

## 第1章

### フィリピンの企業グループ

鈴木 有理佳

要約：

フィリピン経済における企業グループの存在は大きい。彼らは基本的に内需型であり、持株会社を中心とした体系に再編を続けている。その持株会社は、子会社や関連会社への出資を通してグループの拡大に寄与してきた。出資金増加の過程では、負債比率をおおむね100%以内に抑えようとしており、持株会社が借入れに極端に依存しているわけではないようである。一方で、内部留保の積み増しが観察される。

キーワード：

企業グループ 持株会社

#### はじめに

フィリピン経済における企業グループの存在は大きい。地場の大手企業は、ほぼ必ずどこかの企業グループに所属している。銀行、不動産、電力、通信、ショッピング・モール、食品、飲食店など、一般消費者の生活に直接関わる分野はそのほとんどが大手企業グループによって提供されている。ちなみに、最大手とされる San Miguel グループの2013年の売上高は、同年名目GDPの6.5%の大きさである。また近年は、インフラ分野における官民連携 (public-private partnership: PPP) 事業の入札に必ずといってよいほど大手企業グループが名を連ねるようになっている。

このように存在感の大きい企業グループだが、その実態がどこまで知られているかは疑問である。そもそもフィリピンにおいて企業グループに関する研究は少ない<sup>1</sup>。その背景には情報開示の不十分さがあるだろう。企業が「家業」の域を超えず、上場数が少ない<sup>2</sup>。研究対象として取り上げた場合でも、その関心事項は経営や企業統治といった分野に偏りがちで、入手しうる情報の限界から必ずしも包括的なものではなかった。さらに誤解を恐れずにいえば、とりわけ経済学における学術的関心が企業のような「お金のあるところ」より「お金のないところ」、すなわち社会的弱者に向けられることが多いことも影響しているよう。低所得層が全世帯の7～8割を占め、貧困率が25.2%（2012年）と依然として高い国であるうえ、フィリピン政府や国際援助機関が貧困撲滅を常に政策課題に掲げている以上、やむを得ないことである。

そこで本章では、改めてフィリピンの企業グループの把握を試みた。第1節では企業グループの概要を、第2節では各グループの中心的存在である持株会社の動向を紹介する。ただし、企業情報に関する信頼できるデータベースが入手容易な形で存在するわけでもなく、フィリピン証券取引委員会（Securities and Exchange Commission: SEC）が運営している資料オンライン・システム“i-View”で企業年報や財務諸表をひとつひとつ確認する作業を行っている。そのため、不完全なところがあることを先に述べておく。

主なファインディングスは次のようになる。まず企業グループに関しては、その事業内容をみるかぎり、商機のほとんどを内需に見出している。そしてグループを拡大する過程で、持株会社を中心とする体系に事業の整理や再編を進めている。次にその持株会社であるが、子会社や関連会社への出資を主な業務とし、グループの要となっている。出資拡大の勢いは強いが、拡大の過程で負債比率をおおむね100%以内に抑えようとする動きがみられ、借入れに極端に依存していないことが明らかになった。

## 第1節 企業グループの概要

### 1. 企業グループの範囲

表1はフィリピンの主要企業グループのリストである。売上高の大きい順番に並べたが、これが必ずしも正しいランキングではないことに留意されたい。とりわけ下位グループの

---

<sup>1</sup> フィリピンの企業グループに関する研究には小池 [1989]、小池 [1993]、Rivera and Koike [1995]、Saldana [2001] などがある。企業グループの存在とマクロ経済への影響を論じたものに、de Dios [1993]、de Dios [1994]、Bocchi [2008] などがある。

<sup>2</sup> 2013年末時点での上場企業数は257社である。

いくつかは、知名度の高さとともに、製造業<sup>3</sup>に関与していることを選出の条件とした。

ここで、表1に示した企業グループの範囲について簡単に述べておこう。情報源は基本的にグループの中核企業ないし持株会社が公表している年報や連結財務諸表である。近年は上場企業に連結財務諸表の提出が義務付けられているため、持株会社が上場していればグループ全容を把握しやすい。とはいえ、それだけでは不十分である。第一に、非連結子会社や同じく関連会社が存在する。そうした企業については、グループに含めた。第二に、ある持株会社を中心とする企業グループの外に、別のグループが存在することがある。明らかに創業者一族が所有・経営している場合は、グループとして扱った。第三に、持株会社を始めグループ傘下企業がすべて非上場のことがある。情報開示が不十分で連結財務諸表が作成されていない場合もあり、その際は子会社に関する情報をひとつひとつ集めた。なお、表1のほぼすべての企業グループにおいて、上のいずれかの作業を経ているため、表1に示した売上高や総資産額は過大評価もしくは過小評価されている可能性が高いことを指摘しておく。

表1では事業内訳とともに、グループ傘下の商業銀行<sup>4</sup>も記載した。上述した1番目の例のように、銀行をグループの連結財務諸表に含めないことが多いためである。また、Lucio Tanグループにはフィリピン航空の運営会社（PAL Holdings）を合算してある。これは上述した2番目の例にあたる。PAL HoldingsはLucio Tanグループの持株会社LT Group, Inc.と直接資本関係がなく、創業者Lucio Tan一族の私的な別会社が最終的な所有者である。すなわち、持株会社LT Group, Inc.を中心とするグループとは別のグループが存在するような形になっているのである。Razonグループの場合も同様で、港湾管理・運営事業とカジノ・リゾート運営事業とを合算した。表1最終行のConceptionグループの場合も、食品事業と家電事業を合算した。兄弟でそれぞれの事業を担っている。そして上述した3番目の例にあたるのが、Mercury Drugグループである。小売業におけるその知名度は非常に大きい。しかしながら非上場で、連結財務諸表を公表していない。今回、その持株会社を突き止め、子会社と思われる企業を探し出していった。その結果、売上高が大手企業グループに劣らず大きくなっていることが判明した。

## 2. 近年の特徴

フィリピンの企業グループに関し、近年の特徴について以下に3つ指摘する。

第1に、冒頭でも述べたがフィリピン経済における企業グループの存在は大きい。表1に紹介した20グループの合計は、売上高が2013年名目GDPの28.9%、総資産額<sup>5</sup>が同

