

第 3 章

包摂的かつ持続可能な資本市場
の構築を目指すフィリピン

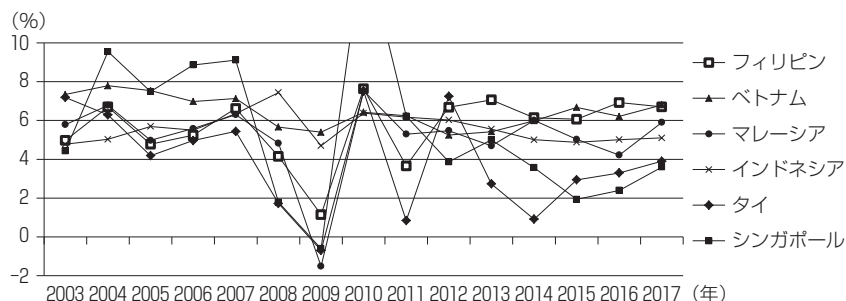
第1節

はじめに

フィリピンは、急速な経済発展を遂げる ASEAN 諸国の中でも特に成長率が高い国である。2010年以降の実質 GDP 成長率は年平均6.4%であり、主要6か国（インドネシア、シンガポール、タイ、フィリピン、ベトナム、マレーシア）の中で最も高い（図表3-1）。国際通貨基金（IMF）によると、2018～2023年も年平均7%近くの経済成長率が続く予想されている。フィリピンでは2014年に人口が1億人に達し、今後も人口が安定的に増加していく見通しであり、国際連合の中位推計によると、2050年には人口が1.5億人を超えると予測されている。また、中央年齢は24歳と若く、生産年齢人口の割合が高まることで経済成長が促進される人口ボーナス期が少なくとも2050年頃まで続くとは推定されている。

フィリピンにおける金融システムの中心は銀行セクターであるが、企業に対する成長資金の供給を促進し、経済成長の潜在力を顕在化させるためには、投資や資本市場の振興が最も有効であると考えられる。資本市場に参加する国民の割合は現時点ではまだ低いものの、投資家人口は着実に増加している。今後、所得水準の向上に伴って貯蓄の拡大が見込まれる中、貯蓄を投資に回すことが可能な国民が増加していくと期待される。そうした中、包摂的かつ持続可能な資本市場を構築することができるとかが重要となる。

図表3-1 ASEAN 主要6か国の実質 GDP 成長率の推移



(出所) 国際通貨基金より野村資本市場研究所作成

本稿では、フィリピンにおける資本市場のこれまでの発展を踏まえた上で、主な課題と取り組みについて整理し、今後の展望を考察する。

第2節

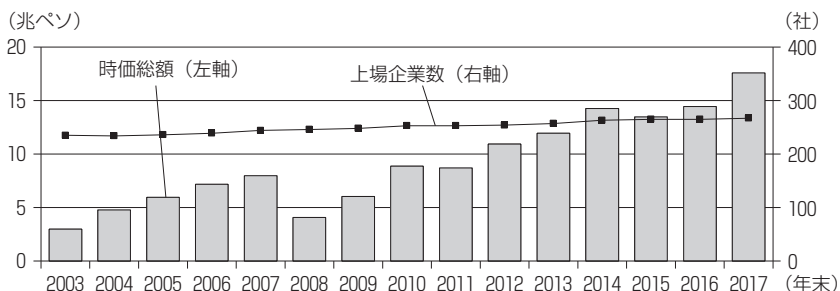
資本市場のこれまでの発展

I 株式市場

フィリピン証券取引所（Philippine Stock Exchange、PSE）の時価総額は、2003年末の3兆ペソから2017年末には17.6兆ペソへと約6倍に拡大した（図表3-2）。上場企業数については、同期間に235社から267社へと緩やかに増加した。時価総額の対GDP比率は2003年末の65%から2017年末には111%へと上昇し、株式市場の規模は経済成長率を上回るペースで拡大してきた。

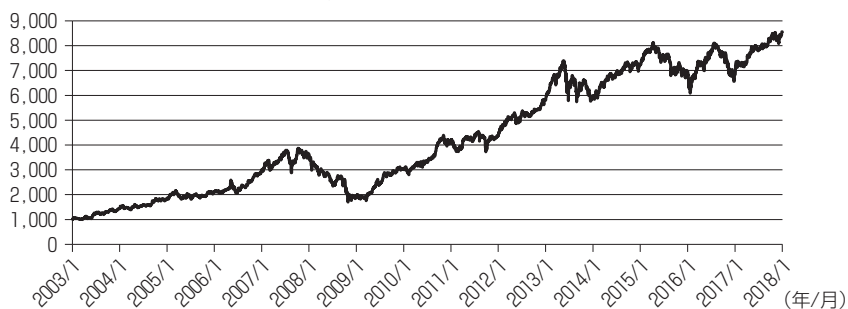
上場企業数の増加に比して時価総額が大幅に拡大してきた主要因として、高い経済成長を背景に株価が堅調に推移してきたことが挙げられる。PSEの代表的な株価指数であるフィリピン総合指数は、2003年始時点で約1,000ポイントであったが、2017年末には8,500ポイント超まで上昇した（図表3-3）。また、上場企業による公募増資も時価総額の増加に寄与しており、近年は公募増資を通じて年平均1,500億ペソ超の資金調達が行われている。

図表3-2 フィリピンの株式市場における時価総額と上場企業数の推移



（出所）フィリピン証券取引所より野村資本市場研究所作成

図表 3－3 フィリピン総合指数の推移



(注) 日次データに基づく。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

Ⅱ 債券市場

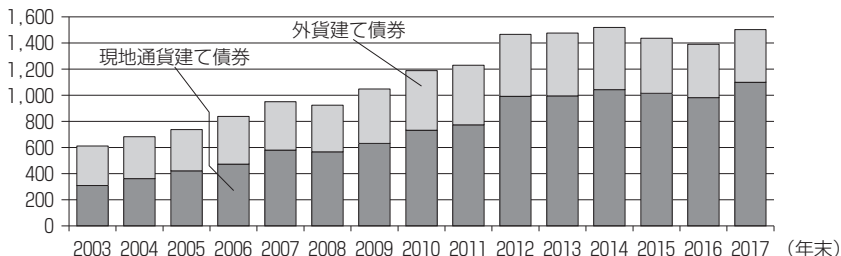
フィリピンにおける債券発行残高は、アジア開発銀行（ADB）が管理運営する Asian Bonds Online によると、2003年末の611億米ドルから2017年末には1,502億米ドルへと2倍超に増加した（図表3－4）。2017年末の内訳は、現地通貨建て債券が1,098億米ドル、米ドルを中心とする外貨建て債券が403億米ドルであり、前者の割合は2003年末の51％から2017年末には73％まで上昇した。現地通貨建て債券の発行が外貨建て債券を大幅に上回るペースで拡大してきた背景として、ASEAN+3（日中韓）地域金融協力の枠組みで2003年に開始されたアジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative、ABMI）が挙げられる。ABMIの下では、1997年に発生したアジア通貨危機を教訓として、長期の現地通貨建て債券の発行を促進するための様々な取り組みが進められてきた¹。その結果、債券市場の規模の拡大に加えて、総じて年限も長期化し、発行体は以前よりも安定的に資金調達を行うことが可能となった。

