

新興国事業と投資戦略で 新たな成長ステージへ



成田 康浩 (なりた やすひろ)
野村證券株式会社
金融経済研究所 企業調査部
シニアアナリスト

1. はじめに

株式市場における総合商社の位置付けは、各社の株価が上場来の高値水準にあることから分かるとおり、投資家からの注目度が非常に高まっている。背景には、資源・エネルギー価格の上昇や、新興諸国の経済成長に伴い外需依存型の事業が好調であるといった、総合商社を取り巻く事業環境の良好さが挙げられよう。一方で、従来のトレーディング型の事業モデルから投資型の事業モデルへと転換してきたことが奏功するなど、個別要因が利益成長に寄与している点も注目している。ここでは、証券アナリストとして株式市場から見た総合商社の現状と今後の注目点について、まとめさせていただきたいと思う。

2. 新興国関連事業の拡大で事業環境は良好

総合商社の業績動向は好調である。良好な事業環境が続いているうえに、従来のトレーディング型の事業モデルから投資型の事業モデルへの転換が奏功している。実際に、川上分野での資源権益への積極的な投資や、川下分野での小売事業の展開など、投資型の事業モデルへと転換してきたことが、現在の良好な事業環境という追い風を受けやすくしている。足元では原油価格が90ドル/バレルを超えて推移しているうえに、原料炭や鉄鉱石といった鉄鋼原料でも中国の粗鋼生産拡大を背景に先高感が強い。商品市況の上昇は、商社のトレーディング型事業にとっては口銭収入の拡大につながるうえに、投資型事業でも資源権益を保有する企業にとっては参画するプロジェクトからの利益寄与が拡大するため、資源関連事業の増益につながっている。特に、資源・エネルギー分野で過去から進めてきた開発プロジェクトへの投資が、生産量の増加という形で増益に寄与し始めているが、権益の取得コストや開発コストが低い時期に投資をしたプロジェクトは収益性が高く、各社の利益成長をけん引している。

また、資源・エネルギー分野以外の事業においても、新興国の需要の高まりを背景に好調な事業環境が続いている。足元で世界的な

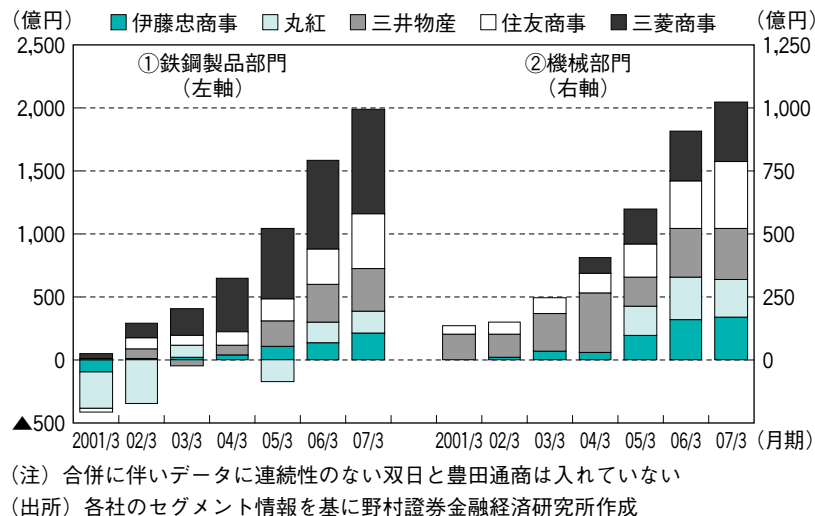
景気拡大が続いているが、過去の景気回復局面との相違点としてBRICsをはじめとした新興諸国の経済成長が、ドライバーとなっている点は総合商社に追い風である。特に、われわれは新興諸国≡資源産出国である点に注目している。従来から先進国ではカンントリーリスクの低さやIT技術の発達により、日系の製造業者

が自社で事業展開を進める傾向が強くなり、総合商社のトレーディング事業では事業機会が縮小傾向にあったと考えている。一方で、新興諸国は市場が急速に拡大したこともあって、日系の製造業者が持つ情報量は必ずしも多くなく、過去から資源権益の獲得などを図るため、事業展開を進めてきた総合商社との情報格差は大きいとみている。さらに、固有のカントリーリスクが高いこともあって、総合商社と組むことでリスク分散を図る意向も強いとみられ、新興諸国における事業機会は拡大局面にあるといえよう。

また、こうした資源産出国でもある新興諸国は、資源価格の上昇で経済が拡大傾向にあるが、発電設備や上下水道、道路、鉄道、港湾といったインフラ投資を活発化させている。こうした設備投資の受注やインフラ設備の運営事業が拡大傾向にあり、今後も利益貢献が続くと考えている。さらに、従来型のトレーディング事業だけでなく、自動車などの製造業者が小売事業や販売金融事業を総合商社と共同出資して展開するなど、事業領域が拡大傾向にある点は注目できよう。実際に、各社の機械事業や鉄鋼製品事業といった新興国の需要拡大による恩恵を享受する部門の利益は拡大基調にある(図1)。

