

1 課題の設定

2015年度の5大総合商社の純利益ランキングにおいては、首位が16年ぶりに入れ替わった。資源価格の下落によって業績を下方修正した三菱商事が首位から最下位へと陥落し、伊藤忠商事が台頭したのである(図表1)。明暗を分けたのは、非資源事業の基盤の差だったとされる。資源価格は中国経済の減速を受けて軒並み低迷し、特に資源権益の量と質で他社を圧倒していた三菱商事に大きな影響を与えた。他方、「非資源ナンバーワン商社」を掲げてきた伊藤忠商事は、非資源事業が着実に利益を伸ばして、悲願の1位に上り詰めた¹。

こうした状況の中で、総合商社各社は次のような中期経営計画を発表している。すなわち、三菱商事は食料と自動車関連、三井物産は液化天然ガス、伊藤忠商事は機械を中心とした非資源、丸紅は穀物や発電への集中的な投資である²。これは、総合商社が「総合力」の強化を目的に、事業構造を転換し、資源だけに頼らない収益構造への変化を目指していることを意味する。どのように事業構造を転換させようとしているのか。

通常、総合商社の機能としては商取引機能(トレーディング)、情報・調査機能、市場開拓機能、事業開発・経営機能(事業投資)、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があげられる³。これらの中で中核機能はこれまでトレーディング機能であったが、近年では事業投資へと変化しているといわれる。一般にトレーディングによる利益は売上総利益に計上され、事業投資による利益は持分法損益もしくは受取配当金に計上される。この変化を見ることで事業投資とトレーディングでどの程度稼いでいるのかを把握できる。図表2によれば、5大商社のトレーディング収益と事業投資収益の差は縮小しており、中核機能が事業投資に変わりつつあることがうかがえる。しかし、総合商社のビジネスはカップラーメンから人工衛星までと表現されるように多岐に亘る。それらの事業領域を一括して中核機能の変化を論じることは妥当ではないと考える。

本稿では、資源部門の不振から事業構造の転換を迫られている三菱商事を取り上げ、総合商社の事業の多様性を踏まえたうえで中核機能の変化を分析する。対象期間は総合商社が資源価格の高騰を背景に拡大戦略をとってきた2000年代からその下落によって大きな転換期を迎えている現在までとする。

具体的な分析に入る前に、先行研究を検討しておきたい。孟(2008)は収益構造から中核機能の変化に接近するために財務分析を行い、次のように述べている。トレーディング収益(営業利益)と事業投資収益(受取配当金と持分法投資損益の合計)の差が縮小傾向

1 「伊藤忠が首位奪取へ」『週刊東洋経済』2015年11月21日号。

2 「商社問われる資産リスト」『日経ビジネス』2013年5月27日号。

3 日本貿易協会ホームページ「商社が分かる」。

にあり、収益全体に占める事業投資収益の上昇している点に収益構造の変化を見出せる。ただし、収益基盤がトレードから事業投資へと変化したとはまでは言えない。また、売上高構成比については、手数料取引の数値が低下したのに対して、商品の販売等による売上げの比率が増加している。ここから孟は、トレーディングが依然として「コア機能」ではあるものの、コミッションビジネスからトレード・ソリューションモデルに移行したと述べている。商社は取引の仲介業者から契約の当事者となることで、リスクをとってソリューションを提供するバリューチェーンを構築しているというのである。事業投資はソリューションの提供を目的に実施され、バリューチェーンの各段階で収益を確保する。さらに、従来のボリュームを前提とした全方位成長を目指すコミッションビジネスから選択と集中を進め、バリューチェーンを構築するビジネスへと転換したことが収益構造の変化につながっていると主張した⁴。

榎本（2012）は、三菱商事を事例に、Value Chain Design を用いて、総合商社のビジネスモデルの転換を論じている。具体的には、孟（2008）の分析結果を踏まえ、収益構造がトレーディング主体の「一本足打法」からトレーディングと事業投資の「二本足打法」へと変化していることを明らかにした。商社のビジネスは商流をコントロールし、デザインすることを前提にした Value Chain Design であり、商流のコントロール手法として事業投資を行う。つまり、事業投資はトレーディングを拡大し、サプライチェーンの付加価値を高めて、バリューチェーンへと転換するために行われると主張したのである⁵。

このように、先行研究は財務データを使い、収益構造の転換を明らかにしている。一方で、中核機能の変化は否定的にとらえており、トレーディングを総合商社の中核機能としたうえで、そのトレーディングのビジネスモデルが転換していると述べる。しかし、榎本自身が Value Chain Design により総合商社のビジネス全般を説明したくなる誘惑に駆られるが、無論「万能薬」ではない。総合商社の取り扱い品目は2~3万点といわれ、範囲もエネルギーからサービスまでに及ぶ⁶と論じているとおり、総合商社を単一の事業主体とみなして収益構造の転換を検証することはできないのである。

そこで本稿では、三菱商事を対象にして、セグメント別に収益構造を分析することでビジネスモデルの変化を検討したい。

2 三菱商事における収益構造の転換

本節では、セグメント（事業）ごとの特性に注目しながら事業投資による利益（持分法損益）とトレーディングによる利益（売上総利益）の変化を分析するとともに、セグメント間の比較を行う。なお、三菱商事のセグメントは「新産業金融」「エネルギー」「金属」「機

4 孟子敏（2008）「総合商社におけるコア機能の構造変化によるビジネスモデルの再構築」『イノベーション・マネジメント』No.5。

5 榎本俊一（2012）『総合商社論』中央経済出版。

6 榎本（2012）。

械」「化学品」「生活産業」の6つである⁷。

総合商社の中核機能がトレーディングから事業投資へと変化していると言われる要因はどこにあるのだろうか。

第1に、事業投資⁸を収益基盤とするセグメントの存在によって、全社的に持分法損益が押し上げられていることが考えられる。確かに、**図表4**を見るとその可能性を否定できない。持分法損益の額がもっとも大きいのは「エネルギー」セグメントであるが、その額は2006年から増加を続け、もっとも高い持分法損益を計上した2014年には全体の40%を占めた。2015年にアップストリームで損失を計上するまで、同セグメントが持分法損益全体の増益を牽引していたことは間違いない。2015年の損失は資源価格の下落に起因しており、これが持ち直せば、「エネルギー」セグメントが全社的な持分法損益を増加させると考えられる。

