



京都大学大学院経済学研究科
ディスカッションペーパーシリーズ

総合商社のグローバル戦略

—資源ブーム終焉の衝撃—

田中 彰 京都大学経済学研究科・准教授

No. J-16-001

2016 年 4 月

〒606-8501
京都市左京区吉田本町
京都大学大学院経済学研究科

第6章 総合商社のグローバル戦略

——資源ブーム終焉の衝撃——*

総合商社は21世紀に入って以来、歴史的な好業績を謳歌してきましたが、資源ブームの終焉とともに一転して赤字決算が続出し、曲がり角を迎えています。「商社夏の時代」において資源ビジネスが主要な収益源であったということは広く知られていますが、最近の局面は総合商社がたどり着いたビジネスモデルに対して根本的見直しを迫るものなのでしょうか。この章では「21世紀型総合商社」の成果と課題を歴史的な視座から考えます。

1 「夏の終わり」

総合商社は21世紀において好調な業績を挙げてきた。三菱商事を例にとれば、その連結純利益は1980～99年度は平均367億円であったが、2000～13年度は平均2953億円へと跳ね上がり、06年度以降はたびたび4000億円を超えた。世界経済を収縮させ、名だたる有力企業を赤字決算に追い込んだリーマンショック¹のさいにも、5位の丸紅でさえ1000億円近い連結純利益を確保した(いずれも米国会計基準)。ところが14年度には住友商事が732億円の連結純損失(国際会計基準)を出した。次いで15年度には三菱商事・三井物産が60年代末に連結決算を発表し始めて以来初の最終赤字に沈む見通しとなり、上位2社とは対照的に伊藤忠商事が過去最高益を更新して初の業界1位の座に着くことが確実視されている(2016年3月現在)。

総合商社の業績の下振れは資源価格下落という外部環境の急激な変化を直接の原因としている。しかし、同じ環境下で好業績を挙げている商社もあり、各社の業績はまだら模様である。この十数年において、総合商社各社はどのような経営戦略を取ってきたか、企業間格差に注目しながら検討することが必要である。

* 本稿は、齋藤雅通・佐久間英俊編『世界競争と流通・マーケティング』ミネルヴァ書房、近刊に掲載予定の未定稿です。あらゆるコメントを歓迎いたします。未定稿のため、引用・言及等ご希望の場合はお手数ですが著者までご連絡ください。

✉a.tanaka@econ.kyoto-u.ac.jp

本稿は、以下の研究資金による研究成果の一部です。平成25-27年度日本学術振興会助成基金助成金、基盤研究(C)、課題番号25380437「資源争奪戦時代におけるトランスナショナル企業の比較経営史研究：鉄鉱石の事例」、平成27-29年度日本学術振興会科学研究費補助金、基盤研究(B)、課題番号15H02862、「関与物質総量のボトムアップ解析による資源デカップリング戦略」、平成27-30年度同基盤研究(B)、課題番号15H03382、「サプライチェーンにおけるタイミングコントローラー：市場適応方法の比較研究」。

¹ リーマンショック：2008年秋に起こった世界的金融危機のこと。米国の投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻をきっかけに深刻化したことからこの名で呼ばれる。日本でも大幅な景気後退が生じた。

2 総合商社とは何か？

(1) 今日の総合商社

総合商社は世界中でさまざまな事業を展開するグローバル企業である。この業態の創発後 100 年以上にわたって日本の巨大企業を主要顧客とし、これを起点または終点とする商品取引の仲介業務を中心に成長してきたが、近年では事業投資を中核に据えたビジネスモデルに転換してきている。このため「総合商社」を英訳するさいに、単純な貿易・中間流通企業ではないという意味で、「general trading company」ではなく「sogo shosha」を使うことが多くなっている。かつては「6 大/10 大総合商社」²が知られ、現在では三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、丸紅、住友商事の上位 5 社、またはそれらに豊田通商と双日の下位 2 社を加えた 7 社が総合商社として広く認識されている*。

* 銀行法、保険業法のような根拠法がないため、総合商社の公式の定義は存在しない。商社の業界団体である（一社）日本貿易会には「貿易商社」43 社が正会員として加盟しているが、同会の正副会長は慣例的に上記 7 社から選出される（2015 年 3 月現在）。

従来、総合商社に対しては次のような特徴付けがなされてきた。すなわち、1) 取扱商品の総合性、2) 取引地域の総合性、3) 取引形態³の総合性、4) 機能の総合性、5) 取引規模の巨大性、6) 国内外に多数の子会社・関連会社をもつ企業グループ、7) 取引仲介ビジネスを中心とする、8) ビジネスの大半が日本発である、9) 企業集団⁴の中核商社として集団内取引を媒介する、などである。田中彰（2012）『戦後日本の資源ビジネス』名古屋大学出版会：16 頁ではこれを「20 世紀型総合商社」と呼んだ。これらの諸特徴のうちいくつかは現在でも存続しているものもあるが、近年のビジネスモデル進化をふまえて、体系的に定義しなおされる必要がある。今日の「21 世紀型総合商社」は以下のような特徴をもっている。

① 取扱商品・サービスの総合性

かつては「ラーメンからミサイルまで」、近年では「ミネラルウォーターから人工衛星まで」と称されるように、取扱商品の多様性の点で「専門商社」とは一線を画す。多くの商社が「エネルギー」、「金属」、「化学品」、「機械」、「生活産業」などの事業部門をもっている。またかつては取引仲介の付随業務であった情報、金融、保険などの機能が事業化され、事業部門として独立している場合もある。

② グローバルな事業展開

総合商社は日本でもっとも多国籍化が進んだ企業群である。たとえば三菱商事は約 90 カ

² 「6 大/10 大総合商社」：1970～90 年代に、三菱商事、三井物産、住友商事、丸紅、伊藤忠商事、日商岩井を「6 大総合商社」、さらにニチメン、トーメン、兼松、安宅産業を加えて「10 大総合商社」と呼び習わした。「10 大総合商社」は 77 年に安宅産業が伊藤忠に吸収合併された後は「9 大総合商社」となり、90 年代末の業界再編により、2006 年に現在の 7 社に集約された。

³ 取引形態：国内取引、輸入取引、輸出取引、海外取引（外国内取引および外国間取引）の 4 種類。仕入と販売をセットでとらえ、国内/海外仕入と国内/海外販売の組合せによって区別する。

⁴ 企業集団：銀行・商社・重化学工業製造企業を中心とする多数の企業が資本関係や取引関係を通じて産業横断的に結びついたもの。三菱系、三井系、住友系、芙蓉系、三和系、第一勧銀系の 6 大企業集団がよく知られる。親・子関係型の「企業グループ」と異なり、特定の親会社が存在しないことを特徴とする。

