

ASEANにおけるインフラ整備の促進に向けた官民パートナーシップの推進と資本市場の活用

野村資本市場研究所 シンガポール事務所 主任研究員

北野 陽平



1. はじめに

東南アジア諸国連合（ASEAN）は、2015年末にASEAN経済共同体（AEC）を創設した。2015年までのAECブループリントでは、競争力のある経済地域に向けて、インフラ整備が重点分野の一つとして掲げられていた。2025年までのAECブループリントにおいては、インフラ整備を促進するための方策とし

＜目 次＞

1. はじめに
2. ASEAN諸国におけるインフラ投資需要と資金調達
3. 民間資金を呼び込むために重要な役割を果たすPPP
4. 債券市場の活用への期待
5. 存在感が高まりつつあるインフラファンド
6. 結びにかえて

て、公的部門と民間部門がノウハウやリスクを共有する官民パートナーシップ（PPP）の重要性が強調されている。ASEAN各国では、従来からインフラ整備が国家の重要な課題として認識されてきたが、インフラの整備水準は一部の国を除くと世界的に見て低い（詳細後述）。インフラの未整備は、域内統合の阻害要因となるだけでなく、各国の経済成長の鈍化につながる可能性もある。

本稿では、ASEAN諸国におけるインフラ整備の促進に向けた取組み、中でも民間資金の活用について整理する。

2. ASEAN諸国におけるインフラ投資需要と資金調達

(1) インフラ整備状況と投資必要額

世界経済フォーラムより毎年発表される国際競争力レポートによると、2015年におけるインフラの質ランキング（全140か国）は、

(図表1) ASEAN諸国のインフラの質ランキング

	2008年	2015年	
	順位	順位	スコア
シンガポール	2	4	6.4
マレーシア	19	16	5.6
タイ	35	71	4.0
ラオス	N/A	78	3.9
インドネシア	96	81	3.8
ベトナム	97	99	3.5
カンボジア	82	102	3.4
フィリピン	94	106	3.3
ミャンマー	N/A	135	2.4
ブルネイ	39	N/A	N/A
(参考) 日本	16	7	6.2

(注) 1. スコアは1～7の値を取る。

2. 2008年は134か国、2015年は140か国が対象。

(出所) 世界経済フォーラム「国際競争力レポート」より野村資本市場研究所作成

シンガポールが4位、マレーシアが16位と上位に入っているが、それ以外のASEAN諸国は中位または下位に位置している(図表1)。さらに、タイを含むいくつかの国では、2008年と比較して順位が低下した。ASEAN諸国において総じてインフラの質が低い主要因として、これまでインフラ整備に必要な投資が十分に行われてこなかったことが挙げられる。

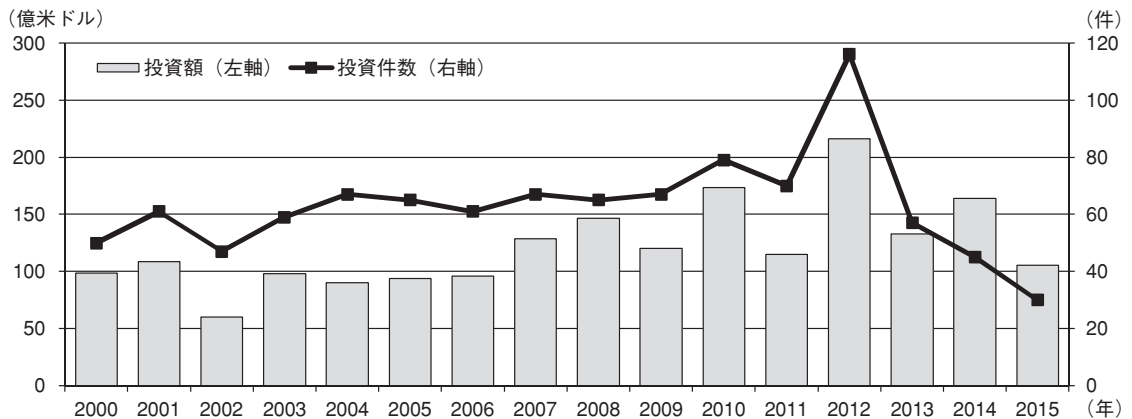
アジア開発銀行研究所の試算によると、ASEAN域内(シンガポール、ブルネイ除く)のインフラ投資必要額は、2010年から2020年の11年間で1.1兆米ドル(年995億米ドル)と推定されている(注1)。国別の内訳は、インドネシアが4,503億米ドル、マレーシアが1,881億米ドル、タイが1,729億米ドル、フィリピンが1,271億米ドル、ベトナムが1,098億