第2に、事業投資を収益基盤とするセグメントの経営効率化である。当然のことだが、同額の事業投資でより多くの利益をあげることができればそのウェイトは高まる。各セグメントの総資産に対する利益率（売上総利益率と持分法利益率）を示した**図表5**からは、セグメントごとの収益性に大きな差があることがわかる。たとえば、「エネルギー」セグメントに注目すると、売上総利益率と持分法利益率の両方とも2006年度から2010年度の平均値（平均①）よりも2011年度から2015年度の平均値（平均②）の方が小さい。これは資源価格の下落にともなうエネルギー事業の減益を示しており、経営の非効率化を示すものではない。したがって、資源価格が上昇すれば、両利益率の改善が期待できる。さらに同セグメントの持分法損益額が全体に占める割合は高いことから、増益が収益構造に与えるインパクトは大きいと考えられる。

次に、「生活産業」セグメントを見ると、売上総利益率が高い水準で推移したのに対して、持分法利益率は著しく低いことがわかる（**図表5**）。これは、同セグメントの保有する資産が主にトレーディングの基盤となっていることを意味する。この2つ以外には、利益率の推移から特性を見出せるセグメントは存在しない。つまり、三菱商事においては、効率的に運営されて持分法損益利益率を著しく高めるセグメントは現れていないのである。

3 「生活産業」セグメントと「エネルギー」セグメントの事業展開

前節で確認したセグメントごとの持分法損益の金額とその収益性からは、中核機能の変化の要因は明らかにならなかった。そこで本節では、各セグメントの具体的な事業の変遷

⁷ 三菱商事のセグメントにはほかに「地球環境・インフラ事業」「その他」が存在するが、「地球環境・インフラ事業」は2013年に新設されたものであり、継続したデータが取れないこと、「その他」は事業内容が不透明で資料の制約も多いことから本稿は研究の対象外とする。

⁸ 本来事業投資による利益は持分法損益と受取配当金に計上されるが、セグメントごとの受取配当金が有価証券報告書に記載されておらず、全体の額もきわめて少ないため持分法損益の数字のみを用いる。

をたどることで中核機能を変化させている要因を検討したい。

三菱商事における各セグメントの持分法損益に対する売上総利益の規模を示した**図表 3**によれば、「生活産業」のような数値の大きなセグメントがある一方で、「エネルギー」のようにその差が非常に小さいセグメントを確認できる。以下では、この2つのセグメントにビジネスモデルの特徴が表れていると考え、具体的な事業展開を検討する。

(1) 「生活産業」セグメント

「生活産業」セグメントの事業内容は食料から生活消費財、衣料、医材と多岐に亘る。本項では、これらの中で、取扱品目と事業投資先のもっとも多い食料事業に焦点を当てて分析を進める。

図表 6を見ると、売上総利益と持分法損益の推移は「エネルギー」セグメントと大きく異なることがわかる。売上総利益は巨額で、かつ増加傾向を示しているのとは対照的に、持分法損益に大きな変化はない。さらに持分法損益に対する売上総利益の規模は2006年度の18倍から2015年度には25倍へと拡大しており、他のセグメントとは正反対の動きを見せている(**図表 3**)。こうした変化は、「生活産業」セグメントの事業投資が生み出す利益は小さく、依然としてトレーディングを中核機能していることを示している。

三菱商事は、川上から川下までの各流通段階に数多くの子会社・持分法適用会社を抱えてビジネスを手掛ける「食料バリューチェーン」を構築している⁹。川上部門で一次産品である小麦や大豆などの原料を扱い、川中で物流を担い、川下ではローソンやライフに出資するなど小売業の経営に関与している。同社は川上を食糧事業、川中以降を食料事業とし、この2つの事業を密接に関連づけながら展開する。たとえば、穀物を飼料にして畜産を営み、そこから食肉加工に進み、最後は「からあげクン」としてローソンで販売する。こうした「食料バリューチェーン」を典型的なビジネスモデルになっているのである。以下では、食糧事業と食料事業を区分して詳しく見ていく。

食糧事業

食糧事業のバリューチェーンとしてはまず、1979年に完全子会社化した穀物の集荷販売を行うAGREXが挙げられる。AGREXは現在、アメリカ、オーストラリア、およびブラジルを活動地域にして三菱商事の食糧事業を支えている。さらに1999年には穀物メジャーであるアーチャー・ダニエルズ・ミッドランド(ADM)とコナグラが共同経営するカラマ・エクスポート・カンパニーに出資し、穀物の貯蔵・積出基地(エレベーター)に資本参加している¹⁰。こうした取組みは、事業投資による利益を増加させるように思われる。

しかし、食糧事業は巨大な固定資産を必要とする物流事業という側面をもっている。なぜなら食糧事業の利益の源泉が倉庫での保管、輸出港のエレベーターでの貯蔵や積出、海

⁹ 早稲田大学商学学術院(2013)170頁。

¹⁰ 「米の穀物貯蔵基地、三菱商事が出資」『日本経済新聞』1999年6月22日。

上での船舶オペレーションなどの流通過程に存在するからである¹¹。たとえば、穀物はパナマックス¹²で一度に5万トンから7万トン積載、輸送されるが、それを月に何十隻も動かさなければ利益は生まれない。つまり、穀物ビジネスとトレーディングは不可分の関係なのである。そして、事業投資はこのトレーディングに必要な生産地での集荷能力の向上を目的に行われていると解釈すべきだろう。