国に200超の拠点をもつ（三菱商事、会社紹介パンフレット『総合商社の、つぎへ』2015年3月）。住友商事の2012年度の基礎収益⁵の地域別内訳は、国内40%、先進国25%（欧州7%、大洋州1%、北米17%）、新興国35%（中南米10%、アジア16%、中国1%、その他8%）と、広範囲に分散している（住友商事、個人投資家向け会社説明会資料、2014年3月。それでもなお国内事業の収益が4割に達することは特筆されてよい）。かつては日本を起点または終点とする取引（国内取引、輸入取引、輸出取引）が中心であったが、近年は海外取引（現地取引および三国間取引）の比重が増えるとともに、世界各地で多彩な事業を展開している。

③機能の総合性

総合商社は時代とともに機能を多様化させてきた。一例として、日本貿易会は商取引機能、情報・調査機能、市場開拓機能、事業開発・経営機能、リスクマネジメント機能、ロジスティクス機能、金融機能、オーガナイザー機能の8つを挙げている（日本貿易会ウェブサイト。<http://www.jftc.or.jp/shosha/function/index.html>。2015年3月閲覧）。これらの諸機能は、中核的機能である商取引機能に付随し、それを補完・強化するものとして外延的に発展してきたものである*。当初は商取引のさいの取引仲介手数料から費用を回収するものであったが、可能なものから順次事業化され、顧客から直接に機能の対価（報酬）を獲得するものが増えている。

* 商社機能論に関する先駆的研究である商社機能研究会編（1981）『新・総合商社論』東洋経済新報社は、取引機能、金融機能、情報機能を中核機能、資源開発機能、産業オルガナイザー機能、ソフトウェア・システム化機能を外延的機能とする見地を示している。

④巨大な企業グループ

総合商社が製造業・サービス産業を含む多数の子会社・関連会社をもつことは戦前期の「物産・商事」以来の特徴であったが、もともとそれらは本体の取引仲介業務を支援・補完する役割を担っていた。今日では国内外の事業子会社・関連会社は連結子会社または持分法適用会社として直接に連結業績に貢献することを期待されている。なお、各地域・国における本体の分身として機能する統括分社のことをこの業界では「現地法人」と呼び、「事業会社」とは区別している。現在、三菱商事の連結対象会社は600を超え、本体の従業員数6000人弱に対して連結では7万人を超える（三菱商事、前掲資料）。

⑤事業投資とトレードを両輪とする

近年の総合商社のビジネスモデル進化の核心は次の点にある。売上高ではなく収益（具体的には連結純利益）をKPI（重要業績評価指標）とし、そのための手段としてリスクを取った事業投資を国内外で展開する。事業投資は通常、子会社や持分法適用会社の形態をとり、したがって総合商社本体は巨大な企業グループの持株会社としての性格を持つ。

この面に着目すれば、総合商社のビジネスモデルは投資銀行やベンチャーキャピタルなどの投資会社に接近しているといえる。しかし決定的に異なるのは、総合商社は投資先の事業の経営に自ら参画するとともに、そこで商取引（トレード）をも展開することである。逆に言えば、トレードを通じてすでに熟知している事業を選んで投資をしている、あるいはト

⁵ 基礎収益：「基礎収益＝（売上総利益＋販売および一般管理費（貸倒引当金繰入額を除く）＋利息収支＋受取配当金）×（1－税率）＋持分法による投資利益」。総合商社が本業での稼ぐ力を表すものとして重視している、商社業界独自の経営指標。

レードを維持することで投資先の事業内容を詳細に把握しようとする。

事業投資とトレードを組み合わせるとのこと自体は高度成長期からみられた現象であるが、かつてはトレードからの利益(取引仲介手数料=口銭)に主眼があったのに対して現在は事業収益が主目的になっており、また収益の規模は以前とは比較にならない。このことは、高度成長期とは比較にならないリスクを取ることを意味し、したがって各社一様にリスクマネジメントのための機構を発達させている(後述)。

以上は「20世紀型総合商社」の特徴1)2)4)6)7)に関する変化点である。その他の点について以下に簡単に記しておこう。3)取引形態という概念は取引仲介業務を前提としたものである。現在でも取引形態は総合的であるが、そのことをあえて論じる意義が小さくなっている。5)取引規模(売上高)は現在でも巨大であるが、総合商社の規模の巨大性は売上高だけでなく、組織や収益なども含めて総合的に理解すべきである。8)日本企業を介さない事業は近年とみに比重を増している。ただし、取引先が日本企業であろうが外国企業であろうがまったく無差別かといえれば現状ではそこまでは言えないようである。9)企業集団との結合は、高度成長期において6大総合商社が取扱商品を総合化し、売上高を巨大化するうえで大きな役割を果たした。しかし、現在では特筆すべき重要性はおおむね消滅している(田中彰, 2013, 「六大企業集団の無機能化」『同志社商学』第64巻第5号)。

(2) 総合商社の収益モデルと組織革新

田中隆之(2012)『総合商社の研究』東洋経済新報社は総合商社の収益の源泉を、A コミッション(口銭=取引仲介手数料)、B マージン(売買差益)、C 付加価値を高めた販売(工賃など)、D 金利収入、E 配当収入、F フィー(サービス手数料)の6パターンに整理している。積極的な事業投資と分社化の結果、本体の単体決算上はEの比重が高まっている。ただしそのことは総合商社の「投資会社化」をただちに意味するわけではない。連結決算をみた場合、単体決算における配当収入は子会社にとってはE以外である場合が大きく、事業投資の成果はC~Fの形態を取りうるからである*。田中隆之(2012)は2010年度の総合商社5社の連結収益全体に占めるA(およびF)の割合を11%と試算し、それ以外の部分はEだけでなくB~Dにもよると主張している。つまり、単なる事業投資会社ではなく、多様な製造業・サービス業にも進出している「総合事業運営・事業投資会社」(田中隆之2012: 240頁)なのである。

*この点は現在の総合商社のビジネスモデルを理解するうえで決定的に重要である。田中彰(2012: 104頁)はこの点の認識が不十分であり、連結決算の「受取配当金+持分法投資損益」を事業投資収益としてとらえていた。

旺盛な事業投資を通じて収益を追求するビジネスモデルを確立するうえで決定的な意味をもったのが、リスク資産マネジメントおよび事業ポートフォリオ・マネジメントという組織革新であった。