<sup>3</sup> とくに食品・飲料産業に着目した。

<sup>4</sup> ユニバーサル銀行を含む。

<sup>5</sup> 簿価である。以下同様。

106.9%の大きさである。企業グループの規模をわかりやすく図示したものが図1である。各グループの2013年の売上高を横軸に、純利益を縦軸にとり、円の大きさは総資産額を示す。ここでは金融機関を含めて複数の事業をもち、グループの中心である持株会社が明確に存在する13グループを取り上げた。総資産額の大きいSMグループ（図1ではSMIC）、Ayalaグループ、GT Capitalグループは、いずれも大手銀行を傘下にもつことで知られている<sup>6</sup>。また、売上高の大きいSan Miguel（同SMC）グループは傘下に生活費需品ともいえる食品や石油精製事業を抱え、Metro Pacific（同MPIC）グループは配電会社や電話会社を抱えている。このうち、売上高が最大とされるSan Miguelグループは、その額が2013年名目GDPの6.5%である。また、総資産額が最大のSMグループの場合、その額は同23.9%であった。企業グループの大きさについては以前より指摘されているが、その状況はほとんど変わっていないといえるだろう。

第2に、企業グループの事業内容が全般的に内需型である。金融、小売、不動産、エネルギー、インフラ、そして製造業では食品・飲料などに商機を見出す傾向にある。とりわけ近年はエネルギーとインフラが大手グループの「マイブーム」のようだ。例えば、食品大手として知られていたSan Miguel Corp.は、2007年頃より事業の多角化をさらに進めて石油精製、電力、インフラ、通信などに拡大している。また、それに伴い同社を持株会社に変更し、食品事業を子会社化するなど、グループ傘下の事業を再構築した。最近でもフィリピン航空に出資し、後に撤退するなど、事業の再編が続いている。不動産開発やショッピング・センター運営を主としていたAyalaグループも、ついに電力やインフラに参入するようになった。電力事業に参入する企業グループは他にも複数あり、SMグループ、GT Capitalグループ、Gokongweiグループなどがそうである。いずれも電力の民営化に対応したものである。同様に、インフラにおけるPPP事業が増えていることも、インフラ分野への参入を可能にしている。

第3に、内需型とはいえ、分野によっては海外展開もみられるようになっている。RazonグループのICTSIは港湾管理・運営をその業務としているが、1994年から海外に進出している。外食産業で有名なJollibeeは、フィリピン人海外就労者をターゲットに海外展開しており、SMグループは中国でショッピング・センターを開発・運営している。その他のグループでも、とくに食品・飲料分野において海外生産を行ったり、海外企業と合弁事業の立ち上げや業務提携を進めたりしている。いずれもグループの強みを活かした戦略だ。

以上、指摘した三点をまとめると次のようになるだろう。フィリピン経済における企業グループの存在は大きい。とりわけ拡大しているグループは、その商機を内需に見出している。人口増加とともに市場が拡大しつづける環境において、それは当然の現象だ。しかし、収益の源泉となる市場は独占ないし寡占状態にある場合が少なくない。食品市場はその傾向

---

<sup>6</sup> いずれもフィリピンの3大銀行に含まれる。

にある。また、エネルギーやインフラ事業は許認可制で、一度受注してしまえば競争がない。市場における競争の有無や、経営者による商機を見出す嗅覚とそれをつかむ経営努力が、企業グループの発展を左右している。そうしたなか、視野を世界に広げるところも出てきている。

## 第2節 持株会社の動向

### 1. 持株会社に注目する理由

ここからは、持株会社に注目する。フィリピンにおいて、持株会社は企業グループの中心的存在である。子会社や関連会社への出資により、グループを拡大・統治してきた。近年は持株会社のもとに事業や子会社を再編する動きが目立つようになっている。既述した San Miguel Corp. の例だけではなく、GT Capitalグループも持株会社を2007年に設立し、その下に事業を再編した。それまでは銀行Metrobankが中心的な役割を担っていた。Lucio Tanグループも、幾度かの事業再編や持株会社の名称変更を経て、現在に至る。現在の持株会社LT Group, Inc.は、そもそも1937年に設立された。最後に名称を変更したのは2012年のことである<sup>7</sup>。SMグループも最近になって不動産やショッピング・センター開発運営事業を再編した。こうした動きは、詳細にみていくとほぼすべてのグループに当てはまる。

このように、企業グループというと持株会社の下に子会社が並ぶイメージがあるが、必ずしもそうではない。持株会社の下に、また別の持株会社がある場合も散見される。LopezグループやAboitizグループなどがそうで、Lopezグループは持株会社Lopez Holdings<sup>8</sup>の下に、グループの主要な事業を実質的に統括する持株会社First Philippine Holdings Corp.がある。またAboitizグループも、持株会社Aboitiz Equity Venturesの下に、主として電力事業を統括する持株会社Aboitiz Power Corp.がある。これらグループのいずれの持株会社も上場している。

では、持株会社を所有しているのは誰か、という疑問が当然沸く。大手企業グループの場合は、そのほとんどが持株会社を上場している。その他の出資者には、創業者一族が所有する私的な持株会社が名を連ねたりしている。そしてその私的な持株会社の上位には、さらに別の私的な持株会社が存在したりする。もしくは創業者一族が個人レベルで出資している場合もある。企業グループによって様々だ。こうして持株会社の上位が何層にもなることがある。

---

<sup>7</sup> 前身は Tanduay Holdings, Inc. である。

<sup>8</sup> 前身は Benpres Holdings, Inc. である。

ところで、持株会社はグループ内の資金の出し手である。そこで、その動向を把握しようと試みたのが表2である。表2は、図1で紹介した13グループの各持株会社に関する財務状況を簡潔に示したものである。2007年を基準年にしてあるのは、既述したように企業グループ最大手とされるSan Miguelグループが事業再編を本格的に開始した時期であること、またGT Capitalグループが持株会社を設立した年でもあるからだ。ここで、表2の出資金に注目すると、2007年から2013年までの6年間の13社合計の伸び率は179%で、同期間におけるフィリピンの商業銀行全体の融資総額<sup>9</sup>の伸び率94%より大きい。ちなみに、名目GDPは同期間に68%増であったため、それより13社出資金合計のほうが大きく伸びたことがわかる。企業によってバラつきがあるものの、出資金を急速に増加させたところが複数ある。また同様に内部留保も増加している。こちらについては後述する。

