

第7章

フィリピンにおける企業金融と資本市場振興の現状

柏原 千英

要約：

アジア危機の影響を受けた銀行部門の不良債権処理に約10年を要したフィリピンでは、2000年代以降、企業金融——とくに対実業部門融資と企業の内部資金運用のあり方——に変化が生じた。結果として、より「外部資金に依存しない資金調達」傾向が強化されたと考えられる。

他方、証券市場サイドは、同危機を契機として発足したASEAN+3を中心とする将来の危機対策や債券市場振興枠組みに関して、現地通貨建てアジア開発銀行（ADB）債の発行受け入れや、計画されている域内市場共通化に向けて、国内証券（株式・債券）市場の整備に取り組んでいる段階にある。危機後の改革の一つとしては実現が遅れたものの、2000年代後半には、新たな証券化スキームや個人向け市場性貯蓄商品の導入と多様化を可能にする、資本市場活性化には重要な法制化が行われた。また、証券・債券（国債・社債）市場間または発行・流通市場間の機能的統合を目指す計画が実行に移されている。

2010年に発足した現アキノ政権はその開発計画の柱として、海外労働者送金など国内貯蓄を資本市場に誘引し、官民共同（PPP）による国内インフラ整備を掲げているが、株式・債券市場とも発行体は金融機関や持株会社、不動産業のなかでも限られた企業（グループ）に限定されている。域内金融協力枠組み沿った市場振興には、「市場参加者・投資家であることのメリット」を付与するため、取引コストの低減など、さらなる改革が必要である。

キーワード：

フィリピン 社債流通市場 市場性貯蓄商品 海外労働者送金

はじめに

1986年のエドサ革命による民主化以降、フィリピンの歴代政権は海外直接投資（FDI）と輸出産業主導による経済再建と開発施策のもとで、国内経済や金融部門・市場の活性化を企図してきた。経済や金融市場の規模が小さく、中央政府財政が恒常的に赤字であるために、外資を経済発展のカギとして活用するのは同国にとって自然な選択であった。また、1990年代終盤に発生したアジア危機への対処では、IMF・世銀から直接的な支援は受けなかったが、国内銀行部門の不良債権が経営を圧迫した事実や、10年以上を経過した現在でも企業金融の多様化や資本市場（とくに事業体による社債発行）の拡大が進展していない点では、東・東南アジアの近隣諸国の状況と同様である。

アジア危機後の金融部門改革では、大手金融機関の不良債権切り離しによる財務健全化、BIS 基準など国際的指標の適用と国際会計基準の段階的導入による中小金融機関を含めた体力強化と合併促進、不動産投資信託など証券化商品の導入などをつうじて、結果としてオーバー・バンキングを改善することが目標とされた。また、支店網の拡大や既存国内金融機関の買収による100%所有子会社設立を認め、さらなる外資参入を梃子に、金融部門に競争的環境をもたらすことが企図された。ただし、危機以前の開発金融政策も含めたこれまでの施策の結果は、業務別の棲み分けを行いつつ併存する外資・国内機関のマニラ首都圏における集中であり、競争的環境の下での活発な金融活動は実現していない。

他方、同危機を契機として発足した ASEAN+3 を中心とする将来の危機対策や債券市場振興枠組みに関して、現地通貨建てアジア開発銀行（ADB）債の発行受け入れや、計画されている域内市場共通化に向けて、国内証券（株式・債券）市場の整備に取り組んでいる段階にある。危機後の改革の一つとしては実現が遅れたものの、2000年代後半には、新たな証券化スキームや個人向け市場性貯蓄商品の導入と多様化を可能にする、資本市場活性化には重要な法制化が行われた。しかし、先進諸国（とくに欧米諸国）からの投資資金に市場振興を依存してきた同国にとって、アジア諸国と比較しても低い貯蓄率を背景として、「証券市場への国内貯蓄動員」は簡単に実現できるものではない。また、中央政府の財政難は、市場取引に関連する諸税撤廃への改革に対する足枷となり、国内外資金を誘引するための要件となる「取引コストが低く流動性の高い市場」への移行を妨げる主因の一つとなっている。

本章の目的は、このような現状のもとで、21世紀に入ってからの銀行信用を含むフィリピン金融市場の変化とこれまでの成果をまとめ、域内金融協力枠組みの主眼である債券市場振興を視野に入れたフィリピンにおける課題を考察することにある。次節では資本市場の概要とアジア危機以降における企業金融の変化をまとめ、第2節では資本市場整備の状況を概観する。第3節では、フィリピンにおける現時点での課題を考察し、最後に本章をまとめる。

1. フィリピン資本市場の概要と企業金融

1.1 資本市場の規模

フィリピン資本市場の規模と流動性は、ASEAN5 の中で最も小さい。株式時価総額対 GDP 比は2010年末に100%を超えたが、ペソ建て国内発行残高対 GDP (2011年末)は34.8% (国債30.4%、社債4.5%)で、タイ・マレーシアの同比の2分の1～3分の1に相当する。また、企業の外部資金調達は依然として銀行融資中心であり、2000年代後半から内部留保と企業間融資を利用する傾向を強めている (次項参照)。

債券市場は国債取引が発行(95%)・流通(99%)市場ともに大部を占める(BSP [2010b])。為替・借換リスクを伴い、利払いが財政を圧迫する対外債務を可能な限り抑制したい政府にとって、ペソ建て国債発行と償還期限の長期化は資金調達手段の根幹となっている。流通市場も低調で、「アジア債券オンライン」(Asian Bonds Online)のデータにもとづく2005年5月～2011年末における国債売買回転率(四半期)の平均は0.455であり、近隣諸国と比較しても小さい数値は、債券購入者の強い保有指向を表している。

社債発行を資金調達手段として利用している企業は、非常に限られている(表1)。アジア開発銀行が発行する「アジア債券モニター」(Asia Bond Monitor)によると、社債発行残高を持つ企業数は約50、残高上位30社の発行総額が全体の9割以上を占めており、発行体はいずれも、業界最大手や上位に属す企業、あるいは大手ビジネス・グループの系列企業である。業種別に見ると、持株会社と金融機関による発行が2分の1と大きい。目論見書の資金使途として、持株会社は事業資金やグループ内企業への転貸を挙げており、金融機関(銀行)は中央銀行(Bangko Sentral ng Pilipinas: BSP)が段階的に導入中であるBasel IIIに対応するための劣後債発行(Tier2区分)が中心である。本格的な流通市場が取引を開始したのは2007年12月であるが、2011年末までの月別平均取引高は15億ペソ弱(中央値は約7億ペソ、2011年9月末時点の上場総額は2,000億ペソ弱)と低調であり、国債市場と同様に活発な取引は行われていない。

表1 ペソ建て社債発行企業の業種と発行残高
(残高上位30社、2011年9月末)

	持株 会社	不動産・ 建設	金融 機関	食品・ 飲料	電力・ 水道	通信	石油	公共 事業*	合計
企業数	4	6	9	2	5	2	1	1	30
発行残高 (シェア)	67.01 (17.5)	58.88 (15.3)	123.52 (32.2)	43.8 (11.4)	50.19 (13.1)	25.22 (6.6)	10.00 (2.6)	5.28 (1.4)	383.91 (93.8)
業種別 シェア**	15%	14%	34%	9%	9%	6%	その他13%		
発行残高総額									409.19

