

タイにおけるインフラ整備向け資金調達源として

存在感が高まるインフラファンド市場

北野 陽平

■ 要 約 ■

1. 今後タイが堅調な経済成長を持続する上で、インフラ整備が大きな課題の一つとなっている。財政面の制約から民間資金の動員が不可欠であり、資本市場を活用したインフラ整備向け資金の新たな調達手段として、2012年に上場インフラファンドが導入された。
2. インフラファンドは、鉄道、電力、通信等のプロジェクトを投資対象とする。2017年3月末時点で5銘柄のインフラファンドが上場しており、時価総額は合計2,376億バーツ（約7,700億円）である。投資促進策として、個人投資家のキャピタルゲインや分配金を非課税にする等の税制優遇措置が導入されている。
3. タイでは近年、官民パートナーシップ（PPP）の制度整備が進められてきたが、十分な成果には結びついていない。そこで、民間部門の参加を促進するために、タイランド・フューチャー・ファンド（TFF）が政府主導で設立されることが2015年12月に閣議決定された。
4. 政府はTFFの規模を当初1,000億バーツとする方針であり、2017年9月までに上場させる計画である。投資家の最低リターンを保証する仕組みの導入が決定されており、個人投資家がTFFを優先的に購入できる制度の適用も検討されている。
5. インフラファンド市場の歴史はまだ浅く、実績も限られているが、インフラ整備向け資金調達源として存在感を高めつつある。タイの取組みは、他のASEAN諸国にとって大きな示唆につながる可能性がある。今後、TFFの上場がインフラファンド市場の発展の起爆剤となり得るのか、動向が注目されよう。

I. タイにおける膨大なインフラ需要

タイは2000年以降に年平均4%程度の経済成長を遂げてきたが、今後も堅調な経済成長を持続する上で、インフラ整備が大きな課題の一つとなっている。世界経済フォーラムが毎年発表している国際競争力レポートによると、タイにおけるインフラの質は2016年に

138 か国中 72 位であった。政府は積極的な投資によりインフラ整備を推進する方針であるが、財政面の制約から公的支出だけに依存することに限界があると見ている。民間資金の動員が不可欠であると認識される中、民間部門の参加を促進するために、近年、官民パートナーシップ（PPP）の制度整備だけでなく、資本市場を活用する取組みが進められている。具体的には、インフラ整備向け資金の新たな調達手段としてインフラストラクチャー・ファンド（以下、インフラファンドとする）が 2012 年にタイ証券取引委員会（SEC）により導入された。

タイ政府は 2014 年 7 月、2015 年度¹から 2022 年度にかけて、GDP の約 2 割に相当する 2.4 兆バーツ（7.8 兆円）²のインフラ投資を実施する計画³を承認した。総投資額の 78% が鉄道、道路、港湾、空港といった運輸インフラ向けである（図表 1）。当該計画における資金調達源の内訳は、国営企業の借入が 45%、政府予算が 20%、PPP が 20%、国営企業の収入が 10%、インフラファンドが 5% である。インフラファンドを通じた資金調達の割合は 5% に留まるが、重要な資金調達手段の一つであることが示された。また、政府は 2015 年 12 月、国家にとって重要性の高いインフラプロジェクトを投資対象とするタイランド・フューチャー・ファンド（Thailand Future Fund、TFF）という新たなインフラファンドの設立を閣議決定した。TFF は、タイ証券取引所（Stock Exchange of Thailand、SET）への上場が予定されている。

本稿では、タイにおけるインフラ整備向け資金調達源として存在感が高まりつつあるインフラファンド市場の動向を整理する。

図表 1 2015～2022 年度のインフラ投資計画における開発戦略及び主なプロジェクト

開発戦略	プロジェクト
都市間鉄道ネットワークの開発	・鉄道インフラ及び鉄道システム全般の機能強化 ・主要 6 線の 2 線化及び都市間の境界近辺への鉄道の延伸
バンコク大都市圏の公共交通網の開発	・バンコク周辺地域における鉄道システムの拡張 ・バスサービスの質と安全性の向上及び環境基準の強化
国内及び近隣諸国との高速道路網のキャパシティ拡大	・主要経済地域及び国境周辺地域における 4 車線道路網の整備 ・新たな高速道路の建設 ・幹線道路沿いでのコンテナヤード等の施設の開発
港湾の開発	・タイ湾とアンダマン海における港湾の開発
空港のキャパシティ拡大	・域内におけるハブになるための空港のキャパシティ拡大 ・航空工業団地の設立

（出所）国家経済社会開発庁より野村資本市場研究所作成

¹ 会計年度は前年 10 月から当年 9 月まで。

² 2017 年 3 月末時点の為替レート 1 バーツ＝3.242 円で換算。

³ Infrastructure Development Plan 2015-2022 と呼ばれる。タイでは、いくつかの省庁によりインフラ投資計画が発表されており、複数のインフラ投資計画が存在する。

