

早稲田大学審査学位論文（博士）

## 総合商社のビジネスモデルの研究

Sogo Shosha in the 21<sup>st</sup> Century:  
Research Papers on the Business Model Evolution of  
Japan's General Trading companies

早稲田大学大学院社会科学部

政策科学論専攻国際経営研究

吉成 雄一郎

YOSHINARI, Yuichiro

2022年7月



## 目次

序章	はじめに.....	1
第1節	研究の背景と問題意識.....	1
第2節	研究の目的.....	1
第1章	本研究の目指す方向性・アプローチ・論文の構成.....	3
第1節	本章の概要.....	3
第2節	本研究の目指す方向性.....	3
第3節	本研究のアプローチ.....	5
第4節	本研究の構成.....	6
第5節	本章のまとめ.....	9
第2章	総合商社の誕生・発展・近年の動向.....	11
第1節	本章の概要.....	11
第2節	総合商社の誕生（明治期）.....	11
第3節	総合商社の発展（第一次世界大戦～第二次世界大戦期）.....	13
第4節	戦後の総合商社.....	18
第5節	経済成長期～バブル経済.....	24
第6節	バブル経済崩壊後.....	27
第7節	中国の爆食と資源ブーム.....	28
第8節	2010年代.....	29
第9節	信用格付会社による総合商社の事業形態への見解.....	31
第10節	本章のまとめ.....	38
第3章	国際ビジネス研究の諸理論の整理.....	41
第1節	本章の概要.....	41
第2節	国際ビジネス研究の概観と総合商社研究の意義.....	41
第3節	国際ビジネス研究の諸理論の概観.....	43
第1項	パールミュッターの ERPG モデル.....	43
第2項	ウプサラ・モデル(Uppsala model).....	44
第3項	OLI パラダイム.....	48
第4項	バートレット・ゴシヤールの4類型.....	49
第5項	取引コスト理論.....	51

第 6 項	多角化理論	54
第 4 節	国際ビジネス研究の諸理論の総合商社への適用時の理論的限界	59
第 5 節	本章のまとめ	60
第 4 章	先行研究の検討	63
第 1 節	本章の概要	63
第 2 節	本章の RQ	63
第 3 節	総合商社研究における総合商社の定義	64
第 4 節	先行研究における総合商社研究の系統	68
第 1 項	歴史研究アプローチ	71
第 2 項	機能・ビジネスモデル研究アプローチ	71
第 3 項	事例研究・事業創造研究アプローチ	72
第 4 項	国際ビジネス研究アプローチ	73
第 5 項	いわゆる「商社不要論」	73
第 5 節	総合商社研究の定量的分析	74
第 1 項	使用データ	74
第 2 項	国内研究	75
第 3 項	海外研究	76
第 4 項	国内・海外研究の比較	79
第 6 節	総合商社研究の系統ごとの代表的研究	80
第 1 項	歴史研究アプローチ	80
第 2 項	機能・ビジネスモデル研究アプローチ	81
第 3 項	事例研究・事業創造研究アプローチ	86
第 4 項	国際ビジネス研究アプローチ	87
第 7 節	総合商社研究の課題および総括	88
第 8 節	本章のまとめ	89
第 5 章	総合商社の海外進出モデル	93
第 1 節	本章の概要	93
第 2 節	他章との関係	94
第 3 節	本章の RQ	94
第 4 節	多国籍企業及び総合商社の海外進出モデル	95
第 1 項	多国籍企業の海外進出モデル	95

第2項	総合商社の海外進出モデル	96
第3項	総合商社の事業形態の変化	98
第5節	総合商社の海外進出モデルの提示及び仮説	99
第1項	海外投資形態	99
第2項	事業発展を考慮した総合商社の海外進出モデル	100
第3項	仮説の設定	101
第6節	分析	102
第1項	使用するデータ	102
第2項	データの概要	102
第3項	各進出形態ごとの会社数および海外進出年の記述統計	104
第4項	経営権あり会社割合の推移	105
第5項	時系列関係の実証分析	107
第6項	仮説検定	109
第7項	企業規模に関する追加検証	109
第8項	「経営権あり」業種に関する追加検証	112
第7節	考察	112
第8節	本章のまとめ	122
第6章	総合商社の企業価値創造	125
第1節	本章の概要	125
第2節	他章との関係	126
第3節	本章のRQ	126
第4節	本章に関連する先行研究および理論	129
第1項	総合商社のビジネスモデルの構造変化	129
第2項	企業価値創造とEVA	130
第5節	企業価値創造の検証	132
第1項	パネルデータの作成	132
第2項	パネルデータ分析	137
第3項	統計モデルの推定結果の解釈	143
第6節	考察	147
第7節	分析の限界	153
第8節	本章のまとめ	153
第7章	事例研究① 英国多国籍商社との比較	157

第 1 節	本章の概要 .....	157
第 2 節	他章との関係 .....	158
第 3 節	本章の RQ.....	158
第 4 節	英国多国籍商社に関する先行研究 .....	159
第 5 節	英国多国籍商社.....	161
第 1 項	英国多国籍商社の歴史 .....	161
第 2 項	フリースタンディングカンパニー (free standing company) .....	167
第 6 節	英国多国籍商社と総合商社の定性比較 .....	169
第 7 節	英国多国籍商社と総合商社の定量比較 .....	173
第 1 項	英国多国籍商社の海外投資 .....	173
第 2 項	総合商社の海外投資 .....	174
第 3 項	定量比較 .....	174
第 8 節	英国多国籍商社の消滅と総合商社の存続の要因 .....	175
第 9 節	英国多国籍商社の人材資源.....	175
第 10 節	総合商社の人材における競争優位性 .....	176
第 11 節	考察.....	180
第 12 節	本章のまとめ .....	182
第 8 章	事例研究② 現代類似企業との比較.....	184
第 1 節	本章の概要 .....	184
第 2 節	他章との関係 .....	185
第 3 節	本章の RQ.....	185
第 4 節	ポートフォリオ比較 .....	186
第 1 項	比較対象企業.....	186
第 2 項	ポートフォリオ比較 .....	193
第 3 項	ポートフォリオ比較分析結果の考察.....	195
第 5 節	パフォーマンス比較 .....	196
第 1 項	比較対象企業.....	196
第 2 項	パフォーマンス比較 (ROE 及び PBR) .....	202
第 6 節	考察.....	204
第 7 節	本章のまとめ .....	206
第 9 章	事例研究③ 総合商社 5 社の国別進出戦略の比較.....	208

第1節	本章の概要	208
第2節	他章との関係	209
第3節	本章の RQ	209
第4節	比較分析	210
第1項	重視国・軽視国・得意国・進出パターンの分類	210
第2項	国別比較結果	211
第3項	会社別比較分析結果（業種）	219
第5節	リサーチ戦略としてのケース・スタディ	220
第6節	重視国の事例① 三井物産／ブラジル	222
第1項	ブラジルの事業環境の概要	222
第2項	ブラジルの政情・経済環境	223
第3項	三井物産のブラジル投資の概観	225
第4項	三井物産のブラジル投資の投融資・保証残高	226
第5項	三井物産の広報活動におけるブラジルの扱い	228
第6項	三井物産の人事におけるブラジルの位置付け	229
第7項	三井物産の事業事例	231
第8項	三井物産のブラジル投資のまとめ	235
第7節	重視国の事例② 住友商事／ベトナム	237
第1項	ベトナムの事業環境の概要	237
第2項	ベトナムの政情・経済環境	239
第3項	住友商事のベトナム投資の概観	240
第4項	住友商事の広報活動におけるベトナムの扱い	242
第5項	住友商事の人事におけるベトナムの扱い	242
第6項	住友商事の事業事例	243
第7項	住友商事のベトナム投資のまとめ	245
第8節	得意国の事例① 三菱商事／ミャンマー	247
第1項	ミャンマーの事業環境の概要	247
第2項	ミャンマーの政情・経済環境	248
第3項	三菱商事のミャンマー投資の概観	249
第4項	三菱商事の IR/広報活動におけるミャンマーの扱い	250
第5項	三菱商事の現地パートナー	253
第6項	三菱商事の事業事例	255

第7項	三菱商事のミャンマー投資のまとめ	257
第9節	得意国の事例② 伊藤忠商事／ハンガリー	259
第1項	ハンガリーの事業環境の概要	259
第2項	ハンガリーの政情・経済環境	261
第3項	伊藤忠商事のハンガリー投資の概観	262
第4項	伊藤忠商事の広報活動におけるハンガリーの扱い	263
第5項	伊藤忠商事の人事におけるハンガリーの扱い	264
第6項	伊藤忠商事の事業事例	265
第7項	伊藤忠商事のハンガリー投資のまとめ	269
第10節	考察	270
第11節	本章のまとめ	271
第10章	総合商社のビジネスモデルに関する考察	274
第1節	確認された事実	274
第2節	ビジネスモデルとしての要件充足性	275
第3節	ビジネスモデルを支えるケイパビリティ構造	277
第4節	総合商社のビジネスモデルのアップサラ・モデルへの適用	280
第5節	総合商社と多角化戦略	283
第6節	総合商社ビジネスモデルの変化は意図的戦略か創発戦略か	288
第7節	総合商社の「総合」の永続性	289
第8節	総合商社のビジネスモデルの課題	290
第9節	総合商社にとっての Ambidexterity	297
第10節	本章のまとめ	300
終章	おわりに	310
第1節	本研究のまとめ	310
第2節	学術的コントリビューションと実務的インプリケーション	315
第1項	学術的コントリビューション	315
第2項	実務的インプリケーション	317
第3項	本研究の限界と残された課題	319
参考文献		321
謝辞		331



## 表目次

表 2-1	三井物産の内外支店開設状況 .....	13
表 2-2	三菱合資（三菱商事）の内外支店開設状況 .....	14
表 2-3	各社の特定金銭信託の運用額と運用益(1989年) .....	26
表 2-4	5社の関係会社数 .....	28
表 3-1	OLI パラダイム .....	49
表 3-2	アンゾフの Product Market Growth Mix フレームワーク ..	54
表 3-3	プロダクトポートフォリオミックス (PPM) .....	54
表 3-4	多角化動機の複製コスト .....	58
表 4-1	総合商社各社の自社事業の説明 .....	65
表 4-2	総合商社自らが定義する自社事業の説明 .....	66
表 4-3	研究系統ごとの件数（総合商社） .....	75
表 4-4	研究系統ごとの件数（Sogo Shosha） .....	77
表 5-1	総合商社の海外投資先形態 .....	100
表 5-2	仮説の設定 .....	101
表 5-3	TK データに格納されている各社の海外事業所（法人）数 ..	103
表 5-4	TK データと商社機能有無のマッピング .....	103
表 5-5	本社から海外投資先への出資条件と経営権有無の判定基準	104
表 5-6	各進出形態ごとの会社数および海外進出年 .....	105
表 5-7	年代ごとの「経営権あり」「経営権なし」投資先数推移....	107
表 5-8	Mann-Whitney の U 検定による推定結果 .....	108
表 5-9	各社における経営権ありの会社数上位 3 業種 .....	112
表 6-1	TK データに格納されている各社の海外事業所（法人）数 ..	133
表 6-2	TK データと商社機能有無のマッピング（表 5-4 再掲） ....	134
表 6-3	本社から海外投資先への出資条件と経営権有無の判定基準	134
表 6-4	記述統計 .....	135
表 6-5	パネルデータ推定（EVA） .....	140
表 6-6	パネルデータ推定（EVA 率） .....	140
表 6-7	モデル検定結果 .....	141
表 6-8	個別効果 .....	141
表 6-9	推定結果 .....	143

表 6-10	推定結果の解釈.....	146
表 6-11	企業価値創造と経営権の関係.....	147
表 7-1	代表的な英国多国籍商社.....	164
表 7-2	英国多国籍商社企業グループの類型.....	165
表 7-3	Casson による FSC の 4 類型.....	168
表 7-4	英国多国籍商社と総合商社の定性的比較.....	170
表 7-5	英国多国籍商社の業種別海外投資件数.....	173
表 7-6	総合商社と英国多国籍商社の進出業種の定量比較.....	174
表 7-7	就職先人気ランキングの推移（1986 年～2015 年）.....	178
表 7-8	就職先人気ランキング業界別集計（1986 年～2015 年）... ..	179
表 8-1	ポートフォリオ分析対象企業.....	186
表 8-2	ブラックロック概要.....	187
表 8-3	ブラックロック ETF のポートフォリオ.....	187
表 8-4	カーライル・グループ概要.....	188
表 8-5	カーライルのポートフォリオ.....	188
表 8-6	バークシャー・ハサウェイ概要.....	189
表 8-7	バークシャー・ハサウェイのポートフォリオ.....	189
表 8-8	三菱商事概要.....	190
表 8-9	三菱商事のポートフォリオ.....	190
表 8-10	三井物産概要.....	191
表 8-11	三井物産のポートフォリオ.....	191
表 8-12	伊藤忠商事概要.....	192
表 8-13	伊藤忠商事のポートフォリオ.....	192
表 8-14	各セグメントのマッピング.....	193
表 8-15	各社のポートフォリオ比較.....	194
表 8-16	パフォーマンス分析対象企業.....	196
表 8-17	KKR 事業概要.....	197
表 8-18	KKR のポートフォリオ.....	198
表 8-19	ブラックストーンの実業概要.....	198
表 8-20	ブラックストーンのポートフォリオ.....	198
表 8-21	ダナハー事業概要.....	199
表 8-22	ダナハーの実業ポートフォリオ.....	200

表 8-23	ソフトバンクグループ事業概要 .....	201
表 8-24	ソフトバンクグループのポートフォリオ .....	201
表 8-25	パフォーマンス比較対象企業.....	202
表 8-26	各群の ROE・PBR.....	203
表 9-1	重視国・軽視国・得意国の定義 .....	210
表 9-2	国別の順位及び重視国・軽視国・得意国の分類.....	212
表 9-3	国別分析結果（各社間で大きな差がない国） .....	213
表 9-4	各社間で差がある国 .....	213
表 9-5	重視国・軽視国・得意国の会社別比較結果 .....	214
表 9-6	三菱商事の重視国・得意国と進出業種 .....	215
表 9-7	三井物産の重視国・得意国と進出業種 .....	215
表 9-8	伊藤忠商事の重視国・得意国と進出業種 .....	216
表 9-9	住友商事の重視国・得意国と進出業種 .....	217
表 9-10	住友商事の地域別基礎収益動向（年度） .....	218
表 9-11	丸紅の重視国・得意国と進出業種 .....	218
表 9-12	各社の重視国・得意国での業種 .....	219
表 9-13	異なったりサーチ戦略の関連状況 .....	220
表 9-14	ブラジルの基礎データ .....	222
表 9-15	三井物産のブラジル投資先.....	225
表 9-16	投資・融資・保証残高 .....	226
表 9-17	2015 年以降のブラジル関連プレスリリース .....	228
表 9-18	三井物産企業広告にて取り上げられた国変遷 .....	228
表 9-19	歴代ブラジル三井物産社長の職位 .....	230
表 9-20	ベトナムの基礎データ .....	237
表 9-21	住友商事のベトナム事業 .....	241
表 9-22	住友商事のベトナム事業のプレスリリース .....	242
表 9-23	住友商事タロン工業団地 .....	244
表 9-24	ミャンマーの基礎データ .....	247
表 9-25	三菱商事のミャンマー投資 .....	249
表 9-26	株主通信に記載されている三菱商事のミャンマー事業 ...	252
表 9-27	三菱商事のミャンマー関連のプレスリリース .....	253
表 9-28	ハンガリーの基礎データ .....	259

表 9-29	伊藤忠商事のハンガリー事業.....	262
表 9-30	伊藤忠商事とスズキの合併事業 .....	268

## 図目次

図 1-1	各章の関係図.....	8
図 2-1	三菱商事再合同経緯.....	20
図 2-2	三井物産再合同経緯.....	22
図 2-3	バークシャー・ハサウェイ保有株のセクター別比率.....	30
図 3-1	アップサラ・モデルにおける相互影響構造.....	44
図 3-2	アップサラ・モデルによる段階的海外進出.....	46
図 3-3	アップサラ・モデル 2009年バージョン.....	47
図 3-4	アップサラ・モデル 2020年バージョン.....	48
図 3-5	バートレット・ゴシヤールの4類型.....	51
図 3-6	統治構造ごとの特異性とコストの関係.....	53
図 4-1	総合商社論文件数（キーワード「総合商社」）.....	76
図 4-2	総合商社論文件数（キーワード「Sogo Shosha」）.....	78
図 5-1	他章との関係.....	94
図 5-2	Goerzen and Makino の総合商社の海外進出モデル.....	97
図 5-3	総合商社の事業発展を考慮した海外進出モデル.....	101
図 5-4	経営権のある投資会社比率の推移.....	106
図 5-5	各社進出形態の時系列関係の推定結果.....	108
図 5-6	モデル適合度と総資産の関係.....	110
図 5-7	非商社機能・経営権あり比率と総資産の関係.....	111
図 5-8	SECI モデル.....	116
図 6-1	他章との関係.....	126
図 6-2	経営権のある投資会社比率の推移（図 5-2 再掲）.....	128
図 6-3	総合商社 5 社の税後利益推移（年度）.....	129
図 6-4	総合商社の海外進出モデル（図 5-3 再掲）.....	130
図 6-5	EVA 推移（年度）.....	136
図 6-6	EVA 率推移（年度）.....	136
図 6-7	Pooled OLS と個別効果モデル.....	138
図 6-8	総資産と個別効果係数の関係.....	142
図 6-9	受取配当金推移（年度）.....	149
図 6-10	株主資本推移（年度）.....	149
図 6-11	有利子負債推移（年度）.....	150

図 7-1	他章との関係.....	158
図 7-2	英国多国籍商社による管理諸機能の代理 .....	167
図 8-1	他章との関係.....	185
図 8-2	ROE/PBR 分布.....	203
図 9-1	他章との関係.....	209
図 9-2	進出社数と相対的順位よる分類 .....	211
図 9-3	進出国・進出業種・経営権の相互作用関係 .....	220
図 10-1	ビジネスモデルを支えるケイパビリティ構造 .....	278
図 10-2	アップサラ・モデル .....	280
図 10-3	拡張アップサラ・モデル（総合商社バージョン） .....	281
図 10-4	多角化とパフォーマンスの概念図 .....	285
図 10-5	総資産と個別効果係数の関係（図 6-8 再掲） .....	286
図 10-6	総合商社における多角化とパフォーマンスの概念図.....	286
図 10-7	両利き経営組織.....	298

## 序章 はじめに

### 第1節 研究の背景と問題意識

本研究は、日本固有の事業形態とされる「総合商社」の海外進出形態に着目してそのビジネスモデルについて探求、研究するものである。総合商社は「日本が作り上げた、ユニークな国際貿易組織」(Young 1979)と捉えられ、シュンペーターの定義に従って「新組織」ないし「新しい仕組み」としてのイノベーションとされる(土井 2006)。このようなユニークな商業資本である総合商社の本質に迫り、総合商社のビジネスモデルを構成する要素とそれを支えるケイパビリティを明らかにしたい。

その動機は、筆者自身が総合商社に長年勤務してきた中での経験を通じて感覚的に理解している事象を経営学、特に国際ビジネス研究というレンズを通して改めて整理、理解したいという素朴な欲求が起点となっている。

この試みが、総合商社のビジネスモデルは何か、そのビジネスモデルを支えるメカニズムとケイパビリティは何か、その課題はどういったものか、といった問いに対する答えを導き出せれば幸いと思うとともに、研究成果が実務家への示唆にもなるようなものになるように進めていきたい。

### 第2節 研究の目的

総合商社はそのビジネスモデルを時代やビジネス環境の変化に合わせて変化させてきた。総合商社は常に資産の入れ替えと収益源の変化を図っており、10年、20年前の総合商社のビジネスモデルや収益の源泉は今とは大きく異なる。総合商社がその能力・機能を最大限働かせて、日本のみならずグローバル経済における収益の源泉はどこかと常に探し続けてきた結果である。機能の外部化は日本企業に特徴的であるが、その外部化を担う

代表格である総合商社を見ることで日本経済や日本的経営を鏡のように映しとれる側面もあろう。

このようにビジネスモデルを変化させていく性質を持つ総合商社とは何か、そのビジネスモデルの本質を探究することにより、究極的には日本企業の特徴を捉えることにもつながることも期待している。日本経済は過去の栄光とは異なる長期の停滞を見せている。日本企業が再び輝くために、この研究から得られる示唆が生きるのではないかと考えている。

総合商社のビジネスモデルの解明に従来あまり適用されてこなかった国際ビジネス研究の諸理論やフレームワークを適用し、更に統計解析を使った実証的な分析を行う。

総合商社という業態は日本固有であり、サンプル数が少なく、従来統計を使って実証的にビジネスモデルを検証した研究例は皆無であった。本研究では統計解析を行うことで、実証的な検証をしたことに学術面の貢献につながると考えている。



## 第1章 本研究の目指す方向性・アプローチ・論文の構成

### 第1節 本章の概要

本章では本研究の目指す方向性、本研究のアプローチ、論文の構成について述べる。

### 第2節 本研究の目指す方向性

総合商社は日本独自の業態であり、日本的経営の独自性を探求するという動機から経営学（特に経営史の研究分野）において様々な研究がなされてきた（詳細は第4章 先行研究の検討で確認する）。

しかしながら、総合商社が、時代・事業環境の変化と共にそのビジネスモデルを変化させており、また、どのように変化しているかについては、総合商社内部の情報へのアクセスが限られることもあり、現代的な視点で経営学の観点から十分にモデル化、分析されているとは言えない状況である。

総合商社はビジネスモデルの本質はビジネス創造であると指摘されている（埜本 2015）。総合商社は自らを **Business Producer**（三菱商事 2015）とも自称しており、パートナーとの連携によりビジネスを創造する **Business Enabler** の機能を持っている。そのために必要となる機能を総合商社内のノウハウやケイパビリティとして内部化しており、それら機能をネットワークを通じて得たビジネス機会に投入してビジネスを創造している。

総合商社によって新しい事業が創造しようとしているという事例研究やメディア報道は多い。しかし、その新しい事業がどのように領域や地域で展開されたのか、企業価値創造がどのようにになっているか、について述べている研究はほぼ皆無である。総合商社のビジネスモデルが投資に軸足が

移っていることは指摘されているが（孟 2008）、事業創造の典型例である総合商社の海外進出形態が具体的にどのように変化してきているのか、進出する国や業種に違いはあるのかを網羅的に解明した研究は見当たらない。更に、その事業創造としての海外進出が資本コストを加味した上で真に企業価値を創造しているのかについても明らかにはされていない。これらは総合商社を経営学の視点で捉える際の大きな課題である。

総合商社が新しい事業を創造し続けていれば、総合商社の事業規模は右肩上がりに成長し続けているはずである。確かに総合商社は 1990 年代以降の経営危機から復活し最高益を更新して利益成長はしているものの、全ての事業において成功し続けている訳ではない。寧ろ失敗していると思われる事業も多く、そのビジネスモデルに限界があることも自明である。

従来、総合商社の近年の成功はトレーディングから事業投資への移行と説明されてきた。収益の絶対値は事業投資に移行していくことで増大している。しかし、資源投資から商社機能の分社まで、全ての投資が混然一体で事業投資と説明されてきた感は否めない。ある種の単純化によるレッテルで総合商社の説明を容易にさせ、株主も表面的な理解に留まっているのではないかと指摘したら、これを否定できるだろうか。現実には、事業投資への移行という一つの戦略や経営手法であらゆる産業で成功するとは考えにくく、限界はあって当然である。

企業とは、完全市場が存在しない現実世界において市場の失敗を取り込み、階層組織（ヒエラルキー）に取り込むことで経済合理性を実現する装置であると考えれば、総合商社が万能で全ての業種で市場の効率性を上回って経済性を保つことはできるはずはないのである。

本研究では、これら課題認識の下、国際ビジネス研究の諸理論やフレームワークと統計解析を用いた実証分析で総合商社のビジネスモデルを明らかにしていく。その過程で総合商社ビジネスモデルを実証的に捉えると同時に、それでもなお、日本経済固有のビジネスモデルとして存在する総合商社の価値とその変化を新たな視点でとらえ直し再評価したいと考えてい

る。

加えて、本研究は理論的な分析・考察に留まらず、実務上の示唆を与えることも目指したい。

### 第3節 本研究のアプローチ

総合商社に関する先行研究においては財務データの比較検討はあるものの、統計解析をつかったアプローチは見当たらないことから、研究のアプローチとしてモデルの提示とその実証を重視して進める。

また、多国籍企業の活動を扱う国際ビジネス研究の諸理論を総合商社に適用した研究も多くはない（詳しくは先行研究の検討で述べる）ことから、国際ビジネス研究における重要な諸理論・フレームワークを適用することを重視する。具体的には、ウプサラ・モデル（Uppsala model）が総合商社の海外進出の実態に適合しうるのかについて、ウプサラ・モデルのコアとなる概念である組織学習、サーチが総合商社という業態においてどのように機能し、あるいは機能していないのかについて考察を行い、モデルの修正を行った上で適用可能性と限界について考察する。

実証分析、事例分析の底流に流れる根源的なテーマ（Research Question）は、総合商社における組織学習とイノベーションである。総合商社における組織学習のメカニズムはどのように機能し、組織学習によって得られて知がそのビジネスモデルの変化であるイノベーションにどのように影響を与えてきたのかを実証分析、事例分析を通じて明らかにしていく。

第4章以降は各章ごとの Sub RQ を設定し、それら Sub RQ への答えを積み重ねていくことで論を進めていく。

これらの分析を踏まえて、総合商社のビジネスモデルの本質について考察を行う。

## 第4節 本研究の構成

本研究の構成としては、第2章で総合商社の歴史と発展の経緯を整理する。総合商社の歴史を辿り、総合商社誕生から発展を経て現在に至るまでに、総合商社が日本経済の成長および変化にどう対応してきたのかを概観する。時代としては、日本および日本経済の発展の歴史に合わせ、①誕生した明治期、②総合商社が発展した第一次世界大戦から第二次世界大戦期、③第二次世界大戦後の成長、④高度経済成長からバブル経済、⑤バブル経済崩壊後、⑥中国の爆食と資源ブーム、⑦2010年代、と7つの時代に分けて見ていく。

第3章では本研究で参照する国際ビジネス研究の諸理論を整理して国際ビジネス研究の軌跡をたどりつつ、国際ビジネス研究における総合商社研究の意義を明示する。その上で、総合商社研究に既存の諸理論を当てはめる上での限界を指摘する。

第4章では、1960年代に始まったとされる総合商社に関する先行研究について、定量的、定性的に検討をする。総合商社研究は日本に独特であるという視点に立ち、その研究自体が独自に発展してきた傾向が強く認められる。他方で、総合商社は日本を代表する多国籍企業であるという主張もありながら、必ずしもそれら研究が十分になされてきたとは言い難い。総合商社に関する先行研究を定量的、系統的に検討することで、現時点において残されている総合商社研究の課題について確認する。

第5章では、総合商社が自らを「総合事業運営・事業投資会社」に変化させてきたとの先行研究を踏まえ、事業発展プロセスを考慮した総合商社の新たな海外進出モデルを提示する。そのモデルの有効性を確認するとともに、総合商社の海外進出形態が、時間経過に伴って「現地法人」から「経営権のない海外投資」へ、更には「経営権のある海外投資」に変化してきていること、それら変化はトレーディング業務を中心とする伝統的な商社機能を有する投資先のみならず、製造業・サービス業など非トレーデ

イング業務の投資先でも同様に見られるかを総合商社5社を対象に実証的に分析する。加えて、それら結果をもとに、総合商社の海外進出形態の変化をもたらした外部要因、組織学習のメカニズム及び海外進出形態の段階的变化、組織学習と企業規模、総合商社が経営権を志向する業種について考察する。

第6章では、総合商社のビジネスモデルの変革が資本コストを考慮した企業価値創造にどのような影響を与えたのかについて研究が見当たらないことから、総合商社5社の企業価値創造について16年間の財務データと963社の投資先データを用いたパネルデータによる実証分析を行う。総合商社はトレーディングから事業投資に軸足を移すことでビジネスモデルの変革を行ってきたが、ビジネスモデル変革が資本コストを考慮した企業価値創造にどのような影響を与えたのかについての研究は見当たらない。実証分析により、投資先全体、更には商社型・非商社型それぞれの経営権有比率の上昇は企業価値創造にどのような効果をもたらしているのかを定量的に明らかにする。

第7章、第8章、第9章は事例研究である。本研究における事例研究の目的は、第5章、第6章の実証研究でのモデルの構築と全体の考察にあたって事例からの演繹により示唆を得るアプローチを採る。

第7章では先行研究において総合商社と比較される、英国多国籍商社とその実施主体であるフリースタンディングカンパニーに関する研究をレビューし、総合商社と定量的、定性的な類似性、非類似性を確認する。これにより、栄華を極めた英国多国籍商社がなぜ衰退し、総合商社はなぜ存続しているのかの示唆を得る。

第8章では、投資という観点から現代の投資会社・ファンド、産業コンゴロマリットが保有するポートフォリオとの類似性・非類似性、パフォーマンスの違いを明らかにする。

第9章では、各社の地域戦略と進出業種の関係を確認し、総合商社間の国別の進出戦略の違いを事例分析から比較する。これにより、類似性が強

いと言われる総合商社であっても、進出国の戦略に違いがあることが確認される。各社の国別の進出戦略の違いを確認するために、定量的に重視国、軽視国、得意国を決定した上で、特徴的な重視国、得意国をピックアップして、進出経緯や業種などの事例分析を行う。競合他社とは違う優先順位や進出戦略の違いを分析することにより、各社の戦略や強みを読み取れるだけでなく、総合商社間の国別の進出戦略の違いを定性・定量両面から見ていくことで、総合商社の事業発展形態の変化や総合商社の志向が読み取れると考えられ、総合商社の海外進出モデルやその変化への示唆を得る。

以上の検討を踏まえて、第10章では総合商社のビジネスモデルについて考察を深める。

最後に終章として、本研究を概観し、あらためて本研究の学術的および実務的なインプリケーションを確認する。さらに本研究の限界を明らかにすることによって、今後の研究課題を明確にして締めくくることがとする。

以上の本研究における各章の関係を図1-1に示す。

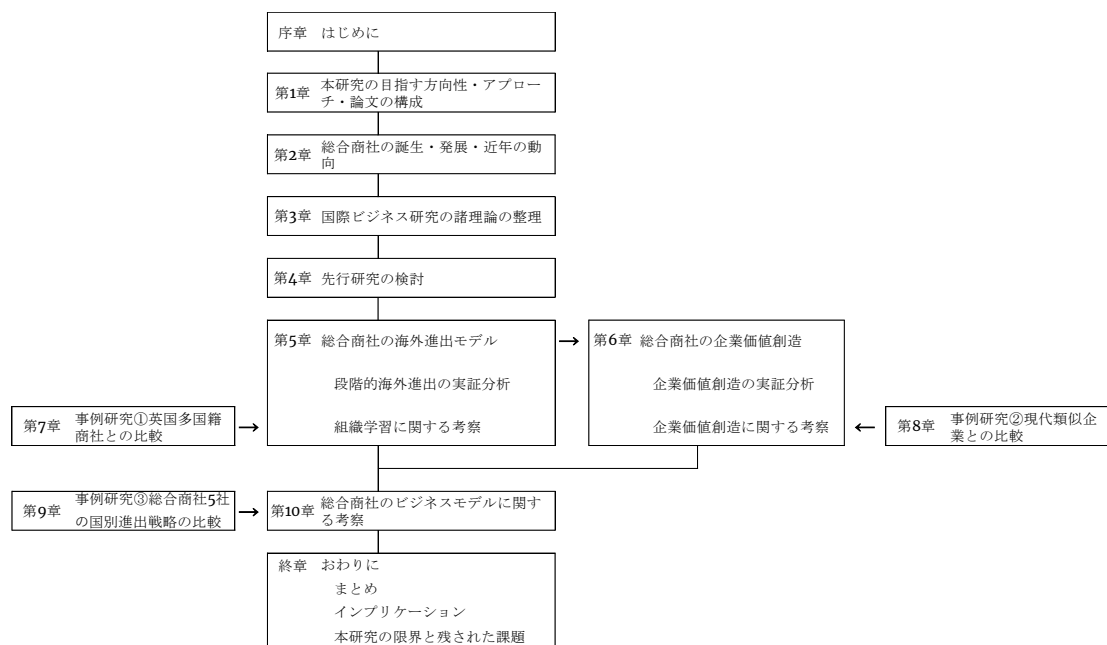


図 1-1 各章の関係図

## 第5節 本章のまとめ

本章では本研究の目指す方向性、アプローチ、論文の構成について述べた。

本研究の目指す方向性として、ビジネス創造がビジネスモデルの本質とされる総合商社が、時代・環境の変化と共にそのビジネスモデルを変化させているものの、現代的な視点で経営学の観点から十分にモデル化、分析されているとは言えない状況であるとの視点に立ち、事業創造の典型例である総合商社の海外進出形態が具体的にどのように変化してきているのか、進出する国や業種に違いはあるのか、更に、その事業創造としての海外進出が資本コストを加味した上で真に企業価値を創造しているのかについて、国際ビジネス研究の諸理論やフレームワークと統計解析を用いた実証分析で総合商社のビジネスモデルを明らかにしていくことを示し、総合商社の価値とその変化を新たな視点でとらえ直し再評価する方向性を提示した。

研究のアプローチとしては、過去の総合商社の分析は、財務データの比較はあっても、統計解析をつかったアプローチは見当たらないことから、モデルの提示とその実証を重視して進める。また、多国籍企業の活動を扱う国際ビジネス研究の諸理論を総合商社に適用した研究も多くはないことから、国際ビジネス研究における重要な諸理論・フレームワークを適用することを重視する方針を示した。実証分析、事例分析の底流に流れるテーマ（Research Question）は、総合商社における組織学習とイノベーションであると述べ、総合商社における組織学習のメカニズムはどのように機能し、組織学習によって得られて知がそのビジネスモデルの変化にどのように影響を与えてきたのか、を実証分析、事例分析を通じて明らかにしていくことを表明した。

本研究の構成としては目次、図 1-1 を参照願ひ、本節では説明を割愛する。

This page is intentionally void.



## 第2章 総合商社の誕生・発展・近年の動向

### 第1節 本章の概要

本章では、総合商社の歴史を辿り、総合商社誕生から発展を経て現在に至るまでに、総合商社が日本経済の成長および事業環境の変化にどう対応してきたのかを明らかにする。

時代としては、近代日本および日本経済の発展の歴史に合わせ、①誕生した明治期、②総合商社が発展した第一次世界大戦から第二次世界大戦期、③第二次世界大戦後の成長、④高度経済成長からバブル経済、⑤バブル経済崩壊後、⑥中国の爆食と資源ブーム、⑦2010年代、と7つの時代に分けて見ていく。

### 第2節 総合商社の誕生（明治期）

サービス業である貿易業の発展は、その国の産業構造と無関係ではなく、明治初期の貿易商社の動向を論じるのに、明治初期の産業と関連付けて論じなければならない（藤田 2011）と指摘される。総合商社を取り巻く、政治経済状況に留意しながら見ていく。

近代明治の急激な産業化の過程において、「直（じき）輸出」、すなわちそれまで貿易の窓口を居留地に位置する外国商館に牛耳られていたことへの対抗策として、時の明治政府は殖産興業政策の一環として日系商社による貿易を推奨した。その中で誕生した最初の商社は、1873（明治6）年<sup>1</sup>に設立された大倉組商会とされる。

大倉組商会は、幕末期に江戸で鉄砲店を経営し、横浜の外国商館から買い付けた鉄砲を販売していた大倉喜八郎が設立した商社である。1874

（明治7）年にはロンドン支店を開設したが、その一方で、喜八郎は岩倉

---

<sup>1</sup> 本研究では、年の表記は原則として西暦に統一するが、日本国内の事象を説明する場合には和暦も併記する場合がある。

具視、大久保利通といった政府高官と面識があり、収益源はヨーロッパ貿易というよりも、政府から請け負った兵站輸送、政府勧誘に基づく朝鮮貿易、鉄道・建物の土木工事であったとされる（藤田 2011）。

総合商社の直接的な始祖とされる三井物産は 1876（明治 9）年に設立された。三井物産のはじまりは、明治政府内の意見対立で大蔵大輔を辞任して下野した井上馨が設立した先収会社とされるが、先収会社自体は未だ商館貿易の担い手であった。井上馨の政界復帰に伴い、その事業と人材を三井が引き取り、三井の国内向け流通事業を担う三井組国産方の業務を合併させる形で三井物産が設立されている（藤田 2011）。設立にあたっては、明治政府から貿易事業に取り組んでほしいとの要請を受け、先収会社東京頭取として実績を挙げた益田孝を招聘して直貿易の拡大を目指した（田中(隆) 2012）。

当初三井物産はコミッションビジネスを目的としたが故に無資本で、三井大元方からの借入金と三井銀行からの当座貸越を元手に事業を始めたが、これは三井物産の経営が破綻しても、三井家に罣が及ばないように配慮されてのことだと言われる（藤田 2011）。

創業直後の三井物産の業務は、政府御用商売の比重が極めて大きく、大蔵省へ納める米が重要な収入源であり、陸軍の制服向けの絨も重要商品であった。

海外支店網は、ロンドン支店、パリ支店、上海支店、ニューヨーク支店、香港支店などを開設しているが、こうした支店はいずれも明治政府との関係で開設されており、三井物産は、政府御用商売に支えられながら総合商社化への基礎を形成した点は注目に値する（藤田 2011）。産業殖産の国策の一翼を担ったとも言えよう。

この時代、主な貿易品は、日本からは生糸・米・石炭の輸出であり、日本へはそのための紡績機械や綿花の輸入であった。

その後、日清・日露戦争を経て、取扱品目、支店網を国内外に広げて一層業容を拡大し、1893（明治 26）年に合名会社に改組した頃をもって、

三井物産は総合商社としての体制を揃えたとされる（藤田 2011）。同社は 1908（明治 41 年）の段階で 110 品目を主要品目として取引していたとされる（長廣 2011）。三井物産の国内外の支店網の展開を表 1-1 に示す。日本国内の支店の開設と海外支店の開設が同時並行的に行われていることがよく分かる。総合商社は創業期から海外進出が積極的に行われており、本国事業から海外事業に移行する通常の海外進出モデルのパターンとは大きく異っている点に留意を要する。

表 2-1 三井物産の内外支店開設状況

西暦	和暦	国内	アジア	欧米その他
1893	明治 26	札幌、越前堀、深川	ボンベイ	
1896	明治 29	名古屋	営口（牛莊）、台北	ニューヨーク（再開）
1897	明治 30	唐津		
1898	明治 31	呉、佐世保、杵島		サンフランシスコ
1899	明治 32	門司、横須賀	仁川、厦門、芝罘	ハンブルク
1900	明治 33		漢口、京城、「関東州」	マニラ
1901	明治 34	舞鶴	ジャワ	シドニー

出所：田中(隆)（2012）の記載を元に表形式に改編

### 第 3 節 総合商社の発展（第一次世界大戦～第二次世界大戦期）

第一次大戦期は商社の新設が相次いだ。第一次世界大戦期の軍需と欧州からの輸入途絶により日本・アジア市場の拡大による好景気、明治期には大きな勢力だった外国商社の後退により、商社設立が大きな潮流となっていた。この時期、古河商事、浅野物産、久原商事、三菱商事など、それまで主として財閥内の工業生産物販売のための付帯事業として展開されてきた販売機能を分社化し、総合商社化させる事例が多くなる。

1893（明治 26）年に設立された三菱合資会社の営業活動は、所有鉱山から産出される石炭・銅に限定されており、三井物産と比較すれば、取扱商品の種類・支店数は少なかった（三菱商事 1986）。これは三菱合資が社

内品の販売業務に特化する方針であったためとされ、1904（明治37）年～1905（明治38）年の日露戦争直後の取扱商品は、石炭・銅・銅板・コークス・タール製品・洋紙・ビールと限られていた。

三菱合資（三菱商事）の国内外の支店網の展開を表1-2に示す。三菱合資の支店網展開は三井物産との比較において10年～20年遅れており、総合商社草創期において三井物産が大きく先行していた事実が見て取れる。

表 2-2 三菱合資（三菱商事）の内外支店開設状況

西暦	和暦	国内	アジア	欧米その他
1890-1910	明治 23-44	新潟・大阪・神戸・門司・若松・長崎		
1892	明治 25		漢口	
1906	明治 39		上海・香港	
1909	明治 43		北京	
1912-1915	大正 1-4	小樽・函館・青森・横浜・名古屋・呉		
1915-1917	大正 4-6		台北・大連・天津・シンガポール	ロンドン・ニューヨーク
1920	大正 9		シドニー	

出所：長廣（2011）、天野（2006）の記載を元に表形式に改編

1896（明治29）年に三菱合資の組織機構改変により、鉱山部などとともに営業部が設置され、これが三菱商事の直接の起源となる。石炭の取り扱いには、産炭地に近い長崎・下関支店が担ってきたが、東京本店で一括して石炭販売するために売炭部が設置された。これが営業部となり、営業部が各支店・代理店、社船を統括し、石炭・銅の販売、鉱山・造船所の資材購買に担う形となる。1906（明治39）年には鉱山部と営業部が統合されて鉱業部となり、採掘から輸送、販売が一体化された。平行して漢口支店が独自に1909（明治42）年から綿花取引を開始した（長廣2011）。

1911年（明治44）年に鉱業部から営業部門が再び分離され、次第に社外品も扱うようになったことから、営業部門を独立させる形で1918（大

正 7) 年に資本金 1500 万円で三菱商事が設立された (大島 2011)。

第一次世界大戦期に三井物産を凌ぐ最大の総合商社に急成長したのが鈴木商店である。鈴木商店は、鈴木岩次郎が創業した神戸の佐藤取引商を起源に持ち、岩次郎の死後、大番頭であった金子直吉の強力なリーダーシップのもと、台湾の樟脳販売権の獲得や大里製糖所の設立・売却、製鉄業への進出など多角化戦略を進めた。1917 (大正 6) 年の段階で、取扱高は 15 億円に達し、三井物産の 10 億円を抜いて最大商社になった (橋本 1998)。1920 (大正 9 年) 年には投資先が神戸製鋼所、帝国麦酒 (現在のサッポロビール)、播磨造船所 (現在の IHI)、帝国人造絹糸 (現在の帝人) など 60 社にも達していたとされる。総合商社初期の段階から、貿易業・流通業である総合商社が傘下に製造業を保有する形態が採られていることに総合商社のビジネスモデルの原型が見て取れる。

伊藤忠商事・丸紅の起源も整理しておく。両社の起源は、滋賀県出身の兄弟関係にある伊藤長兵衛・忠兵衛が 1872 (明治 5) 年に博多・大阪で開設した店舗である。伊藤忠商事の名称は創業者伊藤忠兵衛の名前に由来し、丸紅の名称は忠兵衛の商号である「○に紅」に由来する。伊藤忠兵衛は、呉服・近江麻布・羅紗・ビロードを扱い、1896 (明治 29) 年に伊藤染工場を設立した。その後、伊藤糸店が開業して国産綿糸、輸入綿糸の扱いをはじめ、1908 (明治 41) 年に東京支店を開設した。これら事業は、伊藤本店・京店・染工場・西店は伊藤忠兵衛家が経営し、伊藤糸店は分家の伊藤孝太郎家が経営する形態となっていた。更に、忠兵衛の子息が糸店、京店、西店が継ぐ形となっていたが、三井物産の近代的な経営体制を模倣して、1908 (明治 41) 年に伊藤忠兵衛本部が管理する形に機構改変が行われた。

伊藤家の海外貿易は 1893 (明治 26) 年に始まったとされるが、何度かの失敗や継続的な赤字に悩まされながらも、1914 年 (大正 4) 年に持株会社の伊藤合名会社呉服店の伊藤忠商店と貿易会社の伊藤忠商事が設立され、商社としての形態を整えた。1921 (大正 10) 年に伊藤忠商店が丸紅

商店に改称、独自に商社として成長していく。丸紅商店が業容を拡大する中で伊藤忠との競合が顕在化し、1941（昭和16）年に伊藤忠商事を存続会社とする三興株式会社が設立され両社が合併した。従業員総数3900名となり、戦争による特需を足場に総合商社としての地位を確立した。

時代を第一次世界大戦後に戻すと、戦後の経済恐慌により高田商会をはじめ数々の商社が破綻、伊藤忠商事や岩井商店はかろうじて生き残ったものの、経営危機に陥り、長期間無配を続けることになった。

そのような中でも鈴木商店は、貿易会社ながら持株会社化して新事業を次々と立ち上げ積極的に多角化を進めた。第一次世界大戦の戦後不況は乗り切ったものの、鈴木商店も業績が次第に悪化、鈴木商店のメインバンクであった台湾銀行が金融不安の中で債権回収を進めたため、多額の融資を受けていた鈴木商店は1927年（昭和2）に事業停止・清算に追い込まれた。尚、鈴木商店の商社部門の一部は1928年（昭和3）年に鈴木商店の子会社だった日本商業会社を日商と名を改め、存続を図った。

このような生存競争の結果、第二次世界大戦前の戦前期に「総合商社」と呼びうる形態を整えていた企業としては、三井物産、三菱商事、大倉商事、岩井商店が挙げられる（山崎1987）<sup>2</sup>。これらはいずれも財閥に所属しており、財閥系商社は戦前期に出揃ったと言える。

田中(隆)（2012）は、第二次世界大戦前の日本産業界において「総合商社」を必要とされ、その成立を可能にした条件として以下の4つを挙げている。

- 条件1 戦前の通商が、開国・不平等条約下で始まったこと
- 条件2 後発国・極東国であったこと
- 条件3 経済が急成長したこと
- 条件4 財閥が存在したこと

---

<sup>2</sup> 山崎は鈴木商店も含めているが鈴木商店は上記の通り1927年に事業停止しており、時系列が合わないため、ここでは引用から外している。

そして、戦前期の総合商社の定義として、以下4つの要件を挙げている。

- ① 多様な商品を扱う
- ② 多様な地域を相手にする
- ③ 仕切り取引や支店の営業展開に関するリスク管理に関し、それなりに制度化された近代的な経営システムを築いている（その背景として学卒者を多く採用し、人材の育成に重点を置いていたと指摘している）
- ④ 産業とのつながりが強く、（主に商権の確保を目的に）事業投資を相当な規模で行っている

日本が日中戦争、第二次世界大戦・太平洋戦争へと進んでいく中で戦時経済統制が敷かれ、欧米との貿易が途絶し、国策への協力体制として満州・中国圏との貿易が多くなっていった。この時期、総合商社は貿易の低迷を補うべく、重工業への投資活動を活発化させた。従来の製造業への投資に加え、その後商社が重工業にも投資する事業投資の素地や経験はこの頃に涵養されたと言えよう。

戦時中は欧米との貿易が遮断され、いわゆる大東亜共栄圏内貿易に限定されたことから、総合商社各社は軍政が敷かれた地域（オランダ領インドシナ、英領マレーシア、フィリピン、ビルマなど）や非占領地域で現地政府を通じた間接統治が敷かれた地域（フランス領インドシナ、タイ）において多種多様な政府からの受命事業に従事させられた（田中(隆) 2012）。

これら国策とも相まって、1937（昭和12）年から1943（昭和18）年における日本の輸出入総額に占める三井物産の比率は18.3%、三菱商事のそれは10.3%と日本の貿易において圧倒的な地位を占めるに至った（内田 1975）。

#### 第4節 戦後の総合商社

戦前に活動していた商社は、戦後海外支店をすべて相手国に接收され、活動を再開するには海外支店を新たに開設しなければならなかったが、当初はそれが認められず、戦後直後の貿易は、占領軍の方針に基づき政府の管理貿易によって担われた（田中(隆) 2012）。

輸出において全面的に民間貿易が始まったのは1949（昭和24）年12月、輸入においては1950（昭和25）年1月、商社による海外支店の設置が原則的に許可されるようになったのは同年8月である。こうした占領軍の制限の急速な緩和の背景には、対日占領政策の転換がある。1947（昭和22）年3月のトルーマン大統領による反共演説、いわゆるトルーマン・ドクトリンの発表、同年6月のマーシャルプランの発表に対応して、アメリカは対日占領政策の基本目的を「非軍事化」から「経済復興」に転換させたためである。

この貿易再開に先立つ1947（昭和22）年、戦前に「総合商社」の地位を確立し、他の商社を圧倒する規模を持っていた三井物産と三菱商事に対して解散命令が出された。戦争遂行にあたって両社が戦争に協力したことを問題視した、また日本の占領地で日本軍へ協力した点で、戦争経済の担い手として大企業の中でも突出した位置にあったとみなされた可能性がある、と田中(隆)（2012）は指摘するが、「この解体計画そのものについては、いつ、誰が、どこで計画したのか—その真相は、今日においても謎にまつまられたままである。結果的にGHQが、ついに2大商社解散へと傾斜していったという事実のみが残っているだけである」との指摘もある（内田1975）。また、イギリスの多国籍商社が、戦前の世界市場での競争に際して、総合商社の貿易活動に圧倒された苦い経験があり、日本商社の力を恐れたという見方もあるとしている。いずれにせよ、この解散命令により部長以上だった者が2名以上いてはならない、100名を超えてはならないなど、他の企業では見られない厳しい規制が敷かれ、突如して三井物産は



223社、三菱商事は139社に分散させられた。この模様を、当時三菱銀行の営業部長だった宇佐美洵は、「豪華なガラス器を床にたたきつけて、こっぴみじんにくたくようなものであった」と形容したという。人員整理は、解散時の三井物産7,058名、三菱商事4,086名のほとんどが設立された新会社あるいは既設会社へ転出する形になった。規制に対応して各社あたりの人員は10名から90名で、戦後の厳しい経済環境下、資本力がなく倒産や吸収合併された会社も少なくないとされる。

三井物産と三菱商事の再合同は、1949（昭和24）年3月の「制限会社の記載に関する覚書」、1950（昭和25）年10月の「貿易会社の解体に関する覚書」がGHQによって交付されたことをもって規制が大幅に緩和されたことで実現に至る。

1950年に、旧三菱商事の商権などを継承する第二会社として光和実業が設立され、GHQが旧三菱商事役職員に対する雇用制限緩和を発表したことで再合同が具体化する。この時点ですでに12社にまで集約されていたが、さらにそれらが合同し、1952（昭和27）年に不二商事、東西交易、東京貿易の3社が発足した。1951（昭和26）年のサンフランシスコ講和条約の発効に伴い、財閥商号使用禁止などの政令が廃止され、光和実業から改称した三菱商事を加えた4社の間で合併協議が行われた。三菱商事以外の3社は、取扱商品が多角化し、相互に競争関係にあったことで協議は難航し、一時は段階的合意論が台頭したが、最終的には三菱銀行をはじめとする三菱グループ首脳が一括合意を要請し、1954（昭和29）年7月に新生三菱商事が成立した。

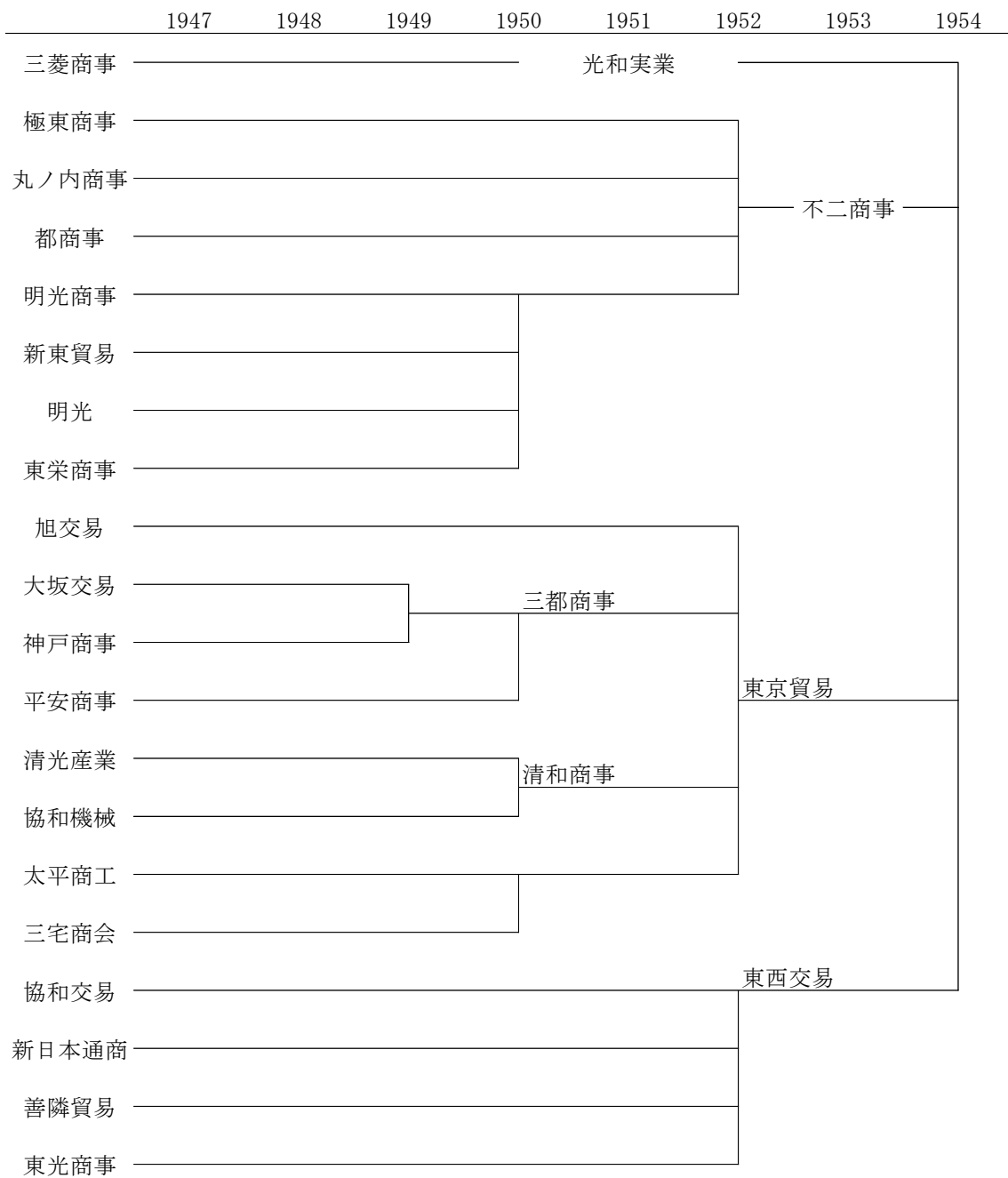


図 2-1 三菱商事再合同経緯

出所：ダイヤモンド社（1965）

三菱商事の再合同が比較的迅速に実現したのに対して、三井物産の再合同は時間を要した。旧三井物産系企業は、三菱商事よりも多くの企業に分割されており集約が遅れていた。そのような中でも、1950（昭和25）年に旧三井物産の第二会社として日東倉庫建物が設立され、1951（昭和26）年の段階では、第一物産、第一通商、日東倉庫建物、室町物産を集約された。1952（昭和27）年に日東倉庫建物が三井物産に改称され、1953（昭和28）年に室町物産と合併した。三井物産の商号は大合同の暁まで日東倉庫建物に一時的に預けることが申し合わされていたが、日東倉庫建物が突如商号を三井物産に変更して室町物産と合併したことで、約束を反故にされた関係者が激怒したという（三井広報委員会）。1954（昭和29）年には、三菱商事の再合同に危機感が広がったが、第一通商の負債処理問題に対してメインバンクの三井銀行が資金供給できず、他銀行に支援を仰がざるを得なかったこと、日東倉庫建物が三井物産の商号を使用したことで、後継商社間で紛争が起こったこと、三菱グループで起こったような財閥内からの要望が無かったことなどから協議は難航した。1955（昭和30）年になり第一物産が第一通商などと合併し、同社が事実上の旧三井物産の継承会社となり、その後三井グループ首脳（三井系会社社長有志会）のあっせんにより、三菱商事に遅れること5年、1959（昭和34）年に三井物産と第一物産が合併し、新生三井物産が誕生した。しかしながら、旧三井物産の商権を引き継いだゼネラル物産（後のゼネラル石油、東燃ゼネラル石油）、東京食品（後の東食、現カーギル・ジャパン）は再合同には参加しておらず、完全な形での再合同には至ることはなかった。

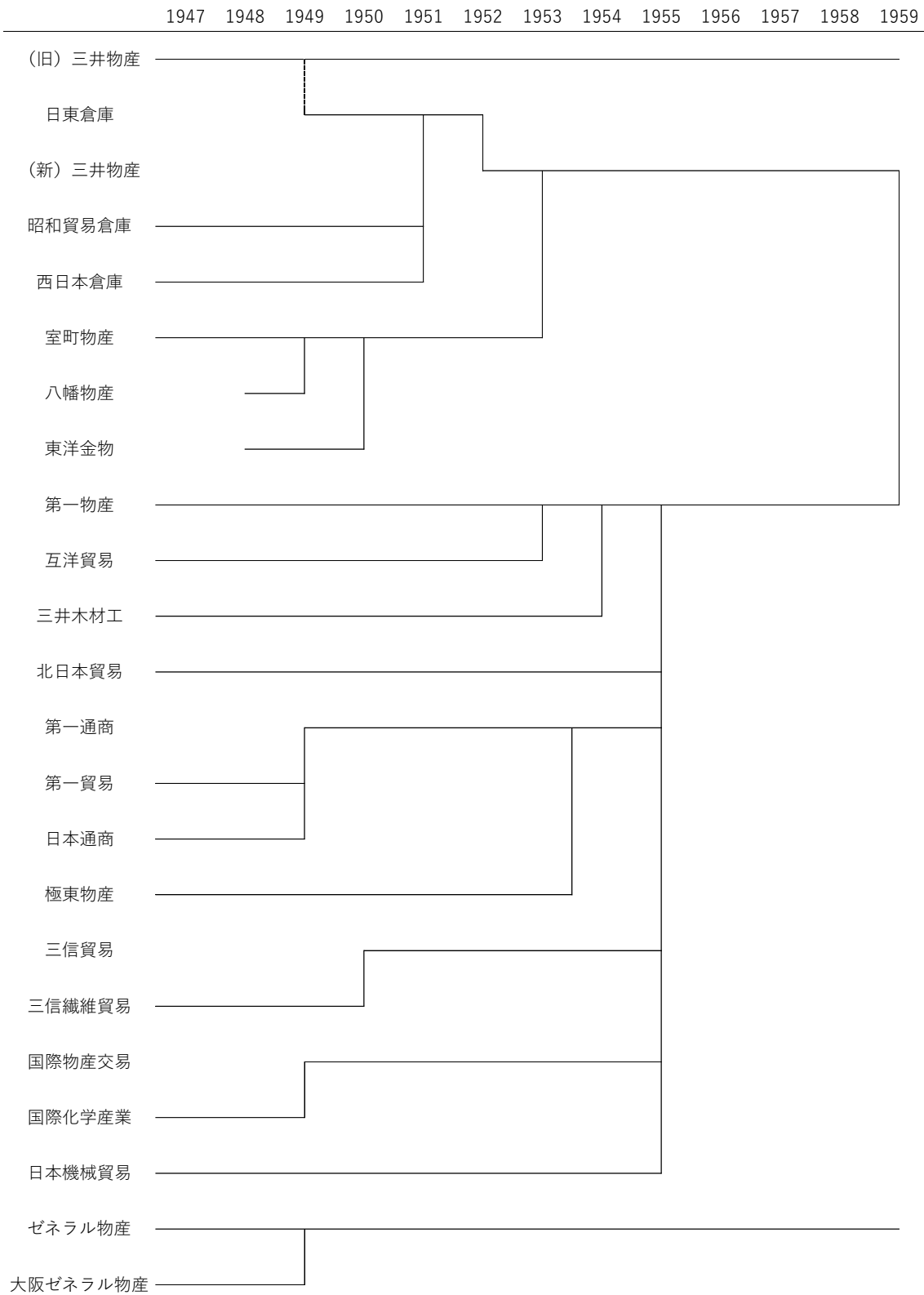


図 2-2 三井物産再合同経緯

出所：現代企業研究会（1962）

これら再合同の結果、1955（昭和30）年度の貿易額の取扱高の順位において三菱商事は9.2%を占めて1位とほぼ戦前の占有度を回復、一方三井物産は5.9%の比率にとどまった。

伊藤忠商事と丸紅に関しては、戦時体制下で岸本商店、呉羽紡績、大同貿易と合併したものの、戦後に独占を指摘されたことから再度分割を行い、伊藤忠商事と丸紅は別会社（大島 2011）として歩いていくことになった。

その後、日本経済の復興に伴い、原料の海外調達や製品の海外販売から総合商社の必要性が叫ばれる。第一次世界大戦時にはグループ内の総合商社設立を断念していた住友グループも住友商事を設立して業界に参入、また繊維系、鉄鋼系の専門商社が、商品の多角化により総合商社となっていた。政府も輸出振興およびそれを支える商社強化策を打ち出し、1951（昭和26）年には日本輸出銀行（現在の国際協力銀行）が設立され、1953（昭和28）年には貿易商社の資本増強と海外活動の活性化を図る目的で租税特別措置法の改正なども行い、総合商社が活動しやすくなるような環境整備を図った。その後、日本経済は約15年間、年平均9%強の成長を遂げ高度経済成長期を迎える。財閥・企業集団、産業界、政府からの要請に基づいて、総合商社が成長してきたと言えるであろう。

住友商事の設立経緯をまとめておく。前述の通り、戦前において住友グループの中でも商事部門を設立しようとする動きはあったが、住友のトップマネジメントであった鈴木馬左也の反対に合い、商社設立は実現しなかった。戦争が終結した1945（昭和20）年に、住友本社で住友商事設立方針が固まり、母体として日本建設産業が設立され、住友グループ各社の原料調達と製品販売を担った。1952（昭和27）年に財閥商号の使用が許可されると社名を住友商事と改称した。1951（昭和26）年下期には、住友金属工業、住友化学、住友金属鉱山の総仕入れの6割、販売面でも住友金属工業、住友電工、東洋アルミの4割を住友商事が担い、重工業化による日本経済発展の成長を取り込むことに成功する（大島 2011）。

## 第 5 節 経済成長期～バブル経済

戦後の高度経済成長期において、日本経済は重化学工業を中心とする設備投資の急増と輸出の増加を要因として高い経済成長が持続した。

総合商社は、三井、三菱、住友、芙蓉、一勸、三和の 6 大企業グループの中にあって株式の相互持合いの機能を銀行と共に担い、更には売買に伴う信用供与による商社金融機能を提供して企業グループ内の事業成長を支え、また総合商社自身も規模を拡大していった。

この時期、総合商社は、エネルギーや原材料となる天然資源を日本に安定供給するために開発輸入機能を提供し、需要家からの長期的な購入契約を背景に、プロジェクトでの資源開発のみならず、船舶の建造や港湾インフラなどの全体開発コーディネーションを行い、オルガナイザー機能を提供し、資源調達システム（田中(彰) 2012）を確立する。この過程を経験することにより、総合商社は情報や金融、コーディネーションにおける自らの能力・機能を高度化させていった。

また、それら原料により製造された工業製品やプラント、インフラを輸出し、海外の拠点ネットワークを使って全世界を相手に販売を行った。こうして、総合商社は「日本経済の先兵（The Vanguard of the Japanese Economy）」（Yoshihara 1983）とまで称されるようになったのである。

1971（昭和 46）年にアメリカ大統領ニクソン政権の新経済政策により、1 ドル=360 円の固定為替レートが崩壊して変動相場制に移行、その結果急激な円高が進んだ。いわゆるニクソンショックである。円高不況を恐れた日本政府は景気刺激策を採用し、資金供給が増加した結果、株価や地価が高騰、インフレが進行した。この物価の高騰に対して、総合商社が買い占めや売り惜しみをしているとの社会的批判が巻き起こった。1973（昭和 48）年に通産省が行き過ぎた活動の自粛を要請、三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、丸紅、住友商事、日商岩井の 6 社に対して調査を実施し、「大手商社の営業活動の実態調査について」とするレポートを公表した。

更に、衆議院物価問題特別委員会が設置され、これら 6 大商社の経営陣が参考人招致され、土地や商品に対する買い占めや売り惜しみの問題について質疑が行われた。これらの批判に対応して、総合商社で構成する日本貿易会<sup>3</sup>は「総合商社行動基準」を発表し、「土地・株式・生活関連物資などの取り扱いに当たっては、経営の理念と機能に照らしてとくに慎重に配慮する」と自主規制を敷いた。

しかし、1973 年（昭和 48）年に第四次中東戦争に端を発した石油危機の結果、「狂乱物価」と言われる激しいインフレに陥ると総合商社に対する社会的批判は一層強くなり、公正取引委員会が独占禁止法の改正を視野に調査を実施し、最終的には独占禁止法が改正され、事業会社の株式保有総額制限が制度化されることになった。

石油ショック後、総合商社各社の業績は低迷し「商社・冬の時代」という書籍（日経ビジネス 1983）の出版を機に、この言葉で商社低迷が語られるようになった。

この間、総合商社は重工業を主な商品とする旧来の事業形態から、新たな輸出品目になった自動車の海外販売や国内のリテールへの参入など新たな機能や商圏の獲得を進めてビジネスモデルを変化させていった。

1985 年（昭和 60）年のプラザ合意以降急速に円高が進んだ日本では、1980 年代後半に株や不動産への投機が横行し、バブル経済期に入った。世界唯一の品質とコスト競争力を誇る高度組み立て産業を武器に、欧米への製品輸出を行い、ジャパン・アズ・ナンバーワンといわれるまでの経済大国にのし上がった（平野 2017）。

株価と地価が高騰し、企業も個人も「財テク」が流行した。この時期総合商社は、特定金銭信託やファンドトラスト（特金ファントラ）を利用した財テクに走り利益を上げていった。1989 年 3 月期の 6 大商社は、特定

---

<sup>3</sup> 一般社団法人日本貿易会。1947 年設立。1986 年に業界団体に改組。法人正会員 40 社。正会員団体 20 団体。活動内容：政策提言、政府当局との意見交換、日本国外との経済交流の促進、調査研究・広報・情報収集活動。

金銭信託の運用により表 2-3 に示す莫大な利益を上げていた（逸見・斎藤 1991）

表 2-3 各社の特定金銭信託の運用額と運用益(1989 年)

社名	運用額	運用益
三菱商事	2 兆 5500 億円	250 億円
住友商事	1 兆 9000 億円	200 億円
伊藤忠商事	8500 億円	45 億円
三井物産	8000 億円	50 億円
丸紅	7000 億円	130 億円
日商岩井	7000 億円	70 億円

出所：逸見・斎藤（1991）

1980 年代前半に外国為替の自由化が進むと総合商社はすぐに対応して外国での社債発行や外銀からの借り入れを行って資金調達手段を多様化させ、競争力のある金利を享受するようになっていた。バブル期には更なる自由化が進んだことで、財テクの余地が広がり、世界的なマーケットへのアクセスと高度に発達させた金融機能により運用を拡大させた。

1990（平成 2）年になると株価の下落が始まり、平成不況と呼ばれる低迷期に入る。1995（平成 8）年には不動産価格下落に伴う住宅金融専門会社問題、いわゆる「住専問題」が顕在化し、地方銀行や証券会社、更には日本長期信用銀行や日本債券信用銀行の破綻が相次ぎ、バブル崩壊の影響が深刻化した。このような経済環境下にあって総合商社の業績も低迷、大倉商事が 1998（平成 10）年に倒産、1999（平成 11）年には兼松が業務の大幅縮小により総合商社から専門商社に転換、豊田通商とトーメンが資本・業務提携（2006 年に豊田通商がトーメンを吸収合併）、2004 年には日商岩井とニチメンが合併して双日になるなど、総合商社においても業界再編が進んだ。



## 第6節 バブル経済崩壊後

1996（平成8）年に住友商事の米国現地法人で銅地金不正取引事件が発生、1997年のアジア通貨危機、2000（平成12）年の会計ビッグバンが起こると共に、時を同じくして信用格付会社（rating firm）の発言力が強くなり、総合商社にけるコンプライアンス・リスク管理体制が問われる状況となった。

この流れを受けて、住友商事が1998（平成10）年に発表した中期経営計画において、総合商社の中でいち早く定量的リスク管理手法の導入を図り、RAROC（リスク調整後資本利益率）という指標を用いて事業別の採算管理強化を打ち出した。同様に三菱商事では資本コストと収益から計算されるMCVAを、三井物産ではPACC、丸紅ではPATRACを、伊藤忠ではリスクリターン指標としてRRIを導入、総合商社各社がこぞって採算管理制度を導入した。

これら制度の導入により、バブル崩壊時に抱えていた不良資産の償却が一気に進んで財務体質の健全化を実現し、信用格付会社による格付で高い格付を維持できるようになった。

これらと並行して、いわゆる「ゴーン・ショック」に代表されるメーカーによる商社外しや「中抜き」の動きが強まり、総合商社の伝統的な稼ぎ方である仲介による手数料収入が漸減していく。こうした中、総合商社はビジネスモデルの転換を図り、トレーディング・仲介ビジネスから事業投資と呼ばれる投資活動に軸足を移していった。

三井物産の誕生以来、総合商社が工場を設立して、商権・商流を作り出すことは自然に行われてきたが、目的は飽く迄手数料・口銭狙いの商権確保にあり、投資に付随する取引の意味で「随伴取引」と呼称された。

2000年代前後の変化は、連結会計制度を使うことで投資先からの利益が本体利益としてピックアップできるようになり、投資の目的が変わっていった。1990年代からすでにその萌芽はあったが、企業戦略あるいはビ

ジネスモデルとして事業投資が位置付けられるようになったのである。これは前出のリスク管理体制による後押しが大きい。資本コストに見合わない事業は撤退が促され、より収益性の高い事業を選別していく過程で、個別事業部門が利幅の低く本体で行うが故にコストが高いトレーディング・仲介ビジネスから事業投資に収益確保の活路を求めることで事業投資化が進んだのである。

リスク管理の具体的な事例として、例えば、三菱商事では事業選別の仕組みとして、2000年にビジネスユニット（BU）制と言われる収益単位を導入した。社内共通の管理指標を用いてBUを「再構築型」「拡張型」「成長型」に分類し、「再拡張型」と認定されたBUは事業撤退するか、他社・他部門と統合させて「拡張型」もしくは「成長型」への移行を余儀なくされる管理手法である。この結果、三菱商事は不採算部門の整理をいち早く終え、表2-4に示す通り、他社に先駆けて積極的な投資活動で関係会社を増やしていった（木山他 2011）。

表 2-4 5社の関係会社<sup>4</sup>数

社名	1998年3月	2000年3月	2001年3月	2002年3月
三菱商事	597	653	694	780
三井物産	905	882	882	857
住友商事	719	767	727	720
伊藤忠商事	1,092	852	740	671
丸紅	693	646	598	515

出所：木山他（2011）

## 第7節 中国の爆食と資源ブーム

2005年を境に中国の経済成長が一段と進み、世界中の資源を高値で買う、いわゆる「爆食」の時代が到来し、資源高に支えられて総合商社各社

<sup>4</sup> 関係会社は連結子会社と持分法適用会社の合計

の収益レベルは一段高いレベルに飛躍した。「商社夏の時代」とも言われる。

同時に、トレーディングから事業投資へと更に軸足を移し、投資会社の性質が従来以上に強く出る形となる。

総合商社はその誕生以来、開発輸入モデルをはじめとする原料の輸入・確保に大きな役割があった。そのため、日本の製造業が必要とする原料のために、海外の油田・ガス田・鉱山などの天然資源に日本政府による制度金融支援ももらいながら投資を行い、資産保有を行っている。そこに中国の飛躍的な経済成長による天然資源需要の急拡大が押し寄せる。この結果、資源価格は軒並み上昇し、中国による「爆食」とまで言われる状況になった。これにより、総合商社の資源・エネルギー部門は大きな恩恵を受けることになる。2004年3月期の決算で三菱商事が総合商社として史上初めて純利益1000億円を達成、他商社も最高益を記録した。三菱商事では1000億円の純利益のうち、オーストラリアで石炭事業を統括する資源投資管理会社MDP（Mitsubishi Development Pty Ltd）の収益が200億円以上を占め、液化天然ガス（LNG）などの事業も大きく寄与した。

## 第8節 2010年代

その後も総合商社は高い資源価格に支えられ好調な業績を続けていたが、資源価格の下落に伴う資産評価減により、2016年3月決算は、三菱商事、三井物産が創業以来初の赤字に陥った。主に銅の価格下落によるものである。総合商社は他の日本企業に先んじて国際会計基準（IFRS）に移行していたが、IFRSでは資産評価は時価会計で行う。資源価格が下落したことにより、保有権益・資産の評価を下げざるを得ず、結果赤字に至ったものである。

このような資源価格に多く変動を受ける対応として、三井物産を除く各社は、非資源分野への投資を増やし、投資ポートフォリオのバランスを取

ろうとした。三菱商事はすでに連結先会社としていたコンビニエンスストアのローソン株を過半数まで買い増し、同様に伊藤忠商事もファミリーマート株を買い増して子会社とした。

2020年8月、米国の著名投資家であるウォーレン・バフェットが率いるバークシャー・ハサウェイが総合商社5社の株式を各々5%超保有したことをプレスリリースで発表し、その発表を受けてこれら5大商社の株価が急騰し、世間の耳目を集めた。同社が保有株についてプレスリリースするのは珍しいとされるが、その投資総額は7000億円、同社保有株の2.6%(2020年第2四半期、図2-3)とも言われ、また投資方針として、最大9.9%まで買い進める可能性も公表した。出資の狙いについては様々な憶測があるが、同氏の投資手法は、企業価値よりも割安な銘柄を購入し長期保有する、いわゆる「バリュー投資」であることから、コングロマリット・ディスカウントにより割安評価を受けている商社株に投資妙味を見出したとされる。

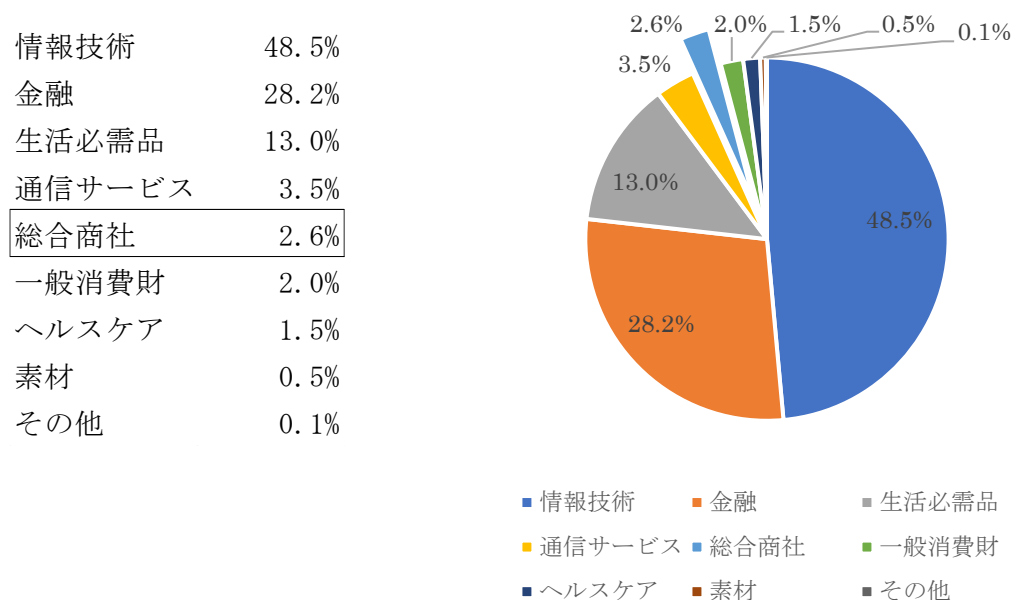


図 2-3 バークシャー・ハサウェイ保有株のセクター別比率

出所：CNBC

## 第9節 信用格付会社による総合商社の事業形態への見解

前項での記載の通り、1990年代から信用格付会社の力強まり、借入により運転資金を得る総合商社はその格付を強く意識して財務規律を保ってきた。

その信用格付会社は、総合商社をどのように定義し、どのように事業を見ているのか、有力な信用格付会社の1社であるムーディーズの総合商社評価方法（ムーディーズ 2016）から確認する。以下、同社資料から抜粋する。