食料事業

三菱商事は2014年11月、サーモンの養殖で世界3位のセルマック（ノルウェー）を約1500億円で買収し、サーモン生産量で世界2位となった。健康志向の高まりから水産物の需要が急増する中でビジネスを始めようとしても、サーモンの養殖はノルウェーやチリなどフィヨルドに限定した地域でしか行われておらず参入障壁が高い。

三菱商事がセルマックを買収できた理由は、「食のバリューチェーン」を築いていたからとされる。同社は1980年代に天然サケの仲介取引に乗り出し、1990年代には養殖サケへと取引を拡大した。さらに2000年代に入ると、海外でサケの加工事業を開始した¹³。この時点で加工から流通までの「チェーン」は形成されていた。ただし、水産部門のバリューチェーンの完成には川上（原料）部門への参入が必要だった。そこに三菱商事傘下の東洋冷蔵がもつ国内の販売力を評価したセルマックが買収を持ち掛けたとされる¹⁴。

三菱商事は養殖だけで利益を上げようとしているわけではなく、上記のバリューチェーンにサケをのせて流通過程の各段階でリターンを得ることを狙っている。実際、川下で販路を拡大するために、同社が100%出資する英国の大手流通企業のPrinces Ltd.と固定価格で長期販売契約を結んでいる。他方、国内では、ローソンで「焼きさけハラミおにぎり」のサケをセルマック製品に切り替え、グループ内のトレードを強化している¹⁵。

このように、三菱商事は食糧と食料の両事業のあらゆる分野でさまざまな企業に出資し、川上から川下にいたる「食のバリューチェーン」を築き上げてきた。しかし、純利益への貢献を見ると、ローソンの123億円と英国の食品・飲料製造販売会社であるプリンスの74億円が目立つに過ぎず、他の数十社を数える連結対象企業は10億円程度にとどまる¹⁶。それは、事業投資先の収益力が小さくても、「チェーン」を形成することで業界内でのプレゼンスを高めてトレードの拡大につなげているのである。

11 「加熱する商社の食料ビジネス」『週刊ダイヤモンド』2014年10月25日号。

12 パナマ運河を通過できる船の中で最大の大きさの船。穀物などの多くは主にパナマックスサイズの船舶で運搬される。

13 「バリューチェーンに力、商社各社、事業投資を加速」『日経産業新聞』2014年9月24日。

14 前掲「過熱する商社の食料ビジネス」

15 「三菱商事サケ赤字で資源安とダブルパンチ」『週刊東洋経済』2015年9月12日号。

16 前掲「過熱する商社の食料ビジネス」。

(2) 「エネルギー」セグメント

「エネルギー」セグメントのトレーディングと事業投資による利益の推移は**図表 7**のとおりである。この図表によれば、売上総利益と持分法損益の額に大きな差は見られない。また、**図表 3** 示す「エネルギー」セグメントの持分法損益に対する売上総利益の規模は、2015 年度を除き 1~2 倍で推移している。これらの数値だけでは、「エネルギー」セグメントがトレーディングと事業投資のどちらで収益を上げているのかを明らかにできない。言い換えれば、どちらが中核機能といえるのかも判断できない。

ところで、総合商社は事業構造の違いからしばしば資源型と非資源型に分けられる。資源価格が下落する前に売上高の 7 割近くを資源ビジネスで稼いできた三菱商事と三井物産は資源型、伊藤忠商事、住友商事、丸紅は非資源型といわれる¹⁷。この 2 つのタイプの収益構造を比較すると、持分法損益の金額に大きな差があることを確認できる。三菱商事と三井物産の持分法損益は、非資源型 3 社に比べて明らかに多い (**図表 8**)。上流権益や LNG (液化天然ガス) 液化設備によって得られる利益が持分法損益に計上されるため¹⁸、この 2 社が上流権益と生産設備に多額の投資をしてきたことが分かるのである。

また、総合商社のエネルギー事業は取引のパターンによって、①取引仲介型 (トレーディング型) と②プロジェクト型 (事業投資型) の 2 つのタイプ分けできる¹⁹。①は川上から川下に至るバリューチェーンの各段階で仲介・投融資を行い、②は資源メジャーとの共同出資による資源開発やプラント建設を行う。②は巨額の資金を必要とするからリスクが大きいが、その分リターンも大きく潤沢なキャッシュを期待できる。**図表 8** を見ると、持分法損益が売上総利益を上回る三菱商事はプロジェクト型に分類される。同社は旧財閥系企業であり、ブランド力と資金調達力を持つといわれる²⁰。メインバンクの三菱東京 UFJ 銀行をはじめ三菱グループの資金力を背景に、三菱商事はプロジェクト型ビジネスを展開できていると考えられる。

近年、総合商社が注力する事業投資はエネルギー事業から始まった。三菱商事の LNG (液化天然ガス) 事業は、川上の探鉱・開発生産 (アップストリーム)、川中の船舶による輸送、川下の電力会社やガス会社への販売 (ダウンストリーム) から成る²¹。同社はマレーシア、ブルネイ、サハリン、インドネシア、米国、メキシコ湾、ガボン、アンゴラなど複数の国・地域に LNG の上流権益・LNG 液化設備を保有している²²。上流権益の中でもブルネイでの LNG プロジェクトは大型の事業投資のさきがけといわれる²³。同社の LNG ビジネスは