## 2. 持株会社の負債比率

それでは、持株会社がその子会社や関連会社へに出資金を増加する際、資金はどうしているのか。上場しているなら株式市場より資金調達することも考えられるが、それより金融機関からの借入も大きいのではないかと予想される。

そこで、各持株会社の出資金と負債比率の関係をみたものが図2の13枚のグラフである。各グラフは出資金(2007年=100)を横軸に、負債比率を縦軸にとってある。負債比率はバランスシートの負債総額を自己資本<sup>10</sup>で除したD/Eレシオである。出資金増加とともに負債比率がどう変化しているのかを把握しようと試みた。各図の縦軸をみればわかるように、各社によって負債比率に大きなバラつきがある。しかしながら、2013年末時点の負債比率はおおむね100%以下であることがわかる。SM InvestmentsとAyala Corp.の2社が100%をわずかに超えている。

図2より、2007年以降の出資金と負債比率の関係は大きく2つに分けることができると思われる。ひとつは、負債比率が100%超になっていたところは、同比率を引き下げる傾向にある。これは上位企業グループの持株会社にみられるようだ。そしてもうひとつは、100%以下の範囲内でその比率を増加させる傾向にある。

上述したように、資金の出し手として持株会社の負債比率が大きくなることを予想していたが、必ずしもそうとはいえないようである。増資や内部留保の蓄積が自己資本の積み増しに寄与したと考えられる。例えばGT Capitalは2012年に上場したばかりである。また再び表2に戻ると、13社のほぼすべてにおいて内部留保の増加率が自己資本の増加率よりも大きくなっている。すなわち、13社すべてにおいて自己資本に占める内部留保の割合が高くなっているのである。同じく表2において、各社の出資金増加分に占める内部留保増

<sup>9</sup> 中央銀行発表による Total Loans ([http://www.bsp.gov.ph/statistics/spei\\_new/tab25\\_npl.htm](http://www.bsp.gov.ph/statistics/spei_new/tab25_npl.htm))。

<sup>10</sup> または純資産。

加分の割合を算出したものを示した。13 社合計では 42.3%である。つまり、出資金増加分の約 4 割は内部留保増加分で賄えたということになる。しかし、企業によってはその割合が 8 割以上のところも 4 社ある。San Miguel Corp.、LopezグループのFirst Philippine Holdings Corp.、YuchengcoグループのPan Malayan、そしてDMCI Holdingsである。これら 4 社のうち Pan Malayanは非上場で、残る 3 社は大手銀行をグループ傘下に抱えない<sup>11</sup>ことが影響している可能性も考えられよう。持株会社の資金源と企業グループ内の資金の流れについては、さらなる分析が必要である。

おわりに

簡単にではあるが、本章ではフィリピンにおける主要企業グループとグループの中心的存在である持株会社の動向についてみてきた。フィリピン経済における企業グループの存在は大きい。とりわけ拡大しているグループは、その商機のほとんどを内需に見出しているが、なかには視野を世界に広げ、海外展開ないし海外企業との合弁事業などを進めるところも出てきている。市場における競争の有無に加えて、経営者による商機を見出す嗅覚とそれをつかむ経営努力などが企業グループの発展に影響している。

企業グループは持株会社を中心とする体系に事業の整理・再編を進めている。持株会社は子会社や関連会社への出資により、グループの拡大・統治を進めてきた。こうした持株会社の財務状況の把握を本稿では試みた。2007 年以降の 6 年間の動向を観察したにすぎないが、持株会社による出資金の増加率は、同期間の商業銀行の融資総額の伸びよりも大きいことがわかった。一方で気になるのはその資金源である。持株会社の負債比率は企業や年度によって変動があるものの、おおむね 100%以内に抑える傾向にあることも観察された。出資金増加の原資のひとつに内部留保の蓄積があった。

最後に、今後の研究課題をいくつか述べる。第一に、長期で企業グループの変容を観察するには年度を遡って企業情報を収集する必要がある。企業情報のデータベースが入手容易な形で構築されておらず、グループの形態も進化しているため、時間のかかるチャレンジな作業となろう。第二に、企業グループ内の資金の流れを把握することも重要である。グループ傘下の金融機関との関係はどうか、またグループの子会社や関連会社の利益がグループ内部でどのように循環しているのかなどを観察できれば面白い。内部資金の存在がフィリピンの金融部門の発展を妨げているのかどうかといった問いへのヒントにもなるであろう<sup>12</sup>。第三に、中小の企業グループにも注目したほうがよいと考える。中小

<sup>11</sup> San Miguel グループ傘下の Bank of Commerce は、2013 年末の総資産額が 16 位で、最大手の Banco de Oro の 10 分の 1 にも満たない。

<sup>12</sup> 企業グループの存在とその経済への影響に関しては、様々な観点から分析されている。例えば

ともなると大半が非上場で、なおかつ資金調達も容易ではないはずだ。そこからどのように発展していくのか、もしくはしないのか、企業グループの進化を観察することも興味深いテーマである。第四に、企業グループとは若干離れるが、個別の企業行動に関する研究も避けられないテーマであろう。フィリピンにおける企業研究はまだ少なく、謎も多い。外資系企業と地場企業、企業グループへの所属の有無など、その属性による行動の違いが十分想定される。またマクロ経済や市場構造に加えて、政策やガバナンスの影響もあるだろう。こうした研究はフィリピン経済を理解するうえでの一助となることは間違いない。

---

Morck, Wolfenzon and Yeung [2005]、Fogel [2006]、Khanna and Yafeh [2007] などである。ただし、こうした論文は横断的な実証分析である。



<参考文献>

〔日本語文献〕

- 小池賢治 [1989] 「工業化の担い手—ビジネス・ファミリーの構図」(福島光丘編『フィリピンの工業化 再建への模索』、p. 74-102、アジア経済研究所)
- 小池賢治 [1993] 「フィリピンの財閥—財閥の政治家減少とその帰結」(小池賢治・星野妙子編『発展途上国のビジネスグループ』研究双書 No.435 アジア経済研究所)