Ⅱ. 財政負担の軽減を目的として導入されたインフラファンド

1. インフラファンドの概要

タイにおけるインフラ整備向け資金の主な調達源は、伝統的に政府予算と借入である。しかし、政府予算には制約があることに加え、公的債務残高が膨らむ中、財政負担の軽減を目的として、長らく民間資金の動員が必要と認識されてきた。そうした中、SECは2008年、オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、韓国等の証券取引所に上場するインフラファンドをタイでも導入することについて議論を開始した。2009年にインフラファンドの導入が閣議決定され、財務省がインフラファンドの構造や設立手続き等の検討を担うこととなった。その後、SECはインフラファンドに対する規制を2011年9月に発効し、2012年2月にインフラファンドを正式に導入した。インフラファンドは、主に財政負担の軽減を目的として導入されたが、投資家の投資機会を広げる金融商品としても期待された。

インフラファンドは、クローズドエンド型ファンドとして組成され、SETにおいて売買される。投資家に対する制限はなく、国内外の個人投資家及び機関投資家が自由に売買することができる。投資対象とするプロジェクトのセクターは、鉄道、高速道路、空港、港湾、電力、再生可能エネルギー、通信を含む10分野である。上場要件として、①純資産額が20億バーツ以上であること、②ファンドの設立から6か月以内に純資産額の75%以上がインフラプロジェクトに投資されること、③グリーンフィールド（開発段階）プロジェクトへの投資割合が純資産額の30%超の場合、35社以上の機関投資家にのみ販売されること、等が定められている（図表2）。

図表2 インフラファンドの上場要件

項目	詳細
ファンドの形態	・クローズドエンド型ファンドであること。
規模	・ファンドの純資産額が20億バーツ以上であること。 ・個々のプロジェクトが10億バーツ以上であること。但し、送電網の場合は個々のプロジェクトが5億バーツ以上であること。
投資	・ファンド設立から6か月以内に純資産額の75%以上がインフラプロジェクトに投資されること。
投資の形態	・直接投資と間接投資の両方が認められている。 ・直接投資の場合、インフラ資産、将来生じる収入を得る権利、運営権等へに投資すること。 ・間接投資の場合、純資産額の75%以上をインフラプロジェクトに投資する企業、または収入の75%以上をインフラプロジェクトから得ている企業の発行済み株式か債券に75%以上投資すること。
グリーンフィールド・プロジェクトへの投資	・グリーンフィールド・プロジェクトへの投資額が純資産額の30%以下の場合、500人以上の投資家に販売されること。 ・グリーンフィールド・プロジェクトへの投資額が純資産額の30%超の場合、機関投資家にのみ販売され、その数が35社以上であること。プロジェクトから収入が生じるまでは上場が認められず、収入が生じてから3年以内には上場すること。
借入制限	・自己資本に対する負債の比率が3倍以下であること。
ユニットの販売	・総ユニットの3分の1超が同一グループの個人または関係者に販売されないこと。 ・但し、政府年金基金、プロビデントファンド、リテールファンド、社会保障基金、タイの非課税組織は総ユニットの最大50%まで保有可能。

(出所) SET より野村資本市場研究所作成

SET には 2017 年 3 月末時点で 5 銘柄のインフラファンドが上場しており⁴、時価総額は合計 2,376 億パーツである（図表 3）。時価総額は銘柄毎にばらつきが見られ、最も規模が大きいファンドの時価総額（824.7 億パーツ）は最も規模が小さいファンドの時価総額（48.9 億パーツ）の約 17 倍となっている。

第 1 号ファンドは、2013 年 4 月に上場した BTS Rail Mass Transit Growth Infrastructure Fund（BTSGIF）である。BTSGIF は、バンコク・マス・トランジット・システムが運営する高架鉄道システムであるスカイトレイン⁵から生じる運賃収入から営業費用と資本支出を控除した純運賃収入を収入源としている（図表 4）。コンセッション方式⁶の事業から生じる