17 総合商社の 12/3 期の決算の注目点」日本格付け研究所ニュースリリース 2011 年 6 月 30 日。

18 三菱商事株式会社 平成 26 年度有価証券報告書。

19 土井教之 伊藤正一 増田政靖 (2006) 『現代の総合商社』晃洋書房、55 頁。

20 「商社の勝者」『週刊ダイヤモンド』2015 年 7 月 4 日。

21 前掲榎本俊一 (2012)、64 頁。

22 三菱商事 平成 26 年度有価証券報告書。

23 前掲早稲田大学商学大学院 (2013)、131 頁。

アラスカから始まったが、当初は東京電力や東京ガスの輸入代行を手がけるに過ぎなかった。それが、1969年12月にシェル、ブルネイ政府と組み、事業会社に25%出資して手掛けた液化プラントの建設をきっかけに、ダウンストリームに参入、1983年4月にマレーシアでも液化プラントに投資を行い、1984年11月には西オーストラリアでの油田開発に参加してアップストリーム（上流部門）への参入を果たしたのである。ただし、それらの事業は開始までに10年もの期間を必要とするだけでなく、事業を開始してすぐに利益が出るわけでもない。LNGの場合、契約期間は20年を基本にしており、さらにプラントの改造や修復には再投資が欠かせない。つまり、何十億ドルという規模の大型先行投資を必要とする事業である。

確かに、石油価格が高騰していた1980年代初頭のエネルギー事業の配当金は、全社の経常利益を上回る額に達していた²⁴。しかし、この配当金は利息の支払いにも充てなければならぬため、商業生産では1バレルあたり12~13ドルでないと利益が出ない。だから、配当金だけで事業を継続することは難しく、トレーディングであげた利益をアップストリームに投資する形がエネルギー事業の基本となっていた。

アップストリームへの投資の重要性は非資源型・トレーディング型に分類される住友商事の例からも明らかである。2015年3月期、住友商事は米国シェールガス事業の計画見直しに影響されて3103億円もの減損を計上した²⁵。資源ビジネスでは後発企業のデメリットが大きい。後発企業には「ビジネスに参入しようにもオイルメジャーからのパートナーとしての声がかからない」からである²⁶。住友商事は2009年に日本企業としてはいち早くシェールガス開発に参画した。LNGやLPG（液化石油ガス）事業で上流部門への投資が遅れて、後発企業になったために、「声がかからない」同社にとって新たな分野の開拓は急務だった。そこで住友商事は、適切な範囲を超えた巨額の投資を行い、シェールガス開発の先駆者になる道を選んだ。その結果、権益を「高値掴み」してしまい、減損を計上する事態を招いたのである。

アップストリームへの投資と上流権益の確保はエネルギー事業を展開し利益を生むために必要であり、ビジネスの特性から事業投資が欠かせないといえる。図表7にかかげた三菱商事の「エネルギー」セグメントの利益の推移は、事業構造の転換を示すというよりも、エネルギー事業の先駆者として1970年代から上流部門への投資を継続し、長い期間をかけてノウハウを積み上げてきた結果と考えるべきである。

4 事業投資から「事業経営」への転換とその意味

(1) 「事業経営」の実践

²⁴ 「“和製メジャー”を目指す」『ENERGY』1999年2月号。

²⁵ 住友商事「平成26年度有価証券報告書」。

²⁶ 「シェールオイルで巨額損失、住友商事が払った大きな代償」『週刊ダイヤモンド』2014年10月11日号。

三菱商事は現在、ビジネスモデルを「事業投資」から「事業経営」へと転換することを目指している。そのために、成長を見込みにくい投資先の持株率を引き下げ一方で、成長を期待できる投資先に関しては3分の1から過半数へ、過半数から100%へと持株率を引き上げるとした²⁷。持分の引上げにより経営の主導権を握ることを狙ったのである。たとえば、子会社化したローソンの社長に三菱商事出身者が就くのはその典型例といえる。しかし、三菱商事はローソンを窓口にして自社の取扱商品を販売することを考えているわけではない²⁸。同社がこれまで培ってきた経営ノウハウやインフラストラクチャーを供給し、ローソンの経営を効率化させることが目的だったのである。

三菱商事が投資先をコントロールするという手法はこれまでもとられてきた。2010年にコンビニ弁当向け米飯の拡大を目的に株式の20%を取得したコメ卸の神明ホールディングスの場合、神明が外食事業（回転ずし）に経営資源を傾け始めたため、わずか2年で出向役員を引き上げ、出資比率を引き下げて連結からも解除した²⁹。投資先をコントロールできない場合は、持分法損益や配当金の獲得というメリットを失っても関与を弱めるのである。それは、総合商社による事業投資が純粋な投資目的ではないことを意味する。また、従来はメーカーや小売企業に出資し、メーカーには原材料を販売し、小売企業には投資先のメーカーの製品を販売するという形で、三菱商事の取引の拡大を目的に事業投資を行ってきた。しかし、これからは同社が主体的に投資先の経営に関与して利益を伸ばすとしている。したがって、事業投資の狙いは、取引の拡大手段から連結した投資先の利益の取込みへと明確に変化していくと考えられる。

(2) 全部連結と持分法の適用の抱える分析上の問題

三菱商事のビジネスモデルが「事業投資」から「事業経営」へと変化する中で、持分法損益と売上総利益の取扱いに関して注意すべきことが生じている。それは、全部連結と持分法の適用によって、経営実態が見えにくくなることである。

総合商社が、本社の経営効率化と財務体質の改善を目的に特定の事業領域を分社化することはめずらしくない³⁰。収益性の低い事業部をそのまま分社化するのである。その1つの例として、三菱商事と日商岩井が2003年1月、分社化した鉄鋼製品部門を統合して設立したメタルワンがあげられる。メタルワンは実質的に三菱商事の鉄鋼製品の取引を担っている。しかし、メタルワンに対する三菱商事の議決権所有割合は60.0%であり³¹、連結子会社となる。そのため、メタルワンの担う（実質的には三菱商事の鉄鋼製品の）トレーディング

