

論 説

日本総合商社の特質
—英国多国籍商社と比較して—¹⁾

坂 本 恒 夫

目 次

はじめに

1. 総合商社の誕生
 - (1) 財閥系3社と関西5綿
 - (2) イギリス多国籍商社の誕生と成長
 2. 総合商社の第2次大戦後
 - (1) 総合商社と企業集団
 - (2) イギリス多国籍商社の多角化
 3. 日本総合商社と英国多国籍商社の特質
 - (1) 両者の類似性
 - (2) 両者の相違性
 4. 総合商社の今日
 - (1) 総合商社の復活と資源投資
 - (2) 新興国の成長と株式市場からの圧力
 5. 株式所有構造の変化と商社活動の復活
 - (1) バブル崩壊と株式所有構造の変化
 - (2) 投資銀行化と新たな経営環境
- おわりに

は じ め に

Geoffrey Jones は、「19・20世紀は、商社にとっては激動の時代であった。厳しい政府規制や植民地主義の終焉、そして第2次世界大戦後の資産没収など、これらは何度も商社の存在を奈落の底に突き落とした。しかし商社は既存の競争的地位から生じる優位性や現地市場に関する知識、さらには政財界に広がる長年に及ぶ人脈をもとに、なお今日も国際化・多国籍化して生き続け、そして成長・拡大を持続している。」²⁾と述べている。

この言葉は日本の商社にもあてはまる。大手総合商社は長い冬の時代を経て、不死鳥のように復活した。原油や鉄鉱石など多くの資源権益を持つ財閥系商社が、2008年3月決算でそ

1) 本稿は、坂本恒夫「第7章 取引仲介からソリューション業務へと進化する総合商社」『現代の財務経営・第8巻』を基本に、Geoffrey Jones, *Merchants to Multinationals*, Oxford.2000年、などの文献を参考にし、大幅に加筆・修正したものである。

2) Geoffrey Jones, *Merchants to Multinationals*, Oxford.2000年 (ジェフリー・ジョーンズ著、坂本恒夫・正田 繁監訳『イギリス多国籍商社史—19・20世紀—』日本経済評論社、2009年)。

ろって最高益を更新した。総合商社は銀行と異なり自己変革能力があると言われる。優秀な人材と、新しいことに積極的に取り組む企業文化である。現在では保守的になったと批判される営業部門だが、ここにきてそれが商社のリスク管理として良好な方向に機能している面もある。M&A の局面や国際的な大型プロジェクトでも世界中に張り巡らされたネットワークを基盤として、また中国、ロシア、インドをはじめ新興国の経済発展においてもビジネスチャンスをものにしているのである。

本稿は、日本の総合商社の経営の現状と課題について、歴史的、イギリス商社との比較、そして所有構造の変化の中でそれぞれに分析し、その上で金融クライシス以降の動きについて若干の展望を述べてみたい。

1. 総合商社の誕生

(1) 財閥系 3 社と関西 5 綿

日本の総合商社の原型は、日本の近代化の始まりである明治時代の貿易会社である。明治政府の「富国強兵」「殖産興業」政策を受けて、国内の鉱業資源や繊維原料、食品などを輸出して外貨を獲得し、欧米列強の技術や物資を輸入する役割を担っていたと言える。

日本最初の貿易商社は、1876 (明治 9) 年に設立された財閥系の三井物産である。オーナーである三井家は江戸の元禄年間から呉服・両替商として実績を積み、1707 (宝永 4) 年には長崎で輸入品販売を始めていた。創業期の同社はコメの国内流通整備を推進し、また三池炭鉱の払い下げを受けて石炭を一手に販売したり、毛布や軍用ラシヤの輸入なども行っていた。

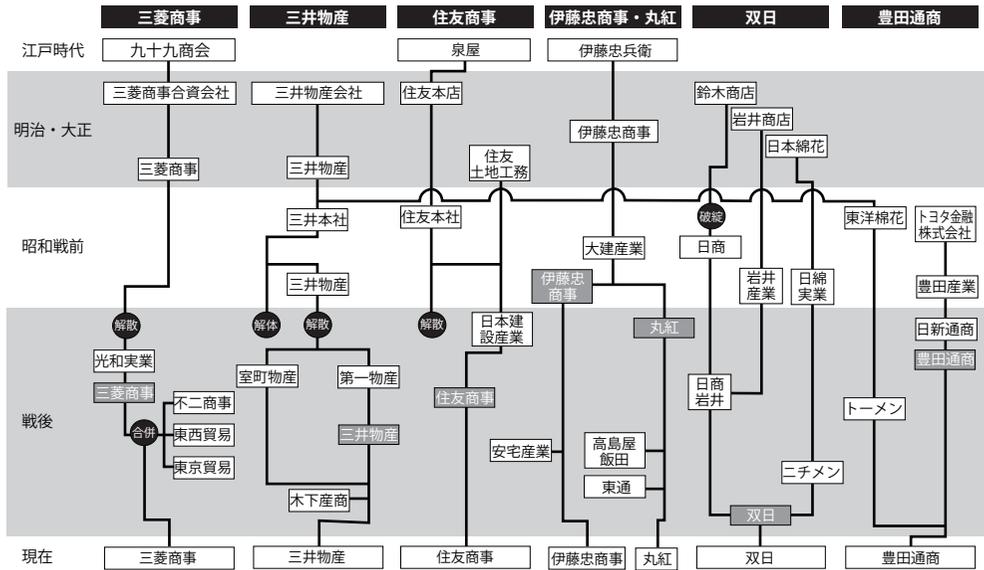
同じく財閥系の三菱商事の設立は 1918 (大正 7) 年である。その源流は 1870 (明治 3) 年、土佐藩の岩崎弥太郎が設立した汽船運輸業の九十九商会である。1893 (同 26) 年には、同社は銅山や炭鉱を経営した三菱合資会社となり、その営業部が三菱商事の前身となった。

