

## 官民パートナーシップの推進や資本市場の活用により インフラ整備の促進が期待されるフィリピン

北野 陽平

### ■ 要 約 ■

1. フィリピンでは、2016年6月30日にロドリゴ・ドゥテルテ新政権が発足した。新政権下では、社会・経済政策10項目の一つとして、インフラ整備の促進が挙げられている。インフラ整備資金の主な調達源は財政支出であり、政府はインフラ向け支出の対GDP比率を2012年以前の2%程度から2016年までに5%へと高める目標を掲げてきた。今後、政府は2022年までに同比率を7%まで引き上げる計画である。
2. しかし、フィリピンが中長期的に膨大なインフラ投資需要に対応していくためには、民間資金の更なる活用が重要である。民間部門による投資を促進するためには、公的部門と民間部門がインフラプロジェクトのリスクを分担する官民パートナーシップ（PPP）が鍵を握ると考えられている。フィリピンのPPP制度は歴史が長く、国際的に一定の評価を得ているが、これまでのところ十分な成果に結びついていない。こうした中、PPPの制度的枠組みを強化するため、PPP法の制定が検討されている。
3. さらに、PPP推進機関、金融規制当局、証券取引所は、資本市場の活用により民間資金を呼び込むため、連携して様々な取組みや議論を進めている。具体的には、①PPP企業の資本市場へのアクセス向上を目的とした上場規則の改正、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の発行促進、③公的年金基金の主導による新たなインフラファンドの設立、④インフラプロジェクトの受け皿となる不動産投資信託の制度改正、が挙げられる。
4. インフラ整備資金の調達促進に向けて様々な方策が打ち出される中、留意すべき点もある。第一に、PPPについて、政府は制度的枠組みの強化だけでなく、実際に民間部門との間でリスクを適切に分担する意思を明確に示す必要がある。第二に、資本市場の活用については、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。政策の実効性を高める運営が求められる中、新政権がどのような手腕を発揮していくか、今後の動向が注目されよう。

## I はじめに

フィリピンでは、2016年6月30日にロドリゴ・ドゥテルテ新政権が発足した。6月に発表された社会・経済政策10項目の一つとして、インフラ向け支出を拡大し、官民パートナーシップ（Public-Private Partnership、PPP）の活用によりインフラ整備を促進する方針が示された。

フィリピンにおけるインフラ整備状況は、世界的に見て低水準にあり、他のASEAN主要国と比較しても劣っている。世界経済フォーラムの国際競争力レポートによると、インフラの質は2015年に140か国中106位と下位であったことに加え、2008年の134か国中94位から下落した（図表1）。従来からインフラ整備は国家の重要な課題として認識されていたが、政府によるインフラ向け支出が不十分であったことや政治的な実行力が欠けていたこと等が、整備が遅れた主な要因として指摘されている。フィリピンは2000年以降、年平均5%超の経済成長を遂げており、今後も高成長を持続すると見込まれているが<sup>1</sup>、インフラの未整備が経済成長に悪影響を及ぼす可能性がある。

本稿では、フィリピンにおけるインフラ需要や資金調達の現状を概観した上で、新政権下で進められているインフラ整備に向けた様々な取組み、中でも民間資金の活用について整理する。

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

<sup>1</sup> アジア開発銀行は、フィリピンの2016年のGDP成長率を6.4%、2017年のGDP成長率を6.2%と予想している。

## II フィリピンにおけるインフラ需要と資金調達の概観

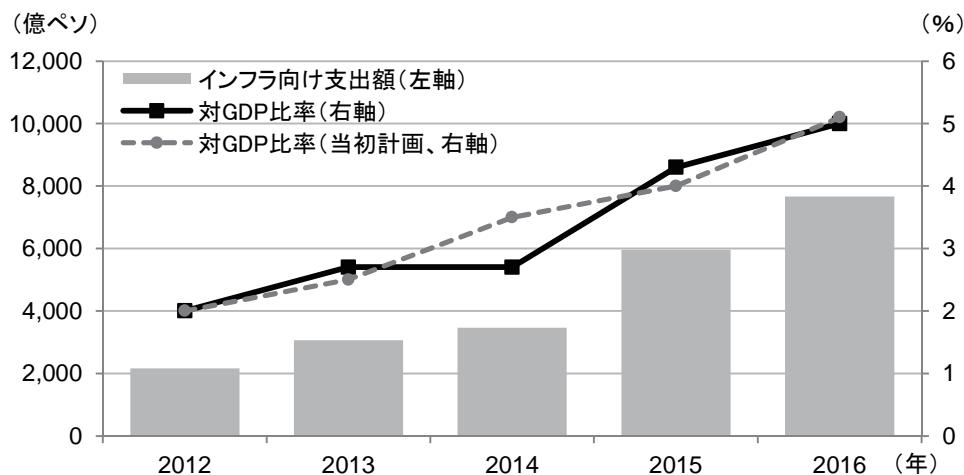
### 1. インフラ投資必要額と資金調達源

フィリピンにおけるインフラ投資必要額は、アジア開発銀行研究所によると、2010年から2020年の11年間で1,271億米ドル（年116億米ドル）と推定されており、GDPの約6%に相当する<sup>2</sup>。セクター別の内訳は、運輸38%、電力31%、情報通信20%、上下水道11%である。