〔英語文献〕

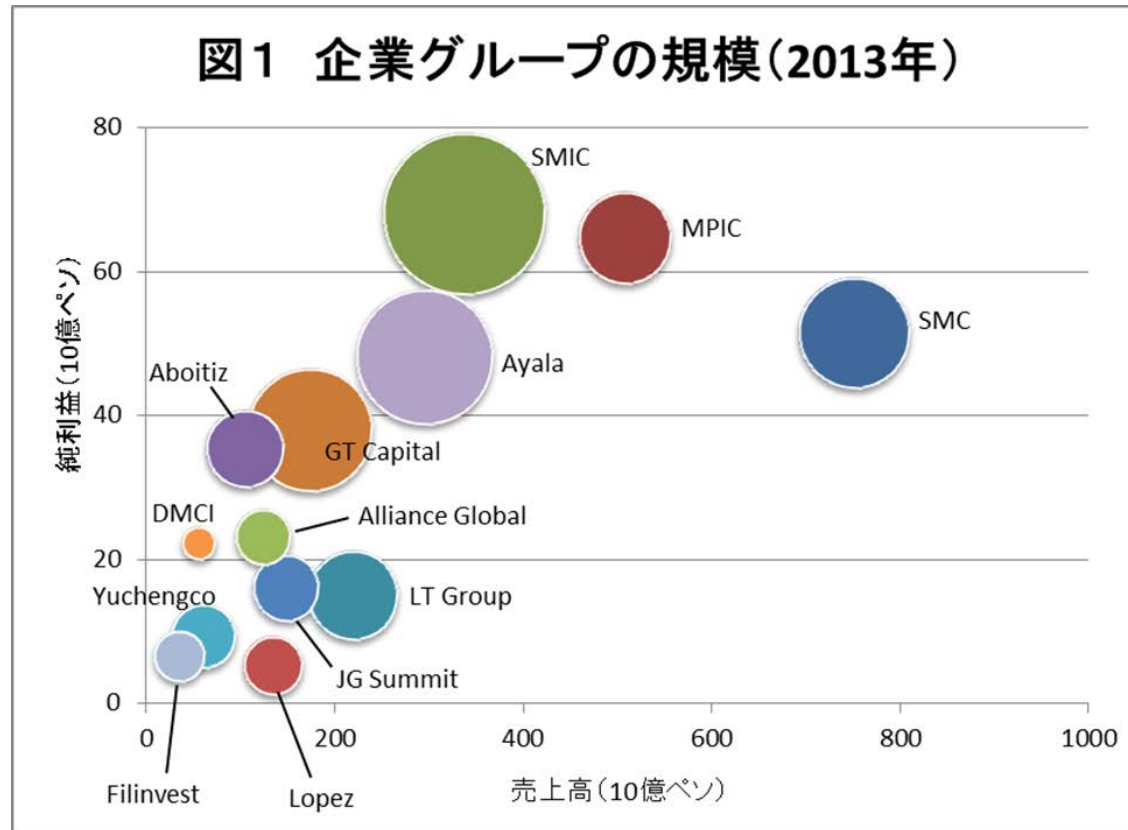
- Bocchi, Alessandro Magnoli [2008] “Rising growth, Declining Investment: The Puzzle of the Philippines,” Policy Research Working Paper 4472, The World Bank.
- de Dios, Emmanuel S. [1993] “Parcellised Capital and Underdevelopment: A Reinterpretation of the Specific-Factors Model,” *Philippine Review of Economics and Business*, Volume XXX, No.1, 141-155, School of Economics, University of the Philippines.
- de Dios, Emmanuel S. [1994] “Resource Mobilisation and Industrial Organisation,” in Raul V. Fabella and Hideyoshi Sakai (eds.) *Resource mobilization and Resource Use in the Philippines*, ASED No. 26, 55-82, Institute of Developing Economies JETRO, Japan.
- Fogel, Kathy [2006] “Oligarchic Family Control, Social Economic Outcomes, and Quality of Government,” *Journal of International Business Studies*, Vol. 37, No. 5, 603-622.
- Khanna, Tarun and Yishay Yafeh [2007] “Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?” *Journal of Economic Literature*, Vol. 45, No. 2, 331-372.
- Morck, Randall, Daniel Wolfenzon and Bernard Yeung [2005] “Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 43, No. 3, 655-720.
- Rivera, Temario C. and Kenji Koike [1995] *The Chinese-Filipino business families under Ramos Government*, Joint Research Programme Series, No. 114, Institute of Developing Economies.
- Saldana, Cesar G. [2001] “Corporate Governance Environment and Policy: Their Impact on Corporate Performance and Finance in the Philippines,” in *Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective*, 333-371, OECD.

表1 フィリピンの主要企業グループ (2013年)

創業者家族もしくは中核会社名	売上高	総資産額	事業内訳	グループ傘下の銀行
	(100万ペソ)			
San Miguel Corp.	751,429	1,286,747	食品・飲料、包装容器、インフラ、電力・エネルギー、石油精製、不動産、通信、鉱業、金融	Bank of Commerce
Metro Pacific Investments Corp. / First Pacific group	507,646	904,116	電力、水道、インフラ(有料道路)、通信、医療、鉱業	
Henry Sy (SM Investments Corp.)	337,483	2,760,536	小売、不動産、金融、鉱業、ホテル	Banco de Oro China Banking Corp.
Ayala (Ayala Corp.)	295,355	1,930,924	不動産、SC運営、水道、電子部品生産、BPO、電力、インフラ、自動車販売、金融、通信	Bank of the Philippine Islands
Lucio Tan (LT Group)	219,438	848,608	飲料、不動産開発、タバコ、金融、航空業	Philippine National Bank Allied Bank
George Ty (GT Capital Holdings)	173,704	1,611,558	不動産、電力、金融、保険、自動車(トヨタ)	Metropolitan Bank and Trust Co.(Metrobank)
Gokongwei (JG Summit Corp.)	147,633	463,818	食品・飲料、不動産、航空、金融、石油化学、通信、電力	Robinsons Bank
Lopez (Lopez Holdings / FPHC)	134,331	374,134	電力・エネルギー、不動産、放送・メディア、通信	
Mercury Drug (Mercury Group of Companies).	125,000	45,538	卸・小売(主に医薬品)、飲食店	
Andrew Tan (Alliance Global Group)	123,379	332,400	食品・飲料、不動産、飲食店(マクドナルド)、観光・娯楽	
Aboitiz (Aboitiz Equity Ventures)	104,182	640,316	食品、電力・エネルギー、不動産、金融、インフラ	Union Bank
Tony Tan (Jollibee Foods Corp.)	80,283	46,027	飲食店	
Lucio Co (Puregold Price Club, Inc.)	73,177	49,629	小売	
Yuchengco (Pan Malayan Management and Investment Corp.)	60,187	433,835	銀行、保険、建設、教育、不動産、自動車販売	Rizal Commercial Banking Corporation (RCBC)
Consunji (DMCI Holdings)	55,971	123,751	建設、鉱業、電力、水道	
Razon (ICTSI)	49,397	171,417	港湾管理・運営、カジノ・リゾート運営	
Campos (United Laboratories)	42,287	64,921	医薬品、食品	
Gotianun (Filinvest Development Corp.)	34,837	270,764	不動産、金融、宿泊業、精糖、電力	East West Bank
Century Canning Corp.	15,852	11,112	食品、飲食店	
Conception (RFM Corp.)	12,700	18,294	食品、家電	

