

民間資金の活用によりインフラ整備を促進するインドネシア

北野 陽平、ラクマン ベディ グンタ

■ 要 約 ■

1. インドネシアのジョコ・ウィドド政権下では、インフラ整備が国家の最重要政策の一つとして掲げられている。インフラ投資需要は膨大であり、政府は2015年から2019年にかけて、5,519兆ルピア（GDPの約9%に相当）のインフラ投資を計画している。しかし、政府は財政面の制約から、中長期的に十分な予算を確保できるか不透明な中、民間資金の活用が不可欠と認識しており、必要資金の3割を民間部門から調達する計画である。
2. インドネシアでは1998年に官民パートナーシップ（PPP）の法的枠組みが導入されたが、これまでは実質的に機能していなかった。主な要因として、土地収用制度の未整備や不十分な政府支援等が指摘されている。しかし、2012年に土地収用法が制定され、何度かの改正を経て土地収用の実行性が高められてきた。また、①プロジェクトに対する保証や投融資を行う機関の設立、②建設コストの一部を政府が負担するバイアビリティ・ギャップ・ファンディング、③プロジェクトの運営段階における収入を政府が補償するアベイラビリティ・ペイメント、等の包括的な金融支援の枠組みが導入されてきた。この結果、民間部門の投資環境は改善傾向にあり、今後民間資金の動員につながることを期待される。
3. 民間部門からの資金調達においては、現在インフラ整備資金のほとんどが銀行借入により賄われている。しかし、銀行の預貸率が中央銀行により定められた上限にほぼ達している状況等に鑑みると、銀行貸出だけで膨大なインフラ投資需要に対応していくことは難しいと考えられる。こうした中、資本市場、特に現地通貨建て債券市場からの資金調達の重要性が高まっており、中でもインフラプロジェクトとの親和性が高いスーク（イスラム債）の発行促進が有効な対応策として注目され始めている。
4. 今後の課題として、①海外から投資家を呼び込む上での為替リスクへの対応、②資本市場からの資金調達を促進する上での国内機関投資家の育成やインフラ関連商品の拡充、が挙げられる。現政権が発足して2年以上が経過し、インフラ整備の加速に向けて様々な取組みが進められてきたものの、十分な成果につながったとは言い難い。しかし、前述の通り、PPP制度の整備に伴い、民間部門による投資を促進するための土台はある程度構築された。任期満了の2019年に向けて、正念場を迎えるのはまさにこれからであろう。

I インドネシアのインフラ整備状況

ジョコ・ウィドド政権は、インフラ整備の促進を国家の最重要政策の一つとして掲げている。背景として、インドネシアにおけるインフラ整備状況は、世界的に見て低水準にある。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 2008 年の 134 か国中 96 位から 2016 年に 138 か国中 80 位へと上昇したものの、依然として下位に留まっている（図表 1）。

国際協力銀行（JBIC）が日本の製造業を対象として 2016 年に実施したアンケート結果¹によると、インドネシアは有望事業展開先国としてインド、中国に続いて 3 位²に位置している。しかし、インフラ整備状況については厳しい評価を受けており、2015 年のアンケート結果では、多くの日本企業からインフラ整備状況に問題があるとの回答があり、その割合は道路が約 7 割、電力が約 6 割であった（図表 2）。

インドネシアにおいてインフラ整備が遅れている要因として、①財政面での制約や政府の予算執行力の不足によりインフラ向け支出が抑制されてきたこと、②土地収用の実行性の低さ（詳細後述）によりプロジェクトが計画通りに進まなかったこと、等が指摘されている。インドネシアは 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³。しかし、インフラ整備の遅れは投資環境の改善等の妨げとなり、経済成長に悪影響を及ぼす可能性がある。

本稿では、インフラ投資需要や資金調達について概観した上で、民間部門によるインフラプロジェクトへの投資を促進するための様々な取組み、特に官民パートナーシップ（PPP）制度の整備や資本市場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	2016年	
	順位	順位	スコア
シンガポール	2	2	6.4
マレーシア	19	19	5.5
ブルネイ	39	67	4.1
タイ	35	72	4.0
インドネシア	96	80	3.8
ラオス	N/A	81	3.7
ベトナム	97	85	3.6
カンボジア	82	95	3.4
フィリピン	94	112	3
日本(参考)	16	6	6.2

- (注) 1. スコアは 1~7 の値を取る。
 2. 2008 年は 134 か国、2016 年は 138 か国が対象。
 3. ミャンマーのデータは提供されていない。

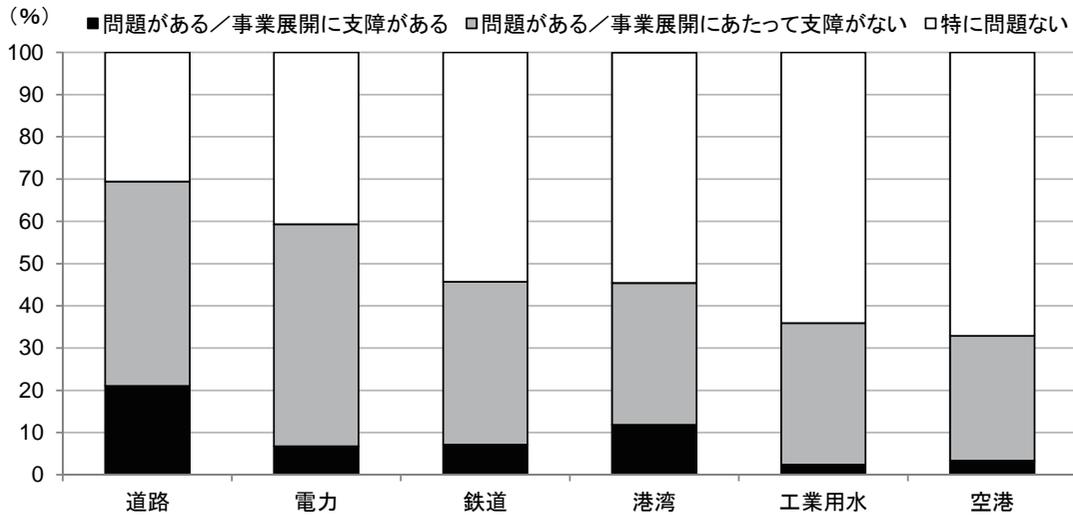
(出所) 世界経済フォーラム「国際競争力レポート」より野村資本市場研究所作成

¹ JBIC「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告—2016 年度海外直接投資アンケート結果（第 28 回）—」（2016 年 12 月）

² ASEAN 諸国の中では最高位である。2013 年は 1 位、2014 年と 2015 年は 2 位であった。

³ アジア開発銀行（ADB）は、インドネシアの経済成長率を 2016 年が 5.0%、2017 年が 5.1%と予想している。

図表 2 日本企業によるインドネシアのインフラ整備状況に対する評価



(注) アンケート対象は製造業で、回答社数はセクター毎に若干異なるが 200 社前後である。
 (出所) JBIC「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告—2015 年度海外直接投資アンケート結果 (第 27 回)—」(2015 年 12 月) より野村資本市場研究所作成

