

# Emerging Markets Newsletter

～No.2. 2007/8/7～

## 韓国におけるインフラ事業投資

産業コンサルティング部

中西昭文

### (1) はじめに

1997年7月2日、折しも香港が中国へ歴史的な返還がなされた翌日、タイを発端にアジア通貨危機<sup>1</sup>が起こった。以来丸10年が経過し、危機に直面した国の多くは以前の安定的な経済成長のトレンドに回復している<sup>2</sup>。

隣国韓国においても、危機による影響で金融不安が生じ、同年末には国家財政がデフォルトになる寸前まで陥った。しかし、厳しい構造調整を強いられながらも IMF による支援で、'98年には-6.7%まで落ちた実質 GDP 成長率が翌年には10.9%まで急上昇し、以来直近の6年間(2000～05年)は平均4.6%で推移するようになった<sup>3</sup>。

堅調な経済を支えているのが、安定した物

価<sup>4</sup>や低い失業率<sup>5</sup>である。結果、近年のウォン高<sup>6</sup>や株式市場での盛況<sup>7</sup>にも見られるように、危機後の閉塞感はあまり感じられない。その背景として、政府が IMF のコンディショナリティを受け入れ、前向きに財政・金融改革を行ってきたことが評価<sup>8</sup>できる。政府主導による経済政策の一例として、国家の経済活動の根底となる社会的資本(以下、インフラ)整備に、民間部門の積極的な参加を促す投資環境の整備が挙げられる。

本稿では、韓国におけるインフラ整備の環境と、民間部門によるインフラ投資ビジネスを概観する。

1 タイの中央銀行が自国通貨バーツをそれまでの固定相場制(ドルペッグ制)から変動相場制へ移行する政策を発表したことを受け、急激にバーツが売られてしまった。他のアジア諸国の通貨もつられて下落したことで、域内諸国は経済的な打撃を追った。これに関する研究論文の多くは、以前から徴候があったと言及しているが、一般的にはこの日を境に危機が発生したと言われている。

2 東アジア新興経済国(中国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム及びその他の小規模経済国と、香港、韓国、シンガポール、台湾の4新興工業国)の2006年の経済成長率は8.1%である。(世銀"East Asia & Pacific Update"2007年4月)

3 IMF の IFS (国際金融統計) 2006 及び世銀の WDI (世界開発報告) 2007 の統計より筆者計算。

4 中央銀行である韓国銀行はインフレターゲットを、CPI (消費者物価指数) 上昇率で  $3.0 \pm 0.5\%$  と設定しているが、現在は前年同月比が  $2.5\%$  以下で推移している。

5 2000年以降は  $3.5\%$  前後で安定している。

6 '06年1月に1ドル=1,000ウォンを突破し、本年7月23日現在1ドル=915.70までウォン高が続いている。円に対しても強くなり、100円=754.19である。(Bloomberg データ)

7 KRX (韓国証券取引所) で代表的な KOSPI (総合株価指数) は通貨危機後の'98年6月に280ポイントまで低下したが、世界的な株価上昇の連鎖もあり本年7月23日時点で1,993ポイントと史上最高値を更新中。

8 IMF は2003年に独自で事後評価を韓国のほかにインドネシア及びブラジルを対象で行っている。("The IMF and Recent Capital Account Crises")

## (2) 韓国の PPI<sup>9</sup>

一般的に、インフラ整備は経済の基盤となる重要なサービスであるため、建設・敷設コストだけでなくその後の運営や維持費用も高い。それ故、公共部門が担う事業の場合が多いが、財政負担を減らす目的で民間部門への参画を促す PPP<sup>10</sup>や日本で馴染み深い PFI<sup>11</sup>などの施行が先進国で'90年代から活発化している。

韓国における PPI とは、公共部門と民間部門が協力・連携して公共サービス及びインフラ整備を行う概念で、1994年<sup>12</sup>に導入された。当初は都市部における渋滞緩和を解消するための交通整備などが主目的だったが、当時の法律で定められていた公共と民間のリスク分担が不明確だったことや民間部門の運営権が限定的だったなどの理由で、全インフラ事業に占める民間投資は'95~'97年で1.2%<sup>13</sup>に過ぎなかった。