米ドル、その他ASEAN諸国が464億米ドルである。セクター別の内訳は、運輸が42%、電力が37%、情報通信が15%、上下水道が6%である。

(2) インフラ整備資金の調達源

ASEAN諸国におけるインフラ整備資金の主な調達源として、政府の財政資金、日本を含む先進国からの政府開発援助(ODA)、アジア開発銀行(ADB)や世界銀行グループ等の国際開発金融機関の支援、国内外の公的・民間金融機関からの投融資等がある。現在、各国とも公的部門の資金への依存度が高い。例えば、インドネシアでは2015年から2019年までにインフラ整備資金として5,000兆ルピア(約39兆円)が必要とされており、資金調達源の内訳は、約50%が政府予算、約20%が

(図表 2) 民間部門が参加したインフラプロジェクトへの投資額及び投資件数の推移



(注) 1. 投資額は、プロジェクト実施主体が自己資本と負債により調達した金額を示す。民間部門による投資額に加え、公的部門による投資額も一部含まれる。

2. シンガポールとブルネイを除くASEAN 8 各国が対象。

(出所) 世界銀行PPIプロジェクトデータベースより野村資本市場研究所作成

政府系企業、約30%が民間部門である。また、タイ政府による2015年度から2022年度までのインフラ投資計画額は2.4兆バーツ（約7.2兆円）であり、資金調達源の内訳は、20%が政府予算、55%が政府系企業、20%がPPP、5%がインフラファンドである。

一方で、ASEAN域内では1990年前後から、資金や技術面で民間活力を取り入れたインフラプロジェクトが実施されてきた。この背景には、①各国政府の財政資金だけでは膨大なインフラ需要に対応できず、財政負担を軽減するために民間資金を活用する必要があったこと、②民間部門が有する技術やノウハウを活用することで、プロジェクトをより効率的に実施できること、③国際開発金融機関が資金を提供するにあたり、各国政府に対して民間部門を活用するよう要求したことがある。

一般的に民活プロジェクトでは、インフラ事業の実施だけを目的とした特別目的事業体（SPV）が設立される。SPVは通常の事業会社と同様に、自己資本と負債により資金調達を行う。自己資本と負債の割合はプロジェクト毎に異なるが、自己資本が20～30%、負債が70～80%程度であることが多い。世界銀行の Private Participation in Infrastructure (PPI) プロジェクトデータベースによると、民間部門がスポンサー（出資者）として参加したASEAN域内のインフラプロジェクトへの投資状況を見ると、投資額、件数ともに2012年まで概ね増加傾向であったが、2013年以降は減少傾向が続いている（図表2）。

(図表 3) アジア太平洋地域におけるPPPランキング

	2011年		2014年	
	順位	スコア	順位	スコア
フィリピン	8	47.1	7	64.6
インドネシア	9	46.1	9	53.5
タイ	10	45.3	10	50.4
ベトナム	14	26.3	18	33.1
(参考) 日本	6	63.7	4	75.8

(注) 2011年は16か国、2014年は21か国が対象。スコアは100が最大値。

(出所) The Economist Intelligence Unit and Asian Development Bank, “The 2014 Infrascope : Evaluating the environment for public-private partnerships in Asia-Pacific” より野村資本市場研究所作成

3. 民間資金を呼び込むために重要な役割を果たすPPP

近年、民間部門によるインフラ投資が減少傾向にある中、民間資金の活用を促進するためには、PPPが重要な役割を果たす。英国の調査機関ザ・エコノミスト・インテリジェンス・ユニットは、法規制面や制度的枠組みに基づくPPPのランキングを発表しており、ASEAN域内ではフィリピン、インドネシア、タイ、ベトナムの4か国が対象となっている。2011年から2014年にかけて、ベトナムの順位が低下したものの、スコアは4か国とも改善した(図表3)。