図6-1は総合商社5社の連結純利益の推移である。この約10年間、ひと昔前とは格段に異なる高収益を享受してきたことが一見して明らかである。1980年代以降90年代半ばまでは低収益の「商社冬の時代」、2000年代半ば以降は高収益の「商社夏の時代」である。14-15年度にいたって連結純損失に陥る商社が続出していることについては後述するとして、ここでは2つの時期の間、1990年代半ばから2000年代初頭まで複数の総合商社が巨額損失を

頻発した「商社危機」の局面があった事実注目したい。

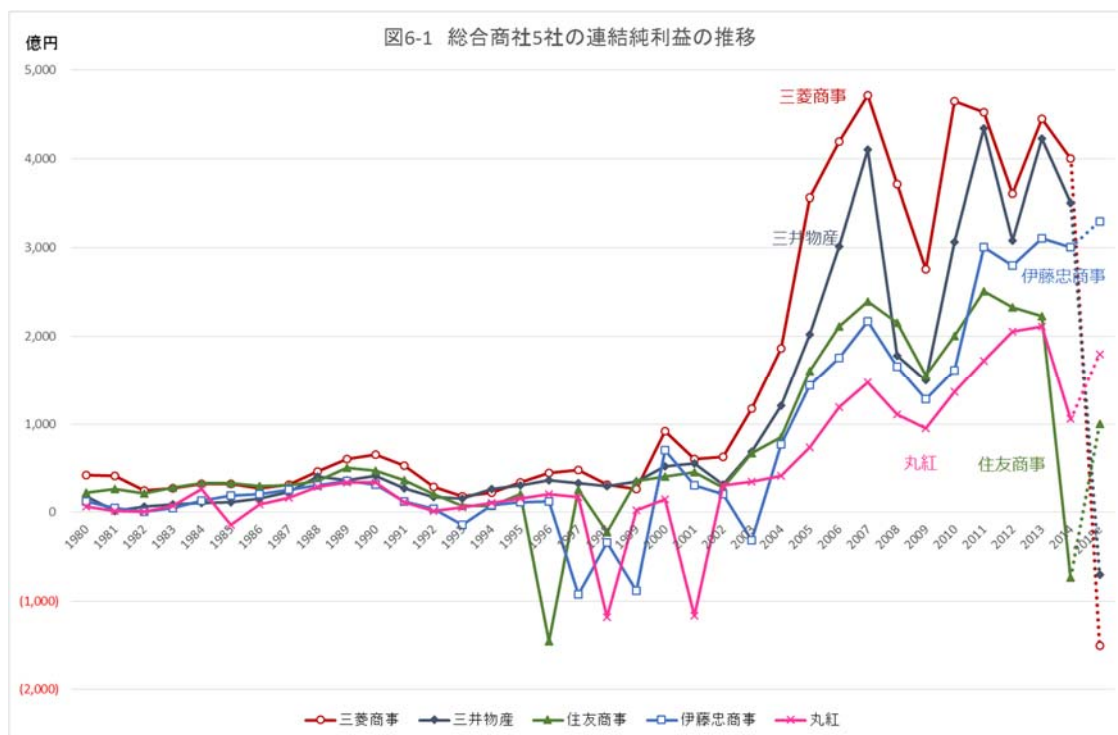


図 6-1 総合商社 5 社の連結純利益の推移

出所) プレーン・トラスト社『大手商社の比較経営分析』各年版および各社決算報告資料により作成。

注) 住友商事は 2010 年度以降、丸紅は 13 年度以降、他の 3 社は 14 年度以降国際会計基準。15 年度は各社直近の見通し。

19 世紀後半以来、総合商社の KPI は売上高であった。とくに高度成長期以降は後発総合商社の参入により激しい売上高競争を展開した。その帰結はなりふりかまわない利幅の薄い取引の増大であり、収益性の低下であった。1980-90 年代の「商社冬の時代」脱却のために各社はいっせいに事業投資を強化したが、当初はそれに対応するリスク管理の手法が未確立であった。このため三菱商事・三井物産の最上位 2 社を除く商社は巨額損失を頻発し、伊藤忠・丸紅・住友商事の中位 3 社は復活したが、下位商社は経営破綻や合併によって再編された。これが 1990 年代の「商社危機」局面の本質である。

「商社夏の時代」はこのような危機後の組織革新をへて初めて実現した。その第一のポイントは、投資規模を期待収益と対比させたリスク・リターン指標⁶にもとづくリスク資産マネジメントである。すなわち、リスク資産⁷の大きさに対して期待収益が一定基準よりも小

⁶ リスク・リターン指標：リスク資産に対する期待収益の大きさを指標化したもの。具体的な定式も名称も各社各様であり、引き算式と割り算式とに大別される。2008 年時点では三菱商事、三井物産、丸紅が引き算式、その他 4 社は割り算式である。

⁷ リスク資産：ここでは事業投資残高のこと。たとえば商社がある外食チェーンを 10 億円で買収したとき、その後の経営に成功して 10 億円以上に評価されることもあるが、逆に

さいならば投資を引き上げ、逆に大きいなら追加投資をするというものである。

第二のポイントは経営組織を小規模な自律的ビジネスユニットに分割し、それぞれにミッションを与える事業ポートフォリオ・マネジメントである。ローリスク・ローリターンのものからハイリスク・ハイリターンのものまで多様なビジネスユニットからなる事業ポートフォリオによって、全体としてリスクを分散するとともに、ビジネスユニットごとにリスク・リターン指標を含む業績評価指標によって評価し、不断に資産の入替をおこなう。

3 今日の総合商社における資源ビジネスの位置づけ

(1) 資源価格の変動と総合商社の業績

近年の総合商社の事業投資先として注目されているのが資源ビジネスである。各社が出資する資源分野の連結対象事業会社の損益は取込損益として総合商社の連結決算に組み込まれる。取込損益の性格は、その会社の事業の性格によって異なることになる。

資源ビジネスの投資案件を間接的に管理する再投資会社の場合には投資収益(E)だが、実際に採掘・選鉱・製錬などをおこなう資源事業運営会社の場合には事業収益(C)となる。事例を挙げると、三菱商事に最大の取込利益をもたらしてきたオーストラリアの石炭事業投資子会社MDP(Mitsubishi Development Pty Ltd)は前者であり、同社のカナダ鉄鉱石事業会社IOC(Iron Ore Company of Canada)は後者である。