II インフラ投資需要と資金調達の概観

1. 2015～2019 年のインフラ投資計画

インドネシアにおけるインフラ投資需要は膨大である。アジア開発銀行研究所 (ADB) によると、2010 年から 2020 年にかけてのインフラ投資必要額は 4,503 億米ドル (年 409 億米ドル) と試算されており、GDP の約 6% に相当する⁴。アジア太平洋諸国の中では、中国、インドに続いて 3 番目に大きい。

また、インフラ投資計画を策定する国家開発計画庁 (Badan Perencanaan Pembangunan Nasional⁵、BAPPENAS) は、2015 年から 2019 年にかけて 5,519 兆ルピア⁶ のインフラ投資を計画しており、投資額は GDP の約 9% に相当する⁷。セクター別では、電力 980 兆ルピア (構成比 18%)、港湾 900 兆ルピア (同 16%)、道路 805 兆ルピア (同 15%) が上位を占めている (図表 3)。

従来、インドネシアにおけるインフラ整備資金の調達源は、政府予算、日本を含む先進国からの政府開発援助 (ODA)、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が中心であった。政府予算に関して、石油の純輸入国であるインドネシアでは、燃料価格の急激な上昇に対応するために導入された燃料補助金制度⁸が財政の重荷になってい

⁴ ADBI, “Estimating Demand for Infrastructure in Energy, Transport, Telecommunications, Water and Sanitation in Asia and the Pacific: 2010-2020,” September 2010.

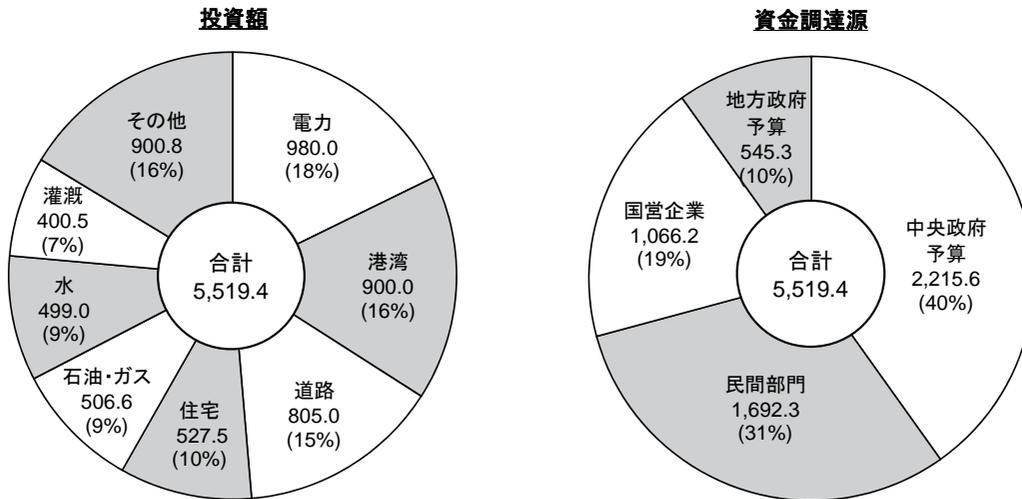
⁵ 英語名は Ministry of National Development Planning である。

⁶ 2017 年 1 月 31 日時点の為替レートは 1 ルピア = 0.00852 円。

⁷ 国際通貨基金 (IMF) の GDP 予測値を元に計算した。

⁸ スカルノ政権時代に導入された制度であり、政府は燃料の小売価格を国際市況よりも低く抑えるため、国営石油会社プルタミナに燃料補助金を供与していた。

図表3 2015～2019年のインフラ投資計画におけるセクター別投資額及び資金調達源の内訳

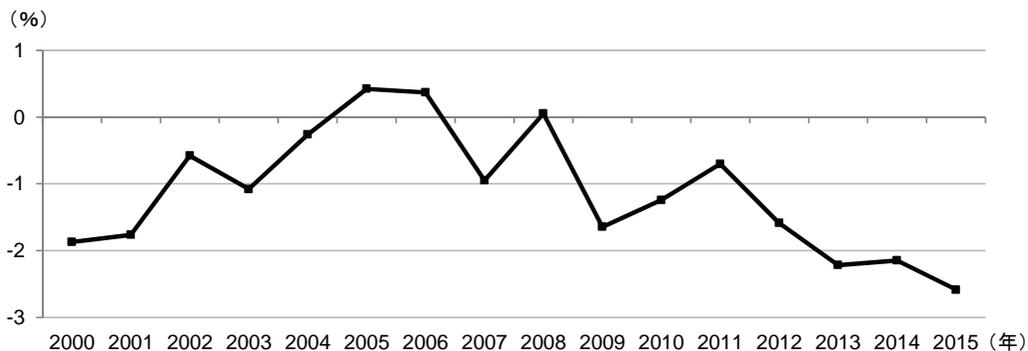


(注) 単位は兆ルピア。
 (出所) BAPPENAS より野村資本市場研究所作成

た。ジョコ大統領は、財政負担を軽減するために燃料補助金を削減し、削減分の予算をインフラセクター等に再配分することを2014年に発表した。

今後、政府はインフラ向け支出を拡大していく方針であるが、財政面の制約を受ける可能性がある。なぜならば、財政収支は2009年以降一貫して赤字が続いており(図表4)、財政赤字の対GDP比率を3%以下に抑えることが法律で義務付けられていることから、中長期的にインフラ整備のための予算を十分に確保し続けられるか不透明であるためである。政府はこうした状況に鑑み、膨大なインフラ投資需要に対応するためには、民間資金の活用が不可欠であると認識している。2015～2019年のインフラ投資計画における資金調達源の内訳は、中央政府予算40%、民間部門31%、国営企業19%、地方政府予算10%であり、民間資金に大きく依存する形となっている(前掲図表3)。

図表4 財政収支(対GDP比率)の推移



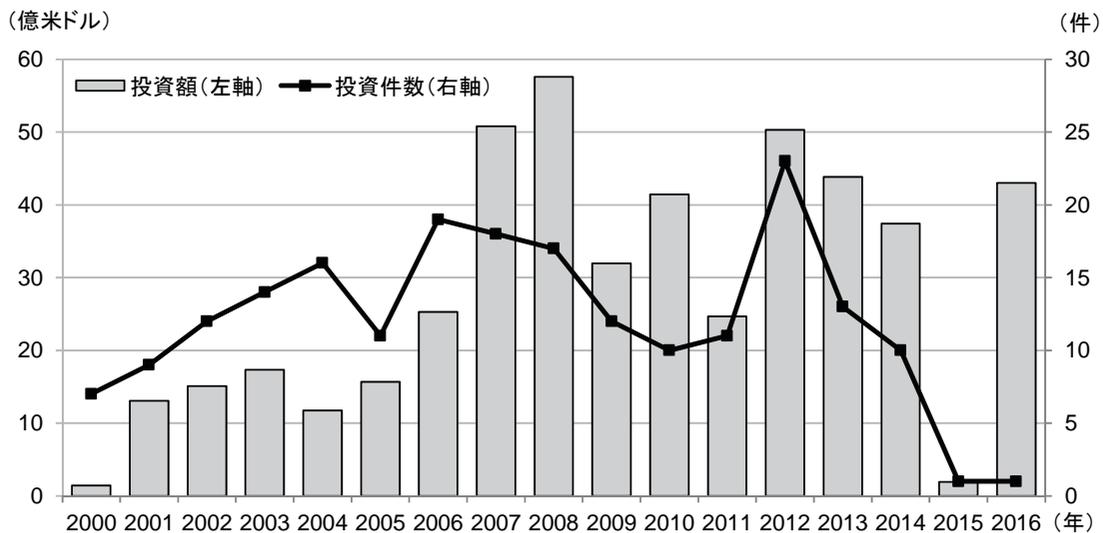
(出所) IMF より野村資本市場研究所作成

2. 民間部門によるインフラ投資の状況

政府は民間資金を積極的に活用していく方針を打ち出しているが、近年、民間部門によるインドネシアのインフラプロジェクトへの投資件数は減少傾向にある。世界銀行の Private Participation in Infrastructure (PPI) プロジェクトデータベース⁹によると、民間部門がスポンサー（エクイティ出資者）として参加したインフラプロジェクトへの投資は、2013年から2015年まで3年連続で投資額、件数ともに減少した（図表5）。2016年は1件の大型プロジェクトの貢献により、投資額が大幅に回復したものの、件数は依然として低迷している。