ムーディーズが格付を付与している主要な商社（総合商社）は日本経済において重要な地位を占めており、また、日本の主要な銀行と密接な関係にあり、日本のクレジット市場全般から支持されている。

（中略）

コモディティ商社と同様、総合商社も顕著にグローバル化しており、数多くのセクターにまたがって事業を展開している。商品やコモディティをそれぞれの主要なエンドマーケットに提供することを基盤とする事業を大規模に行っているが、それらの取引は通常、back-to-backで行われており、本来的に事業の投機性は低い。また、世界にまたがるサプライ・チェーンの中での垂直統合の達成度合という点でもコモディティ商社とは異なり、単なる商取引の仲介にとどまらず、川上事業に直接投資を行ったり、または相当な持分を取得している。またこれらの企業は、生産やサプライ・チェーンの複数の過程で商品・サービスの付加価値の向上に努めており、また多くの場合、そのためのロジスティクスを提供している。これらの企業は通常、膨大な情報収集と情報ネットワークを活用することによってグローバルな収益機会を追求しており、既存の事業セクターや新たなセクターに巨額な投資を迅速に行う能力を有している。事業活動は極めてダイナミックで、事

業構成は常に変化し続けており、事業プロファイルを特定するのが難しい場合がある。これらの企業は、利益（損失）の機会の変化を見極めながら、自らが事業を行う市場で活発な仲介者となり、頻繁に投資・売却を繰り返すなど、資産リサイクルを行っている。また、特に資源分野の事業投資において、世界の景気サイクルのリスクにさらされやすい。それらの企業の多くは、これらのリスクを相殺するため、石炭や液化天然ガスなどのセクターで長期の引取契約を採用しているが、そのようなリスク緩和策は事業ポートフォリオの一部にしか有効でなく、石炭や鉄鉱石の価格リスクなど全てのリスクをカバーしている訳ではない。

（中略）

総合商社のビジネスモデルは非常に複雑であり、多くのセグメントで多様な収益源がある。総合商社の事業は独自に形成されており、一方では伝統的なトレーディング事業を、他方では長期的な事業投資を行っている。総合商社の信用プロファイルは全般的に事業会社と金融機関の間に位置するハイブリッドである。そのため、レバレッジ水準が高くても、多くの純粋な事業会社より高い格付に位置づけられることもある。総合商社の収益源とキャッシュフロー源は、概ね3つに分類される。(1)トレーディング事業からの収益、(2)持分法適用会社から得られる配当収益、(3)連結子会社による製造、販売、金融サービス事業からの収益。トレーディングは商社にとってファンダメンタルな事業であり、引き続き各社のビジネスモデルの重要な要素として位置づけられる。輸出、輸入、国内商業取引の仲介のみならず、情報収集・発信、ロジスティクス（川下への商品販売）、金融機能（信用供与）などの各種サービスを提供し、円滑な商業取引を支える。一般に、トレーディング事業は低リスク、低収益である。トレーディング事業に加え、商社は通常、少数持分を獲得することで積極的に事業投資を行う。総合商社は、伝統的なトレーディング事業から長期投資へと事

業をシフトし、投資を拡大している。また、各セグメントで多様な収益機会を獲得するために、バリュー・チェーンの川上から川下までの全領域に効率的に投資を行っている。例えば、LNG 事業では、ガス田開発、(液化) ガス生産、LNG 輸送、ユーザーへのガス供給等、幅広い事業に携わっている。事業投資の収益性は伝統的なトレーディング事業をはるかに上回るため、事業投資は商社のビジネスモデルを構成する重要な要素となっている。しかし、トレーディング事業と比べて事業投資は、長期で流動性が低く、リスク・プロファイルが高いといった特徴を持つ。また、総合商社は鉄鉱石、石炭、銅、アルミニウム、天然ガスなどの循環的下降局面に直面する資源・コモディティ分野に、多額の投資を行ってきた。したがって、リスク管理は極めて重要であるが、限られた情報しか公開されていないため、商社のリスク管理能力を比較し、数値化することは難しい。子会社からの収益も、商社の全般的な収益性に寄与する。子会社は製造業からサービス業、リース業と多岐にわたり、業種により事業リスク・プロファイルや利益率は異なる。総合商社の分析上の課題の一つは、トレーディング事業が各社のバリュー・チェーンの中に組み込まれており、トレーディング事業からの収益と事業投資・事業活動(子会社と持分法適用会社)からの収益を切り離すことが難しいことである。また事業投資の一環として、商社は定期的に資産を売買しているため、他業界の企業と比べて EBITDA の変動性は高い傾向にある。デリバティブは主に為替、金利、コモディティ価格といったエクスポージャーに関連する市場リスクのヘッジに用いられる。自己勘定取引への関与は極めて限定的である。リースや販売金融に関連した事業などを手掛ける総合商社の金融機能的な性質や、トレーディング事業に関連した短期資金の提供を要因として、総合商社の純有利子負債/EBITDA で示されるレバレッジは非常に高い。ただし、大部分の投資は総合商社の裁量で行われることから、この高水準のレバレッジは各社の投資抑制能力により一部

緩和される。金融危機直後に見られたように、不透明あるいは困難な事業環境においては、各社はこれらの投資を抑制するといった財務の柔軟性を有する。また、規模の大きい会社は、在庫ならびに、営業債権など、短期で質の高い大規模な資産ポートフォリオを有しており、必要とあれば速やかにこれらを売却することができる。最後に、総合商社において流動性管理も極めて重要である。一般に、総合商社は短期債務をカバーするのに十分な多額の現金を保有している。また、日本の銀行からのコミットメントラインを有していることが多い。

ムーディーズの見解一つ一つをカテゴリーに分類すると「日本経済との関係」「ビジネスモデルの複雑さ・多様さ」「ケイパビリティ」「トレーディング機能」「事業投資」「外部からのビジネスモデルの把握しづらさ」「財務・金融との関係」に分けられよう。カテゴリー毎にまとめると、以下の通りとなる。

#### ①日本経済との関係

- 総合商社は日本経済において重要な地位を占めている。

#### ②ビジネスモデルの複雑さ・多様さ

- 顕著にグローバル化し、数多くのセクターにまたがって事業を展開。
- ビジネスモデルは非常に複雑で、多くのセグメントで多様な収益源。
- 世界にまたがるサプライ・チェーンの中での垂直統合進めており、単なる商取引の仲介に加え、川上事業に直接投資により相当な持分を取得。
- 総合商社の事業は独自に形成されており、一方では伝統的なトレーディング事業を、他方では長期的な事業投資を行う。総合商社の収益源とキャッシュ・フロー源は、概ね3つに分類される。(1)トレーディング事業からの収益、(2)持分法適用会社から得られる配当収益、(3)連



結子会社による製造、販売、金融サービス事業からの収益。

### ③ケイパビリティ

- 膨大な情報収集と情報ネットワークを活用することによってグローバルな収益機会を追求し、既存や新たなセクターに巨額な投資を迅速に行う能力を有する。

### ④トレーディング機能

- 商品やコモディティをそれぞれの主要なエンドマーケットに提供することを基盤とする事業を大規模に行うが、それらの取引は通常 back-to-back で行われており、本来的に事業の投機性は低い。
- トレーディング事業は低リスク、低収益。
- トレーディングは商社にとってファンダメンタルな事業で、引き続き各社のビジネスモデルの重要な要素。輸出、輸入、国内商業取引の仲介のみならず、情報収集・発信、ロジスティクス（川下への商品販売）、金融機能（信用供与）などの各種サービスを提供し、円滑な商業取引を支える。
- 生産・サプライ・チェーンの複数の過程で商品・サービスの付加価値の向上に努める。

### ⑤事業投資

- トレーディング事業に加え、商社は通常、少数持分を獲得することで積極的に事業投資を行う。総合商社は、伝統的なトレーディング事業から長期投資へと事業をシフトし、投資を拡大している。
- 各セグメントで多様な収益機会を獲得するために、バリュー・チェーンの川上から川下までの全領域に効率的に投資を行う（例：LNG 事業では、ガス田開発、（液化）ガス生産、LNG 輸送、ユーザーへのガス供給等）。

- 事業投資の収益性はトレーディング事業をはるかに上回るため、事業投資は商社のビジネスモデルを構成する重要な要素。しかし、トレーディングと比べて長期で流動性が低く、リスク・プロファイルが高い。
- 特に資源分野の事業投資において、世界の景気サイクルのリスクにさらされやすい。これらのリスクを相殺するため、石炭や液化天然ガスなどのセクターで長期の引取契約を採用しているが、そのようなリスク緩和策は事業ポートフォリオの一部にしか有効でなく、石炭や鉄鉱石の価格リスクなど全てのリスクをカバーしている訳ではない。
- 事業投資の一環として、商社は定期的に資産を売買しているため、他業界の企業と比べて EBITDA の変動性は高い傾向。
- 利益（損失）の機会の変化を見極めながら、自らが事業を行う市場で活発な仲介者となり、頻繁に投資・売却を繰り返すなど、資産リサイクルを行う。

#### ⑥外部からのビジネスモデルの把握しづらさ

- 総合商社は鉄鉱石、石炭、銅、アルミニウム、天然ガスなどの循環的下降局面に直面する資源・コモディティ分野に、多額の投資を行ってきた。故にリスク管理は極めて重要だが、限られた情報しか公開されておらず、商社のリスク管理能力を比較し、数値化することは難しい。
- 子会社からの収益も、商社の全般的な収益性に寄与。子会社は製造業からサービス業、リース業と多岐にわたり、業種により事業リスク・プロファイルや利益率は異なる。総合商社の分析上の課題の一つは、トレーディング事業が各社のバリュー・チェーンの中に組み込まれており、トレーディング事業からの収益と事業投資・事業活動（子会社と持分法適用会社）からの収益を切り離すことが難しいこと。
- 事業活動は極めてダイナミックで、事業構成は常に変化し続けており、事業プロファイルを特定するのが難しい場合がある。

## ⑦財務・金融との関係

- 流動性管理が極めて重要。短期債務をカバーするのに十分な多額の現金を保有。
- 日本の銀行からのコミットメントラインを有していることが多い。
- 信用プロファイルは全般的に事業会社と金融機関の間に位置するハイブリッド。そのため、レバレッジ水準が高くても、多くの純粋な事業会社より高い格付に位置づけられることもある。
- 日本の主要な銀行と密接な関係にあり、日本のクレジット市場全般から支持されている。
- リースや販売金融に関連した事業などを手掛ける総合商社の金融機能的な性質や、トレーディング事業に関連した短期資金の提供を要因として、総合商社の純有利子負債/EBITDA で示されるレバレッジは非常に高い。ただし、大部分の投資は総合商社の裁量で行われることから、この高水準のレバレッジは各社の投資抑制能力により一部緩和される。金融危機直後に見られたように、不透明あるいは困難な事業環境においては、これら投資を抑制する財務の柔軟性を有する。
- デリバティブは主に為替、金利、コモディティ価格といったエクスポージャーに関連する市場リスクのヘッジに用いられる。自己勘定取引への関与は極めて限定的。

総合商社は高い格付けを維持するために積極的に事業の説明を信用格付会社に行っているとされるが、それであっても信用格付会社が「限られた情報しか公開されておらず」「事業プロファイルを特定するのが難しい」と見解を示している点は興味深い。これは、総合商社のビジネスモデルの把握の難易度の高さ、あるいは合理的に説明できない不可解さに対する信用格付会社の吐露とも受け取れよう。

## 第 10 節 本章のまとめ

本章では、総合商社の歴史を辿り、総合商社誕生から発展を経て現在に至るまでに、総合商社が日本経済の成長および変化にどう対応してきたのかを概観した。

時代としては、日本および日本経済の発展の歴史に合わせ、誕生した明治期、発展した第一次世界大戦から第二次世界大戦期、第二次世界大戦後の成長、高度経済成長からバブル経済、バブル崩壊後、中国の爆食と資源ブーム、2010年代、の7つの時代に分けた。

### (明治期)

明治政府が殖産振興策の一環として日系商社による貿易を推奨し、総合商社の始祖となる三井物産の誕生と成長の経緯を明らかにした。三井物産の拠点展開が国内支店の開設と海外支店の開設が同時並行的に行われた点に注目した。

### (第一次世界大戦～第二次世界大戦)

第二次世界大戦期の軍需需要等により商社ブームとなり、その中で三菱商事が三菱合資会社の営業活動から発生した経緯を明らかにした。また、一時は三井物産を凌ぐ最大商社に成長した鈴木商店、兄弟が起こした伊藤忠商事・丸紅の起源を整理した。田中(隆) (2012) の示した戦前の総合商社の成立を可能にした4条件と、総合商社の定義としての4要件を確認した。

### (戦後)

GHQによる占領政策により全ての貿易が管理貿易となったが、段階的に許可されるようになり、全面的な民間貿易が再開された経緯を整理した。一方で、占領政策により解散させられた三菱商事・三井物産の再合同の経

緯を丹念に追うことで、三菱商事が三井物産に5年先駆けて再合同を実現できた理由を明らかにし、伊藤忠・丸紅の再分割、住友商事の設立経緯を整理した。

#### （高度経済成長期～バブル経済）

高度経済成長期には、総合商社は6大企業グループの株式相互持合いの機能を銀行と共に担い、商社金融機能を提供して企業グループの成長を支えた。この時期、天然資源を日本に安定供給するために開発輸入機能を提供し、自らも機能を強化した。変動相場に移行、産業構造の展開と高度経済成長の終焉と共に総合商社への社会への風当たりが強くなり、「商社・冬の時代」とも称される低迷期に入った。プラザ合意による円高になるとバブル経済期に入り、総合商社は財テクに走った事実を指摘した。

#### （バブル経済崩壊後）

1990年代以降、平成不況期に入ると、不良債権の負の遺産処理で総合商社の業績が低迷、総合商社の倒産や専門商社化、合併が起こり、業界再編が進んだ。その後、アジア通貨危機、会計ビックバン、信用格付会社の発言力増大により、総合商社はコンプライアンス・リスク管理体制を強化し、事業別の採算管理制度を導入することで、不良資産の処理を進め、財務体質を改善させた。そのような中で事業投資に軸足を移して収益構造を変化させてきた。

#### （中国の爆食と資源ブーム）

2005年を境に中国の経済成長が一段と進み、世界中で資源を高値で買う、いわゆる「爆食」の時代が到来し、資源価格高騰により総合商社の収益レベルは飛躍し「商社夏の時代」を迎え、各社が最高益を記録した。

(2010年代)

資源価格の下落により三菱商事、三井物産が創業以来の赤字に陥り、資源変調の事業投資への反省から、非資源分野への投資を増やし、投資ポートフォリオのバランスを取る動きが強まった。

最後に信用格付会社総合商社をどのように定義しているのか、を彼らの評価指針から読み解き、総合商社から積極的に事業の説明を受けている信用格付会社であっても、信用格付会社が「限られた情報しか公開されておらず」「事業プロフィールを特定するのが難しい」と見解を示している点に着目し、総合商社のビジネスモデルの把握の難易度の高さ、あるいは単純な捉え方では容易に説明できない難しさがあることを確認した。

### 第3章 国際ビジネス研究の諸理論の整理

#### 第1節 本章の概要

本章は、本研究で使用する国際ビジネス研究の代表的な諸理論について整理する。

はじめに国際ビジネス研究の軌跡をたどりつつ、国際ビジネス研究における総合商社研究の意義を明示する。

その上で、パールミュッターの ERPG モデル、ウプサラ・モデル、OLI パラダイム、バートレット・ゴシャールの 4 類型、取引コスト理論、多角化戦略論を取り上げて概観する。

以上を踏まえ、総合商社研究に既存の諸理論を適用した場合の限界を指摘する。

#### 第2節 国際ビジネス研究の概観と総合商社研究の意義

国際ビジネス研究は、世界経済の一体化が進んで多国籍企業が成長するのに伴って、20 世紀中頃に生まれた比較的新しい学問分野である（安室 2008）。初期の理論は垂直統合型クローズド・システムを持つ大企業を想定しており、それゆえに企業のケイパビリティの内部化・内部性

（internality）を重視した理論が中心で、Williamson や Teece の内部化理論、Dunning の OLI パラダイムが生まれた。

近年になると、ものづくりのアーキテクチャが統合型（インテグラル）からモジュール型に変わり、航空網などの移動インフラ、物流、インターネットの発達に伴って内部性よりも外部性（externality）を利用することで水平分業によって成長する企業が現れ、国際ビジネス研究もその理論的解明に力を注がれてきた。

さらに先進国のみならず新興国市場が市場として成長して魅力度を増す

ことでグローバルなマーケティングの視点やボーングローバルとも言われる新しいビジネスモデルによるグローバルな新興企業・スタートアップ企業も生まれるようになり、それらも研究対象になり研究領域は年々拡大している状況である。

一方で、国際ビジネス研究は飽く迄経営学のパラダイムの一領域であって経営学の諸理論の応用にすぎず、国際ビジネス固有の理論は存在しない（入山 2015）との批判もある。

この見解の違いは、国と国、市場と市場を隔てる国境という存在をどう考えるか、という観点に起因する。国際ビジネス研究では、企業という存在が、歴史・国家・民族・因習によって規定された国境を容易に越えられるものなのか、越えられないものなのか、企業の起源があり本社を置く本国の場所が海外進出に影響するのか、という国境と企業の関係に着目することで発達してきた。

総合商社は貿易会社として国境を越えてグローバルに活動することを前提に生まれながら、100年を経過しても日本にしか存在せず、また進出している国の多様さに加えて、製造業やサービス業など業種やビジネス・ビジネスモデルも多様である、という特徴を持つ。

過去の国際ビジネス研究では製造業を明示的にも暗黙的にも想定した研究が多かったと言える。製造業の特徴である知的財産や製造拠点、サプライ・チェーンといった観点を取り除いて、海外進出はどのようなプロセスで起こるのか、という視点で総合商社の海外進出を調べていくことによって、より際立った形で総合商社のビジネスモデルや本質が見えるのではないかと考える。

大胆かつ誇大ではあるが、総合商社を研究することは、国際ビジネス研究における海外進出に新たな視点を与えうる意義があるものとする。



### 第3節 国際ビジネス研究の諸理論の概観

本章では国際ビジネス研究における代表的な諸理論を概観する。

- パールミュッターの ERPG モデル
- ウプサラ・モデル
- OLI パラダイム
- バートレット・ゴシャールの 4 類型
- 取引コスト理論 (Transactional Cost Theory)
- 多角化理論

#### 第1項 パールミュッターの ERPG モデル

Perlmutter(1969) が企業のグローバル化の発展段階を示すモデルとして ERPG プロフィールという 4 つの分類を提唱した。

本国志向型(Ethnocentric)：経営資源と権限を全て本社に集中し、現地でのローカル人材は登用せず、本社が全て意思決定する。集中的大量生産で規模の経済によるスケールメリットを生み出し、コスト優位性から新市場へのチャネルを獲得する。

現地志向型(Polycentric)：経営資源と権限を現地子会社に移譲し、独立的に事業を行う。各国ごとに優位性を追求する戦略で市場シェア獲得を狙う。

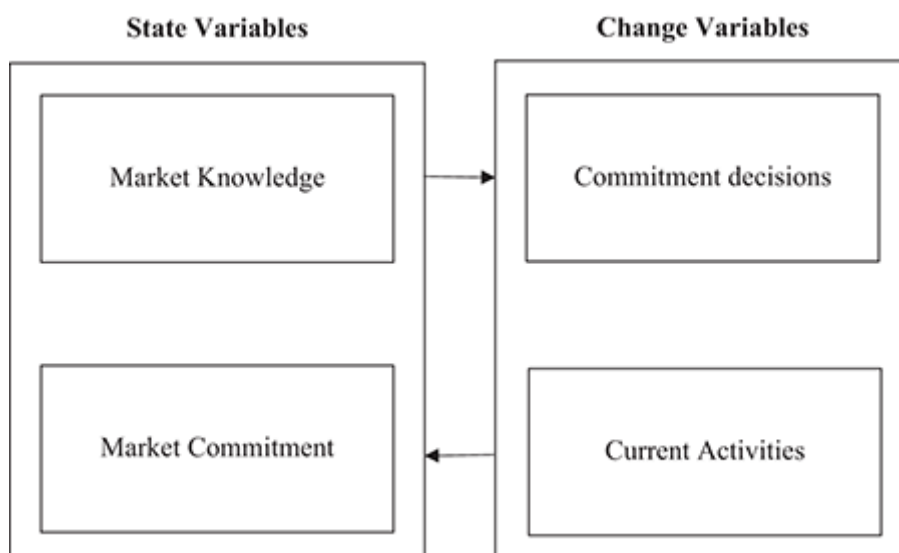
地域志向型(Regiocentric)：欧州圏、アジア圏などの地域単位に経営資源と権限を委譲し、各地域での現地適応性と規模の経済によるスケールメリットを生み出すことで、市場シェア獲得を目指す。

世界志向型(Geocentric)：経営資源をグローバルに共有し、本国と外国の関連会社が全社的に結合された理想形を具現化する。

## 第2項 ウプサラ・モデル(Uppsala model)

ウプサラ・モデル (Johanson and Vahlne, 1977, 2009) は、観察された事実に基づいて海外市場への進出段階・モードが連続的・段階的に起こるとの事例研究に基づき構築された。この現象は“establishment chain (確立のチェーン)”(Johanson and Vahlne 1977) と呼ばれる。

そのメカニズムは、状態変数(state variables)と変化変数(change variables)がダイナミックに相互に作用し合う構造で、企業は市場の知識を学ぶことで知識の蓄積を図り、その蓄積が高いレベルでの市場へのコミットメントに繋がるという構造を有している。



出所：Johanson and Vahlne (1977)

図 3-1 ウプサラ・モデルにおける相互影響構造

ウプサラ・モデルの核となる概念は知識であり、企業は時間をかけて学習して経験を蓄積し、不定期な輸出、定期的な輸出、現地販売子会社の設立、現地販売子会社の設立を段階的に行うとする。知識を客観的知識 (objective knowledge) と経験的知識 (experiential knowledge) に分けた場合、経験的知識は容易に得られるものではないことから、海外進出に

あたって市場に関する経験的知識が不可欠（critical）であり差別化要因になるとする。

一方で、認知心理学に基づいた「人は合理的に意思決定するが、その認知力・情報処理力には限界がある」という見解から導き出された「限定された合理性」が人が構成する組織である企業においても同様に存在するとし（企業行動理論：Behavioral Theory of the firm）、企業が獲得し創造する知識は時間をかけて得た経験からもたらされるとする。

これら前提の上で、Johanson and Vahlne は海外進出に関する学習は2方向あると指摘した。

一つ目は進出する国・市場の選定で、自国と文化・制度・距離などが近い国から進出が始まり、経験を通じて学習をしていくことで、徐々に遠い国に進出していく。

二つ目は進出形態であり、間接輸出、直接輸出、ライセンスなどリスクの小さい事業形態から始まり、経験を通じて学習をしていくことで、現地法人による海外現地販売拠点設立、製造拠点設立、研究開発活動拠点設立へと段階的に移行していく。

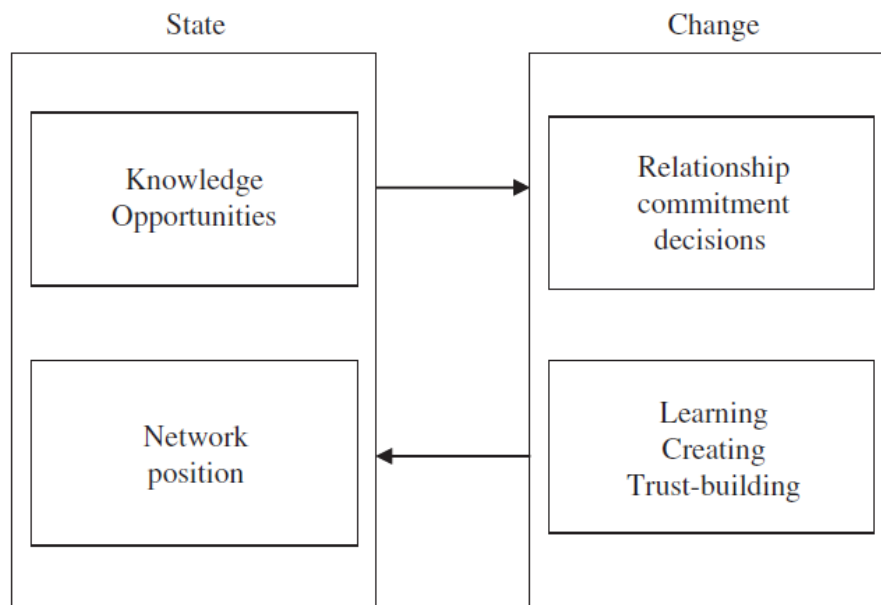
		Mode of operation			
				FDI (foreign direct investment)	
		No regular export (sporadic export)	Independent representatives (export modes)	Foreign sales subsidiary	Foreign production and sales subsidiary
Market (country)	Market A		Increasing market commitment		
	Market B				
	Market C				
	Market D				
	.				
	.				
	.				
	Market N				

出所：Forsgren and Johanson (1975)を改編

図 3-2 ウプサラ・モデルによる段階的海外進出

更に、Johanson and Vahlne は、Berney (1986) の経営資源に基づく企業観(リソース・ベースド・ビュー・Resource-based view of the firm)、すなわち企業がもつ資源の異質性と特異的な経営資源が市場環境とは無関係に価値を創造するとの概念を引用し、ビジネス・ネットワークの概念を同モデルに導入してモデルを拡張した(Johanson and Vahlne 2009)。新しいモデルにおいて海外進出は、現地パートナーや顧客など市場のアクター (actor) との関係とネットワークに依存するとし、ネットワークから事業機会の情報がもたらされ、既に市場参入しているアクターが近くにいることで市場参入を決めることになる等、アクターとの信頼醸成と関係を深めることで得られるネットワークからの知識創造が海外進出プロセスを決定し、その結果がネットワークでの位置付け(position) に影響を及ぼすとした (図

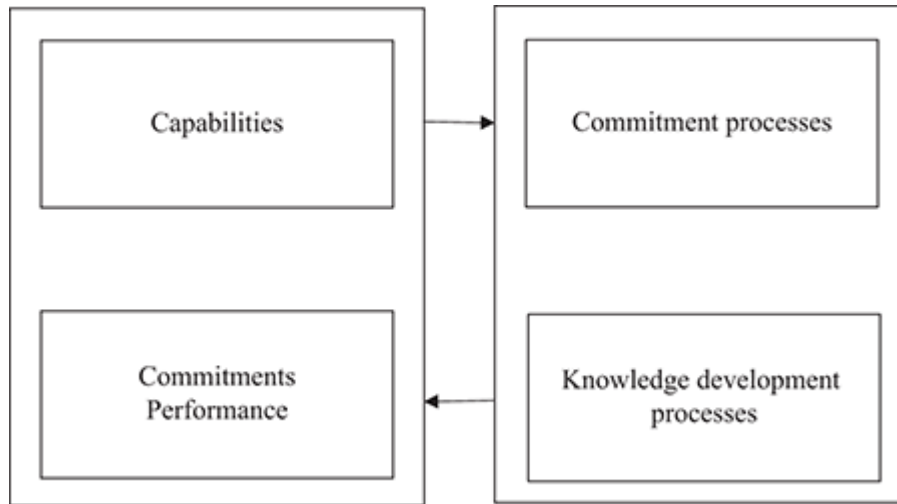
3-3)。



出所：Johanson and Vahlne (2009)

図 3-3 ウプサラ・モデル 2009 年バージョン

更に近年では、企業の海外進出・国際化プロセスに留まらず、組織進化 (evolution)にも適用範囲を拡張し、不確実性の下での企業行動として、経験からの学習やパートナー、アクターとのネットワークといった知識へのアクセスと知識創造の関係性を指摘している(Vahlne 2020)。



出所：Vahlne (2020)

図 3-4 ウプサラ・モデル 2020 年バージョン

### 第 3 項 OLI パラダイム

OLI パラダイム (Eclectic Paradigm : 折衷パラダイム) は、Dunning (1980) により提唱された企業の海外進出に関する意思決定に関するパラダイムである。

企業の海外進出は、強みの所有の優位性 (ownership)、進出国の優位性 (location)、内部化の優位性 (internalization) の 3 つの優位性 (advantage) を基準に意思決定されるとする (表 3-1)。

強みの所有の優位性とは、技術力、ブランド力、ノウハウ、経営手法など、企業が持つ個別の強みを生かすべきとの基準である。

進出国の優位性とは、企業固有の強みを生かせる進出国を選ぶべきとの基準である。

内部化の優位性とは、企業固有の強みを進出国に移転する際には、企業内部を経由させる優位性、つまり、自社自らが内部化して事業を行う優位性を考慮すべきとの基準である。

企業が進出国の企業と比較して、強みの優位性が高いか、進出国の立地優位性を活用したいか、外部に頼るのではなく内部化することで優位性が

高いか、という基準で海外進出を決定するインセンティブが高まると考える。当初 Dunning は製造業を念頭に OLI パラダイムを提唱したが、その後このパラダイムによりあらゆる企業のあらゆる形態の海外活動を説明できると主張した。

他のパラダイムや理論との関係性の視点で見れば、強みの所有の優位性と進出国の優位性はリソース・ベースド・ビュー (RBV) と整合的であり、内部化の優位性は後述の取引コスト理論 (Transactional Cost Theory または Transactional Cost Economics) と整合的と言えよう。

表 3-1 OLI パラダイム

		Ownership	Internalization	Location
市場への進出ルート	直接投資	Yes	Yes	Yes
	輸出	Yes	Yes	No
	契約による資源の移転 (ライセンス等)	Yes	No	No

出所 : Dunning (1988)

一方で、市場取引にともなう困難の克服を一元的に階層組織に求めようとする従来の内部化インセンティブの分析は、現実の多国籍企業がとる多様な戦略に対してあまりに無邪気すぎる、市場の取引問題を解決してくれる取引メカニズムは、階層組織以外にも存在しうる (長谷川 1998) との指摘もあり、OLI パラダイムの適用にはその限界性を認識しておくことも重要である。

#### 第 4 項 バートレット・ゴシャールの 4 類型

Bartlett and Ghoshal (1989) は多国籍企業を 4 つのモデル類型に分類した。

彼らは日米欧 9 つのグローバル企業の 250 名以上のマネージャーに聞き取り調査を行い、①グローバル組織、②マルチナショナル組織、③インターナショナル組織の 3 つの国際経営モデルをまず定義した。その上で、

これら3つのモデルの特徴を全て具備し、ローカル市場のニーズを汲み上げるための現地拠点を有した新たなモデルとして④トランスナショナル組織を提唱した（図3-5）。各類型の特徴は以下の通りである。

- ① グローバル組織（Global）：世界の市場は単一であるとの想定に立ち、経営資源と権限を本社に集中させる。結果、海外子会社の権限は極めて制限され、グローバル統合が進み、ローカル適応は低くなる。各国市場に標準化された商品を展開し、大量生産による規模の経済の追求、コスト優位性から新市場への販売チャネル獲得を行う。
- ② マルチナショナル組織（Multinational）：各国の市場ニーズに対応すべく、各国の子会社に権限があり独立的に事業を行う。結果、グローバル統合度は低く、ローカル適応が高くなる。各国市場に対応した事業・商品を展開する。分権的に経営される現地子会社の集合体として運営され、各国ごとの優位性を追求する戦略である。
- ③ インターナショナル組織（International）：グローバル組織とマルチナショナル組織の中間的な組織であり、グローバル組織より意思決定は海外子会社に移譲するものの、重要な意思決定は本社に集中させる。技術重視に徹し、知識や専門的能力を後続国に移転・共有し適用させることで、売上向上とコスト削減を図り、市場シェアを獲得する。グローバル規模で学習を繰り返すことで改善を図る。
- ④ トランスナショナル組織（Transnational）：グローバル統合の効率性とローカル適用の競争優位性の両立を目指し、各子会社に独自の専門的能力が構築されるよう経営資源を配分し、自立化させる。本社と子会社、子会社間で双方向の連携が図られ、本社はそれらの取り組みや調整や統制を図る。



<u>Global Integration</u>	High	Global	Transnational
	Low	International	Multinational
		<u>Local Responsiveness</u>	
		Low	High

図 3-5 バートレット・ゴシャールの 4 類型

### 第 5 項 取引コスト理論

取引コスト理論 (Transactional Cost Theory) は Coase (1937) の「企業の本質(The Nature of the Firm)」までさかのぼる。Coase は資源配分の調整メカニズムとして市場には取引コストがかかることを指摘し、よって市場は組織・企業によって代替されうるとした。その後

Williamson (1975) が、ビジネスにおける「取引(transaction)」で発生する「コスト」を対象に、コストを最小化する形態とどのように最小化されるかを企業との関係において明らかにした。

取引コスト理論は企業の存在を経済学的に明らかにし、市場取引か企業内部に機能を取り込むかの選択が企業の形や事業の範囲を決定することを説明する。

多国籍企業への応用は McManus(1972)、Buckley and Casson (1976) らにより進められ、取引コスト理論は多国籍企業の諸現象を説明する有力な理論の一つとなった。

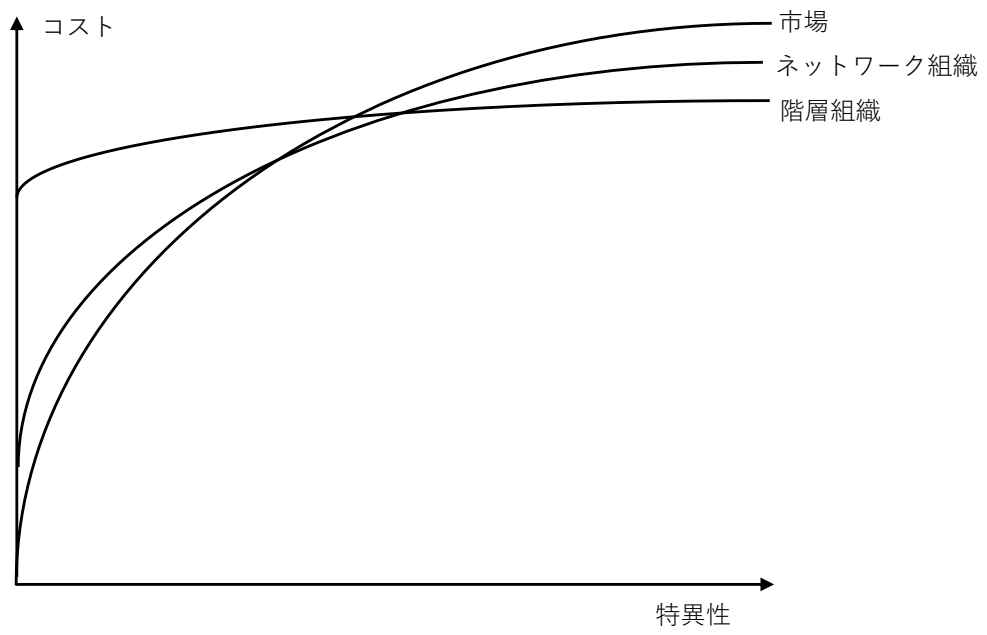
取引コスト理論から導き出される内部化は多国籍企業を説明する支配的原理としてすぐれた視点を提供したが、いくつかの限界も指摘される。特に日本企業のグローバル化を考察する上では以下の 4 点が重要となるとの指摘 (長谷川 1998) があることに留意を要する。

- ① 内部化理論は企業の境界の問題を、取引相手との取引の効率性の問

題に全て帰着させてしまう。ライバル企業の存在が考慮されず、一つの企業のみが対象となる。しかし現実の企業活動にはライバル企業が存在し、相互に影響する。

- ② 内部化理論の規定をなす市場の失敗のパラダイムはきわめて静学的な概念であるが、多国籍企業の活動は企業を取り巻く環境を原動力として成長するダイナミックなものである。
- ③ 内部化のコストは大きさが明らかにされず、分析に不十分さが残る。特に日本の多国籍企業の組織構造は欧米企業と異なり、明らかにすることに困難さを伴う。
- ④ 内部化理論は取引形態の選択肢が市場取引か内部化かの、二分法になっており、提携などの選択肢が次善の策、ないしは不本意な選択肢としての地位しか与えられていない。

一般に、取引コスト理論は市場と階層組織（ヒエラルキー）の二項対立で論じられることが多いが、提携やネットワーク組織とした中間的な性質をもった統治構造や取引形態が存在する。わが国における、長期的な取引関係を続けることを暗黙の前提としながら、信頼関係において部品や半完成品の納入契約を結ぶわが国の系列関係はその一例である（井上・手塚1999）。取引の特性として財の特異性を取り上げた場合、特異性と市場、ネットワーク組織、階層組織の各統治構造の費用の程度との関係は図 3-6 のようになる。



出所：井上・手塚(1999)

図 3-6 統治構造ごとの特異性とコストの関係

## 第6項 多角化理論

### (1) アンゾフの多角化理論

Product Market Growth Mix フレームワークに基づき、Anzoff (1965) が提唱したのがアンゾフの多角化戦略である。

成長性を企業目標とした場合、成長実現のために、企業製品と顧客市場の異なる組み合わせによって PPM (Product Portfolio Matrix) と呼ばれる 4 つの基本戦略が生まれる。

表 3-2 アンゾフの Product Market Growth Mix フレームワーク

	Present Products	New Products
Present Markets	Market Penetration 市場浸透	Product Development 製品開発
New Markets	Market Development 市場開発	Diversification 多角化

多角化こそが本格的な成長戦略と位置付けられているが、多角化はハイリスク・ハイリターン of 性質を持つ。

また、多角化自体に PPM 分析を適用すると以下のように解釈される。

表 3-3 プロダクトポートフォリオミックス (PPM)

既存製品との関連性	生産技術の関連 ある	生産技術の関連 ない
マーケティング的関連 ある	水平的多角化	マーケティング的 多角化
マーケティング的関連 ない	技術的多角化	コングロマリットの 多角化

## (2) 多角化の種類

企業は何からの形で多角化を行っている。Rumelt (1982) はその類型を主に売上高の比率により、以下の3種類に分類した。

### ① 限定的多角化

複数の事業を遂行しつつそれら事業が略同一の業界にある場合を指す。また、限定的多角化は、同一業界からの売上高の比率により単一事業会社(95%以上)と主要事業会社(70%~95%)に分かれる。限定的多角化においては、経営資源やケイパビリティが単一の業界を超えていない。

### ② 関連多角化

最大の事業が売上高の70%未満である時の状態を指す。関連多角化には、関連限定型と関連連鎖型の2つのタイプがある。関連限定型は、すべての事業が大部分の生産要素(資産、原材料、人材など)、製造技術、流通ネットワーク、顧客ベースなどを共有している場合と言い、関連連鎖型は、複数の事業間で何かしらのリンクはあるものの、①非常に少ない要素の共有にとどまっているか、②各事業間のリンクがそれぞれ非常に異なっている場合である。

### ③ 非関連多角化

最大の事業が売上高の70%未満であり、各事業との間に何のリンクも存在しない場合をいう。

## (3) 多角化の経済価値

多角化戦略が経済価値を持つには、以下の2つの条件が満たされなければならない(Barney 2003)。

- ① 各事業間に範囲の経済が存在すること
- ② 範囲の経済を実現し維持する上で、階層的統治（ヒエラルキー）が、それ以外の統治形態（中間的形態や純粋な市場による統治）よりも効率が高いこと

一般に企業による多角化が経済合理性を持つのは、投資家が持ちえない投資ポートフォリオを形成できる場合のみである。投資家は多角化に伴う範囲の経済の多くを、企業経営者の力に頼らず享受できる上、範囲の経済をほとんどコストをかけずに実現できる。企業内部でポートフォリオを構築すると内部コストがかかり経済合理性が成立させることができないことになる。投資家にとり、経済合理性を持つのは範囲の経済が競争優位の源泉になるか、特殊な取引を必要とする場合のみとなる。

Barney によれば、多角化の動機として認識されるのは次の通りである。

1. 事業運営上の範囲の経済
  - ・活動の共有
  - ・コア・コンピタンス
2. 財務上の範囲の経済
  - ・内部資本配分
  - ・リスク分散
  - ・税効果
3. 反競争的な範囲の経済
  - ・多地点競争
  - ・市場支配力の活用
4. 従業員とステークホルダーの多角化インセンティブ

事業運営上の範囲の経済には活動の共有、コア・コンピタンスがある。

ここでの活動の共有とは、生産要素、生産活動、物流、販売・マーケティング、アフターサービスなどの活動を複数の部門間で共有することによ

り、コスト優位性を確保することができることを指す。また、顧客の共有（マーケティングで言うところのクロスセル）により、売上の増大を図ることもできる。

コア・コンピタンス（Prahalad and Hamel 1990）は、経営上のノウハウ、技術上のノウハウ、経験、知恵など無形の経営資源を指す。

Prahalad and Hamel の定義では「コア・コンピタンスとは、組織内で行われる集団的学習内容のことであり、特に多岐にわたる製造スキルや複数の技術をいかに調整・統合できるか」という能力である。コア・コンピタンスは複数の事業間で共有されうる、経営資源やケイパビリティの集合体で、これらの活用により競争優位を作り出すことができる。

財務上の範囲の経済には、内部資本配分、リスク分散、税効果が挙げられる。

内部資本配分は企業内の事業が相互に競争し、企業は配分を調整することになるが、これが外部の市場よりも効率的でなければ経済合理性がない。経済合理性を成り立たせるには、内部市場の方が、外部市場よりも保有する情報が正確であるという条件が成り立つ場合である。

リスク分散は、ファイナンスにおけるポートフォリオ理論と同様の概念であり、複数事業を保有することで事業リスクを低く抑えられるという合理性が存在し、税効果はある事業での損失を他事業での収益で相殺し節税を図ることができるというものである。

反競争的な範囲には、多地点競争と市場支配力の活用が動機として認識される。

多拠点競争は多角化企業同士が複数の市場で同時に競争する際に、暗黙的な談合である相互抑制する状況に陥り、競争に一定の均衡が成り立って経済的な合理性が得られることを指す。これは外部の投資家にはこのような状況を作り出すことはできないので、範囲の経済として意味のあるものになる。

市場支配力の活用とは、特定の事業で独占的地位を得ている際に、その

事業からの利益を他事業の必要資金として投下（内部の補助金）し、他事業においても競争優位を作り出す状況をいう。この状況は机上では想定されるものの、事業運営上の範囲の経済や財務上の範囲の経済と異なり、実際に範囲の経済が存在するという事例は少ないと指摘されている。

従業員とステークホルダーの多角化インセンティブは、経営者の報酬を決める要素は、企業規模や売上高が主要な要素になっており、自分の報酬を最大化させようとする経営者は企業規模を拡大させるインセンティブが働くというメカニズムによるものである。

#### （４）多角化の模倣困難性

多角化が持続的な競争優位の源泉になるには、経済価値のみならず、希少で、模倣コストが大きくなければならない（Barney 2003）。多角化戦略の希少性は多角化そのものではなく、それに伴って実現される特定の範囲の経済がどれほど希少か、直接的複製と代替の可能性によって決定される。

価値があり（valuable）、希少な（rare）多角化戦略が、直接的複製に耐えられるかは競合がどの程度コストをかければ実現できるかに依存する。直接的な複製における、多角化の動機毎の複製コストの大小は表 3-4 のように整理される。

表 3-4 多角化動機の複製コスト

複製コスト大	複製コスト小
コア・コンピタンス	活動の共有
内部資本配分	リスク分散
多地点競争	税効果
市場支配力の活用	従業員の報酬体系

出所：Barney(2003) を改編

活動の共有、リスク分散、税効果、従業員の報酬体系は、競合から分か



りやすく、複製も容易であり、複製コストは小さい。他方、コア・コンピタンス、内部資本配分、多地点競争、市場支配力の活用は、無形の知識に依存する、または非常に高度な情報収集・分析能力が必要、あるいは複雑性が高いため、複製コストが高く、模倣困難性が高いと言える。

多角化には2つの代替戦略があり、一つ目は事業横断でシナジーを追求するのではなく、個々の事業を強くし別々に成長・発展させる戦略である。競合との競争関係において十分なリソースとケイパビリティがあれば、個別の事業戦略により優位に立つことができる。二つ目は外部のパートナーとのジョイントベンチャーなどの提携戦略である。ただし、多角化戦略は企業内部に取り込み、階層的統治でしか実現できない範囲の経済が存在することが前提であり、同等の効果をジョイントベンチャーで実現する可能性は低いと指摘されている。提携戦略が多角化の代替となるためには、企業が稀有な統治スキルを有する必要がある。

#### 第4節 国際ビジネス研究の諸理論の総合商社への適用時の理論的境界

以上のような国際ビジネス研究の諸理論は総合商社に適用する場合の理論的境界について指摘する。

- ① 国際ビジネス研究の諸理論の多くは、主に単一事業の製造業型の多国籍企業(MNC)を暗黙的に想定してモデル化がなされており、サービス業である総合商社にそのまま適用する場合には各種の考慮・修正が必要である。(e.g. R&Dや本国市場、製造拠点の概念)
- ② 多角化理論においては本業の存在を想定し、関連多角化・非関連多角化を想定しているが、総合商社は多彩多様な事業を包含する故に、関連・非関連の判別が困難である。
- ③ 総合商社は、商社型・非商社型(製造業・サービス業など)という異なる事業形態・ビジネスモデルを内包する高度に多角化したコングロ

マリットであり、商社というサービス業が製造業を保有する逆方向性、本国国内事業の存在が海外進出の前提とはならないなど、既に提示されているモデルそのままでは総合商社の業態を十分に説明できない。

国際ビジネス研究の諸理論を足場とした上で、異なる事業形態・ビジネスモデルが同一企業の中に内包する総合商社の特殊性・特異性を考慮し、海外進出モデルの時間変化及びその結果としての企業価値創造を実証的に分析することに本研究の意義がある。

## 第5節 本章のまとめ

本章では、本研究で使用する国際ビジネス研究の代表的な諸理論について整理した。

はじめに国際ビジネス研究の軌跡をたどりつつ、国際ビジネス研究における総合商社研究の意義を明示した。

その上で本研究が依拠する経営学・国際ビジネス研究の諸理論について整理した。諸理論の概要は以下の通りである。

(パールミュッターの ERPG モデル)

Perlmutter が提唱した企業のグローバル化の発展段階を示すモデルで、本国志向型 (Ethnocentric)、現地志向型 (Polycentric)、地域志向型 (Regiocentric)、世界志向型 (Geocentric) からなる ERPG プロフィールに分類するモデルである。

(ウプサラ・モデル)

Johanson and Valne により企業行動理論をベースに提唱され、企業が獲得し創造する知識は時間をかけて得た経験からもたらされ、進出する国と進出形態の2方向の学習があるとした。

(OLI パラダイム)

Dunning により提唱された企業の海外進出の意思決定に関するパラダイム。強みの所有の優位性 (ownership)、進出国の優位性 (location)、内部化の優位性 (internalization) の 3 つの優位性 (advantage) を基準に意思決定されるとした。

(パートレット・ゴシャールの 4 類型)

Bartlett and Ghoshal により提唱された多国籍企業のモデル類型であり、①グローバル組織、②マルチナショナル組織、③インターナショナル組織の 3 つの国際経営モデルを定義した。その上で、これら 3 つのモデルの特徴を全て具備し、ローカル市場のニーズを汲み上げるための現地拠点を有した新たなモデルとして④トランスナショナル組織を提唱した。

(多角化戦略)

Product Market Growth Mix フレームワークに基づき、Ansoff が提唱したのがアンゾフの多角化戦略である。成長性を企業目標とした場合、成長実現のために、企業製品と顧客市場の異なる組み合わせによって PPM (Product Portfolio Matrix) と呼ばれる 4 つの基本戦略が生まれる。

多角化の類型には、限定的多角化、関連多角化、非関連多角化がある。多角化に合理性がもたらされるのは、各種の範囲の経済 (事業運営、財務、競争など) が存在する場合のみである。多角化が持続的な競争優位の源泉になるには、経済価値のみならず、希少で、模倣コストが大きくなければならないが、多角化戦略の希少性は多角化そのものではなく、それに伴って実現される特定の範囲の経済がどれほど希少か、直接的複製と代替の可能性によって決定される。

This page is intentionally void.

## 第4章 先行研究の検討

### 第1節 本章の概要

総合商社は日本に独特な事業形態とされるが、戦後の日本経済の発展に大きな役割を果たし、そしてバブル経済崩壊後の1990年代末に経営危機を迎えながら、事業ポートフォリオ管理やトータル・リスク・マネジメントを武器としつつ、ビジネスモデルを変革して事業基盤・収益基盤の再構築に成功し、国際的な「優良会社」に生まれ変わってきた（榎本 2012）。

総合商社研究が始まったのは1960年代とされる（田中(隆) 2012）。戦後のこの時期に10大総合商社体制が確立し、高度成長の牽引役として広く注目を浴び、その過程で、「総合商社とは何か」「総合商社の本質・機能は何か」「総合商社はなぜ日本にしか存在しないのか」などの問いが発せられ、戦前に遡ってその成立過程を明らかにする研究が多く出現した。

これら経緯から、総合商社研究は日本に独特であるという視点に立ち、その研究自体が独自に発展してきた傾向が強く認められる。他方で、総合商社は日本を代表する多国籍企業であるという主張もありながら、必ずしもそれら研究が十分になされてきたとは言い難い。

本章は、総合商社に関する先行研究を定量的、系統的に検討することで、現時点において残されている総合商社研究の課題について確認することを目的としている。

### 第2節 本章のRQ

本章の Research Question (RQ) を以下の通り設定する<sup>5</sup>。

---

<sup>5</sup> 本研究では、各章ごとの Sub RQ を設定し、それらを積み重ねていることで論考を進めていく。

- RQ4-1: 総合商社研究には複数のアプローチがあるが、その研究はどのようなもので、どのような傾向があるのか。
- RQ4-2: 複数のアプローチがあることは何を意味しているか、総合商社研究の課題は何か。
- RQ4-3: 国際ビジネス研究の視点で、総合商社研究にはどのような意義があるか。

総合商社に関する先行研究を定量的、系統的に検討することで RQ に答え、その結果として総合商社研究の課題を明らかにする。

具体的には、総合商社研究の検討を以下の 4 つに整理した上で、国内・海外の総合商社に関する論文の系統ごとの件数、時代変遷に関して定量的な分析を行う。

- 1 歴史研究アプローチ
- 2 機能・ビジネスモデルアプローチ
- 3 事例研究・事業創造アプローチ
- 4 国際ビジネス研究アプローチ

更に、研究系統ごとの代表的な研究を取り上げて概観する。これら検証により総合商社研究の系統を整理し、最後に総合商社研究の課題について提示する。

### 第 3 節 総合商社研究における総合商社の定義

総合商社は、その時々を経済環境及びその要請に対応して、事業内容や提供する機能を変化させてきている。

先行研究において、総合商社の定義に関する議論は多数あり、研究系統の種類に関わらず、密接に総合商社に関する議論と結びついていることから、本節では、研究の対象となる総合商社がどのように定義されているかについて確認しておく。

まず、総合商社自身が自らの業容を対外的にどのように説明しているのかを確認する。

総合商社が加盟する業界団体である日本貿易会（2020）は、以下の機能をもって総合商社を定義している。

- ① 商取引機能
- ② 情報・調査機能
- ③ 市場開拓機能
- ④ 事業開発・経営機能
- ⑤ リスクマネジメント機能
- ⑥ ロジスティクス機能
- ⑦ 金融機能
- ⑧ オーガナイザー機能

又、総合商社大手5社（三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、住友商事、丸紅）が2018年度有価証券報告書に記載している自社事業の説明を比較すると表4-1の通りである。

表 4-1 総合商社各社の自社事業の説明

三菱商事	当社グループは、国内外のネットワークを通じて、エネルギー、金属、機械、化学品、生活産業関連の多種多様な商品の売買や製造、資源開発、インフラ関連事業、金融・物流事業を行うほか、新エネルギー・環境分野等における新しいビジネスモデルや新技術の事業化、全産業を俯瞰する総合力を活かした各種サービスの提供など、広範な分野で多角的に事業を展開しています。
三井物産	当社及び連結子会社は、総合商社である当社を中心として全世界に広がる営業拠点とその情報力を活用し、世界各地の販売先及び仕入れ先に対する多種多様な商品の売買及びこれに伴うファイナンスなどに関与し、また、国際的なプロジェクト案件の構築などに取り組んでいます。鉄鋼製品、金属資源、機械・インフラ、化学品、エネルギー、生活産業、次世代・機能推進などの分野で商品の販売、輸出入・外国間貿易及び製造を行うほか、リテール、情報通信、技

	術、輸送、ファイナンスなどの総合的なサービスの提供、更にはエネルギー・鉄鋼原料などの資源開発事業、また、IT、再生可能エネルギー、環境関連事業に代表される新分野への事業投資などの幅広い取組を展開しています。
伊藤忠商事	当社グループ（当社及び当社の関係会社）は、多種多様な商品のトレーディング、ファイナンス、物流及びプロジェクト案件の企画・調整等を行う他、資源開発投資・事業投資等の実行を通して各種機能・ノウハウ等を培い、かつ保有しております。これらの総合力を活かし、幅広い業界並びにグローバルなネットワークを通じて、7つのディビジョンカンパニーが、繊維や食料、住生活、情報・金融等の生活消費分野、機械や化学品、石油製品、鉄鋼製品等の基礎産業分野、そして金属資源、エネルギー資源等の資源関連分野において、多角的な事業活動を展開しております。
住友商事	当社グループは、長年培ってきた信用、国内外のグローバルネットワーク、あらゆる分野の取引先とのグローバルリレーション、知的資産といったビジネス基盤と、ビジネス創出力、ロジスティクス構築力、金融サービス提供力、IT 活用力、リスク管理能力、情報収集・分析力といった機能を統合することにより、顧客の多様なニーズに応え、多角的な事業活動をグローバル連結ベースで展開しております。
丸紅	当社及び連結子会社は、国内外のネットワークを通じて、食料、生活産業、素材、エネルギー・金属、電力・プラント、輸送機、その他の広範な分野において、輸出入（外国間取引を含む）及び国内取引の他、各種サービス業務、内外事業投資や資源開発等の事業活動を多角的に展開しております。

出所：各社 2018 年度有価証券報告書

各社が言及している項目・内容は概ね類似しており、整理すると表 4-2 の通りになる。

表 4-2 総合商社自らが定義する自社事業の説明

① 国内外のネットワーク、情報力
② 多角的な事業分野
③ 多様な提供機能・サービス
④ 事業投資、資源投資、金融サービス

これら総合商社各社自らの定義を再構成すれば、総合商社とは「国内外



のネットワークからの情報力を駆使し、多角的な事業領域で事業投資や金融手法なども用いて多様な機能提供・サービス提供を行う企業体」と定義できよう。

日本貿易会が例示する機能も上記も、株主や社会も含めた広義のステークホルダーに向けたものであり、自己宣伝的な誇張要素を含む可能性について考慮しておくべきであろう。

これら総合商社自身の定義に対し、学術研究において総合商社はどのように定義されているかを確認する。

田中(隆) (2012) は、明確に定義づけることは難しいとしつつ、総合商社の定義の代表的な例として川辺 (1991) の定義を挙げている。川辺は専門商社との比較を念頭に総合商社の特徴を以下の通り整理している。

- ① 取引商品が多種類にわたること
- ② 国内および海外に多数の支店・出張所を持ち、その取引分野が国内商業・輸出入貿易および三国間貿易（外国間貿易）にわたること
- ③ 取引高が巨大であること
- ④ 一方で、機械・技術・原材料を産業に提供し、他方ではその製品のための市場を開発するという活動を通じて、産業に対するオーガナイザーの役割を果たすこと
- ⑤ 一手販売権の獲得などのために資金の供与によって、多くの子会社・関係会社を持ち、持ち株会社の性格を備えること
- ⑥ 近代的経営管理システムを有すること

この文脈における近代的経営管理システムとは、吉原 (1987) によればリスク管理システム、国内・海外支店をカバーするグローバルな情報の収集・分析・伝播のシステム、管理会計のシステム、人材の採用・育成・配置転換などの人事管理システムの他、本国本店と国内、海外支店の権限、役割、コミュニケーションのラインなどを規定するグローバルな組織構造

などを指す。

尚、田中(隆) (2012) は、総合商社の定義は、その発生過程を研究目的とした戦前の総合商社を対象にした研究と、その発展を研究目的とした戦後を対象とする研究において異なると指摘し、戦後を対象とした総合商社の研究においては、川辺の指摘を例に、単なる商品・地域の多様性のみならず、④⑤などの貿易業務以外の機能や、⑥の組織・体制の充実度を重視している、としている。

ここで川辺の定義と前項で検討した総合商社自身の定義と比較すると、相互に共通する部分が多いが、「市場開発」「持ち株会社の性格」「近代的経営管理システム」という項目は総合商社自身の定義にはない表現であり、外形的な機能のみならず、総合商社の質的特性を捉えた定義も含んでいる。

#### 第4節 先行研究における総合商社研究の系統

本節では総合商社研究の系統、アプローチについて概観する。総合商社研究の分類形態は、研究者ごとに異なる視点・見解があり、一般化された分類というものは存在せず、各研究者により独自の整理が行われているのが現状である。以下では代表的な研究系統の分類例を見ていく。

田中(隆) (2012) は総合商社の研究を以下のように整理している。

- 戦後盛んになった総合商社研究は、概念としては戦後確立した総合商社というものの原型を戦前に求めるという形でまず行われた。  
「なぜ日本だけに総合商社が成立したか」という問題への回答を、戦前の「総合商社」(特に三井物産) 研究に求めた。
- 総合商社の定義は戦前を対象とする場合と戦後を対象にする場合で、その内容に違いがある。戦前は「あらゆる種類の商品をいかなる地域とでも取引する商社」のような商品と地域の多様性に求め、他方、戦後の総合商社を対象とした研究では、総合商社の「総合」の意味が、単に商品と地域の多様性だけでなく、それ以上を含むと

した。

岩谷・谷川（2006）は、総合商社研究の学問的体系化が他の分野に比べて遅れをとっているのは、総合商社が外国とは異なる独特の経営形態を有するがために、海外の優れた研究成果がそのまま応用しにくいことも一因にあるかもしれない、しかし、何よりも大きな研究上のネックは、考察のベースとなる総合商社の実態が容易に把握できないことにある（中條1994）との指摘を引用しつつ、総合商社の研究には以下の4つの視点があると提示した。

- ① 歴史的視点
- ② 機能的視点
- ③ 現代的・近未来的視点
- ④ 国際的視点

また埤下（2015）は、総合商社論は着地点が見えないと指摘した上で、総合商社に関する先行研究を以下の5つに分類した。

- ① 経済史的アプローチ
- ② 産業組織論的アプローチ
- ③ 経営史的アプローチ
- ④ 流通論的アプローチ
- ⑤ 財務分析を中心としたアプローチ

埤本（2015）によれば、経済史的アプローチとはマルクス主義経済的側面から商業資本として総合商社を捉え、商業資本は付加価値を生むものではない、という見解に基づくものであり、その後の商社斜陽論、商社不要論の理論的な背景になったと指摘している。

産業組織論的アプローチは、産業組織論あるいは企業集団の観点で総合商社を分析した研究とし、取引コスト理論によって商社の成立を説明した土井（2006）の研究を紹介している。他方、企業集団と総合商社の関係

に関する議論は、奥村（1994）の研究を紹介しつつ、その後の総合商社の危機的状況や都市銀行再編などから多少過大評価であったと評価した。

経営史アプローチは、中川（1967）を初期段階での先駆者として紹介し、森川（1971）の「人材フル稼働仮説」、米川（1983）の「生き残りのための革新的企業活動説」など、歴史的な諸条件や発展過程の研究を通じ、歴史的論理として、成長を持続しようとする限り総合化する、という見解が得られたとしている。

流通論的アプローチでは、島田（1990）の商社商権論を紹介し、主要な取引先との間の安定した取引関係は、特に産業財の場合、取引先変更コスト（Switching Cost）の問題があり容易に解消できないこと、そこでさらに総合商社側の地位の安定を目指して商権が求められていることを示した、とした。

財務分析を中心としたアプローチは、孟（2008）を代表例に、決算資料に基づき営業利益と総合商社の事業投資収益を比較して収益構造基盤の変化からビジネスモデル変化を分析した研究を挙げている。

以上の先行研究における総合商社研究の系統分類を踏まえ、本研究では岩谷・谷川の定義を基盤としつつ、独自の研究系統の分類として以下を定義し、各々のアプローチの特徴について確認していく。

- （1）歴史研究アプローチ
- （2）機能・ビジネスモデル研究アプローチ
- （3）事例研究・事業創造研究アプローチ
- （4）国際ビジネス研究アプローチ

尚、それぞれの研究アプローチは排他的な関係ではなく、研究の中では複数のアプローチを採用し、組み合わせていることもあるが、個別論文の分類にあたっては各研究の代表的要素から分類を行っている。

## 第1項 歴史研究アプローチ

岩谷・谷川の定義に従えば、「なぜ総合商社が登場して、成長することができたのか。その商社成長システムを探る」アプローチである。これは、田中(隆) (2012) が概観した戦前の総合商社を対象に総合商社成立の検討を行った研究や経営史 (business history) の視点での研究を包含する。

経営史は、1920年代にハーバード・ビジネス・スクールの Gras が切り拓いたとされる。経営史は企業経営の歴史を社会経済的な諸条件の変遷に即して考察するのではなく、企業内部の諸組織、諸機能に即し、経営政策、経営指揮、経営統制などビジネス・アドミニストレーションそのものを研究するという立場である (中川 2014)。

本研究ではこれら研究系統を包括し、**歴史研究アプローチ**と呼称する。

## 第2項 機能・ビジネスモデル研究アプローチ

岩谷・谷川の定義に従えば、機能論アプローチは「戦後には、いくつかの商社が総合化して、日本経済の発展を支えることになった。これを可能にした商社サービス (特に取引コスト節約) の特質を捉える」研究である。経済的な合理性の観点からの総合商社機能の検討と言えよう。

機能論の視点で言えば、現代的にはビジネスモデルの概念も含んでよいと考えられる。入山 (2015) は、経営学においてビジネスモデルについて完全に定まった定義はないが、Amit and Zott (2001) が以下のように定義している例があると指摘している。

「ビジネスモデルとは、事業機会を生かすことを通じて、価値を創造するためにデザインされた諸処の取引群についての内容・構造・ガバナンスの総体である。」

また、Amit and Zott は、ネット系企業を分析した結果として、「価値を創造するビジネスモデル・デザイン」の条件を帰納的に以下の4つを導

出している。

- 効率性 (Efficiency)
- 補完性 (Complementarity)
- 囲い込み (Lock-in)
- 新奇性 (Novelty)

以上を踏まえて、Amit and Zott の定義に従い、本研究においてビジネスモデルとはビジネスの内容（事業内容）・構造（組織構造）・ガバナンス（経営）を対象とするデザインであり、ビジネスモデルの研究とは上記 4 条件を確認する研究と定義して論を進めていく。岩谷・谷川の機能論の定義は効率性、補完性、囲い込み、新奇性に関するものであり、上記ビジネスモデルの定義と整合する。

一方で、総合商社は、資金調達における外部格付け機関の影響力増加に伴って、1990 年代後半からリスクマネジメント体制を強化し、株主重視の経営戦略を採った。これらは他日本企業に先駆けた戦略であり、これらの先導的な取り組みは注目を集めた。これを背景として強化された経営機能としてのリスクマネジメントを対象として研究が行われることとなったが、リスクマネジメント研究も機能論での研究と分類できよう。

本研究ではこれら研究系統を包括し、**機能・ビジネスモデル研究アプローチ**と呼称する。

### 第 3 項 事例研究・事業創造研究アプローチ

岩谷・谷川は「歴史が現在の総合商社の戦略と組織に、どのような影響を与えるのか、総合商社論の関心事は、常にコンテンポラリーなところに集まるため、いまがどうであって、これからどうなるのか」を見ていくことの重要性を指摘している。

総合商社は絶えず新規事業領域への進出を図っており、それらの事例研

究、時代の変化や新たな市場の出現に対応したイノベーションや総合商社の機能進化への産業界の興味は高く、それらを対象にした研究が多数存在する。

本研究ではこれら研究系統を包括し、**事例研究・事業創造研究アプローチ**と呼称する。

#### 第4項 国際ビジネス研究アプローチ

岩谷・谷川によれば、「現地国からの商社排除によって、総合商社は本格的に国際化に取り組み出した。その際、商社成長システムを現地でも通用できるために、打ち出さないとなくなかった経営政策について取り上げる」アプローチが必要であると指摘している。

これは国際ビジネス研究における多国籍企業（multinational enterprise : MNE）の企業行動、具体的には海外進出時の意思決定や戦略に関する研究を意味しよう。

本研究ではこれら研究系統を包括して、**国際ビジネス研究アプローチ**と呼称する。

#### 第5項 いわゆる「商社不要論」

総合商社は1960年代から、いわゆる「商社斜陽論」「商社不要論」「商社冬の時代」といった逆風の言説がたびたび流布されてきた。学術的な観点でこれら言説がどのように研究されてきたのか確認する。

日本貿易会の資料（2020）によれば、1960年代の「商社斜陽論」、石油ショック前後の「商社批判」「商社無用論」、1970年代後半～1980年代前半の「商社・冬の時代」、1990年代の「商社崩壊論」「IT革命下の商社不要論」と、サイクリカルに総合商社への批判が浴びせられてきたとしている。

口火を切った御園生（1961）の論文は経済誌エコノミストに掲載された記事である。御園生はその後同誌や一般雑誌に総合商社批判記事を発

表しているが、同様の主旨での経済学・経営学等社会科学系学会誌への論文投稿は確認できておらず、商社斜陽論が学術的な総合商社研究の範囲内と捉えられるかは改めて判断される必要があるだろう。(御園生は研究実績・論文から判断すれば独占禁止政策、産業組織論の専門家である)。

一方でこれらは、当時産業界にくすぶっていた総合商社への各種の批判が言説として顕在化したことは事実であろうと推測され、またこれら批判にこたえる形で総合商社が自らの事業形態・ビジネスモデルを変革させてきたのは確かであり、実務的な意味合いは大きかったのは間違いなからう。

以上を踏まえ、いわゆる「商社斜陽論」「商社不要論」などの言説は総合商社の(2)機能・ビジネスモデル研究アプローチや(3)事例研究・事業創造研究アプローチにおける影響因子であるという認識は持ちつつも、本研究においては、独立した研究系統とは分類していない。

## 第5節 総合商社研究の定量的分析

総合商社に関する研究論文はどの程度あり、過去からどのように推移し、どの研究アプローチが多いのか、を確認するために、国内外の研究論文の数、発表年から定量的分析を試みる。

### 第1項 使用データ

Google Scholar が対象とする検索可能な文書、具体的には論文・書籍・雑誌記事(本節においてはこれらを論文と定義する)を対象とする。

総合商社研究とカウントする論文は、キーワードとして、国内研究は「総合商社」、海外研究は「Sogo Shosha」が登録されており、学術的貢献を考慮して他論文からの引用数が1件以上の論文を対象とした。データ総数は国内研究が138件、海外研究が514件である。また、研究アプローチの判別については、タイトル乃至アブストラクトの記載から分類している。



## 第2項 国内研究

日本語論文（キーワード：総合商社）の研究系統ごとの集計結果を表4-3、および、発表された年の推移を図4-1に示し、時代背景が分かるように、経済環境や重要な歴史的出来事を追記してある。尚、研究系統の集計にあたっては、4つの研究系統に当てはまらない論文を除外しており、総計とデータ総数は一致しない。

件数で一番多いのは事例研究・事業創造研究アプローチ（31.6%）で、それに機能・ビジネスモデル研究アプローチ（29.4%）、歴史研究アプローチ（26.5%）が続く。概ね拮抗しており、これら3系統がバランスよく研究されていることが分かる。

年代的な傾向についても確認した。年ごとの分布は図4-1の通りとなっている。1970年代以降、概ねコンスタントに論文が発表されているが、過去2回、1997～1999年と2005～2006年に総合商社研究の盛り上がりがあったことが分かる。

表 4-3 研究系統ごとの件数（総合商社）

研究系統	件数	構成比
歴史研究	36	26.5%
機能・ビジネスモデル	40	29.4%
事例研究・事業創造	43	31.6%
国際ビジネス	17	12.5%
総計	136	

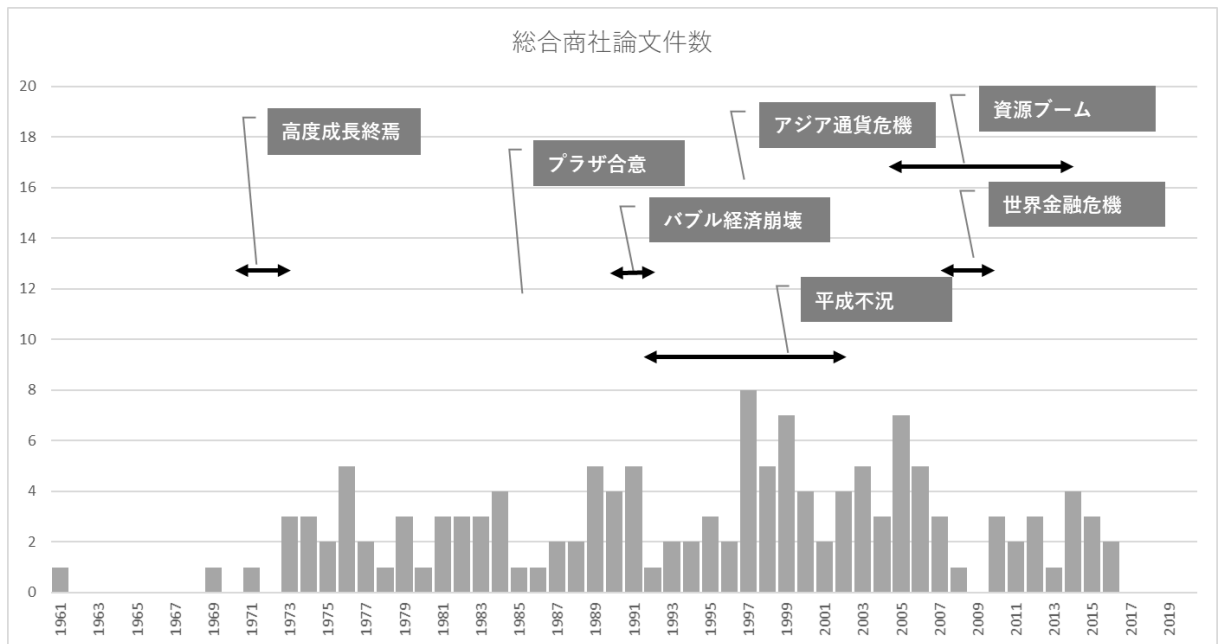


図 4-1 総合商社論文件数（キーワード「総合商社」）

1997～1999 年は総合商社がバブル崩壊後の低迷から不良資産の整理を行い、リスクマネジメント体制を整えていく時期に重なる。

2005～2006 年は、中国の経済成長に伴う資源ブームにより総合商社の収益が伸長していった時期であり、総合商社のビジネスモデル転換が進んだ時期と重なる。

これら外部環境を背景として、総合商社研究が盛り上がりを見せたものと推測される。

### 第 3 項 海外研究

同様に海外での論文傾向を確認した。Google Scholar においてキーワードとして「Sogo Shosha」を含む論文の研究系統ごとの集計結果を表 4-4、および、発表された年の推移を図 4-2 に示す。尚、研究系統の集計にあたっては、国内研究同様、4つの研究系統に当てはまらない論文、英語以外の論文は除外しており、総計とデータ総数は一致しない。

海外での「Sogo Shosha」をキーワードとする研究の総数が国内よりも

表 4-4 研究系統ごとの件数 (Sogo Shosha)

研究系統	件数	構成比
歴史研究	34	8.9%
機能・ビジネスモデル	106	27.7%
事例研究・事業創造	152	39.8%
国際ビジネス	90	23.6%
総計	382	100.0%

多い点に興味深い。総合商社は日本に独特な事業形態であり、総合商社研究は日本固有の研究と思いがちであるが、海外研究者からも総合商社への興味が高いことが分かる。

件数で最も多いのは、国内研究同様に、事例研究・事業創造研究アプローチ（39.8%）で、それに機能・ビジネスモデル研究アプローチ（27.7%）となるが、国内研究とは異なり、3番目に多い系統は国際ビジネス研究アプローチ（23.6%）で、歴史研究アプローチは4番目（8.9%）となっている。

年代的な傾向を把握するための年ごとの分布は図 4-2 の通りとなっている。

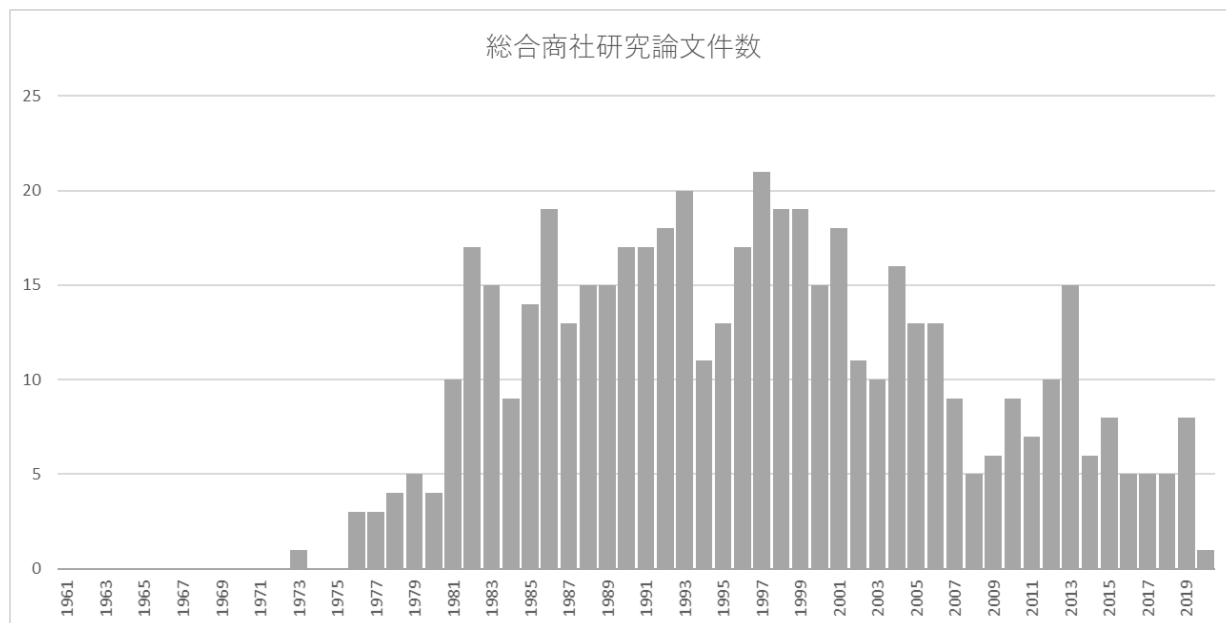


図 4-2 総合商社論文件数 (キーワード「Sogo Shosha」)

海外研究では 1970 年代～1990 年初頭までに順調に論文件数が伸び、再度 1990 年後半に同レベルまで盛り上がるが、2000 年以降は現在に至るまでピーク時の 1/4 程度まで漸減している。

この時代背景としては日本のバブル経済期あるいは日米貿易摩擦に代表される日本経済絶頂期、いわゆる「ジャパン・アズ・ナンバーワン」の時代に、輸出の先兵としての総合商社の活動に注目が集まっていたことが推測される (Shao and Herbig 1993)。また、1982 年に米国連邦政府は貿易赤字解消を目的に日本の総合商社をモデルとした貿易促進政策 The Export Trading Company Act を推進し、後に失敗に終わったが、同政策の評価において総合商社を比較対象とする研究事例 (Amine et al 1986) が多数あり、海外研究において事例研究・事業創造アプローチ数が多くなっている一因ともなっている。海外研究は国内研究同様 1990 年末に掛けて再度盛り上がりを見せるが、その後は低調である。

海外研究者からの総合商社への注目度合いは、概ね日本経済への注目度合いに連動しているものと観察される。

#### 第4項 国内・海外研究の比較

国内研究・海外研究の年次推移や研究系統を比較すると表4-5の通りとなる。

国内研究において歴史研究が多いのは、日本に独特な事業形態である総合商社の成立過程を研究することで、日本型経営や日本経済の源流をたどるといふ研究上の意図が働いていると考えられる。一方で海外研究では、前項で概観したように、日本経済絶頂期に、日本経済の強さを分析するための事例研究、機能・ビジネスモデル研究、国際ビジネス研究が盛んであったと考えられる。