三井、三菱と並んで財閥系商社である住友商事の源流は戦国末期、京都で薬舗などを営んでいた住友政友に辿りつく。前身は 1919 (大正 8) 年に設立された大阪北港株式会社である。第 2 次大戦後、社名を日本建設産業と改名し、商事活動に進出した。そして 1952 (昭和 27) 年によろやく住友商事は誕生している。

これら財閥系商社に対し、非財閥系として区別されるのが繊維系商社である。江戸中・末期の繊維問屋に起源を持ち、日本の紡績産業の成長を支えながら発展してきた。特に「関西 5 綿」と呼ばれる、伊藤忠、丸紅、東洋綿花 (後のトーメン、現・豊田通商)、日綿実業 (後のニチメン、現・双日)、江商 (現・兼松) はその後、急激に規模を拡大していった (「図表 1 総合商社の源流と合従連衡」参照)³⁾。

3) 「商社の鼻息」『週刊エコノミスト』毎日新聞社、2008 年 5 月 27 日号および「最強! 商社」同、2009 年 6 月 2 日号。

図表 1 総合商社の源流と合従連衡



(出所) 注 3 に同じ。

(2) イギリス多国籍商社の誕生と成長

一方イギリス商社の起源は、イギリス人の外国貿易の拡大とともに 18 世紀から 19 世紀初頭にかけて全盛期を迎えた商人の複雑なネットワークの中に見出すことができる。イギリス商社は、1870 年までに発展途上国の港や貨物の集積地周辺に広く展開した。Geoffrey Jones は、日本語版への序文において、Jardine Matheson 社のような 19 世紀のイギリス商社が、ペリーが浦賀に来航した 1853 年当時からの日本の近代化への移行期に重要な役割を果たしたことを述べている。イギリス商社は同国の製品を扱い、とくに織物を販売した。またイギリス人向けに現地の製品の輸出も行った。ラテンアメリカやアジアの輸出では、イギリスとは取引関係がない実質的な第 3 国と取引を行う場合もあった。たとえば、インドのアヘンを中国に販売し、オーストラリア産の石炭をカリフォルニア向けに販売していた(「図表 2 イギリス商社の発祥地と会社名 (1870 年頃)」参照)。

1870 年代から、イギリス商社は急激に多角化の度合いを強めた。そして 1914 年までに、貿易業、金融業、天然資源開発、製造業を行う多国籍企業グループとなった。この結果、その役割も大きく変化した。つまり、イギリス外国貿易の推進者から直接投資の活動的な主体となったのである。

しかし第 2 次大戦後の 1945 年当時イギリスの商社は、景気後退、商品価格の崩壊、輸入代替製品の登場などで大きな打撃を受けたが、多くはそれに耐えほんの数社の破綻だけで乗り切った。イギリス商社は第 1 次世界大戦期に繁栄したが、第 2 次世界大戦期ではそれほど

はなかった。東アジアや東南アジアにおけるイギリス商社の資産は、第2次世界大戦開戦当初に日本人によって接収され、この戦争の後半には戦闘によりひどく損傷を受け破壊された。とくに Swire 社と Jardine Matheson 社が中国と香港に持っていた船舶などの多くの資産は、1945年までに壊滅的な打撃を受けた。

図表2 イギリス商社の発祥地と会社名（1870年頃）

地域	会社名
ロンドン	Antony Gibbs : Knowles & Foster : E. Johnston : Wilsons, Sons Hubbard: Ralli
リバプール	Duncan Fox : Booker Brothers : Rathbones : John Swire & Sons Alfred Booth : Balfour Williamson
グラスゴー	Grahams : James Finlay : Jardine Matheson : Jardine Skinner Mackenzie : Guthries : T.D. Findlay : Wallace Brothers Borneo Company

（出所）注2に同じ。

この時代にイギリス商社グループが存続することができたのは、組織や経営体制が強固であったことを示している。イギリス商社の組織や経営は1914年以前に主流であったものほとんど変化していなかった。しかしまた、イギリス商社の存続にはこれ以外の要素もあった。同族株主やそのほかの株主が、配当を払えないこれらの商社を支えた。その上、Unilever社の株主は西アフリカの関連会社を金銭面で支援した。多くのイギリス商社はほとんどの事業を大英帝国の保護された境界の中で行っていた。イギリス商社はときに植民地政府から財政上などの特権の恩恵を受けさらに談合カルテルが認められ、いつも支援されていたのである⁴⁾。

2. 総合商社の第2次大戦後

（1）総合商社と企業集団

第2次大戦後、GHQ（連合国軍総司令部）は戦時中に日本軍がアジアを侵略した際、財閥系商社が主導的な役割を果たしたとして1947（昭和22）年7月に三井物産、三菱商事を解体した。両社の解体により、関西5綿が台頭した。また鉄鋼系の安宅産業や日商、岩井産業も頭角を現した。