一般的にフィリピンが活用可能なインフラ整備資金の調達源として、財政支出、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による支援、国内外の金融機関による融資等が挙げられる。国家経済開発庁（National Economic and Development Authority、NEDA）が策定した2016年までの中期開発計画（Philippine Development Plan 2011-2016）によると、インフラ整備資金の調達源の内訳は、中央政府（ODAを含む）が77%、民間部門が19%、政府系企業・金融機関が3%となっている<sup>3</sup>。

フィリピンでは長年厳しい財政状況が続き、政府によるインフラ向け支出の対GDP比率は、2012年以前まで2%程度で推移していた。しかし、NEDAは中期開発計画において、2016年までに同比率を他のASEAN諸国並みの5%まで高める計画を打ち出した。実績を見ると、2014年に当初計画を若干下回ったものの、概ね計画通りに推移してきた（図表2）。2016年には総予算3兆ペソ<sup>4</sup>のうち、GDPの5%に相当する7,665億ペソがインフラ

図表2 政府によるインフラ向け支出の推移



(注) 2016年は予算ベースの数値。

(出所) NEDA、予算管理省より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> Asian Development Bank Institute, “Estimating Demand for Infrastructure in Energy, Transport, Telecommunications, Water and Sanitation in Asia and the Pacific: 2010-2020,” September 2010.

<sup>3</sup> 当該内訳は、2013～2016年の計画ベースの割合を示している。

<sup>4</sup> 2016年10月20日時点の為替レートは1ペソ=2.156円。

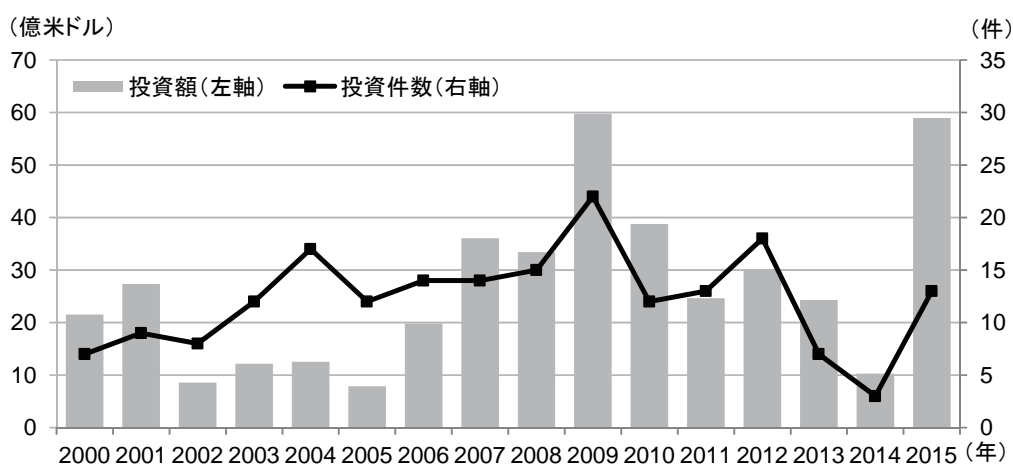
整備向けに確保された。政府は、2017年にインフラ向け支出を約9,000億ペソまで拡大する計画であり、ドゥテルテ大統領の任期が満了する2022年までに対GDP比率を7%まで引き上げる目標を掲げている。

## 2. 民間部門によるインフラ投資

政府は中期的にインフラ向け支出を拡大していく方針であるとはいえ、必ずしも十分な予算を確保し続けられる保証がない中、膨大なインフラ投資需要に対応するためには、民間資金の更なる活用が重要である。世界銀行のPrivate Participation in Infrastructure (PPI) プロジェクトデータベース<sup>5</sup>によると、民間部門がスポンサー（エクイティ出資者）として参加したフィリピンのインフラプロジェクトへの投資は、2009年に22件、計60億米ドルであったが、2010年以降は概ね減少傾向が続いていた<sup>6</sup>（図表3）。2015年には投資額が59億米ドルとなったが、投資件数は13件に留まった。

2015年のプロジェクト13件のセクター別内訳は、12件が電力、1件が空港である（図表4）。スポンサーは、アボイティス・グループやサン・ミゲル等の地場財閥系企業が中心である。現行のPPP制度（後述）の下では、公共サービスの事業権を必要とするインフラプロジェクトの運営が認められるのはフィリピン人、もしくはフィリピン証券取引委員会（SEC）に登録し、かつ60%以上の株式がフィリピン人により保有される法人だけであり、海外の投資家やスポンサーがインフラプロジェクトに投資する上で障害の一つと指摘されている。しかし、近年では地場企業は、インフラ分野の専門性を有する海外のスポンサーや投資家との協力を歓迎する姿勢を強めていると言われている。

