

総論

柏原 千英

要約：

フィリピン資本の企業グループ自体や、それら企業グループ内の所有構造、資金調達・提供に関する調査研究は少なく、国内経済に占めるウェイトの大きさにもかかわらず、不明な部分が多い。その主因は、トップの持株会社はもとよりグループ内企業の証券取引所上場数が非常に少なく、財務諸表のみならず全般的な情報開示が不十分だからである。

本研究会では、企業グループを中心としたフィリピン企業の投資・資金調達活動に関する研究をすすめるため、端緒として主要な企業グループとその中核持株会社の概要と、企業グループ系列・独立系（非企業グループ系）・外資系ユニバーサル／商業銀行の近年における融資動向をまとめた。

分析結果からは、企業グループに関して、(1) グループの全体像を把握するためには、中核持株会社の連結財務諸表以外からも情報が必要であること、(2) 主な持株会社の負債／資本比率は概ね 100%以下であり、保守的なグループ経営をしていると考えられることが挙げられる。また、銀行部門に関しては、(3) 国内資本の銀行部門が融資を急激に増大させたのは 2010 年以降であること、(4) 現時点では、グループ系列であるか否かを基準として一定の融資傾向があるとは判断できないこと、(5) 外資系（とくに欧米系）銀行のフィリピン国内における融資縮小は 2000 年代初頭から始まっており、国内資本銀行が外資系ライバルの動向如何で迅速に与信量を増減しているとは考えにくい、(6) 金融部門の連結財務諸表は銀行を頂点とするグループ構造となっており、各行の連結決算のみでは企業グループ内における金融部門の役割やその大きさを把握するには不十分であること、が指摘できる。

キーワード：

フィリピン 企業グループ 持株会社 ユニバーサル／商業銀行

はじめに

本研究会は、国内企業グループに関する財務・事業構成、グループ内外での資金調達行動、グループ内金融機関の位置づけ等、今後のフィリピン企業研究の基礎となる分析を行い、知見を生み出すことを目的とする。2013年度に作成した非上場を含む製造業企業と金融機関および持株会社の財務データをもとに、投資傾向や資本構成の変化、資金調達における選好に関する実証分析を行い、同時に、作成した財務データをクロスカントリー分析や比較が可能となるようさらに調整・見直すことにより、利用可能性の拡大と精緻化を目指している。

フィリピン企業に関しては、財務データの入手制約を理由として、実証・論述研究ともにその蓄積は薄い。なかでも、非上場企業を含む長期時系列データを用いた実証分析が困難である背景には、(1) フィリピンでは必ずしも全ての業界大手～中位企業が上場済みとは限らない、(2) 企業間融資や余剰資金の運用状況、資金調達傾向を、持株会社のみ財務諸表から考察するには限界がある、等が挙げられる。これらを理由として、分析対象とする業種の発展（あるいは停滞）の原因やそのメカニズムを明らかにしきれないという課題を抱えており、東南アジア諸国やラテンアメリカ諸国を対象として研究所内外で蓄積されている企業（グループ）研究は、フィリピンに関してほとんど行われてこなかった。また、産業部門別の投資・事業活動に関する時系列あるいは実証研究等の蓄積は不十分で、ASEAN 5 など他国との比較研究への展開も、上場企業など限定的にのみ行われているのが現状である¹。

本論では、フィリピン企業グループの概要と中核持株会社による関連会社への出資傾向をまとめた第1章、国内資本／外資系ユニバーサルおよび商業銀行の2000年代以降における融資動向をまとめた第2章の内容を紹介し、今後の課題について述べる。

1. 各章の概要

1.1 第1章 フィリピンの企業グループ

本章は、フィリピン国内の主要13企業グループについて、事業概要と中核となっている持株会社の動向をまとめている。本文でも述べられているように、内需型産業を中心に事業を展開している国内企業グループの存在は、フィリピン経済にとって非常

