

【レフリー原著・資料(BMA 論文区分)】

総合商社による事業ポートフォリオ編成の定量評価

— 有価証券報告書セグメント情報を活用した分析事例 —

畑憲司

総合商社のビジネスモデルが 2000 年代に入って大きく変化したことは、多くの先行研究から示されているところである。近年、総合商社は、主として海外における金属事業投資や、エネルギー事業投資について、度重なる減損損失の計上を繰り返してきた。一方筆者は、総合商社が唱える、いわゆるバリューチェーン戦略が、特に食品流通の事業領域では小売りの段階まで行き届き、事業業績のボラティリティ抑制に寄与しているのではないかと仮説を持っている。この仮説に基づき、総合商社の事業ポートフォリオを定量評価した結果、国際商品市況の影響を受けた金属、エネルギー領域でのボラティリティが相対的に大きく、食料を含む生活関連領域のボラティリティは相対的に小さいことが確認できた。詳細については、食品流通業界等における今後のミクロ的ケーススタディーによりさらなる論証が行われるべきであるが、総合商社全体の事業ポートフォリオを包摂的に定量化した分析として一定の意義があると考え、「資料」の位置づけで公開することとする。

1. 背景と先行研究

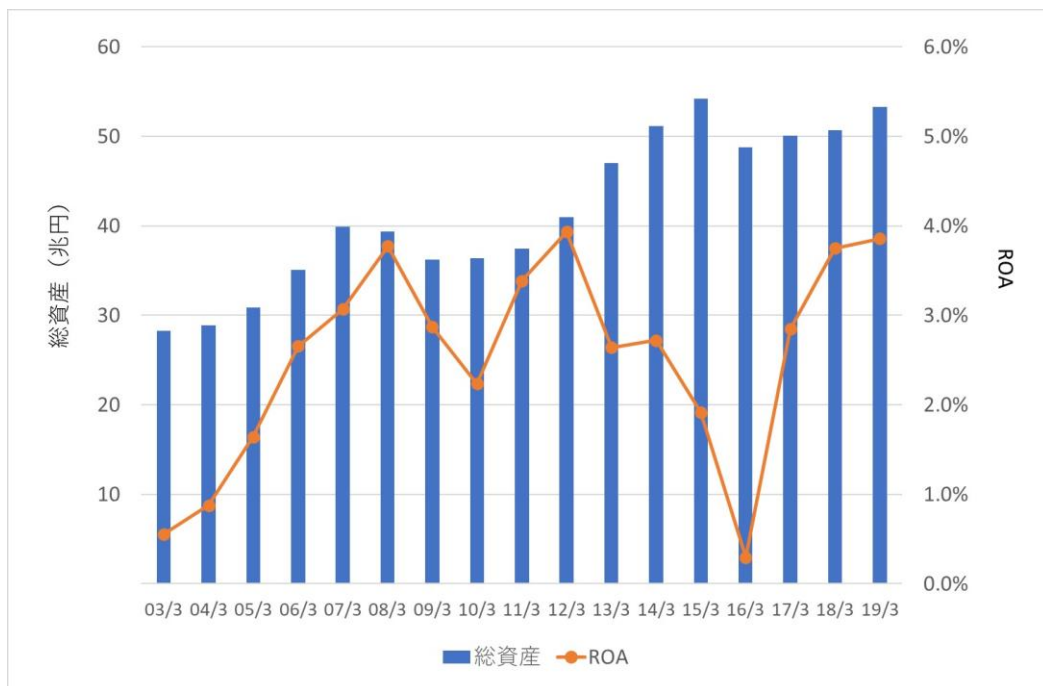
多角化経営のあり方論について、古くは Ansoff(1957)にその起源を求めることが出来るが、事業ポートフォリオの概念を提示し、実際の企業経営に影響を及ぼした点ではアベグレン(1977)の市場シェア・成長マトリクスが余りに有名である。この時点で提示された概念は、プロダクトライフサイクルの考え方にに基づきキャッシュフローをフル活用させるためのフレームワークであったと言え、相対的に経営の外部環境を重視したものであったといえるだろう。一方で、Prahalad & Hamel(1990)は、多角化経営について、より内部環境に目を向けたコア・コンピタンスによる規律付けを提唱し、1990 年代後半の時代背景として、事業領域が過剰に拡大しているとの認識が広まっていた日本企業にとっては、いわゆる「選択と集中」の論拠ともなった。然しながら言うまでもなく、企業の内部環境について客観的な基準を設けることは特に難しく、実務面では様々な試行錯誤が行われる間、Campbell, Goold & Alexander(1995), Campbell & Goold(1998)は、慎重な姿勢ながらも管理部門による事業部門間のシナジー効果発現に多角化経営の意義を見出すことになる。一方で、アビーム M&A コンサルティング(2012)、井口(2014)のように専門的実務家の視点からは、シナジー効果の定量化と M&A 実施時のプレミアム付与(市場価格より高値での株式取得実施)の対応関係について、コーポレートファイナンスの面から整理が進んだ。このことにより、事業ポートフォリオの概念がコーポレートファイナンスの理論と接続し、さらには事業ポートフォリオを実際の証券投資理論と同様の定量的フレームワークで管理することが可能になったものと理解できる。実際、この稿でフォーカスすることになる総合商社の全てで、定量的な組織業績評価指標が導入されていること

は、筆者としての分析内容が資料としての意義を持ち得るうえでの大前提となる。

また日本では、ある意味における多角化企業の成功事例として総合商社が注目されるようになり²⁾、既にかなりの研究が進展している。島田・黄・田中(2003)は、総合商社経営の過渡期にあつて、横割論としての総合商社論と主要な事業領域についての縦割論について、包摂的な論点提起を早くも構成している。田中隆之(2012, 2017)は、総合商社を「総合事業運営・事業投資会社」と再定義し、その特質について①関係会社の活用、②バリューチェーン戦略、③投資のリサイクル、にあるとしている。この定義・認識は、総合商社によって実施される事業投資が、外形的には証券投資であり、その目的が事業運営にあるのか、投資リターンの獲得にあるのか、外部からは判然としないため、かなり慎重な立場をとっているものといえよう。また、事業運営面でのキー概念となる「バリューチェーン戦略」³⁾については、榎本(2012, 2017)を含め、シナジー効果発現のメカニズムについて定見が得られているとはいえない状況にある。また、定量分析としては孟(2008)のように総合商社の資産構造の変質や、受取配当金・持分法による投資損益に着目した分析は早くからあったものの、全社ベースの財務分析の枠組みのなか総合商社の“総合性”故に、利益を生み出すメカニズムがどのように変質したかという点については、定性的議論との併記に留まっている。