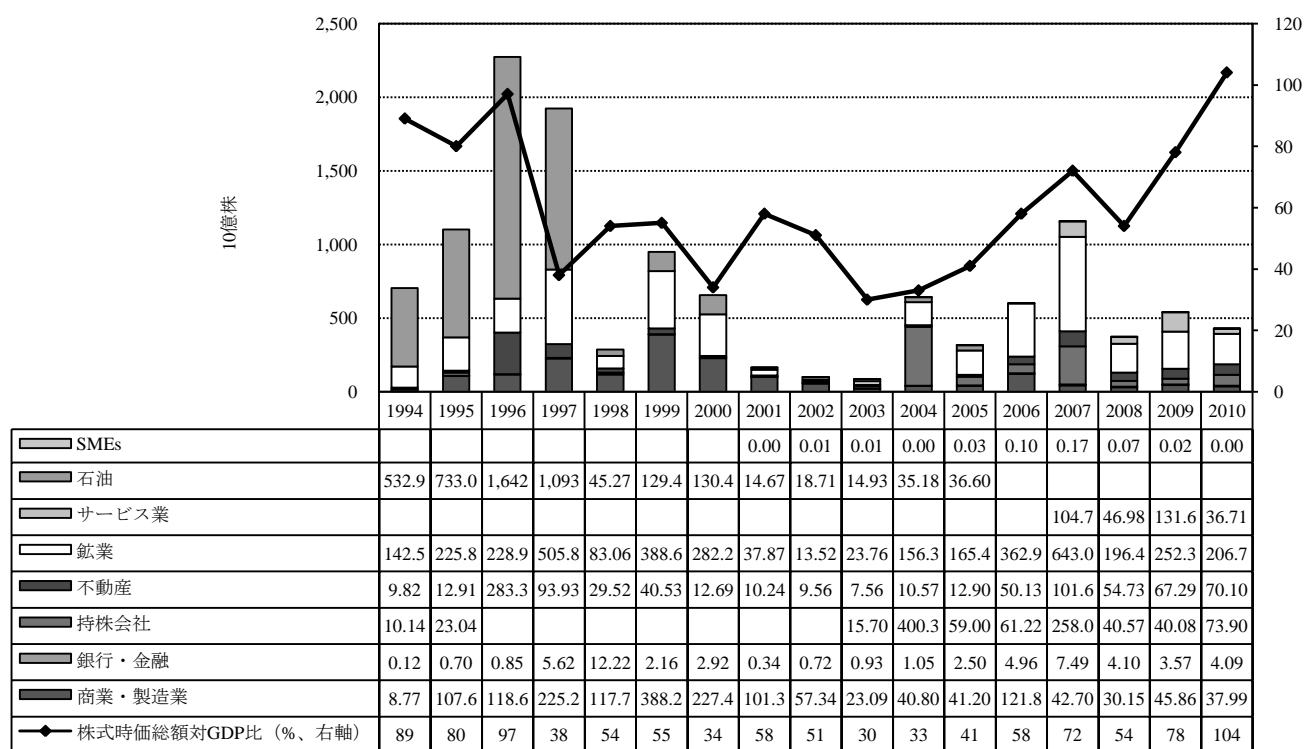
(注) * 公共高速道路を運営・管理する民間会社。同社のみPSE非上場。

** 上位30社含む各業種別全体が発行残高に占めるシェア。

(出所) Asia Bond Monitor (November 2011), Table 2 (p. 79) および Figure 2 (p. 80) より作成。

一方、株式市場も市況の活発化は継続せず、市場規模の拡大に苦慮している（図1）。2006～2007年の一時的な市況回復は、電力産業の民営化に関連した大型IPO案件が大きく寄与しているが（計9件の実績総額は約270億ペソ、うち約100億ペソの発行が2件）、アジア危機直前の取引株数レベルを遙かに下回る。フィリピン証券取引所（Philippine Stock Exchange: PSE）の年報や市況報告書（Fact Book）によると、IPO発行実績は年平均2～4件である。市場規模が小さい要因は、国内大手企業、企業グループ（財閥）に属する未上場企業が多数あること、PSE総合株価指数（PSEi）¹の構成銘柄にも公開割合が10%程度の企業があること、また、恒常的な財政赤字や政治不安がソブリン格付の低迷を招き、国内市場が海外資金の運用対象となるにはマイナス要因となっていたからである。SECとPSEは資本金額を区分として望ましい株式公開割合を設定し、企業に上場や株式公開を促してきたが、芳しい効果は上げられていない²。

図1 PSE取引株数および株式時価総額対GDP比（各年末）



(注) SME株は2001年より取引開始（“0.00”欄は取引株数が百万株に満たない場合）。PSEは産業区分を1994年と2003年に細分化したが、年報で取引株数を公表しなくなったため、2006年以降のデータはBSPウェブサイトによる（鉱業と石油を合算で公表）。

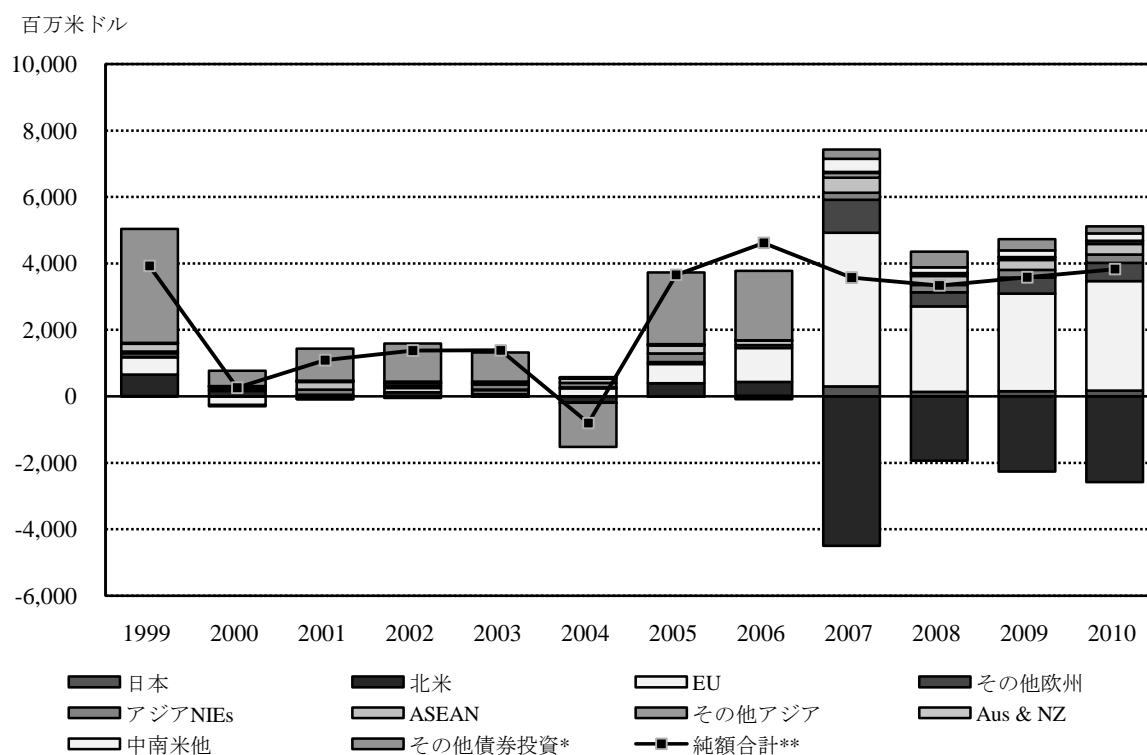
(出所) PSE Annual Report [各年版] およびBSPウェブサイトより作成。

¹ PSE上場企業のうち、業種間バランスを考慮した30銘柄で構成される。銘柄見直しは年2回、平均3社を入れ替えている（PSE Annual Report 参照）。

² このほか、2011年には財務相の意向を受けてPSEがPSEi銘柄を持つ上場企業の発行済み公開率を2年以内に40%以上とするよう通達した。しかし、外部株主の増加を回避したい企業側の反発に遭い、目標公開率の低下（30%→10% [現行での最低公開（浮動）率基準の遵守]）や移行期間の延長を提示するなど混乱し、現時点で最終的なスケジューリング等の決着はついていない。

このような各市場の主要な市場参加者は、長らく海外投資家であった。例えば、株式市場では2006年まで外資系証券会社やユニバーサル銀行による取引が売買高の50%を占め、その動向が市況を大きく左右した。このような状況は、海外ポートフォリオ投資からも看取できる。国債売買が中心であった海外ポートフォリオ投資は、サブプライム危機発生直後の2007年末時点で大きく様変わりした(図2)。景気回復や本格化した電力産業民営化案件への外資参加などを背景に増加傾向にあった投資資金の流入額は減少に転じ、債券投資額が大幅に減少した。とくに顕著なのが同年末時点における米国資本の債券・株式投資の引揚げであり、2007年末時点で株式では約45億ドル、債券は21億ドルの流出超となり、債券投資資金の引揚げは直近でも続いている。なお、上昇基調にあった株式市場も同時期に下落傾向を示した。PSEiは、外資系に替わり主要プレーヤーとなった国内資本によって2009年第4四半期から回復するものの、ピーク時(2007年10月)水準に戻るまで約3年を要している。