このほか資源トレーディング会社がある。実需にもとづかない商品市場でのディーリングから生じる利益は基本的には投資収益(E)に分類されるが、リピート的またはスポット的な実需取引に従事している場合にはコミッション(A)またはマージン(B)となる。それらを兼営する場合もあり、判別は簡単ではなくなる。三菱商事の例で言えば、ロンドン金属取引所(LME)のリングメンバーである英国子会社トライランド・メタルズ社(Triland Metals Ltd.)は前者だが、金属資源トレーディングにかかわる本体の業務をスピノフしたシンガポール子会社「RtM本社」(Mitsubishi Corporation RtM International Pte. Ltd.)は後者となる*。

*総合商社業界では国内外にもつ多数の子会社・関連会社のうち海外で本体に準じる業務を遂行する子会社を「現地法人」と呼び、それ以外を「事業会社」と呼んで区別している。

三菱商事の「RtM本社」がおこなうのは本体業務そのものであり、本来の「事業投資」の事例ではない。

資源価格上昇局面では、資源事業運営会社は直接にその恩恵を受けて高収益を挙げ、資源事業投資会社には高い配当や取込利益をもたらす。資源取引が活発になればディーリング会社もおおむね高収益を挙げる。これらが取込利益の増大として総合商社の連結純利益に貢献する。しかし、資源価格下落局面では取込利益は縮小し、著しい場合は取込損失となる。事業そのものの評価が取得価格を下回れば減損⁸として処理しなければならなくなる。

実際に資源価格の動向をみてみると(図6-2)、2000年代半ば以降、全般的に歴史的な高

経営に失敗すると10億円を下回る価格で売却することになるかもしれない。資産の元本が保証されないという意味で、商社が投資した事業はリスク資産である。

⁸ 減損：資産の収益性が低下して投資額の回収が見込めなくなった場合の取得価格と将来キャッシュフローとの差額。減損が発生した場合は損失として計上すること(減損処理)が現在の一般的な会計原則となっている。

水準であったことが確認できる。ただし商品ごとの違いもある。非鉱物資源（食料、木材・繊維・ゴム・皮革）よりも鉱物資源（エネルギー、金属）で価格高騰がより顕著であった。また鉱種別にみれば、2008年のリーマンショック前後で全般的に価格が落ち込んでいるものの、鉄鉱石・錫・銅などがそれ以後さらに高騰しているのに対して天然ガスやウランは沈静化または低迷している。ウラン価格の低下は福島第一原発事故後の「原発離れ」にともなう需要減少の、天然ガス価格の低迷はシェールガスブームによる供給過剰の結果であると考えられる。ここで注目すべきは、11年前半をピークに多くの鉱種で価格が下落局面に移行していること、14年以降、価格下落に拍車がかかっていることである。今次の「資源ブーム」はひとまず終息に向かっていると見える。現在の資源価格下落をより長期的な循環の一コマとしてとらえようとするのが「コモディティ・スーパーサイクル⁹」論である。

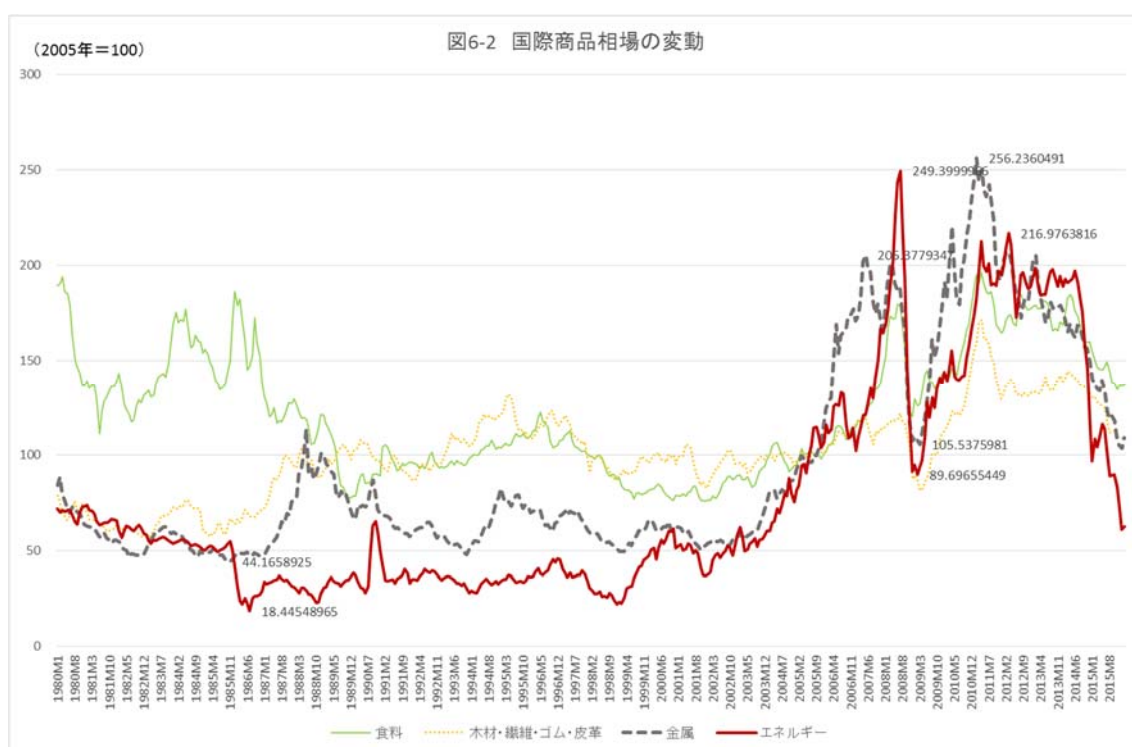


図 6-2 国際商品相場の変動

出所) IMF, *Primary Commodity Prices* より作成。

注)「食料」(PFANDB)は食料7品目・飲料3品目(ただし、1990年までは飲料3品目のみPBEVE),「木材・繊維・ゴム・皮革」(PRAWM)は5品目,「金属」(PMETA)は銅・アルミ・鉄鉱石・錫・ニッケル・亜鉛・鉛・ウランの8品目,「エネルギー」(PNRG)は原油・天然ガス・石炭の3品目(ただし、1991年9月までは原油3市場の単純平均POILPSP)。

⁹ コモディティ・スーパーサイクル：国際商品の相場変動にみられる数十年周期の循環のこと。Jacks, David S. (2013), “From boom to bust,” *NBER Working Paper*, #18874 によれば、2010年代は1910年代、50年代、70年代に続くスーパーサイクルのピーク (large commodity price booms) に当たる。「コモディティ」には食料・繊維など非鉱物資源も含むが、その変動は鉱物資源よりも緩やかであった (図 6-2)。