さらには、この間既に確立したかに見えた総合商社としての勝ちパターンも、資源ブームの終焉を受け、2016年3月期には各社B/S、P/Lとも大きなダメージを受けた(図1)⁴⁾。三菱商事が「市況系」から「事業系」へ、さらに事業運営へのコミットメントを高める意思表示をするなど、総合商社としての経営のあり方は、新たな局面でさらなる変容を続けている⁵⁾。田中彰(2018)からも、国際商品市況から総合商社の業績が影響を受けたことは明白であるが、「資源」「非資源」の枠組みを踏襲し、各論として個別の事業領域の業績と商品価格の同期性(どの事業領域が「市況系」といえる状況にあったのか、否か)までには踏み込んでいないものと認識している。このように、他国に類を見ないとされる業態についての研究課題は増しているといえよう。

図1 総合商社主要5社の総資産とROA



出所：有価証券報告書より筆者作成

この資料の位置づけとしては以下の通りと考えている。この資料では、以上の認識をふまえ、2つの目的で定量分析を行う。1点目は、総合商社の事業ポートフォリオについて、証券投資理論に沿った定量分析を提示することである。公知資料たる有価証券報告書におけるセグメント情報は限定的であり、全社ベースの財務諸表のような子細な勘定項目についての把握はできない一方、開示されている情報は、フィナンシャルな事業ポートフォリオを表出させ得るものであり、またそれらの情報は既に述べた各社の定量的な組織業績評価指標の積み上げでもある。実務的には、個別事業のP/L、B/Sが有価証券報告書で開示されるセグメント区分よりも、より下層の細かいレベルで管理されていると考えられ、またそのことによってシナジー効果発現企図を含む組織変更も容易になったのか、公開されるセグメント情報の区分組み換えもしばしば行われる。然しながら、こうしたセグメントの組み換えをトレースし、大括りであっても総合商社の連結財務諸表を事業領域別に要素分解することには一定の意義があると考えている。

2点目は、市況系領域と事業系領域の識別、並びにそれぞれへの資産投下状況把握である。総合商社の勝ちパターンが有効とみられていた間は、資源・非資源の区分でIR上の情報開示が行われることがしばしばであった。一方、国際商品市況から業績に大きな影響を受けたことを踏まえ、三菱商事は市況系・事業系の区分で事業ポートフォリオのガバナンスを捉え直そうとしている⁶⁾。また、総合商社が取り組んできた事業投資の特質については、個別の投資案件について精査する必要があるが、特段の仮説のないままニュースリリースや、投資実行後の経過についてあたることは包摂的なアプローチとはいえない。仮説構築の準備作業としては、アセットベースの増減分析をまず行う方が、トレースすべき投資案件を検出するうえで、包摂的かつ合理的であると考えられる⁷⁾。

2. 定量分析のアプローチ

次のデータを使用、手続きを踏むことによって総合商社の事業ポートフォリオの把握、国際商品市況からの影響の有無を識別するアプローチをとる。

2-1. 使用するデータ

財務データ：

分析対象企業：三菱商事、伊藤忠商事、三井物産、住友商事、丸紅の5社とする⁸⁾。

分析対象期間：2003年3月期～2019年3月期までの17期の年次データを対象とする⁹⁾。

セグメント情報：各社有価証券報告書のうちセグメント情報として公開されているデータを用いる。

国際商品市況データ：

ソース：World Bank Commodities Price Forecast (nominal US dollars)

分析対象期間：2002年～2018年までの実績値（但し2013年については、2013年10月時点予測値）

対象品目：分析対象期間にあたる長期時系列の年次データが利用可能な主要商品

Coal, Australia; Crude oil, avg; Natural gas, US; Soybeans; Maize; Wheat, US., HRW;
Logs, S.E. Asia, Cotton A index; Aluminum; Copper; Iron ore; Nickel

セグメント情報については、しばしばセグメントの組換えが行われるが、セグメント組換えがあった年度の有価証券報告書においてその概要が説明されるので、目視によって確認し適切に整理を行い、長期時系列でのセグメントデータ分析を行い得るようデータのとりまとめを行う¹⁰⁾。

2-2. 事業ポートフォリオを把握するデータ

総合商社の事業ポートフォリオを構成する基本的データを把握し俯瞰することを目的とし、各社の事業領域ごとに総資産（加重平均）、事業領域別 ROA（加重平均）、事業領域別 ROA の標準偏差を求める。

2-2-1. 総資産（加重平均）

各年度の事業領域別総資産を合算のうえ、年次データの個数（n=17）で除して、事業領域別総資産（加重平均）を得る（以下では、2019 年 3 月期を 19/3 のように略記する）。

$$\text{総資産（加重平均）} = \frac{\sum_{k=03}^{19} \text{総資産}_{k/3}}{n}$$

2-2-2. 事業領域別 ROA の加重平均

加重平均により、事業領域別の ROA を得る。

$$ROA \text{（加重平均）} = \frac{\sum_{k=03}^{19} \text{純利益}_{k/3}}{\sum_{k=03}^{19} \text{総資産}_{k/3}}$$

2-2-3. 事業領域別 ROA の標準偏差

事業領域別の標準偏差を得る。各年度の事業領域別 ROA はもちろん、純利益／総資産であるが、単純にこれらの標準偏差をとってしまうと、総資産、ROA について加重平均をとっていることとの関係で整合しなくなってしまう。そこで、いったん ROA を寄与度ベースで評価し、

$$ROA_{k/3}(\text{寄与度}) = \frac{\text{純利益}_{k/3}}{\sum_{k=03}^{19} \text{総資産}_{k/3}}$$