(注) 売上高と総資産額は連結ベース。ただし、非連結子会社や関連会社、もしくは創業者一族が所有・経営する別会社でもグループと認識されている場合は含めてある。YuchengcoとCenturyは2012年の数値。

(出所)各年報、財務諸表などから作成。



(注) 円グラフの大きさは総資産額を示す。Yuchengco は 2012 年の数値。

(出所) 各年報、財務諸表などから作成。

表2 グループ持株会社(単体)の出資金と内部留保

	出資金(100万ペソ)			内部留保(100万ペソ)			自己資本 増加率(%)	内部留保増 加分/出資 金増加分	備 考	
	2007	2013	増加率(%)	2007	2013	増加率(%)			上場年	配当性向(2013)
San Miguel Corp.	52,715	167,873	218.5	42,127	140,191	232.8	142.3	85.2	1948	32.6
Metro Pacific Inv. Corp.	3,918	77,863	1887.3	-1,627	8,773	-	7022.8	14.1	2006	11.5
SM Investments. Corp.	46,606	119,521	156.4	15,635	40,358	158.1	87.3	33.9	2005	59.5
Ayala Corp.	73,321	130,514	78.0	30,637	28,332	-7.5	-16.8	-4.0	1976	83.0
LT Group	3,803	34,500	807.3	664	13,645	1955.4	1443.7	42.3	1947	10.8
GT Capital Holdings	0	62,297	-	-0.5	4,396	-	114.7	7.1	2012	20.6
JG Summit Holdings	26,337	138,460	425.7	32,717	78,560	140.1	124.9	40.9	1993	7.0
First Philippine Holdings Corp.	39,298	54,450	38.6	12,678	33,874	167.2	104.2	139.9	1963	31.8
Alliance Global Group	29,149	61,264	110.2	310	9,407	2934.7	36.1	28.3	1999	46.2
Aboitiz Equity Ventures	20,877	29,280	40.2	10,119	14,309	41.4	13.1	49.9	1994	78.9
Pan Malayan Mgt & Inv Corp.	10,033	16,662	66.1	2,427	8,417	246.9	155.6	90.4	非上場	0.0
DMCI Holdings	8,535	18,002	110.9	2,837	20,725	630.6	174.4	188.9	1995	54.2
Filinvest Development Corp.	24,095	34,399	42.8	3,437	7,300	112.4	25.6	37.5	1982	53.4
13社合計(配当性向は13社平均)	338,686	945,084	179.0	151,960	408,288	168.7	117.2	42.3		37.6

(注) GT Capitalは2007年7月に設立。それまではMetrobankがグループの中心的な役割を担っていた。LopezグループはLopez Holdingsではなく、実質的な持株会社機能をもつ First Philippine Holdings Corp.を掲載。