図2 地域別海外ポートフォリオ投資

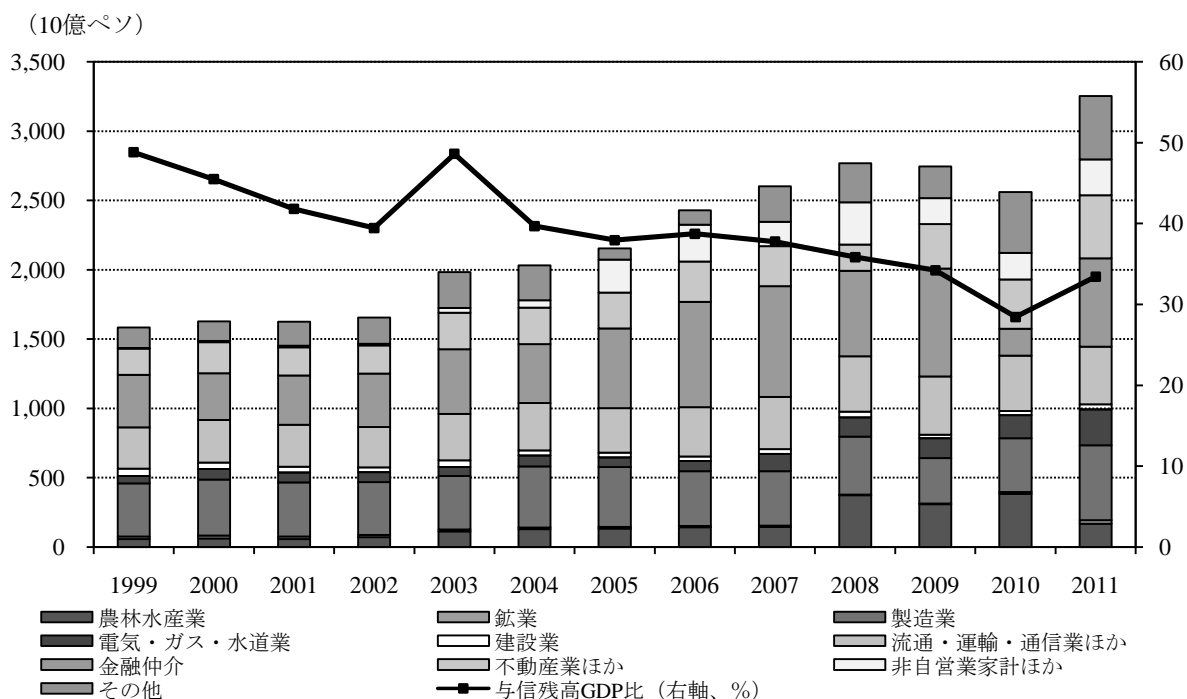


(注) 国・地域別項目は株式・証券純投資額の合計。「その他債券投資」は、①2006年まで全投資国の合計(国別詳細なし)、②2007年以降は国・地域項目に含まれない国・経済による投資純額。
(出所) 中央銀行ウェブサイトおよび年報(各年版)より作成。

1.2 アジア危機後における企業金融の傾向

本章の冒頭で、フィリピンにおいてもアジア危機によって金融部門の資産状況が悪化したことは既に述べた。2001年にユニバーサル・商業銀行でピーク（22.8%）となった不良債権比率を低下させるための特別目的会社（SPV）法の整備に危機発生から約4年を要した結果、近隣諸国においては概ね3年で一段落した金融機関の財務健全化に約10年を費やしたことは、危機対応における同国の特徴と言える。SPV 設立期限や取引諸税の減免期間を延長する 2006年の同法改正によって、不良債権の切り離しと金融機関の資産内容の改善が実現し、前金融機関の同比率が危機以前水準の10%以下に低下したのは、2007年末である。

図3 ユニバーサル・商業銀行の産業別与信残高

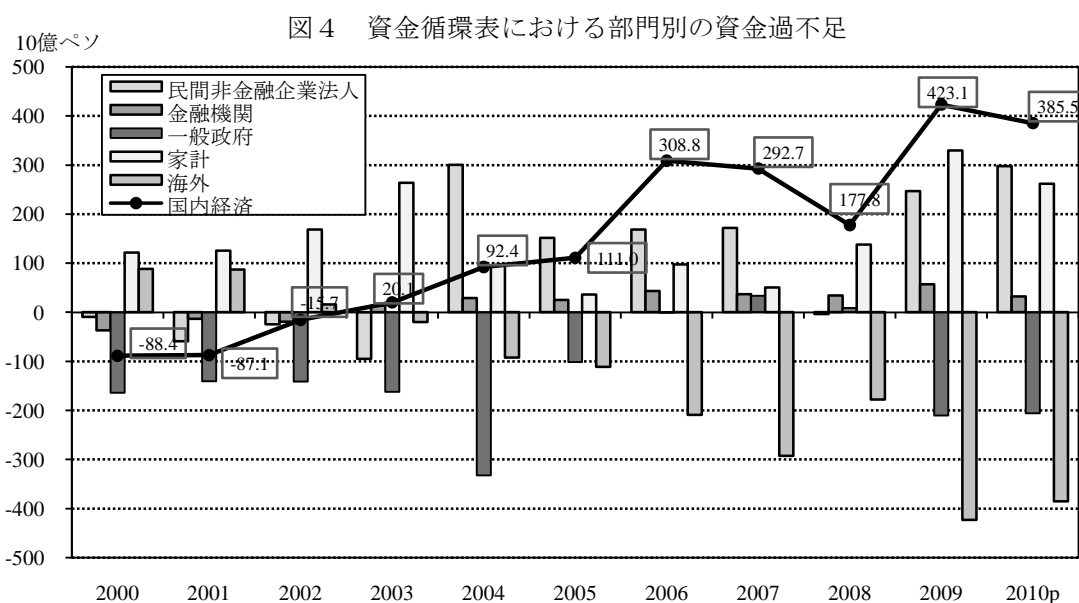


(出所) BSP、National Statistics Coordination Board ウェブサイトより作成。

一方、2000年代に入ってから銀行信用には、危機以前にはない新たな傾向が見られるようになった(図3)。信用残高は1985年以降一貫して増加しているものの、同対GDP比は漸減傾向にあり、2004年末時点で40%以下となった。また、1999年末と2008年末で比較すると、残高は約70%増加している(2009~2010年末では前年比減少)が、産業部門向け与信割合はほとんど変化しておらず、とくに対製造業融資は2003年頃から減少傾向が明らかになっている。また、同図より、新たに顕著となった二つの傾向を

指摘できる。第1に、2005～2006年頃に始まるインターバンク融資、国債保有、BSPと民間金融機関間の特別預金勘定（Special Deposit Account: SDA）等から成る「金融仲介」の増加である。銀行部門全資産に占める融資の割合は40～50%、融資以外の資産では、金融資産が同20%強（うち国債・社債保有が80～90%）、現金や銀行間勘定等が約15%、株式投資は約2%である。ユニバーサル・商業銀行の国債保有率は2000年代に急増し、現在これら約40行により、発行残高の30～40%が保有されている。第2に、「非自営業家計向け融資」（消費者信用・オートローン・個人向け住宅融資など）残高の増加が明らかである。国内金融機関はアジア危機からの教訓として、リスク低減・回避を重要視する保守的な運用姿勢を強める一方で、新たな融資対象として、車両など耐久消費財を含む家計の消費活動、海外労働者（Overseas Filipino Workers: OFW）送金を一部原資に充当したマニラ首都圏を中心とする不動産購入・投資が占める割合を増加させていると考えられる。

このように、貯蓄主体から投資主体への資金仲介という銀行部門の最も基本的な役割が停滞している理由には、アジア危機後の慎重な運用姿勢に加え、2004年以降は政府部門（中央政府）以外の「借り手不在」も深く影響していると考えられる。政府や監督機関による財閥解体・統合の経験を持たないフィリピンでは、企業金融の選好順位として、(1) 内部留保、(2) 銀行融資、(3) 持株会社やグループ内金融会社等からの転貸や私募債・CPの発行、(4) 証券市場調達、の傾向が強いとされる。また、金利上昇や信用収縮期には、銀行以外の資金調達先として系列ノンバンク機関も補完的役割を果たしている。まず、国内資金循環表（Philippine Flow of Funds、純額ベース、図4）では、同年以降、非政府部門全体が資金供給主体（企業部門は同年～2007年の総額ベースで



