資本市場の発展に貢献するASEANの政府系ファンド

北野　陽平、大川　隼人

▌要　約▐

1. ASEANでは近年、政府系ファンド（ソブリン・ウェルス・ファンド、以下SWF）が資本市場の発展に貢献する取り組みを強化しており、特にプライベート市場への投資とサステナビリティ（持続可能性）の推進に重点を置いているように見える。
2. シンガポールのテマセクは、大学と連携してディープテック分野のスタートアップの資金調達を支援するとともに、傘下の資産運用会社を通じてスタートアップに投資している。また、テマセクは、脱炭素投資に特化した子会社や戦略的パートナーを通じて、全ての成長段階の企業を対象にサステナビリティ投資を行う体制を構築している。
3. マレーシアのカザナ・ナショナルは、スタートアップの資金調達を支援するため、新興運用会社促進プログラム（EMP）等の様々なプログラムを運営している。また、カザナ・ナショナルは、持続可能な責任投資（SRI）スクークの発行において重要な役割を担ってきた。
4. インドネシア投資庁は、プライベート・デットの分野で、日本政策投資銀行を含む海外金融機関との提携を強化している。また、2025年2月に設立されたダナンタラ・インドネシアは、非上場株式やサステナビリティ分野を含む資本市場に投資すると見られている。
5. ASEANのSWFは、自身が資本市場への投資を行うのみならず、日本を含む海外投資家を誘致するという点でも重要な役割を担っている。今後、同域内のSWFが、資本市場の発展への貢献を高め、長期的に持続可能な経済成長を促進することができるか注目したい。

野村資本市場研究所　関連論文等

・富永健司「アジアのソブリン・ウェルス・ファンドの投資戦略の変化と影響」『野村資本市場クォータリー』2017年夏号。
・北野陽平「資産運用業の発展に貢献するアジアのアセットオーナー－シンガポールのGICとマレーシア従業員積立基金の事例」『野村資本市場クォータリー』2023年秋号。

Ⅰ ASEANの資本市場の発展に貢献する政府系ファンド

ASEANでは近年、政府系ファンド（ソブリン・ウェルス・ファンド、以下SWF）が各国資本市場の発展に貢献する取り組みを強化している。SWFとは、一般的に、各国政府が保有する資産を管理・運用することを目的として設立された投資ファンドを指す。ASEANでは、1970年代にシンガポールで域内初となるSWFが誕生し、その後、1990年代にマレーシア、2000年代にベトナム、そして近年になってインドネシアとフィリピンでSWFが設立された（図表1）。

図表1　ASEANの主なSWF

設立年	機関／ファンド名	国	設立時の主な原資
1974年	テマセク	シンガポール	政府系企業の株式
1981年	GIC	シンガポール	外貨準備
1993年	カザナ・ナショナル	マレーシア	政府系企業の株式
2005年	国家資本投資公社	ベトナム	政府系企業の株式
2021年	インドネシア投資庁	インドネシア	政府出資金及び政府系企業の株式
2023年	マハルリカ・インベストメント・ファンド	フィリピン	政府及び政府系金融機関等からの出資金
2025年	ダナンタラ・インドネシア	インドネシア	政府出資金及び政府系企業の株式

（出所）各SWFウェブサイト及びアニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

ASEANにおいて、資本市場の発展に貢献している、または今後貢献を高めていくと考えられる主なSWFとして、シンガポールのテマセク、マレーシアのカザナ・ナショナル（以下、カザナ）、インドネシアのインドネシア投資庁（Indonesia Investment Authority、INA）とダナンタラ・インドネシア（以下、ダナンタラ）が挙げられる。本稿では、これらのSWFによる各国資本市場の発展に貢献する主な取り組みについて整理する。

Ⅱ シンガポール資本市場の発展に貢献するテマセク

１．テマセクの組織概要

テマセクは、シンガポールの政府系企業株式の管理・運用を目的として1974年に設立された。設立当初、財務省から、国内基幹産業35社の政府系企業株式がテマセクに移転された。その後、政府系企業の競争力強化を促進するという政府の戦略の一環として、テマセクは1980年代頃から、保有する政府系企業の株式売却を開始し、持株比率を低下させてきた。そうした企業の中には、シンガポール取引所（SGX）に上場したシンガポール航空やシンガポール・テレコミュニケーションズ等が含まれる。その後、テマセクは、2002年に公表した定款に基づいて、国益上重要な企業以外の株式売却を進めてきた。現在の使命は、長期的に持続可能な投資収益を獲得することである。

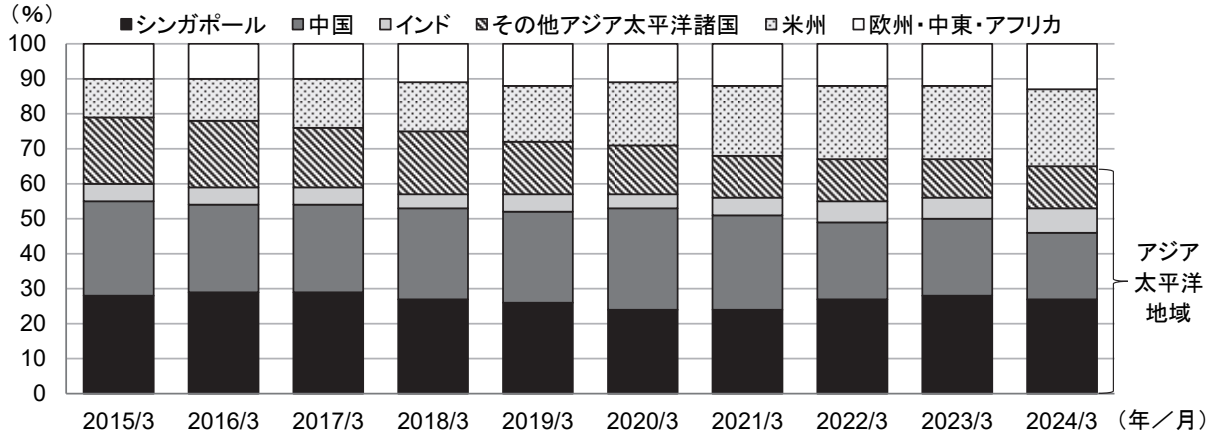
テマセクは、財務省により完全所有されているが、投資戦略・判断について政府の指示を受けない。取締役会の議長を務めるのは閣僚経験のあるリム・ブーン・ヘン氏、最高経営責任者（CEO）を務めるのは長年の弁護士経験を有するディルハン・ピレイ・サンドラセガラ氏である。