通貨危機後は深刻な財政負担の軽減をも目的として PPI 法が'99年に大幅に改正<sup>14</sup>され、新たに導入された政府による保証（以下、MRG<sup>15</sup>）が付くことで民間部門の参画がしや

すい環境となった。その後 2005 年の改正を経て、民間投資比率は同年 14.4%まで上昇した。これは'02年以降の民間によるファンドを通じたインフラ事業投資による寄与が大きい。

韓国の PPI で導入される事業計画には 2 種類の分類<sup>16</sup>（図表 1）があり、インフラ関連事業のほとんど<sup>17</sup>が次のいずれかのスキームで策定される。第 1 は BTO<sup>18</sup>で、道路・鉄道・港湾・エネルギー関連施設などの「経済的インフラ」に該当するプロジェクトに採用される。第 2 は BTL<sup>19</sup>であり、この対象は教育施設や病院などの「社会的インフラ」のプロジェクトである。2006 年の統計<sup>20</sup>では PPI のプロジェクトは全体で 260 件（総額 59 兆ウォン）あり、うち BTO が 154 件（53 兆ウォン）、BTL が 106 件（6 兆ウォン）である。

韓国政府の税収は 2004 年時で 4.3 兆ウォン<sup>21</sup>不足しているため、今後も財政支出を抑えた経済政策を行うことになる。PPI を利用したインフラ整備を促進したいが、一方で MRG による長期的な財政負担が増える懸念がある。独立行政機構である KDI<sup>22</sup>は関係省庁や実施

<sup>9</sup> Private Participation in Infrastructure; 国によって定義や具体的な法的枠組みが異なる。

<sup>10</sup> Public Private Partnership

<sup>11</sup> Private Finance Initiative; 日本では'99年に定められた PFI 法以降に民間部門が参画するようになった。（内閣府 PFI 推進室）

<sup>12</sup> The Act on Promotion of Private Capital into Social Overhead Capital Investment, Aug.1994

<sup>13</sup> “PPI System in Korea” May 2006, PIMAC (PPI Investment Management Center)

<sup>14</sup> The Act on PPI, Jan.1999; この他に The PPI Act Enforcement Decrees に定まる法規制及びガイドラインに基づいて韓国 PPI は策定される。

<sup>15</sup> Minimum Revenue Guarantee; 運営開始後の実際の収益がプロジェクト契約時に記載された運営収益を満たさない場合、一定の割合を政府が保証するという内容。

<sup>16</sup> “Korean PPI System”2006, Ministry of Planning and Budget(企画予算処; 国務総理室の下部組織)

<sup>17</sup> 他に BOO (Build-Own-Operate; 建設-所有-運営) の案件もあるが、極めて例外である。

<sup>18</sup> BTO (Build-Transfer-Operate; 建設-譲渡-運営) は、民間事業者が自ら資金調達を行って建設した後、その所有権を公共に移転するが、運営は引き続き行える。

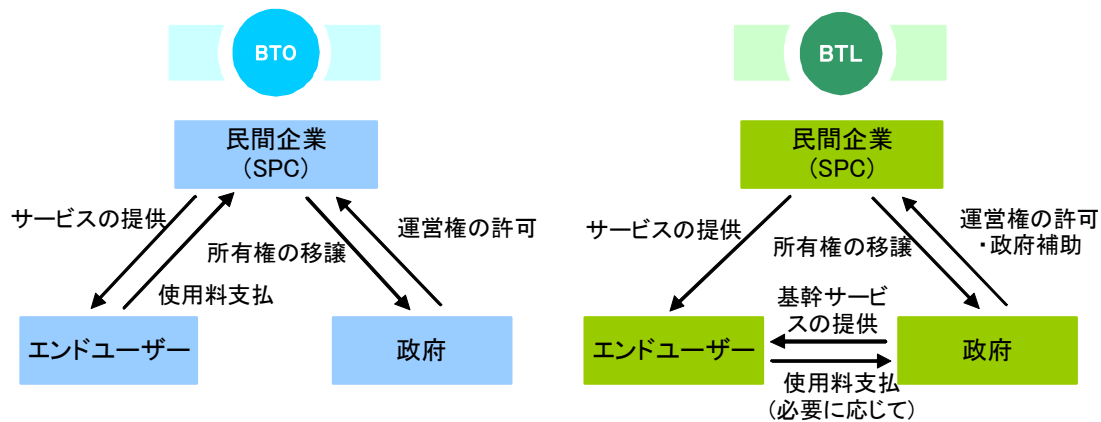
<sup>19</sup> BTL (Build-Transfer-Lease; 建設-譲渡-リース) は、民間事業者が自ら資金調達を行い、施設を建設後その所有権を公共に移転するが、使用権は保有しリース代を得て資金を回収する。