(注) 部門名邦訳は日本銀行調査統計局 [2011] を参照。2010年は暫定値。

(出所) BSP [various issues] "Philippine Flow of Funds" より作成。

最大の貯蓄主体、2008年は少額ながら借入主体)であることがわかる。蓄積されたこれら資産がどのように「循環」しているのかは、同図の取引内容(表2)と同じくBSPが公表している民間部門の対外資産・負債残高(表3)から理解できる。

表2 非金融法人企業・金融機関の資金取引内容

(A) 非金融法人企業											(10億ペソ)
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010p
資産	512.3	-48.0	393.0	166.4	542.9	199.6	353.7	548.8	654.3	574.8	739.4
現金・預金	52.7	72.7	29.1	10.4	209.3	82.7	131.9	102.0	-38.4	50.8	329.4
株式以外の証券	19.0	11.5	21.8	13.3	4.7	41.6	15.0	33.3	127.9	-132.8	-121.3
融資	12.2	3.1	8.8	9.3	2.2	-7.4	-13.4	-0.2	3.9	353.3	56.8
株式・出資金	6.9	-6.9	30.0	34.6	37.7	11.6	15.1	-3.8	164.5	19.4	56.9
その他売掛金	419.2	-128.9	303.1	97.5	288.8	70.9	196.9	417.4	396.4	292.1	419.5
負債	521.6	10.9	417.3	261.3	242.6	48.2	199.8	377.0	657.4	307.6	441.8
株式以外の証券	16.7	-7.5	12.3	47.6	-163.4	-2.3	54.5	-1.7	35.0	175.8	58.2
融資	45.5	7.2	-78.2	78.7	44.3	-131.9	-39.6	128.3	130.6	122.1	182.8
株式・出資金	44.4	60.7	56.2	64.5	84.5	142.9	144.3	93.3	17.8	6.4	78.5
その他買掛金	415.0	-49.6	422.1	70.5	277.2	39.5	40.5	157.1	474.0	11.3	0.0
(B) 金融機関											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010p
資産	319.9	-15.6	248.6	254.9	276.2	487.5	996.2	1,195.1	817.7	1,347.4	1,767.8
貨幣用金、SDR	0.0	0.7	-0.8	-25.5	-53.7	-77.8	-48.5	-42.3	-16.5	13.4	-53.6
現金・預金	78.7	-87.5	-63.1	-36.7	90.3	177.5	484.4	518.3	69.3	557.9	964.9
株式以外の証券	23.9	94.4	200.8	132.9	104.6	169.8	187.2	468.7	388.1	523.6	679.3
融資	155.5	-59.4	92.2	116.0	98.6	124.9	279.8	159.5	375.8	17.0	246.1
株式・出資金	-5.4	12.4	5.2	7.9	7.9	3.5	21.0	18.6	-42.8	47.9	36.2
その他売掛金	67.2	23.7	14.4	62.4	28.5	89.5	72.1	72.4	68.4	198.7	0.1
負債	356.6	-2.4	267.8	241.3	247.1	462.7	952.7	1,158.2	783.2	1,294.1	1,735.8
現金・預金	165.5	97.4	142.1	80.6	258.4	234.1	828.5	687.1	574.5	645.7	1,246.7
株式以外の証券	-11.1	-13.3	-1.1	-27.6	-22.6	-6.1	49.8	212.2	58.3	194.9	14.6
融資	97.4	-118.0	43.1	72.9	-91.0	163.9	-46.2	31.8	-62.1	-98.8	69.5
株式・出資金	23.0	23.4	30.7	24.9	21.7	21.5	42.8	44.1	88.0	88.1	81.7
保険準備金	25.4	33.0	20.2	21.0	27.0	-0.8	69.4	31.7	28.1	39.1	356.3
その他買掛金	56.5	-24.9	32.9	69.4	53.6	50.1	7.7	151.1	126.2	434.7	-7.7

(注) 2010年は暫定値。法人・金融部門とも割愛した項目があるため、資産・負債合計と一致せず。

(出所) 図4に同じ。

まず企業部門を見ると、2つの特徴が見いだせる。第1に、企業間融資が大部を占める「その他受取収支」、資産サイドの「融資」および「株式」で余剰資金を基本的に調節しており、その規模は金融部門資産サイドの「融資」よりも大きいことがわかる。第2に、2005年を契機に長短期の対外融資を急増させ(2008年以降は大幅縮小)、直近では金融部門に並ぶ規模で国外債券投資と短期マネー市場での運用を行っている。第1の点から、企業部門の資金調達における順位は、(1) 内部留保→(3) グループ内転貸・私募債→(2) 融資→(4) 証券市場へと、外部資金をさらに回避する傾向が強まっていると考えられる。BSPは資金循環の分析において「企業部門の株式保有は、関連企業株

表3 民間部門対外資産・負債残高

(百万ドル)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010p
資産	29,022	30,998	32,300	33,819	40,629	50,423	66,831	65,486	77,166	96,127
直接投資	892	957	1,260	1,389	2,028	2,131	5,667	5,736	6,095	6,581
株式取得・利益再投資	892	975	1,260	1,389	2,028	2,131	5,667	5,736	6,095	6,581
その他投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ポートフォリオ投資	2,667	3,297	4,112	5,022	5,303	6,830	5,907	4,730	8,591	12,050
株式	111	119	167	185	190	119	198	145	165	177
金融機関	22	23	25	31	32	30	25	33	17	18
民間企業	89	96	142	154	158	89	173	112	148	159
債券	2,556	3,178	3,945	4,837	5,113	6,711	5,709	4,585	8,426	11,873
債券	2,174	1,938	2,633	2,816	3,379	4,759	4,583	2,259	6,856	10,197
政府部門	434	436	431	431	350	89	6	0	0	0
金融機関	1,641	1,327	1,940	2,095	1,958	3,182	3,396	1,121	3,494	5,376
民間企業	99	175	262	290	1,071	1,488	1,181	1,138	3,362	4,821
マネー市場商品	382	1,240	1,312	2,021	1,734	1,952	1,126	2,326	1,570	1,676
政府部門	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
金融機関	63	724	675	1,343	991	1,684	926	2,126	991	523
民間企業	319	516	637	378	743	268	200	200	579	1,153
金融デリバティブ								298	127	148
その他投資	9,771	10,379	9,865	10,730	14,804	18,495	21,506	17,171	18,110	14,975
外貨準備	15,692	16,365	17,063	16,228	18,494	22,967	33,751	37,551	44,243	62,373
負債	65,329	68,746	72,787	72,616	77,574	82,267	95,897	92,919	92,534	106,708
直接投資	10,385	11,565	11,411	12,737	14,978	16,914	20,463	21,746	22,931	26,319
株式取得・利益再投資	5,876	7,682	8,044	88,920	10,226	12,020	14,412	15,558	17,226	18,381
その他投資	4,509	3,883	3,367	3,817	4,752	4,894	6,051	6,188	5,705	7,938
ポートフォリオ投資	15,910	17,843	20,524	19,890	23,923	29,152	34,305	28,849	30,156	36,316
株式	1,636	1,863	2,362	2,880	4,345	6,870	10,263	8,913	8,386	9,021
債券	14,274	15,980	18,162	17,010	19,578	22,282	24,042	19,936	21,770	27,295
金融デリバティブ								352	236	309
その他投資	39,034	39,338	40,852	39,989	38,673	36,201	41,129	41,972	39,211	43,764
対外投資残高純額	-36,307	-37,748	-40,487	-38,797	-36,945	-31,844	-29,066	-27,433	-15,368	-10,581

(注・出所) 表3に同じ。

の取得に充当された」としており、上場や株式公開に消極的な国内企業の指向と、安定株主を中心とする構成を強化していることを示すと推測することも可能かも知れない。他方、金融部門では第1に、資産サイドの主要勘定が「現金」・「融資」・「債券」であること、および第2に、2005年以降の対外融資残高(2010年は前年比約3分の2に縮小)と外債保有(2008年は同3分の1に縮小)に増加傾向を示していることがわかる。同部門における債券保有は、資産運用におけるウェイトや公開市場操作手段としての重要性を、対外融資増は余剰資金を国外に移動させていることを示す。さらに、金融部門に特有な点として、SDA³の急増が挙げられる(表4)。2007年4月、BSPが同勘定を政府部門への最低預託金の代替手段として認めたため、同表に見られるように、残高は急速に増加した(直近データである2011年7月末時点では、1兆5,000億ペソ超)。BSPは過剰SDA残高を事業融資に誘導するため、1年後には「6か月以下のSDA短期金利の廃止」と「その他期間金利の低減」を実施したが、現在では銀行部門の資産・負債規模