テマセクの運用資産残高は中長期的に増加傾向にあり、2002 年 3 月末時点の約 770 億シンガポールドル[1]から 2024 年 3 月末には約 3,890 億シンガポールドルへと 5 倍超になった。テマセクは、国際分散投資を進める中で、米国や欧州等への投資を拡大させてきた。しかし、投資先資産の国・地域別内訳を見ると、依然として、シンガポールを含むアジア太平洋地域が高い割合を占めており、その割合は 2024 年 3 月末時点で 65%であった（図表 2）。

上述の通り、テマセクの使命は、政府系企業株式の管理・運用から、長期的に持続可能な投資収益の獲得へと転換した。しかし、テマセクは、プライベート市場やサステナビリティ（持続可能性）分野への投資を通じて、シンガポール資本市場の発展を支える一翼を担っている。これらの取り組みは、シンガポール金融管理局（MAS）が 2022 年に公表した 2025 年までの金融サービス産業変革マップ[2]で挙げられている戦略と整合的である。

以下では、シンガポール資本市場の発展に貢献するテマセクの取り組みについて、プライベート市場とサステナビリティ分野への投資に焦点を当てて整理する。

図表 2　テマセクの投資先資産の国・地域別内訳の推移



（出所）Temasek Review 2024 より野村資本市場研究所作成

1　2025 年 7 月 11 日時点の為替レートは 1 シンガポールドル＝115.1 円。

2　MAS, “Financial Services Industry Transformation Map 2025,” September 15, 2022.

２．シンガポール資本市場の発展に貢献するテマセクの取り組み

１）プライベート市場への投資

テマセクは、長期的に持続可能な投資収益の獲得に向けて、投資ポートフォリオの最適化を図るべく、非上場資産への投資を拡大させてきた。運用資産残高の内訳を見ると、非上場資産の割合が上昇しており、2013 年 3 月末時点の 27%から 2024 年 3 月末には 52%となった。非上場資産への投資形態の構成比（2024 年 3 月末）は、非上場資産への直接投資が 66%、グローバルなプライベート・エクイティ（PE）及びプライベート・クレジット（PC）ファームが運用するファンドへの投資が 20%、傘下の資産運用会社を通じた投資が 14%を占める。

非上場資産への直接投資に関して、投資先企業には、テマセクが設立当初から株式を保有・管理している政府系企業以外に、シンガポールのスタートアップも含まれている。テマセクは、スタートアップの資金調達を支援する取り組みの一環として、2023 年 9 月にシンガポール国立大学及び南洋理工大学との間で、ディープテック分野のスタートアップに計 7,500 万シンガポールドルを投資する旨の覚書に署名した。投資先の重点分野として、エネルギー転換、バイオテクノロジー、次世代コンピューティング技術が挙げられている。

傘下の資産運用会社を通じた投資に関して、テマセクの主な子会社には、ベンチャーキャピタル（VC）ファームのバーテックス・ホールディングス、PE ファームのパビリオン・キャピタル、資産運用会社 5 社から構成されるセビオラ・グループが含まれる（図表 3）。これらの資産運用会社は、シンガポールを本拠としてグローバルに投資を行っているものの、アジア主要国のスタートアップを主な投資対象としている。

図表 3　非上場資産に投資するテマセク傘下の主な資産運用会社

社名	概要
バーテックス・ホールディングス	・1988年に設立、2004年にテマセクにより買収されたVCファーム ・主にASEAN、インド、中国、イスラエル、米国のスタートアップに投資
パビリオン・キャピタル	・2011年に設立されたPEファーム ・主にアジアのテクノロジー企業や消費関連企業等に投資
セビオラ・ホールディングス	・2020年に設立された資産運用会社5社を傘下に置く持株会社
フラトン・ファンド・マネジメント	・2003年に設立されたマルチアセット運用会社 ・PEファンド、上場株式ファンド、債券ファンド等を運用
イノベン・キャピタル	・2008年に設立、2015年にテマセクにより買収されたPCファーム ・ASEAN、インド、中国のスタートアップに投資
シータウン・ホールディングス・インターナショナル	・2009年に設立されたオルタナティブ資産運用会社 ・PEファンド、PCファンド、マルチアセットファンド等を運用
アザレア・アセット・マネジメント	・2015年に設立されたPEファーム ・PEファンド・オブ・ファンズを運用するとともに、PEファンドのポートフォリオからのキャッシュフローを返済原資とする債券を発行
セビオラ・キャピタル	・2020年に設立されたVCファーム ・アジア太平洋地域におけるアーリーステージのアグリフード企業に投資

（出所）Temasek Review 2024、各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

以上のように、テマセクは、主に非上場資産への直接投資と傘下の資産運用会社を通じた投資により、シンガポールを含むアジア主要国のプライベート市場の発展に貢献している。

2）サステナビリティ分野への投資

（1）サステナビリティ投資の重点分野と投資体制

テマセクは、2030 年までの戦略計画や能力開発等の指針となるロードマップ「T2030 戦略」において、サステナビリティを 4 本柱の 1 つとして位置付けている[3]。この点に関して、テマセクは、サステナビリティを考慮した投資により、長期的に投資収益を向上させることができると考えている。

テマセクの投資ポートフォリオのうち、サステナビリティ投資残高は 2024 年 3 月末時点で 440 億シンガポールドルとなった。その内訳は、サステナビリティに焦点を当てた投資が 380 億シンガポールドル、クライメート・トランジション（気候移行）投資が 60 億シンガポールドルである。サステナビリティに焦点を当てた投資では、食品、水、廃棄物、エネルギー、素材、クリーン輸送、建造環境[4]が重点分野として挙げられている。