表4-5 国内・海外研究の比較

	国内	海外
研究の盛り上がり時期	1990年代末 (総合商社経営危機期) 2000年代中盤 (構造改革後・資源ブーム期)	1980年代～1990年代始め (日本経済絶頂期・バブル経済期) 2000年代初頭 (構造改革後)
論文傾向	安定的・継続に研究が行われている	近年は低調
研究系統	歴史・機能・事例がバランス。 国際ビジネスが少ない	事例が最も多い。国内研究と比して国際ビジネスが多く、歴史が少ない。

## 第6節 総合商社研究の系統ごとの代表的研究

本節では、総合商社研究の系統ごとの代表的な研究について、前項の研究分類に従って概観する。

### 第1項 歴史研究アプローチ

なぜ日本に総合商社が誕生したのかという問いは、従来多くの研究者が取り組んできたテーマである。

中川（1967）は、かつて日本においては貿易を仲介する専門的な業者が存在しなかったため、貿易業者自らが外国為替、海上保険、海運事業などの補助的な業務を兼営しなければならず、それが故に、補助的業務をも営むことができる大企業にならざるを得ず、大企業として成り立つために、多様な商品を大量に輸出入しうる総合商社として発展した、と説明した。これに対して、森川（1976）は、後進国日本が発展させねばならなかった事業分野がきわめて広範だったのに対して、企業者資源は限られていたため、「人材」をフルに活用しなければならず、また教育レベルの高い高価な人材をフルに稼働させ人件費を吸収するためには、取扱商品、地域、あるいは貿易外業務の多様化、すなわち総合化が必要だったと説明した。これは前出の通り「人材フル稼働仮説」と称されるものである。

また、米川（1983, 1985<sup>6</sup>）は商社の歴史的論理としては、成長を維持しようとする限り「総合化」せざるを得ないし、実際には欧米にも総合商社が存在したが、欧米には「総合化」を促進させない条件があったのに対し、（最初の総合商社である）三井物産には貿易業務のノウハウ、経営の人材、企業形態と組織という三つの要素が相互に絡み合って、総合商社の形成に適合した特異な主体的・客観的条件があったと論じた。更に橋本（1998）は、主体的な条件に適合した革新的企業者活動や、「人材」の育成、活用、評価、登用といった側面の分析を重視して総合商社の成立を説

---

<sup>6</sup> Yonekawa (1985)

明した。他にも、リスク低減と規模の経済（Yamamura 1976）などの仮説が提示されている。

歴史研究アプローチは事例研究を手法として採ることが多い。例えば、川辺（1981）は戦前の総合商社の在米支店活動の事例として三菱商事サンフランシスコ、シアトル両支店を取り上げ、役割、活動、発展過程を追うことで、総合商社の存立基盤を探った。

田中(隆)（2012）は、経済史学系と経営史学系に分け、経済史分野における研究は、典型的な資本主義、つまりイギリスで発展したそれに対し、後発である日本資本主義の特殊性を解明する、という立場に立ち、その一環として日本に特殊な経営体である総合商社の存在を説明した。更に、経営史分野における研究としては、森川の「人材フル稼働仮説」、米川の「生き残りのための革新的企業活動説」、山崎（1987）の「総合化の論理」らを挙げて総合商社の成立条件、存続のポイントが明確化されたとし、これらを先行研究として評価している。

また、Jones（2001）は英国多国籍商社の歴史的変遷を追う中で総合商社を対比させて比較検討している。

## 第2項 機能・ビジネスモデル研究アプローチ

機能・ビジネスモデル研究アプローチには、複数の理論的説明が提案されているが、代表的な手法について以下の通りサブカテゴリーに分けて概観する。

### a. バリューチェーン・商権分析からのアプローチ

田中(彰)（2012）は、資源開発輸入が総合商社化の鍵であったと指摘した。資源開発機能が総合商社固有の機能であり、それを果たしうるかどうかは総合商社化の試金石であったとし、原燃料輸入の分野が日本の産業連関の上流にあたり、それを押さえることが、顧客関係の連鎖をたどって中間財、製品の商権に波及していくことになる、と論じた。ここで使われて

いる産業連関とは、現代的にはバリュー・チェーンと同義と解釈できるであろう。また田中は資源開発機能が総合商社化の試金石となった理由として、大規模開発輸入プロジェクトはコーディネーターとなるべき商社に対して高度な機能を要求し、それに対して総合商社は情報網や取引ネットワークを駆使して、必要な企業を組織し、資機材を手配し、多方面の調整にあたりるとともに、売り手である鉄鋼企業になりかわって投融資の主体となり、プロジェクト遂行に多大な貢献をしたことが、総合商社の多角的かつグローバルな事業システムを背景とした複合機能、総合商社固有の機能を育んだと主張した。

榎本（2012）は、総合商社は総合事業会社に転換したとし、製品・サービスの「サプライ・チェーン」を活動舞台として、「サプライ・チェーン」における収益機会を主要製品のトレーディング以外にも増やすとともに、トレーディングと事業投資の有機的な連携により「サプライ・チェーン」に対するコントロール力を強め、「サプライ・チェーン」自体の成長を図るビジネスモデルを“Value Chain Design”モデルと称し、同モデルが前提とする市場の条件について説明した。

## **b. 取引コスト理論からのアプローチ**

三宅（2014）は、製造業と異なり、総合商社はサービス業の一業種であることから他の企業との企業間関係が特徴づけるとし、他の企業との取引、あるいは取引相手となる他企業があってはじめて付加価値発揮の機会が得られる、と論じた。このことから、企業間関係のあり方にこそ、総合商社のビジネスの本質がある、と指摘した。その上で三宅は、互いに欠けている資源を補う相互補完性をベースとした、資源依存関係に対処するための調整手段として「中間組織」が存在するとし（資源依存パースペクティブ）、Coaseの流れを汲む取引コスト経済学の組織間関係論への応用として、取引が権限によって調整される「階層組織」と「市場」の選択の問題を取引コストの観点で取り扱うことができる（取引コストパースペクテ



イブ)とした。近年の企業間の提携は、ライセンス契約、合弁事業、連携グループ形成といったさまざまな形態をとりうるが、いずれも純粋な arm's length の単発の市場取引でもなければ、単一企業内の取引でも無いという意味で「中間組織」による取引である、とし、その担い手として総合商社を位置づけた。また三宅は今井ら(1982)が、日本における「中間組織」の重要性を主張し、経済のインターフェースの技術は市場取引と組織内連結だけではなく、資本的な結びつきによる企業間関係や下請けも、また役員派遣等による企業間の人的結合もインターフェースの方法である、と指摘している。

奥村(1994)は、総合商社を「集団内取引の結節点」とし、日本の企業集団は総合的な産業体系を持ちつつも中心は重化学工業にあるとして、同産業分野の特徴として迂回生産と「規模の経済」の2点をあげた。また、日本の大企業の特徴として、特定の産業分野の中でも販売や輸送などを外部の他企業にまかせ、製造分野でもまた多くの下請企業を使うことで専門化し、外部化していると指摘した。

岩谷・谷川(2006)は、総合商社は日本経済の取引コストを「もったいない」精神で節約してきた、と形容している。

土井(2006)は、戦後、メーカーは、商社利用による取引コストが商社を利用しないで自前で解決を探るときの取引コストより低いため商社を利用することを選択したとしつつ、一方で取引コストは商社の成立は説明できるが、成立後の、革新的、進化的組織としての発展と競争優位を必ずしも十分に説明できないとし、総合商社の成立と発展を説明できず、取引コストによる総合商社の説明には限界があると指摘した。

### **c. ビジネスモデル・経路依存性分析からのアプローチ**

孟(2008)は、企業の新たなビジネスの発展の程度や方向性は、過去の成長経験によって制限される傾向があるとし、企業の活動領域や将来の方向性は、まったく自由に選択され生成されるものではなく、その根底に

ある過去の経験や成功によってある程度特徴付けられると説明している。新たなビジネスモデルを築くにしても、時間の経過の中で、その企業が迎ってきた一定の「組織ルーティン」(Winter 1988)に大きく依存する、として、総合商社のビジネスモデルに経路依存性が存在することを指摘した。

また、総合商社の場合は、それがどのような業態にでも比較的低いコストで転換できるという強みを持ちながらも、過去の経路に依存することから、自由に転換できるわけではない、とし、利用可能な選択肢の幅が、予め存在する構造の形態によって定められていることから、総合商社のコア機能から付加価値の源泉となるソリューション提供部分を見出すことを通じて、ビジネスモデルをデザインしなければならない、と指摘した。そして、長い成長過程において、経営資源が蓄積されるとともに、総合商社の特殊的優位としてのコア機能が内生的に革新され、進化してきたため、(今後は)それに基づいた新たなビジネスモデルを構築する必要がある、と論じた。

#### **d. リスクマネジメント能力分析からのアプローチ**

総合商社は1990年代のバブル崩壊後、アジア通貨危機で経営危機を迎えたが、その後いち早くリスクマネジメント体制を強化させ、不良資産を切り離し、事業採算性の評価を厳格化、高い格付けを獲得して復活したという経緯がある。

これらリスクマネジメント能力の研究例としては、瀬・塘・浅田(2016)が三菱商事の事例を対象に、事業計画の立案、コミット方法、事業のポートフォリオ・マネジメントについて分析している研究がある。

#### **e. 組織・人材研究からのアプローチ**

総合商社は、日本・海外にネットワークを張り巡らし、世界中で事業活動を行っていること、また人事ローテーションも多様であることから、組織・人材研究の対象としてもよく取り上げられている。

中村（2012）は、総合商社の組織構造には独自の特徴があるとし、その組織構造の三つの組織要素を以下の通り説明している。

- ① 多元的な事業部門。取り扱う商品やサービスの種別・市場別に、相対的な独立性をもった事業部制をとっている。この事業部門のもとに、具体的な個々の事業を推進するために、いくつもの関係会社を所有しコントロールし、それらを事業会社と呼んでいる。
- ② 事業部門をまたがって全社を対象とした管理部門。経理、人事、広報、総務などの機能的組織の形態でコーポレート・スタッフ部門と呼ばれることもある。
- ③ 全世界に網目をめぐらした海外拠点。各事業部門が海外に持つ現地法人と、事業部門を超えた全社的な性格の海外拠点がある。特に重要なのは後者で、会社の組織構造上、社長に直属して「海外店」と呼ばれて、全世界の各地域に展開している。その多くが法人格をもつ。ここで、事業部門出身の駐在員が勤務して、総合商社のグローバルな事業を推進することになる。どの事業部門から駐在員が送られてくるかは、地域ごとの業務の種類と多寡による。総合商社では、事業部門をまたがった全社的な管理部門のなかに、「市場業務部」「業務部」といった名称で地域ごとの事業特性を把握する部署があり、グローバル展開のために情報を集約する役割を果たしている。こうした全世界を網羅する特徴的な組織形態を、ある総合商社の市場業務部チーフは、「商社のインフラ」という的確な比喻によって表現している。

加えて中村は、グローバル展開をしているメーカーとの比較において、地域特性を越えて全世界に巡らされた営業と情報のネットワークは、総合商社に独自のものと指摘している。

また、政岡（2006）は、総合商社の非総合性という概念で、総合商社では事業部の独立性が強く、実際は機能的総合性が希薄となっていると指摘し、その理由として、商品事業部制を引いている組織、予算管理及び与

信管理、俗称“背番号制”による人材配置を行う人事管理などを挙げている。

### 第3項 事例研究・事業創造研究アプローチ

総合商社は、例えば情報通信革命など時代の変化を捉えて新しい事業領域にいち早く参入し、事業を確立しているケースが多く、次世代の事業創造者として総合商社を研究対象とするアプローチがある。

総合商社は各種業種業態に参入していることから、業界参入の事例研究などで取り上げられることも多い。

島田（2000）は、事例研究として畜産物関連ビジネスを対象として、食品の流通から総合商社のフードバリュー・チェーンへの進出形態の研究を示した。

加藤（2018）は、食品・小売部門の取り組み事例を取り上げ、総合商社が有する内部資源の強みを食品・小売向けに活用し始めていると指摘した。

また、新規事業創出、イノベーションの事例として、杉野（2005）はITによる流通革命の中で総合商社の電子商取引戦略を対象とし、孟

（2006）は、総合商社におけるナノテクビジネス分野への取り組みを対象として新規事業・新産業創出における総合商社の役割について論じている。

埜本（2017）はマーケティングの観点から、総合商社の本質はビジネス創造にあり、価値共創型企業システムとしての総合商社の存在を明らかにした。

Palepu（2020）は、三菱商事がシリコンバレーで行っているオープンイノベーション活動 M-Lab を取り上げ、総合商社のイノベーションから多国籍企業におけるイノベーション・マネジメントのあり方の示唆を与えるケース教材を提供した。

#### 第4項 国際ビジネス研究アプローチ

総合商社はいち早く多国籍企業化した日本企業であり、研究論文の絶対数は他の研究系統と比べて多くはないものの国際経営の対象として早い段階から取り上げられている。

先導的研究としては塩田（1976）が総合商社が多国籍企業として日本独自のモデルを打ち立てることに期待を示し先導的な発表を行った。また、Delios and Beamish（1999）や三宅（2014）は総合商社の海外投資戦略、進出形態について論じている。

国際研究ビジネス分野において、1980年代から1990年代前半にかけて、小島・小澤（1984a, 1984b<sup>7</sup>）とレディング学派のBuckley（1985）らとの間で総合商社を題材に日本型FDIについての論争があった。小島・小澤は国際経済学の立場から国際貿易と直接投資の統合を試み、大手商社9社からの約1500のデータや三井物産へのヒアリングを土台に、国際分業の立場から総合商社の機能を「空間と時間の仲介役」と称し、総合商社によるFDIは統制の内部化を優先する伝統的な多国籍企業のそれとは大きく異なる形態であって、新しい投資形態であるとして「日本型直接投資」と評価したのに対し、Buckleyはレディング学派の特徴であるOLIパラダイムと内部化理論をベースに、企業には市場の失敗を内部に取り込むインセンティブがあり、内部化こそが企業の国際化を説明する最大要因として、総合商社もそれに従ったものであり、比較的未発達な資本市場を背景に持った日本ゆえに総合商社が登場した主張した。伊田（2010）はこれら論争を振り返り、小島・小澤が指摘した総合商社の国際分業の役割や、組織を肥大化される巨大メーカー（従来型多国籍企業）とは異なった情報をベースにアレンジする直接投資は、今日的理解では、外部経済効果を伴った「ネットワーク経営」であり、同時にBuckleyの解釈した「総合商社の内部性」は、今日では「ネットワーク外部性」と呼ばれる現象とコインの裏表という関係とも理解でき、小島・小澤の先見性に焦点が当てられ

---

<sup>7</sup> Kojima & Ozawa (1984b)

るべきと評価している。

## 第7節 総合商社研究の課題および総括

以上の通り、多様な事業を傘下に持ち、グローバルに活動し、また時代と共にビジネスモデルを進化させ、新しい事業を創造してきた総合商社の研究アプローチについては様々な形態がある。包括的に総合商社を定義づけ、ビジネス構造を明らかにするのは容易ではなく、総合商社の多様さを考慮すると一つの研究アプローチで総合商社を明らかにすることは難しく、様々なアプローチを組み合わせていく必要がある。

日本的経営の意味、特徴を捉えるために、日本に独特な事業形態である総合商社に光を当てる試みは自然な着眼であり、歴史研究アプローチで盛んに研究されてきたということ自体に合理性はある。

そして、総合商社は時代の変遷と共に、事業構造・ビジネスモデルを変化させてきており、その過程で機能やビジネスモデルに着目し、存在意義を確認するというステップに進んだのも自然な流れと言える。

他方、総合商社研究は、日本の独自性に目を奪われ過ぎた面も否めない。そして、手法としては観察を通じた事例研究、それに基づく規範的分析に偏重してきた。

総合商社は日本にしかなく、また総合商社と言える会社も合併などを経て会社数は減少しており、実証的分析を容易に当てはめられるものではないが、実証分析が皆無と言ってよい状況は世界的な経営学研究の動向から見ても寂しい状況である。

また、日本企業の国際化・多国籍企業化が進む中、国際ビジネス研究の観点でいち早く多国籍企業になったと指摘される総合商社の研究が少ないことも課題であろう。

これらを踏まえると、総合商社研究を多国籍企業として捉え、国際ビジネス研究の諸理論を当てはめて総合商社の機能・役割・戦略を分析してい

くことに学術的な価値が見出せるものとする。また、従来研究は歴史研究アプローチにより歴史の変遷を辿り、あるいは機能・ビジネスモデル研究アプローチにより機能を分解して総合商社を説明するという手法が主流であり、財務データ以外のデータを用いた統計分析、実証分析が皆無である点も総合商社研究の課題と考える。

これらの課題認識を踏まえ、今後、国際ビジネス研究の諸理論を総合商社に適用し、総合商社のビジネスモデルをモデル化して、統計を用いた実証分析により総合商社のビジネスモデルの変化を捉える研究を模索していきたい。

## 第 8 節 本章のまとめ

本章は、総合商社に関する先行研究を定量的、系統的に検討することで RQ に答え、その結果として総合商社研究の課題を明らかにすることを目的とした。

具体的には、総合商社研究の系統を 4 つに整理した上で、国内・海外の総合商社に関する論文の系統ごとの件数、時代変遷に関して定量的な分析を行った。

更に、研究系統ごとの代表的な研究を取り上げて概観し、これら検証により総合商社研究の系統を整理し、最後に総合商社研究の課題について提示した。

本章の RQ である RQ4-1~4-3 に対する、本章で明らかになった事項は以下の通りである。

RQ4-1: 総合商社研究には複数のアプローチがあるが、その研究はどのようなもので、どのような傾向があるのか。

総合商社の研究を以下の 4 つのアプローチに分類した。

### (1) 歴史研究アプローチ

- (2) 機能・ビジネスモデル研究アプローチ
- (3) 事例研究・事業創造研究アプローチ
- (4) 国際ビジネス研究アプローチ

- (1) 歴史研究アプローチは、「なぜ総合商社が登場して、成長することができたのか。その商社成長システムを探る」アプローチである。戦前の総合商社を対象に総合商社成立の検討を行った研究や経営史（business history）の視点での研究を包含する。
- (2) 機能・ビジネスモデルアプローチは、「戦後には、いくつかの商社が総合化して、日本経済の発展を支えることになった。これを可能にした商社サービス（特に取引コスト節約）の特質を捉える」研究である。経済的な合理性の観点からの総合商社機能の検討とも言える。
- (3) 事例研究・事業創造研究アプローチは、総合商社が時代の変化を捉えて新しい事業領域にいち早く参入し、事業を確立しているケースなどを対象に、次世代の事業創造者として総合商社を研究対象とするアプローチであり、新規事業・新産業創出における総合商社の役割を対象にする。
- (4) 国政ビジネス研究アプローチは、いち早く多国籍企業化した総合商社を対象に、総合商社の海外投資戦略、進出形態を対象とするアプローチである。

RQ4-2： 複数のアプローチがあることは何を意味しているか、総合商社研究の課題は何か。

総合商社は、経営学上の定義から、以下の特徴を持つ。

- ① 取引商品が多種類にわたり、
- ② 国内および海外に多数の視点・出張所を持ち、
- ③ 取引高が巨大で経済の中で存在感あり、



- ④ 産業に対するオーガナイザーとして業界接地面が多く、
  - ⑤ 多数の事業体を参加に抱え多様な産業に参入し、
  - ⑥ リスクマネジメント機能など最新の経営管理を行っている、
- 多面的な特徴を持つため、研究対象として様々な角度からアプローチしうる研究対象である。

RQ4-3: 国際ビジネス研究の視点で、総合商社研究にはどのような意義があるか。

総合商社は、過去多様なアプローチで研究がされてきたが、多国籍企業としての側面から、国際ビジネス研究の諸理論を当てはめて総合商社の機能・役割・戦略を分析していく研究は欠けており、国際ビジネスの視点で総合商社を研究する意義がある。またデータを用いた統計分析、実証分析が皆無である点も総合商社研究の課題と考える。

This page is intentionally void.

## 第5章 総合商社の海外進出モデル

### 第1節 本章の概要

本章では、総合商社が自らを「総合事業運営・事業投資会社」に変化させてきたとの先行研究を踏まえ、事業発展プロセスを考慮した総合商社の新たな海外進出モデルを提示の上、総合商社の海外進出形態が、時間経過に伴って「現地法人」から「経営権のない海外投資」へ、更には「経営権のある海外投資」に変化してきていること、それら変化はトレーディング業務を中心とする伝統的な商社機能を有する投資先のみならず、製造業・サービス業など非トレーディング業務の投資先でも同様に見られることを、総合商社5社を対象に実証的に分析する。

加えて、それら結果をもとに、総合商社の海外進出形態の変化をもたらした外部要因、組織学習のメカニズム及び海外進出形態の段階的変化、組織学習と企業規模、総合商社が経営権を志向する業種について考察する。

## 第2節 他章との関係

本章と他章との関係は図 5-1 の通りである。総合商社の海外進出モデルを提示し、その有効性を確認し、後段の第7章での検討結果を考慮して段階的進化を実現しているケイパビリティとして組織学習の存在について考察する。

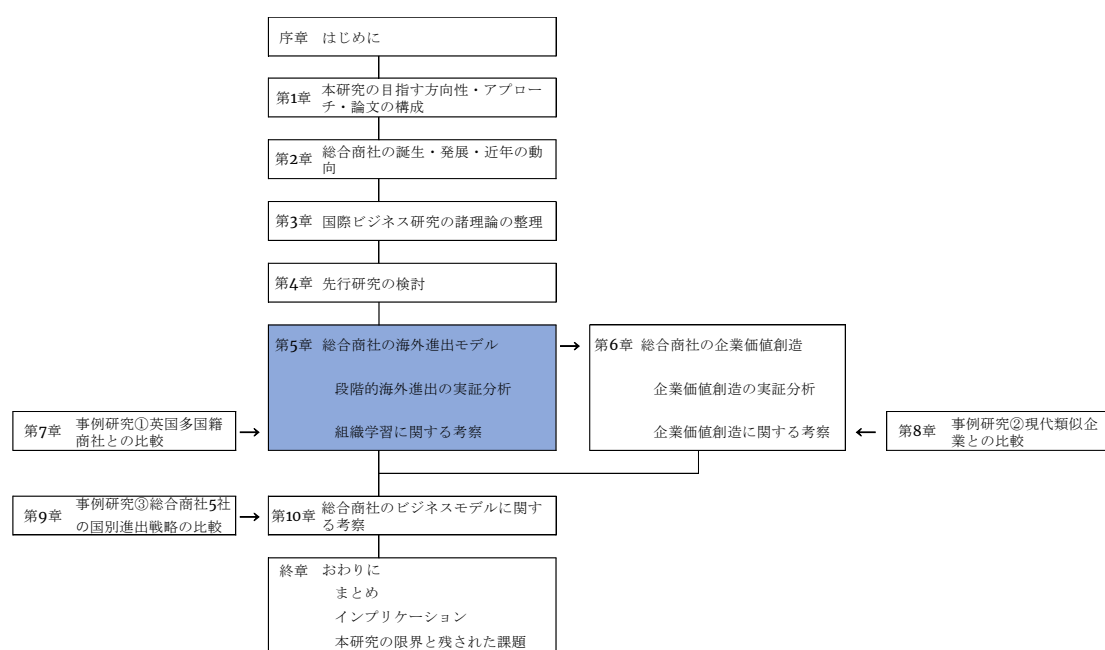


図 5-1 他章との関係

## 第3節 本章の RQ

本章の RQ を以下のように設定する。

RQ5-1: 総合商社のビジネスモデルの変遷はどのようなもので、モデル化可能か。

RQ5-2: 総合商社のビジネスモデルの変遷はモデルに従って段階的に変遷しているか。あるいはランダムに起こっているのか。そ

の違いは企業規模により異なるか。

RQ5-3: 段階的に変遷するとした場合、その要因は何か。

本章では、事業発展プロセスを考慮した総合商社の新たな海外進出モデルを提示の上、総合商社の海外進出形態が、時間経過とともに経営権を志向する方向に変化しており、総合商社の事業発展・ビジネスモデル変革と符合していること、その変化はトレーディング業務を中心とする伝統的な商社機能を有する投資先（FDI）のみならず、製造業・サービス業など非トレーディング業務の投資先でも同様に見られることを実証的に分析するものである。

総合商社は、誕生以来、海外での事業活動を前提とする独特なビジネスモデルであることから、製造業のように本国で培った事業を海外展開するという時系列関係をとらず、事業発展形態の変化が海外進出形態に速やかに現れる点に特徴があり、海外進出形態の変化を対象に検証することで、総合商社の事業発展プロセス、ビジネスモデルの変遷を検証することができる。

総合商社が「総合事業運営・事業投資会社」化しているとの先行研究（田中(隆) 2012）を踏まえ、その事業発展プロセスを考慮した総合商社の海外進出モデルを新たに提示し、同モデルの有効性を確認する。

## 第4節 多国籍企業及び総合商社の海外進出モデル

### 第1項 多国籍企業の海外進出モデル

多国籍企業の海外進出モデルについては、国際ビジネス研究において長年に渡って研究が行われてきている。ここでは、代表的な理論の一つである Johanson and Vahlne（1977, 2009）のウプサラ・モデル（Uppsala model）について概観する。

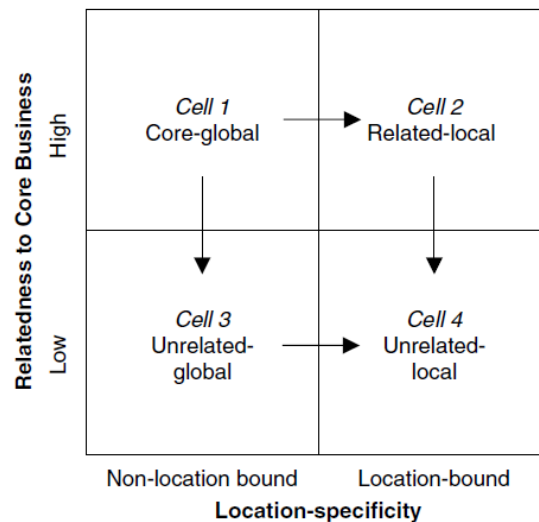
ウプサラ・モデルの核となる概念は知識であり、企業は時間をかけて学

習して経験を蓄積し、不定期な輸出、定期的な輸出、現地販売子会社の設立、現地生産子会社の設立を段階的に行うとする。知識を客観的知識 (objective knowledge) と経験的知識 (experiential knowledge) に分けた場合、経験的知識は容易に得られるものではないことから、海外進出にあたって市場に関する経験的知識が不可欠 (critical) であり差別化要因となる。

更に Johanson and Vahlne は、Barney (1986) の経営資源に基づく企業観 (リソース・ベースド・ビュー、Resource-based view of the firm)、すなわち企業が持つ資源の異質性と特異的な経営資源が市場環境とは無関係に価値を創造するとの概念を引用し、ビジネス・ネットワークの概念を同モデルに導入してモデルを拡張した (Johanson and Vahlne 2009)。拡張されたモデルにおいて海外進出は、現地パートナーや顧客など市場のアクター (actor) との関係とネットワークに依存するとし、ネットワークから事業機会の情報がもたらされ、既に市場参入しているアクターが近くにいることで市場参入を決めることになる等、アクターとの信頼醸成と関係を深めることで得られる知識創造が海外進出プロセスを決めるとしている。

## 第2項 総合商社の海外進出モデル

Goerzen and Makino (2007) は、サービス産業の海外進出モデルを総合商社の海外進出を対象として検証した。海外進出事業を「Core-global」「Related-local」「Unrelated-global」「Unrelated-local」の4つに分類した上で分類毎の海外進出順番を比較し、多国籍サービス企業 (multinational corporations in service industries) も製造業と同様に (Chang 1995)、初期の投資は「Core」事業及び地域依存性の低い事業に密に関連しており、その後の投資は「Unrelated」事業または地域依存性の高い事業に広がっていくとした。



出所：Goerzen and Makino (2007)

図 5-2 Goerzen and Makino の総合商社の海外進出モデル

しかしながら、以下の理由から、Goerzen and Makino のモデルで総合商社の海外進出を説明するにはいくつかの点で議論の余地がある。

Goerzen and Makino が総合商社の事業モデルの「Core」事業として分類した、東洋経済新報社の海外進出企業総覧データ（TK データ）の分類項目は「総合卸売」であるが、これは現地進出にあたって総合商社が設立した現地法人（例：ドイツ三井物産）が主に分類されている項目である。これら現地法人は、現地進出する際に税務上あるいは業法上の理由から設立されるのが自然な成り立ちであり、この分類項目だけをもって「Core」事業から海外進出が始まると結論付けるのは論拠に乏しく、海外での事業展開を事業の中心に据える総合商社において、本国での事業モデルを順次海外で展開していくという製造業の海外進出モデルを総合商社に当てはめて議論することの妥当性についても慎重に検討すべきであろう。

分類の妥当性についてはもう一点ある。総合商社本体からトレーディング機能（商社機能）を対象に分社した投資先（例：住商医薬）は、TK デ

ータにおいて「〇〇卸売」といったカテゴリーに分類されているが、Goerzen and Makino はこれを「Related」事業に分類した。しかしながら、これらトレーディング機能を分社した投資先の業務内容は本来的な商社機能そのものであり、Goerzen and Makino が定義した「Core」事業と実質的に同じ事業内容である実態から考えると、これら企業の「Related」事業への分類は適当ではなく、個々の分類の妥当性についても議論が必要であると考えられる。

加えて、海外への進出年の検討が記述統計の比較に留まっており、統計を利用した実証的な検証も望まれる。

### 第3項 総合商社の事業形態の変化

田中(隆) (2012) は、1980年代後半にすでに始まっていた総合商社による事業投資が平成不況期に入って一気に加速した、とし、高度成長の終焉とバブル崩壊の後に、「連結子会社を通じた、多様な製造業・サービス業への進出」及び「事業投資会社化」の二つの側面を併せ持った動きにより、総合商社は「総合事業運営・事業投資会社」に転換したと説明している。同じく田中は、総合商社の連結決算の収益に占めるコミッションの比率推移を用いて、総合商社の収益がトレーディングから投資によってもたらされるようになった事を示しているものの、収益構造の変化の比較に留まっており、「総合事業運営・事業投資会社」化がどの分野で事業形態が変化してきたのかについて実証的に分析はしておらず、実際の投資先のデータを用いた検証が待たれるところである。



## 第5節 総合商社の海外進出モデルの提示及び仮説

### 第1項 海外投資形態

田中(隆) (2012) が主張する総合商社の「総合事業運営・事業投資会社」化を、「総合事業運営」化と「事業投資会社」化の二つの軸に分解すると、「総合事業運営」化とは、伝統的な商社機能である仲介・販売を中心とするトレーディング事業から、製造業・サービス業など多様な非トレーディング事業（非商社機能）に進出し、対象事業領域を広げることを意味し、「事業投資会社」化とは、伝統的に総合商社で行われてきた商権確保を目的とした「経営権のない」マイナー出資形態から、経営責任・リスクを取る「経営権のある」過半数・メジャー出資への進化を意味するものと整理できる。

前項で指摘した通り、Goerzen and Makino (2007) は、海外現地法人を「Core」事業、商社機能を有する投資先を「Related」事業とし、非商社機能を有する投資先を「Unrelated」事業と分類して議論を展開したが、本研究では、総合商社の海外進出形態をより正確にモデル化するために、投資先を「現地法人、商社機能、非商社機能」、「経営権“なし”、“あり”」という2つの属性で分類し直す。

商社機能・非商社機能の分類、および、経営権なし・ありの分類を導入することで、総合商社の海外投資先の形態は表1に示す5つ（A, B-1, B-2, C-1, C-2）に整理される。ここで商社機能とは、総合商社の伝統的な機能である仲介・販売を中心とするトレーディング機能やオーガナイズ機能（地域を統括する統括会社等含む）を指し、非商社機能は製造業やサービス業等非トレーディングの機能を指すものとしている。

表 5-1 総合商社の海外投資先形態

分類	形態	法人格	概要
A	初期海外進出	現地法人(子会社)	海外事業活動・情報収集活動の足場となる現地法人設立し、海外に進出
B-1	商社機能・経営権なし	事業投資先(関連会社)	ビジネスモデルは、伝統的な商社機能(トレーディング・仲介貿易)のまま、地域乃至業界知見を活かし海外に進出。進出時は、メーカーの現地法人への出資や現地パートナーとの合弁などにより、経営権を持たない形(マイナー出資)で参画
B-2	商社機能・経営権あり	事業投資先(子会社)	地域乃至業界知見、経営参画による経営知見を活かし、経営権を持つ形で参画
C-1	非商社機能・経営権なし	事業投資先(関連会社)	地域知見を活かし、メーカーや現地パートナーとの合弁等によりの現地製造拠点やサービス企業(非商社機能)に経営権を持たない形(マイナー出資)で参画
C-2	非商社機能・経営権あり	事業投資先(子会社)	地域乃至業界知見、経営参加による経営知見を活かし、経営権を持つ形で参画

## 第 2 項 事業発展を考慮した総合商社の海外進出モデル

前項で考察した海外進出形態とその時系列的な発現過程を考慮して、Goerzen and Makino (2007) とは異なる形で、総合商社の海外進出モデルを図 5-3 に提示する。総合商社の海外進出形態が、次のような時系列を踏んで段階的に発現するモデルである。

すなわち、現地法人を設立して進出 (A) し現地での知識・経験を獲得した後、商社機能を有するも経営権のない投資先が設立 (B-1) される。その後、事業経験を蓄積するにつれ、商社機能を有し経営権のある投資先 (B-2) が設立され増加していく。また、その動きと並行して、同様に現地法人 (A) を通じて獲得した知識・経験を活かし、メーカー等非商社機能を有する経営権のない投資先が設立 (C-1) され、その後、非商社機能を有する経営権のある投資先 (C-2) が設立され増加していく、というに海外進出形態の段階的な変化を捉えるモデルである。

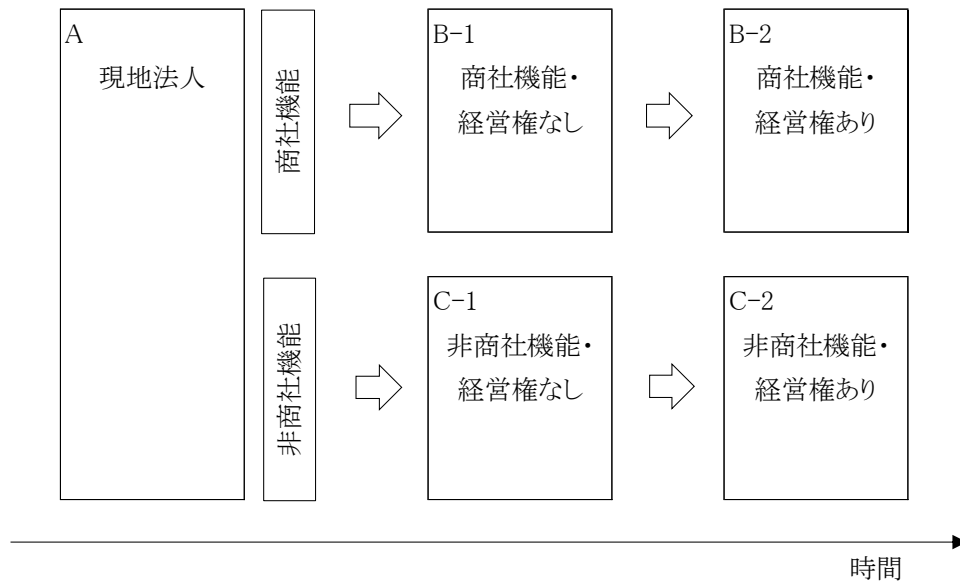


図 5-3 総合商社の事業発展を考慮した海外進出モデル

### 第 3 項 仮説の設定

前項の海外進出モデルに対して、各進出形態が段階的に発現しているかを実証分析するべく、仮説を設定する。ここで、帰無仮説 ( $H_0$ )、対立仮説 ( $H_1$ ) とし、仮説の設定は表 5-2 の通りとなる。

これら仮説の検定にあたり、段階的とは海外進出形態 (A, B-1, B-2, C-1, C-2) の進出年に統計的に有意な順序差が存在すること、と解釈される。

表 5-2 仮説の設定

仮説 1	$H_0$	海外進出は、現地法人設立から始まるとは限らない。
	$H_1$	海外進出は、現地法人設立から始まる。
仮説 2	$H_0$	現地法人設立の後、商社機能を有する、「経営権なし」の投資先と「経営権あり」の投資先が同時に進出する。
	$H_1$	現地法人設立の後、商社機能を有する、「経営権なし」の投資先と「経営権あり」の投資先が段階的に進出する。
仮説 3	$H_0$	現地法人設立の後、非商社機能を有する、「経営権なし」の投資先と「経営権あり」の投資先が同時に進出する。
	$H_1$	現地法人設立の後、非商社機能を有する、「経営権なし」の投資先と「経営権あり」の投資先が段階的に進出する。

## 第6節 分析

総合商社5社（三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、住友商事、丸紅）の海外法人を対象に仮説に対する実証分析を行う。

### 第1項 使用するデータ

使用するデータセットは Goerzen and Makino と同様、東洋経済新報社の海外進出企業総覧データ（TK データ）を用いた。データは2018年度版である。

「海外進出企業総覧」は東洋経済新報社が独自に調査・収集した、わが国の海外進出企業に関するデータベースで、国内親会社および海外拠点（投資先企業）について企業毎のデータが集められている。

### 第2項 データの概要

TK データに格納されている総合商社5社の海外事業所（法人）データの概要を表5-3に示す。TK データに格納されている海外事業所のデータのうち、検証に必要な出資比率・進出年が判明しているデータを使用する。

トレーディング機能を有する投資先（卸売、現地販売等商社機能）とそれ以外の非トレーディング機能を有する投資先（製造業との合弁による製造会社等非商社機能）は、表5-4の対応表を用いて分類している。前項で指摘した通り、Goerzen and Makino は卸売や現地販売会社を「Related」事業とし、総合商社本社で行う「Core」事業と区別したが、本研究では総合商社本体で行うことができるかどうか、即ち総合商社本体でも行うことができる事業を分社して外部で行っているか否か、という事業の実態に着目して卸売や現地販売会社を分類した。

又、総合商社においては、税務面やガバナンス面の観点から、現地法人を地域統括会社（中間持株会社）の下にぶら下げて間接出資形態を取っているケースがよく見られるが、それらは実質的に直接出資と見做して現地

法人とカウントしている（Goerzen and Makino は地域統括会社を「Unrelated」事業と分類している）。

尚、TK データの業種分類に誤りが認められる場合は、個別の会社の業態を公開資料で確認の上、修正を行った。又、TK データには創業開始年が記載されているが、総合商社が買収によって後年に経営参画したことが明らかな場合には買収年を進出年と修正しデータの精度を高めている。経営権の有無については、本社から海外投資先への出資条件に基づき、表 5-5 の判定基準を用いて決定している。

表 5-3 TK データに格納されている各社の海外事業所（法人）数

	三菱商事	三井物産	伊藤忠商事	住友商事	丸紅	合計
海外事業所	382	304	224	444	255	1,609
出資比率・進出年が判明している件数	258	212	165	218	110	963
判明率	67.5%	69.7%	73.7%	49.1%	43.1%	59.9%

表 5-4 TK データと商社機能有無のマッピング

TK データ	商社機能	分類例
総合卸売, 卸売, 現地販売会社, 統括会社, 持株会社 等	あり	現地法人, 自動車販売会社, 機械販売会社, 資源系特別持株会社 (SPC) 等
機械, 鉄鋼, 化学, 繊維・衣服, 金融, 物流 等	なし	製造業との合弁製造拠点, 物流サービス会社等

表 5-5 本社から海外投資先への出資条件と経営権有無の判定基準

本社からの海外投資先への出資条件	経営権の有無
出資比率50%以上, または, 筆頭株主	あり
出資比率50%未満	なし

### 第3項 各進出形態ごとの会社数および海外進出年の記述統計

業種・出資比率に応じて5つ（A, B-1, B-2, C-1, C-2）の形態に分類し、各社ごとの各形態の会社数、進出年の記述統計（最小、最大、平均、中央値、標準偏差）を表5-6に示す。

ここで、商社機能・非商社機能を有する投資先の経営権あり・なしの比率（B-2 / B-1 比率、C-2 / C-1 比率）に着目する。

商社機能を有する投資先の経営権あり・なしの比率（=B-2 / B-1）については、三井物産・住友商事・丸紅については、概ね120%台～150%となっている一方、三菱商事は100%未満（82.1%）、伊藤忠商事は300%台（315.4%）と他3社の範囲から乖離している点が特徴的である。

三菱商事は、商社機能を有する経営権なしの企業が5社中最も多い（39社）。個社を見ていくと、三菱グループ企業との合弁の商社機能を有する企業への出資（例：三菱電機との合弁によるエレベーター販売会社）が多いことが要因の一つとなっている。財閥系の結びつきの強さが現れているものと考えられる。一方、伊藤忠商事は商社機能を有する経営権ありの投資先が5社の中で最も多く（41社）、他4社と比較して商社機能の分社化が進んでいることが見てとれる。

非商社機能の経営権あり・なしの比率（=C-2 / C-1）は概ね30%台後半から50%台中盤に分布しており、各社間でB-2 / B-1 比率程の乖離は存在していないことが見てとれる。このC-2 / C-1 比率については、後段にて検討する。

表 5-6 各進出形態ごとの会社数および海外進出年

	経営権 進出形態	現地法人	商社機能			非商社機能		
		あり A	なし B-1	あり B-2	B-2/B-1比率	なし C-1	あり C-2	C-2/C-1比率
三菱商事	社数	40	39	32	82.1%	95	52	54.7%
	進出年 最小	1954	1969	1978		1951	1967	
	最大	2016	2017	2016		2016	2017	
	平均	1979.2	1998.1	2004.0		1996.1	2000.2	
	中央値	1973.5	2003.0	2008.0		1997.0	2004.5	
	標準偏差	18.7	14.6	10.1		14.2	13.6	
三井物産	社数	19	24	36	150.0%	88	45	51.1%
	進出年 最小	1955	1962	1938		1917	1969	
	最大	2007	2014	2016		2013	2015	
	平均	1978.1	1989.8	2002.2		1996.0	2000.4	
	中央値	1976.0	1990.5	2008.5		1997.5	2004.0	
	標準偏差	16.8	15.6	17.1		14.6	10.7	
伊藤忠商事	社数	33	13	41	315.4%	53	25	47.2%
	進出年 最小	1952	1976	1974		1950	1981	
	最大	2016	2014	2017		2017	2014	
	平均	1984.2	1994.4	2001.4		1999.6	2000.2	
	中央値	1989.0	1995.0	2005.0		2001.0	1998.0	
	標準偏差	16.5	10.8	10.8		11.1	8.7	
住友商事	社数	33	25	37	148.0%	84	39	46.4%
	進出年 最小	1952	1974	1972		1959	1981	
	最大	2015	2016	2017		2018	2016	
	平均	1987.8	2000.1	2003.3		1999.5	2000.3	
	中央値	1993.0	2002.0	2004.0		2001.0	2002.0	
	標準偏差	17.9	11.1	10.3		11.0	10.6	
丸紅	社数	26	14	18	128.6%	38	14	36.8%
	進出年 最小	1951	1977	1967		1971	1972	
	最大	2011	2008	2012		2014	2012	
	平均	1981.1	1994.3	1990.2		1995.6	1995.6	
	中央値	1992.5	1991.5	1989.0		1996.5	1996.0	
	標準偏差	19.6	10.7	12.0		11.6	12.5	

#### 第 4 項 経営権あり会社割合の推移

海外投資先のうち、「経営権あり」が全体に占める比率（％）の時間的推移を図 5-4、各商社の「経営権あり」と「経営権なし」の年代毎の設立数を表 5-7 に示す。図 5-3 には、時代背景が分かるように、経済環境や重要な歴史的出来事を追記してある。

各社によりばらつきはあるものの、バブル崩壊期（1991 年～1993 年）を転換点として会社数の増加ペース（直線近似した場合の傾きに相当）が上昇している（傾きが急になる）ことが見てとれる。

また、2003 年～2010 年頃を境に、「経営権あり」の会社数が増加、「経

「経営権あり」の会社比率が上昇に転じている、または下げ止まる傾向が見てとれる。更に、表 5-7 の年代毎の比較から、2011 年以降は 5 社いずれも経営権ありの投資先数が経営権なしの投資先数を上回っており、経営権ありの投資先増加傾向が強くなっていることが確認できる。

これら変化が起きた要因については後段にて検討する。

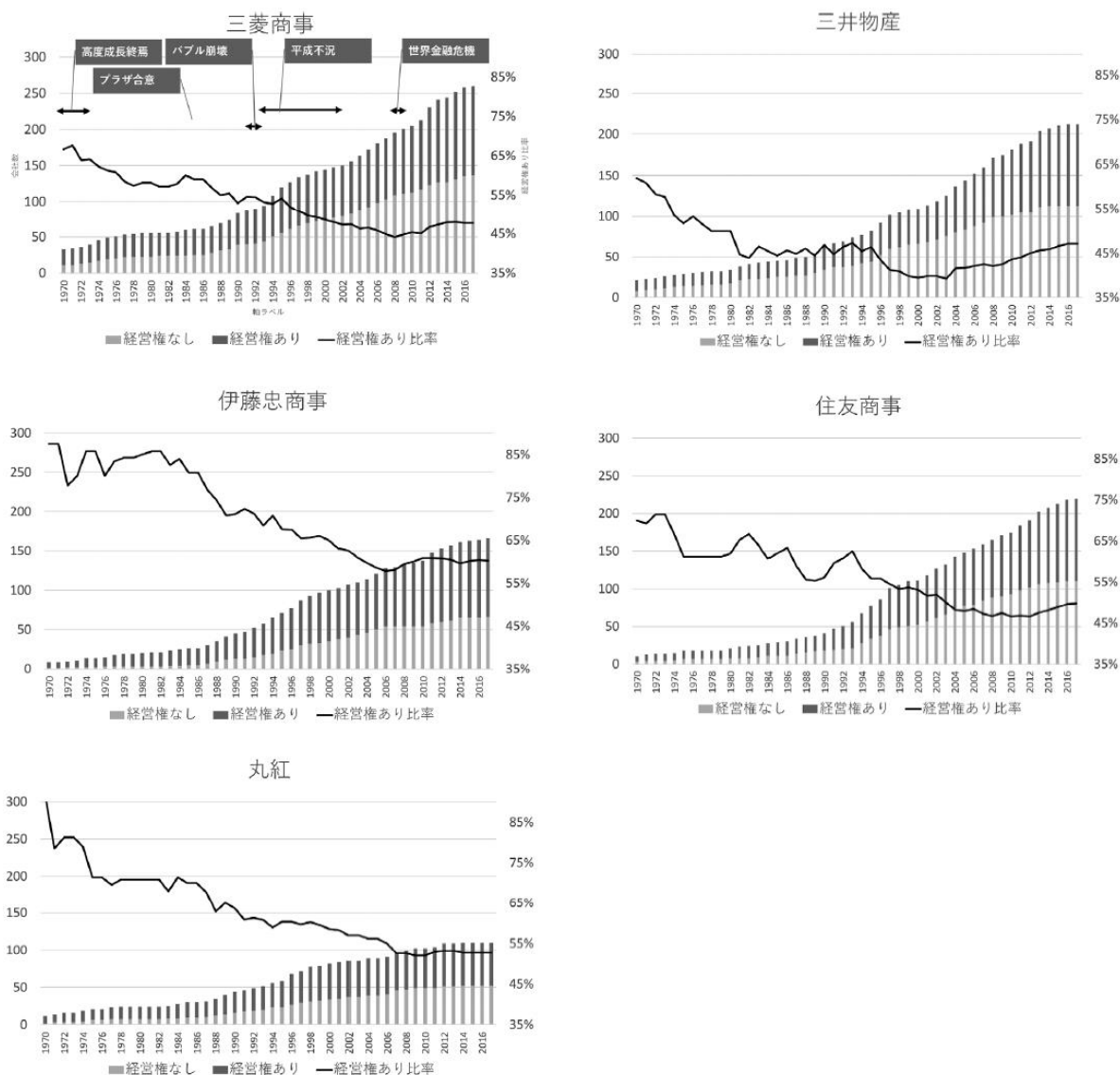


図 5-4 経営権のある投資会社比率の推移

左軸：経営権ない／あり会社数、右軸：経営権あり会社比率（単位：％）



表 5-7 年代ごとの「経営権あり」「経営権なし」投資先数推移

(単位：会社数)

経営権	三菱商事			三井物産			伊藤忠商事			住友商事			丸紅		
	あり	なし	合計	あり	なし	合計	あり	なし	合計	あり	なし	合計	あり	なし	合計
1996-2000	0	15	15	5	22	27	15	24	39	11	22	33	7	11	18
2001-2005	5	14	19	17	18	35	6	15	21	12	25	37	2	5	7
2005-2010	2	12	14	19	18	37	12	4	16	8	16	24	3	10	13
2011-2015	16	15	31	19	10	29	13	11	24	21	16	37	4	3	7

### 第 5 項 時系列関係の実証分析

表 5-2 の仮説（仮説 1、仮説 2、仮説 3）の検証を行うために、各形態（A、B-1、B-2、C-1、C-2）の海外進出年に対して推定を行う。仮説 1 の仮説検定においては、A/B-1 および A/C-1 の間に統計的に有意な順序差が存在することで帰無仮説（ $H_0$ ）が棄却され、対立仮説（ $H_1$ ）が支持される。同様に、仮説 2 においては B-1 /B-2 間、仮説 3 においては C-1 /C-2 間に統計的に有意な順序差が存在することで帰無仮説（ $H_0$ ）が棄却され、対立仮説（ $H_1$ ）が支持されることになる。

海外進出年の分布は正規分布を仮定できないことから、ノンパラメトリック検定での推定が適当である。独立 2 群のノンパラメトリック検定である Mann-Whitney の U 検定を用いて、海外進出形態と海外進出年の時系列関係の推定を行った結果を表 5-8 に示す。

図 5-5 のモデル図は、推定結果の時系列関係を示している。図 5-2 で示したモデル上と同じ位置関係で進出形態を表し、ボックス内の上段は該当社数、下段は海外進出年の平均値、\*印は推定結果の有意水準を示す。

表 5-8 Mann-Whitney の U 検定による推定結果

標本	A/B-1	B-1/B-2	A/C-1	C-1/C-2
三菱商事				
度数	79	71	134	147
検定統計量U	329.5	473.5	896.0	2051.5
検定統計量Z	-4.442	-1.741	-4.687	-1.697
有意確率(片側)	.000 ***	.041 *	.000 ***	.045 *
三井物産				
度数	43	60	107	133
検定統計量U	139.5	219.0	308.5	1,627.0
検定統計量Z	-2.166	-3.217	-4.303	-1.68
有意確率(片側)	.015 *	.001 ***	.000 ***	.047 *
伊藤忠商事				
度数	46	54	86	78
検定統計量U	138.5	172.0	359.0	643.0
検定統計量Z	-1.856	-1.914	-4.58	-0.209
有意確率(片側)	.032 *	.028 *	.000 ***	.419
住友商事				
度数	58	62	117	123
検定統計量U	230.5	387.0	832.0	1583.5
検定統計量Z	-2.859	-1.084	-3.359	-0.296
有意確率(片側)	.002 **	.141	.000 ***	.384
丸紅				
度数	40	32	64	52
検定統計量U	124.5	102.0	273.5	260.5
検定統計量Z	-1.634	-0.914	-3.021	-0.114
有意確率(片側)	.052	.185	.001 **	.457

有意水準: \*\*\*  $p < 0.001$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*  $p < 0.05$

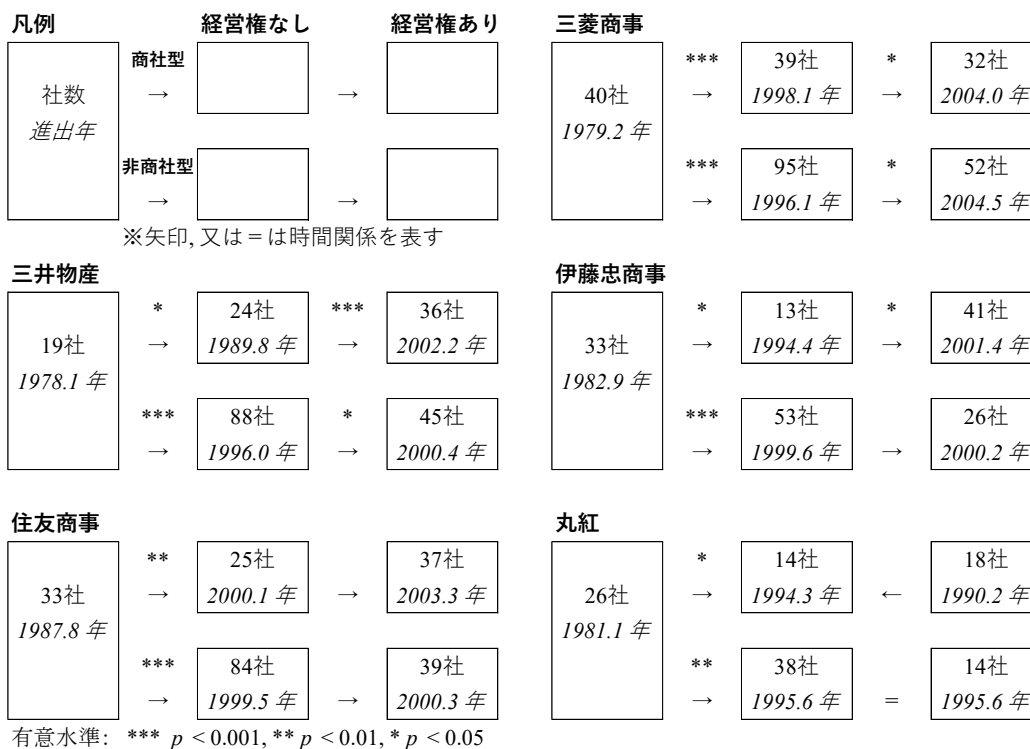


図 5-5 各社進出形態の時系列関係の推定結果

## 第6項 仮説検定

前項の推定結果から仮説の検定を行う。

仮説1については、A/B-1及びA/C-1の推定結果から、A/B-1の丸紅( $p=.052$ )以外の4社、A/C-1の5社全てで、A/B-1及びA/C-1の時系列関係が5%水準で有意となっていることから、丸紅を除く4社で、5%水準で帰無仮説が棄却され、対立仮説である「海外進出は、現地法人設立から始まる」が支持された。

仮説2については、B-1/B-2の推定結果から、三菱商事・三井物産・伊藤忠商事の3社で、5%水準で帰無仮説が棄却され、対立仮説である「現地法人設立の後、商社機能を有する、「経営権なし」の投資先から「経営権あり」の投資先に段階的に進出する」が支持された。

仮説3については、C-1/C-2の推定結果から、三菱商事・三井物産の2社で、5%水準で帰無仮説が棄却され、対立仮説である「現地法人設立の後、非商社機能を有する、「経営権なし」の投資先から「経営権あり」の投資先に段階的に進出する」が支持された。

## 第7項 企業規模に関する追加検証

前項の結果から、商社機能・非商社機能の投資先を問わず、「経営権なし」の投資先から「経営権あり」の投資先に段階的に移行する傾向は業界上位社では統計的に有意であるが、下位社では必ずしもそのようにはなっていないことが分かった。

そこで、モデルが成立する条件に関する追加検証として、5%水準で有意な関係が成り立っている場合に、 $A \rightarrow B-1$ 、 $B-1 \rightarrow B-2$ 、 $A \rightarrow C-1$ 、 $C-1 \rightarrow C-2$ の関係に各1のポイントを与え、各社毎の合計値(0~4)と企業規模をプロットし、モデルへの適合度と企業規模の関係を調べた。ここでは企業規模の代理変数として、2018年度決算における総資産を用いた。結果は、図5-6の通りとなった(図中のバブルの面積は経営権あり会社数)。モデルへの適合度は、企業規模(総資産)と強い相関(重決定係数  $R^2 =$

0.686) があることが確認された。

このことから、企業規模が大きい上位社ほど、進出形態の変化が漸進的であり、時間経過とともに段階的に形態が変化しており、企業規模が大きいほどモデルの説明力が高まることが分かる。他方、企業規模が相対的に小さい下位社の場合には、海外進出形態への変化は、統計的には必ずしも漸進的・段階的ではなく、時に同時進行的に変化していることが分かる。

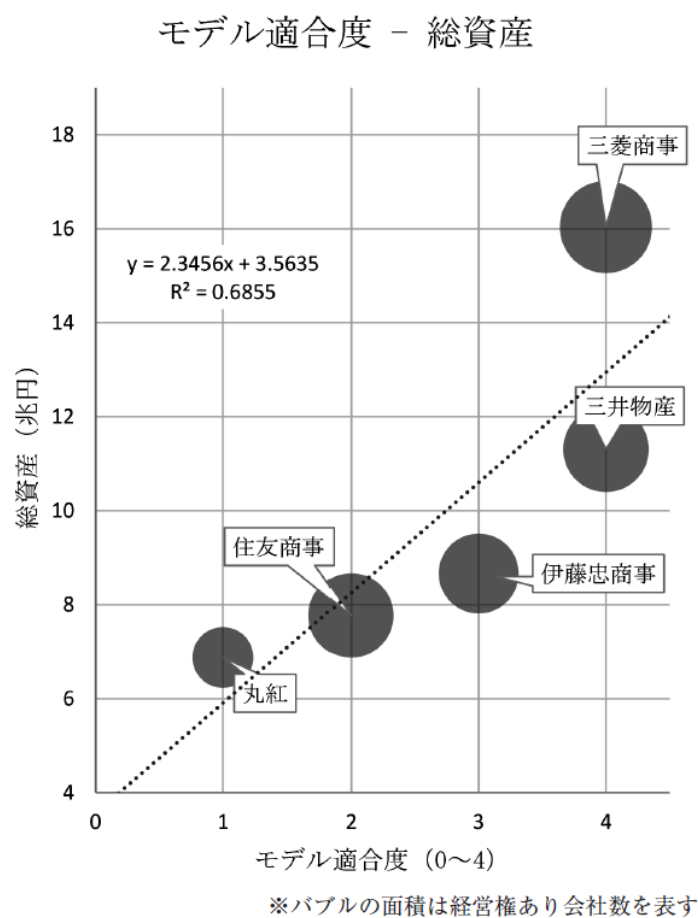


図 5-6 モデル適合度と総資産の関係

次に、表 5-7 で確認された非商社機能の経営権あり・なしの比率（C-2/C-1）について、企業規模との関係を確認した。同様に企業規模の代理変数として総資産を用いた。図 5-7 の通り、同比率についても企業規模と強い相関（重決定係数  $R^2=0.728$ ）があることが見てとれる。この点の考察については、後段で検討を行う。

非商社機能・経営権あり比率 - 総資産

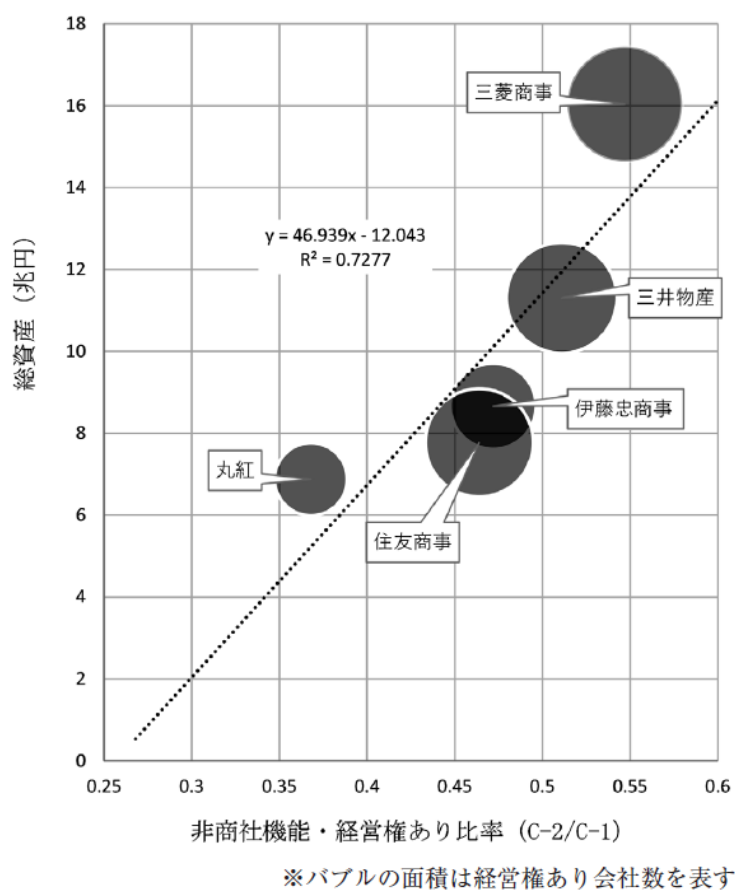


図 5-7 非商社機能・経営権あり比率と総資産の関係

## 第 8 項 「経営権あり」業種に関する追加検証

総合商社は多彩な事業領域に進出しているが、必ずしもあらゆる業種に等しく進出している訳ではない。総合商社が経営権を志向する業種について検証を行った。各社の「経営権あり」の会社数のうち、上位 3 業種を集計した結果は表 5-9 の通りである。

表 5-9 各社における経営権ありの会社数上位 3 業種

三菱商事	会社数	構成比	三井物産	会社数	構成比	伊藤忠商事	会社数	構成比	住友商事	会社数	構成比	丸紅	会社数	構成比
資源	15	13.9%	資源	22	23.7%	現地販売(自動車)	8	9.9%	メーカー(金属)	18	20.0%	資源	6	12.8%
現地販売(自動車)	8	7.4%	電力	15	16.1%	不動産	6	7.4%	電力	7	7.8%	インフラ(サービス)	2	4.3%
電力	8	7.4%	金融	4	4.3%	金融(販売金融)	4	4.9%	現地販売(自動車)	5	5.6%	メーカー(資材)	2	4.3%
												現地販売・保守(機械)	2	4.3%
経営権あり合計	108		経営権あり合計	93		経営権あり合計	81		経営権あり合計	90		経営権あり合計	47	

この結果から、資源（5 商社中 3 商社、全 43 社）、電力（5 商社中 3 商社、全 30 社）、現地販売（自動車）（5 商社中 3 商社、全 21 社）が 5 社中過半数の総合商社で上位 3 業種に入っている業種であることが見てとれ、総合商社が経営権を志向する業種であることが分かった。これらの検討については次項考察を行う。

## 第 7 節 考察

本章は、総合商社が自らを「総合事業運営・事業投資会社」に変化させてきたとの先行研究を踏まえ、事業発展プロセスを考慮した総合商社の新たな海外進出モデルを提示の上、総合商社の海外進出形態が、「現地法人」から「経営権のない海外投資」へ、更には「経営権のある海外投資」へと段階的に経営権を志向する方向に変化してきていること、その変化はトレーディング業務を中心とする伝統的な商社機能を具備する投資先のみならず、製造業・サービス業など非トレーディング業務の投資先でも同様に見られることを総合商社 5 社を対象に実証的に分析し、企業規模が大きいほど提示したモデルに適合して仮説が支持され、総合商社の事業発展と符合

して段階的に海外進出形態が変化していることを確認した。

以下では、海外進出形態の変化をもたらした外部要因、組織学習のメカニズム及び海外進出形態の段階的变化、組織学習と企業規模、総合商社が経営権を志向する業種について考察する。

### (1) 海外進出形態の変化をもたらした外部要因

田中(隆) (2012) は Jones (2000) を参照しながら、経営史の視点から、複合的な多国籍企業となったイギリスの多国籍商社を日本の総合商社と対比した。イギリスの多国籍商社は、イギリス資本市場の構造変化により、1979年に国際資本取引が完全に自由化された時点で、かつての個人投資家中心から機関投資家中心へと株式所有構造が変化し、機関投資家はより効率的に監視できる企業を投資先に選んだことで、多様な事業を有する複合企業体は好まれず、こうした多国籍商社は姿を消していったとした。

一方の日本の総合商社は、高度経済成長を通じて発展をとげたが、バブル経済の崩壊以降、深刻な業績不振に苦しみ、特に1997年夏以降のアジア通貨危機により東南アジア向け事業で大きな損失を被った。経営破綻の回避のために不良資産償却や有利子負債削減に追われ(榎本 2012)、金融機関・投資家からの事業構造の転換圧力が強まっていた。資本市場や株式市場からの事業転換圧力に晒されたという観点で、イギリスの多国籍商社、日本の総合商社共に類似した市場からの外部圧力が働いたと言える。

1990年代になると、格付機関が付与する格付が資金調達に強い影響力を持つようになり、これら資本市場からの圧力に対して総合商社が1990年代から2000年代にかけて採った施策は、より株主重視の施策、具体的には資本コストを用いた採算管理やリスクマネジメントの強化であり、これらの新たな内部規律に合致しない事業を厳格に選別することであった。事業単位(ビジネスユニット)の収益性の追求が行われることで、収益性の高い事業の選別が進み、事業・収益のコントロールを一層効かせ、会計上収益を連結できる投資先、すなわち経営権ありの会社の増加を加速させ

（「事業運営会社」化）、又並行して新たな事業領域としてより収益性の高い非商社事業への展開（「総合事業運営」化）が促進されたと考えられる。

第4項で確認した2003年～2010年頃を境とした「経営権あり」の会社数の増加、「経営権あり」の会社比率の上昇は、上記の事業選別の強化と「事業運営会社」化によりもたらされたものと考えられる。

## （2）組織学習のメカニズム及び海外進出形態の段階的变化

前述の外部要因へのレスポンスとして総合商社は海外進出形態を変化させてきたが、その変化を可能とした組織学習のメカニズムについて考察する。

経営資源に基づく企業観（リソース・ベースド・ビュー、Resource-based view of the firm）は企業ごとの経営資源の異質性（resource heterogeneity）、及び経営資源の固着性（resource immobility）を前提として企業の資源の強み・弱みを分析するアプローチであるが、RBVでは、企業が持つ持続可能な競争優位性（sustainable competitive advantage）とは究極的には組織学習能力である、との見方が一般的となっている。

組織学習は組織の行動研究から得られた観察から主に3つの行動特性を持つことが知られる。一つ目は組織における行動は、規範、規則、手順、慣例、戦略、深淵、フレームワーク、文化といったものに規定されるルーティンであり、二つ目は、それら行動は歴史に依存しフィードバックにより行動が強化され、三つ目は組織は目標に向かって行動する特性である（Levitt and March 1988）。これら特性から得られた知識が企業の競争優位性をもたらす。

リソースを知識にフォーカスしたKBV（Knowledge-based view of the firm）がKogut and Zander（1992）らによって提唱されており、KBVでは企業は、買収、ジョイントベンチャー、新たな雇用などの外部からの学び（external learning）と、社内組織変更、事故、実験といった



内部からの学び（internal learning）から得られた情報、ノウハウを共通理解（code）の上で組み合わせ（combinative capabilities）、組織として知識を拡張していくとしている。

これらを総合商社に当てはめれば、投資先企業（現地企業とのジョイントベンチャー等）の経営が「外部からの学び」であり、採算管理やリスクマネジメントの強化は「内部からの学び」に該当する。

組織における知識創造理論として有名な SECI モデル（野中・竹内 1996）によれば、時間を掛けて個人・個々の部署が経験により獲得した暗黙的な知識（暗黙知）は、「共同化（Socialization）」「表出化（Externalization）」「連結化（Combination）」「内面化（Internalization）」のプロセス（図 5-8）を踏むことで、組織の共通知識（形式知）に昇華される。総合商社にとって海外進出形態の変化に必要な経験・知識（経営経験や非商社機能に関する知識）も、SECI モデルに従って時間を掛けた継続反復のプロセスにより獲得されたと考えられる。知識創造がイノベーションを生み出す基盤であり（野中 2007）、総合商社の海外進出においてイノベーションを起こしたのである。

従って、「外部からの学び」と「内部からの学び」を組み合わせる組織としての知識を拡張し（学習）、それらを暗黙知から形式知へと昇華させ（伝播・浸透）、更に実践として「現地法人」から「経営権なし」投資先へ、「経営権なし」から「経営権あり」へ、商社機能から非商社機能へという形態変化を複数の部署において連続的に起こしていく（実践）には、相応の時間が必要となるものであり、総合商社の海外進出形態の変化が漸進的・段階的に現れるという今回の実証分析結果と整合する。



図 5-8 SECI モデル

出所：野中・竹内（1996）を改編

Teece ら（1997）は、企業が内部外部の競争力を統合、構築、再構成し、環境変化に迅速に対応する能力をダイナミック・ケイパビリティ

（dynamic capabilities）とし、自らのリソースを状況の変化に応じて組み合わせ直すことで一時的な競争優位を連鎖して獲得する理論を提唱しているが、これはケイパビリティの連鎖反応的な変化を表している理論とも言える。総合商社の海外進出形態の変化は、外部事業環境の変化に対応して、連続的に知識を獲得、学習した結果であることから、このダイナミック・ケイパビリティ理論とも符合するものである。

### （3）組織学習と企業規模

実証分析により、企業規模が大きい上位社では、進出形態が段階的に変化することが統計的に有意であり、また今回提示した海外進出形態モデルへの適合度が高いこと、企業規模が相対的に小さい下位社では進出形態の段階的な変化が必ずしも有意とはならならず、モデルへの適合度が低いこ

とが明らかとなった。

一般に、企業規模が大きければ、事業の接地面・ネットワークが広くなり、企業が接する情報量・経験量が増え、それを内部に取り込む過程での学習量が増加する。従って、企業規模が大きい方が組織学習には有利であると言える。

一方で、企業の内部で「共同化 (Socialization)」「表出化 (Externalization)」「連結化 (Combination)」「内面化 (Internalization)」の SECI モデルを回し、個人・個々の部署が経験により獲得した暗黙的な知識 (暗黙知) を組織の共通知識 (形式知) にし、企業のケイパビリティとして取り込むには一定の時間を必要とするのは前述の通りである。

ウプサラ・モデル (Johanson and Vahlne, 1977, 2009) において、企業が獲得し創造する知識は時間をかけて得た経験からもたらされるとされており、この点において SECI モデルの知識創造プロセスにおける時間の必要性と符合する。同じく Johanson and Vahlne (2009) は、海外進出は、現地パートナーや顧客など市場のアクター (actor) との関係とネットワークに依存するとし、ネットワークから事業機会の情報がもたらされ、既に市場参入しているアクターが近くにいることで市場参入を決めることになる等、アクターとの信頼醸成と関係を深めることで得られる知識創造が海外進出プロセスを決めるとした。これは商社機能・非商社機能いずれにおいても、現地法人や経営権のない投資から進出し、その後市場での経験を積んだ後に、よりリスクを取る形で経営権ありに段階的に移行していくとする今回の海外進出モデルのメカニズムをよく説明している。

Zander and Kogut (1995) によれば、組織内の知識移転の迅速性は、コード化可能性 (codifiability)、教育可能性 (teachability)、複雑性 (complexity)、システム依存性 (system dependence)、観察可能性 (product observability) に依存するため、観察可能性が容易であるほど知識移転は速やかに行われるが、他方で競合他社による模倣

(imitation) を誘発しやすくするとしている。

「経営権なし」から「経営権あり」へ、商社機能から非商社機能へ、という戦略そのものは、観察可能性が高く、その概念自体の複雑性は低いいため、組織外からの模倣は比較的容易な経営戦略であると考えられる。従って、各総合商社が相互に模倣しあい、各社が類似する事業領域に進出してきたという総合商社業界の特性とも合致する。各社が海外進出形態の変化を相互に模倣し合って、事業形態を進化させてきたと言えよう。

他方で、戦略レベルでの模倣は比較的容易といえども、コード化可能性、教育可能性、システム依存性は、各社の企業文化、リーダーシップ、社内規定・ルールなどの組織の内部要因、ケイパビリティに強く影響される。これらにより、実行に至るまでに必要となる時間・タイミングが各社ごとによって変わってくるのは自然であり、企業規模によりモデルへの適合度が異なることは、各社のこれら内部要因、ケイパビリティの差を表しているものと考えられる。

Kogut and Zander (1992) の KBV 理論に従えば、これらは組み合わせ力 (combinative capabilities) の差によるものとなるが、企業規模と組み合わせ力が相関する関係にあるかについては、今後の研究課題としたい。

表 5-6 及び図 5-7 の C-2 /C-1 比率、すなわち、非商社機能の経営権あり・なしの比率は、企業規模 (総資産) に正に相関 (比例) していることが確認された。総合商社内部に業界知識やネットワークが乏しい業種業態へ進出する場合は、KBV 理論における外部からの学び、あるいは、アップサラ・モデルでのアクターとの信頼醸成や知識創造を通じて組織学習する必要がある。経営権ありの比率が高いというのは、より経営のリスクを取り、より高い収益・リターンを追求が進んでいることを意味するが、企業規模が大きければネットワークからもたらされる学習機会が多いことに加え、人的リソースの豊富さや財務基盤の強さ等を背景に、よりリスクを取って非商社業種に積極的に進出できるため、総合商社が経営権を取るには

企業規模の大きさが有利に働いているものと考えられる。

尚、モデルへの適合度と企業規模についての考察は、あくまで現時点までのデータに基づけば、という前提がつくことに留意を要する。今後、時間経過が進み、下位社のモデルへの適合度が高まる可能性も考えられるため、継続的に確認していく必要がある。

#### （４）総合商社が経営権を志向する業種

第 8 項の経営権ありの業種に関する追加検証の結果について考察する。

どの業種に経営権を持って積極的に進出しているかは、総合商社という業種が持つ強み、各社固有の強みや意図的な経営戦略、各社が属する企業グループやメーカー等との歴史的な関係の深さなどが影響していると考えられる。

追加検証において、“資源”（5 商社中 3 商社、全 43 社）、“電力”（同 3 商社、全 30 社）、“現地販売（自動車）”（同 3 商社、全 21 社）が 5 社中過半数で上位 3 業種に入っている業種であり、これら業種が一般に総合商社が経営権を志向する業種と言える。

エネルギーを含めた天然資源領域（商社機能に分類）は総合商社が伝統的に強い事業領域で知見、経験共に豊かな業種である。この分野では税務メリットを取るために各社は投資ビークルとして SPC（Special Purpose Company）を税務上有利な国に設立しており、これが経営権ありの会社数が上位にきている理由ともなっている。

電力領域（非商社機能に分類）では、総合商社は海外で独立発電事業者（IPP）として発電所を建設・運営し、現地電力会社に電力を販売する事業モデルを確立している。インフラ事業は資本集約度（Capital Intensity）が高く、高い格付を活かした有利な資金調達で競争優位となるため、格付けの高い現在の総合商社には強みが活かせる事業領域と言える。

又、自動車の現地販売（商社機能に分類）に関しては、総合商社は日本の代表的な輸出産業である自動車会社の（特にリスクの高い国への）海外

輸出を担い、現地販売統括会社を設立し、ディーラー網を整備して現地販売を担うことを伝統的に行ってきた経緯がある。総合商社が経営権を持つ自動車の現地販売会社は、各自動車会社との関係の観点では、三菱商事は三菱自動車といすゞ、三井物産はトヨタと日野、伊藤忠商事はスズキといすゞ、住友商事はホンダ、トヨタとフォード、丸紅は日産、のように属する企業グループや歴史的な関係の深さにより棲み分けがされていることが明確である。

他方、5社の中で過半数には至っていないものの、“金融”（5社中三井物産と伊藤忠商事のみ、全8社）、“メーカー（金属）”（同住友商事のみ、全18社）、“不動産”（同伊藤忠商事のみ、全6社）が、合計会社数としては顕著であり、横並び意識が強い総合商社の中で各社固有の強みや経営戦略の違いが顕在化している例と言える。これらについても、企業グループ（住友商事と住友グループ中核の旧住友金属工業）や意図的な経営戦略（伊藤忠商事は1990年代にアセアン諸国での工業団地造成やオフィスビル建設に注力）が他社との差別化の要因として働いた結果と解釈できる。

ここで丸紅に着目すると、資源以外は“インフラ（サービス）”、“メーカー（資材）”、“現地販売・保守（機械）”が上位に入っており、他4社と異なる事業ポートフォリオになっている点が興味深い。

これは、前項で検討したモデルへの適合度と企業規模の関係に加えて、経営権を志向して進出する業種が上位社と下位社で異なっていることを示唆する。

これが下位社では経営権「なし」から「あり」への段階的な進出となっていない要因の一つになっているとも考えられる。すなわち、競合との差別化において、上位社が進出しない業種に意図的に、あるいは参入機会があった場合に事業機会優先的に事業参入を決めるケースや競合が狙わないニッチ領域への集中という経営戦略を取った結果であると示唆されるが、この点については今後丹念な精査が必要である。

事業ポートフォリオの類似性が高いと思われる総合商社といえども、

事業ポートフォリオの中身が乖離してきていることを示す一例と言える。

総合商社はどのような業態にも比較的低いコストで転換できるという強みを持つ（孟 2008）が、過去の成功事例を通じた組織学習による漸進的な変化（incremental change）を積み重ねる結果、経路依存性（path dependence）の制約は免れない。

今後、更に経営権を志向する事業投資モデルや「非商社型事業領域」への進出が進んでいくと、総合商社各社の業種ポートフォリオが更に乖離していく可能性が高いと考えられる。hypercompetition の時代と言われ、デジタル技術や新しいビジネスモデルを活用して各業界の産業構造変革が加速していく中、総合商社がこれらの外部事業環境の変化へのレスポンスとして、組織学習力を活かして事業モデルをどのように変革していくかは今後の研究課題としたい。

#### （5）残された課題と限界

最後に、残された課題と限界について指摘する。

今回使用した TK データは、日系企業の海外進出を知る上でほぼ唯一の貴重なデータではあるが、必ずしも全ての海外投資先をカバーしている訳ではなく、今回個別の企業を調査してデータの補強を行ったことは述べた通りであるが、自ずとデータの網羅性に限界がある。

会社規模が大きい方が収集できる情報量が多くなることから組織学習には有利であることは考察した通りであるが、一方で組織学習の効率やスピードは会社規模に対して負の効果を持つとも考えられる。モデルへの適合度と他の因子との関係、更には事業ポートフォリオの乖離も含めて、さらに検証を進めていくことが課題として残されている。

## 第 8 節 本章のまとめ

本章では、総合商社が自らを「総合事業運営・事業投資会社」に変化させてきたとの先行研究を踏まえ、事業発展プロセスを考慮して、総合商社の海外進出形態が、時間経過に伴って「現地法人」から「経営権のない海外投資」へ、更には「経営権のある海外投資」に変化する総合商社の新たな海外進出モデルを提示した。それら変化を実証的に分析し、モデルの有効性を検証した。

本章の RQ である RQ5-1～5-3 に対する、本章で明らかになった事項は以下の通りである。

RQ5-1: 総合商社のビジネスモデルの変遷はどのようなもので、モデル化可能か。

総合商社のビジネスモデル(海外進出)の形態は、時間経過に伴って「現地法人」から「経営権のない海外投資」へ、更には「経営権のある海外投資」に段階的に変化してきていることが観察され、モデル化を行った。

RQ5-2: 総合商社のビジネスモデルの変遷はモデルに従って段階的に変遷しているか。あるいはランダムに起こっているのか。その違いは企業規模により異なるか。

総合商社のビジネスモデルの変遷は提示モデルに従って段階的に変遷していることが確認された。それら変化はトレーディング業務を中心とする伝統的な商社機能を具備する投資先のみならず、製造業・サービス業など非トレーディング業務の投資先でも同様に見られた。モデルへの適合は対象とした 5 社により異なるが、モデルへの適合度は企業規模と相関関係にあることが示された。



RQ5-3: 段階的に変遷するとした場合、その要因は何か。

海外進出形態の変化は資本市場からの圧力により採算管理やリスクマネジメントの強化により、「事業投資化」「非商社事業への展開（総合事業運営化）」が促進された。これを通じて、**Knowledge-Based View** での外部からの学び、内部からの学びを伴う組織学習により知識創造が行われ、形態変化が連続的に実践されていったと考察される。これらは総合商社の海外進出形態の変化が漸進的・段階的に現れたという実証分析結果と整合している。

This page is intentionally void.

