

第5回VFM評価に関するワーキンググループ議事概要

日時：平成19年3月9日（金）15：00～17：00

場所：三田共用会議所 第二特別会議室

出席者：山内座長、高橋委員、前田委員、

伊藤専門委員、光多専門委員、美原専門委員、宮本専門委員

事務局：町田参事官、荻野参事官補佐

【議事概要】

（1）第4回議事録案、議事概要案について

山内座長より、高橋委員から頂戴したご意見を反映させて確定の旨伝達。

（2）VFM評価の理論的な背景に関する議論の整理について

委員からの意見の概要は以下のとおり。

- ・VFM検証の言葉遣いをVFM検定に変更して欲しい。
- ・英国のハイウェイズエージェンシーやトレジャリーのVFMに対する考え方は、財政支出額の期待値の低減のみならず、従来型事業に比較してPFI事業ではリスクマネジメントの結果として財政支出額の分散が小さくなることに意義があるとされている。
- ・分散を小さくするという考え方もVFMの源泉の一つではないか。
- ・VFMの計算ということではないが、実効性が高まるという観点では意味がある。
- ・（事務局）2.の4つめの を敷衍することでご意見を反映させる。

（3）VFM算定にあたっての実務的課題の解説・補足について

事務局より資料2について説明。委員からの意見の概要は以下のとおり。

- ・実務的課題の範囲をどうするのか。今までの議論をチェックして、必要なものは追加した方がいい。
- ・p1の間接コストは供用開始前だけではなく、運営段階でも当然出てくる。
- ・p6の民間事業者の借入金利について過去の平均を使うということは納得がいかない。
- ・p8のトランザクションコストについて、PSCの場合と異なりとの記述があるが、PSCの場合もトランザクションコストがある。整理した方がよい。
- ・p12の「リスクが高いほど出資金等による調達の高比率が高くなり」という部分はおかしい。リスクの属性が決めるのではなく、市場における評価が出資金の比率を決める。リスクの高低と資本金の高低は関係ない。
- ・quasi equity についての取扱いについて書かれていない。資本金として取り扱うのか融資として取り扱うのか等について、注記でもよいから簡単に解説した方がよい。
- ・DSCRについては、1.0というのはいり得ない。表現を工夫する必要がある。
- ・資金調達の問題は利率の問題の他に、民間では外部調達と自己資本の割合について認識しているのに対し、PSCでは起債などによる外部調達による借入と自己調達の割合をどのように考えるのかということについて触れられておらず、その比率によってコスト

が変わってくるという問題がある。

- ・外部調達と自己調達の比率をどう設定するのが最適かについての問題は難しいが、その比率の設定によって資金調達コストに違いが出てくるということは指摘しておく必要がある。
- ・借入コストと自己資本コストを考える際に、今はゼロ金利でもあり過去の平均がいくらかと考えるのは意味がなくなっている状況にある。
- ・不確実性のある前提条件の下に、P S CとP F I - L C Cのどちらが優れているのかを判定するという考え方に立てば、条件を共通にしてV F Mを算定しなければならないが、公共サイドの外部調達である起債と自己調達の比率をどう設定するのかというような前提を置くことが難しいような問題は、P F I - L C Cの利益のところ調整するなどコスト調整の考え方を入れた方がよい。
- ・調整のところ触れるだけでなく、p 6で「起債による資金調達が想定される場合」とあるが、起債による資金調達が想定されない場合はどうなるのかという問題があるので、この部分で書いておかないといけない。
- ・起債比率は総務省の方で上限が決められており、上限一杯に起債するということが現実のようだが、事業の特性に応じて起債と一般会計の比率をどのように設定するのかを考えることが本来は必要だ。
- ・民間側での資金調達については額と金利は分かるが、公共では内部調達である一般会計からの繰り入れのコストは1対1で対応していないので、そのコストをどのように見積もるかについては難しい。
- ・P S CとP F I - L C Cの内部調達コストを揃え、P F I - L C Cの外部資金調達コストはある程度想定できるので、P S Cにおける外部資金調達コストを起債の金利を前提にするというのがシンプルな考え方ではないか。
- ・本解説・補足(案)は、体系的にすべてを網羅しているわけではないと理解しているが、P S Cの中でリスクをどう扱うのか、P S C、P F I - L C Cの両方にかかる補助金をどうするのかなど漏れている問題がある。
- ・(事務局)需要があって早くできることから対処するというで作成した資料であり、すべての論点をカバーしているものではない。
- ・議論があって意見がまとまったものを順次発信しているという、本資料の位置づけをはっきりさせておく必要がある。
- ・誰のためのV F Mなのか。地方自治体のためにとってなのか、国民経済のためにとってのものか。
- ・国民経済にとってのV F Mとなると議論が拡散する。英国は明らかに財務当局にとってのV F Mである。事業を行う実施主体にとってのV F Mと考える。
- ・ガイドラインは国にとってのものであり、地方自治体に強制するものではないことに留意が必要。
- ・コンセンサスが得られ書けるものから書いていくことになるが、触れていないところは最後にその旨書いておいた方がよい。
- ・D S C Rについては具体的な数値を挙げるのは好ましくなく、リスク特性、事業構成に