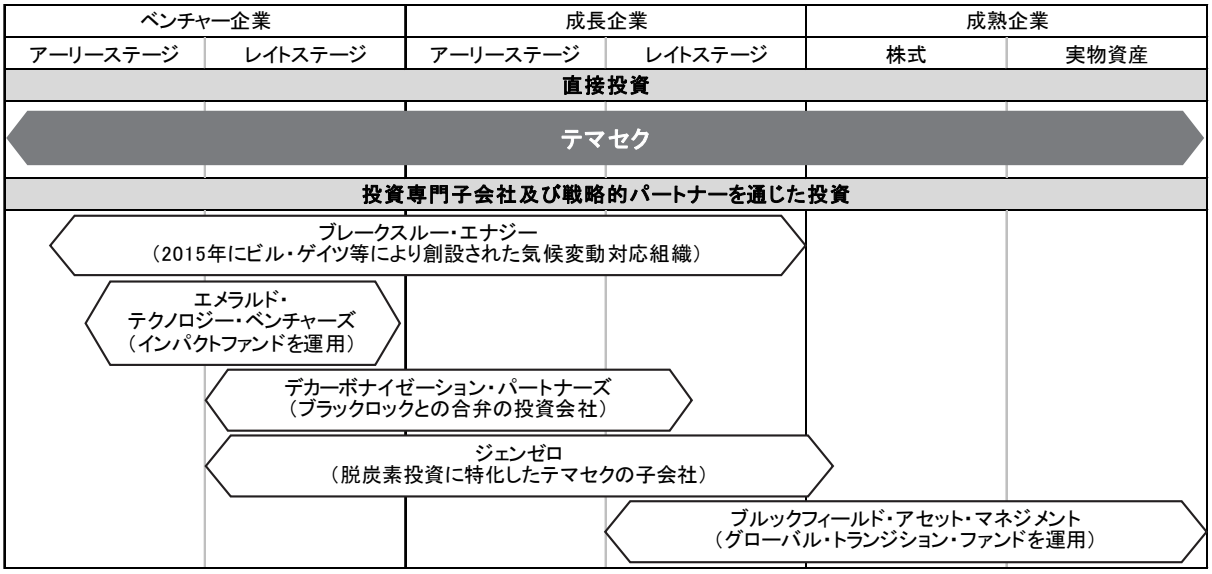
テマセクは、サステナビリティ投資を加速させるため、脱炭素投資に特化した子会社の設立やグローバルな資産運用会社等との提携・連携を推進してきた。前者に関して、テマセクは 2022 年 6 月、技術・自然ベースのソリューションやカーボン・エコシステムの発展に貢献する企業に重点的に投資するジェンゼロを設立した。後者に関して、テマセクは、米資産運用会社ブラックロックとの合弁でデカーボナイゼーション・パートナーズと呼ばれる投資会社を設立するとともに、米オルタナティブ資産運用会社ブルックフィールド・アセット・マネジメントのグローバル・トランジション・ファンド等に出資している。テマセクは、これらの投資専門子会社や戦略的パートナーを通じて、全ての成長段階の企業を対象にサステナビリティ投資を行うことができる体制を構築している（図表 4）。

---

[3] 他の 3 つの柱は、①強靭性及び先見性のあるポートフォリオ、②テクノロジーを駆使するための専門能力の強化、③組織及び人材の開発、である。

[4] 建造環境（built environment）とは、一般的に、人が日常的に生活する上で物理的に影響を受ける空間環境を指し、住宅、道路、公共空間等が含まれる。

図表 4　テマセクによる投資先企業の成長段階に応じたサステナビリティ投資の体制



（出所） Temasek, “Sustainability Report 2024”より野村資本市場研究所作成

（２）投資先企業のネットゼロ化

テマセクは、サステナビリティの取り組みが投資先企業の長期的な強靭性向上及び価値創造につながると考えている。その一環として、テマセクは、投資先企業の二酸化炭素（CO2）排出量（ネットベース）を 2030 年までに 2010 年比 5 割減の 1,100 万トン（CO2 換算）へと削減し、2050 年までに CO2 排出量を実質ゼロにする目標を掲げている。テマセクは、当該目標に向けて、以下の 3 戦略を採用している。

1 つ目は、低炭素経済に向けた投資である。テマセクは、主要産業におけるエネルギー転換及び脱炭素化に貢献するソリューションに投資している。その主な例として、水素技術の開発、エネルギー効率化ソリューション、排出量削減が困難な産業における代替的な生産プロセスが挙げられている。

2 つ目は、投資先企業に対するエンゲージメントの実施である。テマセクの投資先企業からの CO2 排出量は一部の企業に偏っている。2024 年 3 月末時点で、テマセクの投資残高の 10%を構成する 5 社が、CO2 排出量では全体の 80%を占めた。当該 5 社は、①シンガポール航空、②エネルギー及び都市開発企業のセムコープ・インダストリーズ、③農作物商社のオラム・グループ、④港湾運営大手の PSA インターナショナル、⑤通信・メディア企業への投資を行うシンガポール・テクノロジーズ・テレメディアである。テマセクは、これらの企業に対して、サステナビリティに関する方針や慣行の採用を促進するとともに、株主総会におけるサステナビリティ関連の議題で議決権を行使している。

3 つ目は、カーボン（炭素）市場を通じたソリューションである。テマセクは 2021 年、SGX、シンガポール最大手行の DBS 銀行、スタンダードチャータード銀行と共同で、国際的なカーボンクレジット取引所であるクライメート・インパクト X（CIX）

をシンガポールで設立した[5]。テマセクは、カーボンクレジットの活用により、投資先企業の脱炭素化を促進する方針である。

以上のように、テマセクは、投資先企業のネットゼロ化に向けた取り組みの一環として、投資先企業のサステナビリティ分野の慣行を改善させるとともに、シンガポールのカーボンクレジット市場の拡大に貢献している。

Ⅲ マレーシア資本市場の発展に貢献するカザナ

１．カザナの組織概要

カザナは、マレーシアのSWFとして1993年に設立され、1994年に活動を開始した。使命は、投資収益の獲得に加えて、国内の新興産業やビジネスの成長を積極的に支援し、マレーシアの国際競争力を高め、国と地域社会の繁栄に貢献することである。

カザナの株式は、主に財務省により保有されている[6]。取締役会の議長を務めるのはアンワル・イブラヒム首相兼財務相、社長（Managing Director）を務めるのは国内最大手行メイバンクのグループ最高財務責任者（CFO）等を歴任してきたアミルル・フェイサル・ワン・ザヒル氏である。