図表 3 SET に上場しているインフラファンドの概要

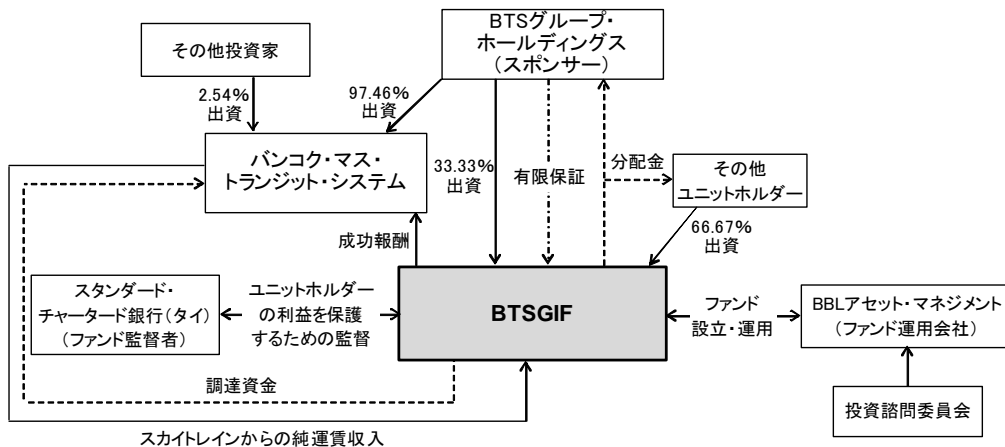
（単位：億パーツ）

ファンド名	セクター	投資先／収入源	上場時期	時価総額
BTS Rail Mass Transit Growth Infrastructure Fund（BTSGIF）	運輸	バンコクの高架鉄道システムからの純運賃収入	2013年4月	654.0
Amata B. Grimm Power Plant Infrastructure Fund（ABPIF）	電力	発電所2基の発電事業からの収入	2013年9月	48.9
Digital Telecommunications Infrastructure Fund（DIF）	通信	通信塔、光ファイバーケーブル等の通信インフラのリース料	2013年12月	824.7
Jasmine Broadband Internet Infrastructure Fund（JASIF）	通信	光ファイバーケーブル網のリース料	2015年2月	638.0
North Bangkok Power Plant Block 1 Infrastructure Fund（EGATIF）	電力	発電事業のアベイラビリティ・ペイメント	2015年7月	210.6
合計				2,376.3

（注） 時価総額は 2017 年 3 月末時点。

（出所） SET、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 4 BTSGIF の構造



（注） スポンサーはファンドの主な出資者を意味する。

（出所） BTSGIF より野村資本市場研究所作成

⁴ SEC と SET のウェブサイトによると、Buriram Sugar Group Power Plant Infrastructure Fund が上場申請を提出済みであり、上場すれば第 6 号ファンドとなる。

⁵ モーチット駅～オンヌット駅間及びサパーンタクシン駅～ナショナルスタジアム駅間を結ぶ 2 線から構成されている。運営権は 2029 年 12 月まで付与されている。

⁶ 資産の所有権を移転せず民間事業者が公共部門から付与された運営権を基に長期間にわたり事業を手掛ける方式を指す。

収入を日々ファンドに移転する仕組みであり、国内では過去に前例がほとんど見られない構造であったことから、案件組成に手間を要したと言われている⁷。

2013年9月に上場した第2号ファンドの Amata B. Grimm Power Plant Infrastructure Fund (ABPIF) は、発電所2基との間で収入分配契約を締結し、当該発電所の発電事業から生じる収入を収入源としている。2013年12月に上場した第3号ファンドの Digital Telecommunications Infrastructure Fund (DIF) は、通信塔、光ファイバーケーブル、ブロードバンド・システム等の通信インフラを所有し、通信サービス事業者へのリースから得られるリース料を収入源としている。2015年2月に上場した第4号ファンドの Jasmine Broadband Internet Infrastructure Fund (JASIF) は、光ファイバーケーブル網を所有し、通信サービス事業者へのリースから得られるリース料を収入源としている。2015年7月に上場した第5号ファンドの North Bangkok Power Plant Block 1 Infrastructure Fund (EGATIF) は、670MW 発電所(契約ベース)の発電事業においてタイ発電公社から四半期毎に支払われるアベイラビリティ・ペイメント⁸を収入源としている。

インフラファンドの投資家は、国内投資家が大半を占めており、海外投資家の保有割合は低い。SETによると、海外投資家の保有割合は2016年11月11日時点で、BTSGIFが19.5%、ABPIFが0.3%、DIFが19.7%、JASIFが19.3%、EGATIFが0.2%であった。また、BTSGIF、DIF、JASIFの上場時における海外投資家の保有割合はそれぞれ45.8%、22.8%、36.8%であり、海外投資家の保有割合は総じて低下傾向にある。

SECは、インフラファンドへの投資を促進するため、特に個人投資家を優遇する税制を導入している(図表5)。具体的には、個人投資家の場合、インフラファンドへの投資に伴うキャピタルゲインは非課税、分配金もファンド設立から10年間免除される一方で、法人