日本の事業会社や金融機関が2010年以降に投資したインフラプロジェクトを見ると、セクターは電力が中心である（図表6）。スポンサーとして参加している事業会社は、主に総合商社と電力会社であり、基本的に単独での出資ではなく、地場大手企業と共同で参加している。金融機関については、メガバンク3行が中心であるが、多くのプロジェクトにおいてJBICが協調融資¹⁰していることが特色として挙げられる。

図表5 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株式及び負債で調達した合計金額を示しており、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ている。
 2. 投資額が不明の場合、ゼロとしている。
 3. 公表時の情報に基づいているが、公表後に中止されたことが判明したプロジェクトは含まれていない。

(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

⁹ <http://ppi.worldbank.org/>

¹⁰ JBICは融資を行うだけでなく、ポリティカルリスクに対する保証を供与している場合もある。

図表 6 日本の事業会社や金融機関が投資した主なインフラプロジェクト（2010年以降）

投資年	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)	主な金融機関
2010	815MW石炭火力 発電所の増設	電力	東ジャワ州 バイトン地区	14.5	三井物産(約50%) インターナショナルパワー(約32%) 東京電力(約14%) パツ・ヒタム・ベルカサ(約5%)	住友信託銀行(当時)、みずほ コーポレート銀行(当時)、三井 住友銀行、三菱東京UFJ銀行、 JBIC、アイエヌジーバンク、 クレディ・アグリコル銀行、BNP パリバ銀行、香港上海銀行
2010	660MW石炭火力 発電所の建設	電力	西ジャワ州 チレボン地区	8.5	丸紅(32.5%) 韓国中部発電(27.5%) トリバトラ(20%) サムタン(20%)	みずほコーポレート銀行(当時)、 三井住友銀行、三菱東京UFJ 銀行、JBIC、アイエヌジーバンク、 韓国輸出入銀行
2011	120MW天然ガス 火力発電所の増設	電力	南スラウェシ州 マカッサル市	2.1	エナジー・ワールド・コーポレーション (95%) メドコ・パワー・インドネシア(5%)	みずほコーポレート銀行(当時)、 オランダ開発金融公庫、 スタンダードチャータード銀行、 ドイツ復興金融公庫 他
2012	45MW水力発電所 の建設	電力	北スマトラ州 カロ県	1.7	韓国中部発電 大宇エンジニアリング メガパワーマンディリ	三井住友銀行、韓国輸出入銀行
2014	320.8MW地熱発電所 の建設	電力	北スマトラ州 サルーラ地区	15.4	メドコ・パワー・インドネシア(37.25%) 伊藤忠商事(25%) 九州電力(25%) オルマツ・テクノロジー(12.75%)	みずほ銀行、三井住友銀行、 三菱東京UFJ銀行、JBIC、 アイエヌジーバンク、ADB、 ソシエテ・ジェネラル銀行、 ナショナルオーストラリア銀行
2014	46.6MW水力発電所 の建設	電力	西ジャワ州 チアンジュール県	1.5	インドネシアパワー(51%) 関西電力(49%)	みずほ銀行、JBIC
2016	2,000MW石炭火力 発電所の建設	電力	中部ジャワ州 バタン県	43.0	電源開発(34%) アダロ・パワー(34%) 伊藤忠商事(32%)	新生銀行、農林中央金庫、 みずほ銀行、三井住友銀行、 三井住友信託銀行、三菱東京 UFJ銀行、三菱UFJ信託銀行、 JBIC、オーバーシー・チャイニーズ 銀行、DBS銀行

(注) スポンサーが子会社等を通じて出資している場合、親会社名を記載している。

(出所) 世界銀行 PPI プロジェクトデータベース、各社プレスリリース等より野村資本市場研究所作成

III 民間資金動員の鍵を握る PPP

1. PPP 制度の概要

民間部門によるインフラプロジェクトへの投資を促進する上で、PPP の成否が鍵を握っている。インドネシアでは、1998 年大統領令第 7 号により PPP が導入され、2005 年大統領令第 67 号により PPP の法的枠組みが強化された。その後、大統領令は何度が改正が行われ、現在の PPP 制度は 2015 年大統領令第 38 号に基づいている。

PPP プロジェクトを推進する機関はいくつかあるが、代表的な機関として BAPPENAS 内に設置されている P3CU (Public Private Partnership Central Unit) が挙げられる。P3CU の主な役割は、①PPP プロジェクトの優先順位付け、②関係省庁及び地方政府間の利害調整、③PPP 実施機関により実施されたプロジェクト評価の検証、④PPP プロジェクトの状況を整理したレポートの作成、⑤PPP プロジェクトに関するガイドラインの策定、⑥PPP

実施機関に対する能力開発の支援、等である。

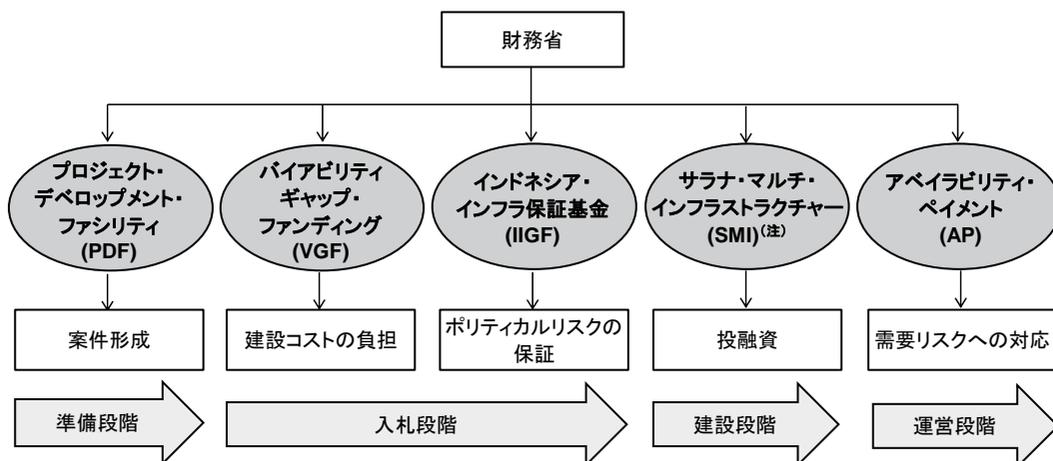
BAPPENAS は 2009 年以降、計画中の PPP プロジェクトの状況をまとめた PPP ブックというレポートを原則毎年発行してきた¹¹。2015 年の PPP ブックによると、同年 5 月までに入札実施済みのプロジェクトは 22 件である。入札未実施のプロジェクトについては、優先度の高いものから、入札準備案件（Ready to Offer Project）、見込み案件（Prospective Project）、候補案件（Potential Project）という 3 カテゴリーに分類されている。これらのプロジェクトの件数は計 38 件、金額は計 235 億米ドルである。内訳は、入札準備案件が 6 件で 64 億米ドル、見込み案件が 8 件で 56 億米ドル、候補案件が 24 件で 115 億米ドルとなっている。セクター別では、空港が件数で、鉄道が金額で最も大きな割合を占めている。