¹ フィリピン企業の投資傾向や、国内金融部門の与信および金融政策への反応等について分析した先行研究については、各章の本文および参考文献を参照されたい。

に大きい。他方、近年では外資（海外）企業の買収や業務提携などにより、外食・小売、不動産開発事業において海外進出を行うグループも出てきており、その活動は多様化を見せ始めた。しかし、これまで全体像や所有構造に関する調査・研究が進んでいないフィリピン企業グループの内容を把握することは、実は容易ではない。新聞社や民間データ会社が公表する企業ランキング等²で上位にある企業でも、フィリピン証券取引所（Philippine Stock Exchange: PSE）に上場しているのは80社に満たず、非連結子会社および関連会社を所有するケースが多いからである。さらに、中核持株会社が非上場であれば、子会社ないし関連会社全てを特定することも困難になる。

このような問題はあるが、ランキングや企業データ、新聞報道記事等を用いて補完し、本章で取り上げた13社（グループ）については、以下の特徴を指摘できるという。第1に、大手企業グループは持株会社による出資と所有関係（統治）によって、主として不動産、小売、インフラ事業関係に商機を見いだし、内需型産業を中心に拡大を続けていることである。このような事業展開の過程で、事業部門を統括する会社（下位持株会社とも見なせる）や新会社を上場させる例も見られる。とくにインフラ事業への参入は、2010年に発足した現アキノ政権が主要政策のひとつとして、官民共同（public-private partnership: PPP）手法の活用を大型公共インフラ整備事業への位置づけたことに起因する新たな動きといえよう。

第2に、資金供給体としての中核持株会社の規模である。2007～2013年における持株会社13社の出資金合計額の伸び率（179%）は、同時期における商業銀行全体の総融資額（total loans at gross）の同率（94%）よりも大きく、名目GDPの伸び率（68%）を上回っている。半面、持株会社自体の負債比率は概ね100%を下回っており、2007年以降における持株会社による出資拡大の過程で、①負債比率が100%超であった持株会社は同比率を引き下げ、②2007年時点で既に100%以下である場合には、これを超えない範囲で負債比率を増加させる、という2類型に大別できる。近年の国内経済の好況やそれに伴う民間消費の拡大を背景にしているにもかかわらず、企業グループの中核持株会社は、外部資金の調達については保守的な傾向があると考えられる。

これらの特徴から導き出せる今後の課題として、①中核持株会社の資金調達能力、別言すれば、企業グループ内での資金（利益）循環パイプとしての役割とその影響力（金額）、②企業グループ内金融機関（銀行その他ノンバンク金融機関）の位置付けや、中核持株会社との役割分担を明らかにする必要性、が挙げられよう。この点は、第2章のユニバーサル／商業銀行に関する予備的分析とも共通する課題である。

² フィリピンで公表されている出版物、あるいはフィリピン企業に関するデータについての詳細は、柏原〔2014〕を参照されたい。

1.2 第2章 フィリピン金融機関の融資残高と期間構成：

2000年以降における傾向と外資系金融機関との比較

本章では、産業別／地域別ともに国内間接与信市場で約80%のシェアを占めるユニバーサル／商業銀行（単体）の財務諸表から、融資残高と長期・短期融資額を抽出し、2000年代から直近（2013年）までの傾向を分析している。フィリピン中央銀行（Bangko Sentral ng Pilipinas: BSP）が管轄する民間国内資本・外資系33行を網羅しており、そのうちPSE上場済みはユニバーサル銀行10行（全て国内資本）である。証券取引委員会（Securities and Exchange Commission: SEC）ウェブサイトで公開されている財務データの欠損や、各行別の情報開示方法・項目に相違をある程度調整した現時点での融資傾向や特徴として、以下の点が指摘されている。

第1に、1990年代後半から段階的に実施された金融部門の自由化や同年代末に発生したアジア危機の影響から脱し、国内資本の銀行部門が融資残高を急激に増大させるようになったのは2010年代に入ってからであることがわかる。国内ユニバーサル・商業銀行の融資残高自体はこの期間において（2010年を除き）減少してはいないものの、国内他行との大型買収・統合を行ったユニバーサル銀行2行以外の金融機関にとって、早くとも2000年代中盤までは経営再建期間であったと考えられる。