これを n 倍(n=17)したものについて、標準偏差をとることとする。

$$ROA(\text{標準偏差}) = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{k=03}^{19} (ROA_{k/03}(\text{寄与度}) \times n - ROA(\text{加重平均}))^2}$$

2-3. 市況系領域と事業系領域の識別、資産投下状況把握を把握するデータ

各社の業績結果指標としての事業領域別 ROA が国際商品市況とどの程度の相関関係を持っていたか評価する。総資産投下状況を、資産の増加量のベースで把握する。

2-3-1. 業績と国際商品市況の相関関係

各社の業績結果指標としての事業領域別 ROA と任意の商品価格(p_j)との相関関係(ρ)を算出し、事業領域別 ROA

にとって、主としてどの商品価格が影響を及ぼしたのか把握する。その際、個別事業領域としての特性と個別商品価格との間で類推される因果関係については、配慮する($j=1, 2, \dots, 12$)。

$$\rho_{(p_j, ROA)} = \frac{\sum_{k=03}^{19} (p_{j,k-1} - E(p_j)) (ROA_{k/03} - E(ROA))}{\sqrt{\sum_{k=03}^{19} (p_{j,k-1} - E(p_j))^2 \sum_{k=03}^{19} (ROA_{k/03} - E(ROA))^2}}$$

相関関係の高い商品価格を特定し、別途行う単回帰分析により、事業領域別 ROA と商品価格との間の因果関係について、その有意性につき評価する(得られた単回帰式の商品価格の係数 β について t 検定を行う)。

$$ROA_{k/03} = \alpha + \beta \cdot p_{j,k-1} + e_{k/03}$$

2-3-2. 資産投下状況

分析対象期間中の事業領域別資産投下状況について、CAGR(Compound Annual Growth Rate)で評価する($n=17$)。

$$\text{総資産 (CAGR)} = \frac{1}{n-1} \sqrt[n]{\frac{\text{総資産}_{19/3}}{\text{総資産}_{03/3}}} - 1$$

3. 総合商社各社の事業ポートフォリオと国際商品市況

各社セグメント情報を長期時系列でも比較可能なようとりまとめを行い、事業領域(この資料における分析の便宜のために新たに定義されるセグメントの単位であり、現行セグメントと一致する場合とそうでない場合がある)としての再整理を行うことによって、長期時系列で総資産(加重平均)、事業領域別 ROA(加重平均)、事業領域別 ROA の標準偏差を得ることを可能とした(表1、次頁)。

過去に発生したセグメントの組換えについては、当該年度の有価証券報告書により、その内容を目視で確認し、長期時系列でデータの連続性の確保を図った(詳細については、続く事業ポートフォリオ分析のチャート下に記載した)。なお表中右端列には、続く国際商品市況との相関関係分析の準備として、各事業領域の業績に対して一般論的として因果関係が発生し得る商品価格(業績ドライバ)を仮説的に整理のうえ示した。

3-1. 各社事業ポートフォリオ

各社事業ポートフォリオは、既述のようにセグメント情報のとりまとめ作業を通じて得られた「事業領域」を単位として記述される。事業ポートフォリオの性質から、図は便宜的に、縦軸に ROA(加重平均)、横軸に ROA の標準偏差、バブルの大きさには総資産(加重平均)をとっている。また、ROA(加重平均)と ROA(標準偏差)の比較を容易にする便宜から、図中に 45° 線の破線を配している。付されるコメントは、事業ポートフォリオの全体像を包摂的にコメントしたものではない。

3-1-1. 三菱商事

三菱商事の事業領域は、新産業金融、機械、エネルギー、金属、化学品、生活産業の6つの事業領域に整理された。新産業金融は、19/3 期については地球環境・インフラセグメントとの合算であり、その他5つの事業領域

については、現行の報告セグメントである(表2)。

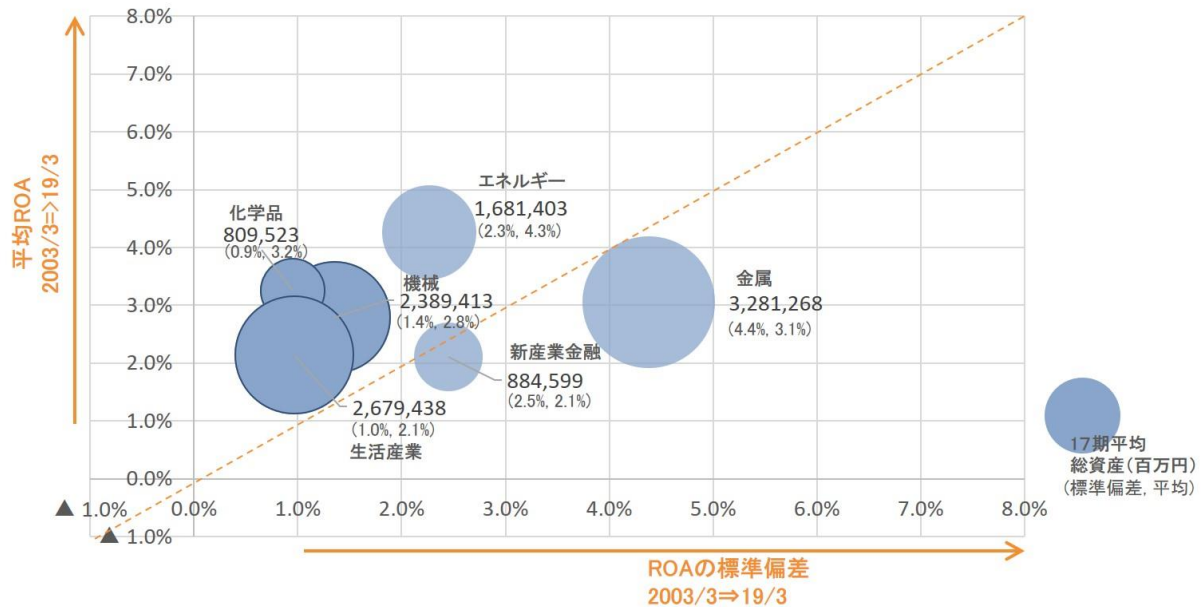
表1 セグメント情報に基づく事業領域の再整理

事業領域	各社事業領域					業績ドライバ (仮説)
	三菱商事	伊藤忠商事	三井物産	住友商事	丸紅	
エネルギー	エネルギー	金属・エネルギー	エネルギー	資源・化学品	エネルギー・金属	Coal Crude Oil Natural Gas
化学	化学品		化学品		素材	
金属	金属		鉄鋼製品・金属	金属	エネルギー・金属	Aluminum Copper Iron ore Nickel
機械	機械	機械	機械・インフラ	インフラ 輸送・建機	電力・プラント 輸送機	
民生	繊維	繊維	生活産業・その他	メディア・生活	生活産業	Cotton
	食料	食料				Soybeans Maize Wheat
		生活・その他				Logs