P3CU は、政府が優先すべき PPP プロジェクトを特定するという点では重要な役割を果たしてきた。しかし、PPP プロジェクトに対する金融面での支援については、予算を管理する財務省が主導的な役割を果たすことが適切であると判断された。その結果、財務省内に PPP ユニットという新たな組織が 2014 年に設置された。

2. 政府による PPP プロジェクトへの金融支援

政府は、PPP プロジェクトを推進するため、様々な金融支援を提供している。背景として、2004 年から 2014 年まで続いた前ユドヨノ政権下では、2000 年代後半に公的部門及び民間部門によるインフラ投資が減速する中、民間部門による PPP プロジェクトへの参加を促進する必要性が強く認識されたことが挙げられる。そこで政府は、世界銀行や ADB 等の支援を得て、インフラプロジェクトの採算性を高めるための金融支援の枠組みを財務省主導で徐々に導入してきた。財務省が提供する主な金融支援は以下の通りである（図表 7）。

図表 7 財務省による PPP プロジェクトに対する金融支援のイメージ図



(注) SMI は、インフラプロジェクトへの投融資等を手掛けるインドネシア・インフラストラクチャー・ファイナンスを傘下に持つ。

(出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

¹¹ BAPPENAS へのヒアリングによると、今後、既存様式での PPP ブックの発行は予定されておらず、重要性が高い特定のプロジェクトを対象とする新しい様式でのレポートの発行が検討されている。

- **プロジェクト・デベロップメント・ファシリティ (Project Development Facility、PDF)**

PDF は、インフラプロジェクトの準備段階において、案件形成作業を支援するツールである。この段階では、主に政府契約機関¹²が PPP スキームや政府支援の設計、土地収用に向けた準備等を実施する。PDF は、プロジェクトのバンカビリティ（融資適格性）を高める役割を果たす。
- **バイアビリティ・ギャップ・ファンディング (Viability Gap Funding、VGF)**

VGF は、インフラプロジェクトの財務面での実行可能性を高めることを目的として、建設コストの一部を負担するスキームであり、2012 年に導入された。VGF の利用に当たってはいくつかの基準が設けられており、①補助金額が建設コストの大部分を占めないこと、②経済的に事業性を有するプロジェクトであること、③プロジェクトの規模が 1,000 億ルピア以上であること、等の要件が満たされる必要がある。
- **インドネシア・インフラ保証基金 (Indonesia Infrastructure Guarantee Fund、IIGF)**

IIGF は、PPP プロジェクトのリスクを保証するために、政府 100%出資企業として、2009 年に設立された。政府はこれまでに、IIGF に 4.5 兆ルピアを拠出済みである。IIGF が保証するリスクは法制度の変更等を含むポリティカルリスクであり、技術的かつ財務的に実行可能等の要件が満たされたプロジェクトが対象となる。セクターについては、運輸、有料道路、灌漑、上水道、下水道、通信、電力、石油・ガスの 8 分野が指定されている。IIGF 単独による保証に加え、プロジェクトの規模が大きい場合、財務省、世界銀行¹³等の国際開発金融機関、その他金融機関と共同保証を行うこともある。IIGF はこれまでに、中部ジャワ・バタン火力石炭発電事業（詳細後述）を含む 10 件以上のプロジェクトを支援してきた。
- **サラナ・マルチ・インフラストラクチャー (Sarana Multi Infrastruktur、SMI)¹⁴**

SMI は、インフラプロジェクトへの資金提供を行う政府 100%出資企業として、2009 年に設立された。投融資だけでなく、アドバイザー業務やプロジェクト開発も手掛ける。投融資の対象セクターは、IIGF と同じ 8 分野である。2015 年 9 月末の投融資残高（コミットベース）は 9.7 兆ルピアで、計 79.6 兆ルピア規模のプロジェクトを支援してきた。また、SMI はインドネシア・インフラストラクチャー・ファイナンス (Indonesia Infrastructure Finance、IIF) を傘下に持つ。IIF は、インフラプロジェクトに対する投融資やアドバイザー・サービスの提供を目的として、2010 年に設立された。株主は、SMI（出資比率 30%）を筆頭に、ADB（同 19.99%）、国際金融公社（同 19.99%）、ドイツ投資開発公社（同 15.12%）、三井住友銀行（同 14.9%）

¹² 政府契約機関とは、PPP プロジェクトにおいて民間事業者の相手方となる機関を指す。

¹³ IIGF は、世界銀行との間で 4.8 億米ドルの保証ファシリティに係る契約を締結済みである。

¹⁴ Sarana はインドネシア語で手段を意味する。

である。2015 年末の投融資残高（コミットベース）は 5.6 兆ルピアで、ポートフォリオのセクター別内訳は、発電所が 45%、有料道路が 25%、通信が 22%となっている。SMI は公的部門の支援に重点を置いているのに対し、IIF は民間部門の支援に強みを持っている。

- **アベイラビリティ・ペイメント（Availability Payment、AP）**

AP は、インフラプロジェクトの運営段階における需要リスクを低減するスキームとして、2015 年に導入された。有料道路プロジェクト等において、政府や政府系機関が対象施設を利用する可能性を前提として、民間投融資額及び一定の収入を補償する方式である。政府は当初、中部ジャワ州サラティガ市とスラカルタ市を結ぶ有料道路プロジェクトで試験的に AP を適用することを検討していた¹⁵。しかし、同プロジェクトは AP なしでも実行可能と判断され、利用が却下された¹⁶。

一見すると、様々な金融支援スキームが乱立しているように思われる。しかし、各スキームは補完関係にあり、PPP プロジェクトの準備段階から運営段階までを対象とする包括的な金融支援が提供されるようになった点は評価できる。これまでの成果を見ると、IIGF、SMI、IIF を中心に、保証や投融資の実績を着実に積み上げてきたが、民間部門による PPP プロジェクトへの投資を促進するという点では、十分に貢献してきたとは言い難い。従来、財務省は PPP プロジェクトの推進において主要な役割を果たしていなかったが、前述の通り、2014 年に同省内に PPP ユニットが設立されたことで、案件初期段階から PPP プロジェクトの推進に携わる権限が強化された。今後、財務省はこれまでに導入した金融支援の枠組みを生かし、民間資金を呼び込む上でより一層重要な役割を果たしていくことが期待されよう。

3. PPP 制度に対する評価と近年の主な取組み

近年、インドネシアの PPP 制度に対する評価は改善傾向にある。英調査機関ザ・エコノミック・インテリジェンス・ユニットが発表したアジア太平洋諸国を対象とする PPP ランキングによると、インドネシアの順位は 2011 年が 9 位、直近の 2014 年も 9 位であったが¹⁷、スコアは 2011 年の 46.1 から 2014 年には 53.5 へと上昇した（図表 8）。

PPP 制度の評価が改善している要因はいくつかあるが、政府による取組みの中で特筆すべき点として、土地収用の実行性を高めてきたことが挙げられる。本稿の冒頭でも触れた通り、インフラ整備が遅延している主因の一つとして、土地収用が計画通りに進んでいない点が指摘されている。インフラプロジェクトの土地収用に関する大統領令は 2005 年に制定されたが、土地収用の責任について明確に定められていなかった。そうした中、政府

¹⁵ “‘Availability payment’ to boost toll road projects,” *The Jakarta Post*, 8 June, 2016.