## 第6章 総合商社の企業価値創造

### —パネルデータ分析によるビジネスモデル進化の検証—

#### 第1節 本章の概要

総合商社はトレーディングから事業投資に軸足を移すことでビジネスモデルの変革を行ってきたが、このビジネスモデル変革が資本コストを考慮した企業価値創造にどのような影響を与えたのかについての研究は見当たらない。

そこで本章では、経営権を志向するビジネスモデルの変化が総合商社5社の企業価値創造にどのような影響を与えたかについて、第5章で提示した総合商社の海外進出モデルに対してパネルデータを用いて実証分析を行い、投資先の経営権有比率と企業価値創造の関係、商社型事業と非商社型事業の企業価値創造への影響の違いについて明らかにする。

それら結果をもとに、統計を用いた実証結果の解釈とそこから得られるポートフォリオ戦略構築に対する示唆について考察する。

## 第2節 他章との関係

本章の他章との関係は図 6-1 の通りである。第 5 章で提示した海外進出モデルを土台に、総合商社のビジネスモデル変革である海外進出形態の変化が資本コストを考慮した企業価値創造にどのような影響を与えているかについて実証分析を行う。

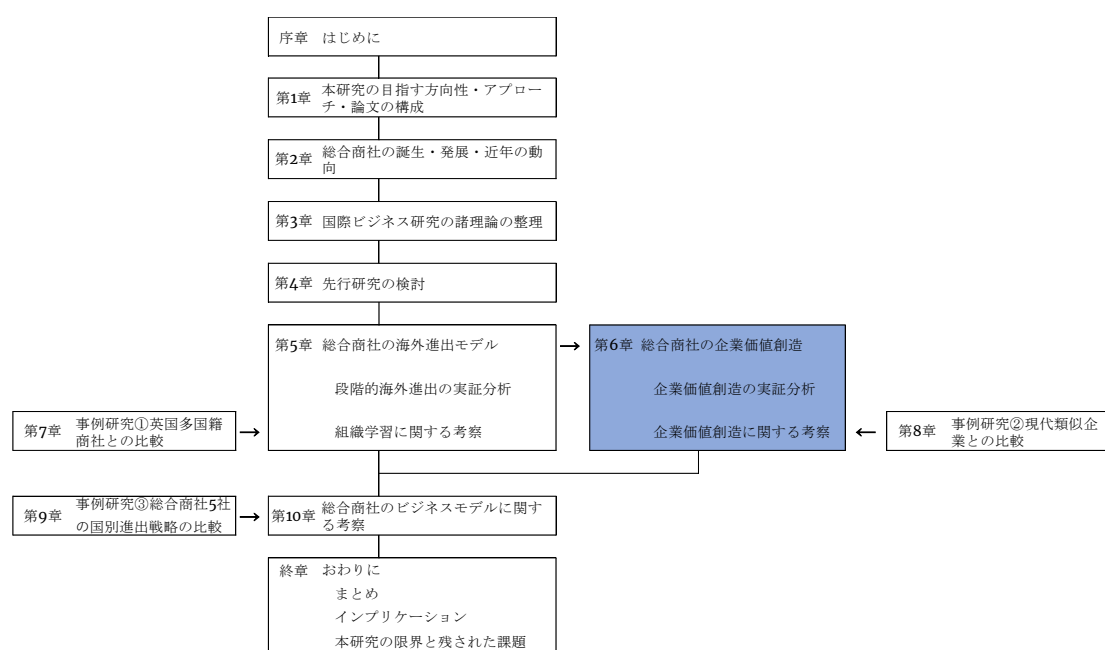


図 6-1 他章との関係

## 第3節 本章の RQ

本章の RQ は以下のように設定する。

RQ6-1: 経営権を志向するビジネスモデルの変化は総合商社の企業価値創造にどのような影響を与えたか。

RQ6-2: 商社型事業、非商社型事業の業種の違いは企業価値創造に違いを生じさせているか。

RQ6-3: 実証分析の結果を踏まえた、総合商社のポートフォリオ戦略構築に対する示唆は何か。

総合商社は経済環境や時代の変遷と共に業容・ビジネスモデルを大きく変えてきており（榎本 2012）、近年では「総合事業経営・事業投資会社」（田中(隆) 2012）と形容されている。「企業を経営する企業」とも言えるであろう。

総合商社各社は中期経営計画をはじめとする経営戦略の中で事業投資の強化・推進を謳っており、経営権を持たない投資先を増やすだけでなく、経営権のある投資先も増やしていることが確認されている（図 6-2）。同時に、総合商社各社は 2000 年代以降資源価格の上昇とも相まって税後利益の水準を引き上げてきている（図 6-3）。

しかしながら、資源分野への投資が多い総合商社の収益水準の変化はマクロな経済環境の変化に大きく影響を受けているため、総合商社各社が進めている経営権を確保する投資先を増やしていくという経営戦略がどの程度企業価値創造に寄与しているのかが分かりにくいのが実態である。

そこで本章では、総合商社 5 社の企業価値創造についてパネルデータによる実証分析を行い、総合商社が経営権を有する事業投資先の増加は各社の企業価値創造に貢献しているのか、商社型・非商社型いずれの業種の投資先の経営権有りの増加が企業価値創造に寄与しているかを明らかにすることを企図する。

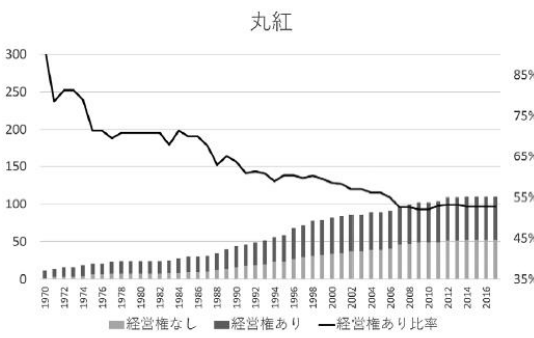
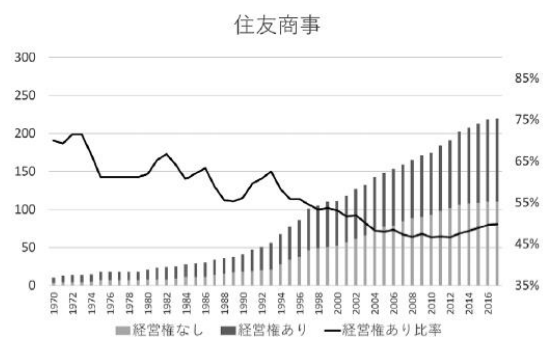
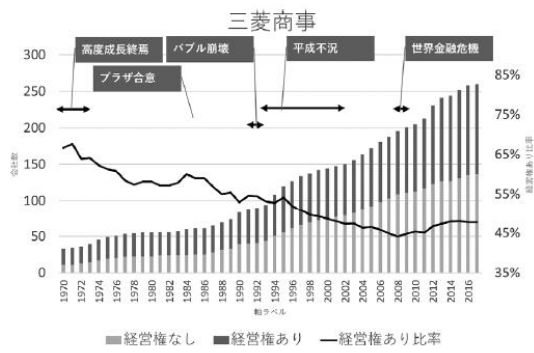


図 6-2 経営権のある投資会社比率の推移 (図 5-2 再掲)

左軸：経営権なし／あり会社数、右軸：経営権あり会社比率（単位：％）

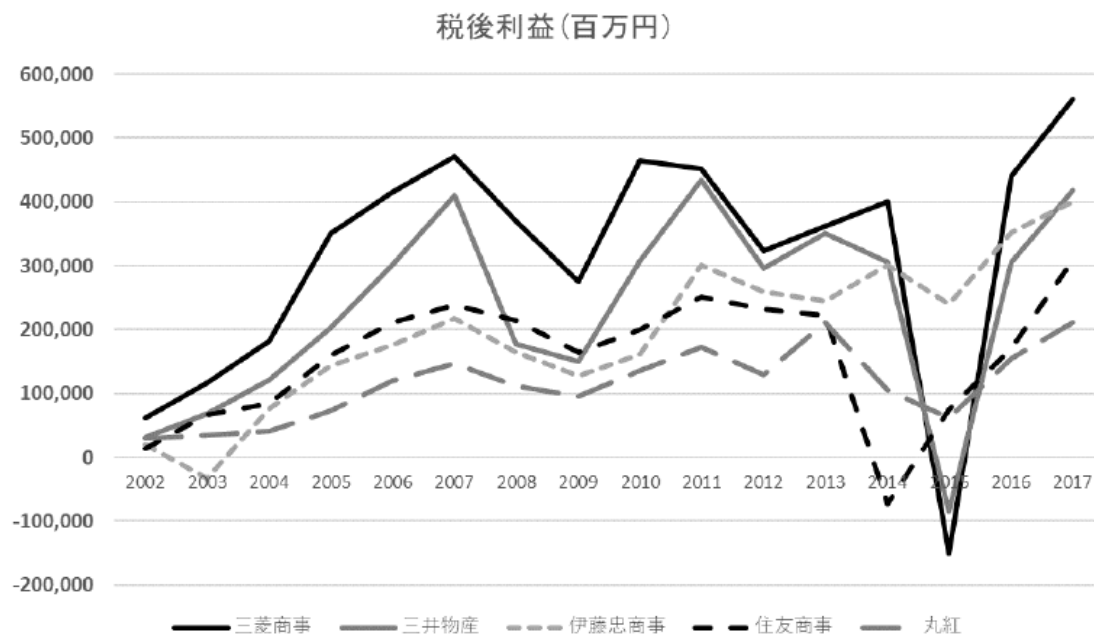


図 6-3 総合商社 5 社の税後利益推移 (年度)

#### 第 4 節 本章に関連する先行研究および理論

##### 第 1 項 総合商社のビジネスモデルの構造変化

総合商社研究は経営史的観点からのアプローチが多く、総合商社のビジネスモデルの構造変化を定量的に捉えようとする研究は数少ないのが現状である (吉成 2020b)。その中でも総合商社のビジネスモデルの構造変化を定量的な視点から行った代表的な研究として、孟 (2008) の研究が挙げられる。

孟は総合商社のコア機能の構造変化に関する検証を行い、収益源、資産構成、売上高構成の時系列データからトレーディング活動と事業投資活動の収益貢献を明らかにし、定量的な分析によりコア機能の転換が進んだことを示した。

筆者は、総合商社が自らを「総合事業運営・事業投資会社」に変化させてきたとの田中(隆) (2012) の先行研究を踏まえ、事業発展プロセスを考慮した総合商社の新たな海外進出モデル (図 6-4) を提示の上、総合商社

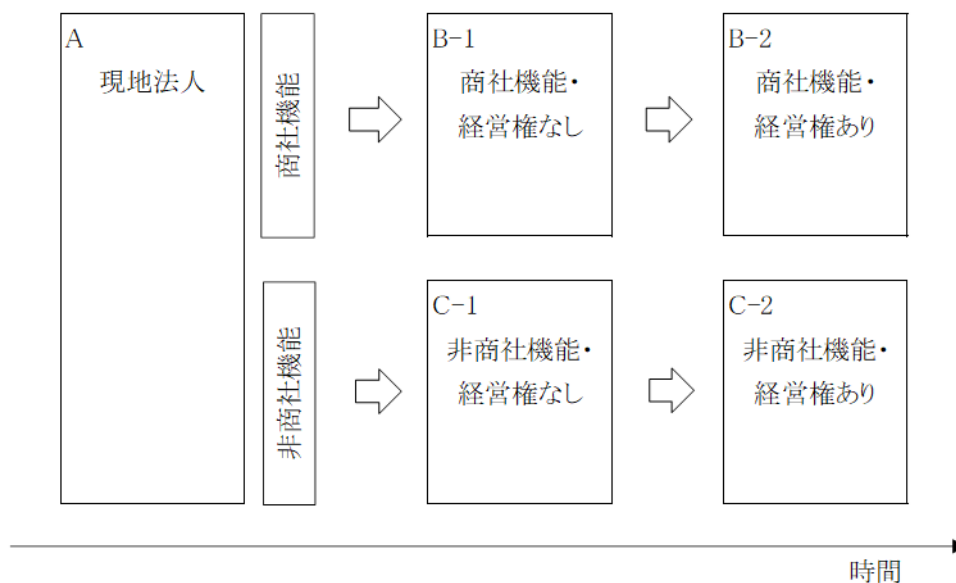


図 6-4 総合商社の海外進出モデル（図 5-3 再掲）

の海外進出形態が、「現地法人」から「経営権のない海外投資」へ、更には「経営権のある海外投資」へと段階的に経営権を志向する方向に変化してきていること、その変化はトレーディング業務を中心とする伝統的な商社機能を具備する投資先のみならず、製造業・サービス業など非トレーディング業務の投資先でも同様に見られることを総合商社 5 社を対象に実証的に分析し、企業規模が大きいほど提示したモデルに適合して仮説が支持され、総合商社の事業発展と符合して段階的に海外進出形態が変化していることを示した（吉成 2020a, 第 5 章）。

総合商社のビジネスモデル変革に関して、企業価値創造に焦点を当て統計を用いた実証研究は見当たらない。企業価値創造を計測し、経営権の有る投資先の増加、また商社型・非商社型事業の経営権の有る投資先の増加が企業価値創造にどのように関係しているかを分析した点に本研究の新規性、独自性があると考え（吉成 2021）。

## 第 2 項 企業価値創造と EVA

企業による価値創造の基本原則は、コストを上回る収益率で成長する企



業が価値を創造するというものである。具体的には、営業利益や純利益といった会計上の数字、ROE、ROAなどの財務指標、キャッシュ・フローを用いた算出、時価総額、株式市場における累積超過リターン

(cumulative abnormal return: CAR)、さらに Stern Stewart 社によって提案された EVA®<sup>8</sup> (Economic Value Added) などを用いて評価される。

例えば、時価総額は市場・株主からの期待・思惑が織り込まれているのみならず、株式市場全体の価格変動などマクロ要因や投資家の思惑に大きく影響されるため、企業の価値創造の計測に適していると言い難い。

EVA は、企業価値創造を経営者が投下資本 (capital employed) を使って経営を推進し、投資家の期待値である資本コストを上回る価値を産み出すことと定義し、以下の式で表される。

$$EVA = NOPAT - CE \times WACC$$

ここで、

NOPAT : Net Operating Profit after Tax / 税引後営業利益

CE : Capital Employed / 投下資本=有利子負債+株主資本

WACC : Weighted Averaged Capital Cost / 加重平均資本コスト

であり、株主資本コストは CAPM (capital asset pricing model : 資本資産評価モデル) を用いて計算されるものである。

EVA を企業価値創造の計測に用いる妥当性の研究として Sharma and Kumar (2010) の研究がある。Sharma and Kumar は、文献レビューを通じて、純利益、一株当たり利益、ROE、および ROA らは財務指標にと

---

<sup>8</sup> EVA®は Stern Stewart 社の登録商標である。

どまり、企業価値の創造を表すことができず、企業経営者が短期的にはリスクを取ってこれらの財務指標を向上させることさえ可能であることを理由に、EVA が企業価値創造の指標として適切と評価している。更に、インド企業に対する実証分析からそれらを確認している（Kumar and Sharma 2011）。

一方で、EVA の欠点として ROE 同様にレバレッジの上昇に対してプラスに反応する構造を持ち、他の条件を変えずに負債の利用を増加すると EVA も上昇する（仁科 1999）との指摘がある点や非 EVA 項目も企業価値創造に影響を与えているという指摘（Ismail 2006）もあり、EVA を企業価値創造の評価に用いる際には留意を要する。

EVA を指標として企業戦略の評価を行っている事例として、佐藤（2019）は EVA<sup>9</sup>を被説明変数として M&A による企業価値創造について実証分析を行った。又、菊地（2010）は日本の製造業を対象に EVA モデルと資源配分について検証を行い、EVA に対して 営業運転資本の効率化は正の相関、研究開発及び設備投資は負の相関があることを明らかにしている。

## 第 5 節 企業価値創造の検証

### 第 1 項 パネルデータの作成

実証分析を行うために、パネルデータを構築する。

投資先の経営権の有無、商社型・非商社型の投資先の分類については、東洋経済新報社の海外進出企業総覧データ（TK データ）の 2018 年度版を使用し、吉成（2020a, 第 5 章）と同じ手法で行った。「海外進出企業総覧」は東洋経済新報社が独自に調査・収集した、わが国の海外進出企業に関するデータベースで、国内親会社および海外拠点（投資先企業）につい

---

<sup>9</sup> 正確には佐藤は EVA と同様の概念である EVC: Economic Value Creation を用いている。

て企業毎のデータが集められている。

TK データに格納されている総合商社 5 社の海外事業所（法人）データの概要を表 6-1 に示す。

TK データに格納されている海外事業所のデータのうち、検証に必要な出資比率・進出年が判明しているデータ 963 社分を使用する。

トレーディング機能を有する投資先卸売、現地販売等商社機能を具備する商社型とそれ以外の非トレーディング機能を有する投資先、製造業との合弁による製造会社等非商社機能を具備する非商社型は、表 6-2 の対応表を用いて分類している。本章では総合商社本体で行うことができるかどうか、即ち総合商社本体でも行うことができる事業を分社して外部で行っているか否か、という事業の実態に着目して卸売や現地販売会社を分類した。又、総合商社においては、税務面やガバナンス面の観点から、現地法人を地域統括会社や中間持株会社の下にぶら下げて間接出資形態を取っているケースがよく見られるが、それらは実質的に直接出資と見做して現地法人にカウントしている。

表 6-1 TK データに格納されている各社の海外事業所（法人）数

（表 5-3 再掲）

	三菱商事	三井物産	伊藤忠商事	住友商事	丸紅	合計
海外事業所	382	304	224	444	255	1,609
出資比率・進出年が判明している件数	258	212	165	218	110	963
判明率	67.5%	69.7%	73.7%	49.1%	43.1%	59.9%

表 6-2 TK データと商社機能有無のマッピング (表 5-4 再掲)

TKデータ	商社機能	分類例
総合卸売, 卸売, 現地販売会社, 統括会社, 持株会社 等	あり	現地法人, 自動車販売会社, 機械販売会社, 資源系特別持株会社 (SPC) 等
機械, 鉄鋼, 化学, 繊維・衣服, 金融, 物流 等	なし	製造業との合弁製造拠点, 物流サービス会社等

表 6-3 本社から海外投資先への出資条件と経営権有無の判定基準

(表 5-5 再掲)

本社からの海外投資先への出資条件	経営権の有無
出資比率50%以上, または, 筆頭株主	あり
出資比率50%未満	なし

尚、TK データの業種分類に誤りが認められる場合は、個別の会社の業態を公開資料で確認の上、修正を行った。又、TK データには創業開始年が記載されているが、総合商社が買収によって後年に経営参画したことが明らかな場合には買収年を進出年と修正しデータの精度を高めている。経営権の有無については、本社から海外投資先への出資条件に基づき、表 6-3 の判定基準を用いて決定している。

以上から、投資先全体として経営権を有する企業の比率を表す経営権有比率、商社型投資先のうち経営権を有する企業の比率を表す商社型経営権有比率、非商社型投資先のうち経営権を有する企業の比率を表す非商社型経営権有比率を算出した。

財務データは日経バリューサーチから得られる総合商社の 5 社（三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、住友商事、丸紅）の 2003 年 3 月期から 2018 年 3 月期までの 16 期間のデータを用いている。日経バリューサーチ

のデータに欠損がある場合には各社財務諸表、あるいは外挿により補っている。

WACC の計算にあたって必要となる  $\beta$  値は、Yahoo!ファイナンスから各社の株価データをダウンロードし、各週末の株価を代表値として TOPIX との最小二乗法による回帰分析から計算した各週の  $\beta$  の平均から各年度の  $\beta$  を計算している。これら財務データおよび WACC から、企業価値創造 (EVA) の金額を算出した。

EVA, NOPAT, CE, WACC の定義は、前節第 2 項に従う。パネルデータの記述統計量は表 6-4、各社の EVA 及び EVA を投下資本で除した EVA 率の時系列変化は図 6-5、図 6-6 の通りである。

表 6-4 記述統計

	単位	Lag	最小値	中央値	平均値	最大値	標準偏差
EBIT	百万円		-55,220	301,212	320,286	864,981	183,995
フリーキャッシュフロー	百万円		-550,219	90,682	80,622	643,412	222,105
受取配当金	百万円		6,373	27,861	44,288	173,568	42,176
DEレシオ			0.4731	0.6631	0.6641	0.9168	0.1063
ROE	%		-7.64	13.24	12.10	23.85	6.11
経営権有比率		1年	0.3920	0.4829	0.5000	0.6262	0.0593
商社型経営権有比率		1年	0.3158	0.5484	0.5448	0.7600	0.1145
非商社型経営権有比率		1年	0.2245	0.3057	0.3022	0.3878	0.0352

### EVA (百万円)

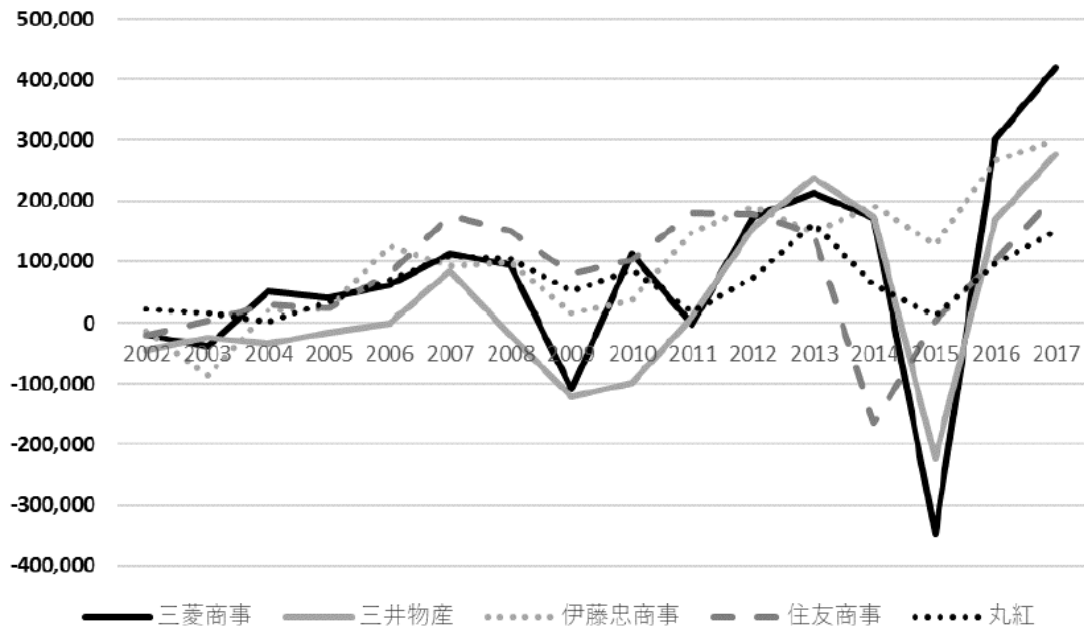


图 6-5 EVA 推移 (年度)

### EVA率 (%)

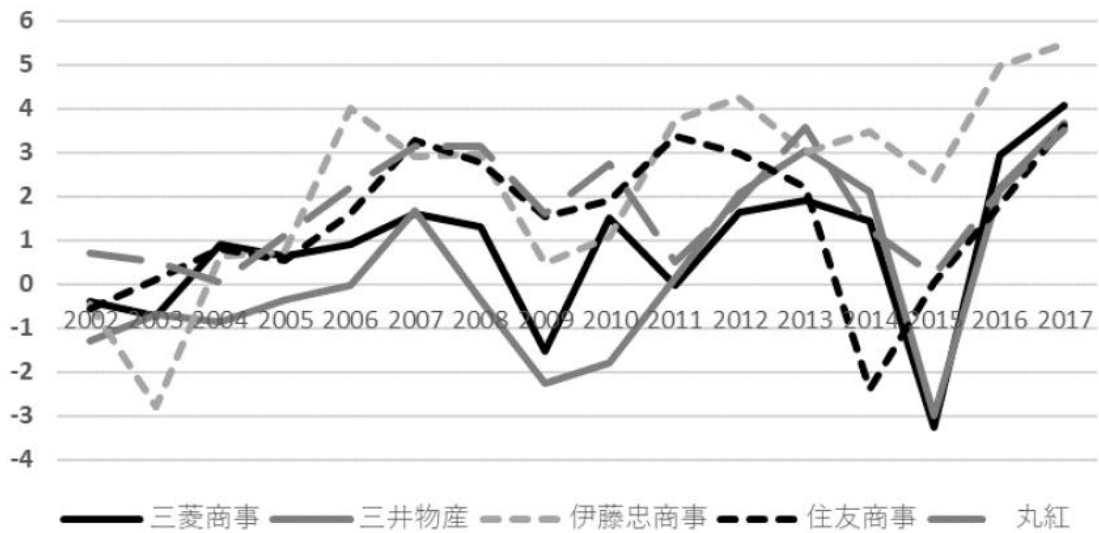


图 6-6 EVA 率推移 (年度)

## 第2項 パネルデータ分析

パネルデータ分析は、多様なデータが入手できるようになり、コンピュータ及び統計ソフトウェアの発展により、計量経済学での活用を筆頭に近年実証研究で盛んに使われるようになってきている（北村 2005）。経営学の領域においても、欧米の経営学トップジャーナル3誌<sup>10</sup>で2020年に掲載された170本の論文のうち、パネルデータを用いたものは89本との報告もあり（山野井 2020）、一層利用が進んできている。

パネルデータの分析は、個別対象の異質性をコントロールし、多重共線性を押さえつつ、単純なクロスセクション分析、時系列分析では捉えられない効果を特定・計測することができる点に特徴がある。（Hsiao 2003, Baltagi 2008）

パネルデータの分析には、定数項、傾きに企業毎の個別性があるか（個別効果）、により、Pooled OLS モデル、固定効果モデル、ランダム効果モデル、Between 効果モデルの4つのモデルがあるが、今回作成したパネルデータは対象企業数が5社と限られるため個社方向の自由度が制限されることから、Pooled OLS モデルと固定効果モデルが考慮すべきモデルとなる。Pooled OLS と固定効果モデルの相違イメージは図 6-7 の通りとなる。

個別効果のうち、固定効果（fixed effect）は、時間を通じて変化せず、一階差分法や平均差分法によって消去される効果を意味し、固定効果を含む多重回帰モデルは、固定効果モデル（fixed effect model）と呼ばれる。

---

<sup>10</sup> Academy of Management Journal (AMJ), Organization Science (OS), Administrative Science (ASQ)

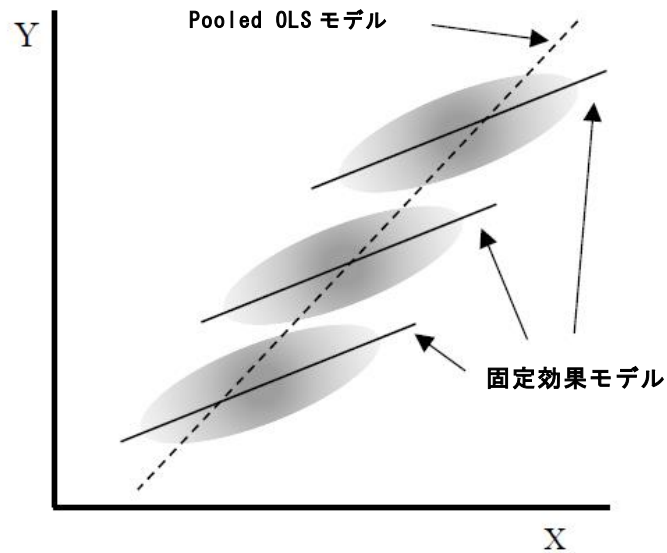


図 6-7 Pooled OLS と個別効果モデル

固定効果モデルの推定には、一元配置固定効果推定法（LSDV：Least Squares Dummy Variables）を用いる。Pooled OLS を帰無仮説（ $H_0$ ）として F 検定により棄却されれば、一元配置固定モデル（ $H_1$ ）を採択することになる（北村 2000）。

被説明変数としては、前項で説明した EVA に加え、EVA の効率性を見るために EVA を投下資本で除した EVA 率も対象に比較検討を行う。

説明変数としては、EBIT（金利税引前利益）、フリーキャッシュフロー（FCF）、ROE（株主資本利益率）、受取配当金、DE レシオ、これら財務データに加えて、経営権有比率（全体）、商社型経営権有比率、非商社型経営権有比率を採用しているが、経営権に関連する説明変数については、1 年間のラグを採用している。これは、設立年から直ちに収益貢献する投資先はないと考えるのが合理的と判断されること、ラグを取ることで財務データと経営権に関わるデータの間で逆の因果性（reverse causality）が生じる可能性を排除できる、すなわち同時決定バイアス（simultaneous bias）あるいは内生性バイアス（endogeneity bias）を回避できるためで



ある。現実経済で観察されるデータは相互に密接に関係しており、被説明変数と説明変数が相互に影響し合っていることは少なくなく（山本 2015）、逆の因果性の排除は推定上の重要な問題である。

尚、多重共線性が生じるリスクについては、VIF（Variance Inflation Factor）を用いて評価し、説明変数選択の妥当性をチェックしている。

パネルデータ推定の結果を表 6-5、表 6-6 に示す。

これらの結果から各被説明変数（EVA および EVA 率）に対して、どの推定モデルを採用すべきかを F 検定を行った結果を表 6-7 に示す。EVA（全体経営権有比率）に対しては固定効果モデル（Model 3）、EVA（商社型・非商社型経営権有比率）に対しては Pooled OLS（Model 2）、EVA 率（経営権有比率、商社型・非商社型経営権有比率の双方）に対しては固定効果モデル（Model 3 および 4）が選択された。

表 6-5 パネルデータ推定 (EVA)

推計モデル 説明変数	Pooled OLS		Pooled OLS		固定効果モデル		固定効果モデル	
	係数	p値	係数	p値	係数	p値	係数	p値
切片	-4.0529×10 <sup>5</sup> **		-3.3992×10 <sup>5</sup> **					
EBIT	8.6697×10 <sup>-1</sup> ***		8.9696×10 <sup>-1</sup> ***		8.2689×10 <sup>-1</sup> ***		8.6132×10 <sup>-1</sup> ***	
フリーキャッシュフロー	1.3688×10 <sup>-2</sup>		1.4950×10 <sup>-2</sup>		4.2715×10 <sup>-3</sup>		7.9266×10 <sup>-3</sup>	
受取配当金	-1.3285 ***		-7.1072×10 <sup>-1</sup> **		-7.1677×10 <sup>-1</sup> *		-6.5602×10 <sup>-1</sup>	
DEレシオ	3.4702×10 <sup>5</sup> **		3.4230×10 <sup>5</sup> ***		2.4057×10 <sup>5</sup> *		2.8458×10 <sup>5</sup> **	
ROE	-2.2791×10 <sup>3</sup>		-4.5000×10 <sup>3</sup> **		2.3933×10 <sup>3</sup>		-3.6975×10 <sup>3</sup> *	
経営権有比率	1.3458×10 <sup>5</sup>				7.9739×10 <sup>5</sup> *			
商社型経営権有比率			3.6877×10 <sup>5</sup> ***				3.0664×10 <sup>5</sup>	
非商社型経営権有比率			-7.3954×10 <sup>5</sup> *				-1.6182×10 <sup>5</sup>	
R2	0.72565		0.81228		0.82648		0.82265	
Adj. R2	0.70311		0.79402		0.80133		0.79396	
F	F(6,73)=32.1813		F(7,72)=44.5057		F(6,69)=54.7736		F(7,68)=45.0595	
p値	0.00 ***		0.00 ***		0.00 ***		0.00 ***	

\*\*\* p < 0.001, \*\* p < 0.01, \* p < 0.05

表 6-6 パネルデータ推定 (EVA 率)

被説明変数 モデル名	EVA率							
	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
推計モデル	Pooled OLS		Pooled OLS		固定効果モデル		固定効果モデル	
説明変数	係数	p値	係数	p値	係数	p値	係数	p値
切片	-2.9724×10 <sup>-2</sup>		-2.3546×10 <sup>-2</sup>					
EBIT	1.0118×10 <sup>-7</sup> ***		1.0976×10 <sup>-7</sup> ***		9.6875×10 <sup>-8</sup> ***		1.0056×10 <sup>-7</sup> ***	
フリーキャッシュフロー	1.7511×10 <sup>-10</sup>		9.7472×10 <sup>-10</sup>		-2.1513×10 <sup>-9</sup>		-1.7280×10 <sup>-9</sup>	
受取配当金	-2.5584×10 <sup>-7</sup> ***		-1.1895×10 <sup>-7</sup> **		-1.4009×10 <sup>-7</sup> *		1.3429×10 <sup>-7</sup> *	
DEレシオ	2.0476×10 <sup>-7</sup>		2.5475×10 <sup>-2</sup>		-4.8620×10 <sup>-3</sup>		4.2540×10 <sup>-3</sup>	
ROE	5.4046×10 <sup>-4</sup>		5.0590×10 <sup>-5</sup>		3.4226×10 <sup>-4</sup>		2.2360×10 <sup>-4</sup>	
経営権有比率	4.3214×10 <sup>-3</sup>				8.4367×10 <sup>-2</sup>			
商社型経営権有比率			7.2835×10 <sup>-2</sup> ***				5.2229×10 <sup>-2</sup>	
非商社型経営権有比率			-17.074×10 <sup>-1</sup> ***				-3.5380×10 <sup>-2</sup>	
R2	0.64667		0.79478		0.79703		0.80224	
Adj. R2	0.61763		0.77483		0.76762		0.77024	
F	F(6,73)=22.2674		F(7,72)=39.8356		F(6,69)=45.1599		F(7,68)=39.4062	
p値	0.00 ***		0.00 ***		0.00 ***		0.00 ***	

\*\*\* p < 0.001, \*\* p < 0.01, \* p < 0.05

表 6-7 モデル検定結果

モデル名	帰無仮説(H0)	対立仮説(H1)	検定法	統計量	p値	判定	選択モデル
EVA (Model 1 or Model 3)	Pooled OLS	固定効果モデル	F test	F(4, 69) = 11.135	0.000	棄却	Model 3 (固定効果モデル)
EVA (Model 2 or Model 4)	Pooled OLS	固定効果モデル	F test	F(4, 68) = 1.8546	0.154	棄却せず	Model 2 (Pooled OLS)
EVA率 (Model 1 or Model 3)	Pooled OLS	固定効果モデル	F test	F(4, 69) = 17.941	0.000	棄却	Model 3 (固定効果モデル)
EVA率 (Model 2 or Model 4)	Pooled OLS	固定効果モデル	F test	F(4, 68) = 3.6726	0.009	棄却	Model 4(固定効果モデル)

固定効果  $\mu_i$ 、経営権有比率（全体）を含む EVA の場合、回帰式は以下の通りとなる。

$$EVA_{ij} = \beta_1 EBIT_{ij} + \beta_2 FCF_{ij} + \beta_3 Div_{ij} + \beta_4 DER_{ij} + \beta_5 ROE_{ij} + \beta_6 Mgm_{ij-1} + \mu_i + \varepsilon_{ij}$$

ここで、

$Div$  : 受取配当金,  $DER$  : DE レシオ,  $Mgm$  : 経営権有比率,  $\varepsilon$  : 誤差項  
 $i$  : 個体,  $j$  : 時間（年）

を表す。

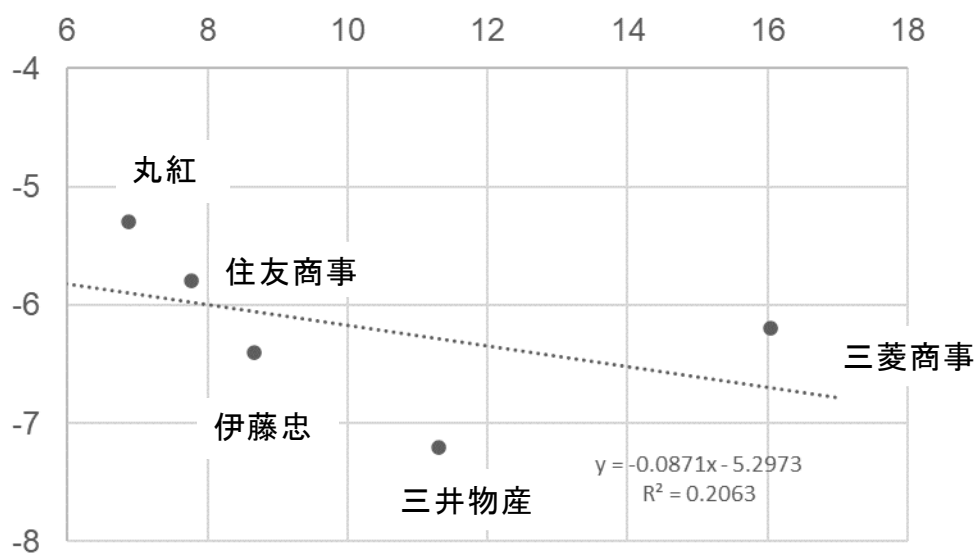
固定効果モデルが選択された EVA（Model 3）における個別効果  $\mu_i$  は表 6-8 の通りである。いずれも符号はマイナスで同じであり、三菱商事、三井物産、住友商事では 0.1% 水準、伊藤忠商事、丸紅では 1% 水準で統計的に有意となった。

表 6-8 個別効果

	係数	標準偏差	t 値	p 値
伊藤忠	-6.4x10 <sup>5</sup>	2.0x10 <sup>5</sup>	-3.2449	0.0018132 **
丸紅	-5.3x10 <sup>5</sup>	1.7x10 <sup>5</sup>	-3.2091	0.0020214 **
三菱商事	-6.2x10 <sup>5</sup>	1.5x10 <sup>5</sup>	-4.2078	7.626x10 <sup>-5</sup> ***
三井物産	-7.2x10 <sup>5</sup>	1.9x10 <sup>5</sup>	-3.8142	0.0002942 ***
住友商事	-5.8x10 <sup>5</sup>	1.6x10 <sup>5</sup>	-3.5782	0.0006382 ***

p<0.001 \*\*\* p<0.01 \*\* p<0.05 \*

個別効果の係数の評価として、企業規模の代理変数として総資産と係数を比較すると、企業規模に対して、負の相関関係が認められる (R2=0.2061) (図 6-8)。この相関関係については第 6 節で考察する。



横軸：総資産（兆円）、縦軸：個別効果係数（x10<sup>5</sup>）

図 6-8 総資産と個別効果係数の関係

### 第3項 統計モデルの推定結果の解釈

統計モデルの推定結果を見ていく（表 6-9）。

表 6-9 推定結果

被説明変数	EVA	EVA	EVA 率	EVA 率
経営権有比率 商社型・非商 社型区別有無 選択モデル	無し Model 3 LSDV	有り Model 2 Pooled OLS	無し Model 3 LSDV	有り Model 4 LSDV
EBIT	$8.7 \times 10^{-1***}$	$9.0 \times 10^{-1***}$	$9.7 \times 10^{-8***}$	$1.0 \times 10^{-7***}$
受取配当金	$-7.2 \times 10^{-1*}$	$-7.1 \times 10^{-1**}$	$-1.4 \times 10^{-7*}$	$1.3 \times 10^{-7*}$
DE レシオ	$2.4 \times 10^5***$	$03.4 \times 10^5***$	n.s.	n.s.
ROE	n.s.	$-4.5 \times 10^3**$	n.s.	n.s.
経営権有 (全体)	$8.0 \times 10^5*$		n.s.	
商社型経営権 有		$3.7 \times 10^5***$		n.s.
非商社型経営 権有		$-7.4 \times 10^5*$		n.s.

\*\*\*  $p < 0.001$  \*\*  $p < 0.01$  \*  $p < 0.05$  数字は係数（少数第2位で四捨五入）

説明変数として商社型・非商社型経営権有が含まれるモデルでは Pooled OLS モデルが選択され、固定効果の存在は有意とはならなかった。Pooled OLS の結果はパネルデータ分析を行う際のペンチマークとしての役割を果たす（千木良 2008）こと、本検討では個社ごとの傾向のみならず総合商社全体の傾向を把握することを目的としていることから、Pooled OLS モデルの解釈も行っていく<sup>11</sup>。

<sup>11</sup> パネルデータ分析において Pooled OLS モデルを評価している例として石川(2007)、水落(2012)、藤原(2015)など

EVAについて検討すると、EBITは、EVAのModel 3及びModel 2のいずれにおいても0.1%水準で有意な結果となった。係数の符合はプラスである。利益の増大によるEVAの改善はEVAの定義からも整合的であると判断される。

受取配当金は、EVAはModel 3では5%水準で有意、Model 2では1%水準で有意となった。係数の符号はマイナスであった。一般に投資先の業績が好調であれば（連結利益に加えて）受取配当金が増え、企業収益にポジティブな結果を与えることになると思われるが、一方で収益の増大に伴い利益剰余金が増え株主資本が増大すると資本コストが増大、それに見合った利益の増加がないとEVAを押し下げることとなる。EVAに対してネガティブな効果が生じているという点については議論が必要であると思われる。詳細は第5節の考察で検討する。

DEレシオはEVAのModel 3では5%水準で有意、Model 2では0.1%水準で有意であったが、係数の符号はプラスであった。DEレシオの定義は、有利子負債／株主資本であり、DEレシオの上昇は株主資本一定であれば有利子負債の増加を意味する。これにより、近年の経済環境では金利が低いためWACCは下がる方向に作用することから、EVAの定義によりEVAは上昇することになり、EVAの定義に整合的である。

ROEは、EVA（Model 2）のみで1%水準で有意となったが、係数の符合はマイナスであった。一般に、ROEは負債を増やしてレバレッジを掛けることで上昇することが知られている。すなわち、利益が一定であればROEが上がることは有利子負債の上昇を意味し、WACCを押し下げるものの、一方で投下資本（株主資本＋有利子負債）を上昇させるので、この効果が勝り、ROEの上昇がEVAを押し下げる結果となっているものと解釈される。

経営権有比率（全体）は、EVA（Model 3）で5%水準で有意である。係数の符号はプラスとなっており、会社全体の経営権有の会社比率の上昇は、EVAに対してプラスの効果をもたらしている。経営権を有する事業

投資先を増やしていく、比率を上げていることでEVAを上昇、即ち資本コストを上回る企業価値が創造されていることが確認された。

商社型・非商社型の経営権有比率は、EVA（Model 2）に対してそれぞれ0.1%、5%水準で有意であった。係数の大きさは、商社型は係数が $3.7 \times 10^5$ で符号がプラスであったのに対して、非商社型は係数が $-7.4 \times 10^5$ と絶対値が商社型の2倍あり、符号はマイナスとなった。

DE レシオ、ROE、経営権有比率の係数を比較する。経営権有比率（全体）は、DE レシオと同じオーダー（10の5乗）であるが、DE レシオの係数2.4に対して、経営権有比率（全体）は8.0であり影響度合いが大きい。DE レシオは総合商社が財務指標として重視している指標だが、それ以上に経営権有比率の変化の方が影響度が大きいことを示している。

更に、商社型・非商社型で区別した場合、DE レシオ、商社型経営権有比率、非商社型経営権有比率の係数は、10の5乗オーダーで、ROEの係数の10の3乗オーダーよりも大きく、影響度合いが大きい。更に、DE レシオ、商社型経営権有比率、非商社型経営権有比率を比べると、DE レシオと商社型経営権有比率は共に有意水準が0.1%水準であり、係数の大きさはそれぞれ3.4と3.7で同程度、非商社型経営権有比率の有意水準は5%水準ながら係数は-7.4と影響度合いがマイナスで絶対値が2倍以上となっている。以上から、商社型・非商社型経営権有比率は、ROE以上にEVAへの影響度合いが大きく、商社型はDE レシオと同程度、非商社型はDE レシオ以上に影響度合いが相対的に大きいことが分かる。

これが示すことは、商社型投資先の経営権有比率の上昇はEVAを押し上げ、非商社型の経営権有比率の上昇はEVAを押し下げているということになる。更に、係数の大きさを見ると、非商社型が商社型の2倍以上あり、非商社型経営権有比率のマイナス効果の方が大きいことが分かる。

この結果の解釈については、第6節の考察で検討する。

有意な関係にある説明変数の1単位あたりの増減で係数の解釈を行う（表6-10）と、EVA（経営権有比率（全体））のモデルでは、EBITが1

億円増加すると EVA は 0.87 億円増加、受取配当金が 1 億円増加すると EVA は 0.72 億円減少する。更に、DE レシオが 0.01 (=1%) 上昇すると EVA は 24 億円増加、経営権有（全体）の比率が 1% 上昇すると、EVA は 80 億円となる。

EVA（商社型・非商社型経営権有比率）のモデルでは、EBIT が 1 億円増加すると EVA は 0.90 億円増加、受取配当金が 1 億円増加すると EVA は 0.71 億円減少する。更に、DE レシオが 0.01（1%）上昇すると EVA は 34 億円増加、ROE が 1% 増加すると EVA は 45 億円の減少、商社型経営権有比率が 1% 上昇すると EVA は 37 億円の増加、非商社型経営権有比率が 1% 上昇すると EVA は 74 億円の減少になっている。

表 6-10 推定結果の解釈

	経営権有比率 (全体)		経営権有比率 (商社型非商社型区別あり)	
	説明変数の増加	EVA増減	説明変数の増加	EVA増減
EBIT	1億円	0.87億円増加 ***	1億円	0.90億円増加 ***
受取配当金	1億円	0.72億円減少 *	1億円	0.72億円減少 **
DEレシオ	1%	24億円増加 *	1%	34億円増加 ***
ROE			1%	45億円減少 **
経営権有（全体）	1%	80億円増加 *		
経営権有（商社型）			1%	37億円増加 ***
経営権有（非商社型）			1%	74億円減少 *

\*\*\* p < 0.001, \*\* p < 0.01, \* p < 0.05

EVA 率については、EBIT、受取配当金については EVA と同様の結果となったが、それ以外については有意な関係は見い出せなかった。経営権を増やす経営戦略は EVA 率（投下資本に対する効率性）には影響を及ぼしていないと解釈される。



## 第6節 考察

今回のパネルデータを用いた実証分析の結果をまとめると以下のようなになる。

**経営権有比率**：有意となり係数の符号がプラスであるため、経営権有比率の上昇は企業価値創造に正の効果をもたらす。

**商社型経営権有比率**：有意となり係数の符号がプラスであるため、商社型経営権有比率の上昇は企業価値創造には正の効果をもたらす。

**非商社型経営権有比率**：有意となり係数の符号はマイナスであるため、経営権有比率を上がると企業価値創造に負の影響をもたらす。また係数の大きさから、その効果は非商社型経営権有比率の方が商社型経営権有比率よりも大きい。

結果は表 6-11 の通りである。

表 6-11 企業価値創造と経営権の関係

企業価値創造 (EVA)	
経営権有比率	正の効果
商社型経営権有比率	正の効果
非商社型経営権有比率	負の効果 (商社型経営権有比率よりも係数絶対値大きい)

前節第3項で受取配当金の増加が企業価値創造にネガティブな効果が出ていることが確認されているが、これは何を意味しているだろうか。同項で述べたように、受取配当金の増加に伴って株主資本が増大していくのに

見合った収益の増大が図られていないと企業価値創造 EVA に対してネガティブなインパクトが出ることになる。図 6-9、図 6-10 は各社の受取配当金の推移、株主資本の推移を示している。概ね右肩上がりを示しており、受取配当金の増加と株主資本の増加は相関している（各社相関の平均は 0.676）。

他方、投下資本を構成する有利子負債は図 6-11 の通り概ね一定の幅で推移しており、これらから株主資本の増加が EVA へのインパクトが大きいことが分かる。

以上から導き出されることは、総合商社は経営権有りの比率を高め、支配権を高めてキャッシュ獲得のための受取配当金を増大させ、結果として株主資本を増加させているが、それに見合った企業価値創造が出てきていないことを示していると考えられる。

更に商社型経営権有比率の増加は企業価値創造にポジティブな結果となっているが、非商社型経営権有比率の増加は企業価値を毀損しているとの結果になった。

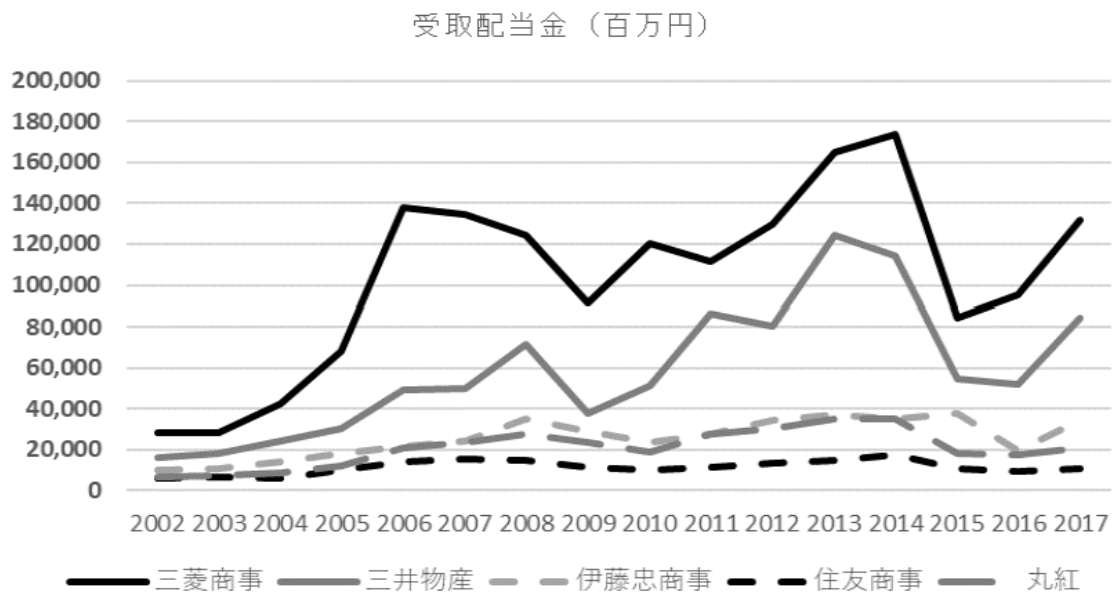


図 6-9 受取配当金推移（年度）

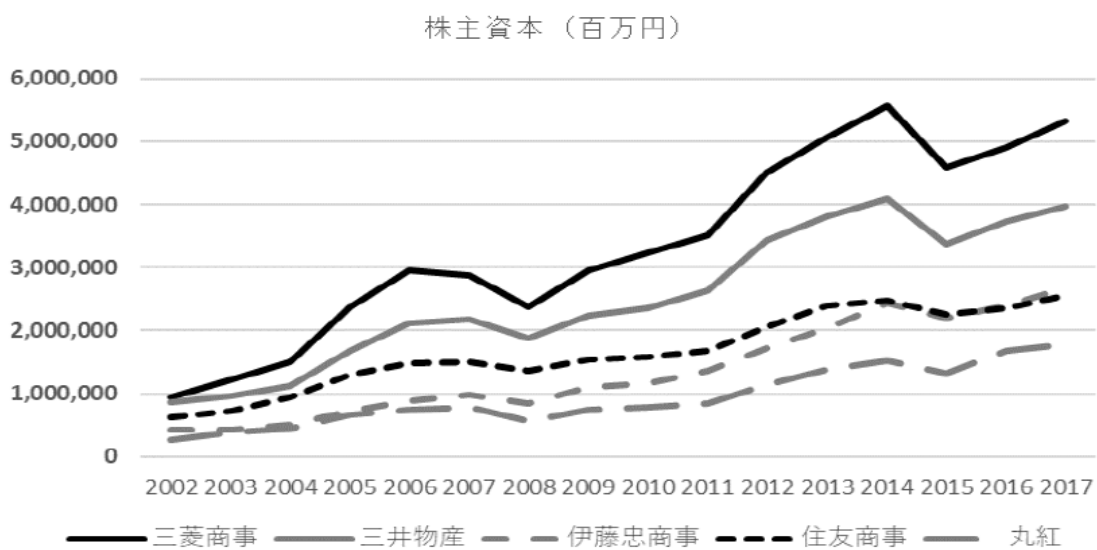


図 6-10 株主資本推移（年度）

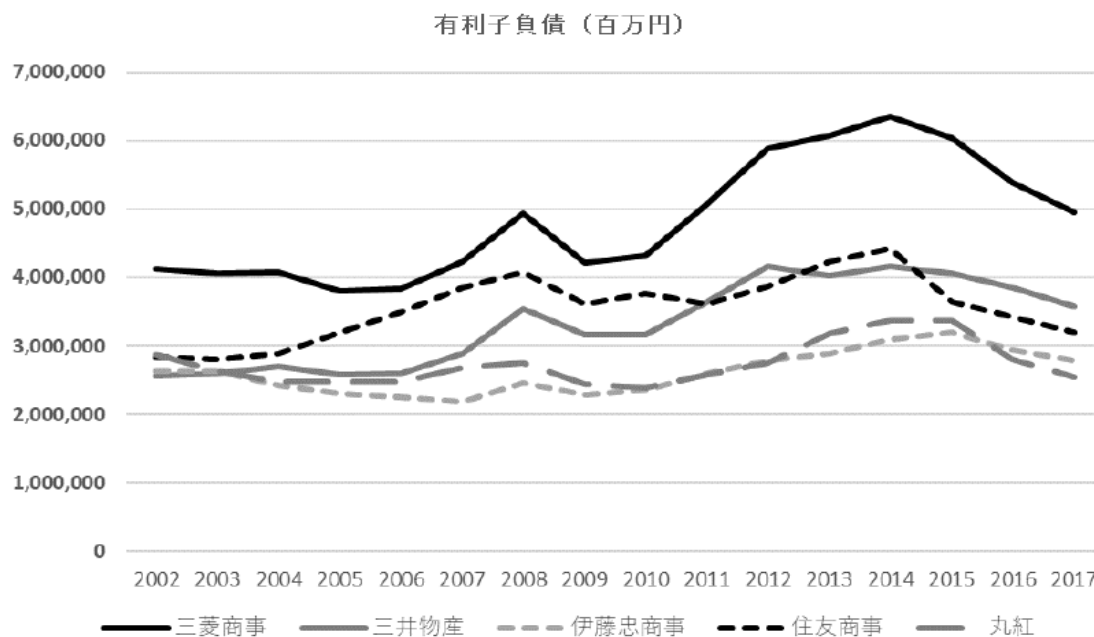


図 6-11 有利子負債推移（年度）

一般に、取引マージンが利益の源泉である商社型のビジネスは売上高利益率が低く、メーカーやサービス業のような非商社型のビジネスは売上高利益率が相対的に高い。従って、企業価値創造を高めていくために、非商社型のビジネスに経営権を持って利益の増大を図っていくのは経済合理性がある戦略であると言える。

しかしながら、今回の結果は、商社型事業に関しては経営権有比率を高めることで企業価値創造に寄与できていることを明らかにする一方、非商社型事業は企業価値を毀損していることを明らかにした。

パネルデータ分析の特徴である個別効果の評価をした結果、企業規模（総資産）に対して、負の相関関係が認められた（図 6-8）。個別効果は回帰式の切片を表わすことから、企業規模が大きくなると EVA に対して負の効果があることを示している。図 6-8 を見ると、近似曲線が三井物産を底とした U 字型の 2 次曲線になっているとも読み取れ、その場合は企業規模が一定規模を超えると EVA に対して正の効果があることを意味する。データポイントが限られており、このデータだけで結論付けるのは限

界があるが、個別効果の存在が有意であり、一定の説明力は有すると考えられる。図 6-8 は近似線が逆 U 字型の場合は企業規模が一定レベルを越えた場合に EVA が上昇することになり、情報や組織学習の効果など総合商社のビジネスモデルを支えるケイパビリティによって規模の問題を克服している可能性を示しており、総合商社のビジネスモデルを検討するにあたって示唆に富む結果である。詳細については、第 10 章で検討を行う。

孟（2008）は、総合商社は低コストで事業モデルを転換できる一方で、総合商社であっても経路依存性（path dependency）から逃れることはできないと指摘している。すなわち、過去に経験し組織学習が進んでいる事業では成功を収める可能性が高くなるという意味を含意する。総合商社の DNA が生きる商社型事業においては成功する確率が高く、企業価値創造に貢献できているが、非商社型事業については学習効果の蓄積が進んでおらず、成功する事業が少なく、効率的・効果的な経営が出来ていない、という状況が考えられる。今回実証分析した期間では非商社事業について各社が未だ組織学習途中とも言えるであろう。

これらは、実務的な視点に立つと有意義な示唆である。

従来 of 総合商社の経営戦略では事業投資を進化させる、事業経営を行っていく、という目標設定が一般的にされている。しかし、本章での分析結果を踏まえると、「業種にかかわらず会社全体として経営権有の会社の比率を高めることは企業価値創造に有効であることは確認され、「商社型への投資においては経営権有比率を高めていくのは企業価値創造に有効」であることは確認された。一方で、商社型事業投資は利益率が低く企業価値創造への効果が相対的に低いとため、利益率の高い「非商社型事業」に経営資源配分をしていくとしても、非商社型が企業価値創造に負に大きな影響を与えている事実を踏まえ、非商社型で商社型同様に経営権有比率は単純に高めていくことが常に正解とは限らないと認識し、非商社型事業において成功確率を高める戦略例えば業種・分野毎に戦略を変えていくなど選択的な手法を取るべき、といった企業価値創造理論に基づいた新たなポー

トフォリオ戦略の有効性を示唆するからである。

多国籍企業の海外進出モデルについては、国際ビジネス研究において長年に渡って研究が行われてきているが、上記のポートフォリオ戦略は代表的な理論の一つである Johanson and Vahlne (1977, 2009) のアップサラ・モデル Uppsala model と整合的である。アップサラ・モデルの核となる概念は知識であり、企業は時間をかけて学習して経験を蓄積し、不定期的な輸出、定期的な輸出、現地販売子会社の設立、現地生産子会社の設立を段階的に行うとする。知識を客観的知識 (objective knowledge) と経験的知識 (experiential knowledge) に分けた場合、経験的知識は容易に得られるものではないことから、海外進出にあたって市場に関する経験的知識が不可欠 (critical) であり差別化要因となるとする。総合商社が経験的知識を持っている訳ではない非商社型事業においては、時間を掛けた段階的な知識習得が必要であり、全方位に対して経験を考慮せずに一律の戦略を掲げることは経験的知識の重要性を軽視した戦略と言える。

総合商社各社は株式市場の評価やライバル企業同士の競争において、税後利益や時価総額、株価といった表面的な指標で競争しているが、当然ながら、これらは必ずしも企業価値創造には直接的に寄与していない。真に投資家・市場の期待値を越える価値創造には、むやみに表面的な指標を追うのではなく、ポートフォリオの質の改善こそが重要であると言えよう。

総合商社各社は「事業投資」「事業経営」を掲げ、「企業を経営する企業」を標榜し、事業経営力強化・ポートフォリオ経営 (三井物産 2020) を経営戦略の中心に据え、経営権を有する事業を増やしている。しかしながら、非商社型事業においては、リスク・リターンを見極めながら業種に対して選択的に戦略を議論すべきことが今回のパネルデータの分析結果が述べていることである。

又、2000年代以降、総合商社の利益水準は大きく上昇したが、株主資本の増大に見合った企業価値創造ができていないことも明らかとなった。

今後総合商社はいずれの業種において経営権有比率を増やしていくのか、

各社の経験、蓄積されたノウハウを自ら明確にし、ビジネスモデル変革を通じた事業拡大を進めていく必要がある。

総合商社は、事業の選択と集中が進んだ電機業界とは異なり、各社が依然として同じような事業ポートフォリオを持ち、あらゆる業種に同じように進出してきた。上記分析の通り、以前のような総花的な全方位の事業展開では企業価値を創造していけないことは明らかである。総合商社が引き続き「総合」の看板に掲げつつ、株主・市場の期待に応えていくには、ポートフォリオは各社毎に一段と個性的になっていかざるを得ないと思われ、総合商社における「総合」の意味は変わっていくであろう。

## 第7節 分析の限界

本分析の限界について指摘する。

今回使用したTKデータは、日系企業の海外進出を知る上でほぼ唯一の貴重なデータではあるが、必ずしも全ての海外投資先をカバーしている訳ではなく、今回個別の企業を調査してデータの補強を行ったことは述べた通りであるが、自ずとデータの網羅性に限界がある。

商社型、非商社型の分類については、筆者の実務上の経験も踏まえつつも、TKデータの分類を両型にマッピングしているが、TKデータの分類がビジネスの実態とどのように確認されているのは不明であり、データの誤差となりうる。

本分析では、総合商社のFDIである各国での投資件数を説明変数に使っている。各投資ごとの企業価値創造の情報があれば、より精緻に分析ができるが、各商社の情報開示において個別投資の金額（投下資本）や収益の開示がなされていないことから、企業価値創造の要因分析には一定の制約があることは否めない。

## 第8節 本章のまとめ

総合商社はトレーディングから事業投資に軸足を移すことでビジネスモ

デルの変革を行ってきたが、ビジネスモデル変革が資本コストを考慮した企業価値創造にどのような影響を与えたのかについて実証研究が見当たらないことを踏まえ、本章では、総合商社5社の企業価値創造についてパネルデータによる実証分析を行った。

分析対象となったのは総合商社5社の2003年3月期から2018年3月期までのデータ、及び963社の投資先データである。

本章のRQであるRQ6-1～6-3に対する、本章で明らかになった事項は以下の通りである。

**RQ6-1:** 経営権を志向するビジネスモデルの変化は総合商社の企業価値創造にどのような影響を与えたか。

投資先全体の経営権有比率の上昇は企業価値創造に正の効果をもたらしていることが確認された。

**RQ6-2:** 商社型事業、非商社型事業の業種の違いは企業価値創造に違いを生じさせているか。

商社型事業の経営権有比率の上昇も企業価値創造に正の効果をもたらしているが、非商社型事業においては負の効果があることが明らかになった。これらと財務データ分析から、総合商社は企業規模（株主資本）の増大に見合った価値創造ができておらず、各社が積極的に進める非商社型事業への進出は企業価値創造に寄与していないことが推測された。

また、パネルデータ分析の特徴である個別効果の評価をした結果、企業規模（総資産）に対して、負の相関関係が認められた。個別効果は回帰式の切片を表わすことから、企業規模が大きくなると企業価値創造（EVA）に対して負の効果があることを示している。近似曲線が三井物産を底としたU字型の2次曲線になっている可能性も示唆されるが、その場合は企業規模が一定規模を超えるとEVAに対して正の効果があることを意味す



るものの、データポイントが限られており、このデータだけで結論付けるのは早計であろう。

**RQ6-3:** 実証分析の結果を踏まえた、総合商社のポートフォリオ戦略構築に対する示唆は何か

総合商社は低コストで事業モデルを転換できる一方で、総合商社であっても経路依存性（path dependency）から逃れることはできないと指摘されており、総合商社であってもどんな事業でも効率的な事業運営ができるわけではない。非商社型事業については学習効果の蓄積が進んでおらず、成功する事業が少なく、効率的・効果的な経営が出来ていない、という状況で非商社事業について各社が未だ組織学習途中とも言える。

従来の総合商社の経営戦略では事業投資を進化させる、事業経営を行っていく、という目標設定が一般的にされている。しかし、本章での分析結果を踏まえると、利益率の高い「非商社型事業」に経営資源配分をしていくとしても、非商社型が企業価値創造に負に大きな影響を与えている事実を踏まえ、非商社型で商社型同様に経営権有比率は単純に高めていくことが常に正解とは限らないと認識し、非商社型事業において成功確率を高める戦略例えば業種・分野毎に戦略を変えていくなど選択的な手法を取るべき、といった企業価値創造理論に基づいた新たなポートフォリオ戦略の有効性を示唆する。

これは代表的な理論の一つである Johanson and Vahlne（1977, 2009）のウプサラ・モデル Uppsala model と整合的である。ウプサラ・モデルの核となる概念は知識であり、企業は時間をかけて学習して経験を蓄積し、不定期な輸出、定期的な輸出、現地販売子会社の設立、現地生産子会社の設立を段階的に行うとする。知識を客観的知識（objective knowledge）と経験的知識（experiential knowledge）に分けた場合、経験的知識は容易に得られるものではないことから、海外進出にあたって市場に関する

経験的知識が不可欠（critical）であり差別化要因となるとする。総合商社が経験的知識を持っている訳ではない非商社型事業においては、時間を掛けた段階的な知識習得が必要であり、全方位に対して経験を考慮せずに一律の戦略を掲げることは経験的知識の重要性を軽視した戦略と言える。

今後総合商社はいずれの業種において経営権有比率を増やしていくのか、各社の経験、蓄積されたノウハウを自ら明確にし、ビジネスモデル変革を通じた事業拡大を進めていく必要がある。

## 第7章 事例研究① 英国多国籍商社との比較

### 第1節 本章の概要

本章では、事例研究として総合商社との類似性が指摘される英国多国籍商社を取り上げ、総合商社と定性的・定量的に比較することで、英国多国籍商社と異なり、事業環境の変化に対応して総合商社がビジネスモデルを変化させて存続している要因について考察し、総合商社のビジネスモデルを構成している要素について示唆を得る。

総合商社は日本固有の業態であるとされるが、時代を遡れば19世紀から20世紀にかけて隆盛を誇った英国多国籍商社の活動内容や業態が日本の総合商社に類似することが国際ビジネス研究の複数の先行研究で指摘されてきた (Jones 2000, Yasumuro 1998)。

英国多国籍商社と総合商社では時代背景や経済環境が大きく異なることは自明であり、単純な比較では自ずと比較の有効性に限界が存在することは承知しつつも、いずれも貿易業を祖業とする事業投資会社であり、同一の業態が日本以外に存在しない事実を鑑みて、総合商社のビジネスモデルについて理解を深めるための比較対象として英国多国籍商社を選択することは先行研究にも鑑みても合理性があると言えよう (三宅 2014, 埴本 2017)。

比較分析のアプローチとして、英国多国籍商社と総合商社を比較する先行研究を整理した上で、英国多国籍商社の歴史と変遷を概観し、フリースタANDINGカンパニー (Free Standing Company : FSC) と称される独特の運営形態に着目する。その上で、貿易形態や自国での事業展開、人材などの項目について総合商社との定性的な比較を行い、総合商社のビジネスモデルを構成する要素について考察する上での示唆を得る。加えて、英国多国籍商社と総合商社の投資先の業種比率を比較し、定量面からも英国多国籍商社と総合商社を比較する。

上記のアプローチにより英国多国籍商社と総合商社の違いを定性・定量両面から探り、英国多国籍商社とは異なる総合商社の独自性として、総合商社の事業変革力、持続可能性について考察を行う。

## 第2節 他章との関係

本章の他章との関係は以下の通りとなる。本章から得られる検討結果を総合商社の海外進出モデルの背景となる組織学習の考察に活用する。

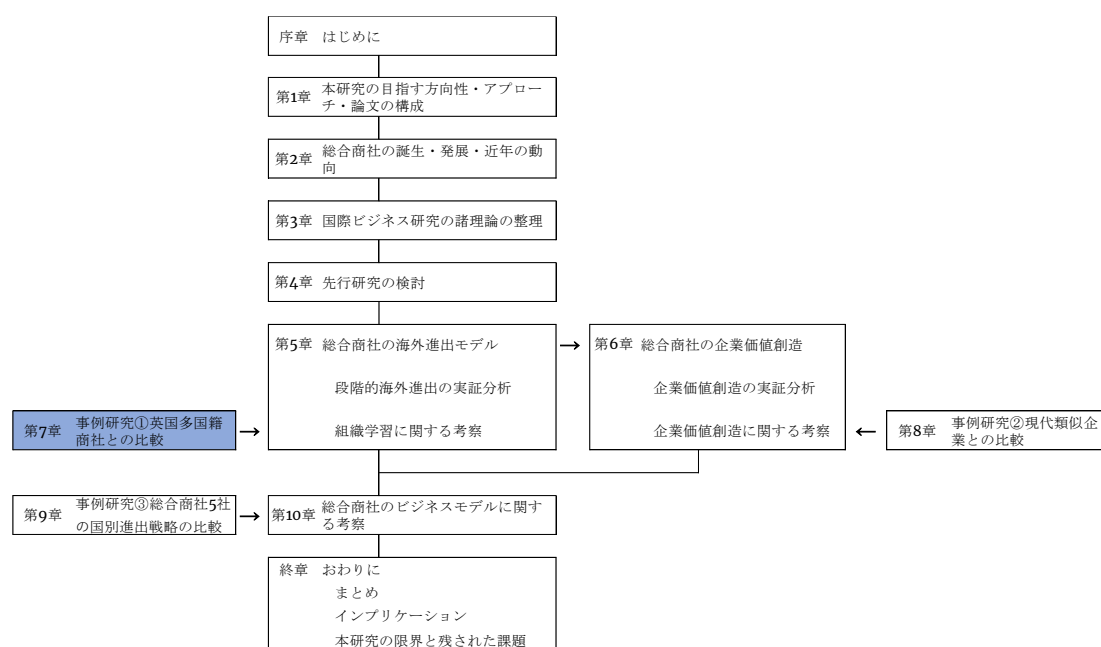


図 7-1 他章との関係

## 第3節 本章のRQ

本章のRQを以下のように設定する。

RQ7-1: 総合商社と業態が似ていると指摘される英国多国籍商社と総合商社は何が異なるのか。

RQ7-2： 英国多国籍商社は衰退した一方、総合商社が依然として成長を続けている。その要因は何か。

#### 第4節 英国多国籍商社に関する先行研究

Wilson (1995) が英国企業全般の歴史研究において英国多国籍商社との関係性をレビューしている。

さらに、英国多国籍商社については Jones (2000) の研究が有名である。Jones は英国多国籍商社の比較対象として総合商社をたびたび取り上げている。主な記載を以下に記す。

日本の商社により実行された戦略は戦間期の新たな状況に対応することが可能であったことを示した。日本の商社は 1920 年代に大きな困難を経験し、鈴木商店という総合商社が 1927 年に倒産した。他の総合商社は変化する情勢に多くの方法で対応した。1920 年代、三井物産は日本の製造会社に投資し、製造会社が自ら物流会社を展開することを妨げた。1930 年代の日本の総合商社は、この 10 年間の日本の輸出拡大に支えられ、取引商品の種類を拡大し、またラテンアメリカ、中東、ソビエト連邦の新たな市場に参入した。日本の商社はこの時代に「グローバル販売網」を展開した。したがって、日本の商社は、地理的に多角化することでリスクを分散するとともに、新たな機会を探し出し、自国経済との密接な関連する事業を展開する戦略を実践した。これはある程度まで伝統的な貿易仲介者としての役割を守りながら新たな機会を捉えた戦略であった。(Jones 邦訳 p.124)

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的な地位をえることができたが、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。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、この年代には「総合商社」として見なしても良いだろう。(同  
邦訳 p.194)

イギリスと日本のビジネスの仕組みの違いを考慮すれば、イギリス  
商社が日本の総合商社の規模に発展することができなかったとの理由  
で、(第) <sup>12</sup>二次世界大戦のイギリス商社が「失敗」だったと主張す  
ることは軽率であろう。イギリス商社にはイギリス製造業グループの  
貿易会社として成長する可能性もなければ、日本のようにイギリス政  
府が産業政策の手段としてイギリス商社を支援することもなかった。  
(同 邦訳 p.450-451)

日本での研究においては、猿渡 (2014) が Harrisons & Crosfield 社を  
多国籍企業として取り上げ、複数のゴム栽培会社によって形成されたクラ  
スター・レベル (企業集団) の議論を行い、アメリカ多国籍企業のプロト  
タイプの階層制組織との差異、および、市場と階層制組織の中間組織とし  
ての特徴を解き明かした。

FSC については、小池 (2011) が英国多国籍商社 Harrisons &  
Crosfield 社を対象に経営システムと収益メカニズムの実証分析を行い、  
英国の FDI、多国籍企業の特徴を究明している。