他方で、現地通貨建て債券発行残高の対GDP比率は2003年末の38％から2017年末には35％へとやや低下した。これは、現地通貨建て債券の約8割を占める政府債発行残高の対GDP比率が低下したことによるものである。債

1 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リー』2014年秋号（ウェブサイト版）参照。

図表 3-4 フィリピンにおける債券発行残高の推移

(億米ドル)



(注) 2017年の外貨建て債券は2017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

券市場の規模という点では政府債の増加ペースは鈍化したものの、見方を変えれば、財政の健全化により政府債への依存度が低下したと捉えることができる。社債発行残高の対 GDP 比率については、同期間に0.2%から6.5%へと上昇した。

第3節

資本市場の発展に向けた 課題と主な取り組み

I 厚みが不十分な株式市場

フィリピンにおける資本市場の規模は着実に拡大してきたものの、多くの投資家が参加する厚みのある市場とは言い難い。PSEによると、証券口座数は2007年末に43.5万口座であったが2016年末には77.3万口座へと増加した。2016年末の内訳は、国内投資家口座が98.2%、海外投資家口座が1.8%である。投資家人口は増加傾向にあるものの、国内の20歳以上人口に対する比率はまだ1%程度に留まる。

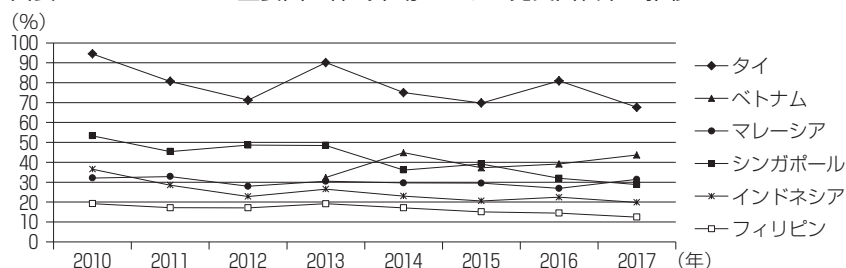
国民の株式市場への参加率が低い主要因として、投資の意義や利点が十分に理解されていないことが挙げられる。国際的な格付機関であるスタンダ

ード&プアーズが2014年に世界140か国以上の約15万人を対象として実施した基礎的な金融知識に関するアンケート調査によると、フィリピンで金融リテラシーを有する成人の割合は25%に留まった²。近隣のシンガポールとマレーシアが各々59%、36%、先進国の中で相対的に金融教育が遅れているとされる日本が43%であることに鑑みると、フィリピンにおける金融リテラシーは総じて低いと言える。さらに、証券口座はおろか銀行口座すら保有していない国民が大半を占めている。世界銀行によると、15歳以上の国民の銀行口座保有率は2014年時点で31%であり、金融包摂の推進も重要な課題となっている。

投資家人口が少ないことに加えて、活発に取引している投資家の割合も低い。証券口座全体に占める稼働口座（過去1年間に一度でも取引がある口座）の割合は2016年に33%であった。そうした中、フィリピンの株式市場における流動性は低く、流動性を示す代表的な指標である売買回転率は2017年に12%であった。これは、日本の104%を大幅に下回るだけでなく、タイをはじめとする他のASEAN諸国と比較しても低い水準にある（図表3-5）。売買回転率が低水準で推移している要因の一つとして、株式市場の主な参加者は長期保有を基本とする年金基金や保険会社等の機関投資家であり、個人投資家が積極的に参加していないことが挙げられる。

こうした状況の下、フィリピン証券取引委員会（SEC）は、株式市場にお

図表3-5 ASEAN主要国の株式市場における売買回転率の推移



（注）各月のデータを単純平均した数値を用いている。

（出所）国際取引所連合より野村資本市場研究所作成

2 アンケート調査では、基礎的な計算力、複利、インフレ、リスク分散の4分野についての理解度が試される。

ける流動性の向上を目的として、従来10%と定められていた最低浮動株比率を引き上げることを決定した。SEC は2017年11月、PSE に新規上場する企業に対して20%以上の浮動株比率を確保することを求める旨の通達を発出した。また、SEC は既存の上場企業に対して浮動株比率を2018年末までに15%以上に、2020年末までに20%以上に段階的に引き上げる方針を発表済みである。

強制的に浮動株比率を高めるこうした施策は流動性の向上につながるものの、根本的な解決策とは言い難い。また、株式市場からの撤退を余儀なくされる企業が出てくるという副作用も懸念される。より健全な形で厚みのある資本市場を構築するためには、金融商品の拡充、資本市場へのアクセスを促進するメカニズムの構築、投資家教育の推進等により、多様な投資家層の参加を促すことが課題となっている。

II 株式市場への投資家の参加を促すための取り組み

SEC と PSE は、株式市場への投資家の参加を促すために様々な取り組みを進めている。近年の主な取り組みとして、①上場企業数の増加、②株式市場へのアクセスを促進するインセンティブやメカニズムの導入、③コーポレート・ガバナンスの強化、④投資家教育の推進、が挙げられる。

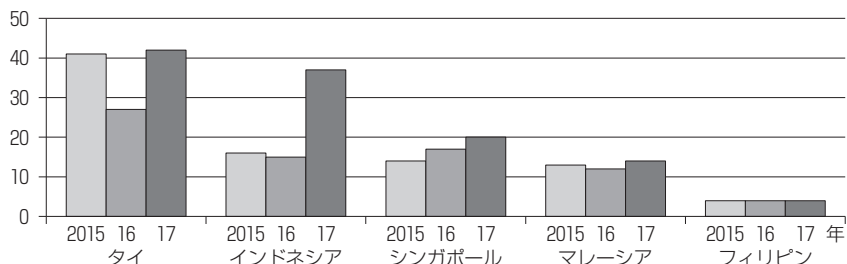
1. 上場企業数の増加

PSE にとって、上場企業は最も重要なプロダクトである。PSE の2017年末の上場企業数は、前述の通り267社であり、マレーシア取引所の905社やシンガポール取引所の750社を大幅に下回る³。上場企業数の増加を図るためには、国内外の企業を誘致する必要がある。ところが、新規株式公開（IPO）件数は過去3年連続で4件に留まっており、タイやインドネシアでは2017年のIPO件数が40件前後であったことに鑑みると、フィリピンにおけるIPOは著しく少ないと言える（図表3-6）。