Note: このほか、三菱商事の新産業金融があるが、他4社との比較の便宜上、上記の整理からはいったん捨象した。

出所：筆者分析

図2 三菱商事の事業ポートフォリオ



Note: 三菱商事のセグメントは、新産業金融、機械、エネルギー、金属、化学品、生活産業の6つの事業領域に整理できることがわかった。新産業金融セグメントは、03/3期～06/3期については新機能セグメントの値を、07/3期及び08/3期についてはインベージョンセグメントとの合算を行った。

出所：有価証券報告書に基づき、筆者分析

三菱商事の事業領域のうち、ROA（加重平均）より ROA の標準偏差が上回っているのは、新産業金融と金属である。なかでも最大の総資産（加重平均で 3,281,268 百万円、19/3 期でも）を保有している金属セグメントで標準偏差が大きくなっているのが目立つ（加重平均 ROA : 3.1%、標準偏差 : 4.4%）。要因としては、16/3 期のチリ銅事業などでの減損損失が最も大きく、当時は金属セグメントだけで 3,300 億円の減損損失を計上した¹¹⁾。

一方、金属の次に多くの資産を投下している生活産業については、ROA（加重平均）こそ 2.1%となっているが、標準偏差も 1.0%と低水準を維持しており、確実に利益を生み出す柱となっていることが伺えるのである。

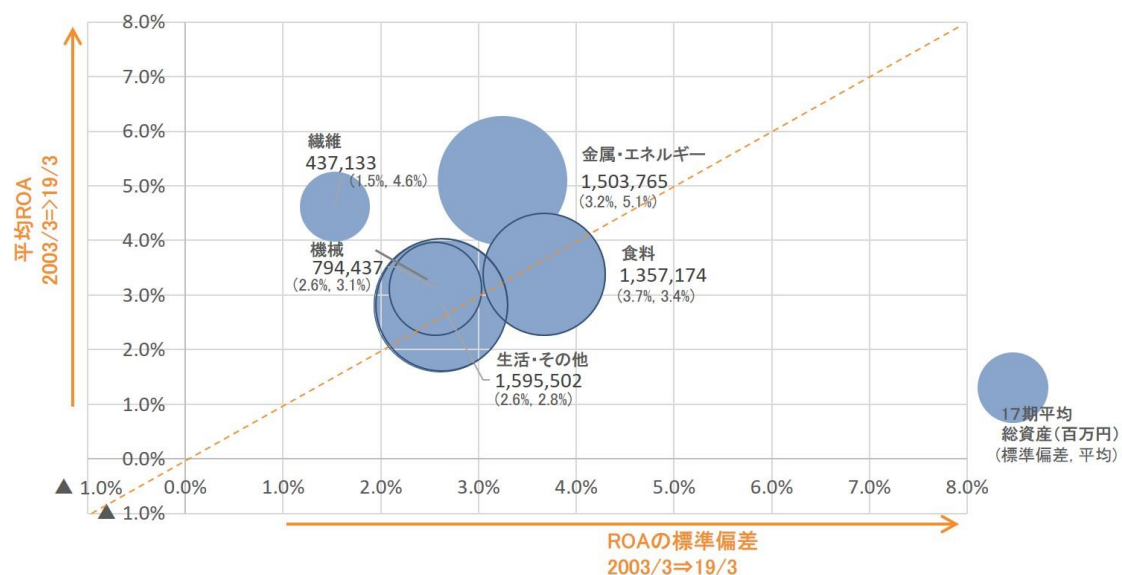
3-1-2. 伊藤忠商事

伊藤忠商事の事業領域は、繊維、機械、金属・エネルギー、食料、生活・その他の 5 つの事業領域に整理できることがわかった。このうち 19/3 期との関係では、繊維、機械、食料については現行セグメントであるが、金属・エネルギーに関しては金属セグメント、エネルギー・化学品セグメントの合算を示しており、生活・その他については住生活、情報・金融の合算となっている。

金属・エネルギーについては、ROA(加重平均)が 5.1%と高水準を示す一方、分析対象期間中、事業領域として赤字を計上することなく、標準偏差を 3.2%に抑制できており、比較的収益とリスクのバランスがとれた事業運営が行われていたと見て良いだろう。

伊藤忠商事の事業領域のうちで、標準偏差が最も大きくなっているのは、食料である。これは、2019 年 3 月期に実施された TOB によりユニー・ファミリーマートホールディングス（UFHD）の連結子会社化を行った際、伊藤忠商事が保有する既存株式の再評価益として 1,412 億円を計上したことも影響しているとみられる¹²⁾。

図3 伊藤忠商事の事業ポートフォリオ



Note: 伊藤忠商事のセグメントは、繊維、機械、金属・エネルギー、食料、生活・その他の5つの事業領域に整理できることがわかった。金属・エネルギーについては、11/3期までは、金属・エネルギーセグメント、以降は金属セグメント・エネルギー・化学品セグメントの合算を行った。生活・その他については、生活・その他(04/3-11/3期)、住生活・情報セグメント(11/3-15/3期)、住生活セグメント(16/3期以降)の他、セグメント組換えの内容が必ずしも明らかでないセグメントについても合算した(例えば、16/3期以降の情報・金融セグメント)。