図表5 インフラファンドの税制

	税金の種類	内容
投資家 レベル	キャピタルゲイン 課税	・個人投資家の場合、非課税。 ・法人投資家の場合、その他所得と合算して20%の所得税が課税される。
	分配金課税	・個人投資家の場合、ファンドの設立から10年間免除される。 ・法人投資家の場合、その他所得と合算して20%の所得税が課税される。但し、一定の条件を満たす企業は非課税または軽減税率が適用される。
ファンド レベル	法人所得税	・非課税
	その他課税	・付加価値税及び印紙税は課税される。 ・リース料に対する税率は1%から0.01%に軽減される(最大10万バーツ)。
スポンサー/ 発行体 レベル	法人所得税	・20%の所得税(1%の源泉徴収税)が課税される。
	その他課税	<ファンドが資産を所有者または公的部門に返却する契約の場合> ・付加価値税、印紙税、その他事業税は非課税。 ・資産移転税は2%から0.01%に、モーゲージ登記料は1%から0.01%に、リース登記料は1%から0.01%に軽減される(それぞれ最大10万バーツ)。 <上記以外の場合> ・通常の税率が適用される。

(出所) SET より野村資本市場研究所作成

⁷ IFLR, "Thailand's new infrastructure funding tool," June 2013.

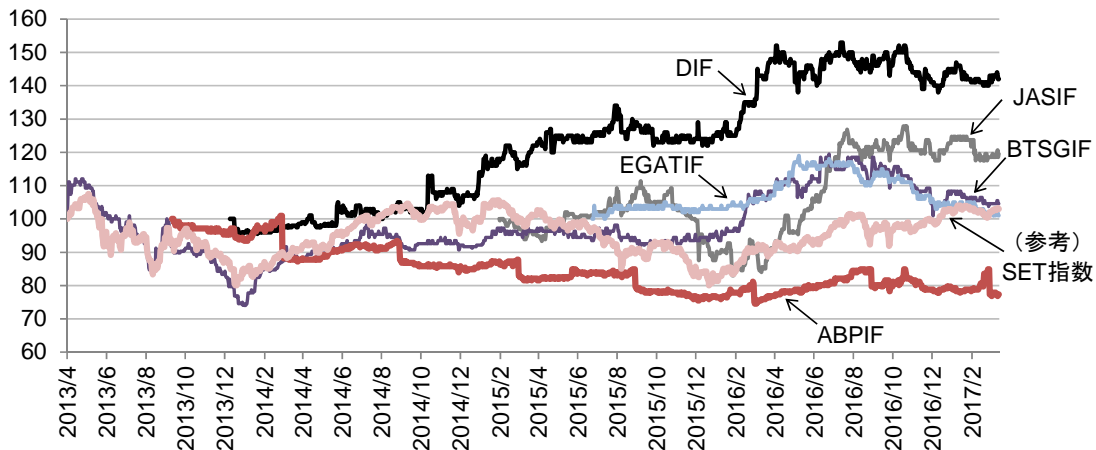
⁸ 民間事業者によるインフラプロジェクトの運営・管理のパフォーマンスに応じて、公的部門により支払われる補助金を指す。

投資家の場合、キャピタルゲイン及び分配金はその他所得と合算して20%の所得税が課される。さらに、個人投資家がSET上場株に投資する場合もキャピタルゲインは非課税であるが、配当については10%の源泉徴収税が課されることから、インフラファンドはSET上場株に投資する場合よりも優遇税制が適用される。

価格推移を見ると、5ファンド中4ファンドが上場時の価格を上回る水準にあり、総じて堅調と言える(図表6)。また、商品性が異なるため単純比較はできないが、過半数のファンドがSET指数⁹よりも良好なパフォーマンスを示している。5ファンドともブラウンフィールド(運営段階)プロジェクトに投資しており、安定的に収入を得ており、2016年の分配金利回りは大半のファンドで6~7%程度であった。

流動性については、売買代金を時価総額で除した売買回転率を見ると、ファンド間で大きな差がある。2016年の売買回転率は、BTSGIFが23.5%、ABPIFが3.5%、DIFが34.7%、JASIFが61.7%、EGATIFが9.3%であった¹⁰。これに対し、SETの本則市場に上場する全銘柄の売買回転率は平均81%であり、インフラファンドは株式よりも流動性が低いと言える。また、海外投資家の保有割合が顕著に低いABPIFとEGATIFは売買回転率も低いことから、海外投資家の売買状況が流動性に影響を及ぼす一因になっていると考えられる。SETは、インフラファンドの流動性が総じて低い要因として、投資家のインフラファンドに対する理解が不十分であることを挙げており、売買を活性化させるためには投資家教育の推進が必要であると認識している¹¹。

図表6 インフラファンド5銘柄の価格推移



(注) 各ファンドの上場時の価格を100として指数化している。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁹ SETの本則市場に上場する全銘柄を対象とする時価総額加重平均で算出した株価指数。2017年3月末時点の上場企業数は523社。

¹⁰ ブルームバーグのデータに基づいて算出。

¹¹ SETへのヒアリングに基づく。

2. 他のインフラ関連商品との比較

SET では、インフラファンド以外にも、インフラ関連の金融商品としてインフラトラスト (Infrastructure Trust) と不動産投資信託 (REIT) が導入されている。