(出所)各社の財務諸表より作成。

図2 各グループ持株会社の出資金と負債比率の推移

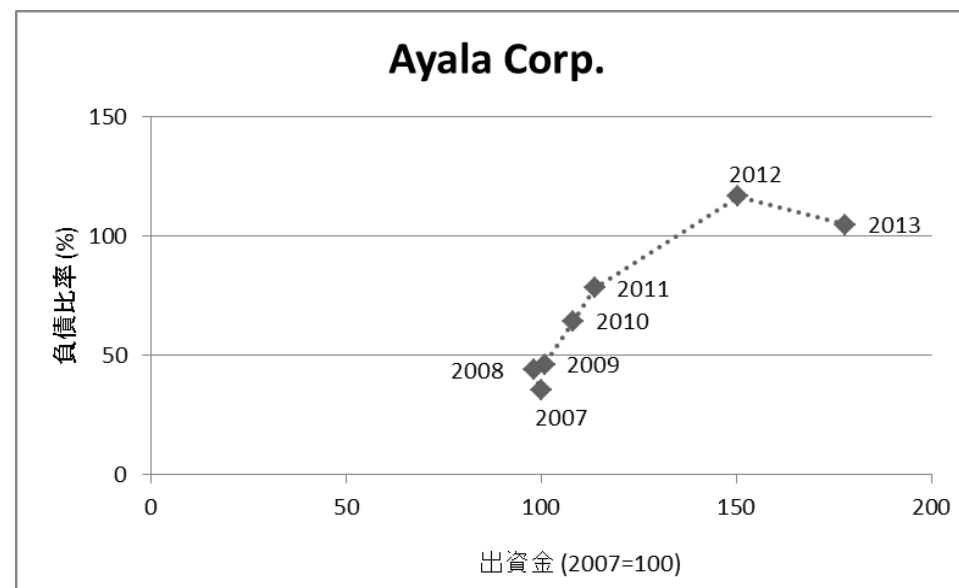
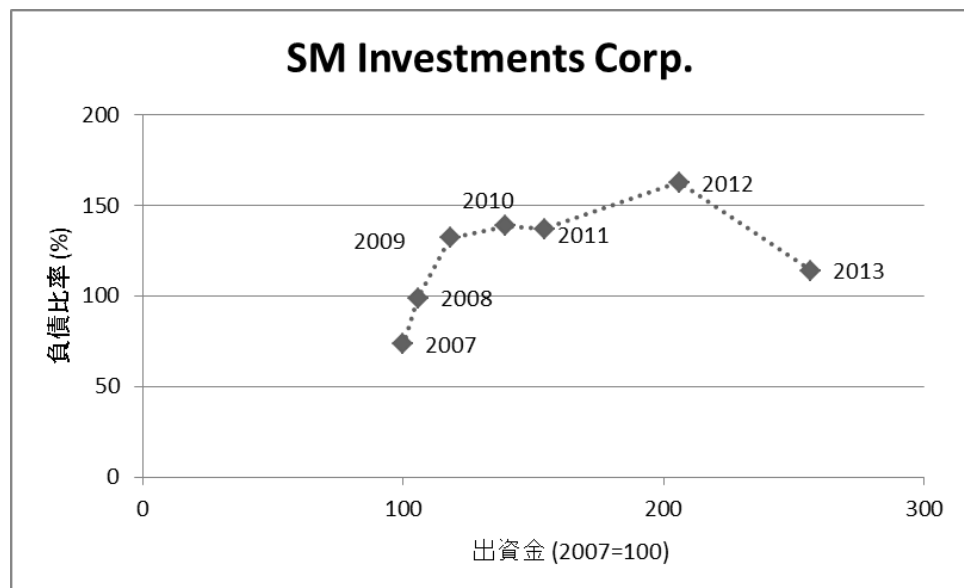
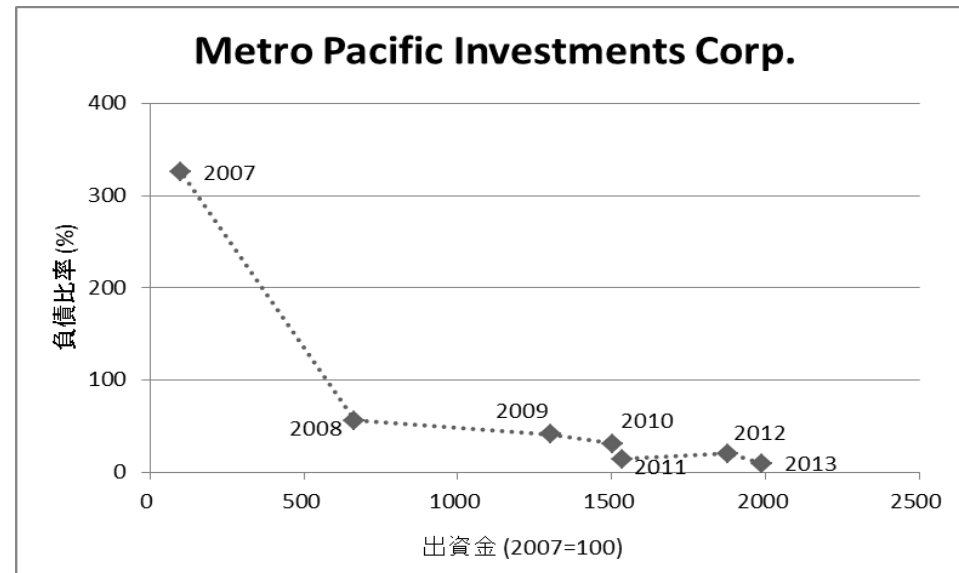
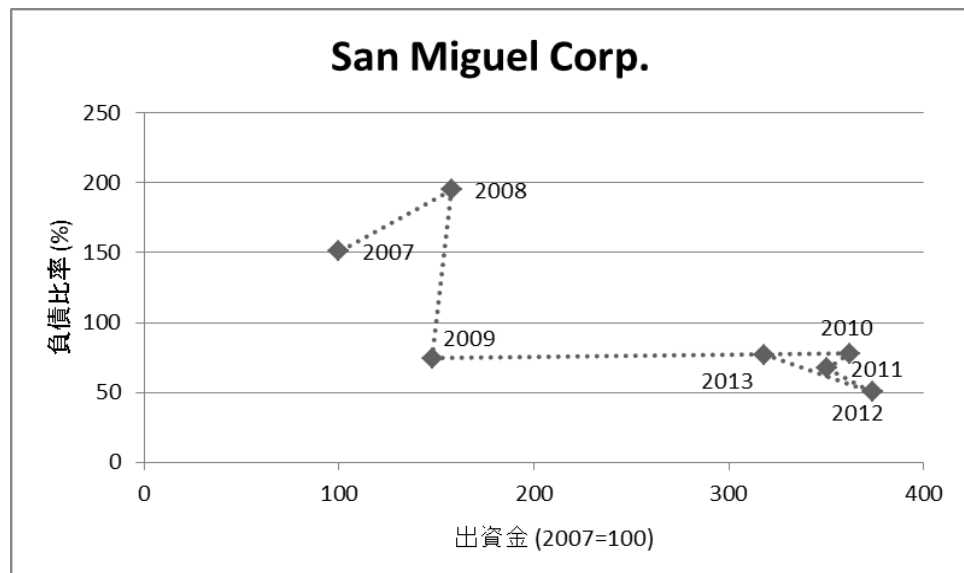


図2 各グループ持株会社の出資金と負債比率の推移 (つづき)