カザナの投資ポートフォリオの純資産総額は中長期的に増加傾向にあり、2004年末時点の約330億リンギット[7]から2024年末には1,036億リンギットへと3倍超になった。カザナは、国内の新興産業やビジネスを支援する一環として、スタートアップの資金調達を促進するとともに、スクーク（イスラム債）市場の発展に貢献している。これらの取り組みは、マレーシア証券委員会（SC）が2021年に公表した第3次資本市場マスタープラン（CMP3）[8]の柱として挙げられている、競争力のある成長の促進や、持続可能な責任投資（Sustainable and Responsible Investment、SRI）及びイスラム資本市場を通じたステークホルダー経済の形成等と整合的である。

以下では、マレーシア資本市場の発展に貢献するカザナの取り組みについて、スタートアップの資金調達支援とスクーク市場の発展への貢献に焦点を当てて整理する。

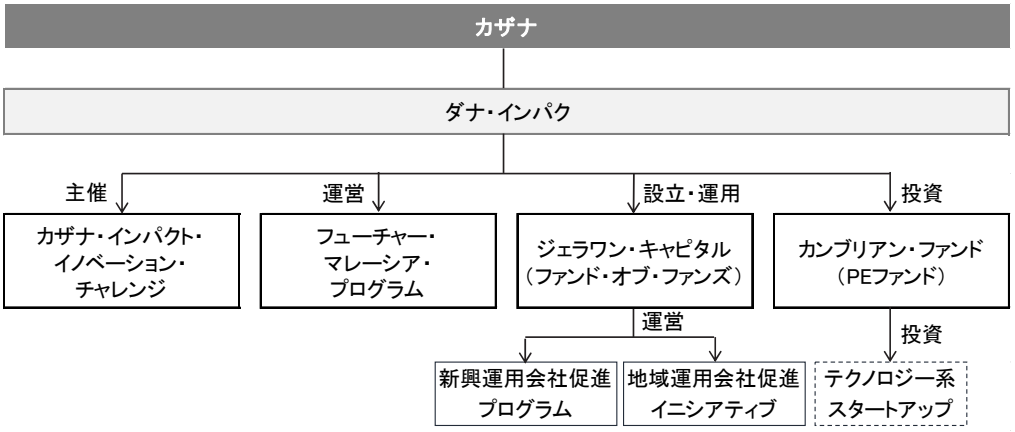
２．マレーシア資本市場の発展に貢献するカザナの取り組み

１）スタートアップの資金調達支援

カザナは、デジタル及びイノベーション主導の産業を推進し、マレーシアの経済成長を促進するため、スタートアップ及び中小企業の資金調達エコシステムの拡大を支

[5] CIXの詳細は、北野陽平「シンガポールで注目が高まるカーボンクレジット取引－国際的な取引所ACXとCIXの動向を中心に－」『野村サステナビリティクォータリー』2022年春号参照。
[6] カザナの発行済み株式のうち1株は、マレーシア連邦土地委員会により保有されている。
[7] 2025年7月11日時点の為替レートは1リンギット＝34.6円。
[8] Securities Commission Malaysia, “Capital Market Masterplan 3,” September 21, 2021.

図表 5　ダナ・インパクの下でのスタートアップ関連プログラム及びファンド



（出所）カザナプレスリリース等より野村資本市場研究所作成

援してきた。その一環として、カザナは 2021 年、マレーシア国民に社会的及び経済的なインパクト（影響）をもたらすことを目的として、「ダナ・インパク」と呼ばれる取り組みを開始した。カザナは、ダナ・インパクを通じて、5 年間で計 60 億リンギットを投資する計画である。ダナ・インパクの下では、様々なプログラムの運営やファンドの運用・投資がなされているが、初期段階では、国内スタートアップの資金調達エコシステムの発展に重点が置かれている（図表 5）。

（1）スタートアップ向けピッチイベントの主催

カザナは 2021 年以降、ダナ・インパクの下で、スタートアップ向けピッチイベントである「カザナ・インパクト・イノベーション・チャレンジ（KIIC）」を毎年主催している。KIIC では、国内の起業家やスタートアップを対象に、10 週間にわたるビジネス・コンペティションが行われ、革新的なビジネスモデルを持つスタートアップに対して最大 50 万リンギット（2023 年実績）の賞金が与えられるほか、カザナとパートナー企業等から出資を受ける機会が提供される。

（2）スタートアップのグローバル展開を支援するプログラムの運営

カザナは 2023 年 3 月、国内スタートアップ・エコシステムの拡大を支援すべく、ダナ・インパクの下で、「フューチャー・マレーシア・プログラム（FMP）」と呼ばれるプログラムを導入した。カザナは、FMP の下で、国内外の VC ファーム 3 社と提携し、スタートアップとのネットワークを強化しているほか、世界的なイノベーション・プラットフォームであるプラグ・アンド・プレイとの提携を通じて、起業家やスタートアップのグローバル展開を支援している[9]。

[9] カザナが提携した VC ファーム 3 社は、マレーシアのゴビ・パートナーズ、シンガポールのアントラー、米シリコンバレーの 500 グローバルである。プラグ・アンド・プレイは、2006 年にシリコンバレーで創業した VC ファーム兼スタートアップ支援事業者であり、2,000 社以上のスタートアップへの投資実績を有する。

（3）ファンド・オブ・ファンズの設立・運用

カザナは2024年7月、マレーシアにおけるVCエコシステムの強化に向けて、政府系VCファーム2社[10]を買収するとともに、ダナ・インパクの下で、ファンド・オブ・ファンズを設立することを発表した。当該ファンド・オブ・ファンズは、「ジェラワン・キャピタル」と呼ばれ、国内のVC・PEファンドへの投資を通じて、革新的かつ高成長のスタートアップに資金を提供するものであり、当初の投資コミットメント額は10億リンギットである。

カザナは2024年10月、ジェラワン・キャピタルの下での最初の取り組みとして、新興運用会社促進プログラム（Emerging Fund Manager Programme、EMP）と地域運用会社促進イニシアティブ（Regional Fund Managers' Initiative、RMI）を開始すると発表した。EMP及びRMIの下では、2025年に国内外のVCファームに計3億リンギットが投資される計画である。