（2）総合商社各社のセグメント別純損益の動向

現在の総合商社業界では鉱物資源、すなわちエネルギーおよび金属資源を通常「資源分野」として取り扱っている。エネルギーについては三菱商事が古くから燃料部門をもっていたが、多くの商社では独立した事業部門となったのは比較的最近である。金属については、高度成長期には多くの商社で鉄鋼部門と非鉄金属部門に組織され、それぞれ原料（＝資源）と製品とを一括していたが、1990年代に主に製品部門の縮小によって「金属部門」へと統合されていった。2010年代に業界内で「資源・非資源」という事業分野の区分が重視されるようになったことを反映して、金属部門全体の業績から鉄鋼製品を除いた「金属資源」の内訳を公表するようになってきた*。

*ただし、鉄鋼製品を除いたとしても非鉄金属製品は依然として金属部門に含まれている。

またエネルギー部門にはガソリンのような石油製品が含まれている。このように製品と資源とが厳密に区分されているわけではないことに注意を要する。なお、上位5社のうちでも住友商事ではエネルギー・金属資源・化学品が「資源・化学品部門」に一括されており、他社との比較が困難である。

表6-1に総合商社5社のセグメント別連結純損益の近年の動向を一覧する。

三菱商事・三井物産の2社は1990年代の「商社危機」の時期を含めて過去に一度も赤字決算を経験せず、業界をリードしてきた。両社は5社のうちでも資源分野の収益がひときわ大きい。なお、三菱商事は非資源分野収益においても5社中最大規模であり、総合的な強さをもつものに対して、三井物産は非資源分野収益が5社中で圧倒的に小さく、エネルギーと金属資源に極端に依存していたことがわかる。

これに対して伊藤忠商事・丸紅・住友商事の中位3社は資源分野よりも非資源分野の収益が大きいことを基調としていた。とくに伊藤忠は非資源分野で三菱商事を凌駕するにいたったことが最近の躍進につながっている。三菱商事の非資源分野が機械・生活産業を中心にしているのに対して、伊藤忠は機械よりも生活産業（食料および繊維）に強みをもつことが大きな特徴である。

資源価格が下落局面に入った2011年以後の数年間にわたって総合商社各社の純利益は、乱高下と企業間格差をとまなかつつ総じて高水準を維持していた。しかし14年度に潮目が変わる。

まず住友商事が2014年度に3100億円の減損を計上した。その内訳は、米国タイトオイル開発プロジェクト1992億円、ブラジル鉄鉱石事業623億円、米国シェールガス事業311億円、豪州石炭事業244億円、などとなっている（住友商事アニュアルレポート2015年版）。続いて15年度、三井物産はチリ銅事業約1150億円、豪州LNG事業約400億円、ブラジル資源事業会社ヴァレパール社（Valepar S.A.）約350億円など合計約2600億円の減損損失の発生見込みを発表（三井物産プレスリリース、2016年3月23日）。その翌日には三菱商事がチリ銅事業約2800億円、豪州LNG事業約400億円、豪州鉄鉱石約300億円など合計約4300億円もの巨額減損の見通しを発表した（三菱商事プレスリリース、2016年3月24日）。3社以外でも14年度以降、資源分野を中心に減損処理が相次いでいるが、21世紀の総合商社の収益モデルをリードしてきた最上位2社が最終赤字に転落した事実は衝撃的であった。

半面、総合商社「中位」に位置していた伊藤忠商事が2011年度に住友商事を抜いて3位に浮上し、その後も業績好調を維持して15年度に初めて総合商社業界1位となることが確

実視されている。その対照性を解明するヒントは各社がおこなってきた投資の内容にあるはずである。そこで、次の節では総合商社業界の「盟主交替」を演出した三菱商事と伊藤忠を取り上げて、両社の投資行動とパフォーマンスの違いについて検討することとする。

表 6-1 総合商社 5 社のセグメント別連結純利益

三菱商事	当期純利益	資源	非資源	資源比率 (%)	エネルギー事業	金属(資源分野)	金属(非資源分野)	機械	化学品	生活産業	その他	全社・消去等	
2011*	4,538	2,927	1,631	64.2	1,206	1,721		545	371	566	149	-20	
2012*	3,600	1,701	1,943	46.7	1,424	277	92	556	226	675	394	-44	
2013*	4,448	1,716	2,590	39.9	1,479	237	175	871	328	683	533	142	
2013	3,614	1,154	2,368	32.8	1,186	-32	112	988	217	592	459	92	
2014	4,006	854	3,145	21.4	823	31	108	913	314	1,205	605	7	
2015e1	3,000	200	2,760	6.8	550	-350	100	800	340	790	730	40	
2015e2	-1,500	-3,900	2,300	243.8	-250	-3,650	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
三井物産	当期純利益	資源	非資源	資源比率 (%)	エネルギー	金属(鉄鋼製品除く)	鉄鋼製品	機械・インフラ	化学品	生活産業	次世代・機能推進	海外	全社・消去等
2011*	4,345	3,894	211	94.9	1,881	2,013	95	177	91	155	-307	668	-428
2012*	3,079	2,561	294	89.7	1,646	915	-38	170	-15	130	47	390	-166
2013*	4,222	2,926	846	77.6	1,970	956	181	266	158	192	49	538	-88
2013	3,501	3,040	595	83.6	1,893	1,147	217	173	145	177	-117		-134
2014	3,065	2,101	844	71.3	1,202	899	92	520	156	8	68		120
2015e	-700	-1,550	820	212.3	-60	-1,490	60	250	460	-130	180		30
伊藤忠商事	当期純利益	資源	非資源	資源比率 (%)	エネルギー	金属(資源)	金属(非資源)	機械	化学品	食料+繊維	住生活・情報	海外	全社・消去等
2011*	3,005	1,622	1,466	52.5	201	1,421		231	177	682	376		-83
2012*	2,803	755	1,912	28.3	58	697	128	321	173	769	521		136
2013*	3,103	536	2,469	17.8	22	514	227	434	145	900	763		98
2013	2,453	235	2,076	10.2	-5	240	205	359	126	748	638		142
2014	3,006	-236	3,172	-8.0	-149	-87	199	546	173	1,464	790		70
2015e	3,300	430	2,680	13.8	405	25	225	500	175	880	900		190
丸紅	当期純利益	資源	非資源	資源比率 (%)	エネルギー	金属(鉄鋼製品除く)	鉄鋼製品	機械グループ	化学品	食料	生活産業グループ	海外	全社・消去等
2011*	1,721	810	789	50.7	409	401	92	418	75	140	64	161	-39
2012*	2,057	565	1,185	32.3	279	286	157	574	68	171	215	198	109
2012	1,301	125	1,015	11.0	45	80	118	485	52	178	182	129	32
2013	2,109	400	1,252	24.2	365	35	168	608	64	183	229	253	204
2014	1,056	-421	1,049	-67.0	-173	-248	127	479	45	111	287	296	132
2015e	1,800	40	1,374	2.8	10	30	120	364	300	320	270		386
住友商事	当期純利益	資源	非資源	資源比率 (%)	資源・化学品	金属	輸送機・建機	メディア・生活関連	環境・インフラ	海外	全社・消去等		
2011	2,507	908	1,177	43.5	908		153	405	511	108	489	-67	
2012	2,325	469	1,413	24.9	469		152	448	689	124	485	-42	
2013	2,231	236	1,488	13.7	236		266	476	555	191	414	93	
2014	-732	-1,910	1,531	504.0	-1,910		325	406	571	229	-227	-126	
2015e	2,300	260	1,540	14.4	260		230	500	560	250	470	30	

