

第5章 意見聴取を通して得られたPFI適性に関する考察

第5章 意見聴取を通して得られたPFI適性に関する考察

5.1 PFI事業の事業性評価の判断基準

5.1.1 総論

(1) 指標の意味するところ

PFI事業は民間事業者によって行われる事業であることから、民間事業として成り立つことが必要である。民間事業としての成立要件として、PIRR、DSCR、EIRRが一定レベルを超えていることをメルクマールとして掲げたが、事業の内容によって目標とする水準は異なるとともに、その時々を経済・金融環境によっても異なってくる。さらには、判断する主体によってもその捉え方は大幅に異なってくる。

また、表面的な指標には現れないキャッシュフローのダウンサイドリスクこそが金融機関の重視するところであるという意見や、SPCの姿だけではなく、その出資者が受託事業を通じて得られる利益まで加味して判断するべきであるという意見、別の指標も参考にしているという意見などもあった。

今回掲げた指標は、民間事業の投資判断に使用される指標の一部であり、従って、これらの指標のみで民間事業として成立するという判断が完結するものではない。実際の事業の検討に当たっては、以下の記述を目安として、事業の個別内容、事業のリスクのあり方など個別に判断していく必要がある。

(2) 適正利潤

民間事業として成立するためには、民間事業者が適正な利潤を得られることが必要である。適正な利潤が得られるからこそ多くの事業者が参加し、創意工夫がなされるものである。従って、サービスの対価の低減を重視するあまり、民間事業者の収益に対する配慮が置き去りにされないよう留意するべきであると考えられる。しかしながら、現在の国内のPFI事業は、価格競争が過熱気味であるという意見がある。民間事業者であるSPCの長期的収支水準に問題がなくても、出資者や業務受託者が一定の収益をあげることができなければ、将来的にPFI事業への参加者が減少することが懸念される。

また、事業費の圧縮を優先するあまり、金利コストの圧縮や余裕金を圧縮し、事業体の安定性が懸念されるような事例も仄聞されている。事業体の破綻は本来の公共事業目的から見て重大な事態であり、安定した事業体制を構築する意味で、事前調査や入札手続における工夫、審査基準の明確化等を通じて、民間事業者を過度の価格競争に駆り立てることのないような配慮が望まれる。

5.1.2 PIRR

PIRRについては、事業の収益性を示す指標であり、事業を検討する上での重要な指標である。PIRRは資金の調達コストと同じ「%」で把握できることから、調達コストを上回れば、事業を実施するメリットがあると直感的に評価できることになる。

PFI事業は長期にわたる事業であることから、PFI事業を行う民間事業者の安定的な運営のためには、PIRRが、事業運営に必要となる資金の調達コストをある程度上回る水準であることが必要である。今回民間事業者からは具体的な数値に関して、特段の意見が寄せられなかった。これは、今回検討対象とした13事業は運營業務のウェイトが低いサービス購入型の事業が多いため、長期の維持管理・運営段階のリスクに関する関心が低かったためであると推測される。

上述したように、民間事業者からは、どの程度上回るかにつき、特段のメルクマールとなる意見が寄せられなかったが、運營業務のウェイトの高い事業においてはある程度の収益水準が必要と判断されるので、民間事業としての成立可能性の判断としては、事業ごとの期待収益を織り込んだ調達コストを上回ることを最低限のメルクマールとしたい。

なお、PIRR算出の前提となるキャッシュフローは税引後利益を出発点として計算している。

5.1.3 DSCR

毎年度の借入金の元利償還金に充当するキャッシュフローにどの程度の余裕があるかを把握する指標であり、資金調達実務において、金融機関側が重視しているとの意見が寄せられた。目標値の設定に当たっては、当該事業から民間事業者が得られるキャッシュフローの安定度がどの程度であるのかがポイントとなる。今回はいろいろな事業を実施した経験に基づいて「1.2前後が必要」という意見がある一方、現状のPFI案件は施設整備中心でキャッシュフローは安定していることから1.0に近い案件もあるという意見も寄せられた。金融機関以外からも、施設整備中心の低リスク事業であれば、1.2の水準に達していなくとも資金調達が可能であり、事業の内容に応じて弾力的に考えるべきであるという意見が寄せられた。

