



村上 貴史 (むらかみ たかし)

ドイツ証券株式会社 東京支店  
ディレクター兼アナリスト

## 1. 収益力、収益性の強化

総合商社各社は、過去4年程度で自らのビジネスをさまざまな角度から見直すことによって、収益力、収益性を強化してきたと判断している。このプロセスは大きく2つの段階に分けられると考えている。

第一段階はトレーディングの見直しである。非効率な取引を縮小し、売り上げ総利益で過去の水準を保ちながらも、取扱高を大幅に減少させてきた。この結果、バランスシートの圧縮を実現し、効率的な資産活用と収益性の向上を実現した。

第二段階は事業投資の見直しである。総合商社は20年以上前から事業投資へのビジネスシフトを行ってきたが、ここ数年はその事業投資の選別を厳しく行い、不採算投資からの撤退を積極的に行っている。実際、赤字を計上する子会社、関連会社の赤字合計額は、各商社ともに2年前に比べ半分から3分の1に縮小した。社外からの配当や持分法損益の状況をみても、過去に比べ断然大きくなってきた会社が多く、投資による収益の拡大がうかがえる。この結果、総合商社の損益計算書はボトムヘビーの構造に変わってきたと言える。これはバランスシートでも同様であり、事業投資の拡大、投資会社の収益貢献という収益構造が組成されてきたと言ってもよいだろう。つまり、総合商社のグループ経営が本格的に機能し始めたと言ってよい。

## 2. 事業会社の管理体制

こうした赤字会社の減少などの背景には、高度になりつつある事業会社の管理体制があると考えられる。投資に対するリスクの尺度、投資から得られるリターンがここ3年程度で明確となったことが、この管理体制を支えているとみられる。

事業会社への投資を行う時、投資案件を発掘する部署あるいは担当者のフィジビリティスタディーが右肩上がりの将来像を描いているであろうことは容易に想像できる。しかし、事業を開始したタイミング次第ではその事業計画と将来像が異なることが多いに違いない。特にビジネス環境の変化が激しい昨今ではこの傾向が強いであろう。

この時、最も重要なのは、投資に対する尺度が明確に示されていることである。リスク量やリターンに明確な基準が設定されていない場合、投資案件の継続や撤退の判断が、「勘」や事業部の強弱によって行われる可能性を残すことになる。また、投資担当者と投資管理部門との交渉の過程でも、撤退理由を管理部門側が示さねばならない必要性も出てくる。しかしながら、投資管理部門が明確な基準となる計数を示すことで、その赤字事業や不採算事業を継続するためには、事業を推進する部門あるいは担当者が十分な説明を行わなければいけないだろう。つまり、明確な基準を示すことでアカウンタビリティが営業現場に移行することになる。

他方、投資管理部門では、計数管理を行うことに集中できるようになり、ポートフォリオの構築や業績評価に傾注できるようになる。すなわち、管理部門として投資に対してグリップを利かせることができるようになるであろう。

また、ここ数年で進化してきたリターンに対する考え方も、効率性の向上に一役買って

いる。証券市場でも株価評価や企業評価方法が、ROE（資本利益率）やPER（株価収益率）から、DCFモデル（Discounted Cash Flow model）、EVA（Economic Value Added）などの手法へ変化していった。総合商社の子会社の収益評価においても、同様に資本コストの概念が用いられるようになってきた。投資行動においては証券市場も事業投資も同じであり、資本拠出者のコストをより重視するようになったと言える。

この結果、事業投資でも投資家としてのコストを上回る利益を事業会社に要求するようになり、収益性、効率性の向上への注目度が上がったと考えられる。加えて、営業現場の業績評価に投資会社の収益が連動するようになったことから、これらの概念が現場末端レベルまで認識されるようになったことも、大きな進歩であると言える。

こうした基準の設定などの事業投資管理体制の確立は、投資の撤退などを進める段階で役立ち、投資効率の向上や赤字会社の削減に効果的に貢献したと考えられる。

## 3. 事業投資における利益成長実現のために

今後の課題は、これらの事業投資によってどれだけグループの利益成長を実現できるかであろう。上述のような赤字会社の赤字額の減少だけでは、企業グループ全体の利益成長に限界が生じてくる。今後は黒字会社の黒字額をどれだけ増やすか、または新たな投資による利益付加を具現化できるかである。その実行は恐らく、これまで単に赤字会社の縮小を行ってきたことに比べ格段に難しいであろう。つまり、リストラの実行は比較的容易であるが、その後の成長を達成するのは決して容易ではないということである。こうした意味ではグループ経営と事業戦略の真価は今後の成長過程で問われることになる。

これまで、総合商社はいくつかの事業で多額のキャピタルゲインを享受してきた。今後、総合商社が事業投資の一環として、事業売却をどれだけ進められるかが注目される。特に、リスク・リターンや資本コストの尺度に見合わない黒字事業の売却を決断できるかどうかは注目される。黒字事業の売却は赤字事業からの撤退よりも、よりエネルギーを必要とするだろう。ここでも投資尺度の明確化が大変重要となってくる。

前述したように商社のバランスシートがボトムヘビーとなり、資産の長期化が顕著になるなかで、このような投資採算の低い事業の入れ替えを行い、ROAなどの収益性を向上させることは大切になってくるだろう。

#### 4. 事業会社の独立性

話は変わるが、グループ経営の概念として変化が乏しいのは、子会社経営者の「独立した事業会社」という認識であろうと考えている。事業投資という過程を通じて取得した事業会社は、どうしても子会社の域を出ることがない。その場合、事業会社としての独立性を失う可能性が出てくる。商社から派遣された社員の方々も出向という立場から逃れることはなく、経営責任が甘くなってしまう可能性が指摘できる。総合商社とのジョイントベンチャーでは、総合商社の看板が必要である反面、商社の企業文化と合わないなどの話も

耳にする。この背景には子会社への出向という認識があるのではないだろうか。担当者によっても異なるだろうが、経営責任を明確にし、事業投資会社の価値をより向上させる必要性があるだろう。

このためには、企業価値に見合った報酬体系の導入が不可欠であろう。もちろん、事業会社の業績に連動した報酬体系は実行に移りつつある。今後は子会社におけるストックオプションの付与など、事業投資先の企業価値の向上に見合った経営者の処遇が必要になる。一部の商社ではこうした子会社でのストックオプションを制度的に許可しているものの、実際に付与されている例はほとんどない。もちろん、親会社である商社との利益相反の可能性も指摘できるが、これらの処遇をすることで、経営者としての独立性が生まれ、子会社それぞれの企業価値向上を通じ、グループ全体の企業価値、収益性を向上させることができると考えられる。

総合商社は500を超える連結対象会社を有しているが、グループ経営は、このところの管理体制の確立により軌道に乗りつつあると考えられる。上記で指摘したように、黒字会社でも収益力の低下した事業を入れ替えていかなばならず、グループ経営の真価が問われるのは、これからである。事業会社の独立性を生かしつつ、グリップの利いた管理体制を敷いた戦略経営に期待したい。 ■