当該4か国におけるPPP制度の概要及び近年の動向は以下の通りである。

(1) フィリピン

1990年にBOT(Build-Operate-Transfer)法が制定され、アジア諸国の中では最もPPP

の長い歴史を持つ。1994年にBOT法が改正され、PPPの法的枠組みが確立された。PPP事業の窓口は、国家経済開発庁傘下の組織として設置されたPPPセンターである。主な役割として、①PPPプロジェクトを準備・実施するための支援、②PPPプロジェクトに関する集中データベースの管理、③案件形成に必要な資金を提供するリボルビング・ファンドの運営等がある。PPPの制度的枠組みを強化するため、現行のBOT法を見直し、新たにPPP法を制定する案が数年前から議論されている。また、フィリピン証券取引所(PSE)は、PPPプロジェクトを手掛ける企業の新規上場を促進するため、PPPセンターと協議している。現行の上場規則の下では、一定の利益を伴う3年間の事業実績が上場要件として定められているが、SPVの形態を採るPPP企業は事業実績を持たないため、要件を満たすことができない。そのためPSEは、PPP企業の上場要件の緩和を盛り込んだ市中協議文書を2016年5月に発表した。

(2) インドネシア

2005年に制定された大統領令によりPPP制度が設けられた。PPP事業の窓口は、国家開発企画庁内に設置されたPPPセントラルユニットである。他にもPPPのインフラプロジェクトを支援する政府機関がいくつかあり、2009年にPPPプロジェクトへの資金提供を目的とした政府100%出資企業のPT Sarana Multi InfrastrukturやPPPプロジェクトにおけるポリティカルリスクを保証するインドネシア・インフラ保証基金が設立され、2010年にPPPプロジェクトに対する投融資や助言サービスを提供するインドネシア・インフラストラクチャー・ファイナンスが設立された。PPPプロジェクトの状況等をまとめたPPPブックが2010年以降、国家開発企画庁より毎年発行されている。政府機関による土地取得に関する枠組みを定めた土地収用法が2012年に制定された。2015年に制定された大統領令により、事業者の投資回収方法として、政府・政府機関が一定の条件下で支払いを行うアベイラビリティ・ペイメントについて規定される等、PPP制度の内容が様々な点で改正された。

(3) タイ

1992年にPPP法が制定された。PPP事業の窓口は、財務省の国営企業政策局であり、国家のPPP戦略計画の策定も担っている。原則として、事業規模が10億バーツ以上のプロジェクトがPPPの対象となる。従来のPPP法は、

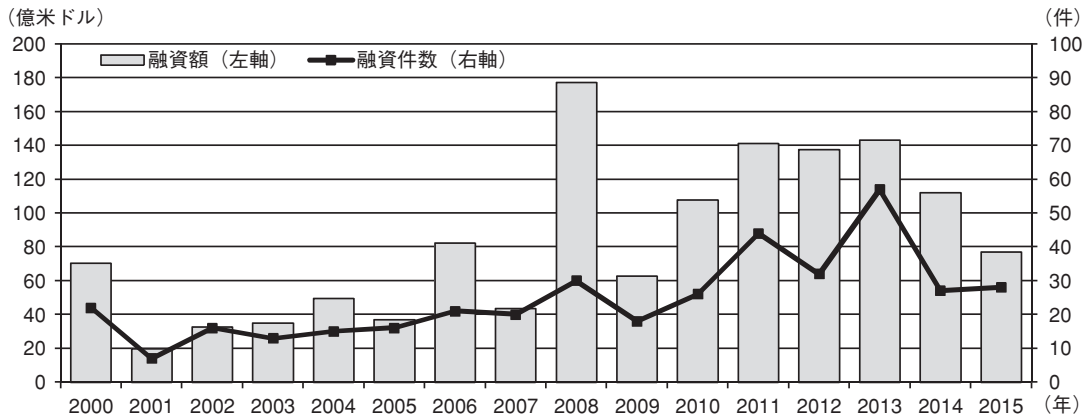
インフラプロジェクトを巡る腐敗を防止することに重点が置かれており、PPPの基本法としては不十分であったため、PPPプロジェクトの承認プロセスの合理化を目的として、2013年にPPP法が改正された。新たなPPP法の下では、国営企業政策局は、2015年から2019年を対象期間とする戦略計画において、民間部門からの投資が必要な6セクター及び民間部門の参加を促進する14セクターを特定し、当該5年間でPPPプロジェクト向けに14.2億バーツの投資を行う方針を打ち出した。