²⁷ 「三菱商事がローソンを子会社化 1440 億円で『信頼』の補強へ」『日経ビジネス』2016年9月26日。

²⁸ 「編集長インタビュー三菱商事社長垣内威彦氏」『日経ビジネス』2016年5月30日。

²⁹ 「一番に戻ったらもう降りない三菱商事非資源首位奪還宣言」『週刊東洋経済』2016年6月11日。

³⁰ 榎本（2012）73頁。

³¹ 三菱商事株式会社「平成27年度有価証券報告書」。

グによる利益は全部連結が適用されて利益は持分法損益に計上されない。これは1つの例に過ぎないが、三菱商事の全部連結の対象企業（連結子会社）は398社、持分法適用会社は216社を数える³²。問題は、事業投資による利益とみなしてきた持分法損益が実質的に三菱商事のトレーディングを担う企業の利益を含む可能性をもつことである。仮に、「事業経営」の推進にともなって持分法適用会社が増加した場合、持分法損益に計上される金額は大きくなる。本稿の基準を用いると、事業構造の転換によって中核機能に変化しているように見えるかもしれない。分社化によって持分法適用会社となった場合、同じ事業を展開していたとしても「有価証券報告書」等で事業投資先の事業内容が明記されなければ、分社化前のトレーディングによる利益が事業投資による利益と処理される。これでは収益構造から見た事業構造の転換を正確に捉えることはできないだろう。

5 結語

以上、主に財務データを用いて、三菱商事の事業構造の変化を検討してきた。最後に冒頭に述べた課題に即して分析結果をまとめておこう。

第1に、セグメントごとに持分法損益の推移を比較した結果、「エネルギー」セグメントだけが著しい増加を示したことが明らかになった。それは、先行研究の強調した持分法損益の増加が、総合商社のすべての事業ではなく、主に「エネルギー」セグメントの動向に影響された現象であったことを意味する。加えて、持分法利益率はそれほど高くなかった。三菱商事は、長期的に投資を続け、「エネルギー」セグメントの資産を蓄積し、エネルギー事業の利益を拡大させたものの、その効率性は高くなかったと考えられる。

第2に、全社ではなく、セグメントごとに検討した結果、必ずしもトレーディングから事業投資へと中核機能を変化させているとはいえないことが明らかになった。「生活産業」セグメントでは持分法損益はほとんど増加しておらず、依然としてトレーディングを中核機能としていた。このセグメントの事業投資は、投資先から直接的に利益を獲得するのではなく、トレーディングによる利益を最大化させるための手段としての性格が強かった。

「生活産業」セグメントに関しては、先行研究も指摘するとおり、中核機能の変化が起きているとはいえない。

しかし、「エネルギー」セグメントの分析結果は大きく異なる。「生活産業」セグメントと同様に、「エネルギー」セグメントも中核機能を変化させていなかった。しかし、それは、このセグメントにおいて、トレーディングがそもそも中核機能だったことはないからである。「エネルギー」セグメントの収益源はアップストリームにあり、ここに参入しなければビジネスの成立自体が難しい。トレーディングは、その参入に必要な巨額の先行投資のための資金を一部調達するために（副次的に）行われていたのである。

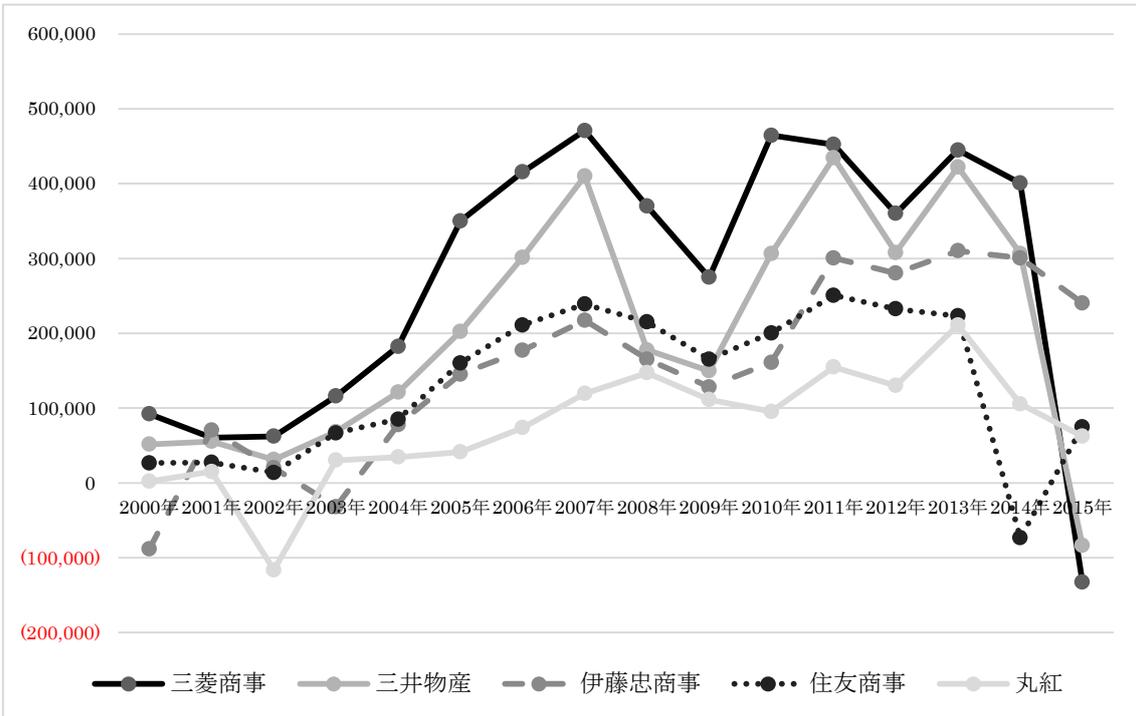
以上の分析結果を踏まえれば、総合商社の中核機能がトレーディングから事業投資に変化しているとはいえないだろう。重要なのは、中核機能がセグメント（事業）によって異