図表3 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) 投資額は、プロジェクト実施主体が株式と負債で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。投資額が不明な場合、ゼロとしている。

(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

<sup>5</sup> <http://ppi.worldbank.org/>

<sup>6</sup> PPI データベースは、過去に遡るほど負債での資金調達に関する情報が整備されていないため、投資額を時系列で単純比較することができない。

図表 4 民間部門が参加したインフラプロジェクト一覧 (2015年)

	プロジェクト概要	セクター	場所	投資額 (億米ドル)	スポンサー (出資比率)	参加金融機関
1	455MW石炭火力発電所の建設	電力	ケソン州 マウバン町	11.95	・マニラ電力(51%) ・エレクトリシティ・ジェネレー ティング(49%)	・BDOユニバンク ・ファースト・メトロ・インベストメント・コーポ レーション ・フィリピンナショナルバンク ・チャイナ・バンキング・コーポレーション ・リサール商業銀行
2	340MW石炭火力発電所の建設	電力	セブ州 トレド市	9.37	・アポイティス・パワー(80%) ・ヴィヴァント・コーポレーション (20%)	・BDOユニバンク ・ファースト・メトロ・インベストメント・コーポ レーション ・バンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ ・ランド・バンク・オブ・ザ・フィリピンズ ・チャイナ・バンキング・コーポレーション ・SBキャピタル・インベストメント・コーポ レーション ・アジア・ユナイテッド・バンク ・フィリピン開発銀行 ・メイバンク
3	マクタン・セブ国際空港 の再開発	空港	セブ州 ラブラブ市	7.50	・メガワイド・コンストラクション (60%) ・GMR グループ(40%)	・BDOユニバンク ・ファースト・メトロ・インベストメント・コーポ レーション ・バンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ ・ランド・バンク・オブ・ザ・フィリピンズ ・フィリピンナショナルバンク ・フィリピン開発銀行 ・ADB
4	660MW石炭火力発電所の 拡張	電力	サンパレス州	7.00	・AESコーポレーション(51%) ・エレクトリシティ・ジェネレー ティング(41%) ・国際金融公社(8%)	・フィリピンナショナルバンク ・リサール商業銀行 ・セキュリティバンク ・フィリピン開発銀行
5	900MW石炭火力発電所の 建設	電力	パターン州 リマイ町	6.48	サン・ミゲル(100%)	・バンク・オブ・コマース ・三菱東京UFJ銀行 ・みずほ銀行 ・DBS銀行 ・メイバンク ・中国信託商業銀行 ・スタンダードチャータード銀行 ・インテサ・サンパオロ ・シーメンス・バンク
6	105MW水力発電所の 運営	電力	ベンゲット州 ボコド町	4.36	・アポイティス・パワー(60%) ・SNパワー(40%)	・BDOユニバンク ・バンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ ・国際金融公社 ・ノルディック投資銀行
7	650MWガス焼き火力 発電所の建設	電力	ケソン州 バグピラオ町	3.80	エナジー・ワールド・コーポ レーション(100%)	・ランド・バンク・オブ・ザ・フィリピンズ ・アジア・ユナイテッド・バンク ・フィリピン開発銀行
8	68.8MW水力発電所の 建設	電力	ブキドノン州	2.80	アポイティス・パワー(100%)	・バンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ ・SBキャピタル・インベストメント・コーポ レーション ・アジア・ユナイテッド・バンク
9	150MW石炭火力発電所の 建設	電力	イロイロ州 イロイロ市	2.45	グローバル・ビジネス・パワー (100%)	バンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ 他
10	132.5MW太陽光発電所の 建設	電力	ネグロス・ オクシデンタル州 カーティス市	1.19	・ヘリオス・ソーラー・エナジー (100%)	リサール商業銀行
11	59MW太陽光発電所の 建設	電力	ネグロス・ オクシデンタル州 サン・カルロス市	1.04	・アポイティス・パワー(60%) ・サンエジソン(40%)	BDOユニバンク
12	28.6MW太陽光発電所の 建設	電力	南ダバオ州 ディゴス市	0.70	エンフィニティ・フィリピンズ・ リニューアブル・リソース (100%)	・BDOユニバンク ・北ドイツ州立銀行
13	8.4MW水力発電所の 建設	電力	ブキドノン州	0.26	ユナイテッド・ホールディングス ・パワー(100%)	BDOユニバンク