³ SDAは1998年に、公開市場操作の一手段として銀行間取引口座とは別勘定で創設された。マネーおよび銀行間市場より高い金利が設定されていたが、2005年までほぼ利用実績がなかった。

(約6兆ペソ)の2割相当が、BSP負債勘定の最大残高として滞留していることを示している。

表4 BSP資産・負債残高

(10億ペソ)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010u
総資産	1,135.94	1,231.43	1,358.31	1,259.13	1,292.77	1,571.36	2,035.05	2,344.82	2,566.67	3,195.39
外貨準備(再評価含む)	815.05	874.63	953.05	895.44	974.71	1,119.94	1,494.82	1,782.75	2,047.58	2,721.64
融資・貸付金	88.68	99.09	130.44	121.15	116.15	118.11	103.82	131.30	147.80	111.92
国内証券	143.90	167.32	153.70	105.22	74.90	222.45	329.29	315.73	249.40	245.66
デリバティブ評価益								0.34	0.04	1.34
固定資産	11.94	12.47	12.14	11.52	11.78	12.12	12.30	12.28	12.41	12.88
その他資産	54.56	70.49	101.52	110.91	96.91	94.66	94.82	102.40	109.44	101.95
その他評価益等	21.81	7.43	7.46	14.88	18.31	4.08	0.00	0.00	0.00	0.00
負債	974.50	1,050.07	1,155.98	1,037.53	1,044.63	1,304.60	1,860.63	2,103.82	2,327.87	3,024.02
通貨発行	245.00	271.70	297.78	322.47	336.56	384.49	433.85	545.09	582.53	601.27
預金	337.74	339.17	330.42	280.02	317.89	571.20	1,059.99	1,029.59	1,278.74	1,973.64
財務相財務局	86.51	78.89	104.23	60.29	87.84	108.55	167.38	141.92	143.76	110.14
SDA	0.00	0.06	0.00	0.00	0.06	51.76	385.48	402.40	549.12	1,239.08
外資系金融機関	144.63	124.18	110.37	97.77	82.51	55.07	51.96	48.23	51.49	41.84
その他預金・準備金	106.59	136.43	115.82	121.95	147.47	355.83	455.18	437.03	534.36	582.57
海外借入	212.90	195.23	238.67	178.13	147.39	51.69	5.86	78.04	4.21	2.68
デリバティブ評価損					0.01	3.89	18.29	0.45	10.17	6.96
償還債券	91.73	96.07	92.39	85.44	46.31	39.62	32.60	33.40	32.52	21.90
逆レポ操作	28.20	52.37	70.91	47.19	122.87	228.69	295.21	252.48	265.37	285.24
その他負債	9.77	10.70	9.27	14.10	7.10	7.23	7.16	6.38	8.98	13.83
その他評価損等	45.15	84.84	119.53	110.18	66.50	17.76	7.67	158.38	145.32	118.50
純資産	161.44	181.35	202.33	221.60	248.14	266.76	174.42	241.00	238.81	171.37

(注) デリバティブ評価損益は、2008年より正式に統計に組み入れられた。2010年は未監査。

(出所) BSPウェブサイトより作成。

以上のように、企業(実業)部門と金融部門は、それぞれが内部留保の蓄積と国内外での資産運用という2つの傾向を強めていることがわかる。2000年代に入ってから断続的に続く先進国発の経済・金融危機の影響を受け、企業部門が事業計画の中止や縮小を決断して過小投資に陥り、結果として純貯蓄主体となっている可能性もあるが、両部門における上記の傾向から、国内では企業・金融部門間の金融仲介は必ずしも有効に機能しておらず、信用供与不全の状態にあるとも考えられる。

2. 資本市場整備の進展

2.1 国債市場

1985年の政変以降、1986～1993年まで、ペソ建て国債(財務省証券、Treasury bill: T-bill)ならびに Treasury bond: T-bond)は償還期限1年未満(364日まで)のみが発行されていた。財務省財務局(Bureau of Treasury, Department of Finance: BTr)は1992年に外貨建て国債発行を再開し、ペソ建て長期債については1994年に2年債、翌年に5年債、1997

年に 20 年債、2000 年には 25 年債も発行している。先進国通貨建て国債発行は、中央政府の重要な資金調達手段の一つであり、2000 年代後半から元利支払にかかわる為替リスクを低減させる目的で残高自体は減少傾向にあるものの、LIBOR や米国財務省証券との金利スプレッドを勘案しつつ、新興市場諸国のなかでも積極的に利用していると言えるだろう。国内投資家に対しては、2001 年から最低額面金額 5,000 ペソの小額面国債 (retail bond) の発行を始め、2010 年には 10 年までの基本的な長期債を揃えた。

発行市場は、(1) BTr が認定する国債ディーラー (Government Securities Eligible Dealers: GSED) を対象に入札自動処理システム (Automated Debt Auction Processing System: ADAPS) 上の電子処理による競争・非競争定期入札と、(2) 地方政府・国営企業と取引諸税を免除された特定機関のみを対象に、直近のイールドを算出ベースとして毎日行われる店頭取引がある⁴。2008 年 3 月には、入札制度の他に流通市場価格 (次項参照) を参考に交渉ベースで取引される T-bill 発行も始め、期間別の安定的消化のための手段を整備してきたと言える。

BTr にとって、国債の安定的消化とならび、その期間構成も重要な債務内容上の要素であり、より低利な長期資金の調達は必須である。そのため、2010 年 4 月に償還期間 10 年および 25 年の「ベンチマーク債」⁵を計 1,995 億ペソ発行し、発行済み通常国債との交換 (bond exchange) を行っている。その目的は、(1) 国債の安定的なイールドカーブを最長 25 年まで形成すること、(2) 長期の民間資本を動員することにより、政府の PPP (public-private partnership) 計画を支援すること、(3) 政府の債務構成の長期化と平準化を実現すること、(4) (国内外の) 低金利が続く環境下で、政府の利払い負担を軽減することにある。1990 年代まで国内外債務の利払いが中央政府財政の 30%以上を占めていたフィリピンでは、(4) は債務管理の観点からも BTr の重要な責務である。同様の目的で、2011 年 10 月には米ドル建て国債で 5 億ドル (償還 12 年、クーポン 6.375%) を調達し、既発ユーロ・米ドル建て国債 13 億ドル分を買い戻す (うち一部はペソ建て国債に転換) とともに、同時点で残高 175 億ドル相当を残す外貨建て国債の将来的な追加買い戻し資金とした。

また、制度面では 2010 年に財務省令 (Department of Finance Order No. 20-2010) によって国債の発行から引き受け、売買、償還および決済にかかわる包括的な取引規則を改正した。これにより、(1) 潤沢で統合的な国債市場を提供することで投資家を誘引し、政府の資金調達能力を高める、(2) 課税上の地位の差違にかかわらず、国債市場で取引を行う投資家を多様化させる、(3) SEC 監督行政下で関連法・規則に則り、秩序ある環境と組織立った流通市場への適切な監督を確立すること、(4) 市場価値に左右されず、全ての国債投資家へ同等利益の享受を保障する流通市場における最低限の基準を確立

⁴ GSED は銀行 36 (うち外資系 10)、準銀行免許取得ノンバンク 4、同免許未取得ノンバンク 2 機関で構成される。免税機関には、民間年金基金や政府系保険・年金基金がある。

⁵ ベンチマーク債のイールドカーブおよび過去のデータは GSED 等が会員となっている Money Market Association of the Philippines (MART) が蓄積し、FIE 経由で公表している。