インフラトラストは、国内外の大規模なインフラプロジェクトを投資対象とする新たな金融商品として、2015年に導入された。対象セクターとして、インフラファンドと同様に、鉄道、道路、空港、再生可能エネルギー、通信等が含まれている。インフラトラストは、払込資本が100億バーツ以上かつ各プロジェクトが30億バーツ以上であることが求められており、規模の要件はインフラファンドよりも厳格である。本稿執筆時点では、インフラトラストの上場実績はまだ1件もなく、今後の進展が期待されている。

REIT については、2007年に制定された信託法¹²を準拠法とし、2013年1月に規制が導入された。第1号REITとして、会議場や展示場等を投資対象とするIMPACT Growth REITが2014年10月に上場した。2017年3月末現在、12銘柄のREITが上場しており、時価総額は合計823億バーツである。

元々、SETではプロパティファンド (Property Fund for Public Offering)¹³が2002年に導入¹⁴されたが、むしろ国際的に投資家から認知されているREITを導入すべきとの見方が広がり始めた。その後、2013年にプロパティファンドの新規組成が禁止され、2014年以降は原則REITとしての組成が義務付けられた¹⁵。さらに、REITへの統一を図るため、既存のプロパティファンドはREITに転換することがSECにより推進された。しかし、REITへの転換は義務付けられなかったため、結果的にこれまでにREITに転換したプロパティファンドは数本に留まり、REITとプロパティファンドが併存する形となっている¹⁶。既存のREITとプロパティファンドの主な組入資産はオフィスビル、工場・倉庫、商業施設等であるが、インフラ資産を組み入れているプロパティファンドもある。例えば、Samui Airport Property Fund (Leasehold) は、長期賃借権に基づきサムイ空港を取得し、空港の運営業者であるバンコクエアウェイズに転貸することでリース料等を得ている¹⁷。

インフラファンド、インフラトラスト、REITを比較すると、いくつかの点で相違している (図表7)。第一に、投資対象である。インフラトラストとREITは国内外のインフラ資産等または不動産への投資が認められているのに対し、インフラファンドは国内のインフラ資産等のみを投資対象としている。第二に、上場の必要性である。インフラファンドとREITは組成後にSETに上場する必要があるが、インフラトラストは上場が義務付けられ

¹² 正式名称は Trust of Transactions in Capital Market Act B.E. 2550 (2007) である。

¹³ プロパティファンドとREITは様々な点で異なる。まず法的な構造であり、プロパティファンドは法人、REITは信託として設立される。他にも、税制が異なり、例えば法人投資家の場合、プロパティファンドからの分配金は非課税であるのに対し、REITからの分配金は通常の税率が適用される。

¹⁴ 但し、第1号プロパティファンドが上場したのは2013年10月である。

¹⁵ 例外的に、2013年に上場申請が提出されたファンドについては、プロパティファンドとして上場することが認められた。

¹⁶ 2017年3月末現在、50銘柄のプロパティファンドが上場しており、時価総額は合計3,251億バーツである。

¹⁷ バンコクエアウェイズは、保有する空港をプロパティファンドに一旦売却し、リース契約で賃借するセール・アンド・リースバック方式を採っている。

図表 7 SET に上場しているインフラ関連商品の比較

	インフラファンド	インフラトラスト	REIT
投資対象	国内のインフラ資産、将来生じる収入を得る権利、運営権等	国内外のインフラ資産、将来生じる収入を得る権利、運営権等	国内外の不動産
規模	純資産額20億パーツ以上	払込資本100億パーツ以上 (各プロジェクト30億パーツ以上)	5億パーツ以上
販売制限	同一グループ内の個人が総発行ユニットの3分の1超を保有できない(例外あり)	公募に際して250人以上の投資家に販売される必要があり、かつ同一グループ内の個人が総発行ユニットの50%超を保有できない	一般の投資家への販売割合が20%以上である必要があり、かつ同一グループ内の個人が総発行ユニットの50%超を保有できない
上場の必要性	上場が必要	上場の必要なし	上場が必要

(出所) SET より野村資本市場研究所作成

ていない。他にも、法的な構造や投資家への販売制限等で差異が見られる。

このように、SET では様々なインフラ関連の金融商品が提供されており、SEC が資本市場を活用したインフラ投資の促進に積極的であると同時に、SET がインフラを重要なアセットクラスの一つと捉えていることの表れと言えよう。