3 マレーシア取引所の2017年末の上場企業数は、中小企業向けの Leading Entrepreneur Accelerator Platform（LEAP）市場に上場する2社を含む。

図表 3－6 ASEAN 主要 5 か国の株式市場における過去 3 年間の IPO 件数

(社)



(注) 1. タイとシンガポールは、不動産投資信託等の IPO を含む。

2. マレーシアは、LEAP 市場への IPO を含む。

(出所) 各国証券取引所より野村資本市場研究所作成

経済成長率が高く、株価も堅調に推移しているフィリピンにおいて IPO 件数が少ない主な要因として、財閥中心の経済構造であり、企業は株式市場以外からの資金調達手段を確保していることが挙げられる。代表的な財閥としてスペイン系のアヤラ財閥、華人系のシー財閥、ゴコンウェイ財閥、コファンコ財閥等があり、上場要件を満たす規模の企業はいずれかの財閥に属していることが多く、そうした企業はグループ内の持株会社または金融機関から資金調達している。実際に、フィリピン総合指数を構成する30社は財閥の中核企業（持株会社）と金融機関が中心である（図表 3－7）。

また、上場企業になると、一定数の社外取締役の導入や透明性の高い情報開示が求められるため、IPO を実施するインセンティブが働きにくい。さらに、厚みのある株式市場が構築されていないため、上場後に公募増資により十分な資金調達を行うことができない可能性があり、企業にとっては IPO を躊躇する一つの理由となり得る。流動性を高めるために最低浮動株比率が引き上げられたことで、結果的に IPO を検討する企業にとってはハードルが高まった。

こうした中、PSE は IPO 件数を増加させるために、中小・新興企業向け市場である Small, Medium and Emerging (SME) ボードへの上場を誘致

図表 3-7 フィリピン総合指数を構成する30社

	社名	業種	財閥	浮動株ベース 時価総額 (億ペソ)	浮動株比率 (%)
1	SM インベストメンツ	コングロマリット	シー	5,117	44
2	アヤラ・ランド	不動産	アヤラ	3,185	52
3	SM プライム・ホールディングス	不動産	シー	3,151	32
4	BDO ユニバンク	銀行	シー	2,731	45
5	アヤラ	コングロマリット	アヤラ	2,362	42
6	バンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ	銀行	アヤラ	2,356	49
7	JG サミット・ホールディングス	コングロマリット	ゴコンウェイ	1,865	41
8	アボイティス・エクイティ・ベンチャーズ	コングロマリット	アボイティス	1,747	45
9	メトロポリタン銀行	銀行	ティ	1,662	49
10	PLDT	通信	－	1,588	50
11	ユニバーサル・ロピナ	食品	ゴコンウェイ	1,456	44
12	ジョリビー・フーズ	外食	－	1,344	43
13	セキュリティバンク	銀行	－	1,037	60
14	インターナショナル・コンテナ・ ターミナル・サービス	港湾	－	1,033	51
15	GT キャピタル・ホールディングス	コングロマリット	ティ	975	44
16	マニラ電力	電力	ゴコンウェイ	765	21
17	メトロ・パシフィック・インベストメンツ	インフラ	－	694	42
18	LT グループ	コングロマリット	ルシオ・タン	557	26
19	アボイティス・パワー	電力	アボイティス	538	19
20	メガワールド	不動産	アンドリュウ・タン	510	34
21	サンミゲル	コングロマリット	コファンコ	508	15
22	ピュアゴールド・プライス・クラブ	小売	－	476	33
23	グローブ・テレコム	通信	アヤラ	468	22
24	DMCI ホールディングス	建設	コンスンジ	468	28
25	ロビンソンズ・リテール・ホールディングス	小売	ゴコンウェイ	463	38
26	アライアンス・グローバル・グループ	コングロマリット	アンドリュウ・タン	433	31
27	ロビンソンズ・ランド	不動産	ゴコンウェイ	400	39
28	セミララ・マイニング・アンド・パワー	石炭・電力	コンスンジ	354	26
29	ファースト・ジェン	電力	ロベス	206	33
30	ペトロロン	石油	コファンコ	205	24

- (注) 1. 浮動株ベース時価総額は2018年4月5日時点の数値。
2. 20%以上の株式を保有する企業グループの財閥名を記載している。オーナー系企業であっても、一般的に財閥と称されない場合、その名称を記載していない。
3. タン財閥のみ、ルシオ・タン財閥とアンドリュウ・タン財閥を区別するためにフルネームで表記。

(出所) フィリピン証券取引所より野村資本市場研究所作成

している⁴。背景として、フィリピンの経済においては中小企業の存在感が大きいことが挙げられ、中小企業は雇用で全体の6割超、GDPで4割近くを占めている⁵。世界銀行グループの国際金融公社（IFC）の調査によると、中小企業の5割は金融サービスに十分にアクセスすることができていない。こうした状況を踏まえると、資本市場は中小企業の成長資金を供給するという重要な役割を担っていると言える。

SME ボードは、本則市場のメインボードよりも利益基準等の上場要件が緩和されている。具体的には、メインボードの主な上場要件として、① IPO 申請直前の3事業年度における特別損益を除く利払い前・税引き前・減価償却前利益（EBITDA）の累計が5,000万ペソ以上であること、② IPO 申請直前の3事業年度における各事業年度の EBITDA が1,000万ペソ以上であること、③ 授権資本が5億ペソ以上であること、④ IPO 時点で時価総額が5億ペソ以上になること、⑤ IPO 直後の株主数が1,000人以上になること、が求められる。これに対し、SME ボードでは、① IPO 申請直前の3事業年度における特別損益を除く EBITDA の累計が1,500万ペソ以上であること、② IPO 申請直前の3事業年度のうちの2事業年度における EBITDA が黒字であること、③ 授権資本が1億ペソ以上であること、④ IPO 直後の株主数が200人以上になること、が求められる。

PSE は、商工会議所等と連携し、中小・新興企業向けに上場のプロセスや意義・メリットを教育するメンタリング・プログラムを提供している。しかし、2018年3月末時点で SME ボードの上場企業数は4社に留まり、これまでのところ中小・新興企業の上場促進に向けた取り組みは成果につながっていない。中小・新興企業向けの啓蒙活動には長い時間を要すると考えられるため、今後もこうした取り組みが継続されることが期待される。