また、三宅 (2006, 2014) が中間組織の観点から英国商社・フリースタ  
ンディングカンパニー (FSC) と総合商社の比較を試みている。三宅によ  
れば、FSC は複数の企業や個人の関係に基づくネットワーク型 FDI の実  
施主体であり、対象事業分野も広範に及んだ点が特徴であるが、FSC の  
多くは総合商社と異なり短命であることから、両者の間には何らかの大き  
な相違があったとし、FSC は、FSC 自体があくまでも FSC を取り巻くク

---

<sup>12</sup> おそらく日本語翻訳時の脱字であり、筆者が補ったもの

ラスター内の企業や個人のための FDI 実施主体に過ぎず、自らネットワークの形成主体とはなり得ず、総合商社の場合は、自らがネットワークのハブになるべく戦略的目的を持って FDI を実施してきたと考えられると指摘し、両者の違いは組織設計の違いとした。

坂本（2010）は Jones を参照しながら、英国多国籍商社と総合商社を比較して両者の類似性と相違性から総合商社の特質を明らかにしようとした。その他にも、大東和（1996）による FSC が多国籍企業かの検証や、安室・四宮（1999）による FSC との比較による総合商社の FDI の分析などの研究がある。

## 第 5 節 英国多国籍商社

### 第 1 項 英国多国籍商社の歴史

16 世紀から 18 世紀にかけて、東インド会社、ハドソン・ベイ会社など、政府から独占販売権を与えられた特権的な商社が欧州内外で貿易を行っていた。こうした特権的な商社と並んで、多種多様な商社や銀行の原型となる業者が存在していた。

こうしたなか、特権的な商社は次第に独占権を失い、19 世紀中ごろにはほとんど姿を消した。英国多国籍商社は英国の植民地との取引を背景に 1870 年ごろまでに誕生したとされ、特権的な商社が消えていく過程の中で多国籍商社が生き残った。

1914 年時点で英国は世界の FDI の 45% を占め（Houston and Dunning 1976）、英国多国籍商社は英国を世界最大の投資国にした原動力ともされる。

英国商社はその発祥の地や「拠点」となる「グラスゴー」「リバプール」「ロンドン」に集まっていた。グラスゴーの商社はスコットランド人を採用して独特の文化を維持し、特にアジア地域に進出する一方、イングランドの銀行は南アメリカを志向するなど活動エリアに地域差があった。

英国多国籍商社は、中南米、南・東南アジアなど各国で、製粉工場や茶・コーヒー農場、チーク材製材所などに投資し、プランテーション経営にもかかわっていた。このような例から、総合商社の「多様な機能」として指摘される事業投資との類似性がある。

第一次世界大戦で英国経済が打撃を受け、第一次世界大戦と第二次世界大戦の戦間期に大英帝国の版図拡大が止まり、資本輸出国としての地位を失い、それまでの次第に弱体化していきつつも、第二次世界大戦後まで継続した。

しかし、第二次世界大戦後に、環境が大きく変化した。1960年前後に英国経済が「中小企業の経済からヨーロッパ型の」「大企業の経済に変貌した」ため、買収・合併、淘汰・再編が進んだ。おおむね100年間存続したものの、最終的には1980年代にはおおむね姿を消した。

英国多国籍商社の特徴として Jones (2000) は「ファミリー」と「植民地・進出国での人脈」を挙げている。

Chandler (1977) は米国型資本主義モデルを「競争的経営者資本主義 (competitive managerial capitalism)」としたのに対して、同族を重視する英国型資本主義モデルを「個人資本主義 (personal capitalism)」として対比している (喬 2012)。

また、Jones は、Resource-Based View (RBV) の視点に立ち、英国多国籍商社の強みは「経営資源」に依拠し、「経営資源」は「力量 (Competences)」もしくは「能力 (Capabilities)」などさまざまに理解されているが、それらは長期にわたって蓄積され、企業行動や文化に深く組み込まれているとしている。

また、Prahalad and Hamel (1990) のコア・コンピタンス論に従い、企業の「中核となる事業の強み」とは、「組織全体の強さである」と定義され、とくに多くの生産に関する知識や熟練をどのように組み合わせ、多様な技術をどのように統合するかであり、企業の経営資源とは、個々の経営資源だけでなく、組織全体の相互関係から構成されるものであると提示



している。商社という事業形態に RBV を適用して論じている点に留意したい。

その上で、Jones は英国多国籍商社が構築した多様なビジネスの組織構造に着目し、英国多国籍商社が多角化したときに直面した課題は、ますます複雑化するビジネスを、どのような組織で行ったかを分析した。その分析において、1つの企業が多くの国々で多くの異なる製品を生産するために発展した米国型の事業部制（M型組織）とは異なり、英国多国籍商社はすべての業務を社内で行う「内部化」を避け、長期にわたって複雑な企業を維持することができる統治機能を持たない「企業グループ」を形成していたとし、企業グループの存在価値として資本市場が不完全な状況下での金融仲介機能を指摘している。

表 7-1 に代表的な英国多国籍商社を示す。

表 7-1 代表的な英国多国籍商社

企業グループ	使用資本 Capital Employed 1978 M Pounds	Jones に よる分類	設立	進出国	業種
Lonrho	497	-	Balfour Williams on 1851	(Balfour Williamson) チリ、 ペルー、米国、カナ ダ	硝酸塩肥料、穀物製粉、石 油、農業、水産、新聞、パル プ、住宅ローン、石油輸送、 セメント
UAC	450	単一組織 型	-	-	-
Jardine Matheson	293	ネットワ ーク型	1848	中国、日本	銀行、保険、茶、卵、埠頭、 倉庫、海運、不動産、梱包、 繊維、エンジニアリング、ビ ール醸造、鉱物資源
Swire Group	266	ネットワ ーク型	1970	中国、日本	海運、製糖、造船
Inchcape	253	緩いネッ トワ ーク 型	1847	南アジア、ビルマ、 香港、マレーシア、 カナダ、シンガポ ール、ブルネイ、タ イ、豪州、日本、南 米、アフリカ	海運、機械、自動車、石油、 繊維、電子部品、鉱物、保 険、茶、木材、飲料、食品
Guthrie Corporation	224	-	-	-	-
Harrisons & Crosfield	171	ネットワ ーク型	1845	東南アジア、南アジ ア、米国、カナダ、 豪州、NZ	ゴム輸出、ブランテーション 経営、エンジニアリング、茶 輸出、化学品
Booker & McConnell	93	単一組織 型	-	-	-
James Finlay	72	ネットワ ーク型	1765	南アジア	ブランテーション経営、織 維、ジュート、マンガン、倉 庫、精米、茶、製糖、コーヒ ー・ココア、チョコレート製 造
Steel Brothers Holdings	47	-	-	-	-
Yule Catto	16	-	-	-	-
Antony Gibbs	15	-	-	-	-
Blyth, Green, Jourdain	12	-	-	-	-
Boustead	11	-	-	-	-
Ocean Wilsons	11	単一組織 型	-	-	-

出所：Jones (2000)を元に作成

更に Jones は、英国多国籍商社のうち 1870 年代から 1970 年代かけて多角化した「企業グループ」を表 7-2 の通り分類している。

表 7-2 英国多国籍商社企業グループの類型

	組織形態	例
A	単一組織型	UAC; Booker Brothers; McConnell; Dodwells; Wilson Sons
B	ネットワーク型	Swire's; Jardine Matheson; James Fainlay; Harrisons&Crosfield; Balfour Williamson
C	緩いネットワーク型	Grahams; Inchcape Family

各類型は以下の通りである。

- A. 単一組織型： 「企業グループの事業が完全所有の子会社で行われている。ただし、現代的な視点での完全統合とは異なる」
- B. ネットワーク型： 「中核となる商社とその完全支配の複数の支店および、その商社が部分的に株式を所有する多くの関連会社などから構成される状況。資本関係だけでなく、借入金、経営、取締役派遣制度、取引関係などでも結ばれていた。
- C. 緩いネットワーク型： 「ネットワーク型の変形で、同族による株式所有以外に「中核」となる企業が存在しない。

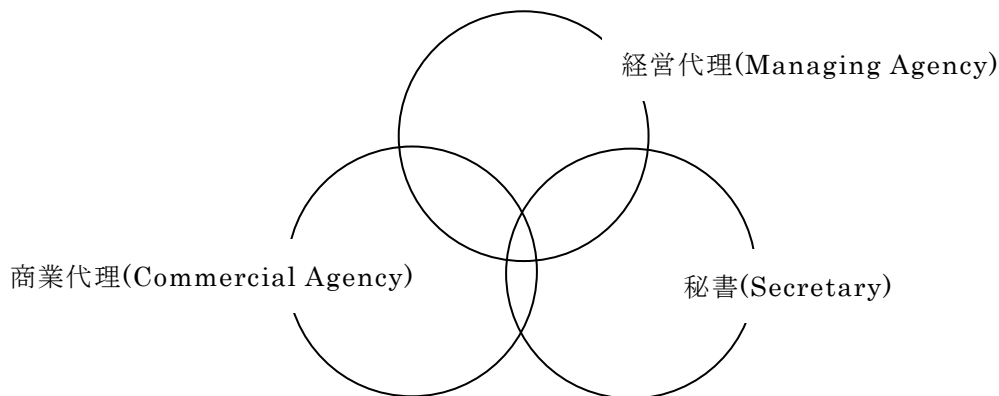
このように各商社は異なった企業グループを構成していたものの、貿易業、海運代理業、保険代理業、製造業などの代理店としての活動は一般に商社の内部で行われていた。こうした事業は企業側に膨大な知識基盤が必要であり、また、現在の顧客や将来の顧客からの評判を維持することが必要であった、と述べ、これら中核的に機能が商社のコア・コンピタンスであると指摘しているに等しい。

一方、「ネットワーク」型企業グループとは、プランテーション、鉱業、加工業、そしていくつかのケースでは、海運会社の所有などに多角化したグループである」とし、商社は貿易と代理業務からの手数料で利益を上げた、とした。また、商社は、貿易や情報の機会を求め、買い手と売り手が、商社を使わずに直接取引することを阻止しようとし、鉱業やプランテーションを完全に所有する必要はなかった、と述べている。これは、情報の非対称性による商機の獲得という商社の行動原則をよく表している。

この形態の優位性として、非中核事業の所有を分散することにより、親会社である商社のリスクを抑えると同時に、新規事業に外部資金を導入できるメリットを Jones は指摘している。商社は、手数料などの新しい利益を生み出す起業家的投資を行うために他人資本を活用したのである。この発想は、総合商社の事業発展形態とも符合する。すなわち、メーカーとの合弁により商取引の安定性を確保しつつ、外部資金でビジネス機会を収益化するモデルである。

Jones は、英国多国籍商社は経営代理業務が目的であり、「株式を所有することで配当金を受け取ったが、これは手数料収入ほど重要なものではなかった。関連会社の株式を保有する主な理由は、すべての重要な経営代理業務を確保することであった」と指摘している。これは、総合商社の初期の事業投資の目的と類似していると言ってよいであろう。いわゆる、出資の見返りに商権を確保する随伴取引が投資の初期の目的であったが、企業統治の変化や会計制度の変化により、その目的が自ずと投資から得られるリターン（連結利益、配当）に段階的に代わってきたのである。

猿渡（2014）は、英国商社（Agency House）の管理諸機能を以下の通り整理している。歴史的に最も古く、商社としての本来の業務である商業代理は、英国商社が傘下企業の必要資材を購入する購入代理と、製品の販売を担当する販売代理からなり、経営代理は、傘下企業での生産管理全般が英国商社によって行われることであり、秘書（Secretary）とは、英国における傘下企業の対株主関係の諸事務を担当することである。（図 7-2）



出所：猿渡（2014）

図 7-2 英国多国籍商社による管理諸機能の代理

## 第 2 項 フリースタンディングカンパニー（free standing company）

Free Standing company（FSC）の命名者は Wilkins（1988）である。FSC とは、国内事業活動の拡張を目的とせず、1870-1914 年当時の典型的な英国型 FDI の実施主体で、最盛期には数千社存在したとされる（Jones）。その多くが海外ビジネスを指揮するために英国に登録されていたが、英国に本社を持つ既存企業の国内事業から生まれたものではなく、この点で米国モデルとは異なっていた。

FSC の形態面の特徴は以下とされている。

- ・ 共同出資で有限責任の組織形態をとる
- ・ 英国組織として、役員・株主等を持ち、定款にて業務を規定していること
- ・ 本国では、通常総務（company secretary）と役員会のみであること
- ・ 事業面の特徴は以下とされる。
- ・ 本国の同業の親会社とも法的にも経営管理的にも独立し直接に海外事業を実施すること

- ・ 海外事業を管理する組織的枠組みを提供し、英国の投資家から海外事業に必要な資本獲得を目的として設立されること

その海外事業は、通常、特定国の特定事業であることなど本国に寄って立つ事業がないという意味において「フリースタANDINGカンパニー」と呼ばれ、英国多国籍商社は FSC を活用して FDI を実行していた。

Wilkins は FSC を通じた海外投資は経営支配が及んでおり、FDI と主張した一方、Casson (1997) は経営支配をしていないケースがあり一概に FSC とは言えないと主張し、FSC が FDI か否かという論争が存在する。

Casson は、FSC の特異性として、コントロールにより具体化される「情報の輸出」の有無と無形サービスの供給に具体化される「技術の有無」により 4 類型を提示した (表 7-3)。

表 7-3 Casson による FSC の 4 類型

	技術の輸出 有	技術の輸出 無
情報の輸出 有	多国籍直接投資者	直接投資者
情報の輸出 無	準多国籍企業	—

出所：Casson (1997)

三宅は FSC については、企業活動の永続を仮定する going concern を前提とした組織とする意図がなく、それゆえに FSC の管理機能は不十分であり、必然的に海外事業は短命に終わるのが通例であったと指摘している。その考察を踏まえ、FSC は自発的なネットワークの形成主体ではなく、あくまでクラスター内の企業や個人の意思によってハブに据えられた

だけの法的・形式的な存在であり、その成り立ちとしてからも組織として存続性は当初より期待されていなかった可能性がある」と指摘した。

これらから、FSC は今日での商社が参画する特定事業のために設立される特別目的会社（Special Purpose Company : SPC）や固有の法人格を持たないコンソーシアムに類似しているとも指摘している。

## 第 6 節 英国多国籍商社と総合商社の定性比較

英国多国籍商社と総合商社を定性面から比較し類似点と相違点を整理すると以下の通りとなる。

### （類似点）

事業を所有することから、英国多国籍商社と総合商社の活動内容に類似することが指摘されている（Jones 2000）。

同じく Jones が指摘するように、英国多国籍商社の株式所有は経営代理業務を獲得することが目的であった。総合商社においても、出資の見返りに商権を確保する随伴取引の実現することが初期の投資の目的であり、事業を所有することのみならず、目的も同一であると言えよう。

他方で、総合商社においては、企業統治の変化や会計制度の変化など時代の変遷に沿って、投資の目的が自ずと投資から得られるリターンを志向する形に変化してきている点には留意しておく必要がある。

### （相違点）

英国多国籍商社と総合商社について、貿易形態、自国での事業展開、事業規模、リスク・テイキング、人材、企業グループ、上場（公開・非公開）、上場後の安定株主度、国の政策、活動国と自国間の情報・文化格差、活動国分散の項目について比較する（表 7-4）。

表 7-4 英国多国籍商社と総合商社の定性的比較

	英国多国籍商社	総合商社
貿易形態	三国間が中心	日本への輸出入が中心
自国での事業展開	略なし 英国経済との関係希薄	割合高い 日本経済に立脚
事業規模	小さい	大きい
リスク・テイキング	リスク回避志向	リスクテイク志向
人材	歴史的に大卒が少ない	早い段階から大卒を採用
企業グループ	なし	あり
公開・非公開	非公開のファミリー企業 後に一部は公開企業へ	早い段階から公開企業
上場後の株主安定度	なし	あり（株式持ち合い）
国の政策	なし	貿易振興の支援
活動国＝自国間の情報・文化格差	なし	あり
活動国分散	各社により大きく異なる	ほぼ同じ

これら比較から、両者は貿易に立脚した多国籍企業であり事業を所有するという点で外形的には類似点も多くあるものの、相違点も多くあることが確認される。

Jones は英国多国籍商社と総合商社のビジネスの仕組みの違いから英国多国籍商社は総合商社のようにならなかった理由を以下のように指摘している。

イギリスと日本のビジネスの仕組みの違いを考慮すれば、イギリス商社が日本の総合商社の規模に発展することができなかったとの理由で、(第) 二次世界大戦後のイギリス商社が「失敗」だったと主張することは軽率であろう。イギリス商社にはイギリス製造業グループの貿易会社として成長する可能性もなければ、日本のようにイギリス政府が産業政策の手段としてイギリス商社を支援することもなかった。



イギリス商社は、米国やスイス企業が 1945 年以降とくに急成長を達成した商品貿易や営業活動分野で、事業拡大の可能性があったように思われる。しかし、この方向へ発展する可能性があったイギリス商社は、あまりに規模が小さく、またリスク回避的志向が強かった。あるいはイギリス商社は、イギリス資本市場の変化の犠牲となるケースも多くあった。

一方で吉原（1987）は、取扱商品、取引地域、機能の総合性、大規模性から日本の総合商社と英国の多国籍商社の間に類似性が認められるとしても、近代的企業であるか否か、母国経済に根を下ろした存在であるか否かに関して、両者間には基本的相違があり、企業の内部的性格と外部的機能の点での相違から、両者に似ても非なるものと考えべきと指摘しており、英国多国籍商社と総合商社を同一視することに異議を唱えている。

英国多国籍商社は、英国の植民地支配を背景に三国間貿易を主な収益源としており、英国本国との経済的関係が希薄という性質を持つ一方、総合商社は「日本経済の先兵」として日本経済に立脚して活動している点に相違点が確認された。更に、人材面において歴史的に大卒が少なかった英国多国籍商社と早い段階から大卒を採用して近代的な経営を推進した総合商社では、経営システムという内部も大きく異なっていたと言えるであろう。

三宅（2006）は、短命に終わった FSC と異なり、総合商社が企業特殊優位性の獲得・向上プロセスとして機能したのかについて、統治機構としての違いに着目し、違いとして以下 4 つを挙げている。

- ① 会社形態の違い。総合商社は日本型の法人実在的な企業であり、組織そのものの存続と成長が目的化しているが、匿名組合に似た経営組織である FSC は、そもそも事業参加者の関与に応じた利益実現を目的とした組織設計であり、多くの場合 *going concern* を前提とせず、管理機能の革新に関する継続性もないのが通例であった。
- ② 本国内での事業の有無。総合商社の場合、国内事業や海外との貿易

取引を通じた企業特殊優位性を FDI の実施段階で一定程度所有しており、FDI はその事業戦略の延長線上又は拡張領域にあったのに対して、FSC の場合は、海外の特定事業の実施を目的に設立される組織であり、設立時において基本的に既存事業（本国内事業）との関連を持たないことから、海外事業からの情報フィードバックの対象先自体が存在しないのが通例であった。

- ③ 情報の活用へのインセンティブの有無。Going concern を前提とする総合商社には、便益の非競合性という意味で公共的性格を持つ情報や知識を経営資源として有効に活用しようとする何らかの内部インセンティブが必然的に存在する。
- ④ 人材の関与。総合商社の場合、海外事業を現地の人材に任せるのではなく、FDI のために本社より人材を派遣し、現地派遣された人材が事業遂行と自らの成果実現のために組織特殊優位性の源泉となる人的投資を積極的に行い、その結果を本国にフィードバックすることが行われている。

これらの比較から、総合商社のビジネスモデルを特徴づけている要素として、going concern を前提とした法人実在性、それゆえの情報・知識を経営資源として有効に活用しようとする内部インセンティブ、更に事業戦略遂行のために組織特殊優位性の源泉となる人材への投資とその活用が存在が浮き上がり、総合商社のビジネスモデルを考える上では、FDI をはじめとする海外進出が、FSC のようにそれ自体が目的なのか、あるいは戦略的な意味合いを持った競争優位性獲得のための反復的な活動なのか、という視点を生み出すことになる。これら先行研究からの示唆を踏まえて、総合商社のビジネスモデルとその課題について、第 10 章の考察で議論を深めることにする。

## 第7節 英国多国籍商社と総合商社の定量比較

英国多国籍商社と総合商社について定量的な比較を行うために、海外投資の業種比率について比較を行う。

### 第1項 英国多国籍商社の海外投資

Wilkins and Schröter (1998) が引用している Schmitz (1994) の1862年から1914年のフリースタンディングカンパニーの海外投資件数の報告を用いて英国多国籍商社の海外投資の業種比率を推定する。

スコットランドに登録されているフリースタンディングカンパニーの投資件数ではあるが、Jonesによればスコットランドを起源に持つ英国多国籍商社は多く、代替値として採用する。

表 7-5 英国多国籍商社の業種別海外投資件数

Industry	%	%	Number	Number
Mining	44		376	
Gold		19		163
Copper		3		29
Agriculture, ranching	22		184	
Rubber plantations		5		46
Tea plantations		4		30
Liverstock, ranching		2		21
Manufacturing	4		34	
Jute spinning		1		7
Transportation, communication	2		18	
Services, utilities	5		42	
General trading, agencies		4		31
Investment, real estate	17		148	
Investment trusts		10		87
Mortgage companies		3		29
Land, real estate		4		31
Miscellaneous	1		10	
General, unspecified	5		41	
Total	100		853	

出所：Wilkins and Schröter (1998) が引用する  
Schmitz (1994) のデータを筆者にて改編

## 第2項 総合商社の海外投資

第5章、第6章と同じデータを用いて、総合商社の海外投資を表7-5と同じ項目で分類・集計し直した結果が表7-6である。

表 7-6 総合商社と英国多国籍商社の進出業種の定量比較

業種	三菱 商事	三井 物産	伊藤忠	住友 商事	丸紅	合計	総合商社 構成比	FSC 合計	FSC 構成比
Mining	20	34	7	9	8	78	<b>8.1%</b>	376	<b>44%</b>
Agriculture	26	8	13	5	6	58	<b>6.0%</b>	184	<b>22%</b>
Manufacturer	68	71	28	76	30	273	<b>28.3%</b>	34	<b>4%</b>
Transport/Communication	9	8	10	6	3	36	<b>3.7%</b>	18	<b>2%</b>
Service/Utilities/ General Trading	77	46	65	64	36	288	<b>29.9%</b>	42	<b>5%</b>
Investment	13	12	14	18	7	64	<b>6.6%</b>	148	<b>17%</b>
MISC	10	19	10	20	5	64	<b>6.6%</b>	10	<b>1%</b>
General	35	14	18	20	15	102	<b>10.6%</b>	41	<b>5%</b>
合計	258	212	165	218	110	963		853	

## 第3項 定量比較

FSCと総合商社の類似性は指摘されるところであるが、科学技術の発展や時代背景の違いを割り引いたとしても、両者はともに商社として需給ギャップの裁定（アービトラージ）による貿易活動を事業の根幹においており、FDIを通じて事業拡大をしているが、業種の違いを比較することで事業の目的や事業環境の違いを明らかにできると考えられる。

英国多国籍商社を見てみると、大英帝国の植民地を背景とした資源ビジネスや農業が大きなウェイトを占めている（Mining 44%、Agri 22%）ことが分かる。

一方、総合商社は母国の企業集団を背景に、製造業・トレーディングビジネスが大きなウェイトを占めていることが分かる（Manufacturer 28%、Service/Utilities/General Trading Agency 30%）。

商社として本質的な機能は類似しながらも、その時代背景や事業環境の

違いが、異なった事業構成を生んでいると考えられる。

## 第 8 節 英国多国籍商社の消滅と総合商社の存続の要因

英国多国籍商社は、1980年代の金融自由化に伴い、株式市場からの支持を失い、最終的にほぼ消滅した。

総合商社にも1990年代に格付機関の発言力の増大と金融市場から圧力により、経営存続の危機があった。総合商社はバブル崩壊以降、深刻な業績不振、不良資産の整理と有利子負債削減に追われ、一部の総合商社の破綻や救済合併が行われた。収益性の向上とリスク管理への対応策として、総合商社は1990年代から2000年代にかけて、資本コストの導入や社内リスクマネジメント体制の強化施策を採った。この結果、事業投資へとビジネスモデルを変革させることに成功し、危機を乗り越えて、「商社夏の時代」を迎えることが可能となった。

このビジネスモデルの変革が可能となった理由は何であろうか。

変化に対応できたことには複数の要因が考えられるが、大きな要因の一つとして、組織学習を可能たらしめる高度人材の厚みがあるであろう。吉原（1987）が指摘した人材の質に関する英国多国籍商社との差別要素とも符合する。

## 第 9 節 英国多国籍商社の人材資源

前節で指摘された英国多国籍商社と総合商社の差別要素として人材に着目する。

Jones（2009）によれば、第二次世界大戦以前の英国多国籍商社の採用方針は以下のようなものであった。

「当社の『友人や親戚』もしくは退職した経営者によって推薦され

た人材は、わが社の主要な人材の供給源であった」 Jardine Matheson 社マネージャー (1933)

家柄や社会的地位、親族の職業について広い範囲で質問を受けた。採用の一般的なプロフィールは、上流階級出身で、私立学校で教育を受けた若者で、できれば学校でスポーツ実績のある人物 (Finlay 社) ⇒ 経営者の資格として「人格」や社交性を重視するイギリスの一般的な好みと一致していた。

概して英国多国籍商社は第二次世界大戦後しばらくの間、大卒者の雇用を疑問視し続けた。

1912 年、Jardine Skinner 社の上級経営者は Oxford 大学からの採用打診を受け「大卒者のような人材は当社には適さない」と回答した。

Jardine Matheson 社が採用方針を転換し、大学卒の採用を進めるようになったのは 1930 年代であった。

しかし、英国多国籍商社への大卒者の進出は、日本企業のように継続することも、普及することもなかった。最初に大卒者の採用を行った Harrisons & Crosfield 社はやがて会計やエンジニアリングなど特別な知識や技術力を持つ人々の採用へと転換した。

総じて英国多国籍商社は 1960 年代になるまで経営幹部になる人物を大卒者に限定することはなかった。

また、代表的な英国多国籍商社である Inchcape 社では、第二次世界大戦以前は大卒社員はゼロかそれに近かったとされる (吉原 1987)。

これらが示すように、英国多国籍商社には大卒者を採用する人事方針はなかったことが分かる。

## 第 10 節 総合商社の人材における競争優位性

田中(隆) (2012) は総合商社の特徴として高度な人材が経営トップから

末端までを担っていると指摘している。人的資本は4大経営資源の一つであり、競争優位性を生み出す源泉である。また、過去の総合商社研究においても「人材フル稼働仮説」（森川 1971）が商社論の議論の中心になったように、総合商社の競争力の源泉としての人材は総合商社を特徴づける論点の一つである。

最初の総合商社である三井物産は創業間もない1880年代から大卒者の定期採用を継続しており、1914年の段階で731人の大卒社員を雇っていた。他の総合商社でもその数は三井物産より少なかったが、相当数の大卒社員を雇用し、多くがスピノフしたり他社に転職することなく長期にわたって同じ会社に留まり、保有するノウハウのレベルは高く、組織忠誠心も強かった（吉原 1987）とされる。

人的資本の競争優位性を定量的に測定するのは情報のアクセス、方法論の両面で容易ではないが、外部的にアクセス可能で定量的に測定可能な代替手段として、大学生を対象としたダイヤモンド社の就職人気ランキングを集計した。入手し得たデータを集計したのが表 7-7、出現回数を業界別に集計したのが表 7-8 である。（1986年、1990年、1995年、2000年、2005年、2010年、2015年の計7年）

表 7-7 就職先人気ランキングの推移（1986年～2015年）

		1986	1990	1995	2000	2005	2010	2015	平均 (4回以上対象)	標準偏差
交通	JR東海		2	12	18	13	27	18	15.0	7.6
	JR西日本		29							
	JR東日本		14	14	27	17	16	13	16.8	4.7
	全日空	15	5				12	27	14.8	7.9
	日本航空		10			18				
	JTB	29	21	13	20	24			21.4	5.2
	近畿日本ツーリスト			26						
情報通信	NTT	2	24	2						
	NTTコミュニケーションズ					30				
	NTTドコモ				4	22				
情報サービス	アンダーセンコンサルティング					11				
	ブライズウォーターハウスコーパス				29					
	NTTデータ				12	19				
	野村総合研究所					25	28			
	大和総研					29				
	ベネッセコーポレーション						17			
	大日本印刷					28				
メディア	NHK				13					
	フジテレビジョン				21	11				
	日本テレビ放送網				23					
	朝日新聞				25					
	電通	12	25	25	9	8	26	17	17.4	7.3
	博報堂	26		28	17	15		26	22.4	5.3
食品	味の素	23								
	明治製菓						25			
	ロッテ					30	28			
飲料	アサヒビール			23						
	サントリー				15	26	24	16	20.3	4.8
	キリンビール			20						
総合商社	伊藤忠商事	5	8	3	30	21	6	2	10.7	9.8
	住友商事	22	19	9	16	9	13	4	13.1	5.8
	三井物産	3	6	1	6	2	3	1	3.1	2.0
	三菱商事	4	11	4	5	1	1	3	4.1	3.1
	丸紅		20	10			7	7	11.0	5.3
	双日		15	18			18	22	18.3	2.5
	豊田通商							8		
製造業	トヨタ自動車				14	16				
	ホンダ					27				
	松下電器産業		27		10	5	19		15.3	8.4
	ソニー	18	28		1					
	日本電気	19								
	富士通				28					
	日立製作所					14				
不動産	三井不動産	7	18					12		
	三菱地所		23	30				15		
インフラ	東京電力			27	22					
損保	東京海上日動火災保険	6	1	5	2	6	5	5	4.3	1.8
	損害保険ジャパン日本興亜	8	17	17	19	10		20	15.2	4.5
	住友火災海上		26							
	大正海上火災	20	30							
	三井海上火災			21			21	23		
生保	日本生命保険	1	13	24	24	23	12	19	16.6	7.9
	第一生命保険	9					11			
銀行	三和銀行	24	22	8						
	みずほフィナンシャルグループ	14	12	7		7	14	10	10.7	2.9
	富士銀行	10	4	11						
	日本興業銀行	21	7	19						
	三菱東京UFJ銀行	11	3	6	3	4	2	6	5.0	2.8
	東京銀行	30								
	三井住友銀行		9	22	7	3	4	11	9.3	6.3
	さくら銀行			15						
	りそなグループ						20	14		
	日本銀行				8		22	30		
	農林中央金庫						29	29		
	日本長期信用銀行			29						
	三井住友信託銀行	27					15	25		
三井信託銀行	25									
三菱UFJ信託銀行	17	16	16			10	9	13.6	3.4	
証券	野村證券				26	20	9	24	19.8	6.6
	大和証券グループ						8	21		
	日興コーディアル証券						23			

出所：ダイヤモンド社（1986，1990，1995，2000，2005，2010，2015）



表 7-8 就職先人気ランキング業界別集計（1986年～2015年）

業界	会社数	出現回数			
		7回	6回	5回	4回
交通	7	0	2	3	4
情報通信	3	0	0	0	0
情報サービス	7	0	0	0	0
メディア	6	1	1	2	2
食品	3	0	0	0	0
飲料	3	0	0	0	0
総合商社	7	4	4	4	6
製造業	7	0	0	0	1
不動産	2	0	0	0	0
インフラ	1	0	0	0	0
損保	5	1	2	2	2
生保	2	1	1	1	1
銀行	15	1	3	4	4
証券	3	0	0	0	0
合計	71	8	13	16	20
総合商社率		50%	31%	25%	30%

全期間（7年中7回）にわたり、上位30位以内に入っているのは8社で、そのうち総合商社は4社、総合商社が占める割合は50%となっている。

これはあくまで就職先人気ランキングであり、厳密には実際に入社した人材の質を直接的に説明するものではないが、30年間にわたり就職人気先ランキングの上位を維持していることは、競争の過程で競争力のある高度な人材が選ばれ社内に人材が蓄積されていると考えることは自然であろう。この継続的な人材確保により、田中(隆)（2012）の指摘通り経営トップから末端まで高度な人材が配置されていると言えるであろう。

## 第 11 節 考察

英国多国籍商社と総合商社は、貿易活動を立脚した事業展開、事業の保有など、ビジネスモデルに外形的な類似性が認められた。

吉原（1987）の指摘とも符合して、取扱商品、取引地域、機能の総合性、大規模性から日本の総合商社と英国の多国籍商社の間に類似性が認められるとしつつも、近代的企業であるか否か、母国経済に根を下ろした存在であるか否かに関して、両者間には企業の内部的性格と外部的機能の点で基本的相違があった。

一方で、事業機会を各社固有の人脈に支えられた英国多国籍商社は、進出国の経済環境の変化や株式市場の変化が激しくなったことで、企業規模・体力やケイパビリティ（人材）面での限界から、徐々にプレゼンスを失い、商圈を失っていったと考えられる。

総合商社の場合、日本政府の貿易振興策、財閥・企業グループの中での窓口・オーガナイザー的役割、財閥・企業グループ企業間での株式相互持合いによる安定株主の確保といった、安全装置・セーフティネットが総合商社の存続に有利に働いていたとも考えられるが、高度人材の厚みによって可能となった組織学習が総合商社が危機を乗り越えて存続できた大きな理由と言えるであろう。

総合商社が今後も持続的にビジネスモデル進化させ存続していくには、組織学習を可能たらしめる高度人材の確保が必要条件であることが示唆される。

川辺（1991）は総合商社の特徴づけを以下のように行っている。

- (1) 取引商品が多種類にわたること
- (2) 国内および海外に多数の支店・出張所を持ち、その取引分野が国内商業・輸出貿易および三国間にわたること
- (3) 取引高が巨大であること

- (4) 一方で機械・技術・原材料を産業に提供し、他方では製品のための市場を開発するという活動を通じて、産業に対するオーガナイザーの役割を果たすこと
- (5) 一手販売権の獲得などのための資金の供与によって、多くの子会社・関係会社を持ち、持株会社の性格を備えること
- (6) 近代的経営管理システムを有すること

これらは外形的であり静的な特徴である。一方で、前項で比較した通り、外形的には総合商社は英国多国籍商社と類似性が認められたが、英国多国籍商社は消滅し総合商社は存続したという存続性において大きな差が生じていた。これら外形的な特徴は、事業活動の結果であり、その事業活動を行う意思と目的を持つ人材に注目すべきであり、総合商社には高度な人材の集積が確認され、英国多国籍商社には存在しなかった。

ビジネスモデルを変革する必要条件である組織学習できるか否かは人材に大きく依存しており、外部環境のダイナミックな変化にさらされる企業にとっては、変化対応力こそが競争力と会社の存続に重要になる。

「事業環境変化に対する対応力」が総合商社の競争力の源泉であるとの視点の導入が総合商社を捉える上で重要になろう。

事業環境変化に対する対応力は、現代理論で言えばダイナミック・ケイパビリティそのものであり、ダイナミック・ケイパビリティとそれを可能たらしめる組織学習能力が総合商社を本質的に特徴づける重要な要素であろう。

最後に英国多国籍商社と総合商社の比較の限界について指摘する。英国多国籍商社と総合商社は類似点もあるが、存在する時代、事業環境、社会的な背景は異なり、相違点もあり、似て非なるものとの指摘もあり、一定の限界が存在する。

## 第 12 節 本章のまとめ

本章では、事例研究として総合商社との類似性が指摘される英国多国籍商社を取り上げ、総合商社と定性的・定量的に比較することで、英国多国籍商社と異なり、事業環境の変化に対応して総合商社がビジネスモデルを変化させて存続している要因について考察し、総合商社のビジネスモデルを構成している要素について示唆を得た。

総合商社は日本固有の業態であるとされるが、時代を遡れば 19 世紀から 20 世紀にかけて隆盛を誇った英国多国籍商社の活動内容や業態が日本の総合商社に類似することが複数の先行研究で指摘されている。

英国多国籍商社と総合商社では時代背景や経済環境が大きく異なることは自明であり、単純な比較では自ずと比較の有効性に限界が存在することは承知しつつも、いずれも貿易業を祖業とする事業投資会社であり、同一の業態が日本以外に存在しない事実を鑑みて、総合商社のビジネスモデルについて理解を深めるための比較対象として英国多国籍商社を選択することには他の先行研究にも鑑みても合理性がある。

比較分析のアプローチとして、英国多国籍商社と総合商社を比較する先行研究を整理した上で、英国多国籍商社の歴史と変遷を概観し、フリースタANDINGカンパニー (Free Standing Company : FSC) と称される独特の運営形態に着目した。その上で、貿易形態や自国での事業展開、人材などの項目について総合商社との定性的な比較を行い、総合商社のビジネスモデルを構成する要素について考察する上での示唆を得た。加えて、英国多国籍商社と総合商社の投資先の業種比率を比較し、定量面からも英国多国籍商社と総合商社を比較した。

比較から、総合商社のビジネスモデルを特徴づけている要素として、going concern を前提とした法人実在性、それゆえの情報・知識を経営資源として有効に活用しようとする内部インセンティブ、更に事業戦略遂行

のために組織特殊優位性の源泉となる人材への投資とその活用の存在が浮き上がり、総合商社のビジネスモデルを考える上では、FDIをはじめとする海外進出が、FSCのようにそれ自体が目的なのか、あるいは戦略的な意味合いを持った競争優位性獲得のための反復的な活動なのか、という視点を生み出すことを指摘した。

上記のアプローチにより英国多国籍商社と総合商社の違いを定性・定量両面から探り、英国多国籍商社とは異なる総合商社の独自性として、総合商社の事業変革力、持続可能性について考察を行った。

本章のRQであるRQ7-1および7-2に対する、本章で明らかになった事項は以下の通りである。

RQ7-1： 総合商社と業態が似ている英国多国籍商社と総合商社は何が異なるのか。

英国多国籍商社と総合商社の事業形態は外形的に類似性が認められたものの、特に高度な人材の集積という点で大きな差異が確認された。

RQ7-2： 英国多国籍商社は衰退した一方、総合商社が依然として成長を続けている。その要因は何か。

事業環境変化への対応力がその要因と考えられる。事業環境変化に対する対応力は、現代理論で言えばダイナミック・ケイパビリティそのものであり、ダイナミック・ケイパビリティとそれを可能たらしめる組織学習能力が総合商社を本質的に特徴づける重要な要素である。

## 第8章 事例研究② 現代類似企業との比較

### 第1節 本章の概要

総合商社は事業投資への比重を高め、投資会社化しているとの指摘を踏まえ、本章では事例研究として総合商社と投資会社、プライベート・エクイティ・ファンド（PE）、産業コングロマリット企業を比較し、ポートフォリオ面（投資領域）とパフォーマンス面での共通点、相違点を検証する。

ポートフォリオ面では、投資会社・産業コングロマリットとの共通点、相違点を確認し、パフォーマンス面ではそれぞれの ROE 及び PBR（株価純資産倍率）を比較する。

## 第2節 他章との関係

本章の他章との関係は図 8-1 の通りである。本章から得られる考察結果を総合商社の企業価値創造および考察で活用する。

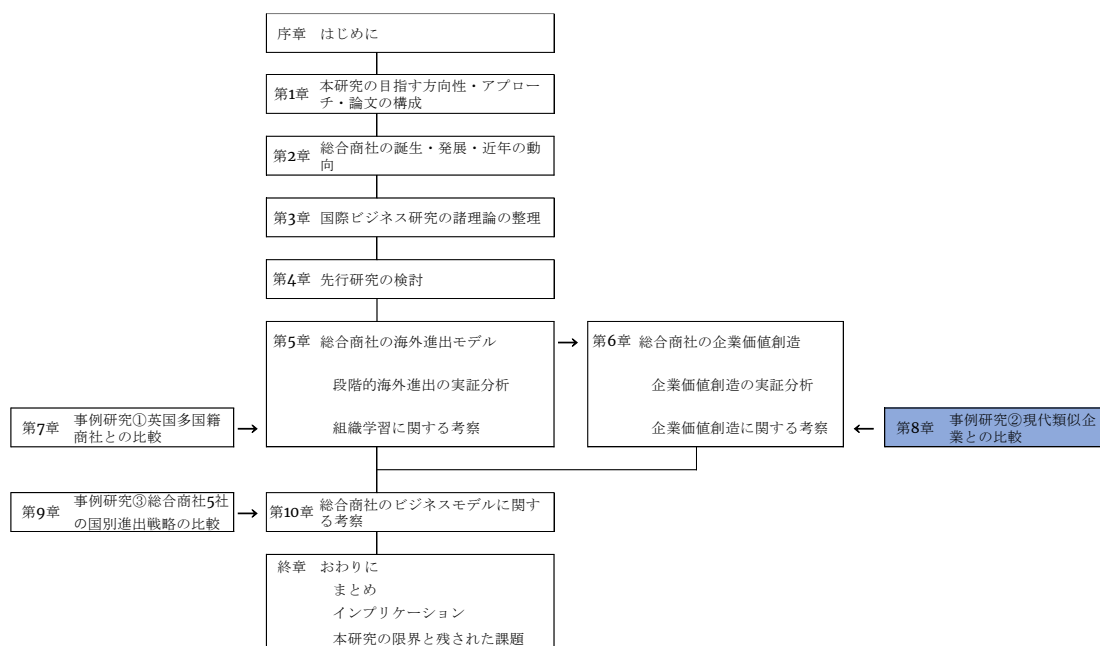


図 8-1 他章との関係

## 第3節 本章の RQ

本章の RQ を以下のように設定する。

RQ8-1: 総合商社のポートフォリオは、投資会社・産業コンゴロマリットと比較において共通点・相違点があるか。

RQ8-2: 総合商社のパフォーマンスは、投資会社・産業コンゴロマリットとの比較において優劣はあるか。

これらの問いに対する答えを得るために、ポートフォリオ面では、投資先セクター・投資領域の投資先比率を比較し検証する。

パフォーマンス面では、各群（総合商社、投資会社、産業コングロマリット）の ROE 及び PBR の平均を比較する。

## 第 4 節 ポートフォリオ比較

### 第 1 項 比較対象企業

本節では、総合商社のポートフォリオと投資会社、プライベート・エクイティ・ファンド（PE）のポートフォリオを比較（定性分析）する。

比較の対象としてグローバルに投資事業を展開している投資会社・PE と総合商社 3 社を選択した（表 8-1）。

表 8-1 ポートフォリオ分析対象企業

投資会社・PE	総合商社
ブラックロック	三菱商事
カーライル・グループ	三井物産
バークシャー・ハサウェイ	伊藤忠商事

データ元として以下の資料を参照している。

#### <データ参照先>

- ・ 各企業 アニュアルレポート（各社で参照可能年度が異なるため同一時期でない）
- ・ 各企業ホームページ、Yahoo!ファイナンス

尚、時価総額は 2021 年 2 月 20 日時点のものである。

#### （1）ブラックロック

世界最大の資産運用会社ブラックロック（BlackRock）の概要は表 8-2、同社が提供する米国高配当株 ETF（i シェアーズ・コア 米国高配当株 ETF）のポートフォリオは表 8-2 の通りである。

セグメント別の保有比率は、ヘルスケアが最も高く（24%）、エネルギー



ー (20%)、生活必需品 (19%) がそれに続く。

表 8-2 ブラックロック概要

設立	1988年
株主資本	\$37.7 Bil
時価総額	\$66.3 Bil
従業員	約 11,400 名
主要株主	Bank of America 34.1%, PNC Financial Services 24.6% Barclays 19.9%
業種	資産運用
本社	ニューヨーク
上場市場	NYSE
企業概要	ブラックロックは米国大手の投資運用会社。主に株式、債券、マルチアセット投資と資産運用の管理サービスを提供する。オープンエンドとクローズドエンドのミューチュアルファンドや、i シェアーズのブランド名で上場投資信託を扱い、各種の資産運用を行う。米国内外の顧客に対しグローバルな市場リスク管理やアドバイザー・サービスも提供する。

出所：Yahoo!ファイナンス

表 8-3 ブラックロック ETF のポートフォリオ

業種	保有比率 <sup>13</sup>
ヘルスケア	24%
エネルギー	20%
生活必需品	19%
情報技術	9%
公益企業	7%
通信	6%
金融	6%
資本財・サービス	4%
一般消費財・サービス	3%
素材	2%

出所：同社ホームページ

<sup>13</sup> 小数点第 1 位で四捨五入

## (2) カーライル・グループ

プライベート・エクイティ業界において、資金募集金額で2014年世界第1位、2015年で世界第5位を誇るカーライル・グループ（The Carlyle Group）の概要、ポートフォリオは表8-4、表8-5の通りである。

セグメント別の保有比率は、IT企業を主とするTech&Business Servicesが最も高く（22%）、Consumer&Retail（18%）が続く。

表 8-4 カーライル・グループ概要

設立	1987年
株主資本	\$5.3 Bil
時価総額	\$5.1 Bil
従業員	約1,700名
主要株主	Banco Inc 16.1%, Morgan Stanley 12.0%, Okumus Fund Management 11.2%, Goldman Sachs Group 4.8%, UBS Group 4.8%
業種	資産運用
本社	ワシントンD.C.
上場市場	NASDAQ
企業概要	カーライル・グループは、米国のオルタナティブ（代替）投資会社。4つの事業区分は、コーポレート・プライベート・エクイティ、リアルアセット、グローバル・マーケット・ストラテジー、ソリューションに分かれる。北米、南米、欧州、中東、北アフリカ、サブサハラ（サハラ以南）アフリカ、日本、アジア、オーストラリアに34拠点を置く。

出所：Yahoo!ファイナンス、NASDAQ

表 8-5 カーライルのポートフォリオ

業種	保有比率
Tech&Business Services	22%
Consumer&Retail	18%
Industrial	13%
Healthcare	12%
Telecom&Media	9%
Transpiration	7%
Aerospace&Defence	6%
Other	6%
Energy&Power	4%
Financial Services	2%

出所：Forbes

### (3) バークシャー・ハサウェイ

伝説の投資家、投資の神様とも称される、ウォーレン・バフェットが率いる投資企業・コングロマリットであるバークシャー・ハサウェイの概要、投資ポートフォリオは表 8-6、表 8-7 の通りである。

セグメント別の保有比率は、IT が最も高く（45%）、金融（32%）が続く。

表 8-6 バークシャー・ハサウェイ概要

設立	1889 年	
株主資本	\$506 Bil	
時価総額	\$402 Bil	
従業員	約 331,000 名	
主要株主	Corda Investment Management      2% Fidelity Management              1.8% Capital World Investors            1.2% First Manhattan Company        0.9% CalPERS                                0.8%	
業種	投資持ち株会社	
本社	オマハ、ネブラスカ州	
上場市場	NYSE	
企業概要	バークシャー・ハサウェイは投資持株会社。中核事業である保険・再保険事業はゲイコ、ジェネラル・リー、バークシャー・ハサウェイ再保険グループなどで構成し、自動車保険、損害保険、生命保険と医療保険の再保険を米国内外で提供する。また傘下子会社を通じて鉄道輸送、電気部品、建材の製造、食料品卸売業、インテリア小売業など多角経営を行う。	

出所：Yahoo!ファイナンス

表 8-7 バークシャー・ハサウェイのポートフォリオ

業種	保有比率
IT	45%
Financials	32%
Consumer Staples	12%
Communication Services	5%
Healthcare	3%
Consumer Discretionary	2%
Energy	1%

出所：Forbes

#### (4) 三菱商事

三菱商事の概要、セグメント別の資産構成比は表 8-7、表 8-8 の通りである。

ポートフォリオの比率は、金属資源（19%）が最も高く、電力ソリューション（17%）、コンシューマー産業（15%）が続いている。

表 8-8 三菱商事概要

設立	1950 年										
株主資本	6.9 兆円										
時価総額	4.1 兆円										
従業員	約 68,300 名										
主要株主	<table border="0"> <tr> <td>日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）</td> <td>8.72%</td> </tr> <tr> <td>東京海上日動火災保険株式会社</td> <td>4.70%</td> </tr> <tr> <td>日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）</td> <td>4.68%</td> </tr> <tr> <td>明治安田生命保険相互会社</td> <td>4.09%</td> </tr> <tr> <td>日本マスタートラスト信託銀行株式会社（三菱重工業株式会社口・退職給付信託口）</td> <td>2.03%</td> </tr> </table>	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	8.72%	東京海上日動火災保険株式会社	4.70%	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	4.68%	明治安田生命保険相互会社	4.09%	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（三菱重工業株式会社口・退職給付信託口）	2.03%
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	8.72%										
東京海上日動火災保険株式会社	4.70%										
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	4.68%										
明治安田生命保険相互会社	4.09%										
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（三菱重工業株式会社口・退職給付信託口）	2.03%										
業種	総合商社（卸売業）										
本社	東京都千代田区										
上場市場	東証 1 部										
企業概要	総合商社大手。三菱グループ中核。原料炭等の資源筆頭に機械、食品、化学品等の事業基盤厚い										

出所：Yahoo!ファイナンス、同社 HP、同社統合報告書

表 8-9 三菱商事のポートフォリオ

事業部門	資産比率 <sup>14</sup>
金属資源	19%
電力ソリューション	17%
コンシューマー産業	15%
食品産業	11%
天然ガス	11%
複合都市開発	9%
産業インフラ	6%
総合素材	4%
自動車・モビリティ	4%
石油・化学ソリューション	3%

出所：同社統合報告書

<sup>14</sup> 資産＝持分法で会計処理される投資＋有形固定資産・投資不動産＋無形資産・のれん

## (5) 三井物産

三井物産の概要、セグメント別の資産構成比は表 8-10、表 8-11 の通りである。

ポートフォリオの比率は、エネルギー・金属資源・機械・インフラが共に最も高い (20%)。

表 8-10 三井物産概要

設立	1947 年	
株主資本	5.6 兆円	
時価総額	3.0 兆円	
従業員	約 43,700 名	
主要株主	日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	6.96%
	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	4.79%
	株式会社三井住友銀行	2.14%
	日本生命保険相互会社	1.95%
業種	総合商社 (卸売業)	
本社	東京都千代田区	
上場市場	東証 1 部	
企業概要	三井グループ中核の総合商社。鉄鉱石、原油の生産権益量は商社断トツ。インフラ等にも強み	

出所：Yahoo!ファイナンス、同社 HP

表 8-11 三井物産のポートフォリオ

事業部門	資産比率 <sup>15</sup>
エネルギー	20%
金属資源	20%
機械・インフラ	20%
生活産業	15%
次世代・機能推進	9%
化学品	8%
鉄鋼製品	4%

出所：同社統合報告書

<sup>15</sup> 資産 = 非流動資産

## (6) 伊藤忠商事

伊藤忠商事の概要、セグメント別の資産構成比は表 8-12、表 8-13 の通りである。

ポートフォリオの比率は、ファミリーマートを保有する第 8 が最も高く(30%)、食料(14%)、機械(13%)が続く。

表 8-12 伊藤忠商事概要

設立	1949 年	
株主資本	4.2 兆円	
時価総額	2.6 兆円	
従業員	約 104,840 名	
主要株主	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	5.38%
	日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	4.90%
	CP WORLDWIDE INVESTMENT COMPANY LIMITED	3.82%
	株式会社みずほ銀行	2.36%
	日本生命保険相互会社	2.05%
	三井住友海上火災保険株式会社	1.83%
	損害保険ジャパン日本興亜株式会社	1.58%
	朝日生命保険相互会社	1.41%
業種	総合商社 (卸売業)	
本社	大阪府大阪市	
上場市場	東証 1 部	
企業概要	総合商社大手。非財関係の雄。繊維や中国ビジネス強い。傘下にファミリーマート等の有力企業	

出所：Yahoo!ファイナンス、同社 HP

表 8-13 伊藤忠商事のポートフォリオ

事業部門	資産比率 <sup>16</sup>
第 8	30%
食料	14%
機械	13%
金属	11%
住生活	10%
情報・金融	9%
エネルギー・化学品	9%
繊維	4%

出所：同社統合報告書

<sup>16</sup> 資産 = 非流動資産

## 第2項 ポートフォリオ比較

以上の6企業・ファンドのポートフォリオ構成を比較する。各社のセグメントの定義・分類方法が異なることから厳密な比較とすることは難しいが、ある程度大きくくりとすることで相対比較を行う。

「消費財・ヘルスケア」「金融」「製造業・インフラ」「IT」「通信・メディア」「エネルギー」「素材」を分類項目として集計した。

この分類項目に対して、各社のセグメントのマッピングは表8-14の通りとした。複数の領域に跨るが、三井物産の次世代・機能推進、伊藤忠商事の情報・金融のように分類が難しい場合は、便宜的に1/2ずつ振り分けている。

表 8-14 各セグメントのマッピング

	ブラックロック	カーライル	パークシャー	三菱商事	三井物産	伊藤忠
消費財・ヘルスケア	ヘルスケア/生活必需品/一般消費財・サービス	Consumer&Retail/Healthcare	Consumer Staples/Consumer Discretionary/Healthcare	コンシューマー産業/食品産業	生活産業	食料/繊維/住生活/第8
金融	金融	Financial Services	Financials	複合都市開発	次世代・機能推進の1/2	情報・金融の1/2.
製造業・インフラ	公益企業/資本財・サービス	Industrial/Transportation/Aerospace&Defense	N.A.	産業インフラ/自動車・モビリティ/電力ソリューション	機械・インフラ	機械
IT	情報技術	Tech&Business Services	IT	N.A.	次世代・機能推進の1/2	情報・金融の1/2
通信・メディア	通信	Telecom&Media	Communication Services	N.A.	N.A.	N.A.
エネルギー	エネルギー	Energy&Power	Energy	天然ガス/石油・化学	エネルギー/化学品	エネルギー・化学品
素材	素材	N.A.	N.A.	金属資源/総合素材	金属資源・鉄鋼製品	金属

表 8-15 が分類集計後の比較である。

表 8-15 各社のポートフォリオ比較

ブラックロック		カーライル		バークシャー	
	%		%		%
消費財・ヘルスケア	46	消費財・ヘルスケア	30	IT	45
エネルギー	20	製造業・インフラ	26	金融	32
製造業・インフラ	11	IT	22	消費財・ヘルスケア	17
IT	9	通信・メディア	9	通信・メディア	5
金融	6	エネルギー	4	エネルギー	1
通信・メディア	6	金融	2		
素材	2				

三菱商事		三井物産		伊藤忠	
	%		%		%
製造業・インフラ	27	素材	24	消費財・ヘルスケア	58
消費財・ヘルスケア	26	製造業・インフラ	20	製造業・インフラ	13
素材	23	エネルギー	20	素材	11
エネルギー	14	消費財・ヘルスケア	15	エネルギー	9
金融	9	金融	5	金融	5
		IT	5	IT	5

この比較分析の結果を読み取ると、投資会社・ファンドと総合商社が共通する分野、総合商社内で共通する分野、投資会社・ファンドに共通する分野があることが分かる。

#### 投資会社・ファンドと総合商社に共通する分野

- 消費財・ヘルスケア（15～58%）の比率が高い

#### 総合商社に共通する分野

- 製造業・インフラ、素材の比率が高い（11～27%）
- エネルギーの比率（順位）が高い
- ITの比率（順位）が低い又は無い



- 通信・メディアが無い

#### 投資会社・ファンドに共通する分野

- ITの順位が総合商社のそれよりも高い
- 通信・メディアがある

その他個社としての特徴的な点として、以下が挙げられる。

- バクーシャー・ハサウェイはITと金融への集中度が高い
- 伊藤忠は消費財・ヘルスケアへの集中度が高い

### 第3項 ポートフォリオ比較分析結果の考察

投資会社・ファンドのポートフォリオは、リターンの最適化を追求してきた結果と考えられ、リターンだけを考えた場合の理想的なポートフォリオと言えよう。

総合商社のポートフォリオを投資会社・ファンドと比較すると、製造業・インフラ、素材、エネルギーの優先度（順位）が高い一方で、ITや通信・メディアといった先端領域の保有資産比率が低い点が特徴的である。総合商社は、製造業の海外進出やエネルギーの輸入を担ってきた歴史があり、総合商社の事業モデル発展の経緯が、重工業主体の日本経済の特徴とも相まって、経路依存的にポートフォリオの形に色濃く表れていると考えられる。一方で、総合商社はITや通信・メディアといった成長性の高い事業領域での事業が育っておらず、これら産業の成長を取り込めきれていないと言えよう。

総合商社は、事業投資は事業売却を前提としていない故にファンドとは異なると説明している。しかし、投資会社・ファンドが持つ、ポートフォリオの組み換えの柔軟さや機動性を制約し、投資事業のメリットを最大限享受できていないとの見方もできる。

総合商社は、1990年代半ば以降は、事業投資の目的として、商権の確

保よりも事業投資先からの直接の投資収益を重要視するようになった（孟2008）と指摘されるが、産業別の成長を見据えたポートフォリオの抜本的な組み替えまでには至っておらず、経路依存性の呪縛を打破するレベルまでは至っていないと観察される。

## 第5節 パフォーマンス比較

前節では、総合商社と投資会社・ファンドのポートフォリオに違いがあることが確認された。

本節では、総合商社、プライベート・エクイティ・ファンド（PE）、多角展開する産業コングロマリットの3業態のパフォーマンス（ROE/PBR）を定量的に比較分析することにより、総合商社のポートフォリオは企業価値最大化に向けて最適化されているかを検証する。

### 第1項 比較対象企業

本節では、総合商社と、PEファンド、産業コングロマリットのパフォーマンスを比較（定量分析）する。

比較の対象として、ファンドから3社、産業コンゴロマリットから3社、総合商社5社を選択した（表8-16）。

表 8-16 パフォーマンス分析対象企業

PE ファンド	産業コングロマリット	総合商社
カーライル	ダナハー	三菱商事
KKR	GE	三井物産
ブラックストーン	ソフトバンク	伊藤忠商事
		住友商事
		丸紅

パフォーマンス計測のデータは以下の資料を参照している。

<データ出所>

- ・ 各企業 アニュアルレポート（各社で参照可能年度が異なるため同一時期でない）
  - ・ 各社ホームページ、Yahoo!ファイナンス
- 尚、時価総額・パフォーマンスは 2022 年 2 月 20 日時点のものである。

(1) カーライル

前節での説明参照（割愛）。

(2) KKR アンドカンパニー

KKR の事業概要、セグメント別資産保有比率は表 8-17、表 8-18 にそれぞれ示す。

表 8-17 KKR 事業概要

設立	2006 年
株主資本	\$17.6 Bil
時価総額	\$34.8 Bil
従業員	1,184 名
主要株主	The Vanguard Group 5.6% Capital Research & Management 4.7% ValueAct Capital Management 4.1% Principal Global Investors 3.7% BlackRock Fund Advisors 3.5%
業種	金融 (Financials)
本社	New York, NY, USA
上場市場	NYSE
企業概要	KKR アンド・カンパニーは、米国の投資会社。ファンド投資家に投資運用サービスを提供し、投資先の企業や第三者には資本市場に関わるサービスを提供する。未公開株式投資ファンドや共同投資車両の管理、資金援助を行うほか、不動産への投資を行う。また、クレジット・ヘッジファンド事業およびキャピタルマーケット事業を展開する。

出所：Yahoo!ファイナンス、同社 HP

表 8-18 KKR のポートフォリオ

事業領域	
Private Equity	68%
Real Estate	9%
Energy	5%
Alternate Credit	4%
Real Estate	9%

出所：同社 HP

### (3) ブラックストーン

ブラックストーンの事業概要、セグメント別資産保有比率を表 8-19、表 8-20 にそれぞれ示す。

表 8-19 ブラックストーンの事業概要

設立	2007 年
株主資本	\$9.4 Bil
時価総額	\$87 Bil
従業員	約 2,615 名
主要株主	The Vanguard Group 5.5% BlackRock Fund Advisors 3.8% Morgan Stanley Smith Barney 2.6% Capital Research & Management 2.6%
業種	投資会社
本社	New York, NY, USA
上場市場	NYSE
企業概要	ブラックストーン・グループは米国の投資ファンド運用会社。グローバルな代替資産運用および金融顧問サービスを提供する。代替資産運用事業ではプライベートエクイティファンド、不動産ファンド、ヘッジファンド、セカンダリーファンドなどを扱う。また、金融・戦略的顧問、企業再編・再構築顧問、キャピタルマーケットなどのサービスも手掛ける。

出所：Yahoo!ファイナンス、CNN

表 8-20 ブラックストーンのポートフォリオ

事業領域	
Real Estate	32%
Private Equity	30%
Hedge Fund	9%
Credit&Insurance	29%

出所：同社決算発表

#### (4) ダナハー・コーポレーション

ダナハー・コーポレーション (Danaher Corporation) の概要、セグメント別の資産構成比を表 8-21、表 8-22 にそれぞれ示す。

リソース・ベースド・ビューと双璧をなす経営理論としてマイケル・ポーターの産業構造論、SCP パラダイムがあるが (ポーター 1995)、ダナハーは産業構造論の考え方に忠実に投資行動を行う企業として知られる。同社は、“The market comes first, the company second”を公言し、取締役会で徹底的に参入する市場を議論する企業として知られる (Anand, Collis and Hood 2015)。同社は、ポートフォリオを作るには、産業の競争状態、すなわち利益率が重要という考えの下、どの業界に参入すべきか、どの業界の企業を買収するかを戦略議論の中心に据えている。

表 8-21 ダナハー事業概要

設立	1969 年
株主資本	\$45.2 Bil
時価総額	\$190 Bil
従業員	約 69,000 名
主要株主	The Vanguard Group 6.3% BlackRock Fund Advisors 3.9% T. Rowe Price Associates 3.9% Fidelity Management & Research 3.8%
業種	投資会社
本社	Washington D.C., USA
上場市場	NYSE
企業概要	ダナハーは計測装置と医療機器を扱う米国のメーカー。世界 50 カ国以上で事業を展開する。電子機器、通信ネットワーク機器、各種電子テストや計測装置を製造。また水質や大気質の検査、環境用の測定装置、救急診断、病理診断、ライフサイエンス研究用の関連製品、歯科用機器を提供。OEM 業者向けにバーコードやスキャナーなどの製品識別なども扱う。

出所：Yahoo!ファイナンス、CNN、同社決算報告書

表 8-22 ダナハーの事業ポートフォリオ

事業領域	売上比率
Life Sciences	48%
Diagnostics	33%
Environmental&Applied Solutions	19%

出所：同社 HP

同社の本社は75名しかおらず、買収後に経営チームを送り込み、“Kaizen”をはじめとするトヨタ生産システムをベースとした Danaher Business System (DBS) を買収企業に徹底的に注入し、経営を効率化、企業価値を押し上げることを組織的に行っている。

同社は、総合商社のポートフォリオに比べて、細かく産業設定を行い、参入分野を特定している点に注目したい。総合商社の部門に分類すると、1-2のポートフォリオを5つの事業領域で認識し、木目細かい参入戦略を描いていることが分かる。

#### (5) ソフトバンクグループ

ソフトバンクグループの概要、セグメント別の資産構成比を表 8-23、表 8-24 にそれぞれ示す。

パソコン用パッケージソフトの流通事業を起源とする同社は、IT 革命の進展と共に、出版事業、展示会事業、インターネット事業、ブロードバンド事業、携帯通信事業と次々と進出し、各事業のスクラップ&ビルドを繰り返し、近年では10兆円規模の投資事業 Vision Fund を立ち上げ、現在では投資会社となり、会社名もソフトバンクグループに変更している。

表 8-23 ソフトバンクグループ事業概要

設立	1981年
株主資本	10.0兆円
時価総額	8.9兆円
従業員	約58,000名(連結)
主要株主	孫正義 26.9% 日本マスタートラスト信託銀行 18.2% 日本カストディ銀行 6.6% JP MORGAN CHASE 1.7%
業種	情報・通信
本社	東京
上場市場	東証1部
企業概要	孫正義氏創業。傘下に10兆円ファンド、携帯子会社、持分法に中国アリババ。上場株投資運用も。

出所：Yahoo!ファイナンス、同社HP

表 8-24 ソフトバンクグループのポートフォリオ

事業領域	NAV <sup>17</sup> 比率
持株会社投資事業（アリババ、T-Mobile、上場株投資）	57%
ソフトバンク・ビジョン・ファンド事業	25%
ソフトバンク事業（通信）	8%
アーム事業（半導体）	9%
ラテンアメリカ・ファンド事業、その他（決済、球団など）	1%

出所：同社アニュアルレポート2021

<sup>17</sup> Net Asset Value = 保有株式価値 - 純負債 （同社アニュアルレポート）

## 第2項 パフォーマンス比較（ROE 及び PBR）

総合商社（A 群）、産業コングロマリット（B 群）、プライベート・エクイティ（C 群）間（表 8-23）で、ROE 及び PBR（株価純資産倍率）を比較する。

各社の5年間の平均 ROE 及び足元の PBR を対象とし、各群の中での平均値で比較する。

産業コングロマリットは上場企業であり、ポートフォリオ経営を推進している観点でダナハー、バークシャー・ハサウェイ、ソフトバンクグループを、PE からは、カーライル・グループ、KKR、ブラックロックを選定した。

表 8-25 パフォーマンス比較対象企業

総合商社（A 群）	三菱商事、伊藤忠商事、三井物産、住友商事、丸紅
産業コングロマリット（B 群）	ダナハー、バークシャー・ハサウェイ、ソフトバンク
プライベート・エクイティ（C 群）	カーライル・グループ、KKR、ブラックロック

各群の ROE・PBR を比較した結果を表 8-26 に、ROE・PBR の分布図は図 8-2 に示す。



表 8-26 各群の ROE・PBR

	ROE	PBR
	5年平均	2022年2月時点
三菱商事	7.4	0.98
三井物産	6.0	1.01
伊藤忠商事	7.0	1.45
住友商事	5.2	0.83
丸紅	5.4	1.16
<b>総合商社平均 (A群)</b>	<b>6.2</b>	<b>1.086</b>
ダナハー	10.5	4.77
パークシャー	11.1	1.65
ソフトバンク	35.9	0.79
<b>コングロマリット平均 (B群)</b>	<b>19.1</b>	<b>2.40</b>
カーライル	21.6	2.66
KKR	33.0	12.88
ブラックストーン	20.4	4.00
<b>PE平均 (C群)</b>	<b>25.0</b>	<b>6.51</b>

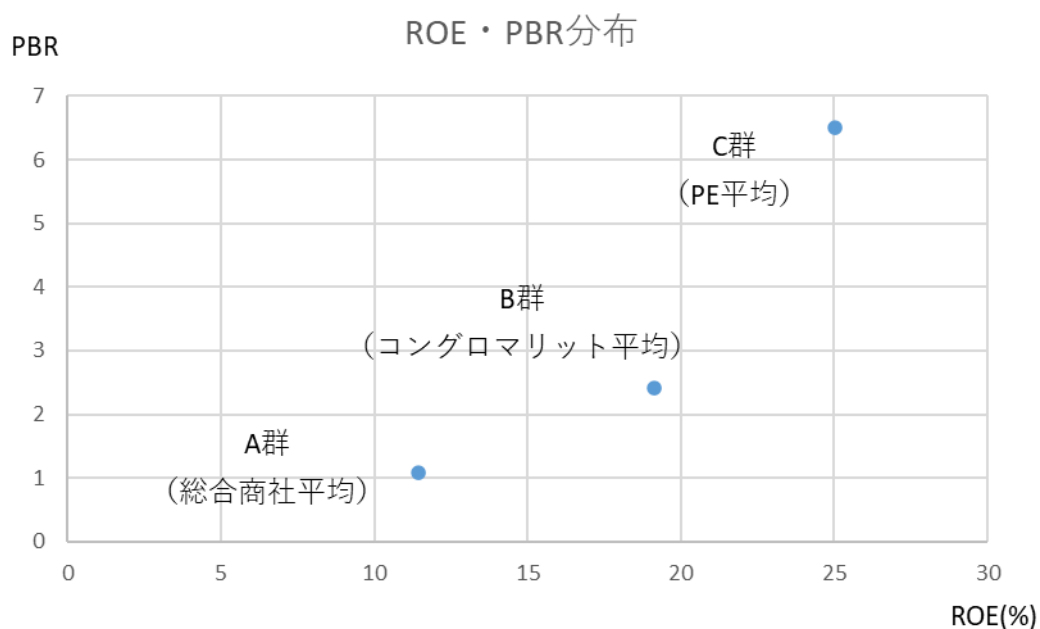


図 8-2 ROE/PBR 分布

A群・B群・C群の比較結果から、総合商社のROEは、プライベート・エクイティ、産業コングロマリットのいずれにも劣後し収益性が低いのに加え、総合商社は、投資家からの収益期待値（将来収益への期待値）であるPBRにおいても、プライベート・エクイティ、産業コングロマリットのいずれにも劣後している。総合商社のPBRはほぼ1で、企業価値が解散価値とほぼ等価であり、産業コングロマリットとして多角化によるプレミアムを実現できず、“コングロマリット・ディスカウント”の状態にあると言える。

$PBR = PER$ （株価収益倍率） $\times ROE$  の関係から、PERは図8-2において原点から各点への傾きに相当する。原点からA群の点への傾きは、B群、C群のそれに比べて小さく、将来の成長性期待を示す株価の評価も低いという結果になっている。

## 第6節 考察

検証結果から、総合商社のポートフォリオを投資会社・ファンドと比較すると、製造業・インフラ、素材、エネルギーの優先度（順位）が高い一方で、ITや通信・メディアといった先端領域の保有資産比率が低い点が特徴的であり、総合商社とプライベート・エクイティのポートフォリオ構成の違いが明らかとなった。

その結果のパフォーマンスであるROE及びPBRがプライベート・エクイティに劣後していることが明らかになるだけでなく、産業コングロマリットとの比較においても、ROE及びPBRが劣後し、総合商社のポートフォリオが企業価値最大化に向けて最適化されておらず、投資家からの将来収益期待にできていない、すなわち、コングロマリット・ディスカウントの状態にあることが明らかになった。

コングロマリット・ディスカウントに陥っている理由としては、総合商社のポートフォリオ自体の構成はプライベート・エクイティと著しく異な

ってはいないが、産業としての成長性が高く、将来収益の期待が高いと考えられる IT 領域への投資がポートフォリオの一つとなっていないこと、各ポートフォリオへの資源配分が最適化されていない（と投資家に判断されている）ことなどが理由として考えられる。

総合商社は、製造業の海外進出やエネルギーの輸入を担ってきた歴史があり、総合商社の事業モデル発展の経緯が、重工業主体の日本経済の特徴とも相まって、経路依存的にポートフォリオの形に色濃く表れていると考えられる。

総合商社は、事業投資は事業売却を前提としていない故にファンドとは異なると説明している。しかし、投資会社・ファンドが持つ、ポートフォリオの組み換えの柔軟さや機動性を制約し、投資事業のメリットを最大限享受できていないとの見方もできる。

総合商社は、1990 年代半ば以降は、事業投資の目的として、商権の確保よりも事業投資先からの直接の投資収益を重要視するようになった（孟 2008）と指摘されるが、産業別の成長を見据えたポートフォリオの抜本的な組み替えまでには至っておらず、経路依存性の呪縛を打破するレベルまでは至っていないと観察される。

これらを招いている原因は、部門発言力が強い分権経営により、既存分野への投資に比べ新規分野への投資が劣後する経営判断になる傾向が強いこと、同様に分権経営により、各ポートフォリオへの資源配分を大きく変更する経営判断が働きにくいことが株価に織り込まれているからと考えられる。

## 第7節 本章のまとめ

総合商社は事業投資への比重を高め、投資会社化しているとの指摘を踏まえ、本章では総合商社を投資会社と見た場合のポートフォリオとパフォーマンスについて、投資会社・PE、産業コングロマリット等との比較を行った。

本章のRQであるRQ8-1～8-3に対する、本章で明らかになった事項は以下の通りである。

RQ8-1: 総合商社のポートフォリオは、投資会社・産業コンゴロマリットと比較において共通点・相違点があるか。

総合商社として三菱商事・三井物産・伊藤忠商事、投資会社・ファンドとしてブラックロック、カーライル・グループ、バークシャー・ハサウェイを選び、ポートフォリオの定性分析を行った。その結果、投資領域に一定の共通性は確認されるものの、IT領域を重視する投資会社・ファンドと、これを保有しない総合商社で大きな違いも確認された。

RQ8-2: 総合商社のパフォーマンスは、投資会社・産業コンゴロマリットとの比較において優劣はあるか。

総合商社と、投資会社・ファンド、産業コングロマリットとのパフォーマンス比較（定量分析）を行った。

総合商社として、三菱商事・三井物産・伊藤忠商事・住友商事・丸紅、投資会社・ファンドとして、ブラックロック、KKR、カーライル・グループ、産業コングロマリットとして、ダナハー、バークシャー・ハサウェイ、ソフトバンクグループを比較した。その結果、総合商社のROE、PBRは投資会社・ファンド、産業コングロマリットのいずれにも劣後していることが確認された。

これら比較分析結果、総合商社のポートフォリオが企業価値最大化に向けて最適化されておらず、投資家からの将来収益期待に応えていない、すなわち、コングロマリット・ディスカウントの状態にあることが明らかになった。

総合商社は、事業投資を強化しているものの、投資会社・ファンドが持つ、ポートフォリオの組み換えの柔軟さや機動性を制約し、投資事業のメリットを最大限享受できておらず、産業別の成長を見据えたポートフォリオの抜本的な組み替えまでには至っておらず、自らの事業発展モデルの経路依存性の呪縛を打破するレベルまでは至っていないと観察される。

これらを招いている原因は、部門発言力が強い分権経営により、既存分野への投資に比べ新規分野への投資が劣後する経営判断になる傾向が強いこと、同様に分権経営により、各ポートフォリオへの資源配分を大きく変更する経営判断が働きにくいことが株価に織り込まれているからと考えられる。

## 第9章 事例研究③ 総合商社5社の国別進出戦略の比較

### 第1節 本章の概要

本章では、事例分析を行うことで総合商社間の国別の進出戦略の違いを比較することを目的とする。

総合商社は各社似たような事業ポートフォリオを持ち、また進出する国も他社同様に進出する傾向があるが、1990年頃までの「金太郎飴」的な事業ポートフォリオから、1999～2004年度頃の事業再構築期を経て、各社ごとに個性あるもの（榎本 2012）になり、差別化が進んでいるとの指摘がされている。

そこで、各社の国別の進出戦略の違いを確認するために、進出国の優先順位（各社内での進出社数の国別順位）の比較を行い、他社との比較で相対的に重視している国（本章では「重視国」と呼称する）、軽視している国（同様に「軽視国」）、また5社のうち1社のみが進出している国（同様に「得意国」）を比較する。

検証のアプローチとして、国別の業種（現地法人／商社型／非商社型）ごとの進出会社数をカウントし、各社ごとの進出会社数合計に基づき各社における進出国の順位を調べ、その順位が他社の比較において上位か下位を確定させ、上記の定義に基づき定量的に重視国、軽視国、得意国を決定し比較する。

上記の結果得られた各社ごとの分類の中から、特徴的な重視国、得意国をピックアップして、進出経緯や業種などの事例分析を行う。

競合他社とは違う優先順位や進出戦略の違いを分析することにより、各社の戦略や強みを読み取れるだけでなく、総合商社間の国別の進出戦略の違いを定性・定量両面から見ていくことで、総合商社の事業発展形態の変化や総合商社の志向が読み取れると考えられ、総合商社の海外進出モデルやその変化への示唆を得ることを狙う。