出所) 各社アニュアルレポートおよび決算発表資料より作成。入手可能なデータからの推計を一部に含む。

注) セグメントは各社直近の分類を基本とする。組織変更や集計方針の変更があった年度を横線で示している。

三菱商事と丸紅の2011年度の金属資源には鉄鋼製品を含む。

年度欄の「*」は米国会計基準、それ以外は国際会計基準。三菱商事の2015e1は2015年11月、2015e2は16年3月の公表資料による。

4 資源ブーム終焉後の事業ポートフォリオ・マネジメント——三菱商事と伊藤忠商事を中心に

(1) 投資計画・実績の比較

①三菱商事

総合商社の投資計画は中期経営計画¹⁰に示されている。三菱商事の「中期計画 2012」は資源価格下落局面に入る前の2010年7月に発表された。そこでは10-12年度の3カ年の投資計画として、全体で2.0-2.5兆円の新規投資をおこない、そのうち半分程度の1.0-1.2兆円を

¹⁰ 中期経営計画：2~3カ年を単位とする経営計画。総合商社業界では抜本的経営改革を目指して1986年に伊藤忠・三井物産・三菱商事の3社が策定して以来、通例となった。

金属・エネルギーの資源分野にあてることをうたっている。3年間の投資実績は全体で2.6兆円、資源分野に1.5兆円余とやや膨らんだ(表6-2(a))。

2013年5月に発表された「経営計画2015」では、資産の入替を加速させること、具体的な金額は挙げず、新規投資規模は「中期計画2012」と同程度とすることを示した。また「2015」期間では投資分野の区分が資源・非資源の2つに整理するとともに、資産入替をふまえたネット投資を重視するようになった。「2012」計画時点では資産入替や減価償却は考慮外であったが、期間終了後の13年度決算説明時(14年5月)にこれらを考慮に入れたネット投資の3年間累計金額が1.6兆円であり、同期間の連結純利益総額1.3兆円より大きかったことを示し、進行中の中計期間には3カ年のネット投資累計額(計画では0.5-1.0兆円)を連結純利益累計額(同1.1兆円以上)が上回ることを方針とした。15年第3四半期までの累計新規投資ベースでは全体で2.3兆円、そのうち資源分野に0.8兆円の投資をしている。資源価格がすでに下落局面に入っており、非資源分野の強化が業界共通の課題となっていたことを反映して、非資源分野には資源分野の2倍近い1.5兆円の新規投資をしている。15年度に巨額損失を見込んでいるため、資源分野は3カ年累計でも赤字決算となる見込みである(表6-2(b))。

表6-2 三菱商事の投資計画と実績

(単位:億円)

(a)「中期計画2012 継続的企業価値の創出に向けて」期間(2010-12年度)							
	3カ年計画	2010年度	2011年度	2012年度	累計	連結純利益	ROI(年率)
全社戦略地域	0.1-0.2兆円	-	(170)	(280)	(450)	n.a.	n.a.
全社戦略分野	約0.3兆円	420	460	720	1,600	n.a.	n.a.
金属資源・エネルギー資源	1.0-1.2兆円	1,650	9,300	4,250	15,200	7,883	17%
その他	0.6-0.8兆円	1,630	3,600	4,330	9,560	n.a.	n.a.
新規投資計	2.0-2.5兆円	3,700	13,360	9,300	26,360	12,783	16%
減価償却・入替					1.0兆円		
ネット投資					1.6兆円	12,783	27%

(b)「経営戦略2015 2020年を見据えて」期間(2013-15年度)							
	3カ年計画	2013年度	2014年度	2015年度 1-3Q	累計	連結純利益	ROI(年率)
新規投資							
資源		3,300	2,200	2,500	8,000	-1,892	-8%
非資源		4,700	5,400	5,200	15,300	7,813	17%
合計	2.0-2.5兆円	8,000	7,600	7,700	23,300	6,120	9%
資産入替							
資産売却		5,100	5,200	2,000	12,300		
減価償却		1,700	2,000	1,600	5,300		
合計	1.5兆円	6,800	7,200	3,600	17,600		
ネット投資	0.5-1.0兆円	1,200	400	4,100	5,700	6,120	36%

注) 連結純利益は計画におよそ対応するセグメントの3カ年累計額。ただし2015年度分は2016年3月発表の業績見直しによる。

(a) 全社戦略地域は中国・インド・ブラジル(投資実績は分野別と重複)、全社戦略分野はインフラ・地球規模。

(b) 「資産売却」には売却にともない発生した売却損益を含まない。

出所) 三菱商事中期経営計画説明資料, 決算説明資料より作成。

②伊藤忠商事

伊藤忠商事の中期経営計画は2カ年を単位としている。2011-12年度を対象とする「Brand-new Deal 2012」が資源価格ピークアウト直前の11年5月に発表されている。同計画では事業分野を4分類し、全体で8000億円、資源分野に約半分の3500-4500億円の新規投資をおこなうとしていた。2年間の新規投資実績は全体で9700億円、資源分野がちょうど半分の

4850億円であった。なお当初計画では目標を示していないが、EXIT(=資産売却)をふまえたネット投資の実績は7300億円であった(表6-3(a))。

表6-3 伊藤忠商事の投資計画と実績 (単位:億円)

(a)「Brand-new Deal 2012/稼ぐ! 削る! 防ぐ!」期間(2011-12年度)						
	2カ年当初計画	2011年度	2012年度	累計	連結純利益	ROI(年率)
資源エネルギー関連	3,500-4,500	3,800	1,050	4,850	2,377	25%
生活消費関連	1,000-2,000	1,300	1,350	2,650	2,529	48%
機械関連	1,000-2,000	700	800	1,500	552	18%
化学品・建設他	500-1,500	400	300	700	350	25%
新規投資計	8,000	6,200	3,500	9,700	5,808	30%
EXIT		-1,100	-1,300	-2,400		
ネット投資		5,100	2,200	7,300	5,808	40%