(出所) 世界銀行 PPI プロジェクトデータベース、各種報道より野村資本市場研究所作成

金融機関については、BDO ユニバンク、ファースト・メトロ・インベストメント・コーポレーション、バンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ等の地場金融機関が大きな存在感を持っている。主な要因として、次の2点が挙げられる。第一に、地場銀行は有力コングロマリットとの強い関係を構築していることである。第二に、フィリピンの銀行セクターは預貸率<sup>7</sup>が低く、十分な資金の流動性を確保しているため、インフラ向けに長期資金を提供できることである。そのため、外国銀行にとって参入障壁が高くなっている。

### III 民間資金を呼び込む上で重要な役割を果たす PPP

#### 1. 長い歴史を持つフィリピンの PPP 制度

民間部門による投資を促進するためには、PPP の効果的な活用が鍵を握ると考えられている。フィリピンでは、1990年に制定された Republic Act No. 6957 により BOT<sup>8</sup>の土台が作られ、アジア諸国の中では最も PPP の長い歴史を持つ。この BOT 法は 1994 年に制定された Republic Act No. 7718 により改正され、PPP の法的枠組みが確立された<sup>9</sup>。PPP プロジェクトは、この改正 BOT 法の実施細則に基づいて進められている。

PPP プロジェクトの窓口は、2010年に NEDA 傘下の組織として設置された Public-Private Partnership Center (以下、PPP センターとする)<sup>10</sup>である。PPP センターの主な役割は、政府系企業を含む実施機関が PPP プロジェクトを準備・実施するための支援や PPP プロジェクトに関する集中データベースの管理等である。また、PPP センターは、案件形成に必要な資金を提供する Project Development and Monitoring Facility というリボルビング・ファンドを運営しており、2016年10月時点で39プロジェクトを支援対象としている。PPP センターは、各省に設置された PPP ユニットと連携しながら案件を組成しており、個別案件の評価・承認については、NEDA に設置されている投資調整委員会が担当する形となっている。10月11日時点で54件、計6.09兆ペソの PPP プロジェクトが計画中の案件として積み上がっている(図表5)。そのうち、15プロジェクトについては事業者が決定済みである。

#### 2. PPP 制度の課題

フィリピンの PPP 制度は歴史が長いだけでなく、国際コミュニティから一定の評価も得ている。英国の調査会社エコノミスト・インテリジェンス・ユニットによると、PPP の法規制面の枠組みや制度的枠組みに基づく 2014 年の PPP ランキングは、アジア太平洋地

<sup>7</sup> 預貸率とは銀行の預金に対する貸出金の比率を指し、預貸率が低いほど資金の流動性が高いことを意味する。  
<sup>8</sup> BOT とは Build-Operate-Transfer の略で、民間部門が施設を建設・維持管理・運営し、契約期間終了後に公共部門に所有権を移転する方式を指す。  
<sup>9</sup> BOT 以外にも BOO (Build-Own-Operate) 等の他のスキームについても規定されている。  
<sup>10</sup> 貿易産業省の管轄下にあった 1993 年設立の BOT センターが改組される形で創設された。

図表 5 計画中の PPP プロジェクトの内訳

カテゴリー	プロジェクト数	プロジェクトコスト (億ペソ)
運輸	34	59,643
道路	11	52,730
鉄道	8	4,579
空港	7	2,025
港湾	2	190
その他運輸	6	119
運輸以外	20	1,274
刑務所等	2	502
上下水道	3	432
エネルギー	2	147
教育施設	3	138
その他	10	55
合計	54	60,917

(注) 1. 2016年10月11日時点。地方政府が管轄する2プロジェクトを含む。  
2. プロジェクトコストが未定の場合、ゼロとしている。  
(出所) PPPセンターより野村資本市場研究所作成

図表 6 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) 1. スコアは法規制面や制度的枠組みを含む6分野の19指標に基づく。100が最大値。  
2. 2011年は16か国、2014年は21か国中が対象。  
(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

域の21か国中7位で、対象となっているASEAN4か国の中では最も上位に位置している(図表6)。

しかし、前述の通り、フィリピンのインフラ整備状況は低水準にあり、前アキノ政権下でもインフラ整備を促進するためにはPPP活用の重要性が認識されていた。BOT法の実施細則はこれまでに何度かの改正(直近の改正は2012年)を経て改善が図られてきたが、十分な成果に結びつかなかった。そのため、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始めた。

PPP法は、PPPの制度的枠組みの強化、プロジェクトリスクの最適化や政府支援の強化、入札プロセスにおける透明性向上、プロジェクトに対するインセンティブ付与等により、PPPの活用を推進することが目的とされている。PPP法の制定は、PPPセンターの役割強化に資するだけでなく、民間部門にとって有益であると考えられている。2013年7月から2016年6月まで開催された第16回国会では、PPP法案は下院により支持されたものの、

上院の承認が得られなかったため、成立には至らなかった。PPP 法案は様々なメリットが挙げられている一方で、①PPP プログラムの実施に係る地方政府の権限を廃止し、中央政府に集約することが提案されており、地方部が恩恵を享受できなくなる懸念があること、②PPP のスキームを現在の 24 から 11 に減らすことが提案されており、当該変更により計画中のプロジェクトの中には PPP の対象外となる案件があること、が指摘されている<sup>11</sup>。こうした中、PPP センターは、新政権下において PPP 法が一刻も早く導入されることを望んでいる。