(4) ベトナム

1993年に制定された政令によりBOTが規定された。PPP事業の窓口は、計画投資省内に設置されたPPPオフィスである。従前までPPPを規定する法律が複数存在していたが、様々な課題や矛盾点を抱えていたため、既存のPPP制度の統合を目的として2015年に新たな政令が制定された。新政令の下では、PPPの事業方式の追加やプロジェクトの対象セクターの拡大を含む改正が行われた。PPPプロジェクトの実行可能性については依然として懸念点が残されているものの、基本的にはPPP制度の改善が図られてきている。

以上の通り、各国においてPPPの制度的枠組みが強化される方向にある。しかし、それだけでは必ずしも十分ではなく、実効性の確保も求められる。そのためには、政府は保証供与を含め、インフラプロジェクトのリスク

(図表 4) プロジェクトファイナンスによる融資額及び融資件数の推移



(出所) トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

を適切に分担する意思を明確に示すことが不可欠である。特に政府は、民間企業が採算性を確保できるようにプロジェクトをバンクابل（融資可能）にすることができるかどうか PPPの成否を左右すると言える。

■ 4. 債券市場の活用への期待

(1) 負債による主な資金調達手段

インフラプロジェクトの実施主体が負債により資金調達を行う際、プロジェクトから得られるキャッシュフローを返済原資とするプロジェクトファイナンスが頻繁に利用される。借入人にとっての利点として、対象プロジェクトが十分な事業性を有する場合、プロジェクト実施主体の借入能力を超える資金調達が可能となる点が挙げられる。

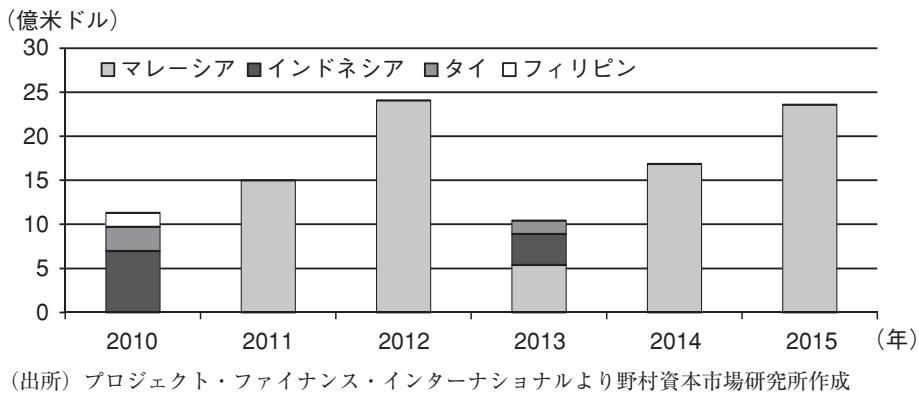
ASEAN域内におけるプロジェクトファイナンスの供与状況を見ると、融資額は2008年、

融資件数は2013年にピークを付け、2015年の融資額、件数はともにピーク時の40～50%程度であった（図表 4）。プロジェクトファイナンスの主要プレーヤーは、2007年までは欧米系金融機関がリーグテーブルの上位を占めることが多かったが、2008年のリーマンショック以降は欧米系金融機関の存在感が急速に弱まった。近年では、スポンサーとして参加する地場財閥系企業と強い関係を構築している地場金融機関やASEANを戦略的に重点地域と位置付けている邦銀メガ3行が上位を占めている。