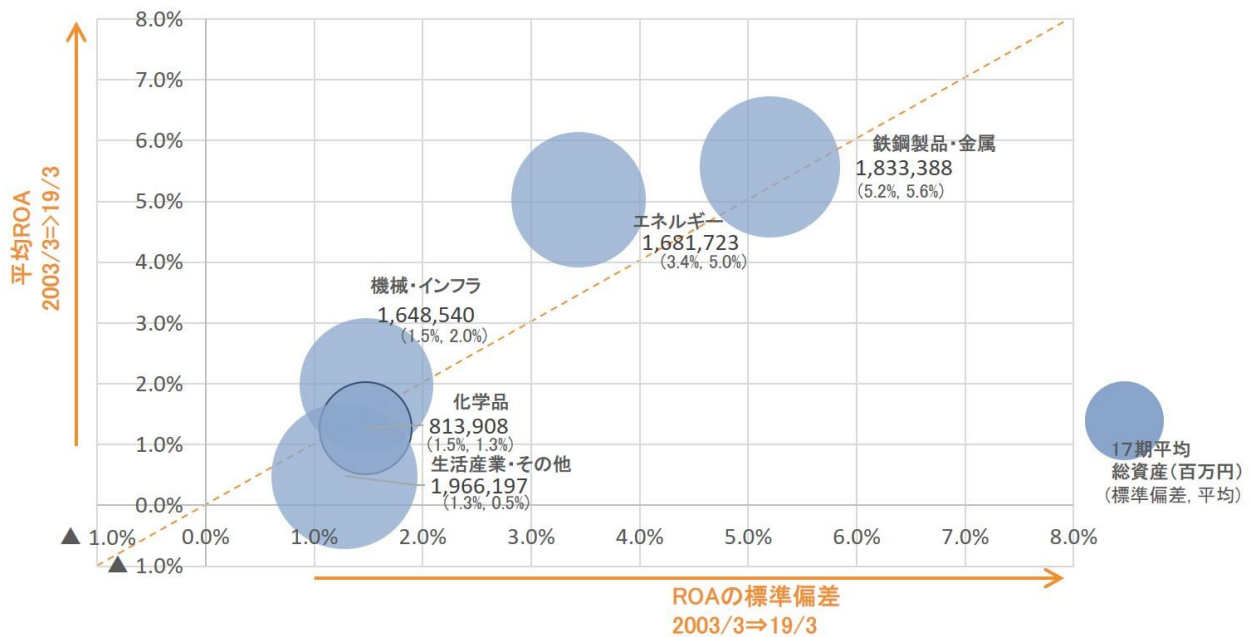
出所： 有価証券報告書に基づき、筆者分析

3-1-3. 三井物産

三井物産の事業領域は、鉄鋼製品・金属、機械・インフラ、化学品、エネルギー、生活産業・その他の5つの事業領域に整理できることがわかった。このうち19/3期との関係では、機械・インフラ、化学品、エネルギーが現行セグメントであり、鉄鋼製品・金属は鉄鋼製品セグメント、金属／金属資源セグメントの合算を示しており、生活産業・その他については、生活産業セグメント、次世代・機能推進の合算となっている。

三井物産の事業領域のうち、投下資産が生活産業・その他に次いで大きくなっているのが、鉄鋼製品・金属、エネルギーの事業領域である。これらの事業領域では、16/3期においてチリ銅事業、1150億円、豪州LNG事業400億円、ブラジル資源会社ヴァレパール社350億円など合計260億円の減損損失を計上した¹³⁾。こうした事業領域では、結果的に鉄鋼製品・金属でROA加重平均：5.6%、標準偏差：5.2%、エネルギーでROA加重平均：5.0%、標準偏差：3.4%となっており、相対的に高いROAを示す一方、特に鉄鋼製品・金属の事業領域では相応のボラティリティの高さを示しており、鉄鋼製品・金属、エネルギーへの依存度が高いとされる三井物産のなかにあつて、事業リスクもかなり高い状況となっていることを伺い知ることができる¹⁴⁾。

図4 三井物産の事業ポートフォリオ



Note: 三井物産のセグメントは、鉄鋼製品・金属、機械・インフラ、化学品、エネルギー、生活産業・その他の5つの事業領域に整理できることがわかった。鉄鋼製品・金属は、鉄鋼製品セグメントのほか、金属／金属資源セグメント、05/3期、06/3期の鉄鋼原料・非鉄セグメントの合算を示している。機械・インフラ(現行セグメント)については、機械・プロジェクトセグメント(05/3期-11/3期)、機械・情報セグメント(03/3期-04/4期)の値を引き継いでいる。生活産業・その他は、生活産業セグメント、次世代・機能推進セグメントの合算だが、過去に存在した食料・リテール、ライフスタイル・コンシューマーサービス・情報産業、コンシューマーサービス・情報産業、物流・金融市場の各セグメントを合算している。

出所：有価証券報告書に基づき、筆者分析

一方、生活産業・その他は、鉄鋼製品・金属に次いで投下資本の大きな事業領域となっている。ROA (加重平均)：0.5%に対して、標準偏差：1.3%と、ROA (加重平均) よりも標準偏差が上回っている状態にある。もっとも、ROA (加重平均) の水準が0.5%にとどまっているという状態は、資産の有効活用という観点からみて、やや疑問が残

る水準であり、むしろ事業リスクの許容度を低下させている（収益性が十分に高くないことが、リスクに対する脆弱性を招いている）という見方もできるだろう。ROAの低さについての根本的な要因については、1つ1つの取引について、そのマージン率が必要十分で適切な水準であるのか、或いはその下振れ可能性をつぶさにみていくよりほかはないが、何れにしてもより詳細な要因分析を要するだろう。