また政府は、民間部門がインフラの建設段階で関与する一般的な PPP とは異なり、公的部門が建設を担い、民間部門に運営を委ねる「ハイブリッド PPP」の導入を前向きに検討している。政府はハイブリッド PPP の導入を検討する理由について、公的部門が ODA により低コストで資金調達を行うことが可能であることや、民間部門の方がより効率的に運営できるノウハウを持っている点を挙げている。なお、本稿執筆時点では、ハイブリッド PPP の導入時期等について詳細は明らかにされていない。

### 3. PPP 企業の上場に係る規則改正

政府による PPP 推進に向けた積極的な取組みを背景として、フィリピン証券取引所 (Philippine Stock Exchange、PSE) は PPP センターと連携し、SEC や ADB の協力を得て、PPP 企業による資本市場へのアクセス向上に関する議論を進めている。2015 年 8 月から 2016 年 4 月にかけて 3 回のラウンドテーブルが開催された。ラウンドテーブルでの議論を通じて、大半の PPP 企業はインフラ事業の実施だけを目的として設立された特別目的事業体 (SPV) であることが明らかとなった。

現行の上場規則では、上場要件として一定の利益を計上した 3 年間の事業実績<sup>12</sup>が設けられている。しかし、SPV の形態を採る PPP 企業は事業実績を持たず、上場要件を満たすことができないため、PPP 企業の上場要件を緩和することが提案された。PSE は、インフラプロジェクトに関する上場規程を設けているアジア太平洋地域の証券取引所として、オーストラリア証券取引所、マレーシア取引所、香港取引所、日本取引所グループ、タイ証券取引所、台湾証券取引所を挙げた。当該 6 証券取引所の事例を参考として、PPP 企業の上場要件の緩和を盛り込んだコンサルテーション・ペーパーを 2016 年 5 月に発表した。PPP 企業の上場規則案の主なポイントは以下の通りである。

- 対象となる PPP 企業は、BOT 法の下で国家プロジェクトを落札した企業に限定される。
- PPP 企業は、現行の上場規則で求められている一定の利益を計上した 3 年間の事業実績の要件を満たさない場合でも本則市場に上場することが認められる。
- PPP プロジェクトは、上場前に建設が完了し、運営段階にあること。

<sup>11</sup> “Business groups: Delay in passage of PPP Act could prove costly,” *BusinessMirror*, 4 February, 2016.

<sup>12</sup> 上場申請前の直近 3 事業年度の EBITDA (特別損益を除く) が合計 5,000 万ペソ以上、かつ各事業年度の EBITDA が 1,000 万ペソ以上であること。



- PPPプロジェクトは、契約満了までの期間が15年以上であること。
- PPPプロジェクトのコストは、50億ペソ以上であること。
- 主要株主は、上場後1年間のロックアップ（売却制限）が適用される。また、PPP企業の新規公開株式の募集期間中に自身の株式を売却することも禁止される。
- PPP企業は、PPP契約が終了または満了した時点で自動的に非上場となる。非上場となる前に一般株主に対して株式公開買付を実施することが義務付けられる。

コンサルテーション・ペーパーに対する意見提出は6月に締め切られ、現在PSEがフィードバックを精査中である。PPP企業の上場を促進することは、単にPPPプロジェクトの資金調達手段の拡充だけに留まらず、投資家にとっての投資機会の拡大にもつながることから、資本市場の発展を目指すフィリピンにとって有意義な取組みと言えよう。

## IV 債券市場の活用への期待

### 1. インフラ企業の主な資金調達手段

フィリピンでは、インフラプロジェクトを手掛ける企業は、主に銀行融資により資金を調達している。銀行セクターの流動性が高く、企業は自身の信用力に基づいて銀行借入を行うことができるため、敢えて手間を要するプロジェクトファイナンスを活用するインセンティブが低い。実際に、フィリピンにおける2001～2015年までのプロジェクトファイナンス供与額（累計）は160億米ドルで、ASEAN主要6か国中4番目となっている（図表7）。

フィリピン中央銀行（Bangko Sentral ng Pilipinas、BSP）は2004年、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額を設けた。BSPは、同上限額を各銀行の自己資本の最大25%と定めていたが、PPPプロジェクトに対する資金提供の促進を目的として、2010年に自己資本の最大50%まで引き上げた。但し、この規制緩和措置は2016年末が期限となっている。こうした中、PPPセンターは、銀行融資だけで全てのPPPプロジェクトの必要資金を賄うことはできないと指摘している。