EMPの下では、マレーシア国内で投資を行うVCファームの運用責任を負うジェネラル・パートナー（無限責任組合員）となるファンド運用会社を対象に、運用資金が提供されるとともに、ファンド運用、オペレーション、人材管理等に関する支援が行われる。運用のために提供される資金は2,000万～5,000万リンギット、またはファンド規模の30%のいずれか小さい金額である。EMPへの主な応募要件として、ファンド運用会社の株式の30%以上がマレーシア人に保有されていること、ファンド運用資産残高の20%以上がマレーシア企業に投資されること、ファンド規模が6,000万リンギット以上であること等が挙げられている（図表6）。EMPの下でのファンド運用会社の募集は、2026年まで行われる予定である。

RMIは、域内またはグローバルのVCファーム等との戦略的な提携を通じて、国内のスタートアップ・エコシステムを発展させるとともに、マレーシアのスタートアップを国際的な企業へと成長させることが目的とされている。RMIの下では、①既存の投資ポートフォリオにマレーシア企業を組み入れることに積極的である国際的なVCファーム、②マレーシアにおいて起業家の育成を行うことができる、または既に行っているアクセラレーター[11]等、が対象となっている。なお、RMIへの応募要件は明確化されておらず、関心のある国際的なVCファームやアクセラレーター等は、ジェラワン・キャピタルとの戦略的な提携について個別に提案する形となっている。

最近の動きとして、カザナは6月24日、EMP及びRMIの下で初となる計5社のVCファームを選定したことを発表した。内訳は、EMPが3社、RMIが2社である。

[10] 1社は、マレーシア政府により2001年に設立され、テクノロジー分野のスタートアップへの投資に重点を置くマレーシア・ベンチャーキャピタル・マネジメントである。もう1社は、マレーシア政府により2020年に設立され、国内スタートアップを投資対象としたVCファンドに投資するファンド・オブ・ファンズを運用するペンジャナ・キャピタルである。

[11] アクセラレーターとは、起業家やスタートアップの事業成長を支援する団体・組織を指す。

図表 6　EMP への主な応募要件

ファンド運用会社	・1～3本目となるファンドの資金調達を行うジェネラル・パートナーであること ・ファンド運用会社の株式の30%以上がマレーシア人に保有されていること ・運用担当者が5年以上の投資・起業経験を有すること
ファンド投資先	・ファンド運用資産残高の20%以上がマレーシア企業（マレーシア企業との合弁企業や過半数の株式がマレーシア人により保有される企業等を含む）に投資されること ・投資先企業の成長段階に関する条件なし（但しプレシードからシリーズAのアーリーステージ企業への投資を優先） ・投資先企業の業種に関する条件なし
ファンド規模	・最低6,000万リンギット ・ファンド規模の2%以上はジェネラル・パートナーにより拠出されること ・EMPへの応募前にファンド規模の20%以上が他のリミテッド・パートナー（有限責任組合員）からの資金調達により確保されていること
ファンド投資期間	・最長10年間（但し1年間の延長が2回まで可能）
ファンド投資収益	・ハードルレート（必要最低限の収益率）は5% ・キャリードインタレスト（投資収益の分配）は最大20%

（出所）Jelawang Capital, “Emerging Fund Managers’ Programme Information Pack - Request For Proposal”より野村資本市場研究所作成

（4）国内テクノロジー系スタートアップを投資対象とする PE ファンドへの投資

カザナは 2024 年 12 月、ダナ・インパクの下で、国内のテクノロジー系スタートアップを投資対象とする 1,000 万リンギット規模の PE ファンドにアンカー投資家として参加することを発表した。背景には、マレーシアがテクノロジー分野における国際的な地位向上を目標としていることがある。

カザナが投資するファンドは、「カンブリアン・ファンド」と呼ばれ、国内半導体検査装置メーカーのヴィトロックス・コーポレーションの創業者と、シンガポールの PE ファームであるサザン・キャピタルにより 2024 年 7 月に設立された。カンブリアン・ファンドは、第 4 次産業革命[12]に焦点を当てており、人工知能（AI）及び半導体技術の研究開発分野における中小企業やスタートアップを投資対象とする。

2）スクーク市場の発展への貢献

（1）サステナビリティ分野のスクーク発行

カザナは、マレーシア SC が推進するイスラム金融に関して、スクーク市場の発展に貢献しており、特にサステナビリティ分野のスクーク発行において重要な役割を担ってきた。具体的には、カザナは 2015 年 5 月、世界初となるリンギット建ての SRI スクークを発行した。発行額は 1 億リンギット、資金使途は公立学校における教育プログラムである。これは、マレーシア SC が 2014 年に公表した SRI スクーク・フレームワークに基づく計 10 億リンギットの発行プログラムの一環として発行された。

カザナによる SRI スクークの発行は、マレーシアの SRI スクーク市場を開拓する役割を果たしたと考えられる。国内 SRI スクーク市場は拡大傾向にあり、2024 年の発行額は 119 億リンギットとなった。

[12] 第 4 次産業革命とは、モノのインターネット（IoT）、ビッグデータ、AI の活用によりもたらされる技術革新を指す。

（２）資本市場のデジタル化に貢献するスクーク発行計画

カザナは、スクーク発行を通じて、マレーシア資本市場のデジタル化にも貢献しようとしている。具体的には、カザナは、マレーシア SC と連携して、ブロックチェーン上でデジタルトークン[13]に変換（トークン化）するスクークの発行を計画している。

カザナのこうした取り組みの背景には、マレーシア SC が資本市場におけるフィンテックやデジタルイノベーションを促進していることがある。マレーシア SC は 2014 年以降、SCxSC[14]というフィンテックのイベントを毎年開催しており、2024 年 10 月に開催した SCxSC フィンテック・サミット 2024 において、トークン化証券の発行を促進するためのレギュラトリー・サンドボックス[15]を導入すると発表した。マレーシア SC によると、カザナのトークン化スクークは 2025 年内に発行される見通しである[16]。

今後、カザナによるトークン化スクークの発行が実現した場合、国内スクーク市場の発展のみならず、国内資本市場のデジタル化の加速にもつながる可能性がある。

Ⅳ インドネシア資本市場の発展に貢献する INA とダナンタラ

１．国内企業への成長投資やサステナビリティ投資を行う INA

１）INA の組織概要

INA は、2020 年雇用創出法（Law No.11/2020）の実施規則（Government Regulation No.74/2020）に基づいて、2021 年にインドネシア政府により設立された。INA は、国内の企業及びプロジェクト等への成長資金の供給や外国資本の誘致等を通じて、国内経済の持続可能な成長を促進することを使命とし、大統領に対して直接報告する責任を負っている。