³² 三菱商事株式会社「統合報告書 2015」。

なっており、総合商社の広範な事業を一体としてみなし、全社的に中核機能の捉えようとする手法が誤りを生み出すのである。また、事業投資をトレーディングの拡大のための手段と早急に結論づけることも正確ではない。トレーディングの拡大を目的とした事業投資を続ける「生活産業」セグメントの持分法損益は極めて小さく、全体の持分法損益の増加を説明できないからである。

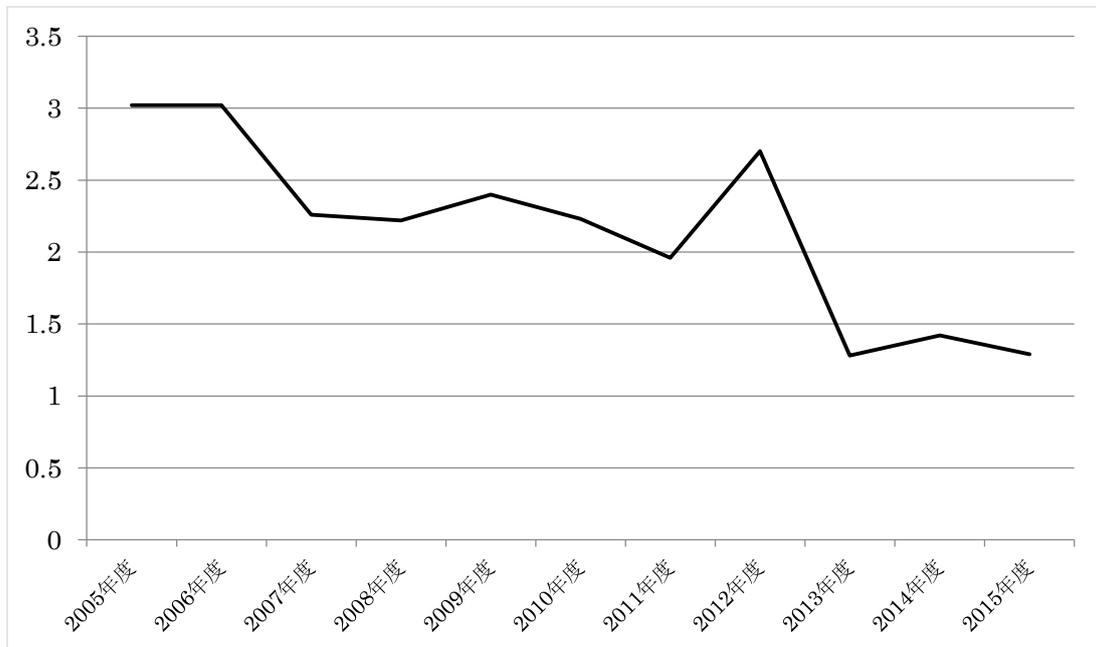
要するに、近年の持分法損益の増加は、事業投資を中核機能とするセグメントの増益に起因しており、総合商社の中核機能の変化を表しているわけではないのである。