図表7 ASEAN主要6か国におけるプロジェクトファイナンス供与額

（単位：億米ドル）

	2001～2005年	2006～2010年	2011～2015年	2001～2015年累計
シンガポール	19.8	177.9	203.6	401.3
タイ	56.0	60.5	111.0	227.6
インドネシア	37.8	87.6	98.2	223.7
フィリピン	14.9	76.0	69.3	160.2
ベトナム	8.7	6.3	73.2	88.1
マレーシア	19.8	19.1	43.6	82.5

（出所）トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

## 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

かかる背景の下、PPP センターは資金調達手段の多様化の一環として債券市場の更なる活用に向けた検討を進めている。フィリピンの現地通貨建て債券発行残高の約 2 割はインフラ関連企業による発行であるが、それらは企業の信用力に依拠した通常の債券であり、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ボンドの発行実績は限定的である。プロジェクトボンドは、通常の債券よりも商品構造が複雑で様々なリスクを伴うため、投資家によるリスク評価が困難である。前述の通り、PPP プロジェクトの実施主体は一般的に SPV の形態を採っているため、債券による資金調達の場合、プロジェクトボンドの発行が想定されている。PPP センターは、プロジェクトボンドの発行促進に向けて、SEC、PSE、ADB との間で議論を行っており、英国をはじめとする PPP がより成熟した国においてプロジェクトボンドが広範に活用されている事例も参考にしている。一方で、SEC は対象を PPP プロジェクトに限定せず、より幅広いインフラ企業によるプロジェクトボンドの発行を促進するための方策を検討していく姿勢を示している<sup>13</sup>。

最近の事例として、フィリピンの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所プロジェクトを資金使途として発行した 107 億ペソのプロジェクトボンドが挙げられる。当該債券は、ASEAN+3（日中韓）域内における現地通貨建て債券発行の促進を目的として設立された信用保証・投資ファシリティ（Credit Guarantee and Investment Facility、CGIF）<sup>14</sup>及び ADB により保証が供与された<sup>15</sup>。CGIF が保証を供与した初のプロジェクトボンドであるとともに、アジア・太平洋地域で発行された初の気候変動債券<sup>16</sup>となった。

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。前述の地熱エネルギー発電所プロジェクト向け債券を含め、これまでに発行され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<sup>17</sup>という点で画期的なスキームである。当該保証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。CGIF は当該リスクを保証することにより、現地通貨建てプロジェクトボンド市場を育成することが狙いである。本稿執筆時点では、建設期間保証が活用された実績はないものの、フィリピンは重点対象国の一つであることから、今後の動向が注目される。

<sup>13</sup> “Infra bond offerings beyond PPP eyed,” *BusinessWorld*, 8 July, 2016.

<sup>14</sup> CGIF は、ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議の枠組み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取組みの一環として、2011 年 10 月に各国政府の拠出により設立された。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。

<sup>15</sup> 保証額の内訳は、CGIF が 47 億ペソ、ADB が 60 億ペソである。

<sup>16</sup> 気候変動債券とは、低炭素社会に貢献するプロジェクトを資金使途とし、国際 NPO である Climate Bonds Initiative の認証を取得した債券を指す。

<sup>17</sup> 理由の如何を問わず、建設期間中に発行体の債務不履行が発生した場合に、CGIF の保証履行が実施される。

## V 存在感が高まりつつある官民インフラファンド

### 1. 官民インフラファンド設立の背景

フィリピンでは、2012年に Philippine Investment Alliance for Infrastructure (PINAI) と呼ばれる官民インフラファンドが設立された。背景として、グリーンフィールドのインフラプロジェクトにエクイティ投資を行う投資家が十分に存在していないことがある。スポンサーとして参加するデベロッパーは、よりリターンが高いグリーンフィールドのインフラプロジェクトを優先する一方で、年金基金等の機関投資家は完工リスクがなく、安定したキャッシュフローが得られるブラウンフィールドのプロジェクトへの投資を選好するという傾向がある。政府は、このギャップを穴埋めするとともに、フィリピンの資本市場の発展につなげるための方策について ADB に助言を求めた。ADB は複数のオプションを検討し、プライベート・エクイティ・ファンドの設立が最善の方法であると提案した。