1945年から50年の時期における総合商社は、財閥解体により小規模の商社に分割され、活動にも厳しい制限が課せられていたため、政府や公団などの委託を受けた輸出入代行業務などに活動の場は、限られていた。

50年代に入ると財閥解体が緩和されて旧財閥の商号使用も解禁され、三井、三菱の再統合が進んだ。それに伴い、当時隆盛を誇っていた関西5綿の地位は相対的に低下していった。50年代は、朝鮮戦争特需を背景に経済発展の基盤が固まると同時に、貿易立国の考えから企

4) 前掲, Merchants to Multinationals, 『イギリス多国籍商社史－19・20世紀－』。

業の合理化が推進された。こうした中で、丸紅・飯田の合併、三菱商事の大合同など、総合商社による再統合・合併が展開された。そして①海外の近代的な設備や技術の導入、②海外からの原材料の調達、③外貨獲得のための製品輸出、④バーター取引による輸出の拡大、などで大きな役割を果たし始めたのである。

60年代には、高度成長の波に乗って次第に力を付けてきたメーカーが、独自に流通へも影響を及ぼすようになり、商社の存在意義が問われ始めた。しかし商社は海外から最新の技術や設備機械の輸入という独自の役割を見出し、逆に存在感を示していった。65年から74年までの10年間で、大手9商社の売上高は年率24%の伸びを示した。商社は次第に「日本株式会社国際営業部」と呼ばれるようになった。

この時代、日本経済は工業製品の輸出に牽引されて高度経済成長を達成した。総合商社は、①工業製品を中心とした国内外の市場開拓、②現燃料の大量輸入など、輸出主導の経済発展に貢献した。また、資金需要の高まりに対し、③商社金融(資金確保、信用補完など)機能も発揮した。

メーカーが貿易取引の経験が浅く、貿易実務や外国語面でのサポートなど、総合商社に依存していた時代には、商社の輸出代行や取引仲介といった業務は高い評価を受けていたが、メーカーが経験を蓄積し、海外市場においても一定のシェアを獲得し、みずからが市場にアクセスできるようになると、総合商社の役割は相対的に低くなり、商社無用論が議論されるようになった。

環境変化の厳しさの中、業界内において再編の動きが進んだ。1967年、兼松が江商を合併して兼松江商が、68年には日商と岩井産業が合併して日商岩井が誕生した。

70年代は、商社の売上高が拡大する中、商社は批判の矢面に立たされる。71年の金・ドル交換停止のニクソン・ショックにより為替が変動相場制に移行した。円高不況対策としての金融緩和の結果、商社は大量の余剰資金を抱え、土地や株式への投機が暴騰を招いた。また、73年の第1次オイルショックでは石油製品などが高騰し、商社が買占めや売り惜しみをしているとの噂から、商社批判が巻き起こった。高度経済成長の歪みが表面化するにつれて、市場を支配する大企業に対する批判が高まった。とくに、原材料の輸入業務で中心的な役割を担っていた総合商社は、石油危機時に売り惜しみ・買占めを行い、狂乱物価を招いた元凶であると厳しい批判を受けたのである。また、国際商品市況の高騰にともなう総合商社の投機的な活動も問題となった。

またこの時期は商社絡みの重大事件が頻発した。75年、戦後最大の倒産となった安宅産業事件のほか、76年のロッキード事件では政界を巻き込んだ増収賄事件に丸紅が関与したのではないかと問題になった。また、三井物産が中心になって71年にイラン側との合弁に合意したイラン・ジャパン石油化学(IJPC)事業は78年のイラン革命によって頓挫し、巨額の損失を出している。

二度にわたる石油危機、ニクソン・ショック、変動相場制への移行などの国際環境の変化の

中で、総合商社は、従来の製品の輸出拡大、原材料の大量輸入といった機能だけでなく、①海外資源開発による資源の確保・安定供給、②海外協力案件の推進、③プロジェクト・ファイナンス（プラント輸出の拡充）などが重要な機能となった。

80年代には中曽根政権が丸紅を介してフィリピンのマルコス独裁政権の政府開発援助（ODA）を供与したことも問題となった。商社による東南アジアなどでの森林伐採も国際的な批判のマトとなった。また80年代後半のバブル期には商社は再び金融ビジネスを拡大した。商社は通常業務として商社金融があるが、バブル期の金余りで金融投資そのものが膨張していった。とりわけ特定金銭信託、ファンドトラスト、指定金外信託による証券投資などが頻繁に行われた。

日本は世界でも有数の経済大国に成長したが、1985年のプラザ合意を契機とした円高の進展は、日本製品の競争力を低下させた。円高の急速な進展にともない、重厚長大産業を中心に日本産業は次第に競争力を失い、国内の産業構造が大きく変化しはじめた。これらに基盤を置いていた総合商社は、十分な収益を確保することが難しくなり、商社冬の時代と呼ばれた。

総合商社はバブル経済の中で、本質的な経営改革を怠り、取引先が新しいビジネスの仕組みを求めていたにもかかわらず、それらに対して十分な対応がとれなかったのである。89年度決算では売上高で20兆円を超えるなど巨大商社が出現したが、それは貴金属の先物取引のようなペーパー取引の水脹れであり、収益構造を歪め、利益なき規模拡張であった。