この指標は、借入金の元利償還金に対して、事業から得られるキャッシュフローがどの程度上回っているかを把握するものであるため、実際の事業の検討に当たっては、当該事業から民間事業者が得られるキャッシュフローの安定度がどの程度であるのかがポイントとなる。キャッシュフローの安定度としてまず思い付くのは、独立採算事業における収入の確実性や費用の増嵩可能性の検討であるが、サービス購入型の事業であっても、事業の難易度やサービス対価の減額の形態、代替事業者の存在、金融機関によるステップインの可能性の有無など事業契約において規定される内容にまで踏み込んで検討することが必

要という意見がある。サービス購入型の事業であっても、運營業務のウェイトが大きくなるに従って上記内容がキャッシュフローの安定性に与える影響が大きくなることが予想されるところである。そのため事業の検討段階においては事業契約の内容までは踏み込めないことを勘案すれば、ある程度の余裕度を見込む必要があるだろう。

従って、実際の事業の検討に当たっては、一律に「1.2以上」という固定的な目標を設定することなく、事業の難易度や事業方式等、事業の内容に即して個別に目標値を設定する必要があると考える。

5.1.4 EIRR

出資者にとっての収益性を把握する指標であることから、資金調達の実務においてDSCRに次いで重視するという意見が寄せられた。しかし、現実のPFI事業においては、実際業務の受注を優先する出資者（＝構成員＝業務受託者）と民間事業者が資金を提供する金融機関とでは立場が異なることから、EIRRとして期待する水準に違いがあることがうかがわれた。

まず、民間事業者（SPC）の出資者は同時にSPCから設計、建設、維持管理、運営などの各業務を受託ないし請負う立場にあるため、各業務の中で収益機会が確保されることが第一義であり、SPCとしての収益は必要最低限であればよいと判断しているという見解が主として金融機関から言われている。

具体的には、90年代の前半、アジア地域の電力事業などのインフラ整備プロジェクトでのEIRRは10%台であり、英国のPFI案件は、現在10%台前半から15%程度の水準であると言われている。しかしながら、国内のPFI事業においては、主たる出資者が構成員として建設工事を請け負うことになることから、出資金は回収できればよく、数%程度のEIRRに甘んじているという意見がある。この背景には、現状のPFI案件が施設整備中心のサービス購入型の事業が中心であるため、キャッシュフローのダウンサイドリスク（減収リスク）がほとんどないという事情があげられる。実際、国内事業でも独立採算事業を含むPFI事業や運營業務のウェイトの高いPFI事業の場合には10%台のEIRRを見込んでいるという意見もあった。

一方、金融機関側は、民間事業者（SPC）が資金調達主体であり、事業期間中の民間事業者のインセンティブは端的にはEIRRであることや、将来の資金調達手段の多様化、出資金の流動化などを視野に入れると他の金融資産・商品に比べて見劣りしない水準が必要であることから、ある程度の「高さ」を求める意見が寄せられた。

結論的には、EIRRもDSCR同様、事業の内容（特にキャッシュフローの安定性）に即してその時々々の経済・金融環境に応じた目標値を設定すべきであり、事業規模、事業内容からみて無理のない出資額を見込んで、10%程度を目安として設定することが妥当であろう。