4 従来、PSE はファーストボード、セカンドボード、中小企業ボードの3市場体制であったが、2013年にメインボードと SME ボードの2市場体制に変更された。

5 フィリピンでは、資産が1億ペソ以下または従業員が199人以下の企業が中小企業に該当する。さらに、資産と従業員の規模により、中企業、小企業、零細企業に細分化される。

2. 株式市場へのアクセスを促進するインセンティブやメカニズムの導入

投資家の株式市場へのアクセスを促進するインセンティブやメカニズムとして、次の点が挙げられる。第一に、個人投資家の IPO 株への投資促進である。まず、Local Small Investor (LSI) と呼ばれる投資額が小さい個人投資家の IPO 株購入に関するプロセスの見直しが行われた。LSI が IPO 株を購入する際のプロセスが自動化されたことで負担が軽減されることにより、IPO 株に応募する LSI の増加につながることが期待されている。また、LSI の IPO 株への投資可能額の引き上げが検討されている。現行規則の下では、IPO 株の10%が LSI に割り当てられることが義務付けられており、このうち LSI は1人当たり最大2.5万ペソまで応募することが可能である。PSE は2017年2月、LSI の IPO 株への投資可能額の引き上げに関するコンサルテーション・ペーパーを発表し、パブリックコメントを実施した。同ペーパーでは、IPO 株の募集額が50億ペソ未満の場合、LSI の投資可能額を最大5万ペソに、募集額が50億ペソ以上の場合であれば投資可能額を最大10万ペソに引き上げることが提案された。

第二に、リスクヘッジ手段の拡充である。まず、株式の下落リスクをヘッジする手段として用いられる空売りに関するガイドラインの導入が挙げられる。SEC の証券規制法の下では、2009年から空売りが認められているが、実際に空売りをを行うためのガイドラインが PSE により導入されていない。そうした中、PSE は2017年11月、空売りに関するガイドライン案を発表した。主に、①空売りの対象はフィリピン総合指数を構成する株式であること、②発行済み株式に対する空売り比率は10%が上限であること、③空売りの発注は取引参加者にのみ認められること、④市場のプレオープン（9：00～9：29）、プレクローズ（15：15～15：19）、最終取引時間（15：20～15：29）での空売りが禁止されること、⑤空売りは最終取引価格よりも高い価格で行われる必要があること、が提案された。

また、ストラクチャード・ワラントの導入も検討されている。ストラクチャード・ワラントは、金融機関により発行されるワラントで、上場企業の株式、株式バスケット、株価指数を裏付資産とする金融商品であり、近隣諸国の中ではシンガポール、マレーシア、タイにおいて既に導入されている。現

在フィリピンでは、発行者自身の資産を対象とする通常のワラントについては発行が認められている。PSE は2017年1月、ストラクチャード・ワラントの上場及び取引に関する規則案を発表した。主要要件として、①払込資本が5億ペソ以上の登録投資銀行（investment house）、ブローカー・ディーラーにより発行されること、②目論見書がSECに提出されること、③取引履歴を記録する登録業者が指定されること、が提案された。当該規則は2018年内に導入される見通しである。

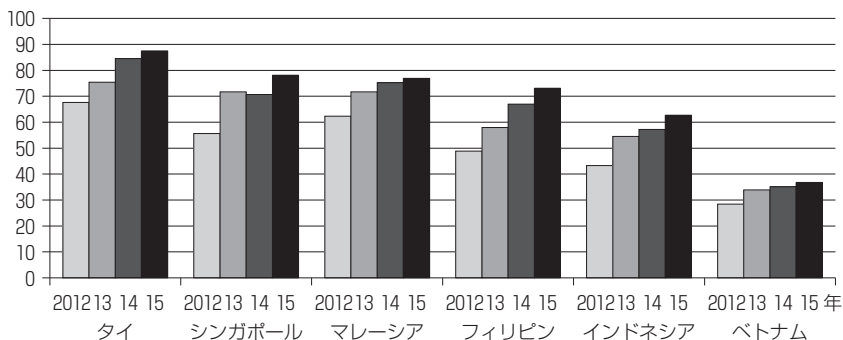
さらに、PSE では株式デリバティブの導入についても中期的な課題として認識されている。PSE は2013年、シンガポール取引所と共同で SGX-PSE MSCI Philippines Index Futures という先物を開発した。シンガポール取引所は同年に当該先物の提供を開始し、PSE も提供したい意向を示している。SEC は、投資家にとってのリスクヘッジ手段が拡充される重要性を認識しており、PSE による先物の提供を前向きに検討している。

3. コーポレート・ガバナンスの強化

投資家から信頼される株式市場を構築するためには、上場企業の質を向上させることが不可欠であり、コーポレート・ガバナンスの強化が重要である。元々、フィリピンでは財閥を中心とする同族企業が多いことから、コーポレート・ガバナンスの水準が総じて低いと指摘されていた。そうした中、SEC は上場企業数を増加させて株式市場の規模拡大を図るよりも、上場企業のコーポレート・ガバナンスの強化を重視してきた。

SEC を含む ASEAN10か国の金融規制当局が参加する ASEAN 資本市場フォーラム（ASEAN Capital Markets Forum、ACMF）の下では、コーポレート・ガバナンス水準の向上、グッドプラクティスの普及、コーポレート・ガバナンスが優れた上場企業の国際的な知名度向上を目的として、ASEAN コーポレートガバナンス・スコアカードが2011年に導入された。同スコアカードでは、①株主の権利、②株主の平等な取り扱い、③ステークホルダーの役割、④開示と透明性、⑤取締役会の責任、の5分野が評価対象である。フィリピンは同スコアカードが導入されて以降、コーポレート・ガバナンスのスコアを着実に高めてきた（図表3-8）。

図表 3－8 ASEAN 主要 6 か国におけるコーポレートガバナンス・スコア



(注) 1. 対象は各国の上場企業で、2015年の企業数は555社であった。

2. 各国の平均スコアを示している。最高スコアは毎年若干異なり、2015年は126であった。

(出所) アジア開発銀行より野村資本市場研究所作成

また、SEC は2017年 1 月、コーポレート・ガバナンスを国際的な水準まで引き上げることを目的として、上場企業向けコーポレートガバナンス・コードを改定した。改定版では、①取締役会の責任、②開示及び透明性、③内部管理システム及びリスク管理の枠組み、④株主とのシナジー効果がある関係の構築、⑤ステークホルダーへの責務、の 5 分野において、16原則が定められている。改定版は、G20や経済協力開発機構（OECD）加盟国が定めるコーポレートガバナンス・コードが参照され、国際基準を意識したものとなっている。今後、PSE に上場する企業のコーポレート・ガバナンスがさらに強化されることで、株式市場に対する信頼向上につながり、中長期的に投資家の参加が促進されることが期待されている。