Ⅲ. 政府主導で設立される TFF

1. TFF 設立の背景・経緯

タイでは、1997年に発生したアジア通貨危機を教訓として、政府は中長期的に健全な財政状況を維持するための枠組み (Fiscal Sustainability Framework) が2002年度から導入されている。現行の枠組みの下では、①公的債務残高¹⁸の対GDP比率を60%以下、②総予算に占める公債費を15%以下、③財政収支を2017年度に均衡、④総予算に占める資本支出の割合を25%以上、にすることが目標として掲げられている。公的債務残高の対GDP比率は2016年末時点で41%であり、過去10年以上にわたり40%前後で推移している(図表8)。公的債務の拡大に多少の余地があるようにも見えるが、2000年末時点では60%を上回っていたことに鑑みると予断を許さない状況である。また、タイでは急速なペースで高齢化が進展しており¹⁹、今後、社会保障向け支出の増大が余儀なくされると考えられる中、政府がインフラ整備向け支出を大幅に拡大することが難しい状況となっている。

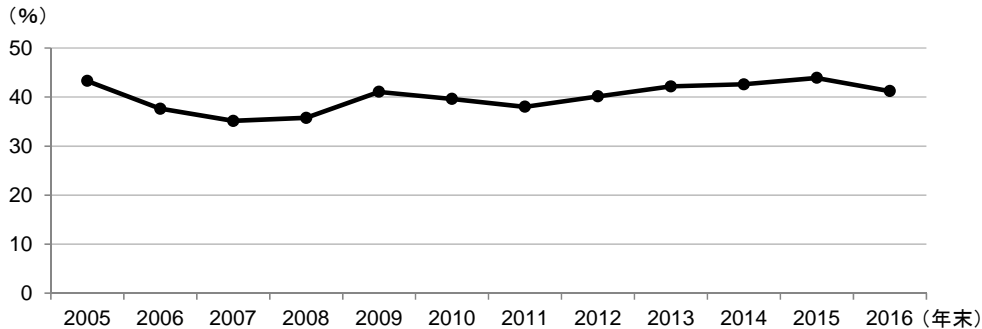
一方で、タイでは1980年代から一部のインフラプロジェクトにおいて民間部門が参加していた。官民連携によるインフラプロジェクトについて定めたPPP法²⁰が1992年に制定されたが、政治的汚職を防止することに重点が置かれており、PPPの基本法としては不十分であった。そこで、規則を明確化し、PPPによるインフラ整備を促進するため、新たなPPP

¹⁸ 公的債務残高は、政府の負債、国営企業の負債、その他政府系機関の負債、金融機関開発基金の負債の合計である。

¹⁹ 国際連合のWorld Population Prospects: The 2015 Revisionによると、タイにおける60歳以上人口の割合は2015年に17.9%であったが2050年には47.0%まで上昇すると予測されている。

²⁰ 正式名称はAct on Private Participation in State Undertaking B.E. 2535 (1992)である。

図表 8 公的債務残高（対 GDP 比率）の推移



(出所) 財務省公的債務管理局、国家経済社会開発庁より野村資本市場研究所作成

法²¹が 2013 年 4 月に制定され、現行の PPP 基本法になっている。

従来、財務省傘下の公的債務管理局が PPP プロジェクトの窓口であったが、同省傘下の国営企業政策局（State Enterprise Policy Office、SEPO）が PPP に関する戦略計画案の策定や候補プロジェクトの評価等を担う中央 PPP ユニットの役割を果たすことになった。PPP プロジェクトの選定に際して、以前までは財務省以外にも国家経済社会開発庁や法制委員会等の様々な政府主体が関与していたため、円滑なプロジェクト選定を阻害する要因となっていたが、実質的な権限が SEPO 及び PPP 委員会²²に集約されたことで、プロジェクト選定の手続きが効率化された。

SEPO は、2015 年から 2019 年までの 5 年間の PPP 戦略計画を策定し、①都市部の大量輸送システムや有料道路を含む運輸セクター、②通信ネットワークや高速インターネットを含む通信セクター、を優先分野として位置付けた。また、特定の優先プロジェクトを対象として、民間事業者の選定までに要する期間を従来の 2 年程度から 9 か月へと短縮するファスト・トラック制度も導入した。これらの政府の取組みにより、近年タイの PPP 制度に対する評価は徐々に高まりつつあるが²³、これまでのところ十分な成果に結びついていないとは言い難い状況である。

こうした中、民間部門のインフラ投資を促進するための新たな手段として、政府主導のインフラファンドである TFF の導入に向けた検討が開始され、2015 年 12 月に TFF の設立が閣議決定された。2016 年 7 月には、TFF の構造等について助言するアドバイザーとして金融機関 5 社²⁴が指名された。

²¹ 正式名称は Private Investments in State Undertakings Act B.E. 2556 (2013) である。

²² PPP 委員会は、首相、財務大臣、その他関係省庁の代表者から構成されており、①PPP 戦略計画の策定、②PPP プロジェクトの承認、③PPP プロジェクトに対する金融支援策の導入、等の役割を担う。SEPO は PPP 委員会の事務局を務める。