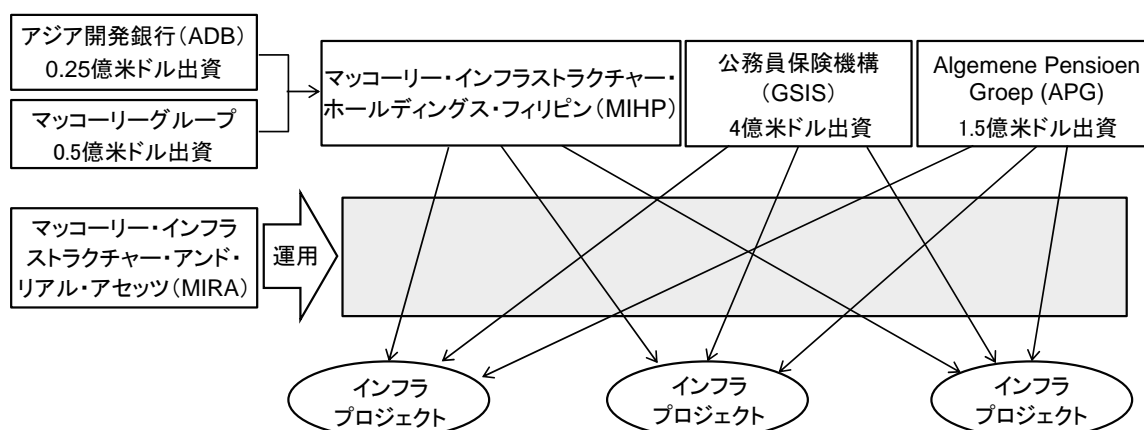
こうした中、公的年金基金である公務員保険機構 (Government Service Insurance System, GSIS)<sup>18</sup> は高い利回り、分散投資、アセット・ライアビリティ・マネジメント、PPP 推進を目的として、ファンドを通じたインフラプロジェクトへの投資機会を求めていた。しかし、GSIS はそれまでにプライベート・エクイティ・ファンドへの投資経験がなかったことから、ADB による共同出資及びファンドマネージャーの選定を含むファンド設立支援を要請した。ADB と GSIS は、ファンドマネージャーの選定を 2011 年に開始し、マッコーリーグループのインフラ運用会社であるマッコーリー・インフラストラクチャー・アンド・リアル・アセット (Macquarie Infrastructure and Real Assets, MIRA) をファンドマネージャーとして選定した。その後、オランダの年金基金運用会社である Algemene Pensioen Groep (APG) が参加に関心を示し、PINAI が設立された。

### 2. PINAI の概要

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る。インフラプロジェクトにエクイティ投資を行い、グリーンフィールド及びブラウンフィールドの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 (出資比率 64%)、APG 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。ADB とマッコーリーグループがマッコーリー・インフラストラクチャー・ホールディングス・フィリピン (Macquarie Infrastructure Holdings Philippines, MIHP) に出資し、MIHP を通じてインフラプロジェクトに投資する一方、GSIS と APG は個別に投資する構造となっている (図表 8)。投資対象とするプロジェクトのセクターは、電力 (発電、送電、再生可能エネルギー)、道路、鉄道、港湾、空港、上下水道、通信等である。

<sup>18</sup> GSIS は、Commonwealth Act No.186 に基づいて 1936 年に設立された。

図表 8 PINAI の構造



(出所) ADB、GSIS より野村資本市場研究所作成

GSIS が民間金融機関を含む他の機関と共同でインフラファンドを設立した理由として、①単独の場合よりもファンドの規模を拡大することができ、リスク分散を図ることが可能であること、②国際開発金融機関のインフラ投資に係る専門性を生かすとともに、ネットワークへのアクセスが可能であること、③コーポレートガバナンスの構築や国際的なベストプラクティスの導入が可能であること、が挙げられている。

### 3. PINAI 2 の設立に向けた検討

GSIS のロバート・ヴェルガラ総裁兼ゼネラルマネージャーは、2016年4月に実施した記者会見において、確約していた4億米ドル全額をインフラプロジェクトに投資したことを発表した<sup>19</sup>。当初、PINAIによる投資期間は3年と定められていたが、2015年6月時点での投資額はコミット額の6割に留まったため<sup>20</sup>、結果的に1年延長された。PINAIによる投資実績として、太陽光発電所、風力発電所、石炭火力発電所、石油貯蔵施設、鉄道拡張プロジェクトがある<sup>21</sup>。

ヴェルガラ氏は同記者会見において、GSISが4億米ドル全額の投資を完了したことを踏まえ、インフラ投資を更に促進するため、PINAI2という新たなインフラファンドの設立を検討していることを明らかにした<sup>22</sup>。国内には投資対象となる質の高いインフラプロジェクトが数多く存在することから、GSISによるPINAI2への出資額は4億米ドル以上となる可能性が示唆された。

本稿執筆時点では、PINAI2の設立時期、出資者、ガバナンス等の詳細は明らかになっていない。但し、PINAIが官民協力により設立された経緯に鑑みると、GSISがPINAI2を

<sup>19</sup> “GSIS eyeing to increase infrastructure allocation,” *BusinessWorld*, 21 April, 2016.

<sup>20</sup> “GSIS to fully invest \$400 M infra fund by June 2016,” *The Philippine Star*, 1 September, 2015.