90年代において、バブル崩壊とともに特金・ファントラや不動産投資は不良債権へと変わり、商社は資産、事業の処理を強いられる。リストラとともに、99年には兼松が事業規模の縮小で総合商社から離脱した。2004年には日商岩井とニチメンが合併して双日が生まれ、トーメンが06年にトヨタグループの豊田通商に吸収された（「図表3 総合大手商社の役割」参照⁵⁾）。

図表3 総合大手商社の役割

業務（期間）	基盤	対象
代行 （～1960年頃）	財閥・企業集団	モノ
取引仲介 （1960～2000年頃）	企業集団	モノ
ソリューション （2000年頃）	企業集団・機関投資家	戦略（情報、資源、カネ）

(2) イギリス多国籍商社の多角化

イギリス商社は1970年代末時点では巨大な多国籍企業として存在感をしめしていた。しかし売上規模の順位でイギリス100社にランクされた商社は、わずか4社にすぎなくなっていた。

5) 前掲、「商社の鼻息」および「最強！商社」、さらに『総合商社の経営分析』（財）日本証券経済研究所、1998年。

1979年時点で各社の全世界従業員数は、Lonrho社14万人、UAC社7万1,000人、Jardine Matheson社5万人であった。日本の商社と異なり、イギリス商社はイギリス経済で圧倒的な地位を占めることはなかった。日本の商社は広範な事業グループの中で戦略上必要な地位を得ることができたが、そのような日本の企業集団に相当するものはイギリスには存在しなかったのである。しかし、Inchcape社やHarrisons & Crosfield社のような比較的規模の大きいイギリス商社を、この時代には総合商社と見なすことができる。これらのイギリス商社の事業はイギリスを含めて世界中に広がり、その営業活動は多角化していた。Inchcape社は44カ国で事業を展開し、2,750社に及ぶ製造業の商品を販売した。同社の営業活動は総合的な商品販売だけでなく、海運業、旅行代理店業、港湾業、製材業、茶製品、貿易業、現地製造業などに及んでいたが、同社の利益は自動車販売事業が40%を占め、残りの60%は香港、マレーシア、シンガポールの事業からもたらされた。Harrisons & Crosfield社は、総合貿易業、化学薬品業、木材事業とともに東南アジアにおいて巨大なプランテーション事業を保有していた。1970年代、Inchcape社は20カ国に80社の支店を展開し、その内訳はアジア30社、カナダとアメリカ14社、オーストラリアとアフリカ数社であった。

異なる業種の中で非常に多くの会社もまた多様な製品を扱う地域的な商社グループになった。それらには、Lonrho社やUAC社が含まれ、アフリカ熱帯地域最大の商社の一つに数えられた。両社は世界中の国々で投資を行い、とくにUAC社はペルシヤ湾や南太平洋地域で貿

図表4 主たるイギリス商社の純使用資本税引前利益率

会社名	1948～64 (平均 %)	1964～71 (平均 %)
Harrisons & Grosfield	20. 5	20. 8
Guthries	—	21. 1
Finlays	10. 0	9. 6
Borneo Company	22. 5	—
Anglo-Thai	20. 3	20. 0
Dodwells	23. 7	29. 5
Gray Mackenzie	21. 4	—
Inchcape	—	11. 4
John Swire & Sons	8. 7	11. 1
Balfour Williamsons	9. 5	10. 9
Duncan Fox	14. 2	8. 0
Wilson,Sons	—	8. 6
UAC	10. 9	7. 3
John Holt	8. 1	9. 7
Lonrho	—	13. 9
Booker McConnell	20. 4	12. 7
Jardine Matheson	—	18. 6
平均	15. 9	14. 2
全上場会社平均	17. 9	17. 5

(出所) 図表2に同じ。

易事業を展開し 39 カ国で営業活動を行っていた。Swire 社や Jardine Matheson 社は主要なアジア太平洋地域の多国籍企業であった。

第 2 次世界大戦後の 30 年で次第に回復力を取り戻したイギリス商社が見られるようになった。イギリス商社は南アジアやラテンアメリカからほとんど姿を消したが、東南アジアや東アジア、アフリカで生き残り改革を行った。これらの地域でイギリス商社は、情報独占により恩恵を受け、これまでに蓄積した知識や人脈をうまく利用した。しかしこの 10 年、イギリス商社が日本の総合商社に匹敵する優位性を発揮することはなかった。また、イギリス商社は大規模な商品貿易業へと発展することもなかった。こうした方向への発展の可能性はイギリス商社の株式所有構造によって制約を受け、また、多くの商社が純粋な貿易業以外の分野へと進化した事実によって制約されたのである（「図表 4 主たるイギリス商社の総使用資本税引前利益率」参照⁶⁾。

3. 日本総合商社と英国多国籍商社の特質

(1) 両者の類似性

Geoffrey Jones が述べているように、「イギリス商社は、既存の競争的地位から生じる優位性や現地市場に関する知識、さらには政財界に広がる長年に及ぶ人脈をもとに、なお今日も国際化・多国籍化して生き続け、そして成長・拡大を持続している。」