4. 投資家教育の推進

PSE は個人投資家の株式市場への参加を促すため、投資家教育において重要な役割を担っている。PSE アカデミーという教育情報サイトでは、投資家のレベルに応じた教材が提供されるとともに、無料のオンラインセミナーが開催されている。例えば、株式市場の概要や投資を行うための手続きといった基本的な内容のものだけでなく、ETF やテクニカル分析等の特定の

テーマに関するものも提供されている。

他方で、金融規制当局による投資家教育については十分に行われているとは言いがたい状況である。国民の金融包摂を推進するための国家戦略は2015年にフィリピン中央銀行（Bangko Sentral ng Pilipinas、BSP）により発表されたが、資本市場への投資に関する教育については明確な政策・方針が示されていない。今後、SECによりそうした政策・方針が打ち出されれば、PSE や証券会社による投資家教育が促進されることが期待される。

Ⅲ 金融商品の拡充

株式市場への投資家の参加を促すためには、上場企業数の増加以外にも、金融商品の拡充が重要である。現在フィリピンでは、上場投資信託（ETF）市場の活性化と不動産投資信託（REIT）の導入に向けた議論が進められている。

1. ETF 市場の活性化

PSE は、低コストで透明性が高い ETF が個人投資家層の裾野拡大において重要な役割を認識している。ところが、現在 PSE に上場されている ETF は株式 ETF 1 銘柄のみに留まる⁶。ASEAN 諸国における ETF 市場は総じて発展初期段階にあるが、その中でもフィリピンは特に市場規模が小さい。その要因として、他の ASEAN 主要国よりも ETF の導入時期が遅かったことや上場企業数が少ないこと等が挙げられる⁷。

国内初の株式 ETF が導入されたのは2013年になってからである。国内大手メトロポリタン銀行傘下の運用会社であるファースト・メトロ・アセッ

6 東アジア・オセアニア中央銀行役員会議における各国の中央銀行間協力の一環として、フィリピンの政府・政府系機関が発行する債券を投資対象とする ABF フィリピン債券インデックス・ファンドが2006年に導入された。他の ASEAN 主要国では同様のファンドが ETF として組成されたが、フィリピンではユニット型投資信託として設定された。

7 北野陽平「個人投資家層の裾野拡大に向けて重要性が高まる ASEAN 諸国の ETF 市場」2016年春号（ウェブサイト版）参照。

ト・マネジメントは同年12月、フィリピン総合指数に連動する First Metro Philippine Equity ETF を PSE に上場させた。同 ETF の AUM は2018年 3 月末時点で15億ペソに留まる。以前より、メトロポリタン銀行傘下の投資銀行であるファースト・メトロ・インベストメントにより 2 本目となる株式 ETF の導入が検討されているが、まだ具体的な計画は明らかにされていない。

また、PSE は金融商品の拡充を目的として、新たな株価指数の導入に向けた準備を進めている。現在 PSE では、フィリピン総合指数以外にも、全株式、金融、資本財、持株会社、サービス、鉱業・石油、不動産を含む計 8 種類の株価指数が提供されている。新たな株価指数の候補として、高配当利回り株式やシャリーア適格株式が挙げられている。後者に関して、2017年末時点で PSE の上場企業のうち58社（60証券）がシャリーア適格企業として認定されている。今後、株価指数の種類が増加すれば、新たな ETF の導入が後押しされる可能性がある。

2. REIT の導入

フィリピンでは、個人投資家の新たな投資対象となる REIT の導入に向けた議論が長年にわたって続いている。REIT 法は2009年に制定されたが、これまでに 1 件も組成実績がない。主要要因として次の 2 点が挙げられる。第一に、不動産の移転に伴う課税である。REIT への不動産の組み入れの際に付加価値税が課され、他の ASEAN 諸国よりも高い12%の税率が適用されてきた。しかし、2018年 3 月に実施された税制改正により、REIT への不動産の組み入れは付加価値税の適用対象外となり、主要な問題点の一つが解決された。

第二に、厳格な浮動株比率規制である。REIT 法の下では、PSE への新規上場に当たり浮動株比率を33%以上にすることが規定されている。しかし、SEC が2011年に改正した実施細則に基づくと、浮動株比率を40%以上、上場から 3 年以内に67%以上に引き上げることが求められている。これは、株式の IPO で要求される最低浮動株比率である20%を大幅に上回る。SEC は、浮動株比率規制が厳格であることが REIT の組成を阻害する主因の一つ

であることを認識し、最低浮動株比率を域内他国並みの水準に引き下げること検討している。もしこの問題が解決されれば、国内初となる REIT の導入が実現する可能性が高まると見られている。

IV 社債市場の拡大

現在、社債市場に参加している投資家はほぼ機関投資家のみであるが、個人投資家に幅広い投資機会を提供するという点で、社債市場の拡大も重要である。前述の通り、社債市場の規模は徐々に拡大しているが、2017年末の現地通貨建て及び外貨建て社債発行残高は310億米ドル程度であり、ASEAN域内で相対的に資本市場が発展しているシンガポールやマレーシアにおける社債市場の5分の1未満の規模に留まる。また、社債の発行体は偏っており、ADB が四半期毎に発行する Asia Bond Monitor によると、2017年末時点で現地通貨建て社債発行残高の上位30社が全体の94%のシェアを占めている。当該30社の大半が、アヤラ、シー、コファンコ等の財閥に属する企業である。企業の主な資金調達手段は銀行借入であり、銀行セクターの流動性は総じて高い。しかし、銀行の与信集中リスクを回避し、頑健な金融システムを構築するためには、社債市場の整備を図ることが課題の一つとして認識されている。

近年、社債市場の整備に向けて様々な取り組みが進められてきた。第一に、2015年に発行登録制度が強化されたことである。企業は一旦社債を SEC に登録すれば、3年以内であればいつでも社債を発行することができるようになった。その結果、発行体にとって起債の柔軟性が高まったことで、財閥系企業等による社債発行の拡大につながっている。第二に、銀行による債券発行に係る規制緩和である。従来、銀行及び準銀行（預金業務が認められたノンバンク）が債券を発行するに当たり、担保の適格性に関する要件を満たす必要があり、債券発行の障害の一つとなっていた。そうした中、BSP が2017年10月に当該要件を免除したことで、今後銀行及び準銀行による債券発行が促進されることが期待されている。