¹⁶ Indonesia Infrastructure Initiative, “TOLL ROAD FINANCING: Salatiga - Solo Not a Pilot Project,” 12 August, 2016.

¹⁷ 2011 年は 16 か国中、2014 年は 21 か国中の順位であり、実質的には順位も上昇したと言える。

図表 8 アジア太平洋諸国を対象とする 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. 2012年及び2013年はランキングが発表されていない。
 2. 2011年は16か国、2014年は21か国が対象。
 3. スコアは法規制の枠組み、制度的枠組み、投資環境を含む6分野の19指標に基づき、100が最大値である。

(出所) The Economist Intelligence Unit and ADB, “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

は民間事業者の用地取得を支援するため、2012年に土地収用法を制定した。同法の制定に伴う最も大きな影響は、土地収用の責任が実質的に民間事業者から政府へと移転されたことである。また、土地収用に要する期間の短縮化を図るため、最長期間の設定、土地収用プロセス及び所管機関の明確化、独立した鑑定士による補償額の算定等に関する規定が盛り込まれた。しかし、国営企業の権限等を含め、不明瞭な点があったため、何度かの改正が行われてきた。3度目の改正となった2015年大統領令第30号において、民間事業者は政府や政府系機関の代理で土地収用を行う権限が付与されたことに加え、収用資金の一部を負担することも認められるようになった。

土地収用に関して近年特に注目されるプロジェクトとして、電源開発や伊藤忠商事等により進められている中部ジャワ・バタン石炭火力発電所の建設が挙げられる。同プロジェクトは2012年に開始され、当初2016年に操業が開始される計画であったが、環境への悪影響等を理由として、地域住民による反対運動が発生し、土地収用が難航した。その後、政府は強制的な土地収用の権限を国営電力公社に付与し、ジョコ大統領は2015年8月に建設開始を宣言したが、結局、土地収用が完了したのは2016年4月であった。このように、土地収用の成否はPPPプロジェクトを計画通りに進めることができるかどうかを大きく左右するが、政府は土地収用手続きの改善に向けた取組みを年々強化している。

また、PPPプロジェクトの実施に当たっては複数の省庁（地方政府を含む）が関与するが、関係省庁間の連携が不十分であったこともプロジェクト遅延の要因となっていた。関係省庁間の利害調整はP3CUの役割の一つであるが、十分に機能していなかった。そのため、関係省庁間の調整を図る専門組織の必要性が認識され、優先インフラ案件加速化委員会（Komite Percepatan Penyediaan Infrastruktur Prioritas, KPPIP）¹⁸が2014年に設置された¹⁹。KPPIPは、経済担当調整大臣府、財務省、BAPPENAS、土地空間計画省（Agrarian and Spatial Planning Ministry）等の代表者から構成されており、優先プロジェクトの選定や

¹⁸ 英語名は Committee for Acceleration of Priority Infrastructure Delivery である。

¹⁹ KPPIPは白紙の状態から創設されたわけではなく、国家インフラ開発促進委員会（KKPPI）が改組される形で設置された。

推進を担う。KPIIP は 2015 年に 22 プロジェクトを選定し、2019 年までの優先プロジェクトは計 30 件となった。KPIIP の設置により関係省庁間の連携が強化されることで、今後 PPP プロジェクトの進捗が促されることが期待されている。

IV インフラ整備資金の調達において重要性が高まる債券市場

1. 債券による資金調達の重要性

民間部門からの資金調達に関して、現在インフラ整備資金のほとんどが銀行借入により賄われている。金融セクターにおける銀行の存在感の大きさに鑑みると、今後もその構造はさほど変わらないと考えられる。一方で、銀行貸出だけで膨大なインフラ投資需要に対応していくことは難しいと見られる。中央銀行（BI）は銀行が預貸率を 92%以下に抑えることを求めており²⁰、預貸率は 2016 年 11 月末時点で 90.7%に達している。すなわち、預金が大幅に増加しない限り、貸出先のセクターを問わず、銀行が貸出を拡大できる余地は限られている。こうした状況から、インフラ企業は、国内銀行だけでなく外国銀行からの借入にも目を向けざるを得ない。しかし、国際的に業務を展開する銀行は、自己資本規制の強化を背景として、流動性が低いインフラ資産等に対する長期資金の提供に慎重な姿勢を示す傾向がある。

かかる背景の下、資本市場、特に現地通貨建て債券市場の重要性が高まっている。インドネシアにおける 2016 年 9 月末時点の社債発行残高は 220 億米ドルで、対 GDP 比率は 2.4%に留まる。他の ASEAN 諸国と比較すると、発行残高及び対 GDP 比率のいずれを見ても、インドネシアの社債市場の発展は相対的に遅れている（図表 9）。主な要因として、①これまで銀行が企業の資金調達ニーズに十分対応してきたこと、②国内の機関投資家が育成されていないこと、が挙げられる。社債は、発行残高が少ない上に流動性も低いため、海外投資家の投資対象とはなりにくく、海外投資家の保有比率が 39%²¹と高い国債とは異なり、そのほとんどが国内で消化されている。

社債発行残高の上位 30 社を見ると、11 社が国営企業となっている（図表 10）。セクター別では、銀行をはじめとする金融セクターが中心である。インフラセクターの発行体は、国営電力公社や有料道路運営会社ジャサ・マルガを含む数社に留まるが、見方を変えれば、今後社債による資金調達が拡大していく余地が大きいと言える。

一般的に、インフラ企業による債券での資金調達においては、発行体の信用力に依拠する通常の社債以外に、プロジェクト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が利用されることがある。しかし、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あり、債券市場が未成熟なインドネシアにおいてはまだ発行事例が限られてい

²⁰ 一定の条件を満たす銀行は貸出規制が緩和されており、預金と債券による資金調達額に対する貸出額の比率（loan-to-funding ratio）の上限が 94%に設定されている。

²¹ Asian Bonds Online による 2016 年 9 月末時点の数値。

図表 9 現地通貨建て社債市場の規模の比較

国	社債発行残高 (億米ドル)	対GDP比率 (%)
マレーシア	1,297	44.5
シンガポール	970	32.7
タイ	802	19.8
インドネシア	220	2.4
フィリピン	170	6.0
ベトナム	18	0.9
日本(参考)	7,826	15.8