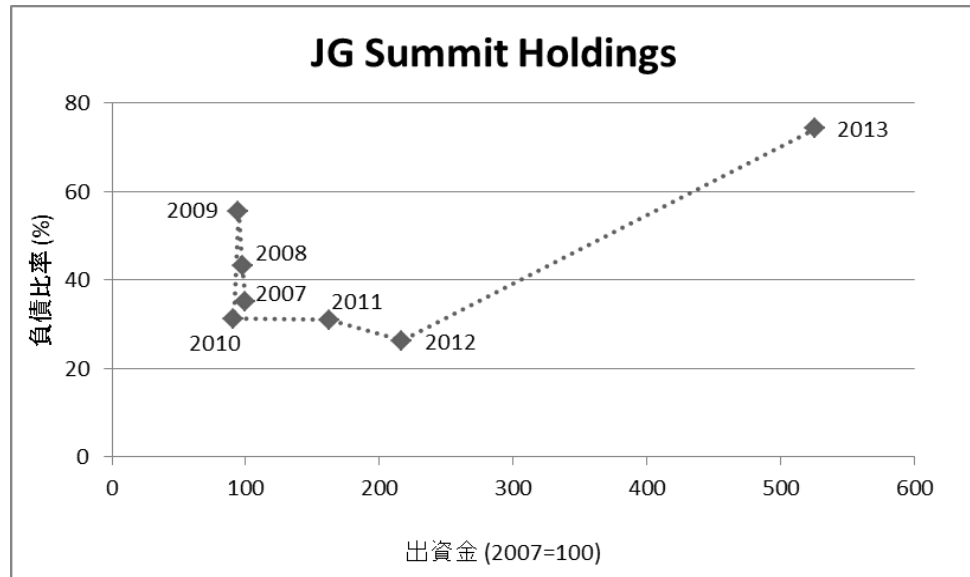
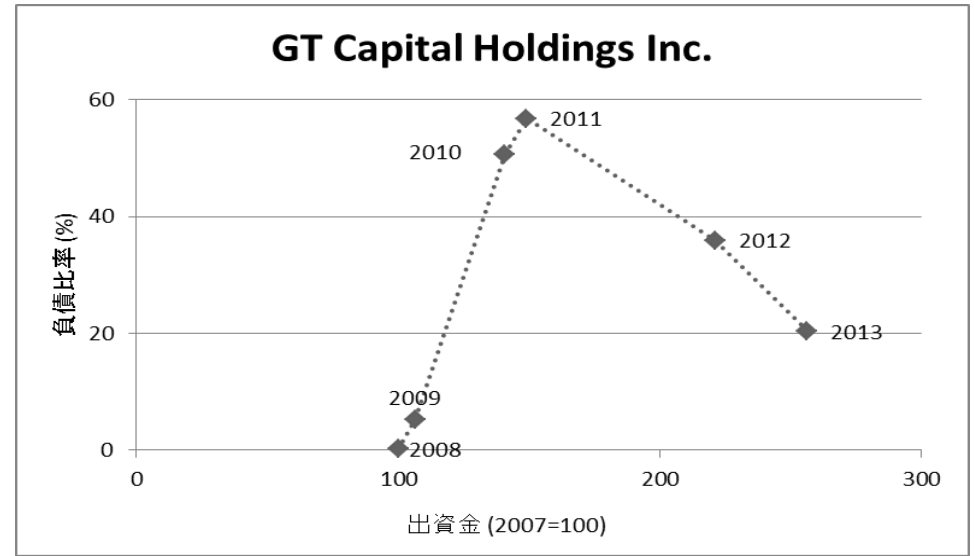
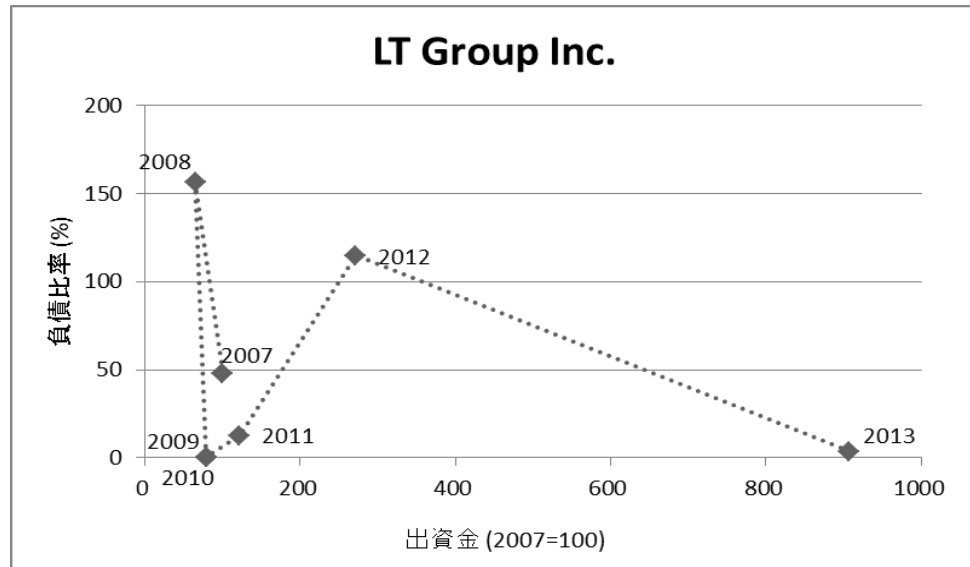


図2 各グループ持株会社の出資金と負債比率の推移 (つづき)