<sup>20</sup> PIMAC 前掲

<sup>21</sup> IMF の IFS 前掲

<sup>22</sup> Korean Development Institute; 1971 年創設の経済・社会開発に特化した政府系シンクタンク。（KDI Handbook 2006）

図表 1 : BTO と BTL の比較



(出所) Korean PPI System 2006、企画予算処

機関の代わりに PPI の促進を行っているが、各案件の実行可能性分析や評価をも請け負っている。実際のニーズに見合っているか、国民の社会的厚生に適っているかなどの観点を踏まえ、各々のプロジェクトの費用便益比率 B/C (Cost-Benefit Ratio) や内部収益率 IRR (Internal Rate of Return) などが審査の対象となる。

### (3) インフラファンド

上述の PPI を利用したインフラ事業に投資するファンドを韓国で率先して導入し、運営しているのがマッコリー韓国インフラファンド<sup>23</sup> (以下、MKIF) である。MKIF は豪州マッコリー銀行<sup>24</sup>傘下の資産運用会社が運

用するインフラファンドの一つで、2002 年 12 月に新韓銀行<sup>25</sup>との合弁で設立された。豪州をはじめ北米、欧州でのインフラ投資の経験や知識が豊富なマッコリーは、韓国政府の PPI 法改正に助言したとも言われている。

MKIF は高速道路を含む有料道路など 15 の資産<sup>26</sup>を保有し、現在の資産価値は 1 兆 7415 億ウォン<sup>27</sup>である。全てが BTO プロジェクトに該当し、PPI 法の他に投資信託・ファンドなどに適用される IIAMBA 法<sup>28</sup>の枠組みで経営されている。(図表 2) 韓国でのイン

<sup>23</sup> Macquarie Shinhan Infrastructure Asset Management Company Limited (MSIAM)が運営。MSIAM は Macquarie グループの Macquarie Investment Management UK Limited と韓国の新韓金融グループの Shinhan Bank and Shinhan Capital との合弁会社。

<sup>24</sup> Macquarie Bank はインフラファンドの運営及びインフラ投資サービスを 2006 年末で 25 カ国(米国、英国、カナダ、豪州、ドイツ、韓国、日本を含む)に展開している。インフラ事業に特化して

いる 19 のファンドのうち 11 がロンドン、オーストラリア、シンガポールなどの証券取引所に上場している。残りの未上場のファンドを含め、マッコリーはグループ全体で 120 以上のインフラ関連事業に投資し運用している。

<sup>25</sup>新韓金融持株会社は国内預金高 2 位の金融グループで、傘下には済州特別自治道を地盤とする地方銀行の済州銀行、証券会社(グッドモーニング新韓証券)、クレジットカード会社、投資顧問などの子会社を有する韓国で最も成長している金融機関の一つ。

<sup>26</sup> うち 9 つが現在稼働し、残りは建設中。

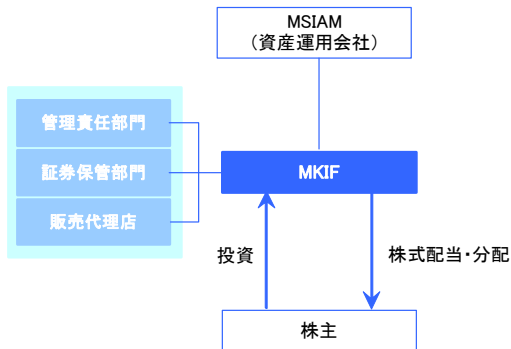
<sup>27</sup> Asset Management Report, 2007Q1