## 第2節 他章との関係

本章の他章との関係は図 9-1 の通りとなる。本章から得られる考察結果を総合商社のビジネスモデルにおける国と業種の関係の考察に活用する。

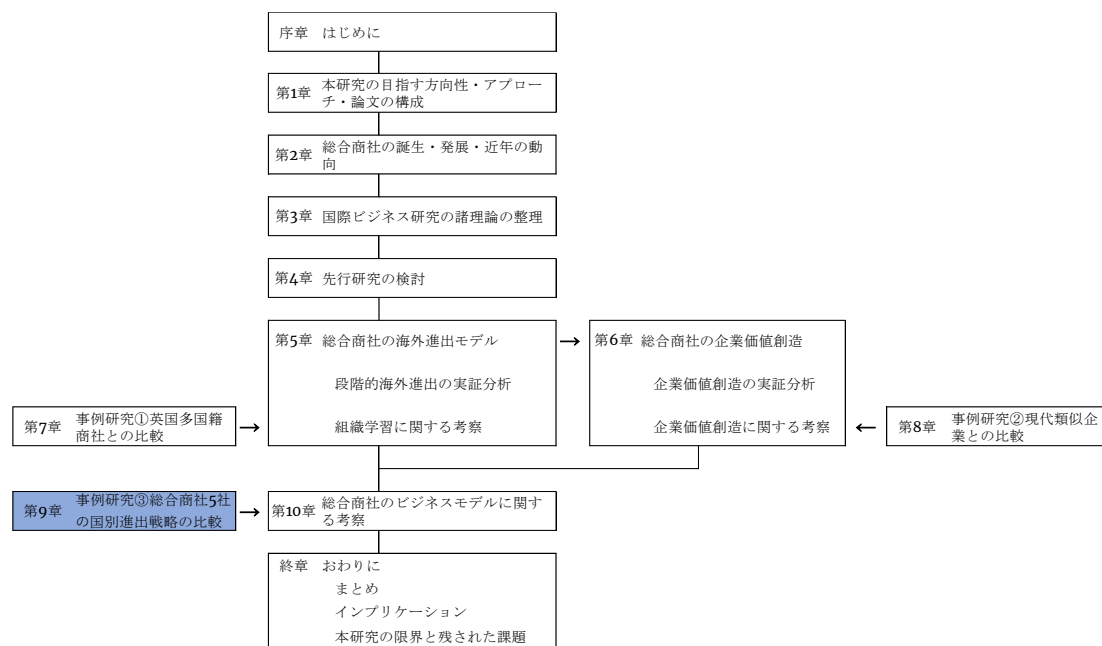


図 9-1 他章との関係

## 第3節 本章の RQ

本章の目的に沿い、本章の RQ を以下のように設定する。

- RQ8-1: 総合商社は各社が似たような事業が展開しているが、進出する国に違いはあるのか
- RQ8-2: 進出国の違いがある場合は、どのような特徴があるか
- RQ8-3: その特徴から総合商社各社の事業戦略や事業発展形態が読み取れるか

## 第4節 比較分析

総合商社各社の進出国の違いを比較するために、第5章、第6章と同じデータセットを使い、進出国の優先順位（進出社数の各社内の順位）の比較を行い、他社との社との比較で相対的に重視している国（本章では「重視国」と称する）、軽視している国（同「軽視国」）、また5社のうち1社しか進出していない国（同「得意国」）を比較する（表9-1）。

表 9-1 重視国・軽視国・得意国の定義

種類	定義
重視国	他社との相対比較で重視している国
軽視国	他社との相対比較で軽視している国
得意国	他社が進出していない国

アプローチとして、国別の業種（現地法人／商社型／非商社型）ごとの進出会社数をカウントし、各社ごとの進出会社数合計に基づき各社における進出国の順位を調べ、その順位が他社の比較において上位か下位を確定させ、定量的に上記の重視国、軽視国、得意国を特定する。

### 第1項 重視国・軽視国・得意国・進出パターンの分類

重視国・軽視国・得意国・進出パターンの分類は以下の方法で行う（図9-2）。

1. 各社の、国別の A/B/C 件数を算出し、合計値が多い順に並べる。  
進出社数の合計値が3以上の国を対象とする。  
(A：現地法人、B：商社型、C：非商社型)
2. 各社の順位を母集団として、平均値、 $1\sigma$ を算出する
3. 5社中4社以上が進出している国において、 $-1\sigma$ よりも小さい順位（他社と比較して対象国が上位に位置する）の場合その会社が対象国を「重視国」としている判定する



4. 5社中4社以上が進出している国において、 $+1\sigma$ よりも大きい順位（他社と比較して対象国が下位に位置する）の場合、その会社が対象国を「軽視国」としていると判定する。
5. 5社中1社または2社のみがランキングに入っている場合、その会社が対象国を「得意国」にしていると判定する。
6. 軽視国が相対的に多い場合、進出パターンを「メリハリ型」、少ない場合は「全方位型」と分類する。

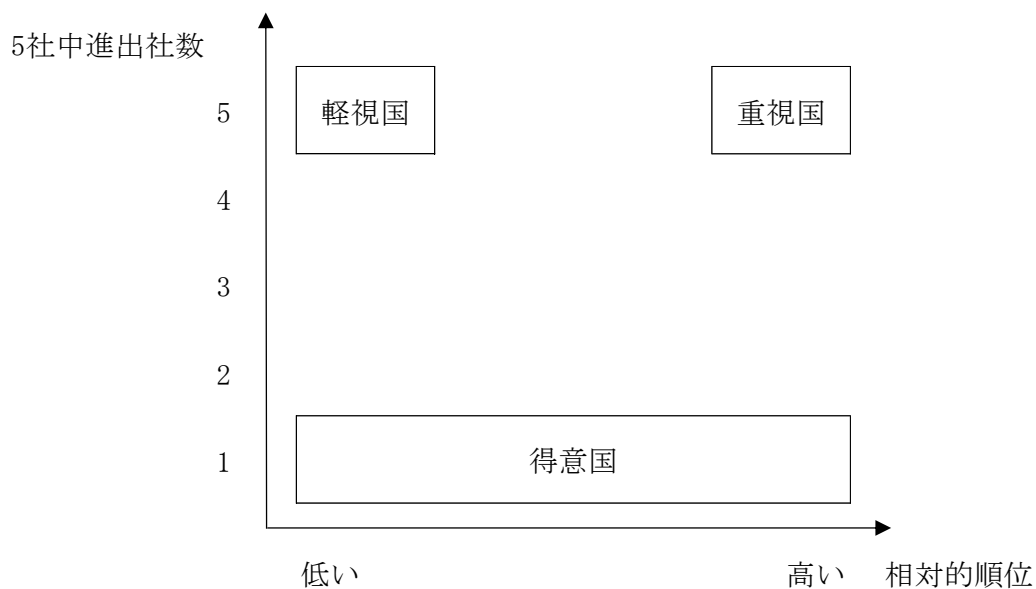


図 9-2 進出社数と相対的順位による分類

## 第2項 国別比較結果

各社内の国別の順位及び、重視国・軽視国・得意国の分類結果は表 9-2 通りとなった。

表 9-2 国別の順位及び重視国・軽視国・得意国の分類

	各社内順位					四捨五入			
	三菱商事	三井物産	伊藤忠	住友商事	丸紅	平均順位	1σ	平均-1σ	平均+1σ
中国	1	1	1	1	1	1.0	0.0	1	1
アメリカ	2	4	2	2	2	2.4	0.8	2	3
タイ	3	2	4	2	4	3.0	0.9	2	4
イギリス	4	8	4	8	5	5.8	1.8	4	8
オランダ	5	3	-	11	8	6.8	3.0	4	10
インドネシア	6	9	2	6	6	5.8	2.2	4	8
シンガポール	7	6	6	11	10	8.0	2.1	6	10
マレーシア	8	10	11	11	-	10.0	1.2	9	11
ベトナム	9	17	9	4	-	9.8	4.7	5	14
オーストラリア	9	5	7	9	3	6.6	2.3	4	9
ブラジル	11	6	-	10	10	9.3	1.9	7	11
メキシコ	11	10	-	5	-	8.7	2.6	6	11
フィリピン	11	13	-	16	6	11.5	3.6	8	15
インド	14	14	11	7	8	10.8	2.9	8	14
香港	14	-	8	16	-	12.7	3.4	9	16
チリ	14	17	-	11	10	13.0	2.7	10	16
ロシア	17	-	-	21	-	19.0	2.0	17	21
台湾	17	-	-	21	-	19.0	2.0	17	21
韓国	17	-	-	21	-	19.0	2.0	17	21
ドイツ	17	-	-	-	-				
ミャンマー	21	-	-	-	-				
カナダ	22	17	9	21	10	15.8	5.4	10	21
アラブ首長国連邦	-	10	-	-	-				
ベルギー	-	15	-	-	-				
スペイン	-	15	-	16	-				
南アフリカ	-	-	11	16	-				
ハンガリー	-	-	11	-	-				
トルコ	-	-	-	11	-				
ケイマン諸島(英)	-	-	-	16	-				

凡例：

重視国

軽視国

得意国

(1) 国別分析結果 (各社間で大きな差のない国)

5社全てのが進出(進出の定義は3社以上の投資があること)している国、および5社中4社が進出している国は、表9-3の通りである。

表 9-3 国別分析結果（各社間で大きな差がない国）

	APAC	米州	EMEA
5社全てが進出している国	中国 タイ インドネシア シンガポール オーストラリア インド	米国 カナダ	英国
5社中4社が進出している国	マレーシア ベトナム	チリ ブラジル	オランダ

この結果から観察できる結果は以下の通り。

- 中国が5社全てにおいて1位
- 米国が4社で2位
- タイ、英国がいずれも上位に位置する

## （2）国別分析結果（各社間で差がある国）

各社間で差のある国は表 9-4 の通りである。

表 9-4 各社間で差がある国

	APAC	米州	EMEA
5社中1社のみが進出している国	ミャンマー	ケイマン諸島	ドイツ ベルギー ハンガリー アラブ首長国連邦 トルコ
5社中2社のみが進出している国			スペイン 南アフリカ

この結果から観察できる結果は以下の通り。

- APAC ではミャンマー、ケイマン諸島が特徴的。
- EMEA 地域の国が多い。各社の戦略・強みの違いが表れているものと考えられる。

### (3) 会社別比較結果

会社別の重視国、軽視国、得意国、進出タイプの比較結果は表 9-5 の通りである。

進出戦略のタイプとして、軽視国が 1～3 カ国に留まる場合、概ね万遍なく進出しているとして「全方位型」、軽視国が 4 カ国以上ある場合は「メリハリ型」と分類した。

表 9-5 重視国・軽視国・得意国の会社別比較結果

種別	三菱商事	三井物産	伊藤忠	住友商事	丸紅
重視国	マレーシア	ブラジル	シンガポール、香港	ベトナム、メキシコ、インド	オーストラリア
軽視国	カナダ	米国 インドネシア ベトナム 香港 ロシア 韓国 台湾	オランダ ブラジル メキシコ フィリピン チリ ロシア台湾 韓国	オランダ シンガポール フィリピン	マレーシア ベトナム ブラジル 香港 ロシア 台湾 韓国
得意国	ドイツ ミャンマー	アラブ首長国連邦 ベルギー	ハンガリー	トルコ ケイマン諸島	<無>
タイプ	全方位型	メリハリ型	メリハリ型	全方位型	メリハリ型

### (4) 各社の状況

#### ①三菱商事

三菱商事の重視国はマレーシア、得意国はドイツおよびミャンマーである。

一方で、軽視国はカナダ 1 カ国に留まり、タイプとしては全方位型に分類される。

表 9-6 三菱商事の重視国・得意国と進出業種

種別	国	進出業種
重視国	マレーシア	B1：現地販売・保守（機械）、現地販売（自動車）、SPC（自動車） B2：商社 2社、統括・持株会社 C1：メーカー（食品）3社 C2：メーカー（機械）
得意国	ドイツ	B1：統括・持株会社 B2：現地販売（自動車） C2：電力 2社
	ミャンマー	B2：現地販売・保守（機械）、現地販売（自動車） C2：インフラ（サービス）、金融（リース）

②三井物産

三井物産の重視国はブラジル、得意国はアラブ首長国連邦、ベルギーである。

一方で、軽視国は、米国、インドネシア、ベトナム、香港、ロシア、韓国、台湾と多く、メリハリ型の進出戦略となっている。

表 9-7 三井物産の重視国・得意国と進出業種

種別	国	進出業種
重視国	ブラジル	B1：SPC（資源） B2：商社、電力 C1：メーカー（金属）、物流 C2：電力 2社、金融（リース）、物流、資源
得意国	アラブ首長国連邦	B1：SPC（電力） B2：SPC（電力） 4社 C2：物流
	ベルギー	B2：統括・持株会社 C2：メーカー（化学）、資源

### ③伊藤忠商事

伊藤忠の重視国は、シンガポール、香港、得意国はハンガリーである。

軽視国は、オランダ、ブラジル、メキシコ、フィリピン、チリ、ロシア、台湾、韓国と5社中最多であり、進出戦略はメリハリ型となっている。

表 9-8 伊藤忠商事の重視国・得意国と進出業種

種別	国	進出業種
重視国	シンガポール	B2：商社 3社 C1：メーカー（化学）、メーカー（機械）、情報サービス C2：電力 2社、金融（リース）、物流、資源
	香港	B2：商社、統括・持株会社 C2：金融、情報サービス
得意国		B2：現地販売（自動車） C1：メーカー（機械） C2：物流

### ④住友商事

住友商事の重視国は、ベトナム、メキシコ、インドの3カ国、得意国はトルコ、ケイマン諸島である。

住友商事は、三菱商事に続いて軽視国が少なく、進出戦略は全方位型となっている。

表 9-9 住友商事の重視国・得意国と進出業種

種別	国	進出業種
重視国	ベトナム	B1：商社 B2：現地販売・保守（機械）、統括・持株会社 2社、SPC C1：メーカー（金属） 2社 C2：農林水産、サービス（エンジ）、金融、金融（保険）
	メキシコ	B2：現地販売・保守（機械）、SPC、商社 2社、SPC（電力）、統括・持株会社 C1：メーカー（金属） 3社、メーカー（機械）、資源
	インド	B1：SPC（資源） C1：サービス（エンジ）、メーカー（化学）、情報サービス C2：不動産、金融、メーカー（金属）、電力
得意国	トルコ	C1：メーカー（金属） 3社 C2：不動産
	ケイマン諸島	C1：メーカー（食品）、メーカー（化学） 2社、サービス（エンジ）

榎本（2012）は、住友商事の事業ポートフォリオについて、収益性が高い資源・エネルギー分野に偏ることなく、非資源分野も含めた事業分散を経営方針としており、同様に地域別ウェイトについても表 9-10 の通り、特定の地域を突出して伸長させることなく、一定の比率を維持しつつ、地域リスクの分散を図っていると指摘したが、住友商事が全地域に全方位型で進出している事実と整合している。

重視国、軽視国での進出業種は、複数あるものだけでも、商社、現地販売・保守（機械）、メーカー（金属）、サービス（エンジ）、電力、資源、メーカー（化学）、不動産と多岐にわたっているのも同社の特徴と言える。

表 9-10 住友商事の地域別基礎収益<sup>18</sup>動向（年度）

年度	連結 (億円)	国内 %	アジア %	中国 %	米州 %	欧州 %	大洋州 %	その他 %
2003	668	51	24	4	8	5	1	7
2004	1,100	38	27	4	16	5	5	5
2005	1,583	38	20	4	21	6	6	5
2006	2,029	38	18	3	25	5	5	6
2007	1,971	37	21	4	18	11	3	6
2008	2,430	30	17	4	18	13	9	9
2009	1,514	32	31	3	18	7	3	6
2010	2,164	31	21	4	20	7	11	6
2011	2,515	34	15	3	27	6	7	8

⑤丸紅

丸紅の重視国はオーストラリア、得意国は該当なかった。

一方、軽視国は、マレーシア、ベトナム、ブラジル、香港、ロシア、台湾、韓国であり、メリハリ型の進出パターンとなっている。

表 9-11 丸紅の重視国・得意国と進出業種

種別	国	進出業種
重視国	オーストラリア	B1：現地販売・保守（機械） 2社、SPC（資源） B2：SPC（資源） 2社 C1：メーカー（食品） C2：資源、金融（販売金融）
得意国	<無>	

<sup>18</sup> 基礎収益 = (売上高総利益 - 販売管理費 - 利息収支 + 受取配当金) × (1 - 税率) + 持分法損益



### (5) 会社別比較分析結果（業種）

重視国、得意国での業種を比較する。（表 9-12）

各社の重視国、得意国のポートフォリオはそれぞれに特徴的であり、同じポートフォリオとはなっていない。総合商社は金太郎飴的な類似ポートフォリオであるかのような印象があるが、実際には重視している、あるいは得意としている進出国、進出業種に差があることが分かる。

表 9-12 各社の重視国・得意国での業種

三菱商事	三井物産	伊藤忠	住友商事	丸紅
電力	物流	商社	金融	資源
現地販売・保守（機械）	電力	情報サービス	現地販売・保守（機械）	現地販売・保守（機械）
現地販売（自動車）	資源	メーカー（機械）	サービス（エンジ）	
メーカー（食品）			資源	
			商社	
			電力	
			不動産	
			メーカー（化学）	
			メーカー（金属）	

### 第3項 会社別比較分析結果（業種）

重視国・得意国への進出業種には共通性があり、進出国での展開経験を生かして他国に展開する、特定業種での進出経験を生かして他国に展開する、進出国や業種の経験の深さにより経営権の確保が進む、といった相互作用が働いていると見られる（図 9-3）。

この結果、各社の進出業種、進出国（得意国）・進出国への力の入れ方（重視国）に差異を生じていることが観察され、業種の偏りも見られた。

また、これと並行して、経営権を志向するビジネスモデルへ転換も進んでいることは第5章の定量分析の通りである。

この傾向から、選択と集中の進行に伴い、総合商社同士でも、中身のポートフォリオが大きく異なる事業構造になっていくことが示唆される。

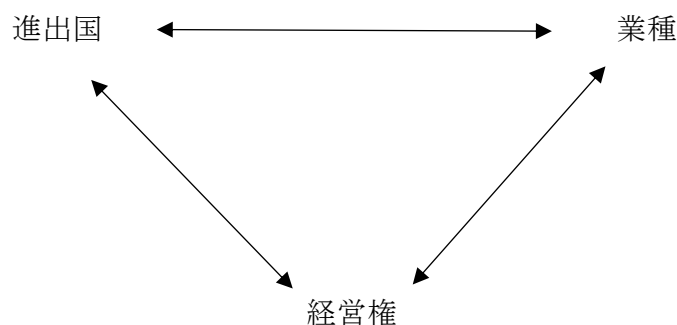


図 9-3 進出国・進出業種・経営権の相互作用関係

### 第 5 節 リサーチ戦略としてのケース・スタディ

Yin (1994) は社会科学における 5 つの主要なリサーチ戦略として、①実験、②サーベイ、③資料分析、④歴史、⑤ケース・スタディをあげている。

表 9-13 異なったリサーチ戦略の関連状況

リサーチ戦略	リサーチ問題の形態	行動事象に対する制御の必要性	現在事象への焦点
①実験	どのように、なぜ	あり	あり
②サーベイ	誰が、何が、どこで、どれほど	なし	あり
③資料分析	誰が、何が、どこで、どれほど	なし	あり／なし
④歴史	どのように、なぜ	なし	なし
⑤ケース・スタディ	どのように、なぜ	なし	あり

出所：Yin (1994)

各国での事業展開を追いかけるには、Yin が指摘するところの説明的 (explanatory) に「どのように」と「なぜ」を明らかにすることになる。実験的手法は取り得ないことから、歴史とケース・スタディが自ずと選択肢となり、経時的な追跡が可能となる (Yin)。

④の歴史法は、何が起こったのかを報告できる関係者が 1 人も生存して

いない場合、ならびに研究者がおもな証拠源として利用しなければならないのが、1次文献、2次文献、そして文化的・物理的的人工物である場合に選択すべきと Yin は説明する。

⑤のケース・スタディは、歴史法と同じ技法を多く用いるが、直接観察（direct observation）と系統的面接（systemetic interview）などを通じて多様な証拠を扱う点に違いがある。

総合商社各社の国ごとの進出戦略の違いを解き明かすために、ケース・スタディをリサーチ戦略として採用して検討していく。

具体的な方法として、以下を分析フレームワークとして、重視国、得意国のカテゴリーの検討を行う。

- ① 投資件数と投資先業種出資比率からの概観
- ② 投融資残高などの定量面
- ③ 広報戦略などの定性面
- ④ 投資先個別の進出経緯などのストーリー

## 第6節 重視国の事例① 三井物産／ブラジル

重視国の事例研究の1例目として、三井物産のブラジル事業を検証する。

### 第1項 ブラジルの事業環境の概要

ブラジルの事業環境把握のため、基礎データを表9-14に示す。

表 9-14 ブラジルの基礎データ

国名	ブラジル連邦共和国 (Federative Republic of Brazil)
面積	851.2万平方キロメートル（日本の約22倍）
人口	約2億947万人（2018年，世銀）
首都	ブラジリア
民族	欧州系（約48%），アフリカ系（約8%），東洋系（約1.1%），混血（約43%），先住民（約0.4%）（ブラジル地理統計院，2010年）
言語	ポルトガル語
宗教	カトリック約65%，プロテスタント約22%，無宗教8%（ブラジル地理統計院，2010年）
略史	1500年 ポルトガル人カブラルによるブラジル発見 1822年 ポルトガルより独立 1889年 共和制樹立 1964年 カステロ・ブランコ軍事政権樹立 1985年 民政移管
政体	連邦共和制（大統領制）
主要産業	製造業，鉱業（鉄鉱石他），農牧業（砂糖，オレンジ，コーヒー，大豆他）
名目GDP	1兆8,850億米ドル（2018年，世銀）
一人当たりGDP	9,080米ドル（2018年，世銀）
経済成長率	1.1%（2018年），1.1%（2019年）
物価上昇率	-0.31%（2020年4月，ブラジル地理統計院）
失業率	11.9%（2020年1～3月の3か月平均，ブラジル地理統計院）
主要貿易品目	輸出： 一次産品 49.7%（大豆，鉄鉱石，原油等），工業製品 36.1%（乗用車，航空機，商用車等），半製品 12.7%（粗糖，木材パルプ，鉄鋼半製品等） 輸入：

	原材料及び中間材 57.9% (工業原材料, 資本財付属品, 輸送用機器付属品等), 消費財 14.1% (医薬品, 食料品, 家庭用機械器具等), 石油及び燃料 12.2%, 資本財 15.8% (工業用機械, 輸送機器等) (2018年, ブラジル経済省)
主要貿易相手国	輸出: 中国 (26.8%), 米国 (12.0%), アルゼンチン (6.2%), オランダ (5.4%), チリ (2.7%), ドイツ (2.2%) スペイン (2.1%), メキシコ (1.9%), 日本 (1.8%) 輸入: 中国 (26.8%), 米国 (12.0%), アルゼンチン (6.1%), ドイツ (5.8%), 韓国 (3.0%), メキシコ (2.7%), イタリア (2.5%), 日本 (2.4%), フランス (2.2%) (2018年, ブラジル経済省)
通貨	レアル
為替レート	1米ドル=約 5.53 レアル (2020年5月25日現在) (1レアル=約 20円)
日本の援助実績	有償資金協力 (2017年度まで, E/N ベース) 4,163.59 億円 無償資金協力 (2017年度まで, E/N ベース) 43.2 億円 技術協力 (2017年度まで, 実績ベース) 1,176.45 億円
対日貿易額	二国間貿易 (2019年, ブラジル経済省) 品目: 対日輸出 鉄鉱石, 肉類, 農産物, 非鉄金属, 化学製品等 対日輸入 自動車部品, 二輪車部品, 工具, 事務機器等 貿易額: 日本への輸出 54.3 億ドル (2019年, ブラジル経済省) 日本からの輸入 40.9 億ドル (2019年, ブラジル経済省)

出所: 外務省ホームページ

## 第2項 ブラジルの政情・経済環境

1995年～2002年のカルドーズ政権において、ハイパー・インフレの収束による経済安定を実現した。

2003年1月に貧困の解決と経済成長の回復を掲げ、ルーラ大統領の労働者党 (PT) 政権が発足。

2011年に発足したルセーフ政権は、ルーラ前大統領の政策継続を基調としたが、2015年後半から不正会計処理を事由としたルセーフ大統領弾

効の動きが活発化し、2016年8月末には大統領職を罷免された。

2016年8月に発足したテメル政権は、主に財政健全化、労働制度改革、政治改革・選挙制度見直しに取り組んだ。2019年1月、反社会主義・反共産主義を標榜し、汚職追放を訴えてボルソナーロ政権が発足（外務省ホームページ）。ボルソナーロは「熱帯のトランプ」とも呼ばれ、米国トランプ大統領と親密な関係を維持した。

ボルソナーロは、経済顧問に市場原理主義を代表するミルトン・フリードマンなどを輩出したシカゴ学派経済学者であるパウロ・ゲデス博士を委嘱し、ロナルド・レーガンを参考にした経済的自由主義を標榜している。

経済は世界第9位かつ南米最大の経済規模を誇り、2018年の経済成長率はプラス1.1%で2019年もプラス1.1%と前年と同じ伸び率を維持。

（ブラジル地理統計院）。新型コロナの苦境を経て、21年には、経済活動の再開、資源価格の上昇等によってブラジル経済は回復しており、21年は前年比プラス5.2%の経済成長が見込まれている。ただ、足元では、最大の貿易相手国である中国経済が減速しており、資源価格や輸出産業にどのような影響を及ぼすか懸念される。加えて、歴史的な渇水による電力不足、インフレ、通貨リアル安等の行方についても、今後のブラジル経済を見通すうえで重要な要素となる（日本経済団体連合会2021）。

過去に巨額の対外債務に苦しんだブラジルであるが、2007年以降は対外債権が対外債務を上回り純債権国となっている。

他方、インフレ率は2015年累積で10.67%（ブラジル地理統計院）と、目標圏中央値（6.5%）を上回って推移し、インフレ抑制のために利上げがなされたが、2016年以降はインフレ率の低下を受け、政策金利の引き下げが行われた。

### 第3項 三井物産のブラジル投資の概観

三井物産のブラジル進出社数は、12社であり、最初の進出（FDI）は1996年である（表9-15）。

表 9-15 三井物産のブラジル投資先

会社名	業種	事業内容	創業	出資比率	類型	従業員数 (日本からの派遣社員数)
Dragon Logistics Co., Ltd.	物流	総合物流サービス業（配送、倉庫DC業務を含む）	1996	住友商事 34% 鈴木 31% 現地資本計 35%	C2	791 (6)
Vietnam Steel Products, Ltd.	メーカー (金属)	機械構造用鋼管の製造・販売	1997	日鉄住金鋼管 60% 住友商事 27%、三井物産 10%	C1	207 (-)
Hino Motors Vietnam, Ltd.	メーカー (自動車)	日野自動車製トラック及びバスの組立・販売・補修	1997	日野自動車 51% 住友商事 16%、Vina Motor 33%	C1	193 (5)
Saigon Steel Service & Processing Co., Ltd.	メーカー (金属)	鋼材の加工・販売（スチールサービスセンター）	1998	住友商事 45% Vietnam Steel 40% LCG Holdings 10%	C2	139 (2)
DENSO Manufacturing Vietnam Co., Ltd.	メーカー (機械)	エアフローメーター、VICアクチュエーター等エンジン関係製品の製造・販売	2001	デンソー 95% 住友商事 5%	C1	3,673 (-)
Hanoi Steel Center Co.,Ltd.	メーカー (金属)	鋼材の加工・販売（スチールサービスセンター）	2002	住友商事 72.9% China Steel 19%	C2	229 (4)
Hal Vietnam Co., Ltd.	メーカー (金属)	自動車用アルミ鋳造部品の製造・販売	2003	広島アルミニウム工業 65% 住友商事 30.1%	C1	- (-)
Thang Long Industrial Park 2 Corp.	不動産	工業団地の開発・販売・運営・管理	2006	住友商事 74%	C2	113 (3)
日鉄住金建材ベトナム（有）	メーカー (金属)	構造用鋼管、建材製品の製造・販売	2012	日鉄住金建材 48%、住友商事 22%、伊藤忠丸紅住商テクノスチール 3%、共栄製鋼 3%	C1	139 (-)
CJ-SC Global Milling LLC	メーカー (食品)	ベトナムにおける小麦粉、小麦粉加工品の製造・販売	2013	現地資本 51% 住友商事 30.8%	C1	152 (2)
Thang Long Industrial Park(Vinh Phuc)Corp.	不動産	工業団地の開発・販売・運営・管理	2015	住友商事 100%	C2	3 (-)
Summit Agro Vietnam LLC	商社	農薬他農業資材等の販売	2016	住友商事 43.5% 住商アグロインターナショナル 17.4% 日本曹達 13%	B2	20 (-)

同社のブラジルへの投資を概観すると、その特徴は以下の通りである。

- 出資件数が多いのに加え、非商社型が多数を占める。
- ブラジルを代表する資源企業（Vale 社）や、インフラ、エネルギー企業への出資が多く、特定業種への投資が集中している。

#### 第 4 項 三井物産のブラジル投資の投融資・保証残高

同社のブラジルへの投融資・保証残高は、米国・オーストラリアに匹敵する第 4 位で、約 1.1 兆円となっており、極めて大きなエクスポージャーになっている。（表 9-16）

他社比較として、企業規模が近い三菱商事のブラジルへの投融資・保証残高は約 1700 億円と 1/5 で、三井物産に大きく劣後しており、三井物産のブラジル重視の戦略は際立っているとと言える。

表 9-16 投資・融資・保証残高

2018 年 3 月期	2019 年 3 月期	2020 年 3 月期	2021 年 3 月期
9973 億円	10228 億円	8452 億円	10997 億円



# 主な国別エクスポージャー



地図上の円はエクスポージャー計 (Net Position) のイメージです

投資、融資、保証残高 (2021年3月期末)

国	投資	融資	保証	投資・保証計	ヘッジ	Net Position
日本	16,228	134	211	16,573	96	16,476
アメリカ	10,268	413	855	11,535	-	11,535
オーストラリア	12,394	14	226	12,634	-	12,634
ブラジル	8,555	592	1,851	10,997	759	10,238
ロシア連邦	2,832	170	1,529	4,530	-	4,530
マレーシア	3,876	-	113	3,989	-	3,989
中国	1,497	28	42	1,567	-	1,567
チリ	2,024	857	45	2,926	-	2,926
シンガポール	1,164	-	315	1,479	178	1,301
インドネシア	1,488	864	97	2,448	-	2,448
モザンビーク	1,014	-	1,456	2,469	-	2,469
メキシコ	997	4	767	1,767	253	1,514
イタリア	1,673	-	0	1,674	-	1,674
タイ	1,336	20	4	1,360	-	1,360
イギリス	333	-	230	563	-	563
インド	378	85	242	705	17	688
オランダ	867	1	7	875	-	875
合計	66,921	3,180	7,989	78,091	1,304	76,787

商事債権残高 (2021年3月期末)

Gross 商事債権	ヘッジ	Net Position	
13,473	3,456	10,017	
1,772	214	1,557	
419	29	390	
259	116	143	
73	1	72	
137	18	119	
2,009	574	1,435	
251	46	205	
1,283	212	1,071	
265	14	251	
6	0	6	
138	59	79	
212	39	174	
435	56	378	
1,177	108	1,069	
327	189	138	
149	13	135	
合計	22,384	5,145	17,240

エクスポージャー計 (億円)

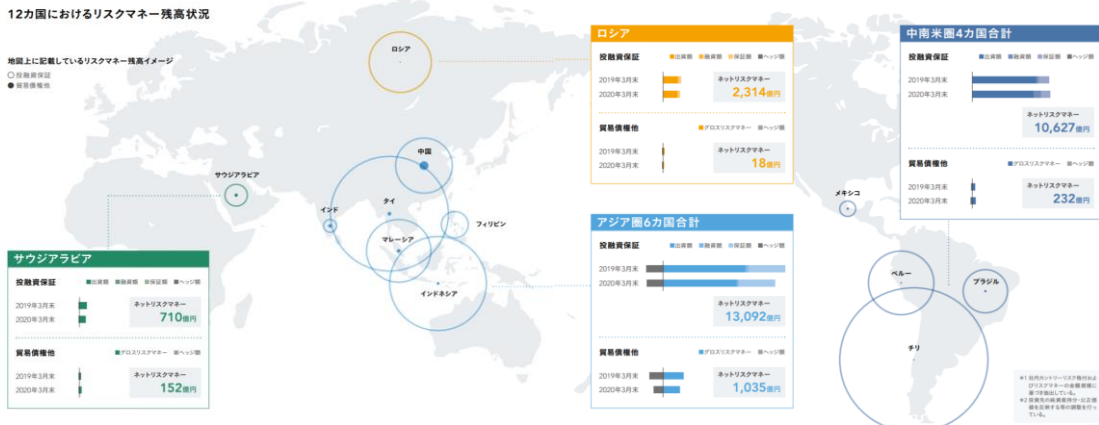
Gross Position	Net Position	
30,046	26,493	
13,307	13,092	
13,052	13,024	
11,256	10,380	
4,603	4,602	
4,126	4,109	
3,576	3,001	
3,177	3,131	
2,762	2,372	
2,713	2,699	
2,475	2,475	
1,905	1,593	
1,886	1,847	
1,795	1,738	
1,740	1,632	
1,032	826	
1,023	1,010	
合計	100,475	94,027

(注) 上記表中の「ヘッジ」とは、第三者保証や保険付保などにより信用リスクをカバーしている金額を示しています。  
 (注) 「融資」および「Gross商事債権」は引当金控除後の金額を示しております。

# 出所：三井物産統合報告書 2021

## 12カ国におけるリスクマネー残高状況

地図上に記載しているリスクマネー残高イメージ  
 ○ 投資残高  
 ● 貿易債権



国名	投資残高		貿易債権		投資残高		貿易債権		ヘッジ		Net Position	
	2020年3月末	2021年3月末	2020年3月末	2021年3月末	2020年3月末	2021年3月末	2020年3月末	2021年3月末	2020年3月末	2021年3月末	2020年3月末	2021年3月末
メキシコ	374	346	+28	34	-	+34	186	200	▲14	994	606	▲112
チリ	4,507	4,867	▲360	▲67	▲69	▲741	748	▲47	5,315	5,204	▲109	
ブラジル	1,928	1,039	+889	231	262	▲11	332	389	▲43	1,711	1,600	▲111
ペルー	2,341	2,437	▲96	657	▲6	▲61	82	▲9	133	2,492	▲488	
中南米4カ国合計	8,330	6,699	+1,631	989	337	+652	1,341	1,666	▲125	10,660	10,492	+168
ロシア	1,978	2,017	▲39	-	-	+0	396	362	34	2,314	2,379	▲65
ロシア連邦	1,978	2,017	▲39	-	-	+0	396	362	34	2,314	2,379	▲65
サウジアラビア	800	945	▲145	-	-	+0	800	945	▲145	800	945	▲145
インド	496	424	+72	30	30	+0	55	44	+11	541	498	+43
インドネシア	3,509	3,296	▲213	201	308	▲107	3,338	2,333	+1,005	5,748	5,927	▲179
タイ	2,328	2,937	▲609	10	13	▲3	1,347	1,361	▲14	3,885	4,511	▲626
中国	1,511	1,481	▲30	19	117	▲88	480	671	+191	2,000	2,169	▲169
マレーシア	662	1,050	▲388	-	-	+0	7	-	▲7	669	1,050	▲381
インドネシア	888	1,841	▲953	-	-	+0	569	569	▲8	2,667	2,463	▲204
オーストラリア	9,965	11,162	▲1,197	320	448	▲148	4,996	4,998	▲2	15,282	16,028	▲746
合計	21,014	22,813	▲1,799	1,309	805	+504	6,733	6,826	▲93	29,056	30,444	▲1,388

# 出所：三菱商事統合報告書 2021

## 第5項 三井物産の広報活動におけるブラジルの扱い

三井物産のプレスリリースから確認できている範囲でも、今回の検証で用いたデータがカバーしていない2015年以降も積極的に投資を継続しており、資源事業への投資を強化していることが分かる。

表 9-17 2015年以降のブラジル関連プレスリリース

年月	リリース
2015年12月	ブラジル北部沖合深海探鉱区権益取得
2016年11月	ブラジル・ペトロbras向けサブシー支援船事業に参画
2018年5月	「ブラジル沖合プレソルト層メロ鉱区向け超大水深対応FPSO備船事業を三井海洋開発、三井物産、商船三井、丸紅及び三井E&Sの5社で推進
2018年1月	ブラジル沖合プレソルト層セピア鉱区向け 超大水深対応FPSO備船事業を三井海洋開発、三井物産、商船三井、丸紅及び三井造船の5社で推進
2019年11月	ブラジル沖合プレソルト層ブジ奥斯鉱区向け 大水深対応FPSO備船事業を三井海洋開発、三井物産、商船三井及び丸紅の4社で推進
2019年2月	ブラジル農業製造販社Ouro Fino社への出資参画
2020年1月	ブラジル沖合マルリン鉱区向け大水深対応FPSO備船事業を三井海洋開発、三井物産、商船三井及び丸紅の4社で推進

また、同社の企業広告のテーマの変遷を2016年～2021年で確認する。2020年を除いて一貫して毎年ブラジルを取り上げており、広報戦略としてもブラジル重視の姿勢を継続的にアピールしている。

表 9-18 三井物産企業広告にて取り上げられた国変遷

2016	2017	2018	2019	2020	2021
メキシコ ブラジル アフリカ① アフリカ②	ブラジル	ブラジル	ブラジル	<無>	ブラジル

出所：三井物産ホームページ

360°  
business  
innovation.

世界の未来を、  
ブラジルとつくる。

三井物産株式会社 www.mitsui.com

[Business innovation-1]  
鉄道と港湾を一体化させ、物流を効率化。  
鉄道網と港湾ターミナルの複合一括サービスを提供するVLI社に出資参画。  
たとえばサントス北西のディブラム港で、取扱貨物も次々と拡大。

[Business innovation-2]  
現場のニーズに細やかに応える農業事業で、農業の発展を。  
オウロフィンゾ社に出資参画。大規模な農地が多いブラジルで、  
気候条件に適した農業製剤を開発。作物の健康な生育を農業で支え、  
増産や品質向上に貢献。

[Business innovation-3]  
自動車リースで、社会をもっと便利に、もっと豊かに。  
中東・最大級の自動車市場ブラジルで、トヨタと共にBtoB向けリース事業「KINTO」を展開。  
カスタマイズ自動サービスで、  
社会全体の「保有」から「利用」という動きに対応。

世界の未来を、  
世界とつくる。  
三井物産



MITSUI & CO.





企業広告例 出所：三井物産ホームページ

## 第6項 三井物産の人事におけるブラジルの位置付け

同社のブラジル重視の戦略は役員配置にも表れており、ブラジル三井物産の社長には常務執行役員が就任している。

専務執行役員：アジア・大洋州三井物産社長、米国三井物産社長

常務執行役員：豪州三井物産社長、三井物産モスクワ社長、欧州三井物産社長、タイ国三井物産社長、ブラジル三井物産社長、三井物産（中国）  
董事長

執行役員		
(2021年6月18日現在)		
*取締役を兼務		
<p><b>社長</b></p> <p>堀 健一*</p> <p>CEO (最高経営責任者)、危機対策本部本部長</p>	<p>目黒 祐志</p> <p>CIS総代表兼三井物産モスクワ(有)社長(在モスクワ)</p>	<p>菅原 正人</p> <p>ウェルネス事業本部長</p>
<p><b>副社長執行役員</b></p> <p>内田 貴和</p> <p>CFO(チーフ・フィナンシャル・オフィサー)、コーポレートスタッフ部門担当(CFO総括部、経理部、財務部、リスクマネジメント部、IR部、フィナンシャルマネジメント第一・二部/三部/四部 管掌)、開示委員会委員長、J-SOX委員会委員長</p>	<p>宮田 裕彦</p> <p>欧州総代表兼欧州三井物産(株)社長(在ロンドン)</p>	<p>中井 一雅</p> <p>プロジェクト本部長</p>
<p>藤原 弘達*</p> <p>エネルギー第一本部、エネルギー第二本部、ペーシックマテリアルズ本部、パフォーマンスマテリアルズ本部、米州本部 管掌</p>	<p>加藤 丈雄</p> <p>タイ国三井物産(株)社長兼Mitsiam International, Limited社長(在バンコク)</p>	<p>重田 哲也</p> <p>経理部長</p>
<p>大間知 慎一郎*</p> <p>CSO(チーフ・ストラテジー・オフィサー)、コーポレートスタッフ部門担当(経営企画部、事業統括部、広報部、サステナビリティ経営推進部 管掌)、国内ブロック、地域ブロック(欧州ブロック、中東・アフリカブロック) 管掌、ポートフォリオ管理委員会委員長、サステナビリティ委員会委員長</p>	<p>小寺 勇輝</p> <p>ブラジル三井物産(株)社長(在サンパウロ)</p>	<p>川瀬 厚</p> <p>内部監査部長</p>
<p><b>専務執行役員</b></p> <p>米谷 佳夫*</p> <p>CDO(チーフ・デジタル・インフォメーション・オフィサー)、デジタル総合戦略部、プロシオクト本部、モビリティ第一本部、モビリティ第二本部、エネルギーソリューション本部、ICT事業本部 管掌、情報戦略委員会委員長</p>	<p>平林 義規</p> <p>人事総務部長</p>	<p>藤田 浩一</p> <p>鉄鋼製品本部長</p>
<p>吉川 美樹*</p> <p>食料本部、流通事業本部、ニュートリション・アグリカルチャー本部、ウェルネス事業本部、地域ブロック(東アジアブロック、CISブロック、韓国三井物産(株)) 管掌</p>	<p>竹増 喜明*</p> <p>CHRO(チーフ・ヒューマン・リソース・オフィサー)、CCO(チーフ・コンプライアンス・オフィサー)、コーポレートスタッフ部門担当(監査役室、秘書室、人事総務部、法務部、ロジスティクス戦略部、新本社ビル開発室 管掌)、BCM(災害時事業継続管理)、新社屋建設 管掌、コンプライアンス委員会委員長、ダイバーシティ推進委員会委員長、緊急対策本部本部長</p>	<p>榎本 善之</p> <p>フィナンシャルマネジメント第二部長</p>
<p>北川 慎介</p> <p>(株)三井物産戦略研究所代表取締役社長(在東京)</p>	<p>野崎 元晴</p> <p>エネルギー第二本部長</p>	<p>古谷 卓志</p> <p>ペーシックマテリアルズ本部長</p>
<p>宇野 元明*</p> <p>金属資源本部、鉄鋼製品本部、コーポレートディベロップメント本部、アジア・大洋州本部 管掌</p>	<p>森安 正博</p> <p>東アジア総代表兼三井物産(中国)有限公司董事長(在北京)</p>	<p>遠藤 陽一郎</p> <p>食料本部長</p>
<p>永富 公治</p> <p>アジア・大洋州本部長兼アジア・大洋州三井物産(株)社長(在シンガポール)</p>	<p><b>執行役員</b></p> <p>高田 康平</p> <p>ニュートリション・アグリカルチャー本部長</p>	<p>阿久津 剛</p> <p>経営企画部長兼韓国三井物産(株)理事(在東京)</p>
<p>上野 佐有</p> <p>米州本部長兼米州三井物産(株)社長(在ニューヨーク)</p>	<p>山口 裕視</p> <p>CSO(チーフ・ストラテジー・オフィサー)兼在兼CDO(チーフ・デジタル・インフォメーション・オフィサー)補佐</p>	<p>佐藤 理</p> <p>事業統括部長</p>
<p><b>常務執行役員</b></p> <p>菊 弘幸</p> <p>東州三井物産(株)社長兼ニュージーランド三井物産(有)会長(在メルボルン)</p>	<p>堀 晋一</p> <p>関西支社長</p>	<p>松井 透</p> <p>エネルギー第一本部長兼エネルギーソリューション本部長</p>
	<p>菊地原 伸一</p> <p>コーポレートディベロップメント本部長</p>	<p>高杉 亮</p> <p>コーポレートディベロップメント副本部長</p>
	<p>大久保 雅治</p> <p>インド総代表兼インド三井物産(株)会長(在ニューデリー)</p>	<p>小日山 功</p> <p>ICT事業本部長</p>
	<p>大黒 哲也</p> <p>モビリティ第一本部長</p>	<p>長田 務</p> <p>流通事業本部長</p>
	<p>岡本 達也</p> <p>モビリティ第二本部長</p>	<p>高野 雄市</p> <p>法務部長</p>
	<p>真野 雄司</p> <p>デジタル総合戦略部長</p>	<p>垣内 啓志</p> <p>パフォーマンスマテリアルズ本部長</p>
		<p>山口 賢一郎</p> <p>フィナンシャルマネジメント第三部長</p>
		<p>福田 哲也</p> <p>金属資源本部長</p>

出所：三井物産統合報告書 2021

過去のブラジル三井物産社長の職位は表 9-19 の通りである。2018 年以降、一段とブラジルを重視した人材配置とされていることが見て取れる。

表 9-19 歴代ブラジル三井物産社長の職位

年度	職位
2014 年	執行役員
2015 年	執行役員
2016 年	執行役員
2017 年	執行役員
2018 年	常務執行役員
2019 年	常務執行役員
2020 年	常務執行役員
2021 年	常務執行役員

出所：三井物産ホームページ

## 第7項 三井物産の事業事例

### (1) Mitsui Gas e Energia do Brasil Ltda

地域に根差したガス配給事業 Mitsui Gas e Energia do Brasil Ltda（以下 MGEB）への参画経緯について日本貿易会の公開資料により以下の通りである（日本貿易会 2010）。

- 2006年に、同事業は経営破綻した Enron 社の保有であった Gaspart 社とその傘下の7つのガス配給会社（LDC：Local Distribution Company）への出資持分を買収したもので、各州の LDC は州政府が議決権の 51%、ペトロbras 社および MGEB がそれぞれ 24.5% の株式を保有。
- 天然ガス用途は主に工業用、発電用、天然ガス自動車向けで、近年は民生用途への天然ガス供給が増加。
- 三井物産が同事業に参入した目的は、以下とされている。
  - ① 急増する天然ガス国内需要への事業貢献
  - ② ブラジルでの戦略的なパートナーであるペトロbras 社との事業パートナーとしての関係拡大
  - ③ 天然ガス配給事業からガス・バリュー・チェーンへの新たな展開・拡大
- 1996年から注力してきたペトロbras 社への金融ソリューション型ビジネスでの成功を足掛かりに、同事業への参画によりペトロbras 社と対等な事業パートナーへ進化

ペトロbras 社（Petrobras）は、1953年創業の半官半民の石油会社である。当時のヴァルガス大統領の指示に基づき、国営企業として設立され、1997年まで国内の石油生産を独占していた。

ペトロbras は、資源価格下落やルセーフ政権を巻き込んだ汚職疑惑で経営が混乱、業績が低迷していた中、財務立て直しの一環としてガスペト

ロ社の株式を売却。中国企業なども応札したが、最終的に既にガス事業の実績のある三井物産が落札した。

ガスパート社傘下の7つのガス配給会社に加え、2014年にはセアラ州のガス供給会社の一部株式を取得し、ブラジル国内8州でガス供給を手掛けていたが、ガスペトロへの出資により、全州の3分の2に相当する19州をカバーするに至った。(日経新聞2015年10月24日)

## (2) Vale

Vale社は世界最大級の資源会社であり、ブラジルを代表する企業である。同社は1942年に国営鉄鉱石生産会社として設立され、1997年に民営化され、鉄鉱石の海上貿易シェア21%、ニッケル世界1位、銅、金、マンガン、ボーキサイト、リン鉱石、カリウムなど多様な鉱物を生産する資源会社である。

三井物産は、1970年代からブラジルの鉄鉱石事業に関わり、Vale社と共同でCamie社に共同出資した2001年に関係が強化され、これを機にさまざまな分野での協業を目指した戦略的アライアンス協定が締結され、多目的・複合的にビジネス組成が進んだ。2003年、Vale社の持株会社であるValepar社の15%株式を取得、役員派遣などを通じてVale社の経営に参画している。

現在、鉄鉱石事業のほか、モザンビークの炭鉱及び鉄道・港湾インフラ事業、ニューカレドニアのニッケルプロジェクト、ペルーのリン鉱石プロジェクト、ブラジルの一般貨物輸送事業などの共同事業案件、物流案件では鉱山用鉄鋼レール、鉄鉱石運搬用貨車、鉱山機械、鉱山用超大型タイヤなどの販売実績を積み重ね、三井物産の13営業本部中、9営業本部

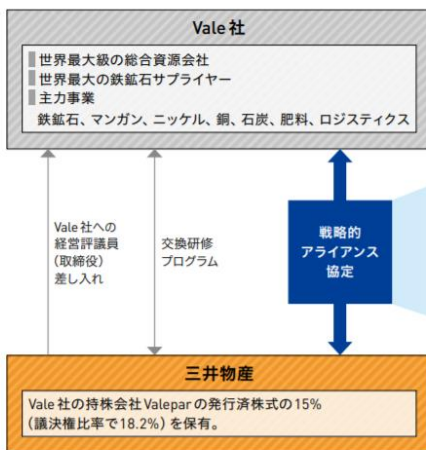
(2021年現在)がVale社とビジネス上の接点を持っている。同社はブレジルの事例を自ら総合力発揮の事例としてアピールしている(三井物産2012年アニュアルレポート)。

## 総合力を活かした取り組み

### 事例 Vale 社（ブラジル）とのアライアンス

当社は、総合力の発揮による収益基盤強化を中期経営計画の重点施策の一つとして掲げており、営業部署の枠を越えた横断的な取り組みを通じ、より高い付加価値を迅速に提供することを目指しています。

当社と総合資源会社であるVale社は、経営・ビジネス（事業・物流・ファイナンス）・人材（研修）と、多岐にわたる重層的な取り組みをしています。これまでの歴史的な経緯にも触れながら、同社との取り組みを一事例として紹介します。



#### これまでの主な共同事業、物流案件

鉄鋼製品本部 鉱山用鉄道レール供給	コンシューマーサービス事業本部 鉱山用超大型タイヤ
金属資源本部 Goro ニッケルプロジェクト	物流本部 ブラジル国内コンテナ沿岸輸送事業
自動車・建機事業本部 鉱山機械納入	
機能化学品本部 リン鉱床開発プロジェクト	

15営業本部中、11営業本部がVale社とビジネス上の接点を持っています。

\* 2012年6月末現在の情報に基づきます。

#### Vale 社との戦略的アライアンス協定と、三井物産の「総合力の発揮」

当社は、世界最大の鉄鉱石サプライヤーでもあるVale社の支配株主の一社として経営に関与しつつ、ビジネスパートナーとして共同事業の展開や資機材の供給、Vale社が生産する商品の販売に携わっています。両社の関係は、2001年にブラジルの鉱物資源会社Caemi社を共同経営したことから本格的に始まりました。これを機に、さまざまな分野における協業の推進を目指した戦略的アライアンス協定が締結され、営業部署の枠を越えた横断的な取り組みにより、多目的・複合的にビジネスを創出する「総合力の発揮」に向けた体制が構築されました。

これまでに、アルミ事業\*、Goro ニッケルプロジェクト、ブラジル国内コンテナ沿岸輸送事業などの共同事業案件のほか、物流案件では鉱山用鉄道レール、鉄鉱石運搬用貨車、鉱山機械、鉱山用超大型タイヤなどの取り組み実績を積み重ね、現在では15ある営業本部中、11営業本部がVale社とビジネス上の接点を持つに至りました。

\* Vale社は2011年2月にアルミ事業を売却しました。

#### ペルー リン鉱床開発プロジェクトへの参画

事業の多角化や海外展開を進めるVale社のさらなる発展に貢献すべく、当社はその機能をフルに発揮した取り組みを続けています。

2010年3月には、当社は米国肥料最大手のMosaic社とともに、Vale社が開発を進めるペルーのリン鉱床開発プロジェクトへの参画に合意し、フル操業に向け取り組んでいます。事業への参画にあたり、肥料事業の知見をもつ機能化学品本部と、資源投資で多くの経験を持つ金属資源本部が横断的に協働する「総合力」が発揮されたほか、当社が長年の経験により獲得した肥料関連の商品・業界知識を基に販売サポートを行うことで、事業価値向上に貢献していきます。



ペルーのリン鉱床開発プロジェクト

#### パートナーシップの強化に向けた人的交流

長期にわたる信頼関係をより強固にしていこうと取り組みが、人材面でも行われています。両社間でパートナーシップを構築するためには人と人の交流が重要であるとの考えから、2003年に交換研修プログラムが開始されました。これまでの参加者は、2012年6月末までにVale社から104名、当社から99名を数えます。8～11週間にわたる研修を通じ、両社の事業内容だけでなく日本・ブラジルの文化・商習慣を相互に理解する絶好の場になっています。

出所：三井物産 2012年アニュアルレポート

## ブラジル

広大な国土と豊富な食糧・天然資源を有し、大きな潜在力を有する大國「ブラジル」。金融危機からもいち早く脱し、国内産業が伸長、中間所得層・国内消費市場が急速に拡大しており、さらなる発展のステージに入っています。政府も持続的成長を確固たるものとするべく、国内産業育成強化や社会インフラ整備に積極的に取り組んでいます。さらに、サッカーワールドカップ(2014年)や五輪(2016年)開催に向け、都市交通をはじめとする公共インフラ整備も見込まれるなど経済発展に弾みがついています。当社は1970年代から鉄鉱石のMBR社(Minerações Brasileiras Reunidas S.A.)に資本参加するなど、長年にわたる取り組みを経て、現在ではVale社やPetrobras社などの優良パートナーとの共同事業をはじめ、農業事業、鉄道関連事業など当社総合力を活かした多角的な取り組みを展開しています。

人口：1億9,148万人(2009年末)

名目GDP：US\$20,903億

実質GDP成長率：7.5%

格付け\*：Baa2 (positive)

出典：International Monetary Fund 2010年データ(一部推定)

\* 外貨建て長期債 Moody's (2011年6月末現在)

### 主な関係会社

(2011年3月末現在)	事業内容	損益比率
会社名	主要事業本部	(11/3期対比増減率*)
Valepar	Valeへの投資 金属資源	15.0% 569億円
Multigrain	農産物の生産・集荷・加工・販売・貿易 食料・リテール	45.1%* (41億円)
MITSUMI GAS E ENERGIA DO BRASIL	ガス配給事業への投資 プロジェクト	100.0% 63億円
Mitsui Rail Capital Participações	貨車リース プロジェクト	100.0% —
Mitsui Alimentos	コーヒー生豆輸出・焙煎・国内販売 食料・リテール	100.0% 3億円

\*1. 一部の会社は、パートナーとの守秘義務契約などの理由により、損益の公表を差し控えています。

\*2. 2011年5月の株式追加取得により、損益比率を100.0%に引き上げました。



Vale社のカラジャス鉄鉱山



Multigrain社の農場

## Vale

### 鉄鉱石資源開発への挑戦から、総合力を活かしたアライアンスの推進へ

当社とVale社とのパートナーシップは、鉄鉱石事業から始まりました。当社は、日本の製鉄会社の安定的な原料供給に向けた取り組みの一環として、1970年代以降ブラジルの鉄鉱石会社へ資本参画するなど、ブラジルと深く関わってきました。その後、1997年のCaemi社(ブラジル)株式の40%取得や、2001年のCVRD社(現Vale社)とのCaemi社の共同経営・戦略提携を経て、当社は2003年9月にVale社の持株会社であるValepar株式の15%を取得。同社の経営評議会への役員差入れなどを通じて、世界最大の鉄鉱石サプライヤーであるVale社の経営に参画するに至りました。Vale社とは、「総合力」を最大限に発揮した多面的なビジネスを展開、2010年にはVale社がペルーに保有するリン鉱床開発プロジェクトの25%権益を取得するなど、ますますパートナーシップが深まっています。同社とのさらなる協業の深化に向けた挑戦は続きます。

## Multigrain(農業生産・穀物物流事業)

### 穀物の生産・集荷から輸出まで

当社が2007年から資本参画するMultigrain社(スイス)は、ブラジルで大豆を中心とする農業生産および穀物物流事業を手掛けています。当社は全米最大級の農協であるCHS社と、ブラジル穀物会社を傘下を持つPMG Trading社(スイス)と当社の共同経営の下、穀物の生産、集荷、加工から輸出、販売までを一貫して管理する体制を構築し、当社はCHS社とともに筆頭株主としてその経営に積極的に関わってきました。2011年5月にはMultigrain社を完全子会社化し、今後はオペレーターとしてブラジルの農業生産・穀物物流事業を拡充し、ブラジルからアジアをはじめとする市場に向けた穀物の安定供給の強化を図ります。

## 事業戦略の方向性

当社はブラジルの持つポテンシャルを、政府の政策に沿って具現化し、同国の経済発展に寄与すべく事業を推進していきます。具体的には、資源・エネルギー、インフラ、食料、国内市場向け事業などを重点領域と位置付けています。同国優良パートナーとの協業深化により、天然鉱物資源の権益拡充や石油・ガス上流資源の確保、バイオエネルギー事業への取り組みなどを進めるとともに、食料分野では、Multigrain社などの既存の穀物事業の強化とともに、新規事業への参画を目指します。また、これら資源・エネルギーおよび食料のロジスティクスインフラの整備・拡充に取り組み、事業参画も模索していきます。さらには、当社のグローバルなネットワークを活用し、今後も大きな成長が見込まれるブラジル国内市場における事業の拡大と併せて、ブラジルパートナーとの海外事業にも新たに取り組んでいきます。



## 第8項 三井物産のブラジル投資のまとめ

三井物産のブラジル進出社数は、12社であり、最初の進出（FDI）は1996年である。投資融資保証残高は1兆円規模となっており、カントリーリスクは他商社に比べてリスクを大きくとっている状態である。

三井物産は、ペトロブラス、Valeというブラジルを代表する資源会社とのパートナーシップを軸に複数の事業部が取引を作り、商品・ビジネスモデルと国・特定パートナーの掛け合わせでビジネスを作るという好循環を実現している。その結果、投資先も非商社型が多くなっている。

三井物産のブラジルは、「総合力の発揮（三井物産）」の好例であり、国攻めとして成功例と言える。一方で、課題はブラジルのような必ずしも国としての格付が高くない中進国においては、どのレベルまでリスクをとるべきなのか、というカントリーリスクとのバランスも重要であろう。

ブラジルは、2000年代以降に著しい経済成長をした BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）の一角と言われながら、必ずしもその後の成長は続かず、汚職も絶えない。依然として2050年にはGDPが世界5位になるとも言われるものの、課題は多い。

高収益は当然ながらリスクの見返りであるが、どのレベルが適当なのか、正しいリスク・リターンのバランスが課題であろう。

総合商社の場合、すべての事業が一つの国で競争力を持って展開できるとは限らない。多様な事業を展開できている三井物産の成功要因を考えると、日系企業との協業に期待する現地の信用力の高いパートナー、三井物産の例ではペトロブラスであり、Valeの存在が重要であろう。

そして、複数事業を展開できる一定の経済規模、市場の存在が必要であろう。

仮に先進国が相手だとすると、競争も激しく、重層的な展開はそう容易ではないと想像される。

総合商社の総合力を考えるにあたり三井物産の事例は多くの示唆を与えてくれる。ブラジルが資源国かつ、人口が多い国である点が有利に働いた。

しかし、市場の小さい同じ資源国であるカナダやオーストラリアで同様の総合力を発揮するのは難しいと考えられる。

一定の経済規模・市場が存在していること（需要の存在）、資源国として日本への資源輸出が期待できること（資源の存在）が総合力を発揮する一つのパターンであると言えよう。

## 第7節 重視国の事例② 住友商事／ベトナム

重視国の事例研究の2例目として、住友商事のベトナム事業を検証する。

### 第1項 ベトナムの事業環境の概要

ベトナムの事業環境把握のため、基礎データを表9-20に示す。

表 9-20 ベトナムの基礎データ

国名	ベトナム社会主義共和国 (Socialist Republic of Viet Nam)
面積	32万9,241平方キロメートル（日本の約2.25倍）
人口	約9,762万人
首都	ハノイ
民族	キン族（越人）約86%、他に53の少数民族
言語	ベトナム語
宗教	仏教、カトリック、カオダイ教他
略史	1930年 ベトナム共産党結成 1940年 日本軍の北部仏印進駐 1945年 ベトナム民主共和国独立宣言 1946年 インドシナ戦争 1954年 ジュネーブ休戦協定 1965年 アメリカ軍による北爆開始 1973年 パリ和平協定、アメリカ軍の撤退、日本と外交関係樹立 1976年 南北統一、国名をベトナム社会主義共和国に改称 1979年 中越戦争 1986年 第6回共産党大会においてドイモイ（刷新）政策が打ち出される 1991年 カンボジア和平パリ協定 1992年 日本の対越援助再開 1995年 アメリカと国交正常化 1995年 ASEAN正式加盟 1998年 APEC正式加盟 2007年 WTO正式加盟
政体	社会主義共和国
主要産業	農林水産業（GDPに占める割合14.85%）、鉱工業・建築業（同33.72%）、サービス業（同41.63%）

GDP	約 3,406 億米ドル (7,972 兆ドン) (2020 年、IMF 推計値)
一人当たり GDP	3,498 米ドル (8,190 万ドン) (2020 年、IMF 推計値)
経済成長率	2.91% (2020 年、年平均、越統計総局)
物価上昇率	3.23% (2020 年、年平均、越統計総局)
失業率	2.26% (都市部：3.61%、農村部：1.59%) (2020 年、越統計総局)
貿易額	輸出：2,827 億ドル (対前年比 7.0%増) 輸入：2,627 億ドル (対前年比 3.7%増) (2020 年、越税関総局)
主要貿易品目	輸出：繊維・縫製品、携帯電話・同部品、PC・電子機器・同部品、履物、機械設備・同部品等 輸入：機械設備・同部品、PC・電子機器・同部品、繊維・縫製品、鉄鋼、携帯電話・同部品等 (2020 年、越税関総局)
主要貿易相手国	輸出： 米国、中国、日本、韓国、香港 輸入： 中国、韓国、日本、台湾、米国
通貨	ドン (Dong)
為替レート	1 ドル=約 23,090 ドン (VND) (2021 年 1 月 5 日) (国家銀行による基準レート)
日本の援助実績	日本はベトナムにとって最大の援助国。  有償資金協力 118.91 億円 (2019 年) 無償資金協力 30.4 億円 (2019 年) 技術協力 50.15 億円 (2019 年)
対日貿易額	貿易額 396.2 億ドル (対前年比 4.6%) 輸出 192.8 億ドル (対前年比 2.4%増) 輸入 203.4 億ドル (対前年比 6.8%増) 品目 輸出 縫製品、輸送機器・同部品、機械設備・同部品、木材・木工品、水産物 輸入 機械設備・同部品、PC 電子機器・同部品、鉄、縫製品原料、プラスチック原料 (2020 年、越税関総局)
日本からの直接投資	23.7 億ドル (認可額) (株式投資を含む) (2020 年、越外国投資庁)

出所：外務省ホームページ

## 第2項 ベトナムの政情・経済環境

政体は社会主義共和制で、統治体制は、ベトナム共産党による一党独裁制である。ベトナム共産党の最高職である党中央委員会書記長（最高指導者）、国家元首である国家主席、政府の長である首相、立法府である国会の議長を国家の「四柱」と呼んでいる。原則として、党と国家のトップを同じ人物が兼務することはない、「四柱」を中心とした集団指導体制を取る。

マルクス・レーニン主義、ホー・チ・ミン思想を基軸とするベトナム共産党は、現在のベトナム社会主義共和国憲法（2013年制定）第4条に「国家と社会の指導勢力」と明記されている。建国以来、一貫して集団指導による国家運営を行っており、ホー・チ・ミン（初代ベトナム労働党主席兼ベトナム民主共和国主席）でさえも専制的な権力を有したことはない。1980年代までは、民主党、社会党などの衛星政党も存在するヘゲモニー政党制であったが、1980年代末には解散され、名目的な複数政党制から、純粋な一党制に移行した。現在、ベトナム共産党以外の政党の結成は禁止されている。

1986年、第6回共産党大会において現在まで続くドイモイ（刷新）政策が打ち出される。

1991年6月27日、ドー・ムオイが共産党書記長（最高指導者）に就任。1993年2月、フランスと和解（当時のフランス共和国大統領はフランソワ・ミッテラン）。1995年7月、クリントン・アメリカ大統領が、国家の承認と外交関係樹立を発表。1995年8月5日、アメリカと和解した。

7月、東南アジア諸国連合（ASEAN）が加盟を認め、周辺諸国との関係も改善した。10月、所有権や契約の考え方を盛り込んだ、初めての民法ができる。1996年1月、ASEAN自由貿易地域（AFTA）に参加。

1998年、アジア太平洋経済協力（APEC）参加した。

2003年、日越投資協定が締結され、投資環境が整備された。

経済面では、1989年頃よりドイモイの成果が上がり始め、アジア経済

危機（1997年）及び金融危機（2008年）の影響から、一時成長が鈍化した時期があったものの、1990年代及び2000年代は高成長を遂げ、2010年に（低位）中所得国となった。

2011年以降、マクロ経済安定化への取組に伴い、一時成長が鈍化した。過去数年はASEAN域内でもトップクラスの成長率を達成（2015年6.68%、2016年6.21%、2017年6.81%、2018年7.08%、2019年7.02%）。数多くの自由貿易協定（FTA）の発効（2020年末時点で14のFTAが発効済）、ODAを活用したインフラ整備、低賃金の労働力を背景に、外資の製造業を誘致し、輸出主導型の経済成長を続けてきた。

2020年は、新型コロナウイルス感染症の影響により10年ぶりの低水準の成長率となったが、近隣諸国がマイナス成長の中、ASEAN内で最も高い成長率を記録した。

### 第3項 住友商事のベトナム投資の概観

ベトナムは1991年に就任したドー・ムオイ共産党書記長のリーダーシップにより、1993年にフランスと和解、1995年には米国が国家承認し外交関係を樹立、和解に至るとともに、同年ASEAN（東南アジア諸国連合）に加盟し、所有権や契約の考え方を整備し、海外からの投資環境を整えるに至った。1996年にはASEAN自由貿易地域（AFTA）に参加、1998年にはアジア太平洋経済協力（APEC）に参加、2007年にWTOに正式加盟した。

日本との関係においては、1973年に外交関係は樹立されたが、1978年のベトナム軍カンボジア侵攻に伴い、1979年以降の経済協力は凍結された。1991年のカンボジア和平合意を受け、1992年に日本からの円借款（455億円）が再開、1995年租税協定、1998年技術協力協定、2003年には日越投資協定、2009年には日越経済連携協定を締結している。

住友商事のベトナムへの投資は12件（表9-21）ある。最初の投資による進出（FDI）は1996年であり、上記の米国との関係改善、日本との租

税協定締結と同じタイミングになっている。

住友商事のベトナムへの投資を概観すると特徴は以下の通りである。

- 非商社型事業への投資が多い
- 自動車、金属系と並行して、工業団地を軸とした事業展開

表 9-21 住友商事のベトナム事業

会社名	業種	事業内容	創業	出資比率	類型	従業員数 (日本からの派遣社員数)
Dragon Logistics Co., Ltd.	物流	総合物流サービス業（配送、倉庫、DC業務を含む）	1996	住友商事 34% 鈴与 31% 現地資本計 35%	C2	791 (6)
Vietnam Steel Products, Ltd.	メーカー (金属)	機械構造用鋼管の製造・販売	1997	日鉄住金鋼管 60% 住友商事 27%、三井物産 10%	C1	207 (-)
Hino Motors Vietnam, Ltd.	メーカー (自動車)	日野自動車製トラック及びバスの組立・販売・補修	1997	日野自動車 51% 住友商事 16%、Vina Motor 33%	C1	193 (5)
Saigon Steel Service & Processing Co., Ltd.	メーカー (金属)	鋼材の加工・販売（スチールサービスセンター）	1998	住友商事 45% Vietnam Steel 40% LCG Holdings 10%	C2	139 (2)
DENSO Manufacturing Vietnam Co., Ltd.	メーカー (機械)	エアフローメーター、VICアクチュエーター等エンジン関係製品の製造・販売	2001	デンソー 95% 住友商事 5%	C1	3,673 (-)
Hanoi Steel Center Co.,Ltd.	メーカー (金属)	鋼材の加工・販売（スチールサービスセンター）	2002	住友商事 72.9% China Steel 19%	C2	229 (4)
Hal Vietnam Co., Ltd.	メーカー (金属)	自動車用アルミ鋳造部品の製造・販売	2003	広島アルミニウム工業 65% 住友商事 30.1%	C1	- (-)
Thang Long Industrial Park 2 Corp.	不動産	工業団地の開発・販売・運営・管理	2006	住友商事 74%	C2	113 (3)
日鐵住金建材ベトナム(有)	メーカー (金属)	構造用鋼管、建材製品の製造・販売	2012	日鉄住金建材 48%、 住友商事 22%、伊藤忠丸紅住商テクノスチール 3%、共栄製鋼 3%	C1	139 (-)
CJ-SC Global Milling LLC	メーカー (食品)	ベトナムにおける小麦粉、小麦粉加工品の製造・販売	2013	現地資本 51% 住友商事 30.8%	C1	152 (2)
Thang Long Industrial Park(Vinh Phuc)Corp.	不動産	工業団地の開発・販売・運営・管理	2015	住友商事 100%	C2	3 (-)
Summit Agro Vietnam LLC	商社	農薬他農業資材等の販売	2016	住友商事 43.5% 住商アグロインターナショナル 17.4% 日本曹達 13%	B2	20 (-)

#### 第4項 住友商事の広報活動におけるベトナムの扱い

2016年以降の同社プレスリリースのうち、ベトナムに関するリリースは表9-22の通りである。継続的に多様な業種でベトナム進出を続けており、農薬販売、食品小売、物流、電子機器製造、医療に広がっている。

表 9-22 住友商事のベトナム事業のプレスリリース

年月	リリース
2016年10月	ベトナム フンイエン省と住友商事との海外工業団地に関する覚書の締結
2016年11月	ベトナムにおける農薬販売会社の設立について
2017年9月	ベトナム第三タンロン工業団地の着工について
2018年3月	ベトナム ビンフック省と住友商事との海外工業団地に関する覚書の締結
2018年11月	ベトナム第三タンロン工業団地の操業開始について
2018年12月	ベトナムにおける食品小売事業の展開について
2019年5月	ベトナム フンイエン省 U-11 サッカーチームへの支援について
2019年7月	ベトナムにおける港湾・ロジスティクス大手企業 GEMADPT CORPORATION への出資参画
2019年8月	ベトナム Van Phong (バンフォン) 1 石炭火力発電所の着工について
2019年9月	ベトナム 第二タンロン工業団地の第三期拡張開発について
2020年9月	ベトナムにおける電子機器製造受託サービス事業拠点設立について
2020年12月	ベトナム 第二タンロン工業団地における太陽光発電事業について
2021年9月	ベトナムにおけるマネージドケア事業への参入

出所：住友商事ホームページ

#### 第5項 住友商事の人事におけるベトナムの扱い

住友商事の2020年10月の人事異動によれば、ベトナム住友商事社長は理事（執行役員に次ぐ職位）であり、インドネシア住友商事社長、本社事業本部長と同格のポジションである。



## 第6項 住友商事の事業事例

### (1) タンロン工業団地

住友商事は、1985年のプラザ合意で急速な円高が進んだことにより、多くの日本企業が海外に進出してビジネスを展開するようになった好機を捉え、製造業が海外で活動するにあたっては、工場を建てる敷地や設備のほか、インフラ、物流、資材調達など広範な機能が必要な点に着目し、1990年という早い時期から、それらの機能を備えた海外工業団地の開発と運営に参入した。(同社ホームページ)

同社がこのビジネスに着手したきっかけは、1980年代に顧客に対し、タイの地場工業団地への進出支援を行ったことに始まる。

第一号はインドネシアのイーストジャカルタ工業団地で、その後、フィリピン、ベトナム、ミャンマーなどの東南アジア各国および、インド南部のチェンナイ近郊で工業団地の開発・運営を行っており、さらにはバングラデシュの開発を決定している。

同社の海外工業団地ビジネスの最大の特徴は、現地における土地の収用から、開発、企業誘致、運営、入居企業のサポートまでをワンストップで手掛けている点であり、工業団地を開発し、日本国内の販売網を駆使して入居企業を誘致するだけでなく、電気・水などのインフラを供給し、入居企業の海外でのものづくりを支援している。また、入居企業がものづくりに必要な資材の供給などについても、総合力を生かしてサポートしていくのが住友商事の海外工業団地ビジネスの最大の特徴と同社は説明している。日本の総合商社で唯一、海外工業団地の開発・運営・販売に特化した事業部を設けている。

住友商事が現在、この事業をとりわけ大規模に展開しているのがベトナムであり、1997年に完成したタンロン工業団地、2006年に第二タンロン工業団地、15年には第三タンロン工業団地と、ほぼ10年おきに新しい団地を開発してきている(表9-23)。

不動産会社を母体として発展した住友商事として不動産事業は得意な事

業領域と言え、工業団地を先兵として関連事業に広げていくという総合性を発揮しやすい事業展開パターンと言える。

出資比率もタンロン工業団地（TLIP）では58%であったものが、第2で92%、第3で100%と出資比率を引き上げている。当初は現地パートナーとの合弁により、リスク低減を図ったと見られるが、経験を積む中で学習効果によりノウハウを獲得し、最終的には100%出資に発展している。

表 9-23 住友商事タロン工業団地

タンロン工業団地（TLIP）

事業主体	Thang Long Industrial Park Corporation（通称：TLIP）
出資比率	住友商事グループ 58%
所在地	ベトナム ハノイ市 （ハノイ市中心部から北 16 キロメートル）
開発面積	274 ヘクタール超（第一期、第二期、第三期合計）
入居企業数	105 社（うち日系企業は 98 社）※2017 年 2 月時点
設立時期	1997 年 2 月 22 日

第 2 タンロン工業団地（TLIPII）

事業主体	Thang Long Industrial Park II Corporation（通称：TLIPII）
出資比率	住友商事グループ 92%
所在地	ベトナム フンイエン省 （ハノイ市中心部から南東 22 キロメートル）
開発面積	346 ヘクタール超（第一期、第二期合計）
入居企業数	64 社（うち日系企業は 62 社）※2017 年 2 月時点
設立時期	2006 年 11 月 17 日

第 3 タンロン工業団地（TLIPIII）

事業主体	Thang Long Industrial Park (Vinh Phuc) Corporation（通称：TLIPIII）
出資比率	住友商事 100%
所在地	ベトナム ビンフック省 （ハノイ市中心部から北 44 キロメートル）
開発面積	213 ヘクタール（予定）
入居企業数	造成中
設立時期	2015 年 11 月 17 日

出所：住友商事ホームページ

## (2) 鋼材加工事業

住友商事は、鋼材の加工・販売事業（スチールサービスセンター）を2社ベトナムに進出させている。第5章で検証した通り、金属加工業は海外進出の事例多く、同社が得意な事業領域である。

1社目は1998年に進出した Saigon Steel Service & Processing Co., Ltd（以下 Saigon 社）、2社目は2002年に進出した Hanoi Steel Center Co., Ltd（以下 Hanoi 社）である。Saigon 社は、住友商事が筆頭株主であるものの保有比率は45%に留まっている一方、Hanoi 社の保有比率は72.9%と子会社となっている。いずれも類型判定ではC-2「経営権有り」で変わらないが、保有比率を引き上げており、現地運営のノウハウを獲得した結果、より強い経営支配を志向した結果の保有比率引き上げと考えられる。

## 第7項 住友商事のベトナム投資のまとめ

住友商事の最初のベトナム投資は、米国との関係改善、日本との租税協定締結のタイミングと軌を一として、1996年である。現在ではベトナムへの投資は12件となっている。

住友商事のベトナムへの投資を概観すると特徴は以下の通りである。

- 非商社型事業への投資が多い
- 自動車、金属系と並行して、工業団地を軸とした事業展開

住友商事は、1985年のプラザ合意で急速な円高が進んだことにより、多くの日本企業が海外に進出してビジネスを展開するようになった好機を捉え、製造業が海外で活動するにあたっては、工場を建てる敷地や設備のほか、インフラ、物流、資材調達など広範な機能が必要な点に着目し、1990年という早い時期から、それらの機能を備えた海外工業団地の開発と運営参入した。

同社がこのビジネスに着手したきっかけは、1980年代に顧客に対し、タイの地場工業団地への進出支援を行ったことに始まる。

第一号はインドネシアのイーストジャカルタ工業団地で、その後、フィリピン、ベトナム、ミャンマーなどの東南アジア各国および、インド南部のチェンナイ近郊で工業団地の開発・運営を行っており、さらにはバングラデシュの開発を決定している。

同社の海外工業団地ビジネスの最大の特徴は、現地における土地の収用から、開発、企業誘致、運営、入居企業のサポートまでをワンストップで手掛けている点であり、工業団地を開発し、日本国内の販売網を駆使して入居企業を誘致するだけでなく、電気・水などのインフラを供給し、入居企業の海外でのものづくりを支援している。また、入居企業がものづくりに必要な資材の供給などについても、総合力を生かしてサポートしていくのが住友商事の海外工業団地ビジネスの最大の特徴と同社は説明している。日本の総合商社で唯一、海外工業団地の開発・運営・販売に特化した事業部を設けている。