ただし同期間において、グループ系列であるか否かを基準として一定の融資傾向があるとは現時点で判断できない。一般的に見られる傾向として、国内資本銀行は短期融資中心の与信行動を取っているが、2010年以降、長期・短期融資割合を逆転（長期融資が融資額の過半）させている銀行がある。それら銀行には与信規模、グループ系列であるか否かにばらつきがあり、年次報告書の個別記載に注目する必要があるだろう。

第2点として、外資系ユニバーサル・商業銀行の融資傾向を見ると、とくに欧米系銀行のフィリピン国内における融資額縮小と短期融資への傾斜は、2000年代初頭から明確になっていることがわかる。フィリピンにおいては、リーマン・ショックやユーロ圏における危機を契機として欧米系金融機関の急激な業務縮小が発生したのではなく、また、国内資本銀行が外資系ライバルの動向如何で迅速に与信量を増減しているとは考えにくい。これは、大手銀行間でも国内資本／外資系で得意先とする貸出相手が異なり、事実上のデマケーションや線引きが存在する可能性が示唆できるかもしれない。なお、融資残高増加率は小さいものの、国内資本銀行と同様の与信傾向を示している非欧米系（アジア系）銀行があり、外資系銀行間ではある程度の補完関係が推測できよう。

第3に、会計基準上のテクニカルな問題になるが、金融部門の連結財務諸表は銀行を頂点とするグループ構造となっており、各行の連結決算のみでは企業グループ内における金融部門の役割やその大きさを把握するには不十分であることが指摘できる。

これら「金融グループ」は、銀行の傘下に保険会社や外為送金専門金融機関、リース会社、情報システム会社等が含まれるパターンが多いが、金融部門と企業グループの中核持株会社、あるいは系列内他企業とどのような取引・出資関係にあるかは必ずしも明記されていない。したがって、大口融資規制や産業別与信統計を管轄するBSPでの情報収集等、追加的な作業と整合が必要となろう³。

2. 今後の課題

第1章でも挙げられているように、喫緊の課題として、企業グループ内の資金の流れを把握すること、とくにグループ内銀行との取引関係を明確にし、資金面から見た相互依存度の濃淡を抽出できるか否かの検討が挙げられる。本文中でも述べたが、これらの点を明らかにすることによって、①中核持株会社の資金調達能力、別言すれば、企業グループ内での資金（利益）循環パイプとしての役割とその影響力（金額）、②企業グループ内金融機関（銀行その他ノンバンク金融機関）の位置付けや、中核持株会社との役割分担を示すことが可能になり、フィリピンの企業グループがどのような構造のもとで投資や資金調達活動を行っているかを、実証的方法を用いて把握できる。

おわりに

各章で作成したデータの精緻化は必要であるが、本研究会では、企業グループの投資傾向や資本構成の変化、資金調達における選択肢の存否とその選好、持株会社・銀行の資産構成と収益傾向に関する実証分析を最終成果とする予定である。

これまでほとんど行われてこなかったフィリピン国内非上場企業の投資動向、資本構成や資金調達に関する研究を深め、同国における実業・金融部門の特性や経済・金融市場発展上の課題、阻害要因を明らかにしたい。さらに将来的には、近隣諸国との同業種クロスカントリー分析や、国内経済への貢献度の高い小売業など他業種の企業財務データ構築、分析対象業種の拡張性の模索など、包括的かつより長期的なフィリピン企業研究に向けた基盤づくりを視野に入れたい。

³ 第3点目の指摘の詳細については、補論・資料も参照されたい。

<参考文献>

〔日本語文献〕

柏原千英 [2014] 「総論 フィリピンにおける企業情報開示と企業研究」(柏原編『フィリピンにおける企業情報開示と企業研究』調査研究報告書 アジア経済研究所 1-18 ページ)。

(http://www.ide.go.jp/Japanese/Publish/Download/Report/2013/pdf/C27_ch1.pdf)

〔ウェブサイト〕

証券取引委員会 Securities and Exchange Commission (SEC) : www.sec.gov.ph

証券取引所 Philippine Stock Exchange (PSE) : www.pse.com.ph