(注) 2016年9月末時点の数値。

(出所) Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

図表 10 インドネシアにおける社債発行残高上位 30 社

	発行体	発行残高 (億米ドル)	国営	上場	セクター
1	インドネシア輸出入銀行	22.3	○	×	銀行
2	インドサット	11.1	×	○	通信
3	バンク・タブンガン・ネガラ	9.9	○	○	銀行
4	国営電力会社	9.0	○	×	エネルギー
5	バンク・ラヤット・インドネシア	8.7	○	○	銀行
6	アディラ・ディナミカ・マルチ・ファイナンス	8.5	×	○	その他金融
7	テレコムニカシ・インドネシア	6.9	○	○	通信
8	フェデラル・インターナショナル・ファイナンス	6.8	×	×	その他金融
9	バンク・メイバンク・インドネシア	6.8	×	○	銀行
10	アストラ・セダヤ・ファイナンス	6.6	×	×	その他金融
11	バンク・パンインドネシア	5.8	×	○	銀行
12	ペルム・ペガダイアン	5.4	○	×	その他金融
13	サラナ・マルチグリヤ・ファイナンシャル	5.4	○	×	その他金融
14	CIMBニアガ銀行	5.3	×	○	銀行
15	バンク・ペルマータ	5.0	×	○	銀行
16	ワスキタ・カリヤ	4.3	○	○	建設
17	バンクOCBC NISP	3.7	×	○	銀行
18	メドコ・エナジー・インターナショナル	3.6	×	○	エネルギー
19	トヨタ・アストラ・ファイナンシャル・サービス	3.5	×	×	その他金融
20	ジャサ・マルガ	3.5	○	○	運輸
21	インドフード・サクセス・マクムール	3.1	×	○	食品・飲料
22	アグン・ポドモロ・ランド	2.8	×	○	不動産
23	バンク・マンディリ	2.7	○	○	銀行
24	ブミ・スルボン・ダマイ	2.5	×	○	不動産
25	スルヤ・アルタ・ヌサンタラ・ファイナンス	2.4	×	×	その他金融
26	インドモービル・ファイナンス・インドネシア	2.4	×	×	その他金融
27	アネカ・タンバン	2.3	○	○	鉱業
28	ワハナ・オットミトラ・マルチアルタ	2.2	×	○	その他金融
29	マンディリ・ツナス・ファイナンス	2.2	×	×	その他金融
30	スマレコン・アグン	1.9	×	○	不動産

(注) 1. 2016年9月末時点の数値。

2. 政府系金融機関が発行する債券も社債に含まれる。

(出所) Asia Bond Monitor (November 2016) より野村資本市場研究所作成

る²²。信用保証・投資ファシリティ（CGIF）は、ASEAN+3（日中韓）域内におけるプロジェクトボンドの発行を促進するため、インフラプロジェクトの完工リスクを保証する「建設期間保証」²³という画期的なスキームを 2016 年 7 月に導入した。本稿執筆時点では、建設期間保証が供与された債券発行の実績はないが、今後、同保証スキームが利用され、インドネシアを含む ASEAN 諸国におけるプロジェクトボンド発行の拡大につながる事が期待されよう。

2. スクーク（イスラム債）の活用

債券市場からの資金調達に関して、政府はインフラプロジェクトとの親和性が高いスクークの発行を有効な手段と捉えている。スクークの場合、コンベンショナルな投資家だけでなく、イスラム投資家も対象となるため、資金調達源の多様化につながると考えられている。

イスラム金融では金利の授受が禁止されており、その代わりに取引や原資産から発生する利益や手数料が投資家に配分される。スクークは、資産またはプロジェクトに対する持分を裏付けとして発行され、当該資産やプロジェクトから発生する収益が一定期間配当としてスクーク保有者に支払われる。

政府は、国内外のイスラム投資家による投資を促進するため、2012 年にインフラ整備向けソブリン・スクーク（イスラム国債）の発行準備を開始し、2013 年以降毎年発行している。発行額は、2013 年に 8,000 億ルピアであったが、2016 年には当初計画ベースで 13.7 兆ルピアまで増加した（図表 11）。調達資金は、主に鉄道・道路の整備や教育・宗教関連施設の建設・運営に充てられている。

ソブリン・スクークの発行額が増加する中、政府は投資家の関心を更に高めるため、税

図表 11 インドネシアのインフラ整備向けソブリン・スクークの発行実績

発行年	発行額	対象インフラプロジェクト
2013年	8,000億ルピア	・チレボーンクローヤ間鉄道の複線化
2014年	1.5兆ルピア	・チレボーンクローヤ間鉄道の複線化 ・マンガライージャティネガラ間鉄道の複線化 ・メッカ巡礼者向け寮の建設
2015年	7.1兆ルピア	・ジャカルタ都市圏、中部ジャワ州、スマトラ島における鉄道の整備 ・一部の州における道路、橋の建設 ・高等教育、宗教関連インフラの整備
2016年	13.7兆ルピア (当初計画ベース)	・ジャカルタ都市圏、中部ジャワ州、スマトラ島における鉄道の整備 ・一部の州における道路、橋の建設 ・高等教育、宗教関連インフラの整備

(出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

²² 事例として、2010 年にスター・エナジー・ジオサーマルが地熱発電事業向けに発行（2013 年にリファイナンス）した 3.5 億米ドルのプロジェクトボンドが挙げられる。

²³ 詳細は、北野陽平「官民パートナーシップの推進や民間資金の活用によりインフラ整備を促進するフィリピン」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号参照。

制優遇措置の導入を検討している。現在、ソブリン・スクークからの所得に対して、国内投資家は 15%、海外投資家は 20%の税率が適用されており²⁴、政府は投資家を呼び込むために高いクーポン（利率）を提示する必要がある。こうした状況を踏まえ、財務省及び金融サービス庁（OJK）は 2017 年前半に下院へ提出される予定の所得税法改正案において、国債（ソブリン・スクークを含む、以下同じ）からの利子所得に対する源泉徴収税を非課税にすることを提案する方針である²⁵。仮に、同案が可決された場合、投資家の要求リターンが低下し、政府の資金調達コストが削減されるため、インフラ整備向けソブリン・スクークの発行が促進される可能性がある。

他方で、インドネシアにおけるコーポレート・スクーク（イスラム社債）市場は未成熟であり、2016 年 5 月末時点で発行残高が 9.4 兆ルピアと、社債発行残高全体の 3.7%に留まる。主な要因として、スクークはストラクチャリング費用等が上乘せされるため、コンベンショナルな社債と比較して、発行体の負担が大きい点が指摘されている。そのため、市場関係者からは、国債と同様に税制優遇措置の導入を求める声がある。OJK は、企業によるスクーク発行を促進するため、財務省に対して適切な税制優遇措置の導入を働き掛けているが²⁶、本稿執筆時点ではコーポレート・スクークからの所得を非課税とする方針や計画は明らかにされていない。

また OJK は、民間企業にとっての呼び水となるよう、インフラ整備に携わる国営企業に対してスクーク発行を働き掛けており、既に一部の国営企業の間では動きが見られる。例えば、SMI は中東のイスラム投資家を呼び込むことを目的として²⁷、2016 年 12 月にイスラム金融方式での投融資を専門とするシャリーア²⁸事業部門を社内に設置し、2017 年上期に業務を開始する計画を発表した。今後、同部門はインフラ整備向けスクークや私募のシャリーア適格商品等を開発する方針である。

さらに、政府はインフラ整備の促進に向けてイスラム金融の活用を強化するため、トルコ、サウジアラビア政府及びイスラム開発銀行（IDB）と協力し、イスラム・インフラ投資銀行（IIIB）の創設を計画している²⁹。IIIB は 2017 年に設立される計画であり、インドネシアは 3 億米ドル以上の資金を拠出する方針である。また政府は、IIIB の本部がジャカルタに設置されるよう、創設メンバーに対して働き掛けている。IIIB は、インフラ整備向けスクークに投資する機関投資家及びインフラ整備向け資金をスクークで調達する発行体として、インドネシアにおけるスクーク市場の発展と国内外の民間イスラム投資家の投資を促進することが期待されている。

²⁴ 財務省は 2016 年 6 月、外貨建て国債からの利子所得を同年 1 月に遡って非課税にする税制優遇措置を導入したが、2016 年度予算に基づく一時的な措置であり、恒久的な減税ではない。

²⁵ “Income Tax on Indonesia’s Government Bonds to Be Removed?,” *Indonesia Investments*, 18 May, 2016.