<図表1> 5代総合商社各社の純利益の推移



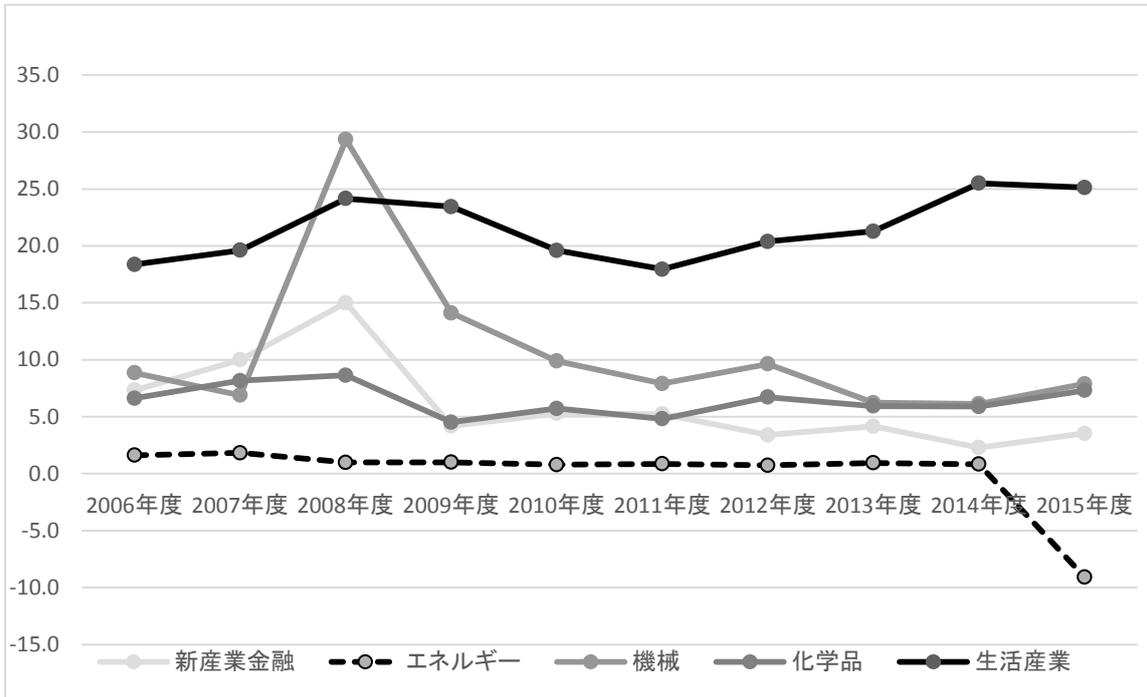
出典：各社有価証券報告書より作成。

<図表2> 5代総合商社の持分法損益に対する売上総利益の規模の推移（倍）



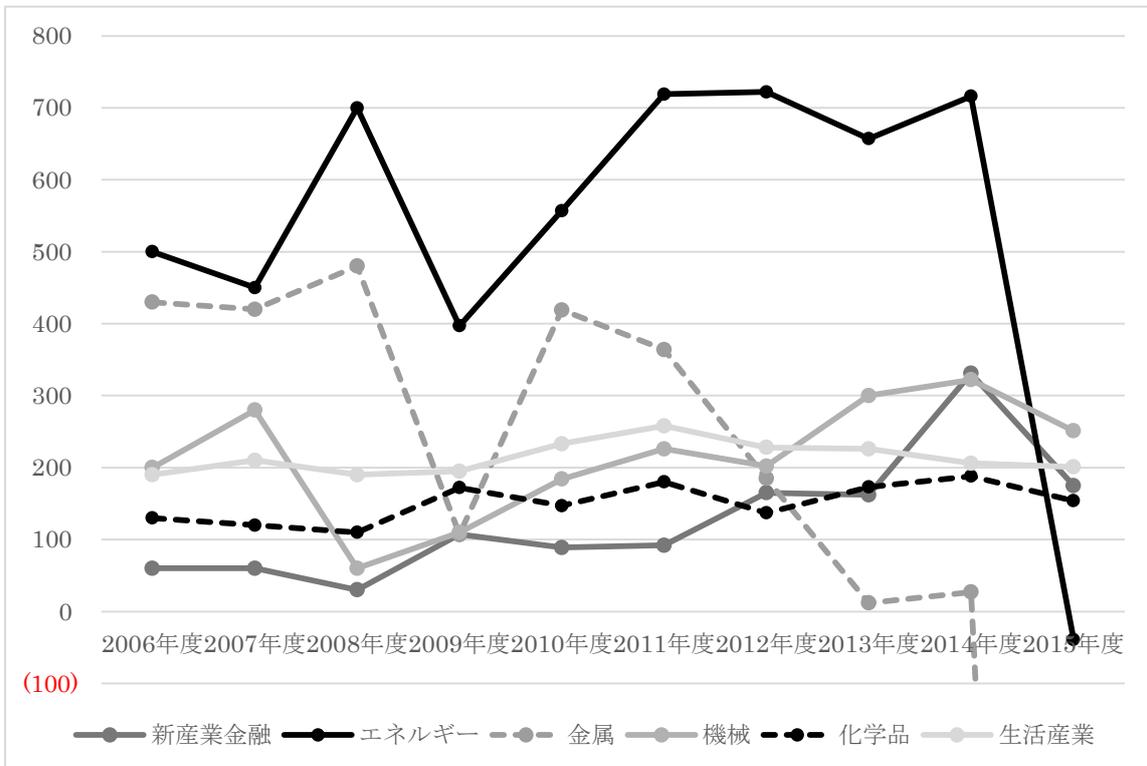
出典：各社有価証券報告書より作成。

<図表 3> 三菱商事各セグメント別持分法損益に対する売上総利益の規模



出典：三菱商事株式会社有価証券報告書より作成。

<図表 4> 三菱商事各セグメント別持分法損益の推移 (単位：億円)