この言葉は日本の商社にもあてはまる。前述したように、長い冬の時代を経て、総合商社として復活した。総合商社は銀行と異なり自己変革能力があると言われる。優秀な人材と、新しいことに積極的に取り組む企業文化である。M&A の局面や国際的な大型プロジェクトでも世界中に張り巡らされたネットワークを基盤として、ビジネスチャンスをものみにしているのである。

イギリス商社も日本の商社も、長年培ってきた知識、人脈などを基盤にして、あらたな時代に対応した大型プロジェクトやビジネスチャンスをものみにしており、このことが今日も生き残り、成長・拡大の原動力になっているということである。

商社は、次第に力を付けてきたメーカーの独自のマーケティングによってその存在意義が問われたが、しかし長年培ってきた知識、人脈などを基盤にして、海外から最新の技術や設備機械の輸入、そしてソフト面での情報提供など独自の役割を見出し、逆に存在感を示しているのである。

(2) 両者の相違性

次に両者の違いについて指摘しておこう。

6) 前掲, Merchants to Multinationals, 『イギリス多国籍商社史 - 19・20 世紀 - 』。

Geoffrey Jones が述べているように、「日本の商社と異なり、イギリス商社はイギリス経済で圧倒的な地位を占めることはなかった。日本の商社は広範な事業グループの中で戦略上必要な地位を得ることができたが、そのような日本の企業集団に相当するものはイギリスには存在しなかったのである」。

日本の商社が第2次大戦前は財閥に、戦後は企業集団に基盤を置いていたことは周知の事実だが、イギリス商社は一貫してこのようなものは存在しなかった。したがって、これらに基盤を置いたかたちでの経営戦略やビジネスチャンスは存在せず、単独で独自の投資や取引が行われたのである。イギリス商社が個人や家族に所有基盤を置き、その制約によって活動が限定されたことは、その後の存在感の低さとも関連している。

政府の庇護や支援という点では、日英の商社とも共通しているが、企業集団に基盤を置いているか否かは決定的な違いといえることができる。

4. 総合商社の今日

(1) 総合商社の復活と資源投資

大手商社5社の2008年3月期の連結決算は、原油や鉄鉱石などの資源高に加え新興国でのインフラ投資関連の機械需要などが増え、各社とも純利益で最高を更新した。三菱商事が発表した前期の純利益は前期比11%増の4,627億円である。このうち半分以上を豪州の原料炭事業などの資源・エネルギー部門が稼いでいる。また、前期に純利益が23%増えた伊藤忠商事は、鉄鉱石と石炭などの価格上昇と生産量増加で事業純利益が初めて1,000億円を超えている。新興国の経済発展やインフラ整備などの需要増で自動車や建機など機械事業の伸びも目立った。23%増益の丸紅は中東やアジアで自動車や関連生産設備の販売が好調であり、住友商事も欧州の自動車事業などが伸長した。

世界経済は70年代から30年間にわたり、ほぼ3%のペースで成長を続けてきたが、BRICsなどの新興国が世界経済に組み込まれた結果、2002年頃から5%成長に加速した。これが世界の資源価格を押し上げている。日本の鉄鋼会社や銅精錬所、電力・ガス会社などへの原料供給を手掛けてきた商社は、資源価格が低迷していた90年代後半から、上昇し始めた2000年代初頭にかけて、それまでの数%といった少額出資から一歩踏み込み、リスクをとって大口の権益獲得に乗り出した。これが現在の好調な業績の土台となった。いまや鉄鉱石の海上貿易に占める世界シェアで、三井物産は約5%、三菱商事は石炭で同15%と、BHPやリオティントなどの世界の資源メジャーに比肩する存在となっている。

(2) 新興国の成長と株式市場からの圧力

しかし、総合商社の業績を押し上げた原因は、資源高だけではない。新興国で急増する自動

車などの消費財の需要急増、アジアや中東で活発化するインフラ整備事業の拡大も業績を後押ししている。発電所、鉄道、水処理設備など、2002年以降、日本からのプラント輸出は毎年2兆円を超える水準で推移している。

投資が軌道に乗り始めた背景には、2000年前後に各商社が導入したリスク管理や採算管理の徹底、投資基準の厳格化も効果を表している。例えば、住友商事は、96年の社員による銅不正取引による巨額損失、97年のアジア通貨危機による投資案件の不良資産化に喘いだが、1999年に投資や事業の収益性を重視する全社共通の物差しを導入した。事業の最大損失額を想定し、それに対する収益が同社の資金調達金利の7.5%を上回ることを、最低基準とした。既存の事業でも基準をクリアできなければ撤退することとし、300あった子会社は2年間で半減した。

バブル期に特定金銭信託やファンドトラストなどの金融投資に手を染め、巨額の損失を抱えた反省から、サブプライムローン関連商品にはほとんど手をださなかったことも奏功した。

総合商社の改革と投資を駆り立てるものは株式市場からの圧力である。国内事業でのリストラ、非資源分野での投資、資源分野での投資などバランスを考えた改革と投資を推進せねばならない。原料炭、鉄鉱石、原油・天然ガスなどへの投資はリスクは存在するが、将来を考えると今後も成長機会が存在すると見なければならぬ。自己資本利益率は現在15%台であるが、最低でもこれを維持し、可能ならば引き上げていきたいというのが、総合商社の姿勢である。2007年夏季の株価急落時に、例えば三菱商事が1,500億円の自社株買いを行ったのは、攻めの投資としての自己資本、資本力を保持し続けながらも、過剰な資本をそぎ落とす財務戦略であった(「図表5 大手総合商社の変遷」参照)⁷⁾。