INA の予算承認や業績評価を行う監督委員会（Board of Supervisors）は、財務相（委員長）、国営企業相、投資・経営の専門家 3 人から構成されている。CEO を務めるのはリダ・ウィラクスマ氏で、同氏はプルマタ銀行の CEO、KKR インドネシアのヘッド、メイバンク・インドネシアの CEO を歴任してきた実業家である。

INA の資本金は、全額が政府からの出資金等であり、2024 年末時点で 75 兆ルピア[17]となっている。また、INA の運用資産残高は増加傾向にあり、2022 年末時点で 109.9 兆ルピアから 2025 年 7 月 11 日には 163.4 兆ルピアとなった。

---

[13] デジタルトークンとは、暗号化により安全性が確保されており、保有者が便益を受ける、または特定の機能を実行できる電子データユニットを指す。

[14] SCxSC は、Synergistic Collaboration by Securities Commission Malaysia の略。

[15] レギュラトリー・サンドボックスとは、革新的な金融商品・サービスの開発を促進するため、政府が関連法制の適用を一時的に停止し、企業が試行錯誤による実証実験を安全に行える環境を提供する制度を指す。

[16] “Malaysia’s securities regulator and Khazanah Nasional to launch tokenized bonds this year,” *Asia Asset Management*, March 26, 2025.

[17] 2025 年 7 月 11 日時点の為替レートは 1 ルピア＝0.0091 円。

INA は、国内の企業及びプロジェクトへの投資に当たり、国際開発金融機関、外国政府系機関、海外の戦略的投資家等との協力関係を構築している。INA は、他の投資家と共同で、2023 年末までに計 6 件の取引を通じて総額 29.6 兆ルピア（うち INA 分は 19.6 兆ルピア）の投資を実行した。

INA による国内の企業及びプロジェクト等に対する成長資金の供給は、インドネシア資本市場の発展に貢献していると考えられる。具体的には、①大型の新規株式公開（IPO）への参加、②プライベート市場への投資、③サステナビリティ分野への投資、である。これらの取り組みは、インドネシア金融サービス庁（OJK）が 2023 年に公表した 2027 年までの資本市場ロードマップ[18]の柱として挙げられている、資本市場の深化の加速や、サステナブルファイナンスのエコシステム発展等と整合的である。

以下では、インドネシア資本市場の発展に貢献する INA の取り組みについて、大型 IPO への参加、プライベート市場への投資、サステナビリティ分野への投資に焦点を当てて整理する。

２）インドネシア資本市場の発展に貢献する INA の取り組み

（１）大型 IPO への参加

INA は、インドネシア主要企業の国内株式市場からの成長資金の調達を支援すべく、大型 IPO に主要投資家として参加してきた。例えば、INA は、通信塔運営大手のミトラテルが 2021 年 11 月に実施した IPO において、アンカー投資家として参加し、シンガポールの GIC や、アラブ首長国連邦（UAE）の SWF であるアブダビ投資庁及びアブダビ成長基金（Abu Dhabi Growth Fund）を誘致し、共同投資を行った。INA 及び当該 3 機関の投資総額は 7.7 億米ドル（うち INA が 2.2 億米ドル）であり、IPO 金額 13 億米ドルの約 6 割を占めた。

また、INA は、地熱発電大手のプルタミナ・ジオサーマル・エナジーが 2023 年 2 月に実施した IPO において、主要投資家として参加した。その際、INA は、UAE の再生可能エネルギー企業であるマスダールを共同投資家として迎えた。INA 及びマスダールの投資総額は 4.8 億米ドル（うち INA が 1.2 億米ドル、マスダールが 3.6 億米ドル）であり、IPO 金額 5.96 億米ドルの 8 割を占めた。

今後も、INA が、インドネシア企業の IPO に主要投資家として参加するとともに、海外投資家を呼び込むことができれば、国内株式市場のさらなる発展に貢献する可能性がある。

（２）プライベート市場への投資

INA は、インドネシアの経済成長の促進及び将来世代のための富の構築に向けた取り組みの一環として、プライベート市場への投資を強化している。具体的には、INA

[18] OJK, “Indonesia Capital Market Roadmap 2023-2027,” January 31, 2023.

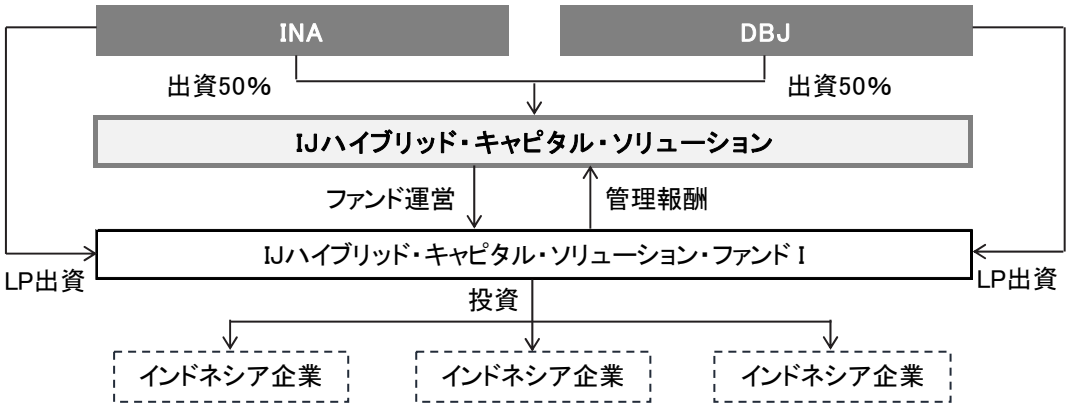
は、国内の企業及びプロジェクト向けのプライベート・デット[19]の分野で、海外金融機関と提携している。

例えば、INA は 2023 年 11 月、日本政策投資銀行（DBJ）との間で、プライベート・デット分野における協力覚書に署名した。その後、両機関は 2025 年 2 月、インドネシアの中堅・大企業を主な投資対象とするプライベート・デット・ファンドを設立した。同ファンドは、IJ ハイブリッド・キャピタル・ソリューション・ファンド I と呼ばれ、デットとエクイティ両方の特徴を取り入れたハイブリッドな資金[20]（以下、ハイブリッド・キャピタル）の提供を通じて、多様化かつ複雑化するインドネシア企業の資金ニーズに柔軟に応えることでインドネシアのさらなる発展に貢献することを目的としている（図表 7）。