住友商事が現在、この事業をとりわけ大規模に展開しているのがベトナムであり、1997年に完成したタンロン工業団地、2006年に第二タンロン工業団地、15年には第三タンロン工業団地と、ほぼ10年おきに新しい団地を開発してきている。

不動産会社を母体として発展した住友商事として不動産事業は得意な領域であり、工業団地を先兵として関連事業に広げていくという総合性を発揮しやすい事業展開パターンと言える。

また、同社が得意とする金属加工業でも2社進出している。

## 第 8 節 得意国の事例① 三菱商事／ミャンマー

得意国の事例研究の 1 例目として、三菱商事のミャンマー事業を検証する。

### 第 1 項 ミャンマーの事業環境の概要

ミャンマーの事業環境把握のため、基礎データ（外務省 HP）を表 9-24 に示す。

表 9-24 ミャンマーの基礎データ

国名	ミャンマー連邦共和国 (Republic of the Union of Myanmar)
面積	68 万平方キロメートル（日本の約 1.8 倍）
人口	5,141 万人（2014 年 9 月（ミャンマー入国管理・人口省発表））
首都	ネーピードー
民族	ビルマ族（約 70%）、その他多くの少数民族
言語	ミャンマー語
宗教	仏教（90%）、キリスト教、イスラム教等
略史	諸部族割拠時代を経て 11 世紀半ば頃に最初のビルマ族による統一王朝（パガン王朝、1044 年～1287 年）が成立。その後タウンゲー王朝、コンバウン王朝等を経て、1886 年に英領インドに編入され、1948 年 1 月 4 日に独立。
政体	大統領制、共和制 <sup>19</sup>
主要産業	農業、天然ガス、製造業
名目 GDP	約 772 億ドル（2020/2021 年度、IMF 推計）
一人当たり GDP	1,441 ドル（2020/2021 年度、IMF 推計）
経済成長率	5.7%（2020/2021 年度、IMF 推計）
物価上昇率	6.2%（2020/2021 年度、IMF 推計）
失業率	約 4.0%（2020/2021 年度、IMF 推計）
総貿易額	輸出： 約 171 億ドル 輸出： 訳 181 億ドル （ミャンマー中央統計局（2018/2019 年度））
主要貿易品目	輸出： 天然ガス、衣類、米、豆類、鉱物 輸入： 機械類、精油、製造品、化学品、食品

<sup>19</sup> 2021 年 2 月の国軍によるクーデターにより現在は軍政が敷かれている。

主要貿易相手国	輸出： 中国、タイ、日本、米国、インド、ドイツ 輸入： 中国、シンガポール、タイ、インドネシア、マレーシア、インド (ミャンマー中央統計局 (2018/2019 年度) )
通貨	チャット (Kyat)
為替レート	1 ドル=1320.9 チャット (中央銀行レート) (2020 年 12 月 1 日)
日本の援助実績	有償資金協力 11,368.00 億円 (2017 年までの累計。うち 2018 年度 0 億円) 無償資金協力 3,229.62 億円 (2017 年までの累計。うち 2018 年度 165.46 億円) 技術協力 984.16 億円 (2017 年までの累計。うち 2018 年度 104.09 億円)
対日貿易額	貿易額： 輸出 14.2 億ドル 輸入 4.8 億ドル (2018/2019 年度) 主要品目： 輸出 衣類、魚介類、農産品 輸入 自動車、機械類
日本からの直接投資	768 百万ドル (2019/2020 年度、ティラワ経済特区経由及び第三国経由を除く) (ミャンマー中央統計局、投資・対外経済関係省投資・企業管理局)

出所：外務省ホームページ

## 第 2 項 ミャンマーの政情・経済環境

長く軍政が敷かれていたが、2007 年以降軍政主導の政治体制改革が進められ、2008 年に新憲法草案への国民投票が実施、可決され、民主化の歩みを進めた。2010 年に新憲法のもとで総選挙が行われ、2011 年に連邦議会の議決を経て文民のテイン・セイン大統領が就任、軍政が終了し、アウンサン・スー・チー率いる国民民主連盟 (NLD) が政党として認められた。その後、2015 年に民政復帰後初の総選挙が実施され、NLD が単独過半数の議席を獲得して圧勝。アウン・サン・スー・チー党首は外国籍の配偶者や子を持つ者は大統領になれないとする憲法規定により大統領にはなれなかったものの、国家顧問、外務大臣、大統領府大臣を兼任した。

テイン・セイン大統領が進めた経済開放路線により、人口が 5000 万人を越え、90%を超える識字率など大きな市場潜在力から「アジア最後の

フロンティア」と期待され、ヤンゴン証券取引所が、日本の金融庁、大和総研、日本取引所グループの支援によって開設され、ティラワ国際港整備に 25 年ぶりの円借款を提供するなど、日本政府・日本企業が一体となって経済支援、現地進出を進めてきた。

2020 年 11 月に執行された総選挙において、与党・国民民主連盟（NLD）が改選議席の 8 割以上を占める形で圧勝したが、国軍系野党・連邦団結発展党（USDP）と国軍は選挙に不正があったとして抗議。国会開会予定日の 2021 年 2 月 1 日に国軍によりクーデターが発生し、国軍出身のミン・スエ第一副大統領が暫定大統領に就任、1 年間の期限で非常事態宣言を発出し、国軍が政権を掌握し、10 年間の民政が瓦解した。

### 第 3 項 三菱商事のミャンマー投資の概観

5 商社のうち、三菱商事がミャンマーにおいて唯一 3 社以上に投資しており、得意国の分類になった。投資先の概要は表 9-25 の通りである。

表 9-25 三菱商事のミャンマー投資

会社名	業種	事業内容	創業	出資比率	類型	従業員数 (日本からの派遣社員数)
MC ELEVATOR (MYANMAR) LIMITED	現地販売・保守 (機械)	昇降機の据付・販売・保守	2014	三菱商事 60% 現地資本 40%	B2	78 (1)
MC-Jalux Airport Services Co., Ltd.	インフラ (サービス)	マンダレー国際空港の上下一体運営・管理	2015	三菱商事 45.5% JALUX 45.5% 現地資本 9%	C2	300 (3)
MM Cars Myanmar Limited	現地販売 (自動車)	自動車輸入販売業	2015	三菱商事 50% 現地資本 50%	B2	65 (1)
Diamond Rental Myanmar Co	金融(リース)	ミャンマーにおける建設機械及びその他機器のレンタル事業	2015	三菱商事 50% レンタルのニッケン 20% 現地資本 30%	C2	73 (4)

三菱商事のミャンマー事業の特徴は、進出事業が多岐にわたること、特定の現地企業グループとの関係を梃に展開していること、現地企業グルー

プと提携しつつも、投資はいずれも株式過半数または筆頭株主となる「経営権あり」の投資であり、経営権確保を投資基準として重視していることが窺われることである。

業種は、現地販売・保守（機械）、インフラ（サービス）、現地販売（自動車）、金融（リース）であり、輸出向けの生産拠点確保の投資ではなく、同国への商品・サービス販売を目的とした投資と考えられる。商社型・非商社型のいずれにおいても、過半数持ち分乃至は筆頭株主で「経営権あり」に分類されるB2/C2型のみとなっており、進出年は、2011年の民政移管後の2014年以降である。

第5章で検証されたように、総合商社の海外進出は、商社型・非商社型いずれにおいても、時間経過とともに「経営権なし」から「経営権あり」に段階的に移行しており、近年（2014年以降）進出が始まったミャンマーの三菱商事の投資は、「経営権なし」を経ず、最初から「経営権あり」の投資となっている。総合商社が意図を持って「経営権あり」を志向している、すなわち戦略的に進出モデルを変化させている証左と考えられ、第5章で提示した海外進出モデルと整合的である。

#### 第4項 三菱商事のIR/広報活動におけるミャンマーの扱い

三菱商事のIR/広報活動においてどのようにミャンマー事業が取り上げられているかを確認する。

##### （1）株主通信

三菱商事の広報媒体の一つである株主通信（2018年6月）でミャンマーへの取り組みが特集されている。

「ミャンマーの成長と共に 三菱商事グループの総合力で挑む」と題して、「経済開放と民主化で激動する国、ミャンマー。アジア最後のフロンティアとも呼ばれ、経済成長率は今後も7%台と高水準を維持すると予測されています。世界中の企業が注目するこの成長市場で、三菱商事グルー



「プは現在 13 の事業を展開し、次代の核となる新たなビジネスの創出にまい進しています。」(p.13) と説明され、会社を挙げて重点的にミャンマーに取り組んでいることがアピールされている。

## 特集 ミャンマーの成長と共に

### 三菱商事グループの総合力で挑む

経済開放と民主化で激化する国、ミャンマー。アジア最後のフロンティアとも呼ばれ、経済成長率は今後も7%台と高水準を維持すると予測されています。世界中の企業が注目するこの成長市場で、三菱商事グループは現在13の事業を展開し、次代の核となる新たなビジネスの創出にまい進しています。

#### ASEANナンバー1の活況を、総合力で取り込む

三菱商事グループは、2011年にミャンマーが民政移行以降、マンダレー国際空港運営や建機レンタル事業、食品製造・流通事業など、現地の有力パートナーと協業しながら、多くの事業を展開しています。

2016年3月に、アウン・サン・スーチー氏率いる国民民主連盟が政権を獲得したことで、同国における経済開放、民主化への動きは一気に加速し、それに伴い外国投資呼び込みのための法整備も進んでいます。

このような状況下、三菱商事グループは、次の成長の柱を育てるべく新たなビジネスの創出に注力しています。例えば、同国最大の都市、ヤンゴンの中心部で大規模都市開発「ヨーマセントラルプロジェクト」を立ち上げたほか、病院運営会社を設立し、高度医療サービスの提供を目指しています。

ミャンマーではまた、次の成長の核となる事業をしっかりと育てています。例えば、ミャンマーの人々の生活水準向上に貢献する食品製造・流通事業、国内空港事業民営化、電力供給能力の向上を目指すインフラ事業などの展開を通じ、ミャンマーの経済発展と共に、三菱商事グループの成長につなげていきます。

#### データで見る ミャンマーの成長

■ 続く高い経済成長

年	ASEAN平均GDP成長率(%)	ミャンマーのGDP成長率(%)
2015年	5.3	8.5
2016年	5.8	14.4
2017年	6.2	22.2
2018年	6.5	28.7
2019年	6.8	34.8
2020年	7.0	37.4

■ 拡大する日系企業の進出

年	進出企業数(件)
2011年	53
2012年	85
2013年	144
2014年	222
2015年	287
2016年	348
2017年	374

## 三菱商事グループの事業紹介

パートナーと共に、ミャンマーの発展に貢献する三菱商事グループのビジネスを紹介します。

#### 都市開発事業

「ヨーマセントラルプロジェクト」～「ヤンゴンの丸の内」を目指して

ヤンゴン中心部で進む「ヨーマセントラルプロジェクト」は、三菱商事が三菱地所、SPAグループなどと共に、これまでSPAグループがオフィスなどの建設・運営を行ってきた約4haの敷地を再開発し、オフィスや分譲住宅、ホテル、商業施設などを開発・運営する総事業費6億米ドル超の大規模都市開発プロジェクトです。

ヤンゴン中央駅前には、ヤンゴンの中心街にありホテルや映画館、オフィスビルが立ち並び、そのさまはさながら東京丸の内のようなです。この地で進む大規模開発は、建設だけでなく施設の完成後も多くの雇用を生み出すことから、ミャンマー側からも大きな期待が寄せられています。ミャンマーの

#### 空港運営事業

マンダレー国際空港の運営

ミャンマー第2の国際空港、マンダレー国際空港は、三菱商事とJALUX、SPAグループ傘下のYOMA DEVELOPMENT GROUPの3社で設立したMC JALUX Airport Servicesが運営しています。日本企業が民間資本100%で海外の空港運営を手掛けるのは、このプロジェクトが初。空港の補修改善・運営・維持管理に関わる30年間の事業権契約を結び、産業や観光の活性化で拡大するミャンマーの航空需要を支えています。当事業で蓄積したインフラプロジェクトの建設・事業運営のノウハウを活かし、新興国を中心に高まる航空需要にも応えています。

#### エレベーター・エスカレーター事業

MC Elevator (Myanmar)

三菱商事は2014年、SPAグループと共に、三菱電機製エレベーター・エスカレーターの販売・据付・保守を手掛けるMC Elevator (Myanmar) を設立しました。徹底した保守サービスで高品質ブランドのイメージを確立し、同国内でトップシェアを獲得しています。ミャンマーでは今後、2020年に向けて「ヨーマセントラルプロジェクト」をはじめとする大規模都市開発案件が数多く計画されていることから、更なる成長が見込まれています。また三菱商事は、同国を代表する仏教寺院、シュエダゴンパゴダにエレベーターを寄贈し、産業だけでなく文化面からも同国の発展を支えています。

ミャンマー最大の社会課題である、貧困農民の生活レベル向上に貢献することを目的に、国際NGO オイスカへの支援を行っています。写真は、オイスカが取り組む農業技術指導の様子。

出所：三菱商事株主通信

同資料では三菱商事のミャンマーの事業として13事業のうち10事業

が明記されている（表 9-26）。

表 9-26 株主通信に記載されている三菱商事のミャンマー事業

1	都市開発事業	「ヨーマ セントラル プロジェクト」 三菱地所、SPA グループなどと共に、これまで SPA グループがオフィスなどの建設・運営を行ってきた約 4ha の敷地を崔勝司、オフィスや分譲住宅、ホテル、商業施設などを開発・運営する総事業費 6 億米ドル超の大規模都市開発プロジェクト。
2	空港運営事業	「マンダレー国際空港の運営」 JALUX、SPA グループ傘下の YOMA DEVELOPMENT GROUP と設立した、MC-Jalux Airport Services がミャンマー第 2 の国際空港マンダレー国際空港を運営。日本企業が民間資本 100% で海外の空港運営を手掛けるのはこのプロジェクトが初。空港の補修改善・運営・維持管理に関わる 30 年間の事業権契約を締結。
3	エレベーター・エスカレーター事業	「MC Elevator(Myanmar)」 2014 年設立。SPA グループと共に、三菱電機製エレベーター・エスカレーターの販売・据付・保守を手掛ける。徹底した保守サービスで高品質ブランドのイメージを確立し、同国内トップシェアを獲得。
4	病院運営事業	詳細明記無
5	建設機械レンタルサービス事業	詳細明記無
6	食品製造及び食品流通事業	詳細明記無
7	工業団地造成・運営事業	詳細明記無
8	タイヤ販売マーケティング事業	詳細明記無
9	三菱自動車製車両の輸入販売事業	詳細明記無
10	いすゞ自動車製車両の輸入販売事業	詳細明記無

出所：三菱商事株主通信（2018 年 6 月）

また、同資料の中で、SPA グループ、Capital Diamond Star Group が現地パートナーとして挙げられている。

## （2）プレスリリース

三菱商事のホームページのプレスリリース欄に掲載されているミャンマ

一関連のリリースは表 9-27 の通りである。

表 9-27 三菱商事のミャンマー関連のプレスリリース

2013年2月	三菱自動車、三菱商事、YSH 社、FMI 社、ミャンマーにおけるアフターセールス事業に関する覚書を締結
2013年5月	ミャンマー・ティラワ工業団地開発／有限責任事業組合設立の件
2013年5月	ミャンマーにおいて三菱自動車サービスショッパー号店を開設
2013年8月	ミャンマー マンダレー国際空港の運営事業について
2013年10月	ミャンマー・ティラワ経済特別区/日本・ミャンマー共同事業体設立について
2013年12月	ミャンマーにおける三菱自動車の取り組みについて
2013年12月	ミャンマー イェタグン・ガス田プロジェクト事業会社への資本参画
2014年4月	ミャンマーにおいてエレベーター関連事業に参画
2014年5月	ミャンマー・ティラワ工業団地開発／販売開始の件
2014年7月	ミャンマーでタイヤ事業に参入
2014年11月	ミャンマー マンダレー国際空港の運営事業へ参画
2015年3月	ミャンマーにおける食料・食品事業について
2015年4月	ミャンマー中央乾燥地帯における農村支援
2015年5月	三菱商事と日立がミャンマー向け鉄道信号システム一式を受注
2015年12月	ミャンマーで三菱自動車販売会社を設立
2016年7月	ミャンマー国ヤンゴン中心部に於ける大規模複合再開発事業「Landmark Project」に着手
2016年10月	ミャンマー・ティラワ経済特別区における追加開発に関する合意について
2017年3月	ミャンマーにおける病院運営会社の新規設立について
2020年12月	ミャンマー国鉄向け車両納入案件の契約締結について

2013年から2015年にかけては、年間4～7件と高頻度でリリースしており、ミャンマーへの進出が民政移管後、同国への進出が急激に始まったことが読み取れる。

## 第5項 三菱商事の現地パートナー

三菱商事がパートナーシップを組んでいるパートナー企業 SPA グループ、Capital Diamond Star Group は以下の通りである。

### (1) SPA グループ

ミャンマーの SPA (FMI) グループは Serge Pun 氏により 1991 年に設

立され、子会社を含めて銀行事業、不動産開発事業、製造業、建設事業、自動車事業、病院事業、農業、ゴルフ場事業などを展開している。

SPA 社は Serge Pun & Associates (Myanmar) Ltd の略称であり、1991年の設立。FMI (First Myanmar Investment / ファースト・ミャンマー・インベストメント) は、SPA グループのファイナンシャルサービス部門に位置する会社として設立された。

FMI 社は、ヤンゴンの近代的な住宅開発地区 FMI シティの開発、ティラワ地区の開発、スターシティの開発、ヤンゴン中心部のショッピングセンターFMI センターなどを含めた不動産開発事業、病院経営事業やゴルフコース事業、コーヒー農園事業なども行っている。

またシンガポール証券取引所に上場している YOMA ストラテジック・ホールディングスは、SPA グループの創業者 Serge Pun サージ・パン氏が筆頭株主 (46.9% 保有) である。

SPA 社の合弁企業としては自動車関連企業で Nissan Motor Company、Suzuki Motor Company、商社関連企業として Sumitomo Corporation などがある (ASEAN JAPAN)。

## (2) Capital Diamond Star Group

(<http://www.cdsg.com.mm/>)

1960年代に設立されたトレーディング会社が起源で、ミャンマーの複合企業であり、食品・小売・不動産・ショッピングセンター (Capital) ・建設会社・卸売業・コンビニ (G&G) ・自動車販売 (フォード&ランドローバー&ジャガー) ・プレミアムコーヒー等、幅広く展開する。従業員 9000 名。2014年には世界経済フォーラムの“Global Growth Company”に選出された。

三菱商事が同グループの食品事業会社ルビア・リミテッドの株式を最大 30%を保有する (ASEAN JAPAN、三菱商事 2015)。

## 第6項 三菱商事の事業事例

### (1) ティラワ経済特別区での日本・ミャンマー共同事業体

三菱商事は、丸紅、住友商事と共に、ミャンマー連邦共和国のティラワ経済特別区の先行開発エリア「Class-A 地区」の開発プロジェクトについて事業化調査を進め、ミャンマー側官民と共同で、同経済特別区の

「Class-A 地区」開発の事業主体となる日本・ミャンマー共同事業体を設立し、日本とミャンマーの官民連携プロジェクトとして推進している。

総合商社3社の均等出資にて設立したエム・エム・エス・ティラワ事業開発株式会社（以下「MMST」）が49%、ミャンマー政府および民間企業他が51%出資し、(仮称) MJ ティラワ・デベロップメント社 (Myanmar Japan Thilawa Development Ltd、本社予定地：ミャンマー ヤンゴン市、以下「MJTD」) を設立し、同社が、400ha の土地使用权をミャンマー政府より取得し、高品質な工業団地を開発、2015年に開業した。造成工事は、五洋建設とミャンマー建設会社とのコンソーシアムに発注した。

ティラワ経済特別区は、ヤンゴン市の南東約20 kmに位置する総面積約2,400haの広大な敷地であり、豊富な労働力や既存港湾施設を活用することができる等の利点がある。3社は、2012年夏より Class-A 地区約400haを対象に、事業化調査、環境影響調査を共同で実施していた。

<MJTDの出資形態>



<各社の概要>

エム・エム・エス・ティラワ事業開発株式会社 (MMST)

所在地：東京都千代田区丸の内2-3-1  
事業内容：ミャンマーでの工業団地造成、販売、運営を行う現地事業会社の投資会社  
株主構成：三菱商事 33.3%、丸紅 33.3%、住友商事 33.3%

(仮称) MJティラワ・デベロップメント社 (MJTD)

所在地：ミャンマー連邦共和国ヤンゴン市  
事業内容：ミャンマーでの工業団地造成、販売、運営を行う現地事業会社  
株主構成：ミャンマー政府・民間企業他 51%、エム・エム・エス・ティラワ社 (MMST) 49%

出所：日本貿易会（2013）

## （2）マンダレー国際空港の補修・改善・運営事業

三菱商事は、株式会社 JALUX、在ミャンマー企業 SPA 社との 3 社コンソーシアムで、2013 年 8 月、ミャンマー政府より、ミャンマーのほぼ中央に位置するマンダレー国際空港の補修・改善、および 30 年間の運営事業に係る優先交渉権を受領し、その後事業権の獲得に至り、マンダレー空港の運営事業を行っている。

マンダレー空港はミャンマー内の 12 主要都市との路線を有し、国内線のハブ空港である。同空港の直近の旅客数は年平均 20%伸びており、2012 年の旅客数は約 58 万人（国際線 8 万人／国内線 50 万人）。将来的に

ミャンマーでの産業活動や観光が活発化することにより、同空港の旅客需要もさらに伸びることが期待されているとしている。

プロジェクトは、マンダレー空港の将来的な旅客数の伸びに対応するため、国内唯一の海外空港運営実績を有する JALUX の知見、三菱商事の持つ空港設備の補修改善ノウハウ、SPA 社の施設運営力を活用して空港運営事業を推進していくとされている。

### 第 7 項 三菱商事のミャンマー投資のまとめ

5 商社のうち、三菱商事がミャンマーにおいて唯一 3 社以上に投資しており、得意国の分類になった。現地販売・保守（機械）、インフラ（サービス）、現地販売（自動車）、金融（リース）の 4 業種に進出しており、輸出向けの生産拠点確保の投資ではなく、同国への商品・サービス販売を目的とした投資と考えられる。

三菱商事のミャンマー事業の特徴は、進出事業が多岐にわたること、特定の現地企業グループとの関係を梃に展開していること、現地企業グループと提携しつつも、投資はいずれも株式過半数または筆頭株主となる「経営権あり」の投資であり、経営権確保を投資基準として採用していることが窺われることである。

商社型・非商社型のいずれにおいても、過半数持ち分乃至は筆頭株主で「経営権あり」に分類される B 2 / C 2 型のみとなっており、進出年は、2011 年の民政移管後の 2014 年以降である。

第 5 章で検証されたように、総合商社の海外進出は、商社型・非商社型いずれにおいても、時間経過とともに「経営権なし」から「経営権あり」に段階的に移行しており、近年（2014 年以降）進出が始まったミャンマーの三菱商事の投資は、「経営権なし」を経ず、最初から「経営権あり」の投資となっている。総合商社が意図を持って「経営権あり」を志向している、すなわち戦略的に進出モデルを変化させている証左と考えられ、第 5 章で提示した海外進出モデルと整合的である。

以上のように順調に進出が続いていたが、2020年11月に執行された総選挙において、与党・国民民主連盟（NLD）が改選議席の8割以上を占める形で圧勝したものの、国軍系野党・連邦団結発展党（USDP）と国軍は選挙に不正があったとして抗議。国会開会予定日の2021年2月1日に国軍によりクーデターが発生し、国軍出身の明スエ第一副大統領が暫定大統領に就任、1年間の期限で非常事態宣言を発出し、国軍が政権を掌握し、10年間の民政が瓦解し、今後の事業展開に暗雲が立ち込めているのが現状である。



## 第9節 得意国の事例② 伊藤忠商事／ハンガリー

得意国の事例研究の2例目として、伊藤忠商事のハンガリー事業を検証する。

### 第1項 ハンガリーの事業環境の概要

ハンガリーの事業環境把握のため、基礎データ（外務省 HP）を表 9-28 に示す。

表 9-28 ハンガリーの基礎データ

国名	ハンガリー (Hungary)
面積	約 9.3 万平方キロメートル（日本の約 4 分の 1）
人口	約 970 万人（2020 年、中央統計局）
首都	ブダペスト
民族	ハンガリー人（86%）、ロマ人（3.2%）、ドイツ人（1.9%）等（2011 年国勢調査）
言語	ハンガリー語
宗教	カトリック約 39%、カルヴァン派約 12%
略史	1699～1918 年 ハプスブルグ家統治 1867 年 オーストリア・ハンガリー二重帝国の成立 1920～1944 年 ホルティ摂政によるハンガリー王国 1920 年 トリアノン条約（領土の 2/3 を割譲） 1946 年 ハンガリー共和国の成立 1949 年 ハンガリー人民共和国の成立 1956 年 ハンガリー革命（ソ連軍の侵攻） 1989 年 民主制の共和国へと体制転換 1999 年 NATO 加盟 2004 年 EU 加盟 2007 年 シェンゲン協定加盟 2012 年 基本法（新憲法）施行（国名をハンガリーに変更）
政体	共和制
主要産業	機械工業、化学・製薬工業、農業、畜産業
GDP	1,546 億ドル（2020 年、IMF）
一人当たり GDP	15,820 ドル（2020 年、IMF）
経済成長率	-5.0%（2020 年、ハンガリー中央統計局）

物価上昇率	3.3% (2020年、ハンガリー中央統計局)
失業率	4.1% (2020年、ハンガリー中央統計局)
総貿易額	輸出 1,044.9 億ユーロ 輸入 987.0 億ユーロ (2020年、ハンガリー中央統計局)
主要貿易品目	輸出：道路走行車両、電気・電子機器、通信・記録機器、発電機器 輸入：電気・電子機器、道路走行車両、通信・記録機器、工業機械一般 (2020年、ハンガリー中央統計局)
主要貿易相手国	輸出： ドイツ (27.9%)、スロバキア (5.3%)、イタリア (5.2%)、ルーマニア (5.2%)、オーストリア (4.3%) (参考) 日本は 0.6% で第 26 位。 輸入： ドイツ (24.7%)、中国 (7.8%)、オーストリア (5.8%)、ポーランド (5.8%)、チェコ (5.1%) (参考) 日本は 1.2% で第 19 位。 (2019年、ハンガリー中央統計局)
通貨	フォリント (HUF)
為替レート	1 フォリント=0.38 円 (2021年5月31日、ハンガリー国立銀行)
日本の援助実績	有償資金協力 49.14 億円 無償資金協力 6.32 億円 技術協力実績 76.90 億円 (2008年度末までの合計)
対日貿易額	貿易 輸出 1,692 億円 輸入 1,140 億円 主要品目 輸出 自動車、一般機器、半導体等 輸入 自動車、一般機器、医療品等 (2020年、財務省貿易統計)

出所：外務省ホームページ

## 第 2 項 ハンガリーの政情・経済環境

1989 年の共産党一党体制からの体制転換後、複数政党による議会制民主主義に移行した。

2010 年の総選挙で、フィデスと KDNP からなる中道右派政権が誕生。オルバーン・フィデス党首が 2002 年の総選挙で社会党に敗北して以降 8 年ぶりに、首相の座に返り咲いた。国会で 3 分の 2 を超える議席を有するオルバーン政権は、新憲法の制定を始め、選挙制度改革、憲法裁判所の権限縮小、報道に対する監督強化等の制度改革を矢継ぎ早に実施。

2014 年の総選挙では、与党フィデスが再び大勝、二期連続で政権を維持。インターネット税導入案（後に撤回）や大規模小売店舗の日曜営業禁止（後に廃止）、EU 諸国が対露制裁を行う中での親露路線、対米関係の悪化などが政府批判を喚起し、一時的に支持率を落としたが、2015 年の移民・難民問題への厳しい対応で国内での支持は回復させた。

2018 年 4 月の総選挙では、移民・難民問題を選挙の争点と位置づけた与党フィデスが全国的に高い得票率で大勝し、フィデスと KDNP が 3 分の 2 超となる 133 議席を獲得。5 月 18 日、第 4 次オルバーン政権が発足。2019 年 5 月の欧州議会選挙でも与党フィデスが圧勝したが、同年 10 月に行われた統一地方選挙では、首都ブダペストにおいてカラーチョニ野党統一候補が現職のタルローシュ与党候補に勝利した他、ブダペスト区長選挙においても野党が与党を上回った。また、県指定都市の市長選挙においても、半数近くの都市で野党が勝利し、全般的に野党が躍進した。他方、県議会選挙では、与党フィデスが前回選挙（2014 年）同様、全 19 の県議会で過半数を達成し、第一党となり、与党フィデスの根強い支持が見られる（外務省ホームページ）。

経済環境としては、2012 年は EU の景気後退に伴い-1.4%のマイナス成長となったが、農業部門の回復や EU 補助金の活用により 2013 年後半から景気が上向き、2014 年は GDP 成長率 4.2%を記録。その後、個人消費は引き続き堅調だったものの、EU 補助金の流入が減少したことから 2015

年は GDP 成長率 3.8%、2016 年は GDP 成長率 2.1%と減速傾向になったが、2017 年は EU 補助金の流入が回復するとともに個人消費が引き続き堅調に推移し、4.3%のプラス成長を記録。2018 年は 5.4%、2019 年は 4.6%と、引き続き高い成長を記録。2020 年は新型コロナウイルス感染拡大の影響により、対外貿易収支の落ち込みが主な要因となり-5%のマイナス成長となった。

外資製造業誘致による再工業化を推進する。一方、将来を見据え R&D 分野を中心に自国企業の育成・強化にも取り組んでいる。銀行、エネルギー、メディア部門については、ハンガリー資本の割合は既に 50%以上を上回っており、小売、情報通信、建材産業、鉄道車両製造部門でも、ハンガリー政府は同様の割合を目指すとしている。EU 依存度が高く、EU 向け輸出入の割合は約 7~8 割。

政府は、銀行税をはじめとする外資をターゲットとした各種業界税や私的年金国有化等、「非伝統的な政策」により、財政再建を図り、EU の過剰財政赤字是正手続の解除を実現した（外務省ホームページ）。

### 第 3 項 伊藤忠商事のハンガリー投資の概観

5 商社のうち、伊藤忠商事が唯一 3 社以上に投資しており、得意国の分類になる。投資概要は表 9-29 の通りである

表 9-29 伊藤忠商事のハンガリー事業

会社名	業種	事業内容	創業	出資比率	類型	従業員数 (日本からの 派遣社員数)
Magyar Suzuki Corp., Ltd.	メーカー (自動車)	自動車製造	1992	スズキ 97.5% 伊藤忠 2.5%	B1	2,769 (25)
Eurasia Logistics Kft.	物流	自動車輸送業、倉庫業、国際 フォワーディング	1992	伊藤忠 53.2% 伊藤忠ロジスティクス 42.5% Weskamp 4.3%	C2	333 (11)
ITC Auto Hungary Kft.	現地販売 (自動車)	スズキ製乗用車・部品の小売 り販売及び修理	2006	伊藤忠 100%	B2	27 (1)

伊藤忠商事のハンガリー事業は、ベルリンの壁崩壊直後の1992年から始まっていること、自動車関連に特化している点に特徴がある。また、当初は合弁の形態を採っているが、直近2006年の投資では100%資本で進出している。

#### 第4項 伊藤忠商事の広報活動におけるハンガリーの扱い

伊藤忠商事の広報面からハンガリーとの関係を確認する。

プレスリリースが同社ホームページで確認できる2009年以降では1件のみで、2016年9月の『ハンガリー「ÁERON（エアロン）」ブランドの独占輸入販売権取得について』とアパレルブランドに関するもので、投資を行っている自動車関連ではない。

一方、同社ホームページの自動車分野の活動紹介においては、「ハンガリーでは、スズキ（株）社製車両の生産事業に参画するとともに、生産用部品や製品の物流事業、周辺国の市場開拓や輸出事業、卸売事業、小売事業、設備関連事業など、自動車に関連するビジネスを多面的に展開しています。」とハンガリーを自動車分野の活動の例として説明しており、同社の自動車事業の好例として取り上げている。

文化活動面では、日本・ハンガリー外交関係開設150周年を記念するイベント「ブダペスト国立西洋美術館&ハンガリー・ナショナル・ギャラリー所蔵ブダペスト—ヨーロッパと反狩りの美術400年（開催時期：2019年12月～2020年2月、国立新美術館）」に関連して、伊藤忠商事が積極的に関与している事例があった。

<b>主催</b>	国立新美術館、駐日ハンガリー大使館、ブダペスト国立西洋美術館 & ハンガリー・ナショナル・ギャラリー、日本経済新聞社、テレビ東京、BSテレビ東京、TBS、BS-TBS
<b>特別協賛</b>	スズキ
<b>協賛</b>	伊藤忠商事、学校法人城西大学、住友電気工業、ダイキン工業、竹中工務店、デンソー、東レ、豊田通商、ファナック、メタルワン、ヤマトホールディングス、ライブアートボックス
<b>協力</b>	三菱工業、スタンレー電気、住友商事、大気社、ユージン、菱和、ルフトハンザカーゴ AG

出所：国立新美術館ホームページ

特別協賛のスズキと共に、協賛会社の一社として伊藤忠商事の名前が確認できる。5 商社では唯一であり、三菱商事・双日の子会社であるメタルワン、豊田通商とともに協賛会社となっており、ハンガリーとの関係の深さを窺わせる。

#### 第 5 項 伊藤忠商事の人事におけるハンガリーの扱い

伊藤忠の 2021 年 2 月に発表された人事異動において、伊藤忠ハンガリー一会社社長には、自動車部門（同社子会社のヤナセの出向からの復帰）から起用されており、中・東欧代表が兼務する形となっており、ハンガリーが同社中・東欧事業の要になっていることが分かる。

中・東欧代表 (兼)伊藤忠ハンガリー一会社社長	株式会社ヤナセ	ヤナセ リウイ仔 山下 隆一郎
----------------------------	---------	--------------------

左が新、右が旧を表す。出所：同社ホームページ

尚、2017 年 3 月に発表された人事異動においても、中・東欧代表兼伊藤忠ハンガリー社長は、自動車部門から派遣されており、自動車部門のビジネスの影響が大きいことが見て取れる。

中・東欧代表兼伊藤忠ハンガリー社長（自動車部門長補佐） **山根義也** >

出所：Web サイト 異動ニュース

更に、在ハンガリー日本商工会の 2018 年度の役員構成は以下の通りであり、商社の中でもハンガリーの活動に力を入れていることが見て取れる。

会長： 住友電工

幹事： 伊藤忠商事、Meiji、NHK、ジェトロ

出所：在ハンガリー日本商工会ホームページ

## 第 6 項 伊藤忠商事の事業事例

### （1）ハンガリー進出経緯

ハンガリー進出に関して、スズキの鈴木修会長兼社長のインタビュー（2013 年 1 月、公益社団法人国際経済交流協会）に経緯が掲載されているので、少し長くなるが経緯として記載する。

1985 年頃から商社、伊藤忠さんを通じて、いろいろなお話がありましてね、最終的には 91 年に基本契約を締結したんですが、話し合いを始めたのは 85 年。ベルリンの壁が破れるのは 89 年の 11 月ですから、自由化前からでした。つまり共産党政権のときに、だいたいの基本計画を締結したんです。

ですから、ご縁をいただいてから今年、平成 25 年で 28 年になります。日本の自動車メーカーとしては進出第一号でした。今改めてふり返ってみると、ハンガリーにとっては大変な、国家として変化の激しい時期だったと思いますが、大変ご理解をいただきまして、共産党政権でございましたけれども、非常に熱心で、誘致しようというお気持ちがとても強かったです。

ハンガリーに行った当時、いろいろな方とお話をしていると、声を落として小声で言われるんですよ。もう共産党の時代じゃない、早く一緒にやろうと。そういう話が非常に多かったんです。当時の副首相がメジェシとおっしゃるんです

が、その後首相までおやりになられた方、この方が共産党の副首相で閣僚でいらっしゃったんです。どもが契約の記者発表をするときに、このプロジェクトは国家的なプロジェクトであるから、政権が交代しても国家として応援をする、ということをおっしゃってくださいました。私はこのご発言に一番強い印象を持ちました。共産党内閣の副首相であったメジェシさんが、これだけの宣言を一政権が交代してもやるんだという宣言をやってくださった、さすがだと思って、この方を信頼申し上げた、ということですね。その後、ご承知の通りの歴史を経て共産党体制は民主化されましたが、メジェシさんは首相をやられました。

それだけの力量のある人でいらっしゃったということです。そんなことでね、交渉のときは共産党政権でいろいろエピソードがありましたけれども、プロジェクト自体については非常に順調に進めていきました。ハンガリー側が 49%、スズキと伊藤忠さんが 51%持ってね、やらせていただきました。その後、自動車産業というのは設備投資が非常に大きくかかりますから、設備投資を資本金でまかなうという考え方でやりましたから、どんどん私どもが資本金を多くしていき、今では 97・5%になっています。こうして出発したマジャールスズキは、日本の企業ということになっておりますけれども、ハンガリーの皆さん方は、政府をあげてハンガリーのスズキだとおっしゃってくださいます。現在のオルバンさんもね、ハンガリーのスズキなんだということで、非常に協力していただいています。

ひょっとすると一番になれるかもしれないという、ちょっと思い上がった気持ちもあったんです。私どもはご承知のように自動車メーカーとしては日本の中では、中小メーカーで大手さんと違いますから、慎重にやったんです。いろんなマーケットの調査とか繰り返してやっている中で東欧へ進出させていただくならば、勝てそうな気がしたのです。こういうことが出掛けた動機だったんですね。一時はハンガリーの国の輸出の5%を私どもの自動車の西側への輸出でしめていた。そういうところまでいきました。しかし日本から部品をもっていきましたので、ハンガリー側からみれば輸入ですね。そうするとハンガリーの貴重な外貨を使わせていただくということでもありましたので、なんとかわれわれもハンガリーの国の外貨獲得にお役に立ちたいと考えました。



(中略)

東欧へ進出して頑張ればなんとかなりそうだ、ということの中には立地条件の良さというものがあって、なかでもハンガリーは東側の一番南端というか、西端にあって、西欧、北欧、そして地中海をこえて北アフリカまで市場として考えることができます。ロシアにも近いんですよ。最近はロシアへの輸出が多くなりましたね。実に立地条件がいいんです。

出所：公益社団法人国際経済交流協会ホームページ

上記のインタビューによれば、1985年より伊藤忠からの声掛けによりスズキの工場進出の検討が開始され、1991年に基本契約を締結、当初はスズキ・伊藤忠連合が51%、現地側49%で合弁事業スタートさせ、その後設備投資による増資の結果、現在は97.5%がスズキ・伊藤忠連合になっている。一時はハンガリーの外貨獲得の5%が同事業であるほど、ハンガリーの基幹産業に成長した。

同事業は、首都ブダペストから車で1時間程度の距離になることエステルゴムに東京ドーム12個分の広大な敷地面積を有する工場を構え、約2500人の従業員がおり、生産台数は年18万台。生産された車は欧州を中心に輸出されており、一部は日本にも輸出されているとのことである。

(東京中小企業育成株式会社ホームページ)

東欧進出の鍵はパートナーであるとして、東京中小企業育成株式会社ホームページ(機関紙育とう202号)は以下の通り説明している。

我が国の自動車メーカーとしては小規模であるスズキが、なぜ、リスクが高そうなベルリンの壁崩壊直後の東欧進出第一号として成功できたのでしょうか。実は、この成功を支えた重要なパートナーの存在があります。

マジャールスズキの隣地、というより、もはや敷地の一角といえる場所にあり、同社の物流機能を担うユーラシアロジスティクス社。その親会社、伊藤忠商事

こそ、進出当初からスズキを支えたパートナーなのです。ユーラシアロジスティクス社はスズキのハンガリーにおけるビジネスを支援するために伊藤忠が設立した会社で、現在はハンガリー、ポーランド、ロシア各1拠点の体制でマジャールスズキの完成車の輸送や生産計画とリンクした部品調達の体制を確立しています。視察会で訪問したときにも、ユーラシアロジスティクス社のプレゼンはマジャールスズキの事務所でしていただくなど、まさに一体で事業に取り組んでいる様子を見ることができました。「メーカーが商社を活用する形態についてとても良いモデルだと思った」（大和合金・萩野社長）との声からあったように、日系メーカーが海外進出をする際の商社との協力体制として、一つの成功形態であるように感じました。

出所：東京中小企業育成株式会社ホームページ

## (2) スズキとの合弁事業発展経緯

伊藤忠商事のスズキとの合弁事業を進出年、進出国、業種で整理すると表 9-30 となる。

表 9-30 伊藤忠商事とスズキの合弁事業

年	国	業種	資本構成
1992	ハンガリー	自動車製造	スズキ 97.5%、伊藤忠 12.5%
1994	ウクライナ	自動車販売	伊藤忠 100%
2005	インドネシア	販売金融	スズキ 80%、伊藤忠 19%、現地資本 1%
2005	ロシア	自動車販売	伊藤忠 50%、スズキ 50%
2006	ハンガリー	自動車販売	伊藤忠 100%
2008	タイ	販売金融	伊藤忠 70%、スズキ 30%

ハンガリーの合弁事業がスズキとの関係の最初であり、ハンガリーでの協業およびその成功をきっかけにスズキとの提携関係が深まっていったことが分かる。

近年では伊藤忠が過半数以上を持ち、主導しているケースも見られ、総合商社が経営権を志向していることが見て取れる。

## 第7項 伊藤忠商事のハンガリー投資のまとめ

1985年から伊藤忠からの声掛けによりスズキの工場進出の検討が開始され、1991年に基本契約を締結、当初はスズキ・伊藤忠連合が51%、現地側49%で合弁事業スタートさせ、その後設備投資による増資の結果、現在は97.5%がスズキ・伊藤忠連合になっている。一時はハンガリーの外貨獲得の5%が同事業であるほど、ハンガリーの基幹産業に成長した。

スズキとの合弁工場の一角には、伊藤忠が設立した物流会社ユーラシアロジスティクス社があり、進出当初からスズキのハンガリー事業を支えたパートナーで、現在はハンガリー、ポーランド、ロシア各1拠点の体制でマジェールスズキの完成車の輸送や生産計画とリンクした部品調達の体制を確立させている。

伊藤忠商事のハンガリー事業は、3社あるが、ベルリンの壁崩壊直後の1992年から始まっていること、自動車関連に特化している点に特徴がある。また、当初は合弁の形態を採っているが、直近2006年の投資では100%資本で進出している。

また、ハンガリーの合弁事業が伊藤忠商事とスズキとの合弁の最初のケースであり、ハンガリーでの協業およびその成功をきっかけにスズキとの提携関係が深まっていったことが分かる。

スズキとの合弁では、近年では伊藤忠が過半数以上を持ち、主導しているケースも見られ、総合商社が経営権を志向していることを示す事例となっている。

## 第 10 節 考察

総合商社の海外進出国について同一性は高いが、詳細に検討すると得意とする国や重視している国の存在が確認され、各社毎の戦略の違いや経路依存的な差異が確認された。

これらを俯瞰して見ると、総合商社の海外進出は、初期の段階では事業機会優先的な側面が強いことが分かる。伊藤忠がスズキに合弁を持ちかけたように、現地の海外事務所・支店や現地法人からの情報に基づいて事業の可能性を見出し、メーカーなどパートナー企業に働きかけ、現地に進出する。最初の段階はマイナー出資の形を採る。

しかし、現地での事業活動の経験値が上がってくると、三井物産のブラジルや住友商事のベトナムのように、制度や市場に関する深い知識とネットワークを生かして、他の業種やパートナーを巻き込み、重層的に活動範囲を広げていく。

他方で近年では、総合商社自身が第 5 章で確認されたように、経営権を保持することを志向している。近年になって鎖国を解き自由化されたミャンマーでは、三菱商事が全ての投資先について経営権を有してパートナーがマイナー出資する形で現地に進出していることが確認され、総合商社のビジネスモデルが変わってきていることが読み取れる。

これらから、総合商社のビジネスモデルを規定する要素の一つとして、進出先の選択の戦略と過去の経験は重要であり、経路依存的であると言える。

一方で、業種選択の選択肢の多さに比べ、国の数が急激に増えるわけではなく、またこの国でも高度経済成長が見られるわけではないため、選択の自由度が高いわけではない。しかしながら、総合商社のネットワークにより、旧共産圏であったハンガリーで合弁事業を立ち上げようという伊藤忠の例が示しているように、捕捉された事業機会を最大限生かす活動がなされている点が重要であろう。

一見すると、製造業ではない総合商社の海外進出はマイナー投資が多く、受身あるいは非主体的に見えるが、企業間提携と情報ネットワークを最大限活用して事業を作り出しているとも言え、総合商社の事業創造は特有のパターンを持っていると観察される。

アップサラ・モデルで想定する、国・市場は、自社の製品・技術が販売できる相手としての販売先を想起させるが、総合商社にとっては国・市場は、事業機会発掘の起点でもあり、事業機会からパートナーとなる企業提携を考えると、製造業とは逆のパターンを有すると考えられる。

したがって、業種選択の戦略と、市場・国を選択する戦略は、総合商社にとって同等の意味を持ち、相互作用しあって決定されると考えられる。これらは、総合商社のビジネスモデル構造をモデル化する上で重要な示唆となる。

## 第 11 節 本章のまとめ

本章では、事例分析を行うことで総合商社間の国別の進出戦略の違いを確認するために、進出国の優先順位（各社内での進出社数の国別順位）の比較を行い、他社との比較で相対的に重視している国（本章では「重視国」と呼称する）、軽視している国（同様に「軽視国」）、また5社のうち1社のみが進出している国（同様に「得意国」）を比較した。

検証のアプローチとして、国別の業種（現地法人／商社型／非商社型）ごとの進出会社数をカウントし、各社ごとの進出会社数合計に基づき各社における進出国の順位を調べ、その順位が他社の比較において上位か下位を確定させ、上記の定義に基づき定量的に重視国、軽視国、得意国を決定し比較を行った。

上記の結果得られた各社ごとの分類の中から、特徴的な重視国、得意国をピックアップして、進出経緯や業種などの事例分析を行った。

本章の RQ である RQ9-1～9-3 に対する、本章で明らかになった事項は

以下の通りである。

**RQ9-1:** 総合商社は各社が似たような事業が展開しているが、進出する国に違いはあるのか。

進出する国に違いがあることが確認され、重視国、軽視国、得意国に分類して分析した。

全方位型で進出する商社（三菱商事、住友商事）とメリハリを利かせて進出する国を選択する商社（三井物産、伊藤忠商事、丸紅）に大別された。

**RQ9-2:** 進出国の違いがある場合は、どのような特徴があるか。

各社の強みのある特定業種（三井物産のブラジルは資源・インフラ、住友商事のベトナムは不動産・金属・自動車など）への進出から始まり、他の業種に広がっていることが確認された。

また、年代を経るごとに経営権を志向し、経営権のある投資に変化していることが観察された。

**RQ9-3:** その特徴から総合商社の事業戦略や事業発展形態が読み取れるか。

競合他社とは違う優先順位や進出戦略の違いを分析することにより、各社の戦略や強みを読み取れるだけでなく、総合商社間の国別の進出戦略の違いを定性・定量両面から見ていくことで、総合商社の事業発展形態の変化や総合商社の志向が読み取れた。

アップサラ・モデルで想定する、国・市場は、自社の製品・技術が販売できる相手としての販売先を想起させるが、総合商社にとっては国・市場は、事業機会発掘の起点でもあり、事業機会からパートナーとなる企業提携を考えるという、製造業とは逆のパターンを有すると考えられる。

したがって、業種選択の戦略と、市場・国を選択する戦略は、総合会社にとって同等の意味を持ち、相互作用しあって決定されると考えられる。これらは、総合会社のビジネスモデル構造をモデル化する上で重要な示唆となる。

## 第10章 総合商社のビジネスモデルに関する考察

本研究で得られた事実を整理し、総合商社のビジネスモデルについて考察を進める。

総合商社のビジネスモデルの本質はビジネス創造（埜本 2015）との指摘があるが、ビジネスモデルを成立させるメカニズム、外部・内部要因、ケイパビリティについての明確に整理した研究は見当たらない。

本研究では、総合商社のビジネスモデル変革を支えているのは組織学習であるとの見解に立ち、論を進めてきた。本章では、確認された事実を土台に総合商社のビジネスモデルのモデル化を提案すると共に、総合商社のビジネスモデルの課題や更なる発展に向けた示唆について考察する。

### 第1節 確認された事実

本研究で確認された事実を整理すると以下の通りとなる。

総合商社は日本の近代化のはじまりである明治期に誕生し、日本経済の発展と密接に関係して、時代時代の役割に応じてビジネスモデルを変革させてきた。（第2章）

ビジネスモデル変革として海外進出形態の変化に着目し、総合商社が総合事業運営・事業投資会社化しているとの先行研究を土台に、総合商社の海外進出モデルを提案し、事業投資会社の計測要素となる経営権が時間変化と共にどのように変化しているかについて検証し、総合商社が経営権を有する投資に段階的に変化させていること、その変化は商社型事業、非商社型事業いずれにおいても発生していることが実証的に確認された。そして、その背景にはダイナミック・ケイパビリティによる内部組織学習があることを指摘した。（第5章）

英国多国籍商社と総合商社の比較から、総合商社が存続し続けている理由は高度な人材の集積にあり、これら人材による組織学習により自らのビ



ビジネスモデルを変革させることで、事業環境の変化への対応力（変化対応力）が発揮されていると観察された（第7章）。

進出国と進出業種の分析から、総合商社の進出国について同一性は高いものの、詳細に検討することで、重視している国、得意としている国があることが判明し、各社毎の戦略の違いや経路依存的な差異が確認された。これらを俯瞰して見ると、総合商社の海外進出は、初期の段階では事業機会優先的な側面が強いことが分かった。現地の海外事務所・支店や現地法人からの情報に基づいて事業の可能性を見出し、メーカーなどパートナー企業に働きかけ、現地に進出する。最初の段階はマイナー出資の形を採る。しかし、現地での事業活動の経験を通じて知識が蓄積されてくると、制度や市場に関する深い知識とネットワークを生かして、他の業種やパートナーを巻き込み、重層的に活動範囲を広げていく。総合商社のビジネスモデルを規定する要素の一つとして、進出先の選択の戦略と過去の経験は重要であり、経路依存性の特徴があることが確認された。（第9章）

他方、現代類似企業である投資会社との比較において、総合商社のパフォーマンスは劣後していることが確認された。（第8章）

更に、ビジネスモデル変革において、資本コストを考慮した企業価値創造を計測すると、経営権有比率の上昇は企業価値に正の効果をもたらし、商社型投資先の経営権有比率の上昇も同様だが、非商社型投資先の経営権有比率の上昇は企業価値に負の効果をもたらしていることが分かった。これにより、非商社型投資において、総合商社は未だ学習の途中であることが推察された。（第6章）

## 第2節 ビジネスモデルとしての要件充足性

改めて、ビジネスモデルの概念を確認しておく。本研究では Amit and Zott (2001) に従って、ビジネスモデルを以下のように定義した（第5章）。

「ビジネスモデルとは、事業機会を生かすことを通じて、価値を創造するためにデザインされた諸処の取引群についての内容・構造・ガバナンスの総体である。」

Amit and Zott は、ネット系企業を分析した結果として、「価値を創造するビジネスモデル・デザイン」の条件を帰納的に以下の4つを導出している。

- 効率性 (Efficiency)
- 補完性 (Complementarity)
- 囲い込み (Lock-in)
- 新奇性 (Novelty)

この Amit and Zott のビジネスモデル・デザインのフレームワークに従って、本研究で得られた事実から総合商社のビジネスモデルの条件を確認する。

#### ① 効率性

総合商社は、RBV でいうところ組織学習によって得られた内部知識を利用して、国・業種を巧みに選択して、経済合理性を実現している。国際的な市場の不完全性に立脚し、その不完全性を階層組織に取り込むことで、ビジネスを効率的にしている。

#### ② 補完性

総合商社の存在は、日本の産業、特に製造業に対する補完性と、需要と供給に対する補完性の二つの側面がある。

日本企業は、垂直統合・内部化を指向する欧米企業と異なり、コア機能

以外を外部化する傾向が強く、総合商社はその提携相手として補完的な役割を果たしてきた。

また、貿易会社の本分として、需要と供給の裁定（アービトラージ）を行うことを生業とする総合商社は、需要や供給の問題に敏感であり、それを商機と考え、古典的には貿易で、近年では事業投資によりそれを実現している。

### ③ 囲い込み

特定の国に対して集中的に進出することで、囲い込みを実現していることが確認されている（三井物産のブラジル、住友商事のベトナム）。

個社が獲得した知見の重層的な活用により、各市場・国に対して一層食い込むことで囲い込みを実現している。

また、業種に関しても、特定のパートナーとの関係を深めることで、パートナーの海外進出について有利な立場を作り出している（伊藤忠とスズキの関係）。

### ④ 新奇性

総合商社は日本にユニークな業種である。そして、経営を通じた学習から得られた知識により模倣困難性を作り出している。

以上から、総合商社のビジネスモデルは、価値を創造するビジネスモデル・デザインの条件を充足していることが確認された。

## 第3節 ビジネスモデルを支えるケイパビリティ構造

総合商社のビジネスモデルの根幹をなす海外進出モデルに着目して、ビジネスモデルを支えるケイパビリティ構造についてモデル化を行う。

総合商社は高度に多角化が進んだポートフォリオ企業であるが、総合商社の多角化戦略は、進出国（市場）と業種それぞれの知識、および、総合

商社が推し進める経営支配強化の経営力・経営戦略の3つがケイパビリティの要素である。

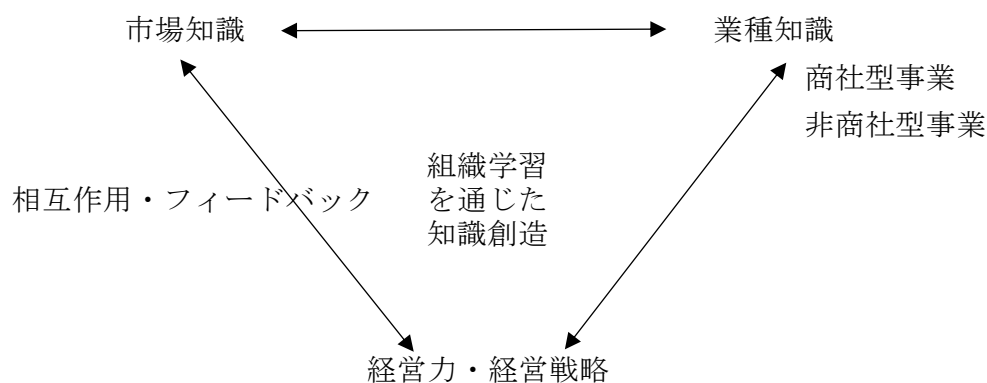


図 10-1 ビジネスモデルを支えるケイパビリティ構造

業種視点で見た場合、総合商社は商社型事業、非商社型事業いずれにおいても経営支配を強める方向に変化しており、組織学習を進めている（第5章）。

市場（進出国）視点で見た場合でも、総合商社は獲得した経験を通じて組織学習をしており、他社の比較において重視ないしは得意とする国に差異が生じていることが確認されている（第9章）。

経営力・経営戦略は、総合商社が株主や格付会社他の外部からの収益増大要求やリスクマネジメント管理強化の圧力により事業投資会社化してきたこと、更には近年では経営支配・コントロールを強める経営権有の投資先を増やしていることを指す。

進出国乃至進出業種の決定過程を説明する情報の開示は略ないものの、市場知識と業界知識が相互影響しながら進出国や業種が決定され、国ドリブンで決定されるケース、業種ドリブンで決定される両方のケースが存在しているものと考えられる。

組織学習とは組織知を増加させることによって、組織の戦略的能力の刷

新をもたらすもの（周 2003）との指摘がある通り、このケイパビリティ構造を根幹で支えているのが組織学習であり、獲得された進出国の知識、業種の知識が相互作用やフィードバックを起こしながら、戦略の実行に至り、海外進出し事業発展していく。このケイパビリティは高度な人材の集積に支えられており、事業環境への変化対応力に繋がっている構造である（第7章）。

#### 第4節 総合商社のビジネスモデルのアップサラ・モデルへの適用

このケイパビリティ構造を踏まえて、アップサラ・モデルを拡張することで総合商社のビジネスモデルをモデル化する。

アップサラ・モデル（図10-2）は、本業のグローバル展開を想定しており、生産がプロセスに含まれていることから分かる通り、暗黙的に製造業への適用が前提となっている。コアの概念である知識の重要性は普遍的であるが、アップサラ・モデルに総合商社を適用する場合には、修正が必要となる。

		Mode of operation			
		No regular export (sporadic export)	Independent representatives (export modes)	FDI (foreign direct investment)	
				Foreign sales subsidiary	Foreign production and sales subsidiary
Market (country)	Market A				
	Market B				
	Market C				
	Market D				
	.				
	.				
	.				
	Market N				

図 10-2 アップサラ・モデル

また、アップサラ・モデルは多角化戦略の概念が含まれていないため、複数の事業をポートフォリオとして管理するコングロマリットや投資会社、あるいは総合商社に適用する場合には、これら概念をどのように扱うのか

検討が必要になる。

これらを踏まえて、本研究で確認された事実を包括的に説明できるモデルとして、アップサラ・モデルを総合商社に適用した拡張モデルを提示する（図 10-2）。

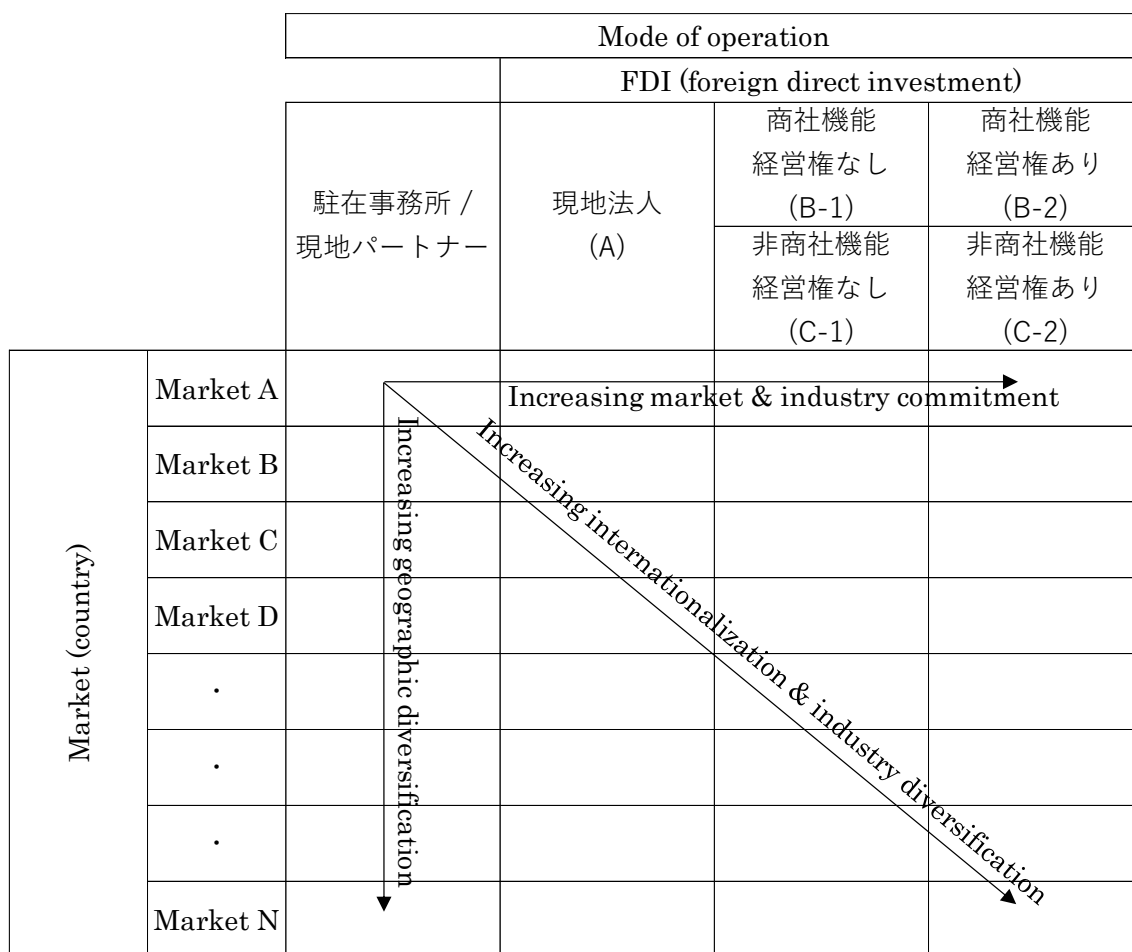


図 10-3 拡張アップサラ・モデル（総合商社バージョン）

このモデルにおいて、縦軸に進出国（市場）としている点はアップサラ・モデルと同じである。横軸は、第 5 章の検証成果を取り込み、駐在事務所／現地パートナーからの情報に基づく活動から、現地法人設立により FDI に移行する。その後、現地法人（A）から、商社機能の経営権なし投資

(B-1)、商社型事業の経営権あり投資 (B-2) へと段階的に進むこと、同様に現地法人から非商社型事業の経営権なし投資 (C-1)、経営権ありの投資 (C-2) へと段階的に進むことを示している。現地法人から商社型事業、あるいは、非商社型事業に進展していくことは相互に独立した動きであり、進出国に関する知識は相互作用しながら蓄積されていく。そういう意味で、進出国 (市場)、業種、Mode of operation (進出形態) の3軸からなる3次元的な関係を有するとも言えるが、3次元モデルは一般に分かりにくいいため、3次元の関係を2次元に写像したモデルとしてこのモデルの方が有用であろう。

オリジナルのウプサラ・モデルでは、進出する国・市場の選定においては、自国と文化・制度・距離などが近い国から進出が始まり、経験を通じて学習をしていくことで、徐々に遠い国に進出していく、と説明されている。一方、総合商社においても経験を通じた学習は重要だが、必ずしも自国と文化・制度・距離は投資判断の主要決定要素でなく、総合商社が張り巡らせたネットワークにより集められた事業機会の情報が起点になるため、ランダム性が出てくることになる。

本モデルの導入により、田中(隆) (2012) が提示した総合商社の新しい定義である「総合事業運営・事業投資会社」という概念が全て包含されているだけでなく、経営支配を強めるという近年の経営戦略も包含したモデルとなっている点にこのモデルの特徴がある。

他方で、拡張モデルの限界についても評価しておく。

第一に、海外進出の意思決定にあたっては、市場の失敗 (ビジネス機会) の探索結果と、各総合商社が持つ進出国と業種に関する経験知識を総動員して意思決定がされることとなるが、この判断は、取引コスト理論に基づく内部化の論理に従っていると言える。しかし、内部化の論理は、企業の境界の問題を取引相手との取引の効率性の問題に全て帰着させてしまっており、また内部化理論が想定する市場の失敗のパラダイムはきわめて静学的な概念 (長谷川 1998) であり、現実の多国籍企業である総合商社を取



り巻く事業環境に対して前提が素朴過ぎるとも言える。ビジネスの現実は一動的なものであり、事業機会優先的な側面も多分にあるであろう。

第二は、商社型と非商社型の区別についてである。国は、国境の存在によって明確に区別されるが、業種の境界には曖昧さが残ることは否めない。例えば、業種の定義は時代や経済環境、各国の規制などにより大きく変わってしまうものである。総合商社自身の定義や事業領域が動的に変わる中で、商社型と非商社型の区別には自己循環的な曖昧さを内包せざるを得ない点は限界として認識しなければならない。

第三に、進出形態変化の方向性である。ウプサラ・モデルでは形態の変化が一方向かつ段階的な変化を前提にしている。多国籍かつ多角化した総合商社は、現在も尚学習の途中であると推定される。経営戦略として経営支配を強めていく志向は強いが、ある一定程度まで全体の経営支配が強まり、十分に組織学習が進んで特定領域の業界知識が蓄積されれば、次の段階では各市場、各業種ごとに、企業価値創造とリスクやリソースが効率よくバランスするスイートスポットとなるポジションを探す戦略も選択肢として出てくることになる想定される。第8章でベンチマーク企業として取り上げたバークシャー・ハサウェイは、経営支配するケース、金融取引としての株式保有に留めるケースを柔軟に使い分けている。このように、FDIの形態が成熟してくると、経営支配を伴う投資（経営権有）、伴わない投資（経営権無）、業務提携などネットワーク型の戦略提携など、戦略オプションが増えてくるはずである。究極的には、その柔軟さが総合商社の強みとして発揮されるものと想定される。

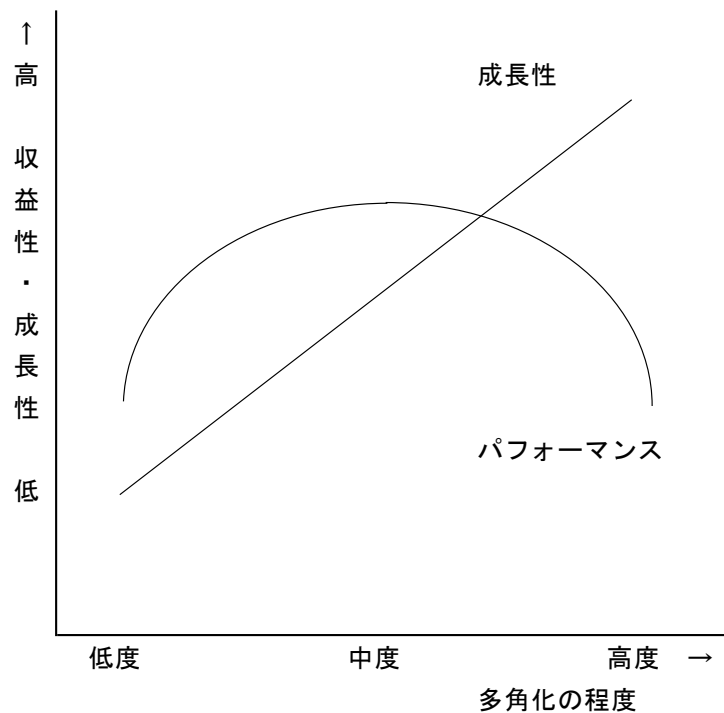
## 第5節 総合商社と多角化戦略

総合商社は、歴史的に見ても生まれながらにしてビジネスモデルの中に多角化戦略を内在している。総合商社と多角化戦略は切っても切り離せない関係にある。

浅羽（2004）は、多角化戦略について、多角化度と企業パフォーマンスの実証研究から導きだされた、コア事業を持っている専門型企業のパフォーマンスがよい、との結果を紹介した上で、「選択と集中」という最近の傾向とマッチしているとし、事業を多角化するよりも1つの事業に資源を集中するほうが、企業が持続的成長を遂げるためには重要であるように見える、ただし、どんな事業も永久に成長することはないので、コア事業だけでは成長性に不安がある、とし、Hamel and Prahalad（1984）を引用して、多角化かコア事業への集中かという二者択一は不毛な議論であり、事業の多角化は必須、と説明した。一方、日本企業による多角化は企業価値評価にディスカウントを生んでおり、事業多角化および地域多角化のいずれも企業価値に負の影響を及ぼしており、特に地域多角化に関してはその傾向が強いことも指摘されている（中野 2011）。これは、事業、地域の双方での多角化がビジネスモデルの根幹をなしている総合商社にとっては厳しい指摘である。

多角化戦略は、Rumelt の3 類型のように本業の存在を前提に理論が組み立てられてきた。暗黙的に製造業を想定しているとも言えよう。従って、総合商社にとってはこうした古典的多角化の概念は適用しにくいという限界がある点も踏まえておかなければならない。

吉原・佐久間・伊丹・加護野（1981）は、1958年から1963年の15年間の日本企業118社を対象に多角化とパフォーマンスについて分析を行った。多角化は多角化指数（Diversity Index）を用い、投下資本利益率（ROIC）、自己資本利益率（ROE）、売上高成長率（GSL）、利益成長率（GER）、リスク（RSK）を比較し、多角化戦略の違いがパフォーマンスに異なる影響を与えることを示した。その結果として、収益性と成長性の両方で最高のパフォーマンスとなる多角化戦略は存在しないと結論付けた（図 10-4）。

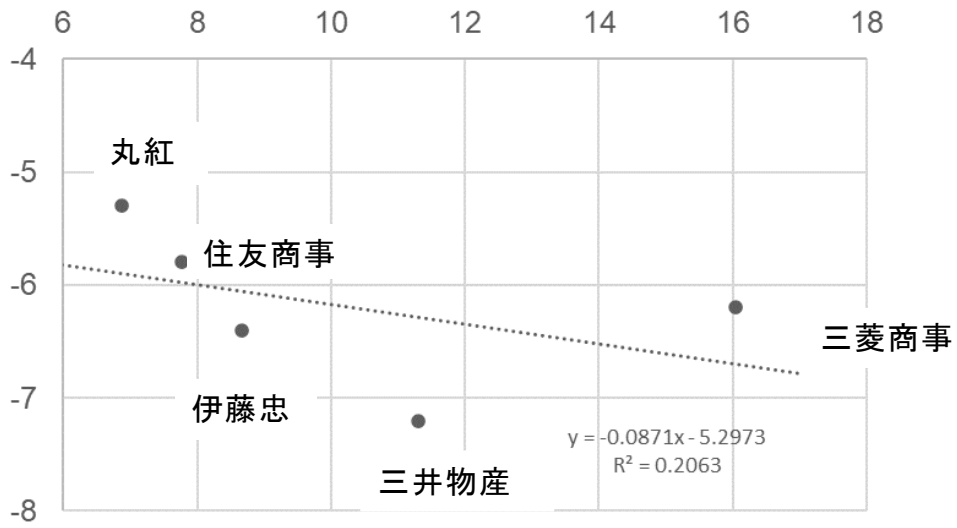


出所：吉原他（1981）を元に改編

図 10-4 多角化とパフォーマンスの概念図

吉原他の研究結果は、多角化が高度に進展するとパフォーマンスが落ちる結論であるが、一方で第 6 章での企業価値創造（EVA）の個別効果係数の結果は図 10-5 であった。企業規模（総資産）を多角化の代理変数とみなすと、図 10-6 のような関係にあると解釈され、吉原他の研究結果とはパフォーマンスの曲線が逆の形状（逆 U 字形）になっている。

企業規模（総資産）を以て多角化の代理変数とみなせるのか、サンプルの数の少なさから外れ値ではないか、といった頑健性の検証は必要ではあり、現時点においてそれらへの検証には至っていないものの、一方で、第 9 章の国別進出戦略の比較において三菱商事が最も全方位に進出し、海外投資数が最も多いこと（表 5-3）、パネルデータ分析の結果による個別効果の存在は統計的に 1%ないし 0.1%に有意（表 6-8）な結果であることから、一定の頑健性は満たしていよう。



横軸：総資産（兆円）、縦軸：個別効果係数（x10<sup>5</sup>）

図 10-5 総資産と個別効果係数の関係（図 6-8 再掲）

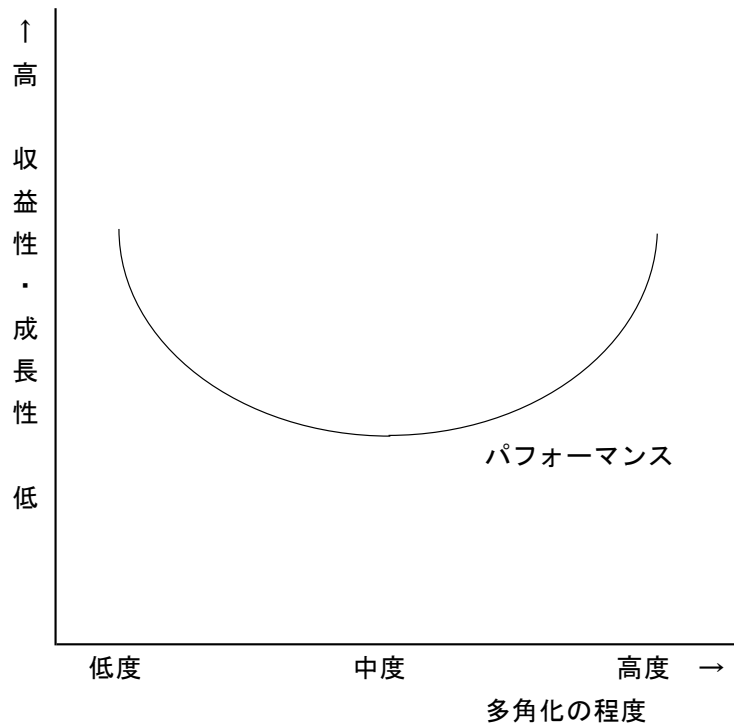


図 10-6 総合商社における多角化とパフォーマンスの概念図

この結果は、階層組織であっても企業規模を増大させ、情報や学習を最大化させることで、多角化進展によるパフォーマンスの低下を回避しシナジーを発揮して競争優位を獲得できる可能性、その実現のための情報収集や組織学習のメカニズムや組織デザインの重要性を示唆している。

これら内的な要素のみならず、多角化戦略の新たな側面として、産業ネットワークにおけるポジショニングという外的な情報優位性の獲得が指摘されている (Anjos and Fracassi 2015)。ここで、情報優位性は参入している業界の産業ネットワークにおける中心度 (centrality) と定義される。多角化企業であること自体は企業価値に対して負の影響 (コングロマリット・ディスカウント) があるが、中心度が高い場合には企業価値に対して正の効果があるというものである。更に、重要な発見として、中心度が高い多角化企業においては、イノベーションが効率的に行われているとされる。中心度の高い多角化企業は効果的に情報収集、すなわち組織学習が行え、競争優位を獲得できているものと解釈される。情報優位性は、当該事業に参入しなければ得られない情報であり、数値化できず伝達が困難な情報で、獲得できれば競争優位を可能とする情報とされ、その情報により効率的なイノベーションが創出され企業価値を高められるというものである。

この文脈での情報とは、アップサラ・モデルにおける知識そのものであり、具体的には、客観的知識 (objective knowledge) と経験的知識 (experimental knowledge) のうち、経験的知識そのものである。アップサラ・モデルにおいても、経験的知識は容易に得られるものではなく、海外進出にあたって市場に関する経験的知識が不可欠 (critical) であり差別化要因になると指摘され、段階的に事業形態を発展させて獲得すると説明されている。

これらから多角化戦略を支えるのは情報であり経験的知識であるため、総合商社にとり、多角化戦略を通じた情報の獲得、中心度の高い位置へのポジショニングは今後益々重要性を増すことになると考えられる。

## 第6節 総合商社ビジネスモデルの変化は意図的戦略か創発戦略か

総合商社のビジネスモデルの変化が、実行前に策定された戦略に基づく進化、いわゆる意図的戦略（intended strategies）なのか、時間の結果とともに「出現、発現」してくるか、もしくは当初実行に移した時から原型をとどめないほどに変容した競争優位獲得の戦略、いわゆる創発戦略（emergent strategies）（Barney 2003）なのかについて考察する。

経営権のない形での事業参画から始まった事業投資、「事業運営会社」化の流れは、資本市場からの圧力がきっかけになっていたという点は既に述べた。その意味で創発戦略であったと言っていいだろう。では、経営支配を強める戦略はどうであろうか。

経営権を主体的に取りに行く戦略は、早い商社では 2000 年代初めから、遅い商社でも 2010 年代初めに掛けて顕在化してきたと観察される。この背景は、2000 年前後に強まった、欧米格付け機関による総合商社の格付け引き下げ、加えて、2000 年の会計ビッグバンによる連結決算制度の導入が要因として挙げられる。これらは、金融危機を経て、企業経営がいわゆる「グローバル・スタンダード」に沿った経営に移行した時期と符合する（田中(隆) 2012）。連結決算制度の導入により、配当に頼らずとも収益をピックアップできるようになったことは総合商社のように膨大な子会社・関連会社を抱える業態にとっては極めて大きな転換であり、経営権のある事業投資に進む大きなインセンティブになったのは言うまでもないであろう。他方で、資本コストの導入やリスクマネジメントの導入により、安易な事業参入への大きな抑止力、睨みにもなったはずであり、アクセルとブレーキが同時に踏まれた状態であったと推測される。