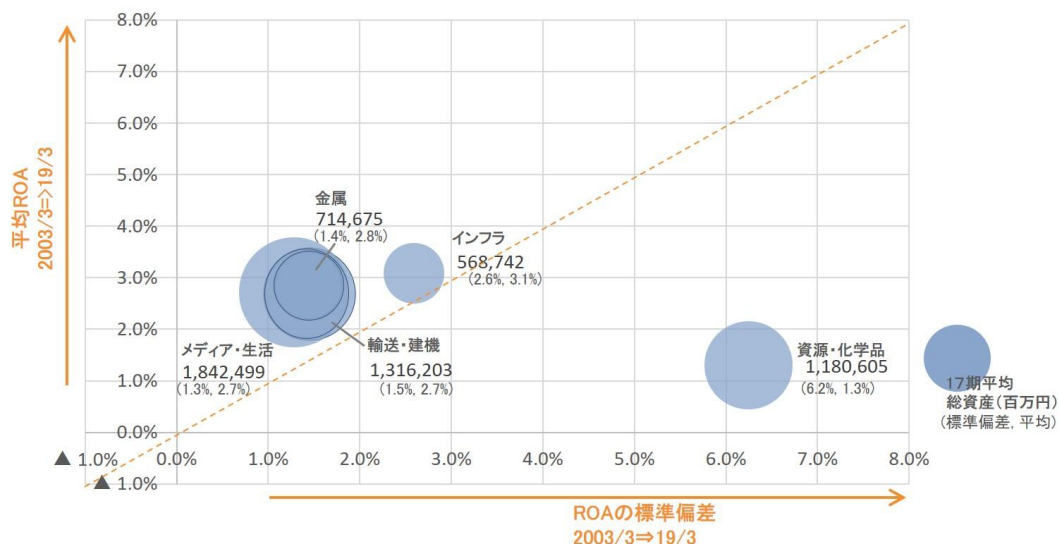
3-1-4. 住友商事

住友商事の事業領域は、金属・輸送・建機、インフラ、メディア・生活、資源・化学品の5つの事業領域に整理できることがわかった。このうち19/3期との関係では、メディア・生活がメディア・デジタルセグメント、生活・不動産セグメントの合算となっている。その他の事業領域については現行セグメントと一致している。

住友商事の事業領域のうちでは、資源・化学品の標準偏差が目立って高い(6.2%)。15/3期に米国のシェールオイル開発事業で3250億円を計上、16/3期にもアフリカのマダガスカルで進めているニッケル開発事業の投資回収が見込めなくなり、770億円の減損処理を計上、南アフリカ鉄鉱石事業、北米鋼管事業などで減損損失を計上し、資源ビジネスでの減損損失は1553億円に達した。17/3期に至ってもマダガスカルニッケル事業会社で48億円の減損損失を計上したほか、チリ銅・モリブデン事業会社について336億円の減損損失を計上する結果となり、3期連続の赤字決算となった¹⁵⁾。

投下資産が最も大きいメディア・生活の事業領域については、19/3期についてはケーブルテレビ、多チャンネル番組供給を行うメディア・デジタルセグメントに加え、食品スーパーなどのリテール事業、ビル・商業施設・住宅施設・物流施設などの不動産事業を手掛ける生活・不動産セグメントから構成されている。

図5 住友商事の事業ポートフォリオ



Note: 住友商事のセグメントは、金属、輸送・建機、インフラ、メディア・生活、資源・化学品の5つの事業領域に整理できることがわかった。インフラ(現行セグメント)については、13/3-17/3期について環境・インフラセグメント、06/3期以前について機電セグメントの値を示している。メディア・生活については、セグメントの組換えが頻繁だが、メディア・生活の名称を冠するセグメントのほか、過去に存在した情報産業、金融・物流、新産業・機能推進の各セグメントについて合算している。資源・化学品(現行セグメント)については、08/3期以前で資源・化学の名称を冠するセグメントの組換えを反映している。なお、住友商事は、2019年3月期より大規模なセグメントの見直しを行ったことに伴い、従来の「海外現地法人・海外支店」セグメントを廃止し、各事業セグメントへの振分けを行っている(18/3期については、有価証券報告書にてセグメント組換え後の数値が遡及して公表されており、データとしても反映)。このため、総資産、純利益の数値そのものについては、17/3期以前と18/3期以降については、データ連続性自体は確保されていない。一方で、この分析はROAベースで行うものであるから、セグメント変更の影響は相当部分について分母・分子でキャンセルアウトされるものと考え03/3期以降19/3期までの長期時系列でのデータ分析の実施を優先させた。

出所：有価証券報告書に基づき、筆者分析

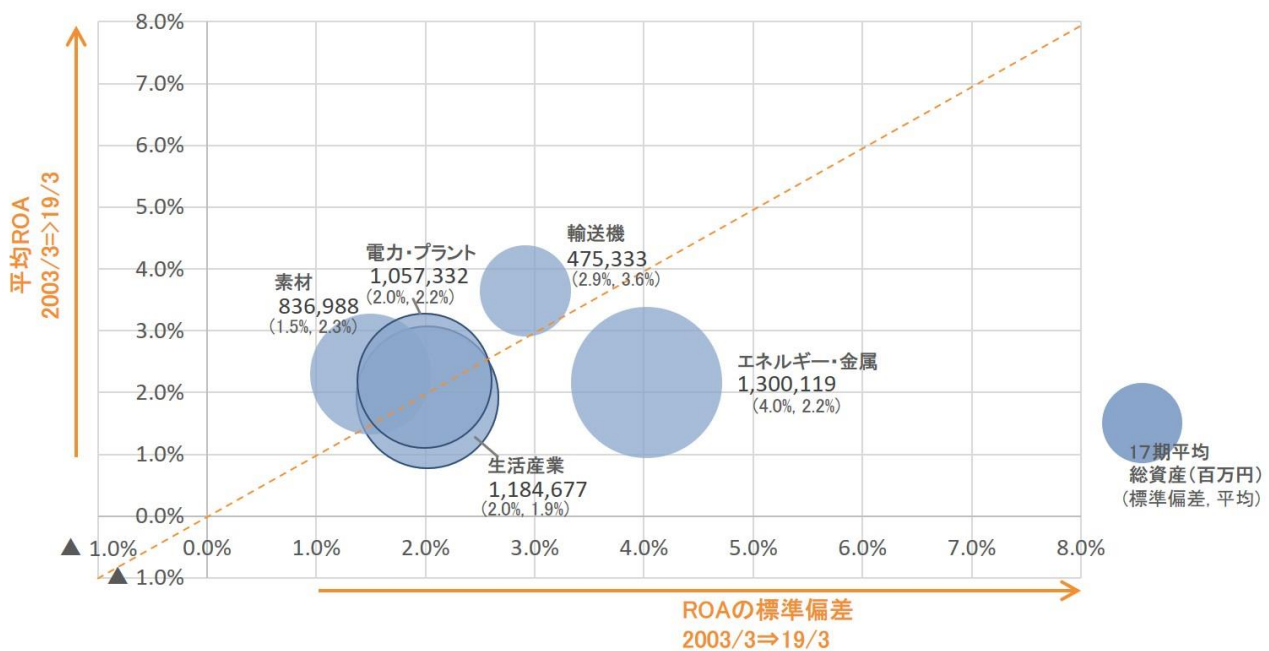
3-1-5. 丸紅

丸紅の事業領域は、生活産業、素材、エネルギー・金属、輸送機、電力プラントの5つの事業領域に整理できることがわかった。このうち、19/3期との関係では、生活産業が食料セグメント、生活産業セグメントの合算となっている。その他の事業領域については、現行セグメントと一致している。