また、新たな種類の債券として、グリーンボンドへの注目が高まってい

る。一般的にグリーンボンドは、調達資金の用途を環境対策事業に限定して発行される債券と定義される。ACMFにおいて国際資本市場協会のグリーンボンド原則に基づいたASEANグリーンボンド基準が2017年11月に発表され、SECは同基準に基づいてグリーンボンドの発行を認可することが可能となった。国内最大手銀行のBDOユニバンクは2017年12月、フィリピンの銀行として初めてグリーンボンドを発行した。発行額は1.5億米ドルであり、IFCが全額を引き受けた。調達資金は、再生可能エネルギー、グリーンビルディング（環境性能の高い建物）、省エネ設備を含む気候変動対応プロジェクトに充てられる。温室効果ガスの排出量を2030年までに70%減少させるという目標が2015年に政府により打ち出されており、当該目標を達成する手段の一つとして今後グリーンボンドがより幅広く活用されると考えられる。

さらに、社債発行を促進する上で、信頼性の高いベンチマークの確立が重要であり、そのためには政府債市場のさらなる整備が不可欠であると認識されている。そうした中、BSPは2017年8月、財務省財務局やSECと共同で、現地通貨建て債券市場の発展に向けたロードマップを発表した。同ロードマップでは、政府債市場における流動性の向上や価格発見機能の強化等が目的とされており、①短期証券の発行拡大、②政府債の発行における透明性の確保、③マーケットメイカーに対するインセンティブの導入、④信頼性のあるイールドカーブの構築、⑤レポ取引に係るガイドラインの作成、を含む様々な施策が挙げられている。同ロードマップに基づく取り組みは18か月間にわたって進められる計画である。

他方で、債券の流通市場については、2003年に設立されたフィリピン・ディーリング・アンド・エクスチェンジ（Philippine Dealing & Exchange Corporation、PDEx）により政府債及び社債の取引インフラが提供されている。2016年末時点でPDExに上場されていた社債発行残高は6,457億ペソであった。他のASEAN諸国では証券取引所において一元的に株式取引と債券取引が提供される中、フィリピンにおいても証券取引所と債券取引所を統合する議論が2013年に開始された。現在、PSEはPDExの親会社であるフィリピン・ディーリング・システム・ホールディングス（Philippine Dealing

System Holdings、PDS) の買収に向けた手続きを進めている。当該買収には SEC の承認が必要とされており、現在 PSE は SEC の承認待ちである。PSE と PDS の統合が実現すれば、オペレーションが効率化されることで投資家が負担するコストが削減され、取引の促進につながることが期待されている。

第4節

インフラ整備向け資金調達において 重要性が高まる資本市場

I 膨大なインフラ需要と資金調達の現状

フィリピンにおける道路や鉄道等のインフラ整備状況は世界的に見て低水準にあり、他の ASEAN 諸国と比較しても劣っている。また、自然災害が多い国であることもあり、インフラ整備は国家にとっての最重要課題の一つとなっている。そうした中、2017～2022年の5年間で1,600～1,800億米ドルという積極的なインフラ投資計画が示されている。

インフラ整備向け資金の主な調達源は政府予算であり、政府はインフラ整備向け支出の対 GDP 比率を2017年の5.4%から2022年までに7.3%まで引き上げる目標を掲げている。膨大なインフラ需要に対して中長期的に財政支出だけに依存していくには限界がある中、民間資金の活用やプロジェクトの効率性改善を目的として、官民パートナーシップ (PPP) を推進する方針が打ち出されている⁸。国家経済開発庁と傘下の PPP センターは2018年1月、地方における PPP プロジェクトの実施を促進するため、PPP Knowledge Corner という情報ハブを設置する旨の覚書に署名した。

民間部門におけるインフラ整備向け資金の主な調達手段は銀行借入であ

8 最近では、プロジェクトの進捗を加速するために、公的部門が外国からの政府開発援助 (ODA) 資金を活用して建設を行い、民間部門に運営を委ねる方式であるハイブリッド PPP も採用されている。

る。しかし、一企業グループに対する融資規制があることに加えて、バーゼルⅢ等の銀行に対する自己資本規制が強化される中で、銀行は流動性の低いインフラ資産に長期融資を行うことが難しくなりつつある。そうした状況下、資本市場からの資金調達的重要性が高まっている。

Ⅱ 資本市場の活用に向けた取り組み

インフラ整備向け資金調達における資本市場の活用に向けた取り組みとして、次の点が挙げられる⁹。第一に、PPP プロジェクトを実施する企業（以下、PPP 企業とする）を対象とした上場規則の見直しである。背景には、一般的に PPP 企業はインフラ事業だけを目的とする特別目的事業体（SPV）として設立されることが多く、既存の上場規則を満たすことが難しいということがあった。PPP 企業の株式市場からの資金調達を促進することを目的として、PSE は2016年12月、一定の要件を満たす PPP 企業を対象として、3年間の事業実績等の上場要件を免除することを発表した。当該免除を受けるための主な要件として、①プロジェクトが運営段階にあること、②プロジェクトコストが50億ペソ以上であること、③契約満了までの期間が15年以上であること、が挙げられる。2017年2月には、PSE と PPP センターの間で、PPP 企業の IPO を促進するための情報共有に係る覚書が署名された。本稿執筆時点では、PPP 企業による IPO の事例はまだ見られないが、PPP 企業の株式市場へのアクセスが向上した点は注目される。

第二に、プロジェクトボンドの発行促進である。プロジェクトボンドは、発行体の信用力に依拠せずに、プロジェクトからのキャッシュフローのみを返済原資とする債券である。大手発電事業者であるアボイティス・パワーの子会社 AP リニューアブルは2016年2月、107億ペソのプロジェクトボンドを発行した。当該債券は、ADB 及び信用保証・投資ファシリティ（Credit Guarantee Investment Facility、CGIF）の保証が供与され、フィリピンの

9 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。

電力セクターにおける初の現地通貨建てプロジェクトボンドとなった¹⁰。SEC と PSE は、中長期的にプロジェクトボンドの発行を拡大していくための方策について PPP センターや ADB と協議している。現在、フィリピンにおいては社債市場が未発達であり、通常の社債よりも商品構造が複雑なプロジェクトボンドの発行が急速に拡大していくとは考えにくい。しかし、インフラ整備向け資金調達手段の多様化及び投資家に対する幅広い投資機会の提供という観点から、こうした検討が行われる意義は大きいと言える。