応じて適切な水準に落ち着くもの。

- ・コストの計算をした時点と借入をした時点を合わせるのが原則。
- ・コストというのはそのときの経済金融情勢が一体となって算定されているものであり、コストだけを現在で算定し金利を過去のものを使うというのはあり得ない。
- ・長期的な見通し = 現在の市場金利という意見に賛成。
- ・割引率と資金調達コストの議論は別のステージでの話。
- ・現実にかかる資金コストは、できるだけ現実に近いだろうと想定される金利を使う必要がある。
- ・P S CとP F I - L C Cのどちらが優れているかを比較するために共通の利率で割り引いて現在の価値を比較するものが割引率。
- ・割引率は、なるべく現実の金利水準に近い水準で制定することが望ましいという言い方にとどまるのではないか。その点、過去の平均をとるというのは適切ではない。
- ・現在の市場金利が将来の金利としてどのように想定しているのかなど金利構造を理解するのは難しいが、事業期間によって適用する金利は違うということについては理解しておく必要がある。現状、事業期間を問わず10年物国債の利率を割引率としてるのはおかしいのではないか。
- ・事業ごとに事業期間を勘案して金利を設定し比較しないといけない。
- ・リスクを考えると難しくなるので、今はリスクフリーレートを使っている。
- ・金利をどの水準にするかを決めるのは判断できないので、市場が決めた利率を適用するのが一番分かりやすい。
- ・(事務局)ノミナルなV F Mの数字を比較したり、V F Mを単純に合算することは意味がないということか。あくまで個別事業としてやるかどうかを判断する基準として考えておくべきなのか。
- ・考え方を分かった上でやりなさいということ。もしコンパラブルな比較がない場合、例えば事業期間が15年などの場合にどのように計算するべきかなど具体的に記載したらよいのではないか。
- ・金銭的な割引率で割り引いて、しかも事業期間ごとに割引率を決めると、事業によって割引率の数字は違うかもしれないが、事業を正しく反映しているという意味では正しい考え方もかもしれない。だからといってそうやりなさいといった時に、全部がそうできるとは限らない。考え方をどこまで分かってもらえるかというのは難しい。
- ・最低限、割引率を使う場合は、比較をするためにもP S CとP F I - L C Cを同じレートで割り引くことが必要。
- ・例えば事業期間10年の事業を考えると、現在の市場金利をとってくるのか過去の10年の金利をとってくるかの問題がある。
- ・次に、10年の国債金利を使うのはおかしいという問題がある。事業期間が15年、20年になるとそのまま使えない。
- ・具体的に数字が取れるかということ、5年債、10年債は比較的簡単に取れる。20年債になるとどこまで信用するかという問題があるがとりあえず数字は取れる。それを超えると円の金利では数字が取れず、その場合どうするのかという問題がある。

- ・最低限同じ割引率を使うということは分かる。金利の構造によって割引率が違うということも概念的に分かるかもしれないが、実際に自治体が具体的に数字を取ってきて計算できるかという問題がある。
- ・10年債以下はできる。
- ・自治体の財務分析の問題であり、自治体の起債コストが割引率とならないのか。
- ・自治体のコストはマーケットのレートではない。
- ・資金調達コストと割引率は違う。資金調達コストがきちんと積み上げられていれば、リスクプレミアム分がPSCとPFI-LCCの両方にのっている。それを割り引くと、PSCとPFI-LCCの資金調達コストが違うときに、同じレートで割り引くと違いが残る。それぞればらばらに同じように割り引くと現在価値に違いが出ない。
- ・同じような事業を実施したときに、資金調達コストが高い自治体が高い資金調達コストで割り引くと現在価値が低くなり、資金調達コストが低い自治体はそのレートで割り引くと現在価値が高くなってしまふ。そのようなことがないように、割引率は共通のリスクフリーレートで設定しておこうというのが最初の合意事項だった。
- ・事業構造、事業期間が同じであれば同じ割引率を使うということ。
- ・VFMの計算は神のお告げの絶対値ではなく、仮にこういう前提で計算するとこうなるよということ。
- ・それぞれの自治体がそれぞれの特殊事情に応じて第2ケースとして計算するのはよいが、仮に全国的に統一すると現在の割引率はこうなりますよという割り切りが必要だ。
- ・割引率よりPSCのコストの支払テンポの方が重要な問題だ。
- ・事業期間に応じて割引率を毎年示してもよいのでは。国債の期間で適当なレートがなければ、補完法でレートをはじくという方法もある。
- ・長期的にある一定の値を割引率とすると考えており、事業期間に応じて割引率を変えるというのはまだ頭の整理できていない。
- ・事業期間の最初に一括して支払うケースと最後に支払うケースを考えると、後者のケースは金利コストが発生していないのではなく、金利コストにリスクプレミアムをのせておりその間のコストが発生している。最初に設定している事業期間が官と民で同じであれば、最初に払うのと後で払うのでは違いが出てくるので、比較をするために割引率で割り引いて現在価値を算出している。
- ・資金調達コストについては期間によって金利が変わってくるというのは理解できるが、割引率を10年の事業と20年の事業で変える率をどうすればよいのか。
- ・リスクフリーの概念は事業期間に応じて変わってくるのか。
- ・期間によって違う。例えば事業期間5年の事業で最初に支払うケースと5年後に支払うケースと、別の事業で最初に払うケースと10年後に支払うケースを比較するときに同じ10年国債の金利で割り引くのかというテーマ。5年国債があるのなら5年国債を使いましょうということ。
- ・金利は先になるほどカーブを描いて高くなる。1年ごとに分けて各年ごとのコストを割り引くという考え方もあるが、加重平均のような考え方で期間10年であれば10年の国債で割り引くということ。

- ・ p 8 のアドバイザーを使用する場合のアドバイザーの選定費用は大した費用ではない。
- ・(事務局) 山内座長と相談して事務局にてもう一度たたき台を作って、皆様にご照会をして、次回でまとめていきたい。

(4) 日程調整

次回の候補日として、4月10日(火)午後、4月12日(木)午後、4月13日(金)午前を委員に確認。4月13日(金)を有力候補として、欠席された委員の予定を確認し、座長と相談し次回予定を決める。

以上