丸紅の投下資産のうちで、エネルギー・金属が最も大きくなっているが、15/3期に北海の油ガス鉱区群、その他油ガス鉱区、チリ銅事業、豪州石炭事業について、合計1100億円の減損損失を計上している¹⁶⁾。この結果、過去17期を通じてROA(加重平均):2.2%に対して標準偏差:4.0%と、事業収益性をボラティリティが上回る結果となった。

一方、次に投下資産の大きい生活産業の事業領域では、ROA(加重平均):1.9%、標準偏差:2.0%になっている。うち食料セグメントでは、飼料穀物ほか大豆、小麦等の取扱い、生活産業セグメントでは衣料・フットウェア・生活用品・スポーツ用品等、消費者のライフスタイルに係る商品を幅広く取り扱っている。ROA(加重平均)の水準が低いだけに、標準偏差が0.1%上回っているが、事業収益のボラティリティそのものが大きいとは判断できない許容範囲ととらえることもできるだろう。

図6 丸紅の事業ポートフォリオ



Note: 丸紅のセグメントは、生活産業、素材、エネルギー・金属、輸送機、電力・プラントの5つの事業領域に整理できることがわかった。生活産業については、生活産業セグメント、食料セグメントの合算を示している。このほか過去、金融・物流・情報関連のセグメント組換えが頻繁に行われており、それらの合算についても含めている。素材(現行セグメント)については、14/3期以前は化学品セグメントとライフスタイル・紙パルプセグメント(13/3-14/3期)の合算を示している。ライフスタイル・紙パルプセグメントはそれ以前にも頻繁にセグメント組換えが行われているが、ライフスタイルについては、07/3期以前に存在した繊維セグメントの流れを汲むものとの理解で整理を行った。エネルギー・金属(現行セグメント)については、14/3期以前についてはエネルギーセグメント、金属資源セグメントの合算を示している。05/3-09/3期に存在した鉄鋼製品セグメントについても合算している。輸送機(現行セグメント)については、03/3-04/3期、06/3-07/3期について輸送機・産業システムセグメントの値を使用している。電力・プラント(現行セグメント)については、14/3期以前の電力・インフラセグメントとプラントセグメントの流れに大別される。それぞれの流れを汲んだセグメント組換えに配慮して数値の集計を行った。なお、10/3期まで存在した開発建設セグメントについてもプラント関係との文脈から、電力・プラントセグメントの値に合算している。

出所: 有価証券報告書に基づき、筆者分析

3-2. 市況系領域と事業系領域の識別、資産投下状況把握

これまでみてきた各社個別の事業領域について、どの事業領域が「市況系」といえる状況にあったのか、という点を識別するために統計的アプローチを用いた分析を行う。得られた分析結果をさらに総資産の伸びと対比することによって、分析対象期間における総合商社の事業ポートフォリオマネジメントにみられた傾向について、さらに考察を進める。

3-2-1. 市況系領域と事業系領域の識別

既に表1において示したところではあるが、国際商品市況における個別商品の価格と、各社事業領域との相関関係をとるにあたって、類推される因果関係に配慮し、各社事業領域について一般論として横串で“エネルギー”、“化学”、“金属”、“機械”、“生活”に大別している。

仮説ベースで業績ドライバの候補に挙げた商品価格のうちから、いったん各社事業領域についてROAとの相関性が高く業績ドライバとして相応しい個別の商品を抽出し、その上で相関係数の算出とは全く別途に単回帰分析・t検定を実施することによって、保守的にみても「市況系」となり得る事業領域を抽出する。結果、下表を得た¹⁷⁾。

表2 各社事業領域に対応する業績ドライバと、その有意性

事業領域	各社事業領域					業績ドライバ (仮説)
	三菱商事	伊藤忠商事	三井物産	住友商事	丸紅	
エネルギー	エネルギー Crude oil 0.58(2.39)	金属・エネルギー Aluminum 0.82(3.40) Natural gas 0.69(2.83)	エネルギー Crude oil 0.67(2.77)	資源・化学品 Coal 0.35(1.43)	エネルギー・金属 Natural gas 0.57(2.33)	Coal Crude Oil Natural Gas
化学	化学品 Coal 0.68(2.79)		化学品 Natural gas -0.27(-1.12)		素材 Natural gas -0.52(-2.14)	
金属	金属 Aluminum 0.48(1.99)		鉄鋼製品・金属 Aluminum 0.65(2.68)	金属 Aluminum 0.73(3.03)	エネルギー・金属 Aluminum 0.56(2.29)	Aluminum Copper Iron ore Nickel
機械	機械 Copper 0.48(1.98)	機械 Copper 0.26(1.06)	機械・インフラ Aluminum 0.37(1.54)	インフラ Copper 0.45(1.87)	電力・プラント Copper 0.52(2.16)	
				輸送・建機 Copper 0.58(2.40)	輸送機 Copper 0.63(2.58)	
生活	生活産業 Logs -0.21(-0.87) Maize -0.21(-0.86)	繊維 Cotton 0.35(1.45)	生活産業・その他 Wheat -0.52(-2.14) Soybeans -0.48(-1.99)	メディア ・生活 Logs 0.39(1.63) Cotton 0.38(1.57)	生活産業 Cotton 0.37(1.51) Logs 0.36(1.50)	Cotton
		食料 Soybeans 0.38(1.58)				Soybeans Maize Wheat
		生活・その他 Logs 0.41(1.68)				Logs