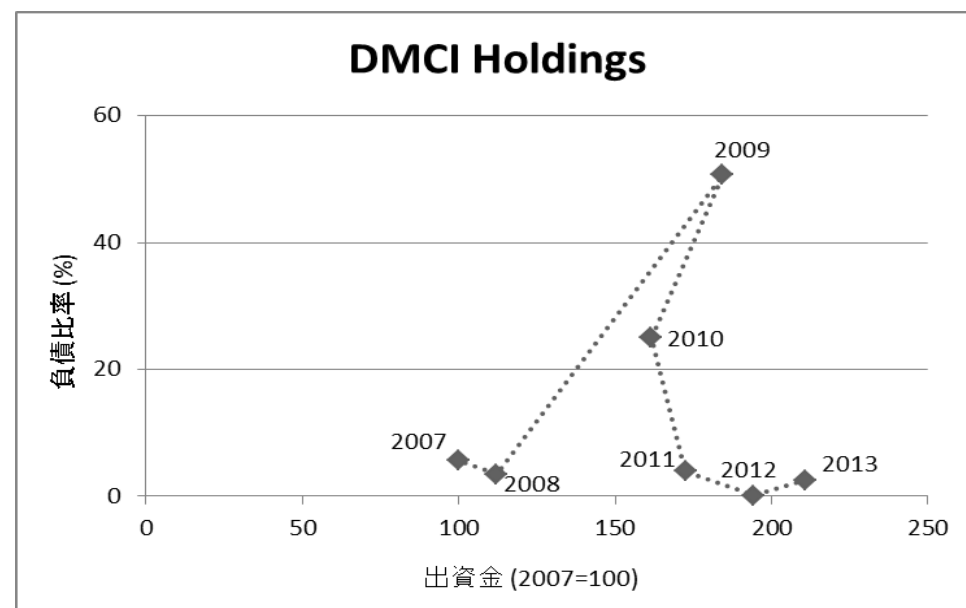
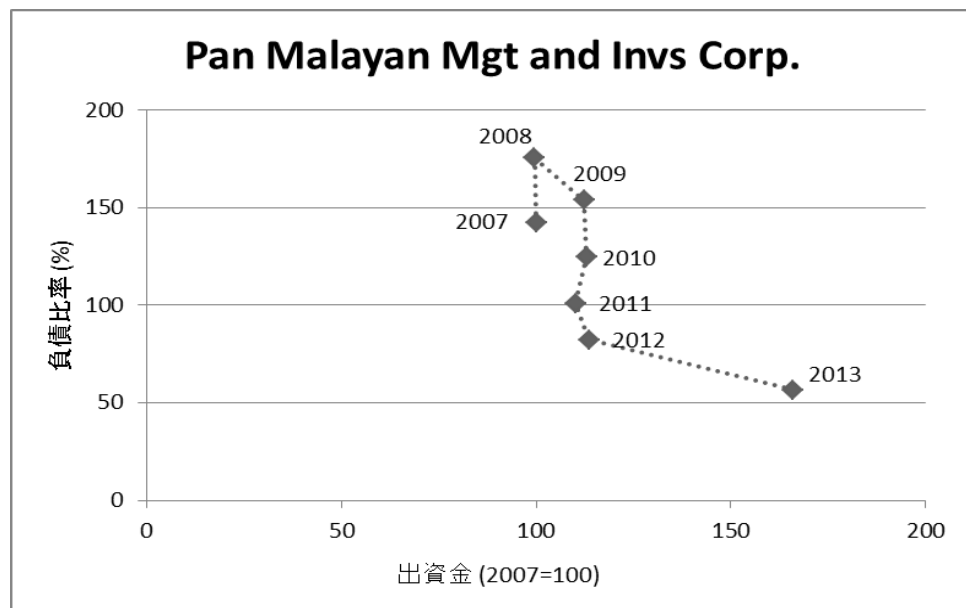
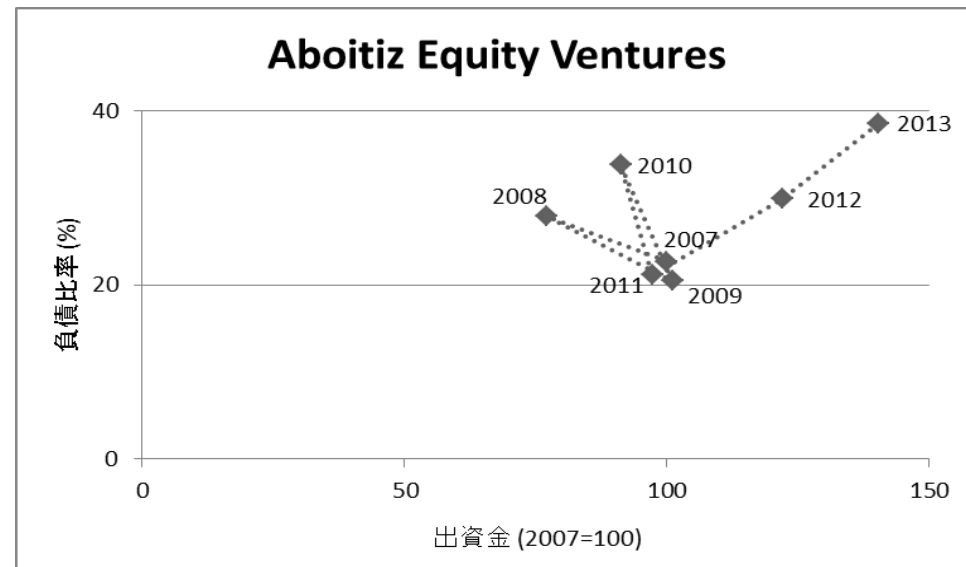
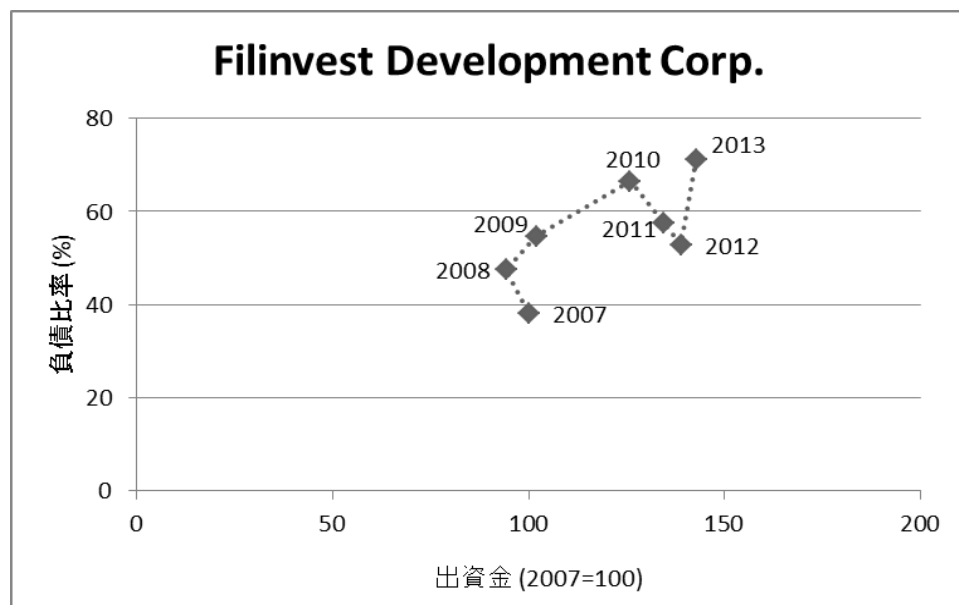


図2 各グループ持株会社の出資金と負債比率の推移 (つづき)



(出所) いずれも各企業の年報などより作成。