図表5 大手総合商社の変遷

期 間	内 容
戦後復興期 (1945～60年)	・輸出入代行業務 ・再統合、合併 ・近代的設備の導入 ・バーター取引 ・原材料の調達 ・外貨獲得のための製品輸出
高度成長期 (1960～70年)	・工業製品の輸出 ・原燃料の大量輸入 ・商社金融
海外展開期 (1970～80年)	・輸出拡大、原料大量輸入 ・海外資源開発 ・海外協力案件の推進 ・プラント輸出の拡充
転換期 (1980～90年)	・製品取引減退 ・バブル(土地・株式)投資 ・貴金属などの先物取引

7) 河村幹夫、林川眞善『総合商社ビックバン』東洋経済新報社、1999年。

5. 株式所有構造の変化と商社活動の復活

(1) バブル崩壊と株式所有構造の変化

総合商社は、バブル崩壊後の長期にわたる景気低迷の中で高コスト体質や金融システム不安のなかで、構造的な問題や企業集団依存の体質が一気に表面化した。

こうした状況の中で、どのように総合商社を再生させていくか、数多くの試行錯誤が繰り返えされたが、このあと述べるように株式所有構造が機関化および英米化していく中で、不良資産の削減および売却、資産の選択と集中が展開された。

例えば、三菱商事を見てみると、2000年度末までに7,000人の人員削減が展開された。また社員のボーナスに業績連動性が導入された。さらに事業投資先、取引先選別へ収益性を加味した新基準が適用された。

そして、当初は後ろ向きの経営改革的側面もあったが、経営戦略も次第に次のように収斂されてきた。①新成長産業分野の育成・支援、②川下分野での事業展開を進め、新規ビジネスの発掘に取り組む、③従来の取引仲介だけでなく、取引先が抱える経営問題の解決、ソリューション業務への進出、④マーチャントバンキングの機能開発、などである。

こうした経営改革の背景には、株式所有構造の変化がある。1999年度末、例えば三菱商事の主要株主は、東京海上火災（6.1%）、明治生命（5.1%）、東京三菱銀行（4.9%）、三菱重工（3.1%）など三菱系企業集団の法人株主が大株主として上位10位にランキングされていた。そして外国人株主は13.8%に過ぎなかった。

しかし、2008年度末では、外国人の信託口座や名義口座が上位を占め、外国人株主の比率も36.2%に躍進している。他方東京海上日動（5.5%）、明治安田生命（4.3%）、三菱東京UFJ銀行（2.5%）など三菱系企業集団の法人株主が大きく後退している（「図表6 大手総合商社における株式所有の変遷」参照）。

商社は経営行動的に合従連衡を繰り返し、大手が中小を飲み込むかたちで事業再編が展開されてきた。この再編過程で石炭・金属価格の上昇、川下分野の再編効果、エネルギー需要の拡大などが見られ、事業収益も拡大した。

したがって大手商社にも次第に英米の財務経営が浸透し、事業再編、リストラ、選択と集中、そして高利益率分野への特化が見られたが、旧来の企業集団系銀行・保険・メーカーの存在も大きく、完全な英米の財務経営ではなく、いわゆる日本的財務経営の展開が見られたといつてよい。

(2) 投資銀行化と新たな経営環境

このように、大手総合商社は長い冬の時代を経ながらも、本格的に復活した。原油や鉄鉱石

図表6 大手総合商社における株式所有の変遷

・三井物産

順位	1999年3月末		2001年9月末		2008年3月末	
	株主名	持株比率 (%)	株主名	持株比率 (%)	株主名	持株比率 (%)
1	さくら銀行	4.8	日本トラスティ信託信託口	6.2	日本マスター信託口	9.9
2	三井生命保険	3.8	三井住友銀行	4.8	日本トラスティ信託口	7.1
3	三井信託銀行	3.8	中央三井信託銀行	3.8	ステート・ストリート	2.9
4	富士銀行	3.5	三井生命保険	3.6	三井住友銀行	2.1
5	東京三菱銀行	3.1	富士銀行	3.5	三井生命	2.0
6	日本生命保険	2.8	三菱信託銀行信託口	3.3	日本生命	1.9
7	住友信託銀行信託口	2.8	東京三菱銀行	3.1	中央三井信託	1.6
8	三井海上火災保険	2.6	日本生命保険	2.4	三菱東京UFJ銀行	1.6
9	第一生命保険	1.8	三井海上火災保険	2.1	ステート・ストリート 505103	1.6
10	中央信託銀行信託口	1.7	チェース (ロンドン)	2.1	チェース (ロンドン)	1.4
	外国人持株比率	15.5	外国人持株比率	18.1	外国人持株比率	38.9