5.2 PFI事業として適切な事業分野

- (1) 民間事業者の関心という観点では、これまでの国内PFI事業が学校、庁舎等の建築物整備事業か廃棄物処理施設等の機械・プラント整備事業中心であったことから、土木インフラ事業に対する関心が高かった。また、高度成長期に整備された社会資本ストックすなわち土木インフラが更新期を迎えつつあることから、これらの大規模な社会資本ストックを効率的に再整備する手法としてPFI活用を検討するべきであるという意見も寄せられた。
- (2) 既存インフラの改修事業に関しては、改修に伴うリスク分担の難しさを指摘する意見もあったが、「パイロット事業」として取り組むことにより新規PFI分野の課題を把握するべきであるという意見が寄せられた。土木インフラ事業など、従来に経験のないPFI事業に対する取組みとして「パイロット事業」としての取組みは有益な示唆となる。
- (3) 民間事業者からは、事業分野というより事業の性格で取組み意欲に差があるという意見が寄せられた。具体的には、BTO方式の単なる施設整備事業ではなく、BOT事業や運営業務、維持管理業務がある程度の規模で見込める事業は、民間事業者としての創意工夫が発揮できるとともに、事業リスクも高くなることから、他の事業者との差別化を図りうるということで、PFI事業として取り組みたいとする意見が、商社やデベロッパーなど、建設事業者以外から寄せられている。これら運営業務ウェイトの高い事業として、庁舎、住宅、文化会館などがデベロッパーの立場から興味のある事業分野として挙げられている。一方、他との差別化を図る反面、民間事業者として負担できるリスクの範囲内に収まっているかについては、実際は難しい問題であり、従って、リスクを負う以上、インセンティブもほしいという意見が寄せられている。実際事業の検討に当たっては、運営業務の内容やボリューム、あるいはインセンティブとリスクが見合ったものとなっているかは、個別事業に即して、事前に詳細な検討が必要となる。
- (4) 土木インフラ事業のPFI事業例がないことから、当該分野でBTO形式でのパイロット事業の実施を求める意見があった。ただし、土木インフラ事業に関しては、道路の通行量や港湾の使用量などの需要予測が難しく、需要変動リスクを民間事業者側では負担しきれないという意見や、また、独立採算事業として新規で成立するような事業は想定しがたいという意見も寄せられている。民間事業としての実績が少ない土木インフラ事業においては、需要量予測等も含めて、建築系事業に比べて、一層入念に可能性調査ないし事前調査を実施する必要がある。

5.3 PFI事業として適切な事業規模

5.3.1 総論

(1) 事業規模の重要性とその背景

- ・今回、民間事業者からは、事業規模に関して多くの意見が寄せられた。事業の内容、性質もさることながら、まず、民間事業者が検討の俎上に乗せる要件の第一は適当な事業規模を有するか、という点であるという。
- ・事業規模を重視する背景には、応募のために要する費用が大きいという要因があげられる。複数の企業が構成員となって共同で提案書を作成するため、応募にかかる費用は1件あたり20百万円～30百万円程度にのぼると言われている。そしてこれまでは、応募費用はいわばPFI事業の「授業料」として「営業経費」という扱いであったものが、件数、金額の増加から、事業収益のなかで回収を図る「事業費」扱いに変わってきており、相応の事業規模がなければ、受託業務等での事業収益から応募費用を回収できないため、事業規模の大きな案件から、応募の検討に入ると言われている。
- ・また、提案審査の結果、落札者ないし優先交渉権者となっても、公共側との事業契約協議、金融機関との融資協議等多様な契約協議のための弁護士費用、金融費用が発生することから、SPCとしても、これらの契約費用・金融費用を生み出せるだけの事業規模が必要であると言われている。
- ・さらに、金融機関サイドもプロジェクトファイナンス組成費用が多額にのぼることから、融資額に応じた手数料でプロジェクトファイナンス組成費用を回収するためには、相応の融資額を必要とするという意見も寄せられている。

(2) 事業契約の標準化の検討

- ・一定規模の事業規模を必要とする背景に、事業契約書の作成や各種契約協議にかかる負担が大きいという要素がある（金融機関が必要とする金融費用も融資契約の作成・協議費用であり、公共側でも契約協議にアドバイザーを活用するなど費用が発生する）。このため、ある程度パターン化したPFI事業においては、契約書の標準化が必要であり、また可能であるという意見が寄せられている。かかる標準化作業を通じて、事業規模が小さな案件のPFI事業化や中小企業・地場企業のPFI事業への参画が促進されることが望ましい。

