPFIプロジェクトは40を数える。

また、ここまで至っていない計画・検討段階のものは、2001年4月の緊急経済対策で認められた中央政府機関でのPFI事業を含めて、現在150事業を超えている模様である。

このようなPFI導入の動きは、財政悪化の中で、加速していくと見込まれる。

前述のように、行政側から見て、初期投資資金が不要（分割支払化）となるとともに、VFM価値の追求によって公共サービス提供のコスト圧縮にも貢献するだろう。また、PFIの考え方が公共サービス調達全体に影響を与え、財政支出の効率化に寄与することが期待される

一方、わが国は、90年代の長期低迷と景気対策等財政需要増大への対応の過程で、先進国中、ダントツの長期債務を持つに至っている。低成長の少子・高齢化時代を、その負担に耐え持続可能な財政運営の状態で迎えるためには、ハードからソフトへの転換を含め、公共サービスの選別は急務である。

しかし、PFIはあくまでも財政支出の効率化の手法であり、決して財政需要を決めるフルイ分けの方法ではない。PFIは財政再建の魔法の杖とはなりえないのである。

社会資本整備等を通じ、どの程度の公共サ-ビスを調達し国民に提供していくか、など財政需要への対応を決めていくことは、政治的過程での判断を必要とする。このための国民の政治的合意が早期にはかられることが求められる。

（渡部 喜智）