しかしながら、その中で徐々に経営権のある事業投資が行われる事例が出てくることで、経験・知見が社内に蓄積し、連結会計制度の仕組みを活用して、器としての企業体を道具として使いこなしながら、リスク管理を強化しつつ、より積極的にリスクを取ってリターンを最大化させる事例が

積みあがっていくことで、手法としてより一般化していったと考えられ、このプロセス自体が組織学習であり、競争優位獲得行動であったと考えられる。

以上から、海外進出において経営支配を強める変化もまた、事業環境の変化に対応した創発戦略であったと考えられる。スピードは遅いとされるものの、組織学習により、総合商社がビジネスモデルを転換できたことは事実であり、日本企業の中では稀有な転換事例であると評価されてよいと考える。

## 第7節 総合商社の「総合」の永続性

以上で見てきた通り、総合商社の海外進出形態の変化、すなわちビジネスモデル変化は、外部環境変化への反応として、より収益を求めての漸進的な変化であり、ある事業領域で起こった成功体験を組織知として取り込んで組織学習し、他の事業領域に応用することで進化してきた結果と言える。組織学習が有効に機能することが前提であること、次なる事業の柱を求めて知の探索を行うために、アンテナを張るがごとく総合性と企業規模を維持しておくことが、総合商社というビジネスモデル成立の存立条件になっていると考えられる。

これは、総合電機、総合重工といった製造業がグローバルな競争の中で総合の看板を下ろしてきている一方で、総合商社は略同じ事業構成を持つ企業が日本にのみ5社も存在し、総合商社という「業種」を構成していることと無関係ではないと考えられる。すなわち、総合性によりグローバルに事業機会を求め、海外進出形態を含めたビジネスモデルを変化させることで企業存続を図るといふ総合商社の特性に起因していると言えよう。

他方、総合商社が経営権を持って進出している業種は、各商社で差異が生じてきているのが確認されており、各社ごとに得意とする業種があり、業種選択の経路依存性が確認されている。今後総合商社は多角化企業とい

う以外は一括りで捉えられない個性的な業種の集合体に変貌していく可能性がある。

総合商社は前節で見た通り、創発戦略でビジネスモデルを変化させてきた故に経路依存性が強いビジネスモデルになっており、各業種での経験的知識を集積していくことで、「事業投資会社」としてのガバナンス、経営戦略<sup>20</sup>も変化していく可能性があるだろう。

## 第 8 節 総合商社のビジネスモデルの課題

第 6 章で確認された通り、経営権を確保しているにも関わらず、非商社型事業において企業価値が創造できていないということは、経営権確保のコントロールプレミアムが十分に正当化できていないことを意味する。すなわち、企業価値創造の観点からは経営のコントロール力、経営力そのものが不十分、未発達ということになる。この状況はダイナミック・ケイパビリティに必要となる持続的な組織学習の途上であると分析された。

英国多国籍商社は市場からの圧力で市場から消えていった一方で、パフォーマンスが出ていないにも関わらず市場から存在を許容されている事実については、総合商社特有の側面があるであろう。財務パフォーマンスは不十分ながら、国内において高度な人材を長期にわたって継続的に確保できていることにより、英国多国籍商社に比べると頑健な存続性を保つことができている、という点で、好業績企業に優秀な人材が集まるという一般的な理解からすると、特異な事業体と言える。

なぜそれらが成立するかについての外部要因を考えると、旧財閥の信用やブランド、他の日本企業に比べると相対的に近代的先進的な取り組みを行っている信頼、他の日本企業が一般には得意とはしていない海外進出を事業のコアに据えている、といった複合的な要素が考えられる。一方、

---

<sup>20</sup> 例えば、三井物産は世界の資源会社の決算発表に倣って営業 CF をベースに事業収益を開示し始めている。



内部要因としては、事業をポートフォリオとして保持することで財務的な内部補助が成立している強みもあると考えられる。通常、階層組織によるポートフォリオは市場調達のパフォーマンスを下回るものであるが、上記の信用やブランド、人材といったソフトパワーが成立を助けていると考えられる。多数の事業に展開して高度に多角化を進めることで、一部署での事業の失敗が他部署の利益で吸収され、安定的な財務基盤を有することができ、それによって持続的な組織学習が可能となっているという内部補助構造である。多角化理論で正当化される内部資本配分、リスク配分の要因によって成立していると考えられるが、これが成り立つのは内部市場である階層組織が外部市場よりも情報が正確である場合のみであり、総合商社の情報力がこれを支えている構造と言えよう。

このことは、第5章で企業規模がモデル適合度と相関していることを暗示する。総合商社各社が「総合」の看板を下ろさないことは、情報や組織学習は一定の規模の維持を必要としていることに関係していると考えられる。

法学における法人とは何かの議論を援用すれば、企業を法人擬制説の立場に立って純粋に利益を生むためのリソースの集合体として考えるという伝統的な欧米の組織形態と、企業は人間の集合体であり、存続すること（going concern）を重視し、組織として学習する法人実在説の立場にたった組織形態の違いも総合商社の存在要因の一つとして考えられる。英国多国籍商社は、Free Standing Company（FSC）を経営の道具として使いこなして事業を展開した。まさに法人擬制説である。一方、総合商社は組織学習をケイパビリティとして組織を成長させてきたことを見てきた。法人実在説的側面の強いアプローチである。このことは、第7章で見た通り、総合商社のビジネスモデルを特徴づけている要素として、going concernを前提とした法人実在性、それゆえの情報・知識を経営資源として有効に活用しようとする内部インセンティブ、更に事業戦略遂行のために組織特殊優位性の源泉となる人材への投資とその活用の存在を指摘した

点と符合する。総合商社のビジネスモデルを考える上では、FDIをはじめとする海外進出が、フリースタANDINGカンパニー（FSC）のようにそれ自体が目的なのか、あるいは戦略的な意味合いを持った競争優位性獲得のための反復的な活動なのか、という視点を生み出すことになる。

法人実在説に依拠すれば、組織学習を重視する形態となるのは自然であり、組織としての成長を経営戦略として採用するであろう。結果として、企業に対する概念の違いは、企業のあり姿に大きく影響する。

法人擬制説的であれば、事業環境次第で企業の存在意義・価値は変わってくることになるだけでなく、利益を生み出す装置であるとの認識になるので、利益を持続的に上げられれば存続するが、FSCのようにその使命が終われば市場から退場、解散するというのが自然な帰結になろう。

日本経済あるいは総合商社に限らず日本企業は、法人実在説を盲目的に受け入れ、「会社は家族」「わが社意識」的な日本の企業文化は現在においても何かしらの形で継承されていると言える。その中で、企業は存続すべきもの、歴史の長い企業がいい企業<sup>21</sup>、というパーセプションの下で企業として学習しながら進化する経営モデルを指向することが多い。

とりわけ総合商社は多角化においては特異な業態であり、極めて多くの事業を並列的に行っているが、不十分な財務パフォーマンスながらも内部的に相互補助を効かせて、企業価値創造は見劣りしていても経営として成立している、という特殊な組織体であろう。

更に批判的に見た場合には、投資先の経営支配をしながらもコントロールプレミアムを実現できていないということは、一般の資本市場のパフォーマンス基準に照らせば失格であり、長期的には資本市場から退場を迫られるはずである。

しかし、そのような状況下でも学習・多角化を進められ、遅い組織学習スピードが許容されているというのは、日本の資本市場そのものが欧米と比べて低パフォーマンスで相対的に総合商社の収益レベルが許容されてい

---

<sup>21</sup> 良い例は、創業西暦 578 年で世界最古の企業とされる金剛組であろう。

るといふ環境要素も大きいと考えられる。日本の特殊性であり、日本経済全体の収益性が現状に留まる限り、総合商社にとっては持続性の高い事業環境であるとも言える（無論、他の日本企業にも当てはまる）。

第8章で見たように、現代の類似企業として挙げたプライベートエクイティなどは積極的にコントロールプレミアムをとって利益を生み出しており、ソフトバンクグループ、バークシャー・ハサウェイやダナハーも同様である。これら会社と比較して、総合商社は顕著にパフォーマンスが劣っていた。

総合商社と投資会社やファンドとの決定的な違いは、投資会社やファンドはピタルゲインが究極の目的で投資を実行して投資利益をリアライズ、利益認識するが、トレードビジネスを起源に持つ総合商社は、連結会計により取引利益（インカムゲイン）を重視して利益認識する。決算も連結税後利益による報告に重きが置かれ、経営目標も税後利益で設定されている。つまり、投資会社やファンドは資本運用による利益が究極の目的であり総合商社は保有による利益を重視している。総合商社の会計、IR、ガバナンスなど経営の構成要素はその思想の下組み立てられている。無論、投資会社やファンドも、外部借入れ資金による買収（レバレッジド・バイ・アウト）をしている以上、インカムゲインにより借入を圧縮して企業価値を高める必要があり、インカムゲイン最大化のインセンティブは強いが、総合商社と異なり、連結利益による財務報告に重きは置いていない。

外部環境のみならず、内部的にもその差を許容できるガバナンス、企業文化・組織体質、経営思想に根本的な差があるからとも言える。こうした差は株主資本主義的立場に立てば、弱さと言えるが、資本市場からあるいは社会から存在が許容され、その結果、組織学習が維持・継続され、事業の探索が許されるのであれば、逆に強みとなる。日本の資本市場環境を有利に活用しているという見方もできよう。

組織学習の前提となる人材について、総合商社は日本型新卒採用・終身雇用制（メンバーシップ型雇用）に大きく依存しているのが現実である。

組織学習のスピードを速めるために中途採用に舵を切ると言っても、未だ流動性の低い日本の労働市場において、中途採用を単純に増やせばいいというものではない。経営支配を強めていく中で経営人材の必要性が高まり、必要となる人材の多様性を高めていく必要に迫られることになると考えられる。

日本では財閥、企業グループが経済成長をけん引してきた歴史もあり、「総合」という言葉がある種の強さや競争力を想起させるキーワードであったと言える。日本には総合電機、総合卸売など「総合」を謳う業種は多数ある。一方で、欧米においてもコングロマリットはあるが、「総合」の的確な訳語は **general** なのか、**integrated** なのか、あまりしっくりとする訳語は見当たらない。このことから総合商社は日本におけるある種の「総合」が持つポジティブなイメージ、カバーする範囲が広ければ広いほど強さに繋がるという暗示を法人実在説とともに暗黙的な前提にしているとも言える。

逆説的ではあるが、日本発の多国籍企業である総合商社は日本の産業発展の歴史の中で役割を見出して発展し、未成熟な資本市場や人材流動性の低い人材市場という外部要因と、長期雇用によって組織学習結果を効率的に蓄積でき、範囲の経済を利かせて内部補填をしても株主はあまりうるさいことを言わないという経営者の裁量の大きさという内部要因を最大限活用した、ある面では「究極の日本企業」と言うこともできるであろう。

総合商社のビジネスモデルは、進出国の知識、業種の知識、経営権を志向する経営戦略・経営力の3つケイパビリティ構造があり、それを企業規模と人材によって可能となった組織学習をコアになっていることを本研究で明らかにした。これら要素が絡み合うことでビジネスシステムが作り上げられ、ビジネスモデルとして成立している。

これらは要素として相互作用しており、経路依存的に組みあがっている。一つを取り除けばすぐにビジネスモデルが崩壊する、というほどナイーブなものではないと考えられるが、それぞれが不可欠な要素になっており、

このビジネスモデルを強固にし、模倣困難性を作り出している。一方で、複雑がゆえに変化をするには学習する時間が必要であるという宿命も内在していると言える。それは、長期雇用している人材のスキルは一朝一夕に変えられないこととも符合する。

五百旗頭（2016）は、一般論として、総合商社には潜在的な経営人材は多く存在するものの、総合商社という大きな組織が有能な経営人材の育成をむしろ妨げている面がある、と指摘している。その上で、潜在的な経営人材は総合商社組織の外に出すことで本来の力を発揮する可能性が高い、とし、子会社・関連会社の経営者は、有能な商社マンを2～3年の期限付きで出向させるのではなく、商社内人材もしくは外部人材をプロフェッショナル契約の経営者として採用するほうが、子会社・関連会社の企業価値向上の可能性は高まるだろう、とした。また、それだと「総合商社ではなく投資ファンドになってしまう」という商社経営者や商社マンからの声が聞こえてきそうだが、企業利益の拡大、企業価値向上のためには、その方が良い、と断じている。そして、「何のための投資なのか」を明確にすることは非常に重要とし、トレード事業を通じて当該業界に食い込んでいることで投資案件の情報へより早く、より高い確率でアクセスできることが、事業投資における投資ファンドに対する総合商社の強みとなるはずである、と主張した。

筆者もこの意見には賛成の立場を取る。任期付きの人事ローテーションではなく、社内公募制などのプロフェッショナル的なポジションによって事業投資先の収益を最大化する施策の導入が一層必要になってこよう。

また、事業投資会社である以上、投資パフォーマンスで、PEや投資会社に若干劣後することは否めないが、総合商社の投資とは何か、PEや投資会社との差別化要因、競争優位は何か、という問いは古典的だが今後の事業環境変化を考えても重要であろう。例えば、PEファンドのような大型買収はできないが、総合商社ゆえに、進出国や産業の知識を活かして、友好的に買収、参入していくという持続性や再現性の高いアプローチが有

効であり、そのためには、PE や投資会社が持たない機能、例えば、業界の結節点としてのオーガナイザー機能やトレーディング機能が業界インサイダーとして情報収集するセンサーとして機能することになり、一層重要性が増してくる、と言える。更には、資本の論理で成り立っている PE・投資会社とは異なり、事業会社としての事業間のシナジーが価値創造の手段として一層重要になってくるであろう。その時に企業規模としての総合性が生きてくることになる。

組織体制については、各社は依然として本社と中心とした意思決定を行っており、バートレット・ゴシャールの 4 類型で言えばグローバル組織に留まっており、マルチナショナルでもインターナショナルでもなく、ましてやトランスナショナル組織に転換できていない。「組織は戦略に従う」ものであり、多国籍企業としての総合商社のアンバランスさが、海外での高度な人材の雇用にも障害になっているとも考えられ、組織としての成長制約になっていることも考えられる。

今の経済環境や資本市場、人材市場の前提が続く限り、総合商社のビジネスモデルの持続性は高いであろう。しかし、日本の産業競争力低下、人口減少・高齢化による労働人口の減少など、今後急激に日本の経済環境は変わっていく様相を見せており、総合商社のビジネスモデルの持続性にもその影響は確実に及んでくる。

ダイナミック・ケイパビリティの獲得のためには、組織の仕組みやルールを変えることで、「コンピテンシー・トラップ（当面の事業が成功すればするほど、知の探索をおこたりがちになり、結果として中長期的なイノベーションが停滞するリスクが企業組織には本質的に内在していること）を避け、更には、組織として「知の探索」と「知の深化」をバランスよく進める努力が求められることになる。「両利きの経営（Ambidexterity）」と言われるものである。

これからの日本企業は、戦略的事業投資会社を成長戦略として採用し、グローバルなガバナンス力と、技術力やスキルなどのソフトキャピタルの

伝播力を飛躍的に高めるべき（平野 1999）という指摘もある。日本を代表する多国籍企業として、総合商社がそのモデルを進化させていくことができれば、日本企業が多国籍企業として脱皮していく上での先導事例になると言えよう。

内部で発生している組織学習とそのメカニズムは強さであるが、パフォーマンス面では弱さも見える。持続的な組織学習が可能なメカニズムを内包しておりビジネスモデルの転換を図ることが可能である、ということを実らかにすることは総合商社のビジネスモデルの説得力を高めるための努力として重要になってこよう。

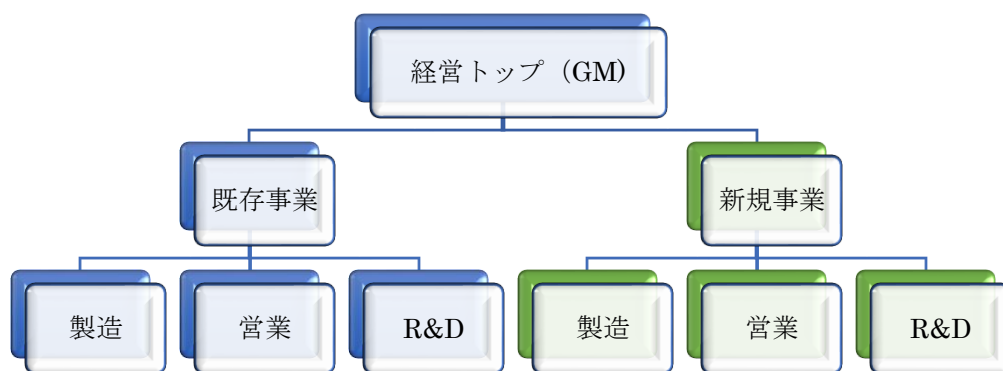
## 第 9 節 総合商社にとっての Ambidexterity

本研究の成果を元に、実務的な視点で今後の総合商社のビジネスモデルを展望した時に、組織学習の機能を一段と強化する手法として Ambidexterity（両利きの経営）の重要性が総合商社にとっても一層増していくと思われる。本節では、実務への示唆を得るための発展的トピックとして Ambidexterity について考察をする。

March（1991）は「限定された合理性」（bounded rationality）を前提とする認知心理学をベースに組織学習には Exploration（探索）と Exploitation（深化）があることを指摘した。探索は、サーチ、変化、リスク・テイキング、実験、遊び、柔軟性、発見、イノベーションを内包する概念であり、深化は、精練、洗濯、生産、効率、導入、実行を内包する概念とされる。

これらを踏まえ、O'Reilly and Tushman（2004）は、ブレイクスルー・イノベーションを起こした企業の分析から組織構造の設計や経営手法が、新規事業と既存事業のいずれにも、直接的で大きな影響を及ぼしていることを明らかにした。クロス・ファンクショナル・チームはイノベーションには機能せず、両利き経営を行ったプロジェクトは 90%以上が成功

したとしている。両利き経営とは、新規プロジェクト・チームを既存組織から独立させ、新旧の組織がそれぞれに独自のやり方、組織構造、組織文化を育む。しかし、新設した組織も従来の経営構造の配下に置く方法としている。O'Reilly and Tushman はかつてロックード・マーチン社の匿名開発チーム・スカンクワークス型と称しているが、現代で言えば、Google の親会社 Alphabet の研究開発部門 X などもこれに該当するであろう。



出所：O'Reilly and Tushman (2004) の図を筆者が一部修正

図 10-7 両利き経営組織

O'Reilly and Tushman は、両利き経営組織として、ビジネスに必要な機能（例えば、開発・生産・営業）をすべて持たせて「独立性をたもたせること、トップレベル（例えば担当役員レベル）では新規部署が既存の部署から孤立せずに、両者がお互いに知見や資源を活用しあうよう「統合と交流」を促すことが重要であるし、また、経営者には以下3つの「両利きのリーダーシップ」が求められるとした。

- 自社の定義する「ビジネスの範囲」を狭めず、多様な可能性を探求できる広い企業アイデンティティを持つこと
- 「知の探索」部門と「知の深化」部門の予算対立のバランスは経営者自身がとること
- 「知の探索」「知の深化」部門の間で異なるルール・評価基準をとる



ことをいとわないこと

大手 IT 企業でかつては ERP 企業と呼ばれたドイツ SAP 社の創業者のプラッター会長は、昨今の SAP の変革に関して、以下の通りインタビューで答えている。(日経ビジネス 2016)

*HANA (同社のクラウド製品) はプロトタイプができるまで、できるだけ SAP から遠ざけ、伏せておいた。結果的に製品として完成したのは SAP 社内だが、その芽と情熱は社外から注入したものだ。インプラント型の改革と呼んでもいいかもしれない。*

また日本マイクロソフト会長の樋口 (2016) は、企業は、組織が大きくなればなるほど、また歴史が長ければ長くなるほど、そして成功体験を重ねれば重ねるほど、新しいことへのチャレンジが難しくなるという性質を持っている、とし、その理由として以下の 3 つの大企業の制約を提示している。

- ① 株主からのプレッシャー
- ② 新製品開発使命
- ③ 組織のタコツボ (サイロ化)

その上で、マイクロソフトが家庭用ゲーム機 Xbox を開発した経緯を紹介し、大企業がどうすれば破壊的イノベーションを起こせるかを提示している。

- ① 上記 3 つの制約に影響されないように、既存の組織から独立した状態でプロジェクトを進行させること (ビル・ゲイツはこのチャレンジのために、社内に特別な組織をつくり、社内外を問わずその組織との間の交流をシャットアウトして、惜しげもなく開発資金を投入したとのことである)
- ② 評価のバランスを変える。具体的には、100 を 150 にする成果よりも、1 を 10 にする活動を高く評価することを提示している。
- ③ ダイバーシティ。企業風土の染まったプロパーの社員ばかりの組織か

ら、イノベーションは容易には生まれにくい。組織のタコツボ化はメンバーの同質化を促し、それがまたタコツボ化を深める作用を指摘する。

以上の事例は、実務的な視点で総合商社が一段と組織学習を進めていくための組織運営に大いに示唆に富む。

総合商社は、進出国の知識、業種の知識を経験として組織学習し、ビジネスモデルを構成するケイパビリティとしていることはすでに述べた。ここでの進出国の知識、業種の知識は、**Ambidexterity** では深化にあたる。主に既存事業をセンサーとして入ってくる情報であり知識である。総合商社にとって、探索は総合商社の DNA として暗黙的に行われているとも言えるが組織的にデザインされているとは言えない。一方で、総合商社は事業投資会社化を進めることで、現場と現場の距離は広がっており、知識と知識を掛け合わせることもますます困難になっている。こうした内外環境となってしまう中で、意図的に探索することは益々重要となっている。事業投資会社化が進めば進むほど、既存事業からの学習のみならず、全く新しい事業領域について積極的に意識して行動する必要があるのである。

そのためには、上記のようなリーダーシップが必要となる。総合商社においても、リーダーシップを伴った **Ambidexterity**（両利きの経営）の実践が、総合商社が持つ組織学習に支えられたケイパビリティを有効に発揮させて自らビジネスモデルを変革させていくために重要なアプローチとなるであろう。

## 第 10 節 本章のまとめ

本章は本研究で得られた成果を元に、総合商社のビジネスモデルについて考察を進めた。

## (第1節)

本研究で確認された事実を整理した。

ビジネスモデル変革として海外進出形態の変化に着目し、総合商社が総合事業運営・事業投資会社化しているとの先行研究を土台に、総合商社の海外進出モデルを提案し、事業投資会社の計測要素となる経営権が時間変化と共にどのように変化しているかについて検証し、総合商社が経営権を有する投資に段階的に変化させていること、その変化は商社型事業、非商社型事業いずれにおいても発生していることが実証的に確認された。そして、その背景にはダイナミック・ケイパビリティによる内部組織学習があることを指摘した。

英国多国籍商社と総合商社の比較から、総合商社が存続し続けている理由は高度な人材の集積にあり、これら人材による組織学習により自らのビジネスモデルを変革させることで、事業環境の変化への対応力（変化対応力）が発揮されていると観察された。

進出国と進出業種の分析から、重視している国、得意としている国があることが判明し、各社毎の戦略の違いや経路依存的な差異が確認された。これらを俯瞰して見ると、総合商社の海外進出は、初期の段階では事業機会優先的な側面が強いことが分かった。総合商社のビジネスモデルを規定する要素の一つとして、進出先の選択の戦略と過去の経験は重要であり、経路依存の特徴があることが確認された。

他方、現代類似企業である投資会社との比較において、総合商社のパフォーマンスは見劣りすることが確認され、総合商社を投資会社として見ると見劣りがすることが確認された。

更に、ビジネスモデル変革において、資本コストを考慮した企業価値創造を計測すると、経営権有比率の上昇は企業価値に正の効果をもたらし、商社型投資先の経営権有比率の上昇も同様だが、非商社型投資先の経営権有比率の上昇は企業価値に負の効果をもたらしていることが分かった。これにより、非商社型投資において、総合商社は未だ学習の途中であること

が推察された。

## (第2節)

Amit and Zott (2001) の定義に従って、ビジネスモデルの概念を「ビジネスモデルとは、事業機会を生かすことを通じて、価値を創造するためにデザインされた諸処の取引群についての内容・構造・ガバナンスの総体である」と確認した。

更に、「価値を創造するビジネスモデル・デザイン」の条件（効率性、補完性、囲い込み、新奇性）に従って総合商社のビジネスモデルの条件充足性を確認した。

## (第3節)

総合商社のビジネスモデルの根幹をなす海外進出モデルに着目して、ビジネスモデルを支えるケイパビリティ構造についてモデル化を行った。

総合商社は高度に多角化が進んだポートフォリオ企業であるが、総合商社の多角化戦略は、進出国（市場）と業種それぞれの知識、および、総合商社が推し進める経営支配強化の経営力・経営戦略の3つがケイパビリティの要素と指摘した。

このケイパビリティ構造を根幹で支えているのが組織学習であり、獲得された進出国の知識、業種の知識が相互作用やフィードバックを起こしながら、戦略の実行に至り、海外進出し事業発展していく。このケイパビリティは高度な人材の集積に支えられており、事業環境への変化対応力に繋がっている構造である。

## (第4節)

第3節のケイパビリティ構造を踏まえて、ウプサラ・モデルを拡張することで総合商社のビジネスモデルをモデル化した。

ウプサラ・モデルは、暗黙的に製造業への適用が前提となっている。コアの概念である知識の重要性は普遍的であるが、ウプサラ・モデルに総合

商社を適用する場合には、修正が必要となる。

また、アップサラ・モデルは多角化戦略の概念が含まれていないため、複数の事業をポートフォリオとして管理するコングロマリットや投資会社、あるいは総合商社に適用する場合には、これら概念をどのように扱うのか検討が必要になる。

これらを踏まえて、本研究で確認された事実を包括的に説明できるモデルとして、アップサラ・モデルを総合商社に適用した拡張モデルを提示した(図 10-2)。

本モデルの導入により、田中(隆) (2012) が提示した総合商社の新しい定義である「総合事業運営・事業投資会社」という概念が全て包含されているだけでなく、経営支配を強めるという近年の経営戦略も包含したモデルとなっている点にこのモデルの特徴がある。

他方で、拡張モデルの限界についても評価した。

## (第 5 節)

総合商社と多角化戦略について考察した。

多角化戦略は、Rumelt の 3 類型のように本業の存在を前提に理論が組み立てられてきたが、総合商社にとってはこうした古典的多角化の概念は適用しにくい。総合商社は、歴史的に見ても生まれながらにしてビジネスモデルの中に多角化戦略を内在している。総合商社と多角化戦略は切っても切り離せない関係にある。

日本企業による多角化は企業価値評価にディスカウントを生んでおり、事業多角化および地域多角化のいずれも企業価値に負の影響を及ぼしており、特に地域多角化に関してはその傾向が強いことも指摘されている(中野 2011) との先行研究があり、事業、地域の双方での多角化がビジネスモデルの根幹をなしている総合商社にとっては厳しい指摘である。

他方で、多角化戦略の新たな側面として、情報優位性の獲得が指摘されている(Anjos and Fracassi 2015)。ここで、情報優位性は参入している

業界の産業ネットワークにおける中心度（centrality）と定義されている。多角化企業であること自体は企業価値に対して負の影響（コングロマリット・ディスカウント）があるが、中心度が高い場合には企業価値に対して正の効果がある。更に、重要な発見として、中心度が高い多角化企業においては、イノベーションが効率的に行われている。中心度の高い多角化企業は効果的に情報収集、すなわち組織学習が行え、競争優位を獲得できていると解釈される。情報優位性は、当該事業に参入しなければ得られない情報であり、数値化できず伝達が困難な情報で、獲得できれば競争優位を可能とする情報とされ、その情報により効率的なイノベーションが創出され企業価値を高められる。

この文脈での情報とは、ウプサラ・モデルにおける知識そのものであり、具体的には、客観的知識（objective knowledge）と経験的知識

（experimental knowledge）のうち、経験的知識そのものである。ウプサラ・モデルにおいても、経験的知識は容易に得られるものではなく、海外進出にあたって市場に関する経験的知識が不可欠（critical）であり差別化要因になると指摘され、段階的に事業形態を発展させて獲得する。

これらから多角化戦略を支えるのは情報であり経験的知識であるため、総合商社にとり、多角化戦略を通じた情報の獲得、中心度の高い位置へのポジショニングは今後益々重要性を増すことになると考えられる。

## （第6節）

総合商社のビジネスモデルの変化が、実行前に策定された戦略に基づく進化、いわゆる意図的戦略（intended strategies）なのか、時間の結果とともに「出現、発現」してくるか、もしくは当初実行に移した時から原型をとどめないほどに変容した競争優位獲得の戦略、いわゆる創発戦略（emergent strategies）なのかについて考察した。

経営権のない形での事業参画から始まった事業投資、「事業運営会社」化の流れは、資本市場からの圧力がきっかけになった創発戦略であったと指摘した。

経営支配を強める戦略については、連結決算制度の導入により、配当に頼らずとも収益をピックアップできるようになったことは総合商社のように膨大な子会社・関連会社を抱える業態にとっては極めて大きな転換であり、経営権のある事業投資に進む大きなインセンティブになったのは言うまでもないであろう。

その中で徐々に経営権のある事業投資が行われる事例が出てくることで、経験・知見が社内に蓄積し、連結会計制度の仕組みを活用して、器としての企業体を道具として使いこなしながら、リスク管理を強化しつつ、より積極的にリスクを取ってリターンを最大化させる事例が積みあがっていくことで、手法としてより一般化していったと考えられ、このプロセス自体が組織学習であり、競争優位獲得行動であったと考えられる。

以上から、海外進出において経営支配を強める変化もまた、事業環境の変化に対応した創発戦略であったと考えられる。スピードは遅いとされるものの、組織学習により、総合商社がビジネスモデルを転換できたことは事実であり、日本企業の中では稀有な転換事例であると評価されてよいと指摘した。

## (第7節)

総合商社にとっての「総合」の意味を考察した。

総合商社の海外進出形態の変化、すなわちビジネスモデル変化は、外部環境変化への反応として、より収益を求めての漸進的な変化であり、ある事業領域で起こった成功体験を組織知として取り込み、他の事業領域に応用することで進化してきた結果と言える。組織学習が有効に機能することが前提であること、次なる事業の柱を求めて知の探索を行うために、アンテナを張るがごとく総合性と企業規模を維持しておくことが、総合商社というビジネスモデル成立の存立条件になっていると考えられる。

これは、総合電機、総合重工といった製造業がグローバルな競争の中で総合の看板を下ろしてきている一方で、総合商社は略同じ事業構成を持つ

企業が日本にのみ5社も存在することが示していることと無関係ではないと考えられる。すなわち、総合性によりグローバルに事業機会を求め、海外進出形態を含めたビジネスモデルを変化することで企業存続を図るといふ総合商社の特性に起因していると言えよう。

他方、総合商社が経営権を持って進出している業種は、各商社で差異が生じてきているのが確認されており、各社ごとに得意とする業種があり、業種選択の経路依存性が確認されている。今後総合商社は多角化企業という以外は一括りで捉えられない個性的な業種の集合体に変貌していく可能性がある。

総合商社は前節で見た通り、創発戦略でビジネスモデルを変化させてきた故に経路依存性が強いビジネスモデルになっており、各業種での経験的知識を集積していくことで、「事業投資会社」としてのガバナンス、経営戦略も変化していく可能性があると指摘した。

## (第8節)

総合商社のビジネスモデルの課題について考察した。

経営権を確保しているにも関わらず、非商社型事業において企業価値が創造できていないということは、経営権確保のコントロールプレミアムが十分に正当化できていないことを意味する。すなわち、企業価値創造の観点からは経営のコントロール力、経営力そのものが不十分、未発達ということになる。この状況はダイナミック・ケイパビリティの観点から持続的な組織学習の途上であると分析された。

財務パフォーマンスは不十分ながら、国内において高度な人材を長期にわたって継続的に確保できていることにより、英国多国籍商社に比べると頑健な存続性を保つことができている、という点で、好業績企業に優秀な人材が集まるという一般的な理解からすると、特異な事業体と言える。

なぜそれらが成立するかについての外部要因を考えてみると、旧財閥の信用やブランド、他の日本企業に比べると相対的に近代的先進的な取り組



みを行っている信頼、他の日本企業が一般には得意とはしていない海外進出を事業のコアに据えている、といった複合的な要素が考えられる。一方、内部要因としては、事業をポートフォリオとして保持することで財務的な内部補助が成立している強みもあると考えられる。通常、階層組織によるポートフォリオは市場調達のパフォーマンスを下回るものであるが（コンゴマリット・ディスカウント）、上記の信用やブランド、人材といったソフトパワーが成立を助けていると考えられる。総合商社各社が「総合」の看板を下ろさないことはこの規模の維持の必要性に関係していると考えられる。

法学における法人とは何かの議論を援用して、企業を法人擬制説の立場に立って純粋に利益を生むためのリソースの集合体として考えるという伝統的な欧米の組織形態と、企業は人間の集合体であり、存続すること

（going concern）を重視し、組織として学習する法人実在説の立場にたった組織形態の違いも総合商社の存在要因の一つとして考えられる。一方、総合商社は組織学習をケイパビリティとして組織を成長させてきたことを見てきた。法人実在説的側面の強いアプローチである。

日本経済あるいは総合商社に限らず日本企業は、法人実在説を盲目的に受け入れ、「会社は家族」「わが社意識」的な日本の企業文化は現在においても何かしらの形で継承されていると言える。とりわけ総合商社は特異な業態であり、極めて多くの事業を並列的に行っているが、不十分な財務パフォーマンスながらも内部的に相互補助を効かせて、企業価値創造は見劣りしていても経営として成立している、という特殊な組織体であろう。

更に批判的に見た場合には、投資先の経営支配をしながらもコントロールプレミアムを実現できていないということは、一般の資本市場のパフォーマンス基準に照らせば失格であり、長期的には資本市場から退場を迫られるはずである。

しかし、そのような状況下でも許容されているというのは、日本の資本市場そのものが欧米と比べて低パフォーマンスで相対的に総合商社の収益

レベルが許容されているという環境要素も大きいと考えられる。日本の特殊性であり、日本経済全体の収益性が現状に留まる限り、総合商社にとっては持続性の高い事業環境であるとも言える。

外部環境のみならず、内部的にもその差を許容できるガバナンス、企業文化・組織体質、経営思想に根本的な差があるからとも言える。こうした差は株主資本主義的立場に立てば、弱さと言えるが、資本市場からあるいは社会から存在が許容され、その結果、組織学習が維持され、事業の探索が許されるのであれば、逆に強みとなる。日本の資本市場環境を有利に活用しているという見方もできよう。

日本では財閥、企業グループが経済成長をけん引してきた歴史もあり、「総合」という言葉がある種の強さや競争力を想起させるキーワードであったと言える。日本には総合電機、総合卸売など「総合」を謳う業種は多数ある。このことから総合商社は日本におけるある種の「総合」が持つポジティブなイメージ、カバーする範囲が広ければ広いほど強さに繋がるという暗示を法人実在説とともに暗黙的な前提にしているとも言える。

逆説的ではあるが、日本発の多国籍企業である総合商社は日本の産業発展の歴史の中で役割を見出して発展し、未成熟な資本市場や人材流動性の低い人材市場という外部要因と、長期雇用によって組織学習結果を効率的に蓄積でき、範囲の経済を利かせて内部補填をしても株主はあまりうるさいことを言わないという経営者の裁量の大きさという内部要因を最大限活用した、ある面では「究極の日本企業」と言うこともできるであろう。

総合商社のビジネスモデルは、進出国の知識、業種の知識、経営権を志向する経営戦略・経営力の3つケイパビリティ構造があり、それを企業規模と人材によって可能となった組織学習をコアになっていることを本研究で明らかにした。これら要素が絡み合うことでビジネスシステムが作り上げられ、ビジネスモデルとして成立している。

これらは要素として相互作用しており、経路依存的に組みあがっている。一つを取り除けばすぐにビジネスモデルが崩壊する、というほどナイーブ

なものではないと考えられるが、それぞれが不可欠な要素になっており、このビジネスモデルを強固にし、模倣困難性を作り出している。一方で、複雑がゆえに変化をするには学習する時間が必要であるという宿命も内在していると言える。それは、長期雇用している人材のスキルは一朝一夕に変えられないこととも符合する。

更に組織学習の前提となる人材、組織体制についての課題を指摘し、組織として「知の探索」と「知の深化」をバランスよく「両利きの経営 (Ambidexterity)」を進める必要性を指摘した。日本を代表する多国籍企業として、総合商社がそのモデルを進化させていくことができれば、日本企業が多国籍企業として脱皮していく上での先導事例になると言えよう。

内部で発生している組織学習とそのメカニズムは強さであるが、パフォーマンス面では弱さでもあると指摘した。

## (第9節)

実務視点での示唆を得るために、総合商社にとっての Ambidexterity について考察した。

O'Reilly and Tushman (2004) は、ブレイクスルー・イノベーションを起こした企業の分析から、組織構造の設計や経営手法が、新規事業と既存事業のいずれにも、直接的で大きな影響を及ぼしていることを明らかにした。彼らは、両利き経営組織として、ビジネスに必要な機能（例えば、開発・生産・営業）をすべて持たせて「独立性をたもたせること、トップレベル（例えば担当役員レベル）では新規部署が既存の部署から孤立せずに、両者がお互いに知見や資源を活用しあうよう「統合と交流」を促すことが重要であるし、また、経営者には3つの「両利きのリーダーシップ」が求められるとした。

総合商社においても組織学習を進めるために両利きの経営の実践が必要となることを指摘した。

## 終章 おわりに

### 第 1 節 本研究のまとめ

本研究では、総合商社のビジネスモデルを明らかにすることを目指して行われたものである。本研究のまとめとして各章の概要を以下に記す。

#### (序章・第 1 章)

序章において、総合商社のビジネスモデルについて検証、研究する本研究の背景と問題意識を示した。

第 1 章では、本研究の目指す方向性、アプローチ、論文の構成について述べた。

#### (第 2 章)

総合商社の歴史と発展の経緯を整理した。総合商社の歴史を辿り、総合商社誕生から発展を経て現在に至るまでに、総合商社が日本経済の成長および変化にどう対応してきたのかを概観する。時代としては、日本および日本経済の発展の歴史に合わせ、①誕生した明治期、②総合商社が発展した第一次世界大戦から第二次世界大戦期、③第二次世界大戦後の成長、④高度経済成長からバブル経済、⑤バブル経済崩壊後、⑥中国の爆食と資源ブーム、⑦2010年代、と7つの時代に分けて見た。

#### (第 3 章)

本章では、本研究で参照する国際ビジネス研究の諸理論を整理して国際ビジネス研究の軌跡をたどりつつ、国際ビジネス研究における総合商社研究の意義を明示する。その上で、総合商社研究に既存の諸理論を当てはめる上での限界を指摘した。

#### (第4章)

本章では、1960年代に始まったとされる総合商社に関する先行研究について、定量的、定性的に検討をする。総合商社研究は日本に独特であるという視点に立ち、その研究自体が独自に発展してきた傾向が強く認められる。他方で、総合商社は日本を代表する多国籍企業であるという主張もありながら、必ずしもそれら研究が十分になされてきたとは言い難い。総合商社に関する先行研究を定量的、系統的に検討することで、現時点において残されている総合商社研究の課題について確認した。

#### (第5章)

本章では、総合商社が自らを「総合事業運営・事業投資会社」に変化させてきたとの先行研究を踏まえ、事業発展プロセスを考慮した総合商社の新たな海外進出モデルを提示した。そのモデルの有効性を確認するとともに、総合商社の海外進出形態が、時間経過に伴って「現地法人」から「経営権のない海外投資」へ、更には「経営権のある海外投資」に変化していること、それら変化はトレーディング業務を中心とする伝統的な商社機能を有する投資先のみならず、製造業・サービス業など非トレーディング業務の投資先でも同様に見られるかを総合商社5社を対象に実証的に分析した。加えて、それら結果をもとに、総合商社の海外進出形態の変化をもたらした外部要因、組織学習のメカニズム及び海外進出形態の段階的変化、組織学習と企業規模、総合商社が経営権を志向する業種について考察した。

#### (第6章)

本章では、総合商社のビジネスモデルの進化が資本コストを考慮した企業価値創造にどのような影響を与えたのかについて研究が見当たらないことから、総合商社5社の企業価値創造について16年間の財務データと963社の投資先データを用いたパネルデータによる実証分析を行った。総

合商社はトレーディングから事業投資に軸足を移すことでビジネスモデルの変革を行ってきたが、ビジネスモデル変革が資本コストを考慮した企業価値創造にどのような影響を与えたのかについての研究は見当たらない。実証分析により、投資先全体、更には商社型・非商社型それぞれの経営権有比率の上昇は企業価値創造にどのような効果をもたらしているのかを定量的に明らかにした。

第7章、第8章、第9章は事例研究である。本研究における事例研究の目的は、第5章、第6章の実証研究でのモデルの構築にあたって事例からの演繹により示唆を得るアプローチを採った。

#### (第7章)

本章では先行研究において総合商社と比較される、英国多国籍商社とその実施主体であるフリースタANDINGカンパニーに関する研究をレビューし、総合商社と定量的、定性的な類似性、非類似性を確認する。これにより、栄華を極めた英国多国籍商社がなぜ衰退し、総合商社はなぜ存続しているのかの示唆を得た。

#### (第8章)

本章では、投資という観点から現代の投資会社・ファンド、産業コンゴロマリットが保有するポートフォリオとの類似性・非類似性、パフォーマンスの違いを明らかにした。

#### (第9章)

本章では、各社の地域戦略と進出業種の関係を確認し、総合商社間の国別の進出戦略の違いを事例分析から比較する。これにより、類似性が強いと言われる総合商社であっても、進出国の戦略に違いがあることが確認される。各社の国別の進出戦略の違いを確認するために、定量的に重視国、

軽視国、得意国を決定した上で、特徴的な重視国、得意国をピックアップして、進出経緯や業種などの事例分析を行う。競合他社とは違う優先順位や進出戦略の違いを分析することにより、各社の戦略や強みを読み取れるだけでなく、総合商社間の国別の進出戦略の違いを定性・定量両面から見ていくことで、総合商社の事業発展形態の変化や総合商社の志向が読み取れると考えられ、総合商社の海外進出モデルやその変化への示唆を得る。

#### (第10章)

本章では総合商社のビジネスモデルについて考察を行った。

まず確認された事実を整理した上で、それら事実から総合商社のビジネスモデルの要件充足性を確認し、ビジネスモデルを支えるケイパビリティ構造を考察した。この結果、総合商社は市場（国）知識、業種知識、経営力・経営戦略の3要素をあることを明らかにし、この構造を根幹で支えているのが組織学習であり、それら知識が相互作用やフィードバックをお混しながら、事業発展していることを解明した。

次に、この構造を踏まえて、アップサラ・モデルを総合商社のビジネスモデルに拡張した。このモデルにはこれまでの検証成果が取り込まれており、先行研究で示された「総合事業運営・事業投資会社」という概念が全て含まれているだけでなく、経営支配を強めるという近年の経営戦略も包含したモデルになっている点にこのモデルの特徴がある。モデルを提示するだけでなく、モデルが持つ限界についても考察を加え、取引コスト理論に基づく内部化の論理の限界とビジネスの現実は動的なものであること、商社型・非商社型の区別の限界、進出形態変化の方向性が一方向に限られない可能性について指摘した。

更に総合商社と多角化戦略、多角化戦略の企業価値への負の影響を指摘した上で、近年指摘されている情報優位性の獲得の重要性を確認した。

以上の結果を踏まえて、総合商社のビジネスモデルの変化は意図的戦略なのか創発戦略なのか、総合商社の「総合」の永続性の考察を進め、総合

商社のビジネスモデルの課題として学習スピードの遅さを指摘してその理由としての強さと弱さを指摘し、総合商社にとっての **Ambidexterity**（両利きの経営）について考察を深めた。



## 第2節 学術的コントリビューションと実務的インプリケーション

本研究の学術面へのコントリビューション、実務面へのインプリケーションについて述べる。

### 第1項 学術的コントリビューション

国際ビジネス研究は、世界経済の一体化が進んで多国籍企業が成長するのに伴って、20世紀中頃に生まれた比較的学問分野であり、主に大企業を想定して、企業のケイパビリティの内部化・内部性を重視した理論が構築され、近年は、航空網などの移動インフラ、物流、インターネットの発達に伴って内部性よりも外部性を利用することで水平分業によって成長する企業が現れ、その理論的解明に力が注がれてきた（安室 2008）。一方で、国際ビジネス研究の研究対象は明示的にも暗黙的にも製造業を対象としてきた系譜があり、サービス業への理論適用は製造業でモデル化し、追ってサービス業に適用する、という流れが一般的であった。

本研究では、貿易会社として国境を越えてグローバルに活動することを前提に生まれながら、100年を経過しても日本にしか存在せず、また進出している国の多様さのみならず、製造業やサービス業など幅広い業種を傘下に持ち、ビジネスモデルも多様である総合商社を研究対象とすることで、これまでに構築されてきた国際ビジネス研究の諸理論やフレームワークの拡張、あるいは理論的補強に貢献できれば意義があるであろうとの考えで研究を進めてきた。

又、日本固有の総合商社研究は、先行研究の検討から、特にわが国においては歴史にアプローチし、事例研究のような規範的な検討に留まる傾向が強いことが分かっており、国際ビジネス研究の諸理論やフレームワークを適用した上で、統計解析を用いた実証的な研究手法を持ち込み、中核的な概念として組織学習を中心に据えて、国際ビジネス研究と日本での総合商社研究をブリッジすることを狙いとしてきた。

以上を踏まえて、本研究の具体的な学術的コントリビューションは、以下の通りと考える。

第一に、先行研究の検討から、総合商社に対して国際ビジネス研究で用いられているフレームワーク・理論の適用例が見当たらないことから、アップサラ・モデルを代表とする諸フレームワークやダイナミック・ケイパビリティなど諸理論を適用することで、総合商社が生まれながらにして内包する海外進出活動の形態に着目することで、総合商社のビジネスモデル変革の構造を明らかにしたことである。

第二に、先行研究を土台として、それらの検討結果から、総合商社の海外進出モデルを構築・提唱し、そのモデルの有効性を統計を用いて実証的に示したことである。更にその結果について追加検証し、モデルの適合度と企業規模の関係を評価したことである。

第三に、海外進出モデルと資本コストを考慮した企業価値創造（EVA）を目的変数にパネルデータ分析を行い、経営支配を強める総合商社のビジネスモデルの変化が企業価値創造に与えた影響、商社型・非商社型事業の企業価値創造への影響について実証的に示したことである。総合商社に対してパネルデータ分析を行った研究は他に見当たらないことから、本検討が総合商社研究における新たなホライズンを切り拓いたと信じた。

第四に、これらの成果を踏まえて、国際ビジネス研究の代表的なフレームワークであるアップサラ・モデルを総合商社に拡張したモデルを提唱し、その有効性と限界を示したことである。アップサラ・モデルが持つ経験的知識というコアの概念がサービス業である総合商社にも有効に機能することを示している。

第五に、総合商社のビジネスモデル変革、すなわちイノベーションは組織学習による知識創造の結果であることを示したことである。総合商社のビジネスモデルは、進出国の経験的知識、進出業種の経験的知識、

経営力・経営戦略というケイパビリティ構造の中で相互作用とフィードバックによって知識創造がなされていることを示したことである。

これら研究の成果が、総合商社研究における研究者と実務者の橋渡しになることを切に願う。

## 第2項 実務的インプリケーション

本研究の実務的なインプリケーションは、以下の通りである。

総合商社にビジネスモデル変革の根幹は組織学習であると理論的に示されたことにより、それらを意識した経営戦略、組織設計、企業文化構築の必要性が示唆される。日本固有の事業体であるからと言って故意に独特の戦略にこだわる必要はなく、経営戦略、経営学の知見を余すところなく活用できる。

本研究の結果から、総合商社の非商社型事業が企業価値創造を生んでいないことと学習スピードの遅さが明らかになった。この事実から、まずポートフォリオ戦略の再考が示唆される。現在各総合商社は経営支配を強めることが是とする単純化された戦略を推進しているが、総合商社の人材が優秀といえども万能でないことを示している。すべての業種に対して、経営支配を強めるという戦略から、各業種ごとにみずからのケイパビリティを判断して戦略を決定していくような新たな戦略の必要性を想起させる。更に、学習スピードの遅さは現在総合商社が前提とする日本型雇用や組織体制に起因していることが示唆された。継続的かつスピード感のある組織学習を行える体制にどのように作っていくのか、組織デザインが求められる。

経験的知識に基づく組織学習の重要性と事業環境に応じてケイパビリティを組み替えていくダイナミック・ケイパビリティの必要性が確認された

ことで、総合商社は各社が同じような事業をしていて金太郎飴的な事業構造と指摘されることもあるが、実態としては経路依存的であり、進出国や業種が似ていても実際の知識は異なることが明らかになった。今後、各総合商社は相互を比較することの意味は薄れていることを認識し、高度に多角化した企業体として個別に目指す姿を示していく必要があることを理解すべきである。また、組織学習を強化する手法として **Ambidexterity** が有効であるとの示唆を示した。

米中対立や昨今起きたロシアによる地政学リスクの顕在化とそれに起因するサプライ・チェーン分断、COVID-19によるパンデミック、カーボンネットゼロを目指す環境意識の高まり、など、多国籍企業の事業環境は従来の想像を超えた領域に突入している。世界の貿易量が伸びない状況になる一方、テクノロジーの発展により資本の移動はよりコストが低くなる中“Globalisation is dead” (The Economist 2019) とも指摘される状況になっている。マネーの氾濫とそのマネーの行先としてスタートアップ企業への投資が急伸しテクノロジー企業が勃興するような、20世紀のパラダイムから完全に違う段階に進んでいる。これらに変化に対して、日本の株式市場という足場と日本の人材市場に立脚する総合商社は生き残れるだろうか。総合商社がこの研究で解き明かされた組織学習のケイパビリティを生かして、みずからのビジネスモデルを一段と変化させていけるか、この時代の変化に対応できるか、見守っていきたい。

### 第3項 本研究の限界と残された課題

本研究では、総合商社のビジネスモデル構造とその変革のメカニズムを明らかにしたが、最後に本研究の限界と残された課題について述べる。

ビジネスモデル構造の解明にあたって、総合商社のビジネスモデルに誕生時から海外進出が内包されていることを論拠として海外進出の形態変化を観察対象として選択し、その変化から海外進出形態の変化をモデル化することに成功した。一方、総合商社は英国多国籍商社とは異なり、日本経済への関与を前提としていることは述べた通りであり、日本国内における事業展開を観察対象として検討しないことへの合理性説明を求められた場合の **counter argument** には限界があることは認めざるを得ない。今後の課題である。

海外進出モデルの推定において、下位社では経営権「なし」から「あり」への段階的な進出となっておらず、モデルへの適合度が低くなった。競合との差別化において、上位社が進出しない業種に意図的に、あるいは参入機会があった場合に事業機会優先的に事業参入を決めるケースや競合が狙わないニッチ領域への集中という経営戦略を取った結果である可能性が示唆されるが、この点については今後丹念な精査が必要である。

総合商社のビジネスモデルの模倣困難性の分析において、経営支配を強める戦略の戦略レベルでの模倣は比較的容易といえども、コード化可能性、教育可能性、システム依存性は、各社の企業文化、リーダーシップ、社内規定・ルールなどの組織の内部要因、ケイパビリティに強く影響される。これらにより、実行に至るまでに必要となる時間・タイミングが各社ごとに変わってくるのは自然であり、企業規模によりモデルへの適合度が異なることは、各社のこれら内部要因、ケイパビリティの差を表しているものと考えられ、Kogut and Zander (1992) の KBV 理論に従えば、これらは組み合わせ力 (combinative capabilities) の差によるものとなるが、企業規模と組み合わせ力が相関する関係にあるかについては、今後の研究課題としたい。

モデルの構築に当たっては、商社型事業・非商社型事業の分類を筆者の実務経験も踏まえて行っている。従来の機械的な分類よりは精度が上がっていると考えるが、当然ながら認知バイアスの存在は否定できず、実証の頑健性には一定の限界が存在する。

また、情報のアクセスの困難性もある。総合商社は数千にも及ぶ子会社・関連会社群を投資先として抱えているが、投資先の情報の開示は進んできたといえどもその数や量は限られており、実像の把握には常に困難が伴う。これにより、モデル化に利用した数字や開示情報以外の要素が影響因子となっているかを検証することが困難である。

さらに、総合商社は常に事業環境の変化を受けて、ビジネスモデルを変化させており、常にその変化を把握した瞬間にモデルや前提が陳腐化しているという可能性を秘めている。総合商社のビジネスモデルの把握は **moving target** を追いかけるという宿命を内包していると言ってもよいかもしれない。

今後、更に経営権を志向する事業投資モデルや「非商社型事業領域」への進出が進んでいくと、総合商社各社の業種ポートフォリオが更に乖離していく可能性が高いと考えられる。hypercompetition の時代と言われ、デジタル技術や新しいビジネスモデルを活用して各業界の産業構造変革が加速していく中、総合商社がこれらの外部事業環境の変化へのレスポンスとして、組織学習力を活かして事業モデルをどのように変革していくかは今後の研究課題としたい。

これら限界と残された課題に認識した上で、引き続き事例分析や実証分析を行い、国際ビジネス研究の最新の成果を総合商社に適用していくことで、今回提示したモデルの改善・精緻化を図り、学術面・実務面の両面で貢献できる研究にしていきたい。

## 参考文献

各章ごとに示す。既出の文献の場合、重複記載を避けるために番号の早い章にのみ記載している。各章内は日本語文献（あいうえお順）、英語（アルファベット順）文献の順でソートして示しており、出現順ではない。翻訳本の場合は原典の記載を優先している。

## 序章

土井教之 (2006) 「総合商社の経済理論-内部組織と競争-」 土井教之・伊藤正一・増田政靖編『現代の総合商社-発展と機能』 晃洋書房。  
Young, K. A. (1979). *The Sogo Shosha: Japan's Multinational Trading Companies*. Westview Press, Inc.

## 第1章

埜本一雄 (2015) 「総合商社論の課題：存在意義と基礎になるプロセスの構造化」『安田女子大学紀要』 No.43, pp.299-309.  
三菱商事編著 (2015) 『BUSINESS PRODUCERS～総合商社の、次へ～』 日経BP社。  
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, pp.119-139.

## 第2章

天野雅敏 (2006) 「明治期における日本商社の豪州進出」『法政大学経済学部学会』 73(4), pp.295-314.  
逸見啓, 斉藤雅通 (1991) 『三菱商事・三井物産——国際化時代を生き抜く総合商社——』 大月書店。  
内田勝敏 (1975) 「三井物産・三菱商事の解体と復活：戦後の日本貿易と貿易商社」『同志社商学』 Vol.26 (4-5-6), pp.295-313.  
大島久幸 (2011) 「第4章 商社ブームと破綻」 大島一宏・大島久幸・木山実編『総合商社の歴史』 関西学院大学出版会。  
木山実 (2011) 『商社「冬の時代」の再来と「夏の時代」への展開』 大森一宏・大島久幸・木山実編著『総合商社の歴史』 関西学院大学出版会。  
現代企業研究会 (1962) 『三井物産』  
ダイヤモンド社 (1965) 『商社、三菱商事』 ダイヤモンド社。  
長廣利崇 (2011). 「第3章 総合商社としての三井物産の確立とその他の商社の活動」 大島一宏・大島久幸・木山実編『総合商社の歴史』 関西学院大学出

版会.

日経ビジネス (1983) 『商社一冬の時代』 日本経済新聞社.

橋本寿朗 (1998) 「総合商社発生論の再検討—革新的適用としての総合商社はいかにして生まれいでたか」『社会科学研究』 東京大学社会科学研究所  
Vol.50(1), pp.141-169.

平野正雄 (2017) 『経営の針路』 ダイヤモンド社.

藤田幸敏 (2011) 「第2章 直輸出の開始と大商社の登場」 大島一宏・大島久幸・木山実編 『総合商社の歴史』 関西学院大学出版会.

三井広報委員会ホームページ (n.d.) 「三井の歴史 [戦後期] 三井物産の大合同」  
『三井広報委員会ホームページ』 2022年4月15日アクセス<

<https://www.mitsuipr.com/history/postwar/04/>>

三菱商事株式会社 (1986) 『三菱商事社史』 上巻.

Yoshihara, K. (1982). *Sogo Shosha: The Vanguard of the Japanese Economy*. Oxford University Press.

CNBC (n.d.). *BERKSHIRE HATHAWAY PORTFOLIO TRACKER*. Retrieved on April 15, 2022, from <https://www.cnbc.com/berkshire-hathaway-portfolio/>

### 第3章

井上正, 手塚公登 (1999) 『企業組織の経営学』 早稲田大学出版部.

入山章栄 (2015) 『ビジネススクールでは学べない世界最先端の経営学』 日経BP社.

長谷川信次 (1998) 『多国籍企業の内部化理論と戦略提携』 同文館.

安室憲一 (2008) 『巻頭の辞』 多国籍企業研究 (1), pp.1-8.

Ansoff, H.L. (1965). *Corporate Strategy*. New York: McGraw-Hill.

Barney, J. B. (1986). Strategic factor markets: Expectations, luck and business strategy. *Management Science*, 17(1), pp.99-120.

Barney, J. B. (2002). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Second Edition*. New Jersey: Pearson Education Inc. (岡田正大訳 (2003) 『企業戦略論 上 基本編』 『企業戦略論 中 事業戦略編』 『企業戦略論 下 全社戦略編』 ダイヤモンド社.)

Bartlett, C. A. and S. Ghoshal. (1989). *Managing across Borders : The Transnational Solution*. Boston: Harvard Business School Press. (吉原英樹監訳 (1990) 『地球市場時代の企業戦略 : トランスナショナル・マネジメントの構築』 日本経済新聞社.)

Buckley, P.J. and M. C. Casson. (1976). *The Future of the Multinational Enterprise*. London: Macmillan. (清水隆雄訳 (1993) 『多国籍企業の将来 (第2版)』 文眞



堂.)

- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica, New Series, Vol. 4*, No.16, (Nov., 1937), pp. 386-405.
- Dunning, J. H. (1980). Toward an Eclectic Theory of International Production: Some Empirical Tests, *Journal of International Business Studies*, 11, pp.9-31.
- Dunning, J. H. (1988). The theory of international production, *The International Trade Journal, Vol. 3*(1), pp.21-66.
- Forsgren, M. and J. Johanson (1975) *International business economics*. Norstedts.
- Ghoshal, S. and C. Bartlett. (1999). *The Individualized Corporation: A Fundamentally New Approach to Management*. Collins Business.
- Johanson, J. and Vahlne J. (1977). The internationalization process of the firm – a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of International Business Studies*, 8(1), pp.23-32.
- Johanson, J. and Vahlne J. (2009). The Uppsala Internationalization Process Model Revisited: From Liability of Foreignness to Liability of Outsidership. *Journal of International Business Studies*, 40(9), pp.1411-1431.
- McManus, J. C. (1972). *The theory of the multinational firm*. In G. Paquet, editor, *The multinational firm and the nation state*. Toronto: Collier Macmillan.
- Perlmutter, H. V. (1969). The Tortuous Evolution of the Multinational Corporation. *Columbia Journal of World Business, Vol. 4*, pp. 9-18.
- Prahalad, C.K. and G. Hamel. (1990). The core competence of the corporation. *Harvard Business Review, Vol.68*(3), pp.79–91.
- Rumelt, R. P. (1982). Diversity and Profitabilit. *Strategic Management Journal*, 3(4), pp.24-36.
- Vahlne J. (2020). Development of the Uppsala model of internationalization process: From internationalization to evolution. *Global Strategy Journal, Vol. 10*(2), pp.239-250.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.

#### 第4章

- 伊田昌弘 (2010) 「小島理論 V S レディング学派—80年代論争の回顧と今日的意義」『日本国際経済学会』
- 今井賢一, 伊丹敬之, 小池和男 (1982) 『内部組織の経済学』東洋経済新報社.

- 入山章栄 (2015) 『ビジネススクールでは学べない世界最先端の経営学』 日経BP社.
- 岩谷昌樹, 谷川達夫 (2006) 『総合商社 商社機能ライフサイクル』 税務経理協会.
- 榎本俊一 (2012) 『総合商社論』 中央経済社.
- 奥村宏 (1994) 『日本の六大企業集団』 朝日新聞社.
- 加藤孝治 (2018) 「総合商社に期待される機能変化に関する考察—食品分野における事業展開の変化—」 『目白大学経営学研究』 Vol.16, pp.1-13.
- 川辺信雄 (1981) 「戦前における総合商社の在米支店活動—三菱商事サンフランシスコ、シアトル両支店の事例研究—」 『経営史学』 Vol. 16(4), pp.26-49.
- 小島清, 小澤輝智 (1984a) 『総合商社の挑戦—経済開発のマーチャント』 産業能率大学出版部.
- 塩田長英 (1976) 『総合商社：日本型多国籍企業の未来』 日本経済新聞社.
- 島田克美 (1990) 『商社商権論』 東洋経済新報社.
- 島田克美 (2000) 「日本のフードシステムと総合商社の統合行動 (2) 畜産物関連ビジネスと食品の流通を中心に (2)」 『貿易と関税』 Vol.48(12), pp.58-65.
- 杉野幹夫 (2005) 「ITによる流通革命の中で総合商社の電子商取引戦略」 山口重克・福田豊・佐久間英俊編 『ITによる流通変容の理論と現状』 御茶の水書房.
- 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.
- 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.
- 土井教之 (2006) 「総合商社の経済理論—内部組織と競争—」 土井教之・伊藤正一・増田政靖編 『現代の総合商社-発展と機能』 晃洋書房.
- 中川敬一郎 (1967) 「日本の工業化過程における『組織化された企業者活動』」 『経営史学』 経営史学会 Vol.2(3), pp.8-37.
- 中川敬一郎 (2014) 「経営史」 『改定新版 世界大百科事典(電子版)』 平凡社.
- 中條誠一 (1994) 「書評 伊藤英吉『総合商社論』」 『立命館経営学』 Vol.32(4・5a), pp.303-311.
- 中村真人 (2012) 「総合商社による事業投資の発展と日本企業のグローバル化：資源とエネルギーの分野で」 『東京女子大学紀要論集』 Vol.62(2), pp.87-110.
- 日本貿易会 (2020) 『商社～グローバルな価値創造に向けて～ (商社ハンドブック 2020)』 日本貿易会.
- 政岡勝治 (2006) 『総合商社の非総合性研究』 晃洋書房.
- 御園生等 (1961) 「総合商社は斜陽であるか」 『エコノミスト』 毎日新聞社. Vol.39(21), pp.6-20.
- 三宅真也 (2014) 「総合商社の本質-その存続性に関する考察-」 早稲田大学審査

学位論文(博士).

- 孟子敏 (2006) 「総合商社におけるナノテクビジネス分野への取り組みの検証-日本の産業界の動向に対するデータ分析から-」『新潟大学現代社会文化研究』 No.35, pp.47-64.
- 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, pp.119-139.
- 森川英正 (1971) 「総合商社〔の史的研究にかんする問題点〕について」『経営志林』 法政大学経営学会 Vol.8(3), pp.53-64.
- 山崎広明 (1987) 「日本商社史の論理」『社会科学研究』 東京大学社会科学研究所 Vol.39(4), pp.149-197.
- 吉原秀樹 (1987) 「国際的に見た総合商社の経営史」『国民経済雑誌』 156(6), pp.103-121.
- 米川伸一 (1983) 「総合商社形成の論理と実態—比較経営史からの一試論—」『一橋論叢』 Vol. 90(3), pp.319-343.
- 頼誠, 塘誠, 浅田孝幸 (2016) 「総合商社の事業構造変化に対応した組織的マネジメント・コントロール 三菱商事の事例を中心として」『メルコ管理会計研究』 Vol.8(2), pp.63-74.
- Amine, T. L., S. Vacusgil and R. Weinstein. (1986) Japanese sogo shosha and the U.S. export trading companies. *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol.14, pp.21-32.
- Buckley, P. J. (1985). The Economic Analysis of the Multinational Enterprise: Reading Versus Japan?. *Hitotsubashi Journal of Economics*, No.26, pp.117-124.
- Delios, A., and P. Beamish. (1999). Ownership strategy of Japanese firms: transactional, institutional, and experience influences, *Strategic Management Journal*, Vol.20, Issue 10, pp.915-933.
- Kojima, K. and T. Ozawa. (1984b). *Japan's General Trading Companies – Merchants to Economic Development*. OECD.
- Palepu, K. and A. M. Ciechanover. (2020). *M-Lab: Enabling Innovation at Mitsubishi Corporation*. Harvard Business School Case 120-061, May 2020.
- Shao, A.T. and P. Herbig. (1993). The Future of Sogo Shosha in a Global Economy, *International Marketing Review*, Vol.10, No.5, pp.37-55.
- Winter, S. G. (1988). On Coase, Competence, and the Corporation, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 4.
- Yamamura, K. (1976). *General Trading Companies in Japan – Their Origins and Growth, Japanese Industrialization and Its Social Consequences* Edited by Hugh Patrick with the assistance of Larry Meissner. University of California Press.

Yonekawa S. (1985). The Formation of General Trading Companies: A Comparative Study, *Japanese Yearbook on Business History, Vol. 2*, pp.19-22.

## 第5章

野中郁次郎, 竹内弘高 (1996). 『知識創造企業』東洋経済新報社.

野中郁次郎 (2007). 「イノベーションの本質」『学術の動向』2007年12巻5号, pp.60-69.

Chang, S. (1995). International expansion strategy of Japanese firms: capability building through sequential entry. *Journal of Management Journal* 38(2), pp.383-418.

Goerzen, A. and S. Makino. (2007). Multinational corporation internalization in the service sector: a study of Japanese trading companies. *Journal of International Business Studies* 38, pp.1149-1169.

Kogut, B. and U. Zander. (1992). Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology. *Organization Science, Vol. 3*, pp.383-397.

Levitt, B., and March, J. G. (1988). Organizational Learning. *Annual Review of Sociology, Vol.14*, pp.319-40.

## 第6章

石川大輔 (2007) 「銀行部門の脆弱性は貸出供給を通じて景気循環に影響を与えたのか?—日本における県別パネルデータを用いた分析」『KIER Discussion Paper Series』No. 0604.

菊地智美 (2011) 「キャッシュ・フロー指向の企業評価と資源配分—日本の製造業の実証研究から—」『明大商学叢書』Vol.92(2), pp.77-92.

北村行伸(2005) 『パネルデータ分析』一橋大学経済研究叢書 53.

佐藤克宏 (2019) 「M&A は長期間にわたる継続的な企業価値の創造につながっているか - 日本企業の大規模パネルデータによる実証分析」『BMA ジャーナル』Vol.19, No.2, pp.3-22.

仁科一彦 (1999) 「企業経営のパフォーマンス指標について~ROE と EVA の批判」『現代ファイナンス』Vol.5, pp.41-55.

千木良弘朗 (2008) 「静学的パネルデータ分析—概観—」『経済研究』Vol.59, No.2, pp.97-111.

藤原翔 (2015) 「教育意識の基礎的ばねるデータ分析」『東京大学社会科学研究所パネル調査プロジェクトデスクッションペーパーシリーズ』No.92.

水落正明 (2012) 「大学志願者数と進学者数の差に関する都道府県パネルデータ分析」『三重大学法経論叢』Vol.29, No.2, pp.35-45.

- 三井物産株式会社 (2020) 「中期経営計画 2023」『三井物産ホームページ』2021年6月3日アクセス。  
 <<https://www.mitsui.com/jp/ja/company/outline/management/index.html>>
- 山野井順一 (2021) 「経営学研究における定量的研究の潮流」『組織科学』 Vol.54(4), pp.4-18.
- 山本勲 (2015) 『実証分析のための計量経済学』中央経済社.
- 吉成雄一郎 (2020a) 「総合商社の海外進出形態に関する考察 -事業発展プロセスを考慮した海外進出モデルの再定義と時系列分析-」『ソシオサイエンス』 Vol.27, pp.1-20.
- 吉成雄一郎 (2020b) 「総合商社研究論ー先行研究の定量的系統的検討と課題ー」『社学研論集』 Vol.36, pp.22-36.
- 吉成雄一郎 (2021) 「総合商社の企業価値創造ーパネルデータ分析によるビジネスモデル進化の検証ー」『社学研論集』 Vol. 38, pp.11-25.
- Sharma, A. and S. Kumar (2010). Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2 (2), pp.200-220.
- Kumar, S. and A. K. Sharma. (2011). Association of EVA and accounting earnings with market value: evidence from India. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, Vol. 3, No. 2, pp. 83-96.
- Ismail, A. (2006). “Is economic value added more associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 2, pp.343-353.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data, 2<sup>nd</sup> ed.*, Cambridge(UK)+New York: Cambridge University Press.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data Forth Edition*, Wiley.
- Johanson, J. and J. Vahlne. (1977). The internationalization process of the firm – a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of International Business Studies* 8(1), pp.23-32.
- Johanson, J. and J. Vahlne. (2009). The Uppsala Internationalization Process Model Revisited: From Liability of Foreignness to Liability of Outsidership. *Journal of International Business Studies*, 40(9), pp.1411-1431.

## 第7章

- 大東和武司 (1996) 「フリー・スタンディング・カンパニイは多国籍企業か」『久留米大学商学研究』 Vol.1, pp.137-173.
- 喬晋建 (2012) 「チャンドラーと経営戦略論」『海外事情研究』第40巻第1号.

- 小池賢治 (2011) 「イギリス多国籍商社「H&C」の経営システムと収益メカニズム : Managing Agency Capitalism 分析への一接近」『駿河台経済論集』 20 (2), pp.1-72.
- 川辺信雄 (1991) 『“商社”戦後日本経営史』 東洋経済新報社.
- 坂本恒夫 (2010) 「日本総合商社の特質－英国多国籍商社と比較して－」 立命館経営学, Vol.48(5), pp.1-15.
- 猿渡啓子 (2014) 『フリースタANDINGカンパニーとクラスター』 同文館出版.
- 埜本一雄 (2017) 『総合商社機能の本質に関する研究－マーケティングの観点から』 広島大学大学院社会科学研究科 博士論文.
- 三宅真也 (2006) 「総合商社における海外直接投資 (FDI) の戦略的意味合い－フリースタANDING・カンパニー (FSC) との比較と商社ビジネスモデルの変化に関する考察を通じて－」『国際ビジネス研究学会年報』 2006 年, pp.79-91.
- 安室憲一, 四宮由紀子 (1999) 「総合商社の〔市場形成型〕直接投資の分析－英国フリースタANDING会社との比較において－」『商大論集』 Vol.50, No.5, pp.631-665.
- Casson, M. (1997). *Information and Organization: A New Perspective on the Theory of the Firm*. Oxford University Press. Harvard University Press.
- Chandler, A. D. (1977). *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*.
- Houston, T. and J. H. Dunning. (1976). *UK Investment Abroad*. London
- Jones, G. (2000) *Merchants to Multinationals, British Trading Companies in the Nineteenth and Twentieth Centuries*. Oxford University Press. (坂本恒夫・正田繁監訳 (2009) 『イギリス多国籍商社社史－19・20世紀－』 日本経済評論社.)
- Yasumuro, K. (1998) Japanese general trading companies and ‘free-standing’ FDI after 1960, *The Multinational Traders*.
- Wilkins, M. (1988). The Free-Standing Company, 1870-1914: An Important Type of British Foreign Direct Investment. *The Economic History Review*, Vol. 41, No. 2, pp.259-282.
- Wilkins, M. and H. Schröter. (1998). *The Free-Standing Company in the World Economy 1830-1996*. Oxford University Press.
- Wilson, J. F. (1995). *British business history, 1720-1994*. Manchester University Press.

## 第 8 章

- Anand, B., D. J. Collis and S. Hood. (2015). *Danaher Corporation*. Harvard Business

## 第9章

- ASEAN JAPAN (n.d.) 「ミャンマーの大型企業・財閥のプロフィール」『ASEAN JAPAN タイ・アセアンの市場調査のためのマーケティング情報サイト』アクセス 2022年4月20日 <<https://www.asean-j.net/31227/>>
- 公益社団法人国際経済交流協会 (2013) 「『中小企業だからこそ一番になれるところを見つけよう』—決断、やる気、信念、そして人の道を忘れずに—」『公益社団法人国際経済交流協会ホームページ』アクセス 2022年4月20日 <<https://www.ieea.or.jp/single-post/suzuki>>
- 日本経済団体連合会 (2021) 「大統領選挙を控え経済発展に取り組むブラジル」『週刊経団連タイムズホームページ』2021年11月11日 No.3521, アクセス 2022年4月20日 <[https://www.keidanren.or.jp/journal/times/2021/1111\\_09.html](https://www.keidanren.or.jp/journal/times/2021/1111_09.html)>
- 日本貿易会 (2010) 「特集 ブラジルでの商社の取り組み 三井物産が推進する地域に根差したガス配給事業—三井ガスの取り組み」『日本貿易会 月報』2010年9月号 (No.684) .
- 日本貿易会 (2013) 「ミャンマーにおける三菱商事のインフラ事業について」『日本貿易会 月報』2013年11月号 (No.719) .
- 三菱商事 (2015) 「ミャンマーにおける食料・食品事業について～東南アジアにおける食材の垂直統合モデル構築に向けた新たな取り組み～ 2015年3月30日」『三菱商事ホームページ プレスルーム』アクセス 2022年4月20日 <<http://www.mitsubishicorp.com/jp/ja/pr/archive/2015/html/0000027050.html>>
- Yin, R. (1994). *Case Study Research*. Sage Publications, Inc. (近藤公彦訳 (2011) 『新装版 ケース・スタディの方法 [第2版]』千倉書房.

## 第10章

- 浅羽茂. (2004) 『経営戦略の経済学』日本評論社.
- 五百旗頭治郎 (2016) 「総合商社セクター投資判断」『大和証券レポート』2016年7月8日.
- 周炫宗 (2003) 「戦略的組織学習に関する一考察」『三田商学研究』Vol.46(4), pp.49-71.
- 日経ビジネス (2016) 「SAP 創業者『イノベーションのジレンマを語る ITの巨象を変えた、カリスマ経営者の決断』」『日経ビジネスホームページ』アクセス 2022年4月20日 <<https://business.nikkei.com/atcl/interview/15/238739/083100199/>>
- 樋口泰行 (2016) 「大企業のジレンマ回避」『DIAMOND ハーバード・ビジネス

- ス・レビュー 2016年9月号』ダイヤモンド社.
- 平野正雄 (2017) 『経営の針路』ダイヤモンド社.
- 吉成雄一郎 (2017) 「総合商社のビジネスモデルの考察及び戦略的進化の可能性に関する研究~「総合商社経営のジレンマ」を超える~」早稲田大学ビジネススクールプロジェクト研究論文.
- 吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男 (1981) 『日本企業の多角化戦略ー経営資源アプローチ』日本経済新聞社.
- Chandler, A. D. (1969). *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*. MIT Press.
- March, J. G. (1991). Exploration and Exploitation in Organizational Learning. *Organization Science*, Vol.2, pp.71-81.
- O'Reilly, C. A. III and M. L. Tushman. (2004). The Ambidextrous Organization. *Harvard Business Review*, April 2004

## 終章

- O'Sullivan, M. (2019). Globalisation is dead and we need to invent a new world order. *The Economist*. June 28 2019. Retrieved on April 20, 2022, from <https://www.economist.com/open-future/2019/06/28/globalisation-is-dead-and-we-need-to-invent-a-new-world-order>



## 謝辞

本論文は、筆者が早稲田大学大学院社会科学研究科博士後期課程へ入学以来の研究成果をまとめたものである。2017年の入学時には米国シリコンバレーに海外赴任をしており、博士課程の5年間はすべて海外にいたにもかかわらず、的確なアドバイスにより本研究の提出まで導いてくださった指導教官の長谷川信次教授に深く御礼申し上げます。また、論文の完成に向けてご助言頂いた社会科学学術院の井上正教授、荒井洋一准教授、早稲田大学ビジネススクール（経営管理研究科）の平野正雄教授、学会発表において貴重な助言を頂戴した先生方、査読付論文の審査をして頂いた匿名の先生方にも深く感謝の意を表します。

さらに、社会人大学院生を陰ながら支えてくれ理解を示してくれた家族にも心から感謝の言葉を贈りたいと思います。