5.3.2 目安となる事業規模

- (1) 事業規模の目安として、初期投資額規模がポイントであるという意見と、運営費も含めた事業費規模総額で判断し、その割合については特段問題にしないという意見があった。建設事業者や金融機関は初期投資額を重視する傾向がうかがえるところである。また、事業規模に言及した意見でも、それらの金額はあくまで目安であり、事業の性格・事業体制の構築方法、民間事業者各社の得意分野の有無などにより上下するものである点には注意が必要である。
- (2) 具体的な事業規模（初期投資額ベース）で言及された金額は10億円～50億円まで幅のある金額である。また、プロジェクトファイナンスとしての下限という観点でもやはり10億円程度が目安となるようである。しかし、これらの意見は東京に本社を置く大手民間事業者の意見であり、地方圏においては、より小規模の案件でも、地元事業者や地元金融機関が小回りを効かせて、効率的な計画立案などにより取り組む余地があるとの意見も寄せられている。
従って、全国一律の「適正な事業規模」を求めることは困難であり、かつ、事業の芽を予め摘んでしまうことになるので、望ましくないと考える。実際の事業の検討に当たっては、とりあえずの事業規模の目安を都市圏においては10億円程度、地方圏においては5億円程度に置いて、それぞれの事業の性格、内容に即して、事業実施が可能な民間事業者を想定し、事前の参画動向調査等を十分に行う必要がある。
- (3) なお、事業規模の上限に関しては、資金調達面の難しさを指摘する意見があった。金融機関の規模にもよるが、1銀行で融資できる金額にはおのずから上限があり、大規模な資金需要に応えるためには、複数銀行によるシンジケート団を組成する必要があると指摘されており、民間事業者の取り組みやすさという点では、初期投資額で100億円～200億円程度が通常のPFI事業の場合の上限規模の目安となろう。

5.4 その他事業化に当たって検討すべき点

今回寄せられた意見の中には、現状のPFI事業の課題を指摘するものも数多く寄せられた。これらの意見は、民間事業者として取組の阻害要因と整理できるものも数多く、今後、PFI事業を行っていくうえで検討すべき事項として整理したところである。

5.4.1 事業計画面での課題

実際の事業を検討するに当たっては、計画段階から留意すべき点があるという指摘がなされている。まず、計画段階においては、大規模修繕の内容・程度をどのようなものとして設定するかが不明確であるという意見が寄せ

られた。今回検討対象とした事業についても不明確な部分があるという指摘もあったが、一般のPFI事業においても、従来の公共施設は予算制約から大規模修繕の機会が少なく、その状態との比較において、PFI事業の場合の修繕ないしメンテナンスの程度が計りがたいという指摘である。民間事業者としては、大規模修繕の定義ないし内容を正確に把握しなければ適切な事業費を見積もれないということになり、事業への参画意欲の低下要因となるところであるので、大規模修繕の必要性や期待する日常的保守・メンテナンスの水準に関し、可能な限り分かりやすい情報開示ができるよう、計画段階から検討する必要があると考える。

5.4.2 事業者選定面での課題

審査方法、審査基準の明確化を求める意見が寄せられた。事業者選定に当たって重視する事項は当然審査基準において重視されてしかるべきであり、審査基準が事業者に対するメッセージとして考えるべきであるが、コスト重視であるのか、設計重視であるのか読み取れないという意見である。また、審査基準だけではなく、VFMの計算から首尾一貫した方針がなければ、事業者へのメッセージが伝わらないという意見も寄せられた。審査基準が明確でなければ効果的な競争が期待できなくなるので、PFI事業の目的、主旨から首尾一貫した明快な審査基準の策定に留意する必要がある。

5.4.3 事業実施面での課題

資金調達面の重要事項として、民間事業者がサービスの対価として支払われる施設整備費に関する金利の決定日に関する意見が数多く寄せられた。これは、公共側から支払う金利の決定日が、民間事業者が実際に資金を調達する時点よりかなり前に設定されていることから、金利リスクを回避するためフォワードスワップなどを活用することになり、この結果、金利コストが割高となる可能性もあるという意見である。

金利の決定時期は優れて公共側の考え方によるところであり、一方、金利コストは民間事業者にとって事業の安定性を左右する大きなコストであることから、民間事業者に過度の負担とならないよう、十分留意すべきものと考えられる。