²⁶ “Incentives needed to make sukuk more attractive: OJK,” *The Jakarta Post*, 4 March, 2016.

²⁷ “SMI to create sharia unit to attract Middle Eastern investors,” *The Jakarta Post*, 11 October, 2016.

²⁸ イスラム法を意味する。

²⁹ 詳細は、ラクマン ベディ グンタ「イスラム・インフラ投資銀行の設立を巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号（ウェブサイト版）参照。

V 税制の見直しでテコ入れが図られる不動産投資信託市場

政府は、不動産及びインフラセクターを更に活性化させるため、不動産投資信託（REIT）³⁰市場の発展に向けた取組みも積極的に進めている。インドネシアでは 2007 年に REIT 法が制定されたが、現在インドネシア証券取引所（IDX）に上場している REIT は 1 本に留まる。他にも、インドネシア企業により組成された REIT が 2 本あるが、シンガポール取引所（SGX）に上場している（図表 12）。

REIT 市場が停滞している主な要因として、他国と比較して税率が高い点が指摘されている。元々、インドネシアでは REIT に対する税制面での配慮が欠けており、REIT レベルと投資家レベルの両方で課税される二重課税の問題があった。そうした中、財務省は 2015 年 11 月、二重課税を解消するために REIT レベルの税制を見直した。具体的には、不動産の管理を目的として設立された特別目的会社（SPC）に対する REIT の出資比率が 99.9%以上であることを条件として、SPC を REIT の一部と見なすこととし、REIT が SPC から受け取る配当を非課税にした。

また、政府は 2016 年 3 月に発表した第 11 次経済対策において、更なる税制改正を発表した。不動産が所有者から REIT（厳密には SPC）に移転される際、所有者に対する所得税の税率を 5%から 0.5%へ、REIT に対する不動産取得税の税率を 5%から 1%へと引き下げる方針を打ち出した。所得税率の引き下げは 10 月 17 日に承認されたが、不動産取得税の税率引き下げについては地方政府による承認待ちとなっている。地方政府にとって不動産取得税は主要な収入源の一つであるため、地方政府は税率の引き下げに難色を示す可能性がある」と指摘されている³¹。

仮に、不動産取得税の税率が 1%に引き下げられた場合、REIT への不動産の移転に伴う税率は合計で 1.5%となり、シンガポールの同 3%を下回る水準となる。こうした状況を踏まえ、インドネシアの財閥系企業リッポー・グループは、SGX に上場させている 2 本の REIT を今後 IDX に移すことを検討している³²。また、同グループで不動産開発を手

図表 12 インドネシア企業により組成された REIT

上場年月	上場市場	REIT名	スポンサー／運用会社	主な組入不動産	時価総額
2006年12月	SGX	First REIT	リッポー・カラワチ	病院、ヘルスケア施設	6.9億米ドル
2007年11月	SGX	Lippo Malls Indonesia Retail Trust	リッポー・カラワチ	ショッピングモール、その他小売店舗用不動産	7.6億米ドル
2013年8月	IDX	Dire Ciptadana Properti Ritel Indonesia	チブタダナ・アセット・マネジメント	ショッピングモール	0.3億米ドル

（注）時価総額は 2017 年 1 月 31 日時点。同日付の為替レートで米ドル建てに換算している。

（出所）IDX、SGX、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

³⁰ 正確には Collective Investment Contract-Real Estate Investment Fund（インドネシア語で KIK-DIRE という略称）という形態であるが、便宜上、本稿では REIT と表記している。

³¹ “Lippo eyes real estate investment fund listing in Indonesia,” *The Business Times*, 26 September, 2016.

³² “Indonesia’s Lippo to shift REITs from Singapore to Indonesia-CEO,” *Reuters*, 28 October, 2016.

掛けるリップー・カラワチは、DIRE Bowsprit Commercial and Infrastructure という新たな REIT を IDX に上場させる方針を打ち出しており、規模は最低でも 2.2 兆ルピアとなる見込みである³³。

VI 租税特赦制度によるインフラセクターへの影響

1. 租税特赦制度の概要

政府は 2016 年 7 月、租税特赦（タックス・アムネ스티）制度を導入した。同制度の下では、国内外にある未申告資産が期限までに申告された場合、通常よりも低い税率³⁴が適用される。対象となる資産は 2015 年末までの未申告資産で、申告期間は 2016 年 7 月 1 日から 2017 年 3 月末である。適用税率は、対象資産と申告時期により異なる。国内資産または海外資産で国内に資金が還流される場合、申告時期が 2016 年 7～9 月であれば 2%、同 10～12 月であれば 3%、2017 年 1～3 月であれば 5%となる。海外資産で国内に資金が還流されない場合、申告時期が 2016 年 7～9 月であれば 4%、同 10～12 月であれば 6%、2017 年 1～3 月であれば 10%となる³⁵。

政府が租税特赦制度を導入した主な目的は、税収の拡大及び納税者数の増加である。税収の拡大について、近年のコモディティ価格の低下や経済成長の減速を背景として、予算通りの歳入が得られにくい状況となっている。こうした中、政府は同制度を通じて少しでも多くの税収を確保し、インフラ向け支出に充てる方針である。2017 年 3 月末までに、資産申告額 4,000 兆ルピア（うち海外から国内への資金還流額 1,000 兆ルピア）、税収 165 兆ルピアという目標を掲げている。納税者数の増加については、インドネシアの全人口 2.5 億人のうち納税義務がある国民は約 1.1 億人と推定されるが、納税者として登録されている人口は 2015 年末時点で約 2,400 万人に留まった。政府は、納税者数をまずは 3,000 万人まで増加させたいと考えている³⁶。

なお、海外資産の申告者は、国内に還流した資金を、国債、国営企業が発行する債券、OJK により認可された社債、指定銀行が提供する金融商品、政府が関与するインフラプロジェクト等へ投資することができるが、国内で最低 3 年間保管する必要がある。

2. 租税特赦制度のこれまでの実績

2017 年 1 月 31 日までの実績として、政府は 104 兆ルピアの税収を確保し、目標額の 63%に達した。申告された総資産は 4,339 兆ルピア相当額で、内訳は国内資産が 3,184 兆

³³ 前掲脚注 31 参照。

³⁴ 通常、法人に対する所得税の税率が 25%、個人に対する所得税の税率が最大 30%である。

³⁵ 収入が 48 億ルピア以下の小規模納税者は優遇税率が適用され、申告する資産総額が 100 億ルピア未満の場合は 0.5%、100 億ルピア以上の場合は 2%である。

³⁶ “Skeptics say tax amnesty now in dire need of ‘miracle’,” *The Jakarta Post*, 8 September, 2016.