(b)「Brand-new Deal 2014/非資源No.1商社を目指して」期間(2013-14年度)						
	2カ年当初計画	2013年度	2014年度	累計	連結純利益	ROI(年率)
生活消費関連	非資源:資源	2,150	3,100	5,250	3,640	35%
基礎産業関連	=2:1	700	800	1,500	1,608	54%
資源関連		1,450	600	2,050	-1	0%
新規投資計	10,000	4,300	4,500	8,800	5,459	31%
EXIT	-2,000	-1,100	-800	-1,900		
ネット投資	8,000	3,200	3,700	6,900		
減価償却		-1,700	-1,300	-3,000		
ネット投資+減価償却		1,500	2,400	3,900	5,459	70%

注) 連結純利益は計画におよそ対応するセグメントの3カ年累計額。

出所) 伊藤忠商事中期経営計画・決算説明資料より作成。

2013年5月に発表された「Brand-new Deal 2014」においてはネット投資の目標を0.8兆円と定め、新規投資額の上限は1兆円とした。また、投資事業分野は3区分に整理し、分野ごとの投資額は示さずに「非資源:資源=2:1」と非資源分野重視の姿勢を鮮明にした。中期経営計画の副題は「非資源 No.1 商社を目指して」である。実績は新規投資が資源分野2050億円、非資源分野6750億円と当初計画以上に非資源分野に傾斜した。全社の新規投資累計は8800億円、EXITと減価償却を加えたネット投資は3900億円である(表6-3(b))。

2015年5月には15-17年度の3カ年を対象とする「Brand-new Deal 2017」が発表された。そこではCITIC Limited(中国中信集团有限公司)への出資約6000億円を土台とする「CITIC/CPG¹¹とのシナジー投資」を大きな柱に挙げ、実質営業キャッシュフローにEXITによるキャッシュインを加え、そこからCITICを除く実質投資額を差し引いた実質的なフリーキャッシュフローが継続的に1000億円以上黒字化することを目標に掲げた。15年度第3四半期の決算発表によると、累計新規投資は資源分野450億円、非資源分野1100億円、および以上の既存セグメントと区別してCITICに6050億円、合計7800億円であるが、EXIT

¹¹ CITIC/CPG: CITIC Limitedは中国政府主導で設立された、金融事業を中心とする中国最大のコングロマリット。CPG(Charoen Pokphand Group Company Limited)は農業・食料を中心に展開するタイ最大の財閥にしてアジア有数の大手コングロマリット。

が2400億円あり、CITICを除く実質的フリーキャッシュフローは850億円の黒字となっている（伊藤忠商事決算説明資料、2016年2月4日）。

③比較考察

両社とも2012年度末が中期経営計画の切り替え時期に当たっている。その前後で、①資産入替が強調されるようになり、グロス（新規投資）からネットへと投資計画の着目点が変わったこと、②投資分野として資源・非資源の対立的区分へと整理・大綱化し、非資源分野の強化を追求するようになったことは両社で共通している。しかし、実際の投資行動とその効果には大きな違いが現れた。

グロスのROI（年率）として新規投資に対する連結純利益の比率を算出すると、三菱商事全社では「2012」期間の16%から「2015」期間に9%へと低下。同社の資源分野は「2012」期間では17%と全社平均よりわずかに高水準だが、「2015」期間はマイナスに転落した。伊藤忠商事全社では「2012」期間30%、「2014」期間31%と三菱商事よりも高位で安定している。資源分野については「2012」期間25%、「2014」期間0%とやはり良好である。

ネットのROI（年率）は三菱商事全社で「2012」期間に27%、「2015」期間は資産入替が進んだ結果、36%に向上している。伊藤忠全社では「2012」期間に40%*、「2014」期間は70%である。トレンドとしては両社同様だが、やはり伊藤忠の方が高いパフォーマンスを挙げている。ネットROIの分母の面で、伊藤忠の資産売却（EXIT）が単年度で1000～2000億円であるのに対して三菱商事は2000～5000億円とかなり積極的であったが、やはり分子（巨額減損の有無）の違いが最終的な格差となって現れたことになる。

*伊藤忠商事の定義ではネット投資に減価償却を加味していない。それを加味すれば、「2012」期間のネットROIはさらに大きくなるはずである。

（2）投資案件の事例

①三菱商事のチリ銅事業投資

三菱商事の最大の減損要因となったチリ銅事業のケースをみてみよう。問題になっているのは2011年11月に英資源メジャー、アングロアメリカン社（Anglo American plc）から53.9億米ドルで取得したAAS社（Anglo American Sur）株式24.5%である（三菱商事、前掲プレスリリース）。11年度の資源分野への投資9300億円の過半、「2012」期間の新規投資総額の5分の1程度がこの案件に充てられ、同期間の目玉投資プロジェクトであったことになる。当時、三菱商事の海外銅事業は同じチリにある世界最大の銅鉱山エスコンディエーダ（持分8.25%）をはじめペルー、インドネシアにも展開しており、権益ベースの年間生産能力は全体で約29万トン、そのうちAASは11万トンにすぎなかった（三菱商事決算説明資料、2012年2月1日より算出）。それでもこのプロジェクトだけが減損を発生したのは、銅価格ピークに近い時期の投資であり、「高値づかみ」であったためである*。一番手商社である三菱商事は資源ブームのはるか以前、2015年現在よりも資源価格が低かった時期に多くの資源権益を獲得しており、それらは現在においても収益を挙げ続けている。

*「当時の銅価格は1ポンド4ドルだった。足元では2ドル程度まで下落しており、中長期見通しを3ドルに引き下げたため減損に追い込まれた」（『日本経済新聞 電子版』2016年3月28日）。また、大竹剛「巨額減損の三菱・三井、市場関係者から不満——資源バブ

ル下の「高値づかみ」は正当化されるか」日経ビジネスオンライン、2016年3月31日は、三菱商事のチリ銅事業への投資をめぐる経緯の詳細を伝えている。それによれば、AAS株の取得価格は三井物産も絡んだ争奪戦によってつり上がり、当時から高すぎるとの指摘があった。三井物産の15年度のチリ銅事業減損も12年8月に三菱商事から譲渡されたAAS株の目減りによるものである。