また、INA は、グローバルな資産運用会社とも提携しており、具体的には、ドイツのアリアンツ・グローバル・インベスターズ、英国の DB インベストメント・パートナーズ、米国のアレス・マネジメントとの間で、ハイブリッド・キャピタル等による共同投資に係る協力関係を構築している（図表 8）。

今後、INA がハイブリッド・キャピタル等による投資を推進する中で、海外金融機関との提携も強化していくことで、インドネシア企業の資金調達手段の選択肢が広がり、その結果、国内プライベート市場の拡大につながり得ると考えられる。

図表 7　INA と DBJ が共同で設立したプライベート・デット・ファンドのスキーム図



（注）　LP 出資は、リミテッド・パートナー（LP）としてファンドへの出資を行い、出資額を限度として責任を負う。

（出所）DBJ「Indonesia Investment Authority との共同運営ファンドの設立について」より野村資本市場研究所作成

[19] プライベート・デットとは、一般的に、ファンド等の銀行以外の主体が、投資家から集めた資金を相対的に信用力の低い企業に貸し出すことを指す。

[20] 例えば、劣後ローン／劣後債や優先株等が含まれる。

図表 8　INA のプライベート投資における海外金融機関との提携

提携先	提携内容
DBJ	・2023年11月、プライベート・デット分野における協力覚書に署名 ・2025年2月、インドネシアの中堅・大企業を主な投資対象とするプライベート・デット・ファンドを共同で設立
アリアンツ・グローバル・インベスターズ	・2024年9月、ハイブリッド・キャピタルによる共同投資に係る協力覚書に署名 ・インドネシアにおけるインフラ及びエネルギー転換プロジェクトに焦点 ・年間最大2億米ドルの共同投資を行う計画
DBインベストメント・パートナーズ	・2024年10月、インドネシアにおけるハイブリッド・キャピタルによる共同投資に係る投資枠組み協定を締結 ・5年間で計10億米ドル以上の共同投資を行う計画
アレス・マネジメント	・2025年3月、インドネシアにおけるハイブリッド・キャピタルや証券化等による共同投資に係る投資枠組み協定を締結

（出所）INA プレスリリースより野村資本市場研究所作成

（３）サステナビリティ分野への投資

INA は、国内におけるサステナビリティ分野にも積極的に投資している。その背景には、インドネシア政府が、気候変動問題に関する国際的な枠組みであるパリ協定の下で、国が定める貢献（NDC）に基づく 2030 年までの温室効果ガス排出削減目標や、2060 年までの温室効果ガス排出量実質ゼロ（ネットゼロ）目標を掲げていることがある。

INA は 2023 年 8 月、気候変動分野の投資・助言を行う英国のポリネーションとの間で、インドネシアにおける自然を基盤とした解決策（Nature-based Solutions、NbS）への投資に係る協力覚書に署名した。NbS とは、自然生態系を保全・再生しながら社会課題への対応を進める取り組みを指す。インドネシアは、NbS の潜在的な市場規模で、ブラジルと並んで世界最大のシェアを占めると推計されている[21]。

INA とポリネーションは、同覚書に基づいて、カーボンクレジットを創出し得る NbS への投資機会の特定や NbS プロジェクトの開発に共同で取り組んでいる。インドネシア証券取引所（IDX）が 2023 年 9 月にカーボンクレジット市場の IDX カーボン[22]を開設したこともあり、インドネシアでは近年、カーボンクレジットの認知度が高まりつつある。

今後、INA のこうした取り組みが、カーボンクレジット市場の拡大を促進することで、中長期的にインドネシアの温室効果ガス削減に貢献することが期待される。

[21] McKinsey & Company, “Indonesia’s green powerhouse promise: Ten bolds moves,” April 22, 2024.
[22] IDX カーボンの詳細は、北野陽平「ネットゼロに向けてカーボンクレジット取引の促進を図る ASEAN 主要国」『野村サステナビリティクォータリー』2024 年冬号参照。

２．政府系企業の経営改革と国内産業投資を推進するダナンタラ

１）ダナンタラの組織概要

ダナンタラは、インドネシアで 2 つ目の SWF ファンドとして 2025 年 2 月に設立された。2 つの使命があり、1 つ目は政府系企業の株式を保有し、経営改革等を推進すること、2 つ目は長期的な経済成長を支えるための国内産業投資を推進することである。ダナンタラは、シンガポールのテマセクを参考に設立されたとされる[23]。テマセクは、前述の通り、政府系企業の株式を保有・管理しつつも、国際的な投資家として世界的に高いプレゼンスを有している。

ダナンタラが保有・管理する 840 社以上の政府系企業の総資産は、2025 年 4 月末時点で 9,820 億米ドルである[24]。但し、国内産業投資の原資は、政府からの出資金と政府系企業株式の配当金の合計 200 億米ドルである[25]。この点に関して、パンドゥ・シャフリル最高投資責任者（CIO）によると、政府系企業の経営改革により収益性を向上させることで、政府系企業からの配当金を年間 80 億米ドルまで増加させ、投資原資を 5 年間で 400 億米ドル規模にすることが目標とされている[26]。他方、ダナンタラが保有・管理する政府系企業の中には、業績が悪く、多額の負債を抱えている企業も含まれており、ダナンタラはそうした企業を立て直すことが困難な場合、企業再生のノウハウを持つ戦略的投資家との提携や清算・売却も視野に入れている。

インドネシア政府が従前保有・管理していた政府系企業の株式をダナンタラが保有・管理するようになったことで、ダナンタラが政府系企業からの配当収入を得る一方、同政府の歳入はその分減少する。そのため、ダナンタラは、同政府よりも効果的に資金を運用・活用することが求められる。そこで、プラボウォ・スビアント大統領は、ダナンタラが高いパフォーマンスを発揮できるようにするため、著名な投資家や政治家をアドバイザリーボードのメンバーに起用している。その中には、ブリッジウォーター創業者のレイ・ダリオ氏、経済学者のジェフリー・サックス氏、タイ元首相のタクシン・チナワット氏が含まれている[27]。

ダナンタラと INA の相違点としては、投資目的が挙げられている。パンドゥ CIO によると、INA は高い投資収益が見込まれるプロジェクトへの投資に焦点を当てている一方、ダナンタラは資本コストを上回る安定的な投資収益の獲得や雇用創出を目的としており、両機関の活動は重複しないとされている[28]。

---

[23] “Indonesia parliament to vote on new Temasek-like investment arm,” *Reuters*, February 4, 2025.