ルピア、海外資産で国内に還流されていない資産が 1,014 兆ルピア、申告された海外資産のうち国内に還流される資金が 141 兆ルピアである。資産申告額は 2016 年 12 月時点で既に目標額を達成したが、海外から還流される資金については目標額（3 月末までに 1,000 兆ルピア）を大幅に下回っている。海外で保有されている株式や投資信託等が申告された後に国内に還流される場合、当初は現金化される必要があったが、資金還流を促進するための対策の一環として、資産をそのまま国内へ移管することが認められるようになった³⁷。

BI は当初、2016 年末までに海外から還流される資金が 180 兆ルピアに留まると政府よりも保守的に見込んだが、銀行セクターにおける流動性の向上により、銀行貸出額が 2017 年に前年比 12.7%増加すると予想した³⁸。実際に、海外から還流された資金のほとんどは銀行に流れていると言われている。しかし、海外から還流された資金・資産は、6 か月毎に国内の別の資産に移すことが認められていることから、今後は資本市場へ流入する可能性もある。

租税特赦制度の導入によるインフラセクターへの影響として、政府の税収増に伴うインフラ向け支出の拡大や銀行セクターの流動性向上に伴うインフラ企業向け貸出の増加が考えられる。一般的にインフラ投資は他のアセットクラスへの投資よりも長期であり、かつリスク・リターンの評価が難しいため、海外からの還流資金がインフラプロジェクトに直接投資される可能性は低いと見られる。しかし、例えば、インフラ資産を投資対象とする投資信託等、新たな投資商品の導入が検討されれば、資本市場を通じてインフラセクターに資金が流れる可能性もあり、今後の動向が注目されよう。

VII 結びにかえて

これまでインドネシアでは、インフラ整備資金は主に政府予算、ODA、国際開発金融機関の支援等により賄われてきた。国際開発金融機関の支援に関して、今後政府はアジアインフラ投資銀行（AIIB）から積極的に資金調達を行う方針であり、既に AIIB から 2.2 億米ドルを調達することが決定されている³⁹。また、前述の通り、AIIB が設立されることにより、インドネシアは恩恵を享受できると期待されている。しかし、インドネシアは多数ある受益国のうちの 1 か国にすぎないことから、国際開発金融機関からの支援だけに依存して膨大なインフラ投資需要に中長期的に対応していくことは難しいと考えられる。

こうした中、政府が強く認識している通り、民間資金の更なる動員が不可欠である。政府は、民間部門によるインフラプロジェクトへの参加を促進するため、これまで様々な取り組みを進めてきた。特に、①財務省主導による包括的な金融支援の枠組みの導入、②プロジェクト遅延の主因であった土地収用の実行性を高めるための制度整備、③関係省庁間の連携強化を図る専門組織の設置、等により民間部門の投資環境は着実に改善している。

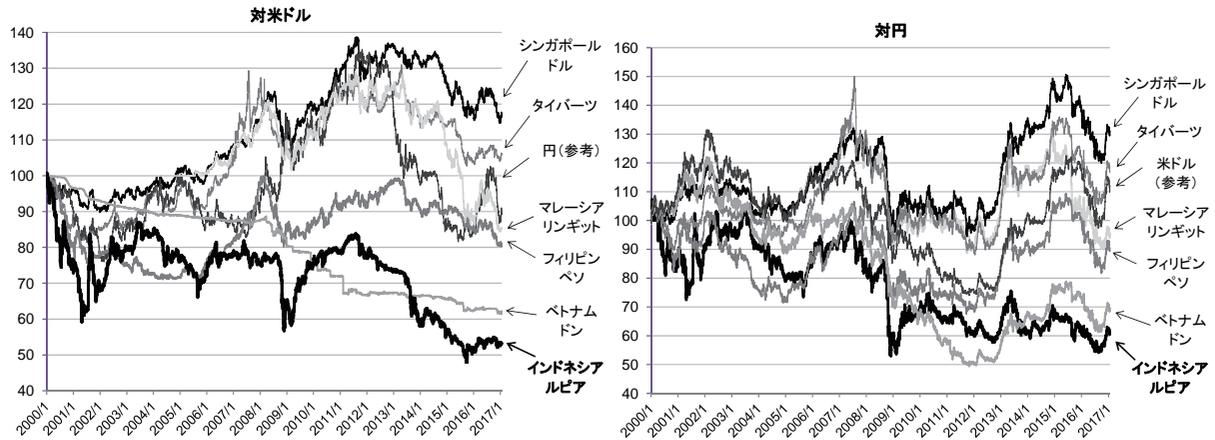
しかし、留意すべき点も残されている。第一に、海外から投資家（スポンサーとなる事

³⁷ IDX へのヒアリングに基づく。

³⁸ “Repatriated assets to reach Rp180t in 2016: BI,” *The Jakarta Post*, 8 September, 2016.

³⁹ “AIIB Approves \$216m Loan for Indonesia’s National Slum Upgrading Project,” *JakartaGlobe*, 25 June, 2016.

図表 13 ASEAN 諸国通貨の為替レートの推移



(注) 2000年1月1日を100とした場合の指数を示している。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

業会社を含む) を呼び込む上での為替リスクへの対応である。一般的に、電力以外のインフラプロジェクトでは収入がルピア建てである。そのため、インフラ企業はルピア建てでの資金調達ニーズが強く、投資家が為替リスクを負う形となることも多い。特に、ルピアは他の ASEAN 諸国の通貨と比較してもボラティリティが高いため(図表 13)、海外投資家は投資を検討するに当たり、為替変動リスクに対して慎重にならざるを得ない。しかし、IIGF やその他政府系機関は、ポリティカルリスクに該当しない為替変動リスクを保証対象としていない。また、ルピアの為替取引は規制されており、為替変動リスクのヘッジ取引が制限されている。こうした状況に鑑みると、海外投資家の参加を促進するために、例えば、一定の条件下における政府・政府系機関による為替変動リスクの一部保証やヘッジ取引に係る規制緩和といった対応策が検討に値すると考えられる。

第二に、インフラ整備を推進する上で現在資本市場がほとんど活用されていないことである。インドネシアは長期的な課題として、資本市場、特に債券市場に厚みを持たせるため、国内機関投資家の育成に取り組んでいくことが求められる。また、インフラ関連の投資商品の拡充も重要である。前述の通り、今後期待される投資商品の一つとしてプロジェクトボンド(インフラ整備向けスクークを含む)が挙げられる。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あるため、個人投資家には簡単に受け入れられない。しかし、例えば、政府・政府系機関によるリスクの一部保証や税制優遇措置の導入等により、個人投資家が購入しやすいように商品設計を行うことが可能と考えられる。

最後に、現政権が発足して2年以上が経過し、インフラ整備の加速に向けて様々な取組みが進められてきた。十分な成果につながったとは言い難いものの、少なくとも民間部門による投資を促進するための土台はある程度構築された。任期満了の2019年までに成果を積み上げていくことができるか、正念場を迎えるのはまさにこれからであろう。