②伊藤忠商事のCITICプロジェクト

資源ブーム終焉後の伊藤忠商事の投資戦略・グローバル戦略を特徴づけるのは中国CITIC・タイCPGとの戦略的業務・資本提携である。同プロジェクトは伊藤忠・CITIC間の包括戦略提携（2011年4月）と伊藤忠・CPG間の戦略的業務・資本提携（14年7月）が合流し、15年1月に3社間提携へと発展したものである。伊藤忠とCPGの折半出資による共同出資会社（CTB）がCITICに約20%の資本参加をおこない、中国・アジア市場で幅広い分野でのシナジーを追求する（伊藤忠商事プレスリリース、2015年1月20日など）。この枠組みにもとづいて6050億円のCITIC関連投資がなされた。CITIC Limitedは15年8月に伊藤忠の持分法適用会社となり、伊藤忠は15年度第3四半期に200億円の関連収益（取込利益とCPG貸付の金利収支など）を計上した。四半期ごとの期待利益は150-200億円であるという（以上伊藤忠商事、アナリスト向け質疑応答要旨、2016年2月4日実施）。

CITICプロジェクトは中華圏の膨大な人口に、日本企業としては前人未踏の深さでリーチしようとするものであり、大胆な経営戦略でたびたび業界関係者を驚かせてきた伊藤忠商事らしいといえる。しかし約6000億円という巨額の投資に対して前述の期待収益では年率ROIは10~13%程度にとどまり、決して効率がよいとはいえない。その成果はいまだ端的であり、今後の展開にゆだねられる部分が大い。

5 暫定的な結論

資源ブームの終焉は「21世紀型総合商社」のビジネスモデルにどのようなインパクトをもたらした（もたらす）だろうか。局面転換は急激であり、2015年度（16年3月期）決算は未確定のため、検討の材料となるべき情報は十分ではない。本格的な検討は今後の課題とし、ここでは中長期的展望に立っていくつかのヒントを提供したい。

第一に、「21世紀型総合商社」の眼目は事業投資とトレードを両輪とする「総合事業運営・事業投資会社」なのであって、資源ビジネスはあくまでそのひとつの事業分野にすぎない。総合商社は資源企業ではない。総合商社のビジネスモデル進化の時期にたまたま資源ブームが重なったために有力な収益源となってきたのである。

第二に、実際に総合商社に巨額の収益をもたらしたのは資源ブーム入り以後の投資よりも、それ以前の投資である場合が大きい。三菱商事のブルネイLNGやオーストラリアの石炭事業、三井物産のオーストラリアの鉄鉱石・石炭事業など、両社の底堅い収益力を支えてきた投資案件は高度成長期にさかのぼる。資源価格が高騰し、乱高下するもとの、中長期的な権益保有の観点と短期的な収益性を両立した投資をおこなうことはもとより容易なことではなかったのである。

第三に、「21世紀型総合商社」の組織革新の原点はリスク資産マネジメントと事業ポートフォリオ・マネジメントにあり、それを根本的に放棄する必要はない。ただし、資源ビジネ

スは投資規模が概して大きく、巨額案件になればなるほどその投資判断は現場ビジネスユニットレベルよりも相応の上層レベルでなされることが多かったはずである。それだけに、通常の投資規律を逸脱した「トップの判断」になりがちであったと推察される。中下位商社の場合に、上位商社にキャッチアップするために無理筋の投資判断をしなかったか、上位商社の場合に、ある程度の減損が出て資源ブーム以前に獲得した資産の収益力がカバーしうることに対して過信はなかったか。これらの点に関する検証とノウハウ蓄積を続けることによつてのみ、総合商社の資源ビジネス、ひいては「21世紀型総合商社」のビジネスモデルはより持続可能なものへと洗練されていくと思われる。

コラム

グレンコアと総合商社

2015年9月、スイスに本社を置くグレンコア社（Glencore plc）の株価が1日で29%も急落。日米欧の株価がつかれて下落し、「グレンコア・ショック」と呼ばれました。同社は1974年に設立し、金属・エネルギー・食料などを取り扱う資源商社でしたが、87年以降、採掘や製錬・加工に進出し、2013年に同じくスイスに本社を置くエクストラータ社（Xstrata plc）を買収するにいたり、資源メジャーへと転換しました。ところが14年後半からの資源価格急落の局面で業績が急激に悪化したわけです。

世界に類をみないといわれる日本の総合商社ですが、資源ビジネスに限定してみれば、トレーディングから出発して上流（開発・生産）部門へと進出する成長経路や資源価格下落局面での業績下振れの点でグレンコアとは類似性があり、今後の総合商社の進路を占ううえで参考になります。

急速な上流部門投資拡大にともなう事業リスクの増大という点では共通ですが、ここでは総合商社が同社と異なる点を3点挙げておきます。ひとつは総合商社が非資源部門をもち、資源部門と並ぶ柱にしようとしていること、二つ目は資源部門での事業投資にあたっては鉱山等の経営権を握るマジョリティ出資を極力控え、「資源企業化」しないようにしていることです。これらの原則を守ることは現在のグレンコアのような資源メジャーと比較して総合商社の事業リスクを小さく限定し、また資源価格下落というシステムック・リスクをヘッジしうることを意味します。三つ目は、事業内容の透明性です。多くの資源商社は株式非公開であり、経営内容の詳細が分かりません。グレンコアは11年に株式上場しましたが、トレーディングの内容はいまだ不透明であるため、ヘッジファンドなど投資家の疑心暗鬼を招いて売り浴びせられた側面があるといわれます（『日本経済新聞 電子版』2015年11月17日）。総合商社の経営の透明性は同社よりもはるかに高いですが、今一度、教訓化しておきたい点です。

推薦図書

島田克美（1990）『商社商権論』東洋経済新報社

「商権」のメカニズムの分析によって、商社の行動原理の一般性と特殊性を明らかにした「20世紀型総合商社」原論。

田中彰（2012）『戦後日本の資源ビジネス——原料調達システムと総合商社の比較経営史』名古屋大学出版会

資源調達システムの長期的国際比較とともに、資源ビジネスの性質変化を通じて総合商社の経営進化を論じる。

田中隆之(2012)『総合商社の研究——その源流、成立、展開』東洋経済新報社

歴史・現状・国際比較に関する学術研究の蓄積と現場の知識を総動員した総合商社学入門書の決定版。

設問

1. 総合商社がウェブなどで紹介している海外事業を具体的に取り上げて、どんな企業とパートナーを組み、どんなビジネスを展開しているか調べましょう。
2. 日本経済にとって、総合商社はどのような役割を果たしているのでしょうか。

(田中彰)