²³ 英エコノミスト誌の調査部門であるエコノミスト・インテリジェンス・ユニットによると、PPP の法規制や制度的枠組みに関するタイのスコアは、2011 年の 45.3 ポイントから 2014 年には 50.4 ポイントへと上昇した。

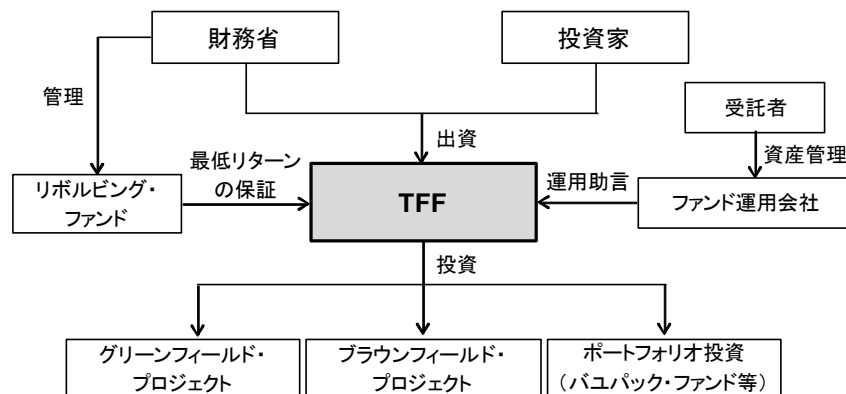
²⁴ パトラ証券、フィナンサ証券、クルンタイ銀行、JP モルガン、メリルリンチ証券（タイ）の 5 社である。

2. TFF の概要

政府は、当初 TFF の規模を 1,000 億バーツとする方針である。財務省は 100 億バーツをシードマネーとして拠出することを発表済みであり、残り 900 億バーツを投資家から調達する方針である（図表 9）。国内の年金基金や保険会社を含む機関投資家及び個人投資家だけでなく、海外投資家も対象とされている。国内の年金基金の中では、政府年金基金やプロビデントファンドが TFF に注目している²⁵。また、海外投資家の中では、中国投資有限責任公司（CIC）、イラン国家開発基金、オマーン国家準備基金等の政府系ファンドだけでなく²⁶、タイと良好な関係を構築しているクウェートの投資家も TFF への投資に関心を示している²⁷。

政府は、投資家からの資金調達を円滑に行うため、TFF を SET に上場させる方針である。財務省は 2017 年 3 月までに TFF の上場申請を SEC に提出済みであり、9 月までに上場させる計画である。初回の公募では 400～500 億バーツの資金調達が行われる見通しである²⁸。また、投資家を呼び込むための方策として、財務省が管理するリボルビング・ファンドを利用して、投資家が得られる最低リターンを保証する仕組みが導入される見込みである。本稿執筆時点では、最低リターンの水準や決定方法、保証期間等について明らかにされていない。さらに、SEPO は個人投資家の投資を促進するため、TFF を優先的に購入できる権利を個人投資家に付与する方針²⁹であるが、1 人当たり購入額を最大 100 万バーツにするという条件を設けることを検討している³⁰。TFF の上場に伴う公募プロセスについては今後、詳細が発表される予定である。

図表 9 TFF の構造（案）



（出所）SEPO より野村資本市場研究所作成

²⁵ “Thailand’s \$2.8b Future Fund may increase corpus. China’s CIC among potential investors,” *DealStreetAsia*, 18 February, 2016.

²⁶ “Three foreign funds keen on Thailand,” *Bangkok Post*, 5 February, 2016.

²⁷ “Kuwaitis keen on fund,” *Bangkok Post*, 16 March, 2016.

²⁸ “Thailand Future Fund IPO delayed by cost concerns,” *Bangkok Post*, 8 May, 2017.

²⁹ Small Lot First と呼ばれ、購入を希望する全ての個人投資家に配分された後に機関投資家に配分される方式である。この配分方式は既存のインフラファンドに適用されている。

³⁰ “Public to get first crack at TFF’s IPO,” *Bangkok Post*, 13 March, 2017.