第5節

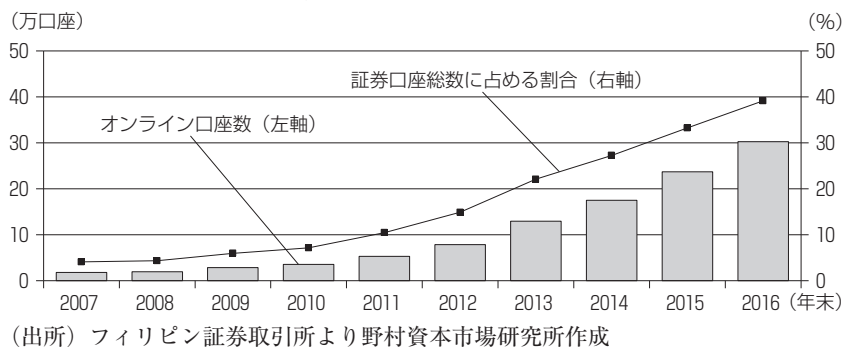
資本市場の成長加速をもたらす動き

今後、資本市場の成長加速をもたらすと期待される動きとして、オンライン取引の普及と投資信託市場の拡大の2点が注目される。

I オンライン取引の普及

フィリピンでは、オンラインで株式取引を行う投資家が急速に増加してい

図表3-9 オンライン口座数の推移



10 CGIF は、ABMI における取り組みの一環として、ASEAN10 各国及び ADB により 2010 年に設立された債券保証機関である。

る。オンライン口座数は2007年末の1.8万口座から2016年末には30.3万口座へと増加した。証券口座総数に占めるオンライン口座数の割合は同期間に4.1%から39.1%へと上昇した（図表3－9）。2016年末のオンライン口座保有者の年代別内訳は、30～44歳が53%、18～29歳が22%を占めており、証券口座保有者全体と比較して年齢層が低い。また、オンライン口座保有者は年収が低い層の割合が証券口座保有者全体よりも高い。

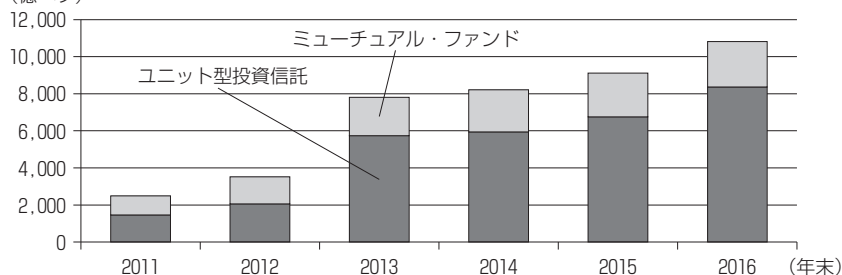
オンライン取引が拡大している背景として、第一にインターネット利用者の増加が挙げられる。グーグルのコンシューマーバロメーターによると、インターネットへのアクセスがある国民の割合は2013年の59%から2017年には73%へと上昇した。年齢層が低いほどインターネット利用率が高く、25～34歳の年代では90%に達している。第二に、フィリピンは典型的な島嶼国であり、人口が分散しているという地理的要因がある。証券会社が物理的に顧客をカバーできる地域は限られており、PSEによると国内の証券口座保有者の71%がマニラ首都圏に集中している。これに対し、オンライン取引の場合は基本的に場所を問わないため、オンライン口座保有者の内訳はマニラ首都圏が57%で、その他地域が43%を占めている。

株式投資の経験がなく、かつ年収が相対的に低い若年層の中には、将来的にオンライン取引を開始する可能性がある予備軍が数多くいると考えられる。国内最大手銀行のBDO ユニバンクと野村ホールディングスの合併会社であるBDO ノムラ・セキュリティーズが2016年10月に個人投資家を対象としたオンライン取引の提供を開始する動き等が見られる中、オンライン取引を行う投資家が今後も増加していくと考えられる。

また、稼働口座率は証券口座全体よりもオンライン口座の方が高く、PSEによると2016年の実績では証券口座全体が33%であったのに対し、オンライン口座は61%であった。今後、オンライン口座数の増加が見込まれる中で、稼働率を高めていくことができるかどうかが目玉されよう。

図表 3-10 フィリピンにおける投資信託市場の規模

(億ペソ)



(出所) セルーリ・アソシエイツより野村資本市場研究所作成

Ⅱ 個人投資家層の裾野拡大において重要な役割を担う投資信託

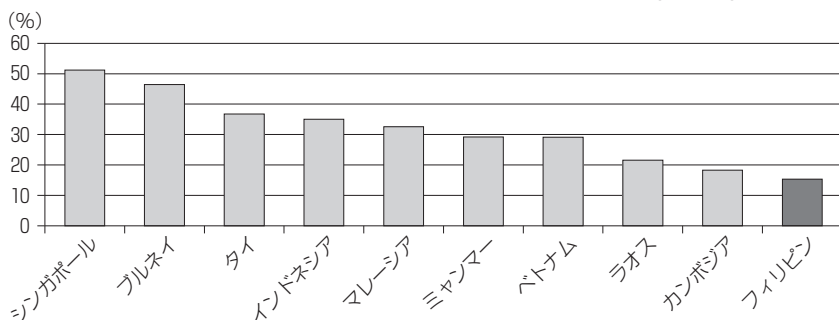
1. 投資信託市場の拡大

投資信託は、投資の未経験者や初心者でも投資しやすい金融商品であり、個人投資家層の裾野拡大という点で重要な役割を担っている。フィリピンにおける投資信託市場の規模は、2011年末の2,493億ペソから2016年末には1.1兆ペソへと増加した（図表3-10）。投資信託は、銀行により販売されるユニット型投資信託（UITF）と証券会社により販売されるミューチュアル・ファンド（MF）に大別される¹¹。UITFは短期金融資産での運用が7割超に達するのに対し、MFは債券ファンドが4割超、株式ファンドが3割超を占めている。UITFとMFのAUMは右肩上がり増加してきたが、UITFは2013年に前年末比2.8倍の大幅な増加が見られた。この要因として、BSPが特別預金口座の金利を引き下げたことを受けて、銀行預金からUITFに資金が移されたことが挙げられている。

投資信託市場の規模が拡大してきた背景には、高い経済成長に伴って所得水準が向上したことがある。IMFによると、1人当たり名目GDPは2000年の4.6万ペソから2017年には15.0万ペソへと3倍超に増加した。その結果、