・三菱商事

順位	1999年3月末		2001年9月末		2008年3月末	
	株主名	持株比率 (%)	株主名	持株比率 (%)	株主名	持株比率 (%)
1	東京海上火災保険	6.1	東京海上火災保険	6.1	日本トラスティ信託口	5.8
2	明治生命保険	5.1	日本トラスティ信託信託口	5.6	東京海上日動	5.5
3	東京三菱銀行	4.9	明治生命保険	5.1	日本マスター信託口	5.3
4	三菱信託銀行	4.6	三菱信託銀行	4.6	明治安田生命	4.3
5	第一勧業銀行	3.3	東京三菱銀行	4.1	三菱重工	2.9
6	住友信託銀行信託口	3.3	三菱重工	3.1	ステート・ストリート	2.8
7	三菱重工	3.1	三菱信託銀行信託口	2.8	三菱東京UFJ銀行	2.5
8	三和銀行	2.6	第一勧業銀行	2.7	ステート・ストリート 505103	1.5
9	東海銀行	2.3	日本生命保険	2.0	ヒーロー& CO.	1.5
10	日本生命保険	2.1	東洋信託銀行信託 A 口	1.9	野村信託退職給付信託三菱 UFJ 信託口	1.3
	外国人持株比率	13.8	外国人持株比率	19.0	外国人持株比率	36.2

・住友商事

順位	1999年3月末		2001年9月末		2008年3月末	
	株主名	持株比率 (%)	株主名	持株比率 (%)	株主名	持株比率 (%)
1	住友生命保険	5.0	住友生命保険	4.8	日本トラスティ信託口	6.6
2	東京三菱銀行	4.8	三井住友銀行	3.9	日本マスター信託口	6.2
3	住友銀行	4.8	東京三菱銀行	3.8	リバティープログラミング ジャパン Inc.	3.7
4	住友信託銀行	4.6	住友信託銀行	3.7	三井住友海上	2.7
5	NEC	3.4	日本トラスティ信託信託口	3.6	住友生命	2.5
6	住友海上火災保険	3.1	住友海上火災保険	3.3	日本トラスティ信託信託口 4	2.4
7	日本興業銀行	1.9	NEC	2.7	住友金属工業	1.5
8	チェース (ロンドン) SL オ ムニバス・アカウント	1.7	第一生命保険	1.8	第一生命	1.4
9	ステート・ストリート・バ ンク&トラスト	1.7	住友金属工業	1.6	日本生命	1.3
10	住友金属工業	1.6	ステート・ストリート・バ ンク&トラスト	1.4	ステート・ストリート 505103	1.2
	外国人持株比率	14.0	外国人持株比率	20.0	外国人持株比率	35.7

(出所)：『会社四季報』、『日経会社情報』の各号をもとに作成。

など多くの資源権益を持つ財閥系商社が、2008年3月決算でそろって最高益を更新した。また、M&Aの局面や国際的な大型プロジェクトでも世界中に張り巡らされたネットワークを基盤として、有効に機能しつつある。また中国、ロシア、インドをはじめ新興国の経済発展においても、このネットワークでビジネスチャンスをものみにしている。

商社は、1980年代米国でM&Aが流行し始めた頃から、商品ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドの開発・研究に携わり、ノウハウやスキルなど、多くの財産を蓄積してきた。商社のグローバルなネットワークは、外資系の投資ファンドや投資銀行、海外の機関投資家に高い魅力があると言われている。幅広い業界の企業と築いているネットワークは、個々の企業の再編や業界の再編などにおける情報をいち早く入手できるため、組成・運営に優位なポジションがとれるわけである（「図表7 大手商社の主な投資ファンドと概要」参照⁸⁾）。

図表7 大手商社の主な投資ファンドと概要

社名	投資ファンド	概要
三菱商事	イー・アイ・キャピタル	プライベート・エクイティ・ファンド
	ミレニア・ベンチャー・パートナーズ	ベンチャー・キャピタル・ファンド
	三菱商事 UBS リアルティ	不動産投資信託 (REIT)
三井物産	MVC	ベンチャー・キャピタル・ファンド
	物産アセットマネジメント	投資顧問
住友商事	エス・シー・バイオキャピタル	バイオファンド
	住商キャピタル・マネジメント	投資顧問
伊藤忠商事	伊藤忠テクノロジー・ベンチャーズ	ベンチャー・キャピタル・ファンド
丸紅	丸紅ベンチャー・キャピタル・ファンド	ベンチャー・キャピタル・ファンド
	シナジー・キャピタル	プライベート・エクイティ・ファンド

(出所) 注8に同じ。

三菱商事は、外資ファンドへの出資などを通じて95年頃からファンド事業を展開している。2002年にはアメリカで150億円規模のファンドを自ら設立、医薬品メーカーなどの買収実績を持つ。2007年4月には、新産業金融事業グループを社内に設立した。従来は営業グループごとに商社金融機能を提供してきたが、今後は独立した部隊として事業機会を発掘できる体制を構築した。機能強化のため、バイアウト事業やリース事業では三菱UFJファイナンシャルグループと連携を推し進めている。