すること、を目的としている。

2.2 社債市場：流通市場の発足と株式市場との連携

国債・社債のうち、確定利付債の流通市場として債券取引所（Fixed Income Exchange: FIE）が 2005 年 3 月に発足した。設立に関して中心的な役割を果たしたのは、銀行協会（Bankers' Association of the Philippines: BAP）と投資会社協会（Investment House Association of the Philippines: IHAP）である。FIE はディーリング・システム持株会社（Philippine Dealing Systems Holdings Corporation: PDS）とその 3 子会社によって所有・運営され⁶、全取引をオンライン処理で行う同国初の取引所である。開業当初はディーラー＝銀行間の国債取引のみを行っていたが、2007 年 11 月に、市場流動性の確保には欠かせないとされる保険会社や年金基金などの機関投資家を加えた大口取引中心の「プロフェッショナル間市場」（Inter-Professional Market）に改組する一方で、翌年 2 月には個人投資家がブローカーをつうじて売買注文を置くことができる「一般市場」（Public Market）取引を開始した。これにより、個人投資家に多様な確定利付債取引へのアクセスを提供するとともに、マーケット・メーカーによる気配値（残高 80 億ペソ以上のベンチマーク債 12 指定銘柄）だけでなく売買注文による自動取引機能（auto match platform）も可能になった。

さらに、2007 年 12 月には、アヤラ・コーポレーション（Ayala Corporation）の 5 年物確定利付債（2007 年発行、償還 2012 年）の上場を第 1 号として、社債流通市場としての機能も開始した。翌年には、Basel III に対応するため金融機関（銀行）が発行した Lower Tier 2 区分の無担保劣後債の上場、また、2010 年 5 月からは長期譲渡性定期預金証書（long-term negotiable certificates of time deposit: LTNCD）⁷の上場受け入れを開始した。社債流通市場発足時から 2011 年末までに、のべ 23 社による 35 債券（合計約 2,100 億ペソ＝約 4,000 億円）の上場があり（表 5）、同年末の上場額合計は 2,000 億ペソ弱となっている。これまでのデータからは、(1) 一企業の複数回上場や同一ビジネス・グループ系列企業の上場が大半を占めているため、社債発行と流通市場の活用に積極的な少数の大グループと消極的なその他多数のグループに分化していることが明らかである、(2) したがって、社債発行残高に占める流通市場上場額は 50%程度に留まっている、(3) (そ

⁶ 確定利付証券取引所免許を 2004 年 4 月 20 日に SEC より取得した Philippine Dealing & Exchange Corporation (PDEX)、証券登録・保管業務を行う Philippine Depository and Trust Corporation (PDTC)、および PDS 以下グループ企業への精算・決済面での技術的サポートを行う Philippine Securities Settlement Corporation (PSSC) の 3 社。その後、PSE (20%) およびシンガポール証券取引所 (SGX、10%) も PDS の株主となっている。SGX や PSE の出資は、将来的に FIE が商品先物や OTC デリバティブ取引を導入するための戦略的パートナー合意にもとづいている。

⁷ 最低預入期間は 5 年、通常の法定準備金 (2%) を除く流動性準備金の対象外となる。他の預金と保証上限 (現在 50 万ペソ) を同額として、2011 年 10 月より預金保険の保証対象となった (BSP Circular No. 304, Series of 2011、金融理事会決議 2011 年 10 月 18 日)。

表5 FIE への社債上場企業の業種・金額 (10億ペソ)

		2007	2008	2009	2010	2011
持株会社	上場数*	1	1	--	2	1
	金額	10.00	6.00	--	19.00	10.00
不動産・建設	上場数	--	1	1	4 (2)	1
	金額	--	4.00	5.00	15.00	3.00
金融（銀行）	上場数	--	--	5 (2)	2 (1)	2
	金額	--	--	29.50	5.00	7.67
食品・飲料	上場数	--	--	3 (1)	1	1
	金額	--	--	38.80	5.00	4.52
電力・水道	上場数	--	--	3 (2)	2 (1)	2 (1)
	金額	--	--	16.00	30.00	3.00
通信	上場数	--	--	2 (1)	--	--
	金額	--	--	5.00	--	--
金融会社**	上場数	--	--	--	--	1
	金額	--	--	--	--	5.00
合計	上場数	1(1)	2 (2)	14 (7)	11 (7)	8 (7)
	金額	10.00	10.00	94.30	74.00	33.19

(注) * : () 内の数字は企業数。

** : 準銀行免許取得の金融会社 (a financing company with quasi-banking license)。本文注9参照。

(出所) Philippine Dealing & Exchange Corporation ウェブサイトより作成。

もそも社債発行に消極的ではあるが) 製造業企業の債券が未上場、などの市場規模拡大への懸念材料が挙げられる。また、FIEの上場基準は「上場申請時に、該当する政府機関によって適切に承認された格付会社の格付けを取得していること」、「格付けの継続的な取得を行うこと」等と規定するのみでランクの下限を指定してはいないが、民間あるいは政府系企業にかかわらず、発行体ならびに上場債券のうち確認できるものは全て最高 (Aaa) 格付けを取得・維持していることから、発行体サイドが自身と発行債券の格付け結果によって上場可否を慎重に決定している可能性は指摘できよう。結果として、発行残高に占める流通市場上場額が 50%程度となり、社債流通市場の低迷をもたらす一因になっていると考えられる。

他方、FIE は 2007 年より、ディーラー間・プロフェッショナル間・一般市場を統合し、「複合取引システム」(Multilateral Trading System) を設置する計画の実現に向けて準備中である。将来的に流通市場へのアクセスをさらに向上させることが第一義の目的だが、同計画には (1) 外貨建て国債も上場商品に加えること (2010 年 5 月、米ドル建て小額面国債の取引開始)、(2) 証券貸借取引 (Securities Borrowing and Lending: SBL、2010 年 5 月開始)、レポおよび先物取引の開始も含まれており、PDS に担保証券管理、証券貸出機能、証券プーリング機能を段階的に付加する側面も持っている。さらに 2008 年 2 月には PSE との基本合意によって、外為取引も含めた株式＝債券市場間でのデリバティブ商品の開発、業務上および商品構造上の問題点の検討、設立予定のデリバティブ市場におけるガバナンス・システムについて共同開発に着手した⁸。こちらは資金調

⁸ このような市場間取引手段の拡大に同調し、BSP は 2010 年 10 月、居住者による国内取引承認銀行 (agent bank) をつうじたオフショア発行フィリピン国債の年間購入上限額の引き上げ (30 万ドル→60 万ドル) を行った。また、2011 年 1 月には、貯蓄金融機関 (thrift bank) 本支店によ

達やリスク管理に関して効率的なヘッジ手段を提供するとともに、銀行・投資銀行・証券ブローカー間取引を促進し、キャッシュ市場取引を補完する目的がある。

3. 資本市場育成への課題

売買株数は低迷しているものの、リーマン・ショックを乗り越え 2008 年に底を打ったとされる株式時価総額は同年～2010 年に 20～30% 台の伸長を見せた。また、国債イールドカーブは国内外の低金利を背景に 25 年まで形成され、社債市場も近隣諸国との比較では規模・伸び率ともに非常に小さいが、発行残高と対 GDP 比は増加しつつあるとも言える。しかし他方、フィリピンでは株式・社債とも発行体・市場参加者数は限定され、これが取引量ならびに流動性増加への阻害要因となっている。本節ではそれら要因の背景について、(1) 供給（発行体）面、(2) 需要（投資家、とくに個人）面、(3) 制度・監督機関に分けて整理する。

3.1 供給（発行体）サイド

株式・債券市場ともに発行体（市場の供給サイド）が、持株会社、食品・飲料、電力等インフラ関係、不動産・建設、銀行などの特定業種と、大手企業グループに属す各業界最大手や優良企業に集中し、製造業に代表される実業部門による発行事例が少ない点は既に述べた。このような状況では、特定銘柄への取引集中や各指標・指数構成における特定企業・銘柄の占有率にバランスを欠いたり、これら取引に影響を受けて価格変動幅（volatility）が大きくなる可能性が高まる。

まず、フィリピンでは企業グループの解体・統廃合の経験を持たず、資金調達における内部資金を最優先する傾向と、外部株主や市場での資金調達を回避する傾向が強いことは先に挙げた。債券市場に関しては、他の手段として、企業グループ内のノンバンク（金融・投資会社 [financing company あるいは lending company (investor)]⁹等）によるコマーシャル・ペーパー（CP）や私募債による資金調達も一般的に行われていることも市場育成と関連させて考慮すべきだろう。同国会社法では、市場公開での債券発行は