¹¹ UITFとMFは類似した金融商品であるが、UITFはBSP、MFはSECにより規制されるという点を含めいくつかの相違点がある。

図表 3-11 ASEAN 諸国における国内貯蓄額の対 GDP 比率（2016年）



（注）ミャンマーのみ2015年の数値。

（出所）世界銀行より野村資本市場研究所作成

貯蓄額の増加につながり、フィリピン国家統計局によると、一世帯当たり平均貯蓄額は2000年の2.6万ペソから2015年には5.2万ペソへと倍増した。しかしながら、フィリピンでは貯蓄性向が低く、2016年の国内貯蓄額の対 GDP 比率は15%であり、ASEAN 諸国の中で最も低い水準にある（図表 3-11）。今後、貯蓄率が他国並みの水準まで上昇した場合、投資信託市場のさらなる拡大につながる可能性がある。

2. オープン・アーキテクチャ化による投資信託へのアクセス向上

投資信託市場における AUM ランキングを見ると、BDO ユニバンク、バンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ（Bank of the Philippine Islands、BPI）、メトロポリタン銀行等の大手地場銀行またはその傘下の運用会社が上位を占めている。資産運用業界の専門調査会社であるセルーリ・アソシエイツによると、2016年における MF の販売チャネルは直販または提携代理業者経由が51%、地場銀行経由が29%を占め、同割合は概ね安定的に推移している。

そうした中、近年では第三者が運用する投資信託をオンライン上で販売するプラットフォーム、いわゆるファンド・スーパーマーケットが徐々に存在感を高めている。独立系オンライン専業ブローカーの COL フィナンシャルグループは2015年、国内で初めて COL Fund Source というファンド・スー

パーマーケットを導入した。COL Fund Source では、6 社の運用会社の投資信託が提供されている。COL フィナンシャルの IR 資料によると、投資信託保有者数は2015年9月末の約5,200人から2017年9月末には約2.5万人まで増加した。

また、メトロポリタン銀行傘下のファースト・メトロ・セキュリティーズ・ブローカレッジは2017年上期、FundsMart というファンド・スーパーマーケットを導入した。FundsMart においても 6 社の運用会社の投資信託が提供されている。

ファンド・スーパーマーケットが導入されたことにより、投資信託市場におけるオープン・アーキテクチャ化が進展している。投資家の投資信託へのアクセスが向上することで、今後投資信託がより身近な金融商品となることが期待されている。

3. 投資信託市場の拡大を後押しする個人向け株式投資・退職金運用口座

今後、投資信託市場の拡大を後押しすると期待されるツールとして、確定拠出年金に相当する個人向け株式投資・退職金運用口座（Personal Equity and Retirement Account、PERA）が挙げられる。PERA に関する法律は2008年に制定されたが、税制面を中心に具体的な運用に関して長期間の議論・検討を要したため、2016年12月になってようやく正式に運用が開始された。

PERA は、納税者番号を有する個人を対象とする。年間の拠出可能額は、国内居住者が最大10万ペソ、海外居住者が最大20万ペソである。適格投資商品として、UITF と MF 以外にも、年金商品、保険商品、個人年金保険、上場株式、上場債券、政府証券、規制当局により認められたその他投資商品が挙げられている。

PERA には税制優遇措置が導入されている。第一に、拠出者は PERA への年間拠出額の 5 % に相当する税額控除を受けることができる。第二に、PERA を通じた投資から生じる全ての収益が非課税となる点である。例えば、銀行預金、預金代替商品、信託基金からの金利収入や株式のキャピタルゲインに対する源泉徴収税が免除される。

PERA 口座の開設や拠出者の投資管理等を主な業務とするアドミニストレーターには、BSP 及び内国歳入庁により BDO ユニバンクと BPI の 2 行が認定されている。BDO ユニバンクは短期債ファンド、債券インデックス・ファンド、株式インデックス・ファンド、BPI はマネー・マーケット・ファンド、政府債ファンド、社債ファンド、株式ファンドを提供している。また、アドミニストレーターは、拠出者の金融リテラシーの向上という重要な役割も担っている。本稿執筆時点では、PERA の利用状況に関する統計データは公表されていないが、今後、他の大手銀行や資産運用会社もアドミニストレーターとして認定され、PERA の利用者が増加することは、投資信託市場のみならず資本市場全体にポジティブな影響をもたらすと考えられる。

これまでフィリピンでは、資本市場発展計画（Capital Market Development Plan、CMDP）ブループリントに基づいて様々な取り組みが進められてきた。直近の CMDP ブループリントは、2013～2017 年を対象としており、2018 年以降についてはまだ CMDP ブループリントが発表されていない。今後新たに発表される CMDP ブループリントにおいては、PERA の利用を促進するための施策が盛り込まれることが期待されよう。

第 6 節

結びにかえて

最後に、中長期的な観点から資本市場の発展への貢献が期待される取り組みについて触れたい。第一に、スタートアップ企業の資金調達支援である。前述の通り、フィリピン経済において大きな存在感を持つ中小企業が必要資金を十分に調達することができていない現状の中、資本市場からの資金調達の促進が解決策の一つになり得ると考えられている。特に、創業間もないスタートアップ企業は、成長性が高く革新的な技術力を持つ一方で事業実績がなく利益を確保できていないことが多く、銀行借入に依存することが難しい

ため、資本市場へのアクセス向上の意義が大きい。PSE はメインボードよりも上場要件が緩和された SME ボードを設置しているが、一定の利益基準を設けているため、上場要件を満たすことができないスタートアップ企業も多い。PSE はそうした点を踏まえ、SME ボードよりもさらに上場要件が緩和されたスタートアップ企業専用の新たな資金調達市場を創設することを選択肢の一つとして視野に入れている。

第二に、企業のサステナビリティ（持続可能性）を向上させる取り組みの推進である。PSE は上場企業のコーポレート・ガバナンスの改善以外にも、サステナビリティに関する情報開示を強化している。ESG 調査機関であるコーポレート・ナイツが発表しているサステナビリティ情報開示ランキングにおいて、PSE は2013年の39位から2017年には29位へと順位を上げた¹²。近年、先進国を中心として、機関投資家の間では環境・社会・ガバナンス（ESG）の要因を投資プロセスに組み入れる ESG 投資への関心が高まっている。今後、海外の機関投資家の投資を国内の資本市場に誘致するためには、こうした分野における取り組みがより重要になっていくと考えられる。

以上見てきたように、包摂的かつ持続可能な資本市場の構築に向けて、様々な取り組みが進められている。今後、フィリピンが中長期的に高い経済成長を遂げていくためには、資本市場の発展を加速させることが重要である。そのためには金融規制当局、証券取引所、金融機関が連携を強化し、発行体と投資家の双方に対して強いコミットメントを示し続けることが求められよう。

12 2017年は55取引所がランキングの対象であった。ASEAN 諸国の中ではタイ証券取引所が10位で最も高い。