第1フェーズでは、TFFのファンド運用会社として、クルンタイ・アセット・マネジメントとMFCアセット・マネジメントの2社が指名されている。しかし、当面は政府が主導して投資先を選定する方針である。現在の主な投資候補先として、高速道路局が管理するブラウンフィールド・プロジェクトの高速道路2線が挙げられており、具体的にはラムイントラ～アトナロン線とバンナ～チョンブリ線である³¹。また、高速道路公社が手掛けるグリーンフィールド・プロジェクトであるラマIII世通り～ダオ・カノン～西部外環道路をつなぐ高速道路も投資候補先として検討されている³²。2016年12月に発表された2017年度運輸インフラ投資行動計画（Transport Infrastructure Investment Action Plan 2017）によると、2016年から引き継がれた優先プロジェクトと2017年の優先プロジェクトの合計で43件、5.06兆米ドルの投資が計画されており、投資額の2.5%がTFFから資金調達される形となっている。

第2フェーズでは、SEPOはエネルギーを含む他分野のプロジェクトやPPPプロジェクトも投資対象とする方針である³³。またSEPOは、投資先から安定的な収入を得るため、大型の国営企業株式や国債等を投資対象とするバユパック・ファンド等へのポートフォリオ投資を行うことも選択肢の一つとして挙げている。

政府がTFFを成功させるためには、海外投資家や機関投資家を呼び込むだけでなく、個人投資家の参加を促進できるかどうか鍵を握ると言える。前述の通り、TFFの公募プロセスは最終決定されていないが、少なくとも個人投資家はTFFの優先購入権を付与される見通しであり、これは個人投資家を呼び込む上での大きな支援材料になると考えられる。タイにおける証券口座の保有人口は2008年1月末の50.6万人から2017年3月末にかけて139.4万人まで増加したが、TFFの上場により個人投資家の更なる裾野拡大につながる可能性がある。他方で、グリーンフィールド・プロジェクトも投資対象とするTFFは株式や債券等の伝統的な金融商品とはリスク・リターン特性が異なり、もしこうした重要な点が理解されないまま個人投資家に販売された場合、将来的に投資家からの信用失墜につながり兼ねない。従って、SECやSETが金融業界と連携を図り、投資家教育や適切な情報開示が十分に行われることが求められよう。

IV. 結びにかえて

インフラ整備向け資金調達手段として上場インフラファンドが活用される動きは世界的な潮流と言える。インフラファンドには上場ファンドと非上場ファンドがあり、一般的には資金調達の柔軟性が高い私募形式で非上場ファンドとして設立されるケースが大半である。しかし、インフラファンドの流動性に対する投資家の需要の高まりを背景として、上

³¹ 前掲脚注28参照。

³² 前掲脚注30参照。本プロジェクトは今後閣議決定される予定であり、建設費用は8.9億米ドルと試算されているが、建設期間については本稿執筆時点で明らかにされていない。

³³ SEPOへのヒアリングに基づく。

場インフラファンドの本数は増加傾向にある。英調査会社プレキンによると、世界的な上場インフラファンドは2004年末の21本から2014年末には44本となり倍増した³⁴。

日本においては、2015年4月にインフラファンド市場が東京証券取引所により開設された。同市場には、再生可能エネルギー発電設備、公共施設の運営権、その他インフラ資産等を投資対象とするインフラファンドが上場する³⁵。2016年6月、第1号インフラファンドとしてタカラレーベン・インフラ投資法人が上場した。2017年3月末までに3ファンドが上場を果たし、3ファンドとも再生可能エネルギー発電設備に投資している。

タイにおけるインフラファンド市場の発展に向けた取組みは、インフラ整備向け資金需要が旺盛で、資本市場の発展度合いが近い他のASEAN諸国にとって大きな示唆につながる可能性がある。ASEAN域内では、民間部門の参加を促進するためにPPPの制度整備や政府による金融支援の枠組み整備等が進められているが、資本市場を活用する取組みはまだ限られている。例えば、シンガポールでは、各種事業の運営から生じる収入を投資家に分配する仕組みであるビジネストラストが導入されており、2017年2月時点で22銘柄がシンガポール通貨監督庁に登録されているが、インフラを投資対象としているビジネストラストは数銘柄に留まる。フィリピンでは、公務員保険機構がアジア開発銀行、マッコーリー・グループ、オランダの年金基金運用会社 *Algemene Pensioen Groep* と連携し、*Philippine Investment Alliance for Infrastructure (PINAI)* という6.25億米ドル規模の官民インフラファンドを2012年に設立したが、他の投資家からは出資を募っておらず非上場である³⁶。

タイにおけるインフラファンド市場の歴史はまだ浅く、実績も限られているが、インフラ整備向け資金調達源として存在感を高めつつある。また、インフラ関連の金融商品の拡充は、投資家の投資機会を広げ、ひいては資本市場の発展につながる可能性があるという点でも意義が大きいと言える。今後、TFFの上場がインフラファンド市場の発展の起爆剤となり得るのか、動向が注目されよう。

³⁴ 2015 *Prequin Global Infrastructure Report* を参照。プレキンは、証券取引所に上場しており、インフラ資産またはインフラ関連企業の未公開株式に投資するビークルを上場インフラファンドと定義している。

³⁵ 日本の投信法で規定される特定資産のうち、投資法人が投資できるインフラ関連資産は、現時点では再生可能エネルギー発電設備と公共施設等運営権に限定されている。

³⁶ 詳細は、北野陽平「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」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号参照。