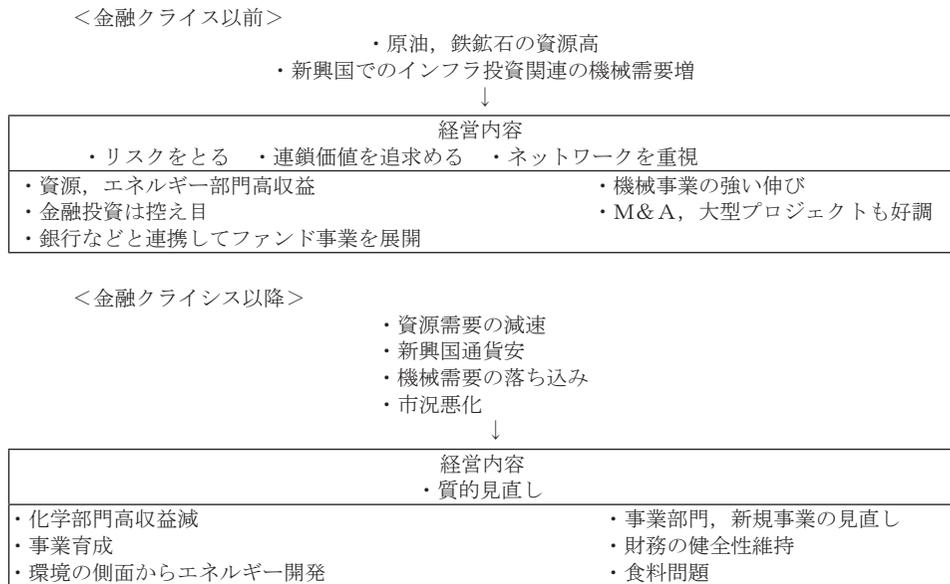
三菱商事(49.5%)と三菱UFJファイナンシャル・グループ(45%)とは共同で、国内企業を投資対象とした買収ファンドを設立する。ファンドの資金規模は1,000億円国内では最大である。主な投資対象は技術力や優れたビジネスモデルを持つ上場企業の子会社や事業部門などである。これらがMBOなどをする際に買収資金を提供して、戦略的な事業分離を後押しする。買収後は安定株主として企業価値向上を促し、上場やほかへの転売で投資回収をする。

8) 今田栄司『投資ファンド』日本実業出版社、2006年。

商社が投資銀行と異なるのは、実業に熟知していること、またパートナーとともにリスクがとれること、そして国内外の様々なところに張り巡らしたネットワークがあることである。投資銀行の基本は金融機能の提供による手数料収入と投資リターンの回収だが、商社はバリューチェーン（連鎖価値）に着目し、顧客のニーズに応じて様々な取り組みを行い、その時々に応じて財務や法務の専門家を派遣し、出資も行っている。投資先の企業価値向上を目指し、中長期的な視点で取り組むのが基本である。

今後、グローバルな成長をよりダイナミックに取り込むためには、現地に根ざした事業展開を積極的に行う必要があり、世界中の拠点や事業投資先に所属する人材の活用が必要である。

図表 8 大手総合商社の今日的企業環境と経営行動



お わ り に

各大手総合商社の 2009 年 3 月期は、従来の最高益予想から一転して減益となった。鉄鉱石や石炭など資源需要の減速に加え、新興国通貨安が響いて海外子会社などの収益が目減りしたのである。株式などの減損損失の計上も業績を圧迫する。資源分野では、鉄鋼メーカーの減産などを背景に鉄鉱石や石炭などの販売が計画を下回る。また新興国通貨安に伴い、現地の資源会社などから受け取る収入や利益が大きく目減りする。資源部門以外でも昨年秋以降、金融危機の影響で自動車や建設機械などの販売が急速に落ち込み、市況悪化で化学部門などの利益も計画を下回る。さらに海外の出資先企業ののれん代償却や上場株の減損損失も追加で発生する。

金融クライシスの影響で商社の業績の量的な拡大は見込めない。したがって、今後は量的拡

大から質的な見直しに舵をきることになると思われる。具体的には、例えば三菱商事は将来の収益源育成を狙い、今期で新エネルギー、環境など4つの社長直轄組織を設置する。既存の営業部門からは切り離し、短期収益にとらわれず投資を進める。業績の減速を受け新規の事業投資を抑制する方針である。縮小均衡に陥るのを防ぐため「攻め」に向けた事業育成を急ぐとしている。同社は財務の健全性維持のため資産は当面増やさない。

また住友商事では、環境に配慮した石炭火力発電所の建設を売り物に、途上国での電力ビジネスを強化するとしている。「超臨海型」の石炭火力発電所の心臓部分であるボイラーの部材を供給できるのは、世界で住友金属工業など数社とされる。住友商事はグループ企業とのつながりを武器に発電プロジェクトを環境関連事業のひとつとして強化する。また同社はオーストラリアで電力事業に参入する。まず西オーストラリアで火力発電所の権益を獲得した。同社の発電事業はアジアや中東地域に集中している。安定した電力需要の拡大が見込まれるオーストラリアで複数の発電所を買収し、同国を新たな収益の柱に育てる計画と言われている。

さらに丸紅は、中国の食料備蓄を管理する同管理総会社と包括提携を結び、丸紅が海外で大豆など穀物の買い付けのほか、生産国の集荷施設に共同で投資する。中国は食料需要が急増しており、同社の調達力を生かして海外から安定的に穀物を確保する。

双日は2010年からロシア産小麦をアジアに輸出する。ロシア穀物協会と提携し共同で市場を開拓する。オーストラリア産小麦への強い依存を脱却し多様化をはかる考えである（「図表8 大手総合商社の今日的企業環境と経営行動」参照）。

以上のように、現在、商社の業績の量的な拡大は見込めないで、量的拡大から質的な見直しに舵をきることになる。具体的には、例えば将来の収益源育成を狙い、新エネルギー、環境、食料などに重点的に投資を進めることによって縮小均衡に陥るのを防ぎ、「攻め」に向けた事業育成を急ぐとしている。