(2) 銀行融資を補完する役割が期待されるプロジェクトボンド

ASEAN諸国では、国内銀行の与信集中リスクを回避することを目的として、一企業グループに対する融資上限を定めた貸出規制が導入されている。そのため、インドネシア等

(図表5) プロジェクトbond発行額の推移



の一部の国では、財閥系企業を中心とするインフラ企業に対する融資が制約されるケースがある。また、バーゼルⅢをはじめとする銀行に対する自己資本規制の強化を背景として、プロジェクトファイナンスのようにバランスシートへの負担が大きい長期融資が敬遠される可能性も指摘されている。

そうした中、銀行融資を補完する資金調達手段として、債券市場を活用する重要性が認識されている。インフラ整備向け債券は、企業の信用力に依拠する通常の社債とプロジェクトからのキャッシュフローを返済原資とするプロジェクトbondに大別される。ASEAN域内ではインフラ関連企業による社債発行は一定程度見られる一方、プロジェクトbondについてはマレーシアを除くと発行実績が限定的である(図表5)。マレーシアでプロジェクトbondの発行が比較的活発である理由として、イスラム金融市場が発達している点が挙げられる。イスラム金融はイス

ラム法に則った金融で、金利の授受が禁じられている一方、実際の事業や資産に基づく取引においてリスクやリターンを共有するという概念があり、プロジェクトbondとの親和性が高い。イスラム金融を強化しているインドネシアにおいても、インフラ整備のための資金調達にあたり、今後スクーク(イスラム債)の発行を拡大していく方針が示されている。

フィリピンでは、PPPセンター、証券取引委員会(SEC)、PSE、ADBの間で、プロジェクトbondの発行促進に向けた議論が進められている。最近の事例として、大手発電事業者であるアボイティス・パワーの子会社APリニューアブルが2016年3月、地熱エネルギー発電施設プロジェクトを資金用途として発行した107億ペソ(約260億円)のプロジェクトbondが挙げられる。当該債券は、信用保証・投資ファシリティ(CGIF)^(注2)及びADBの保証が供与される形で発行され

た。

また、CGIFは2016年7月、プロジェクトボンドの発行促進に向けて、建設期間保証という新たな枠組みを発表した。プロジェクトボンドの多くはブラウンフィールド（運営段階）のプロジェクトが対象であるが、建設期間保証はグリーンフィールド（建設段階）のプロジェクトの完工リスクを保証するという点で画期的なスキームである。当該スキームが導入された背景として、長期投資を望む機関投資家にとって、グリーンフィールド・プロジェクトにおける完工リスクが最大の懸念となっていることが挙げられる。今後、CGIFが当該リスクを保証することにより、機関投資家による投資が後押しされ、ASEAN域内におけるプロジェクトボンドの発行促進につながるか注目される。

■ 5. 存在感が高まりつつある インフラファンド

インフラプロジェクトにエクイティ投資を行う主体としてインフラファンドがある。インフラファンドは、証券取引所に上場するファンドと非上場ファンドに大別され、ASEAN域内ではタイとシンガポールにおいて上場インフラ市場が存在している。

タイでは、政府の財政負担の軽減及び民間部門によるインフラ投資の促進を目的として、上場インフラファンドを導入することが2012年に公表された。上場要件として、①純

資産額が20億バーツ以上のクローズドエンド型ファンドであること、②ファンドの組成から6か月以内に純資産額の75%以上がインフラ資産に投資されること等が定められている。投資対象は、鉄道、道路、電力、上下水道、空港、港湾、通信、代替エネルギーを含む10セクターであり、グリーンフィールド・プロジェクトへの投資も認められている。投資家を呼び込むためのインセンティブとして、配当課税やインフラ資産をファンドに組み入れる際の課税が免除されている。2013年に第1号ファンドが上場し、2016年8月末時点で5ファンドが取引されており、純資産額は計2,361億バーツである。