<sup>28</sup> Indirect Investment Asset Management Business Act

本稿は、執筆者が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、本文中の見解は執筆者個人のものであり、当社の見解と必ずしも一致するものではありません。本稿の内容につきましては、読者各位のご判断に基づき、ご活用いただけますようお願いいたします。なお、本稿の内容に関する一切の権利につきましては当社に帰属し、本資料の全部または一部を当社の承諾なしに公表または第三者に伝達することはできませんので、ご了承下さい。

フラ事業投資にのみ特化したことと、新韓銀行と組むことによって政府・関連省庁との関係や地元企業とのネットワークを活かした優位性が MKIF の強みである。

図表 2 : MKIF 組織図概要



(出所) Company Profile、MKIF

現在、MKIF は有料道路の他にソウル市内を走る地下鉄を保有しているが、今後も道路・地下鉄や港湾を中心とした経済的インフラに資産を特化していくようである。

MKIF は、昨年、ロンドン証券取引所<sup>29</sup>と韓国証券取引所<sup>30</sup>に上場され、今年に入り株価は最大で 15% 上昇している。株主の多くは機関投資家で、企業年金・個人年金の運用会社や保険会社が主な投資家である。韓国国内では長期的な運用資産としてのインフラファンドの認知度も上がり、個人投資家も増える傾向にある。

MKIF の独占場となっていたインフラ投資だが、昨年から 3 社が新たに参入した。新規参入したファンドのいずれも規模は MKIF に劣っているが、韓国のメガバンクの競争がインフラ市場においても今後活発化することが

<sup>29</sup> LSEcode: MKIF

<sup>30</sup> KRXcode: 088980

予想される。当初 15% を推移していた IRR は前期参入による競争激化のため 10% 前後程度で推移している模様である。

図表 3 : 新規参入ファンド

母体企業名	ファンド名
国民銀行 <sup>31</sup>	Balhae Infrastructure Fund
韓国開発銀行 <sup>32</sup>	Korean Infrastructure Fund II
ハナ銀行 <sup>33</sup> と Darby Overseas Investment <sup>34</sup> との合弁	Korean Emerging Infrastructure Fund

#### (4) 長期的な展望

韓国政府は 2003 年に PPI の 10 カ年計画<sup>35</sup>を打ち出した。道路、鉄道、港湾などのインフラ整備に総額 152.8 兆ウォンを要する見通しだが、そのうちの 2～3 割を民間投資に期待している。

韓国 PPI 特有の政府保証 MRG がある限り民間部門のインフラ事業参画も促進されそうだが、新規参入で市場に競争原理が働く今後は、期待収益率が以前に比べると低くなる懸念もあるため民間部門の投資は慎重になる可能性がある。

また、少子高齢化が日本を上回るペースで進んでいる。2005 年の出生率は 1.08 人<sup>36</sup>と OECD 加盟国最低の水準であり、加速度的な高齢化が今後の財政に影響するものと思われる

<sup>31</sup> 国民銀行グループは昨年度資産価値及び時価総額で国内 1 位の金融機関。

<sup>32</sup> 1954 年創業の政策投資銀行。

<sup>33</sup> ウリ銀行に次いで資産価値は国内 3 位。

<sup>34</sup> 新興市場国の未公開株式や転換社債に特化した機関投資家向け幹事会社。

<sup>35</sup> The Ten-Year PPI Plan, 2003 PICKO

<sup>36</sup> 韓国統計庁；日本は同年 1.25 人で推移。(厚労省人口動態統計)

本稿は、執筆者が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、本文中の見解は執筆者個人のものであり、当社の見解と必ずしも一致するものではありません。本稿の内容につきましては、読者各位のご判断に基づき、ご活用いただきますようお願いいたします。なお、本稿の内容に関する一切の権利につきましては当社に帰属し、本資料の全部または一部を当社の承諾なしに公表または第三者に伝達することはできませんので、ご了承下さい。

る。さらに 1998 年に施行された韓国の公的年金制度は比較的歴史が浅く、現在の保険料及び給付水準では将来年金基金が枯渇する可能性がある。このように、将来見込まれる労働人口の減少や経済活動の低下は国家財政の悪化を招きかねず、韓国政府は足かせとなり得る MRG を見直す可能性があり、今後のインフラ事業の在り方にも波及しかねない。

一方で、投資家による長期的な資産運用の選択肢として、長期に亘って安定的かつリスクも想定しやすい特性があるインフラファンドは今後も市場の注目を集めることが予想される。