る外貨建て債券投資を許可している。

⁹ 投資会社は投資（融資）事業の原資を合計 19 人・法人以上から取得してはならないが、金融会社は準銀行免許を BSP より取得すれば、預金受入・投資資金調達を一般個人・企業から行うことが可能。2009 年時点で SEC に登録している法人数は、投資会社 252、金融会社 693 である（SEC ウェブサイト参照）。本文下記で使用したデータ（2011 年 9 月に SEC で行ったインタビューにて取得）では、このうち約 40 社がほぼ毎年 CP・私募債による資金調達を行っている。各社の調達額は長短期とも数千万ペソ（中央値）であるが、なかには数十億ペソ単位を調達する投資・金融会社もある。なお、金融機関や持株会社、不動産・建設企業が発行する短期 CP は、100 億～数千億ペソ単位になる場合が多い。

株主総会の決議事項だが、CP・私募債発行は取締役会採決で実行可能である。発行予定総額や償還期限により区分はあるが、見込み発行額と引受け予定個人・企業等を SEC が審査し、1年間の総枠発行期限が認められる。例えば、2007～2009年のデータでは、ノンバンクだけでも年間平均約 52 社（うち上場済み 6 社を含む）が SEC の承認を得ており、長短期合わせて各年 1,500～2,000 億ペソの資金調達を行っている。2000 年以降から徐々に蓄積されてきた現在の社債発行残高約 4,000 億ペソと比較しても無視できない規模であるだけでなく、借換・期間リスクも回避できる可能性が外部金融より高い調達手段である。

株式市場株式市場についても同様である。同時に PSE は上場企業数約 250 社（2000～2010 年の新規上場数は 10 社程度）の小さな市場であり、公開比率を高めることは重要であるが、急激かつ強力で推進すれば最低公開率未達企業の自主的廃場と取引銘柄の減少をもたらしかねず¹⁰、さらに市場規模が縮小する可能性がある。さらに現状では、既上場企業と新規株式公開（IPO）や不動産投資信託・個人年金運用会社、特別目的会社等の上場基準との齟齬を調整する必要もある¹¹。フィリピンにおける企業金融の「多様化」とは、ABMI 発足時の基本概念である「銀行融資依存からの脱却と期間ミスマッチを解消する市場での長期資金調達」という 2 選択肢（あるいはその混合）とは合致せず、供給サイドに株式・債券市場を選択させるより強い何らかのインセンティブ付与を検討する必要があるかもしれない。

3.2 需要（投資家）サイド

2009 年頃から、OFW 送金を含む個人貯蓄を資本市場へ動員する市場性貯蓄商品（個人向け投資・退職金運用口座 [Personal Equity and Retirement Account: PERA] や不動産投資信託 [Real Estate Investment Trust: REIT]）に関する法制化が実現した。立法・施行の背景には、商品多様化による貯蓄率引き上げと、主要プレーヤーが従来外資系金融機関であったために、海外ポートフォリオ投資の停滞・流出超からの回復に時間を要する証券市況がある。しかし、事業会社に対する上場条件の厳しさなどから¹²、いずれも現

¹⁰ 2011 年央に PSE が最低公開比率 10% の遵守を厳密に求めた際、未達企業数は 2 割に達していたと言われる。なお、同年 10 月頃から自主的廃場を株主総会で決定したり、既に PSE に申請・受理された企業は 2012 年 2 月末時点で 4 社 (PLDT Communications & Energy Ventures, Inc., Keppel Philippine Marine, Chinatrust (Philippines) Commercial Bank Corporation, Digital Telecommunications Phils, Inc.) にのぼる。

¹¹ 例えば、IPO を行う企業や不動産投資信託会社が PSE に新規上場する場合、最低公開率は 30% である。

¹² 例えば、REIT 法に関しては、2010 年 9 月に SEC・PSE を含む関係機関の実施規則が制定済みである。しかし、参入企業には PSE 上場が義務づけられ、①最低資本金 3 億ペソ、②上場時に発行総残高 3 分の 1 相当を公開し、50 株以上を保有する株主 1,000 人以上を持つ、等の地場企業にとっては厳しい条件が課せられているため、現在までに REIT 企業の設立・上場実績はない。

時点で商品販売には至っていない。「資本市場への国内貯蓄の動員」という観点からは、国内貯蓄率の低さ（近年は 2000 年代後半では 20%程度）と 1980～1990 年代における貯蓄型保険商品の運用をめぐる問題が影響し、個人投資家が資本市場に対して持つ警戒感が障害となっている。既存の投資信託¹³は 2011 年末で資産総額約 16 億ペソ（うち 1 商品の資産額が半分を占める）と、まだ発展段階にある。株式市場においても個人・小口投資家口座が占める割合は全口座数の

さらに、貯蓄動員を喚起し資本市場へ資金供給する手段を講じるには、市場で株式・債券を発行する企業資金調達の活発化を伴わねばならず、前項で挙げた「発行体と市場銘柄の増加」との因果循環的な状況が生じていることもフィリピン市場では重要である。REIT・PERA 口座を含む運用資金がリスク分散と配当を維持するには、民間発行体による商品多様性に富む市場を必要とするからであり、他の運用選択肢が少ない状況では、同法が企図する「国内貯蓄を資本市場投資へ誘導し、開発資金を動員する」ための原資が、リスク回避を目的として国債購入・保持の形で公的部門に吸収され、政府部門が民間への投資をクラウド・アウトする結果になることも考えられる。

3.3 制度面・監督機関

前項までの問題を改善する選択肢の一つには、市場取引コストの削減によって、個人を含む投資家層を拡大する REIT・PERA 口座の販売・運用面で施行を補完し、また、発行体への配慮も必要である。2008 年 3 月には、FIE が個人投資家の市場参加を促す PDS Small Investors Program（国債投資残高が 10 万ペソ以下の個人投資家からの 1 取引 5 万ペソ以下の売買注文に対する取扱・決済手数料 [1 取引毎に徴収] の免除）を開始し、2009 年には改正内国歳入法で印紙税（株式売買取引 200 ペソ毎に 0.75 ペソを賦課）の廃止は実現したが、債券投資に対する源泉徴収課税（国債 20%、社債 30%）をはじめ、フィリピン市場のアジア域内諸国と比較しても高率であり、非居住者にも適用されるなど課税対象も広い（表 6）。

取引コスト低減がなかなか実現しない背景には、中央政府の財政難から税収減を嫌う財務省や予算管理省の意向が働いており、監督機関（SEC、BSP および市場自主規制機関 [self-regulatory organization: SRO] としての PSE や FIE）の調整能力が強く要請される。既存実施規則間の齟齬を企業グループ系事業会社や金融機関にとっても（短期ではなく）中期的に実施可能なスケジュールにまとめ、株式公開割合・上場数を高めるとともに、先に挙げた取引費用のみならず発行費用の削減も実現し、事業規模が市場参加への障壁となる状況を改善していく必要がある。SEC には関連法整備や市場システムの向

¹³ 株式・債券・マネー市場・バランス型の 4 種に分類されており、2011 年末時点で計 48 商品（うち米ドル建て運用 13）が販売されている。株式投資型資産額のみで約 10 億ペソ、うち 1 商品の資産額が 8 億ペソ強を占めている（Philippine Investment Funds Association のデータによる）。

上を目標とする中期行動計画（SEC Blueprint 2005-2010）があるが、現状では主に、個人資金誘導や上場・公開率を促進するための資本市場税制・企業統治の改善、証券法改正による SEC の市場調査機能強化などに関する未達項目が多い（付表参照）。同計画の評価は既に実施されているが（現時点で未公表）、その分析や結果をもとに、PSE の二部上場や 2006 年の発足以降低迷している中小企業ボード振興、さらに ASEAN+3 債券市場イニシアチブを含む、市場育成のための次期行動計画を策定するのも有用な手段の一つとなる。

表6 フィリピンにおける債券投資課税

	居住者および非居住者	
	利子所得	キャピタル・ゲイン
国債および公債	源泉徴収課税：20% （対非居住者は30%であるが、租税条約締結により減免可。例：日本は日比租税条約により15%）	原則非課税 （対非居住者には一般的に30%を適用）
社債およびCP	社債からの利子所得：源泉徴収課税30%	株式取引：利益額10万ペソ以下には5%、10万ペソ以上には10%