各社の純利益を需要別に分けてみると、こう

図1 各社の機械部門、鉄鋼製品部門の純利益推移



した好調な事業環境からの恩恵を享受しやすい状況にあることが見て取れる。具体的には、下記にあるように需要別に大きく3つに分けている。

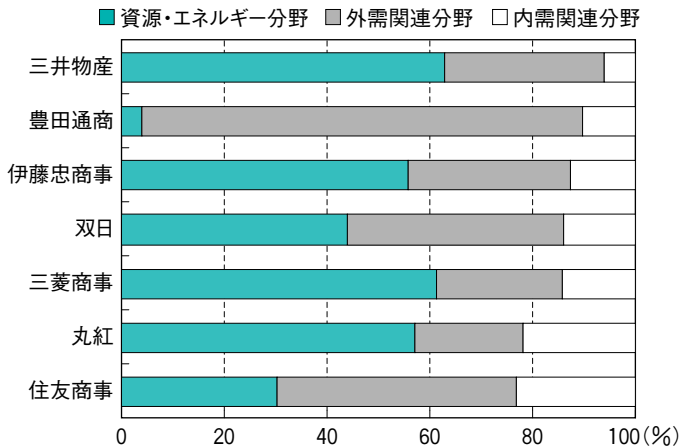
- ① 資源・エネルギー分野：原油や鉄鋼原料などの資源関連事業（鉄鋼製品事業を含む）、
- ② 外需関連分野：機械事業や化学品事業といった輸出や第三国での製造・販売などを主力とする事業、
- ③ 内需関連分野：繊維事業や食糧事業、IT関連事業、不動産事業など輸入や国内需要を主力とする事業

次頁図(図2)に見られるように、資源価格の上昇や新興諸国の需要拡大といった恩恵を享受しやすいと考えられる、資源・エネルギー分野や外需関連分野を合計した利益構成比は各社70%以上を占めており、現在の事業環境の良好さが確認できる。

3. 投資コストの上昇で 投資戦略が重要な局面に

これまで述べてきたように、総合商社の現在の事業環境は、高水準な商品市況や新興諸国の経済成長を背景に、かつてないほどに好調であるが、投資環境という点では高水準な資源価格や世界的な株式市場の上昇で投資コストが上昇

図2 2007年3月期の需要別利益構成比



(注) 利益は純利益、ただし双日は経常利益、豊田通商は営業利益
(出所) 各社のセグメント情報を基に野村証券金融経済研究所作成

するなど厳しい環境とみている。したがって、各社の投資戦略によって株価の評価が分かれる可能性に注目している。

投資コストが低水準であった時期から、資源分野の開発プロジェクトなどに対し、投資ができていた企業を別とすれば、中期的な利益成長を図るためには、リスクを取った投資による資産の積み上げが必要である。投資リスクの取り方としては、大きく分けてバランスシートリスクを取る、あるいは時間リスクを取るかの2つと考えている。バランスシートリスクを取った投資とは、例えば利益がすでに大きく出ている上場会社を多額ののれん代を払って買収する、あるいは資源分野ですでに生産が開始されているプロジェクトの買収があたろう。こうした投資は、早期に利益寄与が見込めるものの買収コストが高いため、収益性は相対的に低いと考えられる。また、経済環境や市況が悪化した際には、減損処理が必要となる可能性がある。われわれは世界的な経済環境は今後も好調に推移し、商品市況も高水準での推移が続くとみており、バランスシートリスクを取った投資に大きな懸念は持っていない。ただし、投資の収益性という面では低い水準にとどまると考えているため、資産効率の悪化につながる可能性がある。

一方で時間リスクを取った投資とは、例えば資源分野での探鉱プロジェクトなどグリーンフィールドからの投資が該当すると考えている。こうした投資の場合、開発期間中の市況変動リスクを負うため、投資金額は相対的に少なく済むと考えられる。市況が大きく下落しなければ相対的に高い収益性を確保できよう。ただし、開発コストが先行的にかさむうえに、開発期間中の市況動向次第では見込んでいた収益性を確保できないというリスクを負うこととなる。

どちらの投資戦略が有効かは議論が分かれる点ではあるが、われ

われは後者の投資をいかに積み上げられるかが企業価値の向上につながると考えている。総合商社の事業モデルを投資ファンドになぞらえれば、投資家から集めた資金が自己資本であり、リターンが純利益ということになる。したがって、最も重視されるのはROE(純利益/自己資本)の水準であると考えている。こうした観点からは、いかに高い資本効率を達成できるかが企業価値を決定するカギであると考えている。今後は各社の投資戦略の方向性によって、株価動向にも格差が生じる可能性が高いとみている。

また、世界的なリスクマネーの動向には注意が必要と考えている。総合商社のビジネスモデルは従来からのトレーディング事業から、財務レバレッジをかけて事業投資を行う投資型事業が主力となってきている。米国のサブプライムローン問題の拡大で信用収縮が再燃した場合、事業投資をする際の資金調達に対する懸念やバランスシートリスクに注目が集まりやすいと考えている。また、従来はノンリコース型(対象物件以外には、債務履行請求の範囲を^{そきゆう}遡及しないもの)の資金調達による事業投資が利益成長を後押ししてきたものの、今後、信用収縮を背景にリコース型の資金調達を求められるようになれば、自己資本の厚さが利益成長の格差につながる可能性がある。