またタイでは、Thailand Future Fund (TFF) と称されるインフラファンドの創設が2015年12月に閣議決定され、2016年9月現在、設立に向けた準備が進められている。TFFは、当初1,000億バーツ規模となることが想定されており、政府が100億バーツのシードマネーを拠出する予定である。投資対象は、政府が関与する事業であり、グリーンフィールド・プロジェクトも含まれる。国内外の機関投資家及び個人投資家から資金調達を行うため、タイSECの監督下で証券取引所への上場が計画されている。投資家に対するインセンティブとして、一定の投資リターンが保証される仕組みの導入が検討されているが、本稿執筆時点では詳細が明らかにされていない。

非上場ファンドについては、2012年にフィ

リピンの公的年金基金である公務員保険機構 (GSIS) により Philippine Investment Alliance for Infrastructure (PINAI) という官民インフラファンドが設立された。PINAIは満期10年、ペソ建てのクローズドエンド型ファンドであり、グリーンフィールド及びブラウンフィールドのインフラプロジェクトを投資対象とする。ファンドの規模は6.25億米ドル相当で、各機関の出資額はGSISが4億米ドル（出資割合64%）、オランダの年金基金運用会社である Algemene Pensioen Groep が1.5億米ドル（同24%）、マッコーリーグループが0.5億米ドル（同8%）、ADBが0.25億米ドル（同4%）である。投資対象のセクターは、電力、道路、鉄道、港湾、空港、上下水道、通信等である。GSISは、4億米ドル全額の投資を完了したことを踏まえ、PINAI 2 と称される新たなインフラファンドの設立を検討している。

以上の通り、ASEAN域内のプロジェクトを投資対象とするインフラファンドの数はまだ限られているものの、徐々に存在感を高めてつつある。インフラプロジェクトにおいて、相対的にリスクが高いエクイティ投資を行う主体が増加すれば、負債による資金調達が円滑化される可能性があり、今後そうした動きが広がっていくことが期待されよう。

■ 6. 結びにかえて

これまでASEAN諸国におけるインフラ整

備資金の調達、財政資金を中心とし、先進国からのODAや国際開発金融機関による支援にも依存していた。国際開発金融機関については、ADBや世界銀行グループだけでなく、今後はアジアインフラ投資銀行からの資金調達も期待されている。こうした機関からインフラ整備資金を調達するためには、一定の信用力が必要であり、規律を維持するという観点から重要である。しかし、外部環境の変化等により、中長期的に安定した資金調達を行うことができない可能性がある。また、各国政府による積極的なインフラ向け支出の方針が打ち出されているものの、必ずしも十分な予算を確保し続けることができる保証がない中、民間資金の更なる活用が重要である。

前述の通り、民間部門の参加を促進するため、PPP制度の整備、銀行融資を補完するプロジェクトボンドの発行促進、新たなインフラファンドの設立といった資本市場の活用を含む様々な取組みや議論が進められている。こうした動きは歓迎されるべきであるが、留意が必要な点もある。多くのASEAN諸国では資本市場がまだ十分に発展していないため、インフラ整備資金を資本市場から資金調達することは必ずしも容易ではない。発行体の目線に立った制度整備だけでは不十分であり、投資家のニーズに即した制度設計も考慮される必要がある。例えば、既存の一部の金融商品で導入されているように、税制面でのインセンティブ等の措置を講じることが検討に値すると思われる。

最後に、日本政府は成長戦略・国際展開戦略の一環として、企業の高い技術力を生かしたインフラシステムの輸出を推進している。新興国向けでは、数多くの日本企業が進出しており、市場の成長性が高いASEANが重点地域の一つとして位置付けられている。すなわち、ASEAN諸国においてインフラ整備が促進されることは、域内統合を円滑化し、各国の高い経済成長を下支えするだけでなく、中長期的に日本企業の事業機会の拡大にもつながる可能性があると言えよう。

(注1) Asian Development Bank Institute, “Estimating Demand for Infrastructure in Energy, Transport, Telecommunications, Water and Sanitation in Asia and the Pacific : 2010-2020,” September 2010.

(注2) CGIFは、ASEAN+3（日中韓）財務大臣・中央銀行総裁会議の下で進められているアジア債券市場育成イニシアティブの一環として、域内における現地通貨建て債券発行を促進するために、2011年に設立された。詳細は、北野陽平「発展するアジア現地通貨建て債券市場と課題」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）参照。