（出所）Asian Bonds Online 等より作成。

おわりに

本章では、2000年以降のフィリピンにおける企業金融と資本市場の整備・振興の現状を見てきた。先進国発の金融・経済危機が及ぼした金融市場への影響は一時的・比較的深刻なものではなかったとされるが、同国では、企業部門が内部資金や系列ノンバンクを利用することによって資金調達における外部金融を回避する指向が強く、発行体や案件、取引銘柄などが増加しにくい資本市場、法律や実施規則、参入企業への上場基準等によって新たな個人向け市場性金融商品が販売されにくい現状と、取引コストなどの制度上の問題点が相互に影響を与えており、近隣諸国と比較しても小規模な資本市場の成長を鈍化させているという状況にあると考えられる。結果として、「国内貯蓄の動員による企業金融（とくに実業部門）の多様化と、期間ミスマッチの解消」という ABMI の基本目的を勘案すると、フィリピン資本市場を活用している企業・業種や市場参加者とは乖離していることが指摘できよう。

2008年8月に発表された「新 ABMI ロードマップ」(New ABMI Roadmap) では、(1) 現地通貨建て債券発行の促進による供給面の強化、(2) 現地通貨建て債券への需要喚起、(3) 規制枠組みの改善、(4) 債券市場関連インフラの改善が唱われている。フィリピンにおいては、市場プラットフォームとして PSE と FIE が中心となり、PDS が開発・改良を続ける決済・保管システム下で、現在は分断されている国債・社債・株式市場の機能的統合と、より洗練された市場を持つ域内諸国や先進国市場との戦略的提携によつ

て総合的かつ多様な取引の実現を目指していると考えられる。例えば、PSE は域内市場とのクロスボーダー取引の導入に意欲を見せており、1990 年代半ばには閉鎖していた後場を 2011 年末より再開させた。市場商品の多様化と取引インフラの改善・高度化を FIE と共同で実施するにより、域内からの海外投資資金流入を期待しているとも推測できる。しかし、ABMI に代表される域内金融協力枠組みは、これらスキームに関与することによって、国内市場参加者が「市場の利益を享受できるか否か」が問題である。このような点をふまえ、次年度はさらにフィリピンの資本市場構造について分析を深め、金融協力枠組みへの取組みに対する方向性を考察したい。

付表 SEC Blueprint 2005-2010 の要点と成果

目 標	行 動 計 画	成 果 (部分的実施含む)	実行年 (当初目標)
本計画への政府・民間部門の支持と進捗監視機関のSEC内設置	MTPDP への明記	→NEDA 承認	2004
	財務省の承認	→財務省承認	2006
	SEC 内に進捗モニタリング部署設置		2006
資本市場への個人貯蓄の動員	経済運営の安定と財政均衡達成*		(2008)
	2010年の貯蓄 GDP 比 30% * 同上、投資 GDP 比 28% *		(2010)
税制合理化による金融部門へのインセンティブ付与、個人年金口座の開設	資本市場開発委員会 (CDMC) による政策文書作成	DOF 報告書	2006
	公的年金への自発的積増し制度化、個人年金基金口座等に関する法律制定	議会に4法案提出 →PERA 法制定 (2009)	(2010)
証券取引所への上場と長期資金調達への促進	PSE 取引時間の延長		(2007)
	上場企業の義務的株式公開率の強化	PSE によるルール作成 (指標銘柄の最低公開率 10%)	2006
	取締役会規模のモデル策定		(2006)
	IPO 促進のための発行・取引税減免	取引印紙税廃止 (2009)	(2007)
	マージン貸し・空売り*・債券貸借取引等に関する規定の策定	債券貸借規定の制定・PSE での適用開始 (2006)	(2007)
	資産担保証券 (ABS) 関連法の制定・導入	REIT 法制定 (2009) → 施行 (2010)	(2005-2008)
	PSE による市場監視システムの導入	システム導入・稼働	2007
	新市場取引決済システムの導入		(2008-2010)
	投資家/債権者保護の促進	SEC による SRO ルール作成	2006
	流通市場規模の拡大	PDEX 設立・業務開始	2005
市場参加者間の公平確保	改正投資会社法、Lending Companies 規制法の制定		(2007-2010)
	投資家保護機関の設置		(2008)
複数監督機関にまたがる金融機関・商品に対する監督の合理化	金融関連税制改革プログラムの策定		(2007-2008)
	金融部門フォーラムの機能強化		(2006-2010)
SEC の監督機能強化	改正証券法の制定		(2008-2009)
	SEC 調査部の機能強化		(2007)
	SEC、最高裁、司法学士院による経済訴訟関連の研修		(2007-2010)
IAS、リスク・ベース評価の導入と情報開示の強化	SEC 規制への IAS および ISA の適用	IAS の導入、公認監査役の認定	2005
	SEC によるリスク・ベース自己資本比率の制度化	SEC による規則作成	2004-2006
国際基準の適用および地域金融協力への	SEC による ASEAN ロードマップの実施	ASEAN 取引所間提携合意書調印 (2009)	(2007)
	PSE ほか取引所と SEC による海外市場との協力・提携強化	NYSE と業務・技術提携調印 (2008)、深圳・ホーチミン・韓国取引所と情報共有合意調印 (2009)	(2006~)
	IOSCO-IFRS 多国間協定の署名	IOSCO へ署名文書提出	2006
投資家教育	高校・大学等教育機関でのプログラム開始	カリキュラムへの PSE 職員派遣	2009~
	主要投資商品 (投資信託・株式・債券等) の格付けシステムの検討		(2008)
	マニラ首都圏外における投資家教育	PSE によるセミナー実施	2007~
企業統治の強化 (OECD 企業統治原則 II の適用)	少数投資家の権利保護規定の制定		
	独立取締役、コンプライアンス部署の導入に関する調査		(2007-2008)
	情報開示 (年報記載事項) の強化		

(注) 行動計画欄内に* がある項目は、本計画策定以後の経済状況や市況等により、実現困難/不適と考えられるもの。
(出所) SEC、PSE および下院ウェブサイトより作成。

[参考文献]

<日本語文献>

柏原千英 [2009] 「国際資本とフィリピン経済——再編なき金融改革と国内市場の構造——」(国宗浩三編『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』研究双書 No. 591 アジア経済研究所 309-352 ページ)

国際通貨研究所 [2009] 『東アジア地域における資本市場（株式及び外為規制等）の地域協力の可能性等に関する調査』財務省委嘱調査 財団法人国際通貨研究所
(<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/2101eastasia.htm>)

日本銀行調査統計局 [2011] 「資金循環統計の解説」日本銀行
(<http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exsj01.pdf>)

<外国語文献>

Asian Development Bank (ADB) [various issues] “Asian Bond Monitor,” Manila: ADB.

Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) [2010a] *BSP Annual Report*, Manila: BSP.

_____ [2010b] “Status Report on the Philippine Financial Sector, Second Semester 2010,” Manila: BSP.

_____ [various issues] “Philippine Flow of Funds,” Manila: BSP.
(http://www.bsp.gov.ph/publications/regular_fof.asp)

Bureau of Treasury (BTr) [2009] *Statistics Handbook 1986-2008*, mimeo, June 2009, Manila: BTr, Department of Finance, the Philippines.

National Economic Development Authority (NEDA) [2011] *Philippine Development Plan 2011-2016*, Manila: NEDA.

Philippine Stock Exchange, Inc. (PSE) [various issues] *Annual Report*, Manila: PSE.

_____ [various issues] *Fact Book*, Manila: PSE.

<ウェブサイト>

Asian Bonds Online: asianbondsonline.adb.org

Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP): www.bsp.gov.ph

Bureau of Treasury, Department of Finance (BTr): www.btr.gov.ph

National Statistics Coordination Board: www.nscb.gov.ph

Philippine Dealing & Exchange Corporation (FIE): www.pdex.com.ph

Philippine Rating Services Corporation (PhilRatings): www.philratings.com

Philippine Stock Exchange (PSE): www.pse.com

Philippine Investment Funds Association: <http://pifa.com.ph/>

Securities and Exchange Commission (SEC): www.sec.gov.ph

(全 URL の最終アクセス : 2012 年 2 月 29 日)