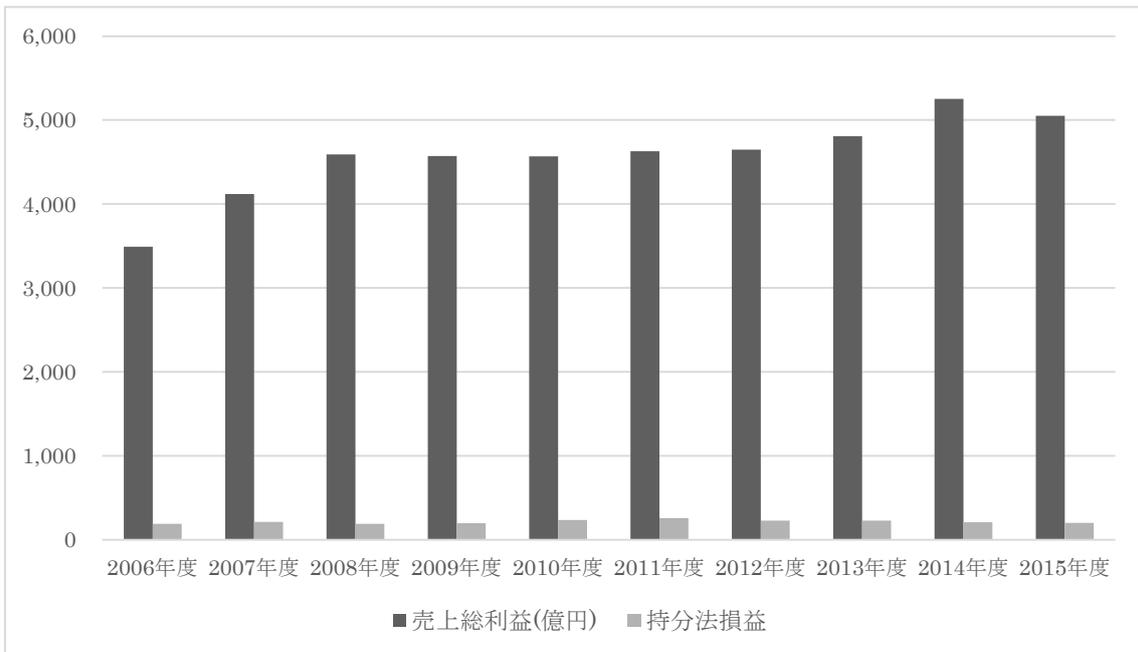
出典：三菱商事株式会社有価証券報告書より作成。

<図表5> 三菱商事各セグメント利益率の推移と平均

新産業金融	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	平均①	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	平均②
売上総利益率	9.0%	7.5%	5.4%	5.3%	5.9%	6.6%	6.1%	5.6%	6.7%	8.4%	7.1%	6.8%
持分法利益率	1.2%	0.8%	0.4%	1.3%	1.1%	0.9%	1.2%	1.7%	1.6%	3.7%	2.0%	2.0%
エネルギー	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	平均①	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	平均②
売上総利益率	5.2%	4.8%	5.1%	3.0%	3.3%	4.3%	4.8%	2.8%	2.5%	2.6%	1.7%	2.9%
持分法利益率	3.2%	2.6%	5.2%	3.0%	4.2%	3.6%	5.6%	3.8%	2.6%	3.1%	-0.2%	3.0%
金属	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	平均①	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	平均②
売上総利益率	10.5%	8.6%	19.6%	8.0%	11.4%	11.6%	8.6%	3.3%	5.1%	4.2%	3.9%	5.0%
持分法利益率	1.3%	1.3%	1.7%	0.4%	1.5%	1.2%	1.2%	0.5%	0.0%	0.1%	-7.8%	-1.2%
機械	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	平均①	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	平均②
売上総利益率	6.7%	8.7%	8.8%	8.1%	9.5%	8.4%	9.7%	10.2%	9.8%	9.9%	11.5%	10.2%
持分法利益率	0.8%	1.3%	0.3%	0.6%	1.0%	0.8%	1.2%	1.1%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%
化学品	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	平均①	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	平均②
売上総利益率	10.3%	11.8%	15.1%	12.4%	11.5%	12.2%	12.2%	10.2%	10.3%	11.1%	12.9%	11.3%
持分法利益率	1.6%	1.4%	1.7%	2.7%	2.0%	1.9%	2.5%	1.5%	1.7%	1.9%	1.8%	1.9%
生活産業	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	平均①	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	平均②
売上総利益率	16.2%	18.1%	21.8%	21.2%	20.9%	19.6%	21.2%	17.9%	17.8%	16.9%	15.9%	18.0%
持分法利益率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	0.9%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.8%

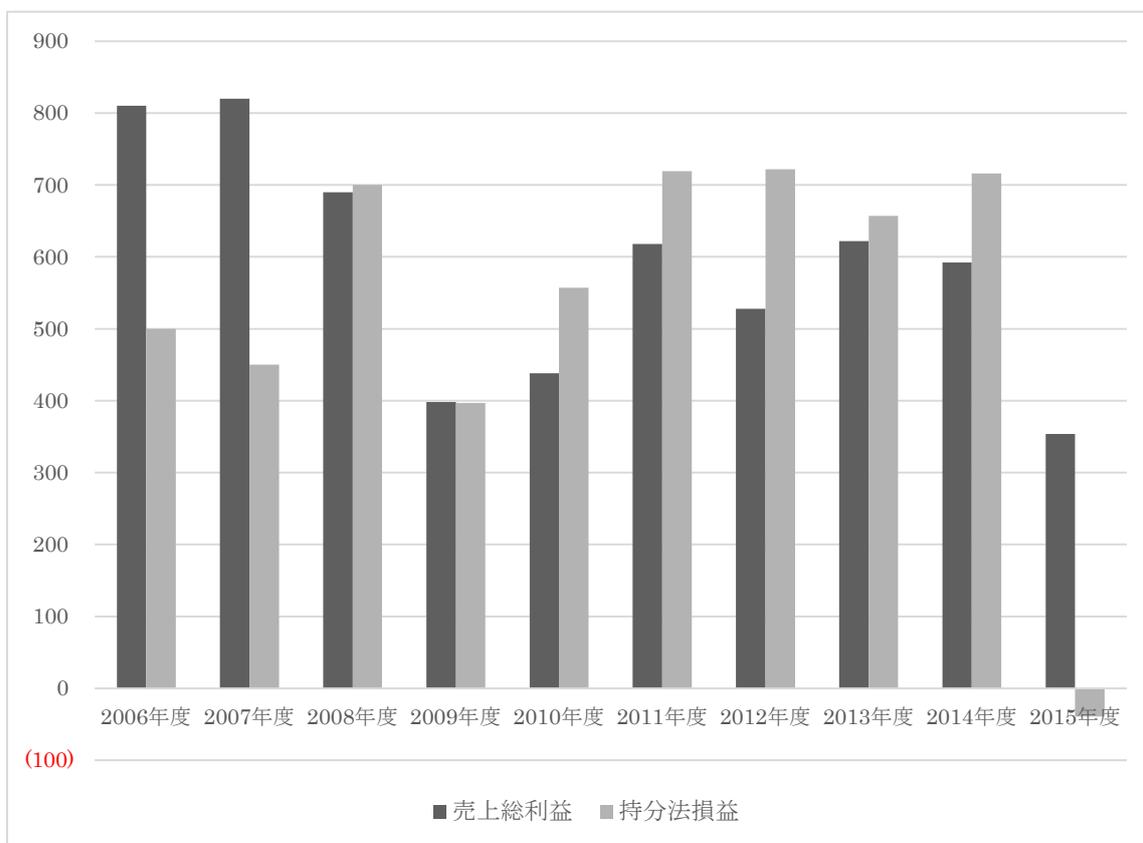
出典：三菱商事株式会社有価証券報告書より作成

<図表6> 「生活産業」セグメントにおける売上総利益と持分法損益の推移（単位：億円）



出典：三菱商事株式会社有価証券報告書より作成

<図表7> 「エネルギー」セグメントにおける売上総利益と持分法損益の推移（単位：億円）



出典：各社有価証券報告書を元に筆者作成。

<図表8> 5代総合商社「エネルギー」セグメントにおける利益構造（単位：億円）

	三菱商事	三井物産	伊藤忠商事	住友商事	丸紅
売上総利益	690	2,720	1,599	919	924
持分法投資損益	700	441	22	370	3

注) 2009年の資源価格暴落の影響を避けるため、2008年の有価証券報告書の数字を用いた。

出典：各社有価証券報告書を元に筆者作成。