[24] “Prabowo Sees Danantara Amassing $1 Trillion in Assets,” *Jakarta Globe*, April 28, 2025; “Danantara asset value can reach US$1 trln: Prabowo,” *ANTARA*, April 28, 2025.

[25] “Prabowo to fund $20 billion Danantara with budget cuts, SOE dividends,” *The Jakarta Post*, February 17, 2025.

[26] “Indonesia’s Danantara targets $8bn in dividends from state-owned companies,” *Nikkei Asia*, March 26, 2025.

[27] “Danantara announces complete management structure,” *ANTARA*, March 24, 2025.

[28] “Danantara has different investment objectives from INA, CIO says,” *The Jakarta Post*, March 4, 2025.

2）インドネシア資本市場の発展への貢献の可能性

2025年5月現在、ダナンタラの具体的な投資計画は公表されていないが、パンドゥCIOによると、向こう1年間の投資対象として、①エネルギー分野等の川上産業、②同川下産業、③製造業、④食料安全保障、⑤デジタルインフラ、⑥水・廃棄物インフラ、⑦エネルギー安全保障、⑧不動産、⑨AI及び半導体の9分野に重点が置かれている[29]。このうち、水・廃棄物インフラとエネルギー安全保障の 2 つのサステナビリティ分野に関連して、UAE政府は、ダナンタラに100億米ドルを投資し、10ギガワット規模の再生可能エネルギー発電所の共同開発プロジェクトを実施する計画である、と報じられている[30]。

ダナンタラは今後、以下の2点で、国内資本市場の発展に貢献する可能性があると考えられる。1 点目は、国内資本市場への流動性の供給である。ダナンタラの投資対象として国内の上場株式と債券が挙げられているが、非上場株式も検討されており、これらの市場の安定化につながると期待されている[31]。

2 点目は、ダナンタラが保有・管理する政府系企業株式の売却及び国内証券取引所への上場である。エリック・トヒル国営企業相は、上場している政府系企業が多いほどインドネシア株式市場にとって望ましいと考えており、政府系企業に対してIPOを実施するよう促している、と報じられている[32]。今後、実際にダナンタラが保有・管理する政府系企業を国内証券取引所に上場させていく場合、上場株式市場の発展につながり得ると考えられる。

V おわりに

ここまで見てきた通り、ASEANのSWFは近年、資本市場の発展に貢献する取り組みを強化しており、特にプライベート市場への投資とサステナビリティの推進に重点を置いているように見える。

プライベート市場への投資に関して、ASEAN 各国では総じてスタートアップの資金調達需要が旺盛であるものの、十分な資金調達が行われていない。ASEAN におけるスタートアップによる株式での資金調達額は 2021 年から 2024 年にかけて 3 年連続で減少し、2024年の資金調達額は2021年比で約5分の1となった[33]。この要因として、世界的なマクロ経済環境の不透明感を背景に、PE・VC ファームが ASEAN 域内のスタートアップへの投資に慎重な姿勢を示していることが挙げられている。こうした中、ASEANのSWFは、自身がスタートアップに投資するのみならず、国内外の機関投資家との連携を強化し、ス

[29] “Danantara to prioritize investment in 9 key sectors, boost Ri’s economic edge: CIO,” *Indonesia Business Post*, April 25, 2025.
[30] “UAE commits USD10 billion investment to Danantara SWF: DEN,” *ANTARA*, February 20, 2025.
[31] “Danantara’s entry into capital market raises long-term risks,” *The Jakarta Post*, April 25, 2025.
[32] “Minister Wants More State-Owned Companies to Go Public,” *Jakarta Globe*, January 16, 2025.
[33] “Southeast Asia’s startup funding drops for 3rd consecutive year in 2024,” *Nikkei Asia*, January 22, 2025.

タートアップへの投資を促進している。

サステナビリティ分野への投資に関して、ASEAN 各国では、長期的にネットゼロの目標が掲げられており、温室効果ガス削減に取り組む企業が増加する中、グリーン／サステナブルファイナンスの重要性が高まっている。米国がパリ協定から再離脱することに伴い、ASEAN 各国が米国を含む先進国の政府や投資家等から資金面での支援・協力を得られにくくなる可能性が想定される中、ASEANのSWFがサステナビリティ分野での貢献を高めていくことが期待される。

最後に、日本からASEANへの投資促進という点でも、ASEANのSWFが重要な役割を担い得る可能性に触れたい。前述の通り、DBJ は INA と共同でプライベート・デット・ファンドを設立したが、それ以外にも、日本の投資家が ASEAN の SWF と連携する事例が見られる。例えば、産業革新投資機構は、ASEAN 等におけるデジタル分野で有望なスタートアップと日系企業との提携機会を追求するため、2023年4月にテマセク傘下のバーテックス・ベンチャーズが運用するファンドに 3,000 万米ドルの LP 投資を行うことを発表した[34]。また、農林中央金庫は、日本とアジア太平洋地域における食農関連企業の連携促進等を目的として、2024年2月にテマセク傘下のセビオラ・キャピタルが運用する、食農分野のスタートアップを投資対象としたファンドへの出資契約を締結した[35]。

今後、ASEANのSWFが、プライベート市場やサステナビリティ分野を含む資本市場の発展への貢献を高めるとともに、日本からの投資誘致においても重要な役割を担うことで、長期的に持続可能な経済成長を促進することができるか注目したい。

[34] 株式会社産業革新投資機構「Vertex Ventures (SG) SEA V LPへのLP投資について」2023年4月21日。なお、産業革新投資機構は、2018年9月に発足した、経済産業省が所管する官民ファンドであり、オープンイノベーションを通じた産業競争力の強化と民間投資の拡大という政策目的の実現に寄与することを目的とし、ファンドへの投資及びファンドの組成等を通じたリスクマネーの供給を行う。

[35] 農林中央金庫「食農ファンド『Seviora T3F Feeder Fund LP』への出資契約締結ならびにSeviora Holdingsとの戦略的パートナーシップの締結について」2024年2月9日。