<sup>21</sup> 投資実績は各種報道に基づく。

<sup>22</sup> 前掲脚注19参照。

単独で設立することはやや考えにくく、インフラ投資の分野で高い専門性を有する機関と引き続き連携する可能性が高いと言えよう。

## VI インフラプロジェクトの受け皿となり得る不動産投資信託

インフラ整備資金の調達促進に向けて様々な施策が打ち出される中、プロジェクトの受け皿になり得る金融商品として不動産投資信託（REIT）も注目されている。フィリピンでは2009年にREIT法が制定されたが、これまでのところREITが組成された実績は1件もない。主な要因として、次の2点が指摘されている。第一に、厳格な持株比率規制である。REIT法では、上場に当たり一般投資家の数を1,000名以上、持株比率を33%以上とすることが規定されている。しかし、SECが2011年に定めた実施細則では条件がより厳しく、一般投資家の持株比率を上場時点で40%以上とし、上場後3年以内に67%以上まで高めることが求められている。第二に、不動産の移転に伴う課税である。不動産がREITに移転される際、12%の付加価値税が課される。これら2点について、他のASEAN主要国におけるREITと比較すると、フィリピンではREIT組成のハードルが相対的に高いと言える（図表9）。

フィリピンのREIT制度を評価するためには、制度の全体像や各国における資本市場の状況を勘案する必要があるが、例えばタイではフィリピンに遅れる形で2012年にREIT法が制定されたにもかかわらず2014年に初のREITが組成されたことを踏まえると、少なくともフィリピンの現行のREIT制度には見直しの余地があると考えられる。実際に、SMプライム・ホールディングスやメガワールド等の大手デベロッパーは、REITの組成に関心は示しているものの、前述の2点が障害となっているとの見方を示しており、SECのヘルボサ委員長は2016年6月、一般投資家の最低持株比率を他国並みに引き下げる方向で検討している、と述べた<sup>23</sup>。こうした中、カルロス・ドミンゲス財務相は、税制の見直しを含むREIT制度の改善策を3～6か月以内に国会へ提出する方針を示した<sup>24</sup>。

図表9 ASEAN主要国におけるREITの規制・税制

	投資家の持株比率に係る規制	不動産移転に伴う課税
フィリピン	一般投資家の数を1,000名以上、持株比率を上場時に40%以上、上場後3年以内に67%以上とすること。	12%
シンガポール	一般投資家の株を500名以上、持株比率を25%以上とすること。	3%
マレーシア	総資産が2億リングギット以下の場合、一般投資家の持株比率を5%以上とすること。 総資産が2億リングギット超の場合、一般投資家の持株比率を2%以上または投資口数を1,000万以上とすること。	非課税
タイ	一般投資家の持株比率を15%以上とすること。	2%
インドネシア	投資家の数を100名以上、最大投資家の持株比率を75%以下とすること。	5%

(注) インドネシアにおける不動産移転に伴う課税は5%から1%への引き下げが決定済みである。

(出所) 証券取引所及び金融規制当局の公表情報、各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>23</sup> “SEC open to lower REIT minimum float,” *BusinessWorld*, 20 June, 2016.

<sup>24</sup> “Issues hounding REIT, Pera hopefully cleared within 6 months,” *BusinessMirror*, 1 July, 2016.

こうした状況を踏まえると、REIT市場が本格的にインフラプロジェクトの受け皿となるためにはまだ時間がかかる見通しである。しかし、REITの組成を促進することは、PPP企業の上場推進と同様に、個人を含む投資家にとっての投資機会の拡大につながり、資本市場の発展に資するという点からも意義が大きいと言えよう。

## VII 結びにかえて

これまでフィリピンにおけるインフラ整備資金の調達には、財政支出に加え、先進国からのODAや国際開発金融機関による支援に依存してきた。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。これらの機関からインフラ整備資金を調達するためには、一定の信用を得る必要があり、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、今後政府による財政支出拡大の計画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、フィリピンでは民間資金を呼び込むために、PPP法の制定が検討されている。また、PPP企業の上場に係る規則改正、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、REITの制度改正といった資本市場の活用による資金調達に関する取組みや議論が進められている。このように、インフラ整備に向けた様々な方策が打ち出されているが、留意すべき点もある。第一に、PPPについて、PPP法の導入による制度的枠組みの強化は重要であるが、実効性の確保も求められる。PPPの本質は、公的部門と民間部門がリスクを適切に分担することであり、政府は保証供与を含め、実際にリスクを分担する意思を明確に示すことが不可欠である。特に、インフラプロジェクトは負債による資金調達が中心であることから、政府はプロジェクトをバンカブル（融資可能）にすることが重要である。第二に、資本市場を活用した資金調達について、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。特に、フィリピンでは国内投資家の育成が課題となっており、海外投資家を呼び込むことも重要である。今後、国内外の投資家による新たなインフラ関連商品への投資を促進するためには、税制面等でのインセンティブ付与を含め、追加的な措置を講じることも検討に値すると考えられる。

新政権下では、従来以上に積極的にインフラ整備を推進する姿勢が示されており、前政権下で打ち出された諸施策の早期の具現化が期待されている。しかし、実際にインフラの質向上につなげるためには、制度の構築や見直しだけでなくインフラ整備の実効性を高める運営が求められる。その点で新政権がどのような手腕を発揮するか、今後の動向が注目されよう。