また、契約の早期解約にかかる違約金の存在も、民間事業者の資金調達面で注意すべき事項であるという意見が寄せられた。違約金相当分は借入による資金調達が困難であるので、最近実例がでてきた違約金条項のない事業との間で民間事業者の取組みに差が出る可能性があるというものである。この点は、事業の内容に即して、違約金の必要性とその影響を検討するべきであろう。

5.5 まとめ - 1 P F Iの事業化に当たり重要と考えられる事項

本書では、民間事業として成立していること、V F Mが達成されていることをP F Iの事業化の要件として、第2章において記載した。これは、定量的評価に際しての目安を示したものであるが、民間事業者からの意見聴取を通じて、実際の事業化の検討に当たっては、以下の点が重要であると考えてるので、付言したい。

1) 民間事業者のノウハウの保有

- ・類似の市場が存在している場合は、類似のノウハウ（特に運営業務において）を民間事業者が保有していることが確認できる。しかし、専ら公共が行っていた事業の中にも、民間事業者のノウハウが活用できるものが含まれている可能性もある。この点の検証が重要である。

2) 適切なリスク分担

- ・公共と民間の適切なリスク分担によりV F Mの最大化が追求できる。民間への一方的なリスク移転はP F I事業化の可能性を妨げるものであるが、他方、公共から民間への移転リスクが少なすぎれば民間のリスクマネジメントの有効な活用が図られず、P F Iのメリットが十分に発揮されない。リスクとリターンの見合う適切なレベルで、最適なリスク分担を図ることが求められよう。

3) 基本計画の存在

- ・基本計画は、施設建設に当たっての明確な目的や付加する機能等を示すものであり、計画にあたってのベースである。しっかりとした基本計画の存在が、民間事業者から公共が求めるサービスを導き出す役目を果たすものである。

4) 維持管理・運営業務の存在

- ・長期かつ相当程度の維持管理・運営業務の存在が、設計・建設段階での民間事業者の創意工夫・ノウハウを引き出し、合理的な計画を導き出すと考えられる。また、設計・建設段階から維持管理・運営段階までを通して民間事業者のマネジメント能力が期待できる。

5) 一定規模以上の事業であること

- ・民間事業者の応札コスト、民間金融機関のファイナンス組成コストを勘案して、一定の規模以上でないと参画意欲が低下する。これらの費用を勘案してもV F Mが確保できる一定の規模の事業であることが求められる。

6) 公共サービスの質の向上の可能性

- ・ 民間事業者にインセンティブを与える効果により、公共サービスの質の向上が期待できる。この意味から P F I 法に則した民間事業者による P F I 事業の提案など、民間意欲を汲みとる取組みは重要である。

5.6 まとめ - 2 今後の展望

最後に、日本における P F I を推進するに当たり、今後の展望を述べたい。

1) 税制・補助金のイコールフットイング

V F M の算定においては、税金や補助金等の財政支援措置について、イコールフットイングが図られることが極めて重要である。「V F M に関するガイドライン」(平成 13 年 7 月 27 日内閣府 P F I 推進委員会)では、V F M 算定上、これらについて現行制度を前提とした上での調整を行うことを基本としているところであるが、今後は、model T を用いてイコールフットイングが図られていないことによる影響等を検証し、制度上の課題の解明、解決に役立てていきたい。

2) 金融市場の整備 (英国のプロジェクトボンドと同種の証券による資金調達手法の整備)

日本の P F I 事業においては、これまで、間接金融 (銀行借入れ) が主流であったが、P F I 方式による事業が拡大し、また成熟しつつある現在、資金調達手段の多様化及び競争力の維持の観点から、今後は直接金融 (債券発行、証券化等) の導入が期待される。特に、多額の資金を必要とする土木インフラ事業への P F I の適用に当たっては、資金の確保及び資金調達コストの低減のために資金調達手段の多様化が重要なポイントの一つとなる。直接金融の導入に当たっては、金融市場の整備が望まれるところであり、こうした展開を図っていく上で、課題の把握、解決策の方向性の提示が今後必要となつてこよう。

(This page(p350) is intentionally kept blank.)