Note: t検定の閾値としては、片側5%、自由度15として、t=1.7530とした。
伊藤忠商事の金属・エネルギーについては、エネルギー、金属に跨る業種ドライバ(仮説)から最も相関性の高い商品抽出。事業領域の範囲が広範でやや曖昧な生活の事業領域については、業績ドライバとして2商品挙げた。
このほか、三菱商事の新産業金融があるが、他4社との比較の便宜上、上記の整理からはいったん捨象した。

出所：筆者分析

“エネルギー”の事業領域については、Crude oil, Natural gas が多くの場合業績ドライバとなり、“化学”の事業領域については、三菱商事の化学品について Coal が業績ドライバとしての有意性を得られた。丸紅の素材については、Natural gas との間での負の相関関係について有意性が認められる結果となった。

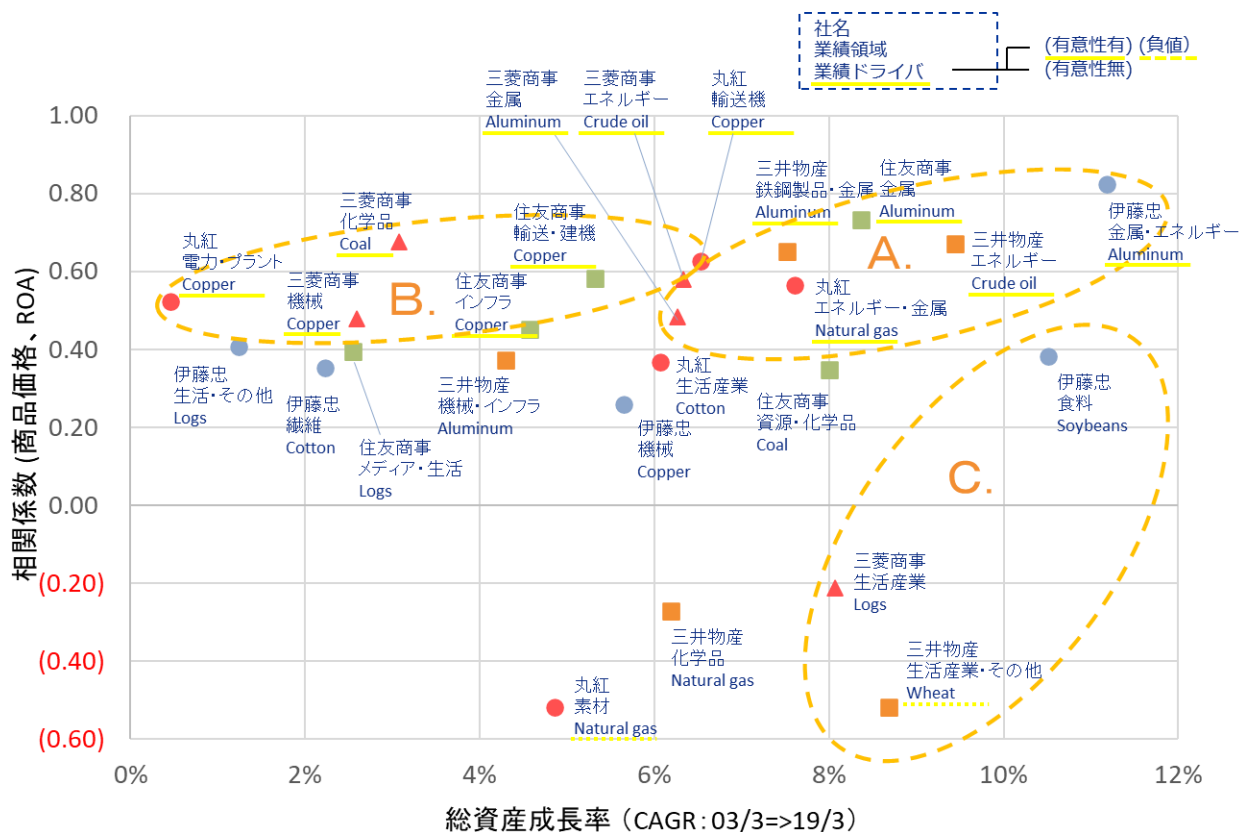
“金属”の事業領域については、5 社全てで Aluminum が業績ドライバとして有意性を持つとの結果が得られ、“機械”の事業領域では、Copper が業績ドライバとして有意性を示すケースが多くなっている。

“生活”の事業領域に属する、業績ドライバとしての有意性が認められない、或いは仮説としての業績ドライバとの間で負の相関関係が認められる結果となった。

3-2-2. 市況系領域・非市況系領域と資産投下状況

前節での結果の加え、各社毎の事業領域について、その総資産の増加量ペース（CAGR）についてのデータを併せることにより、定量分析の結果として図7を得た。

図7 識別された「市況系」の必要条件と、個別事業領域への資産投下状況



Note: このほか、三菱商事の新産業金融があるが、他4社との比較の便宜上、上記の整理からはいったん捨象した。

出所：筆者分析

発見事項として図中に記載の A. B. C. に紐づく 3 点を挙げておく。

- A. 国際商品市況からの影響が有意に存在し“市況系”といえる事業領域で、活発に資産投下がなされていた

のは、主として“エネルギー”“金属”の事業領域である。

“エネルギー”の事業領域ではCrede oil, Natural gasの価格について、“金属”の事業領域については、Aluminumの価格について、各社個別事業領域のROAとの間で有意に正の影響がみられた。これらの事業領域では、CAGR6%を超える相対的に高いペースでの総資産の伸びが認められた。

- B. 国際商品市況からの影響が有意に存在している一方、相対的に資産投下の優先順位が低かったとみられるのは“化学”“機械”の事業領域である。

“化学”の事業領域では、三菱商事の化学品でCoalの価格について、“機械”の事業領域では、複数の各社個別事業領域でCopperの価格について、ROAとの間で有意に正の影響がみられた。また、これらの事業領域における資産増加ペースは、“エネルギー”“金属”の事業領域に比べて、やや抑制的な傾向が認められた(丸紅の輸送機が総資産でCAGR6.5%の高い伸びを示したが、同社エネルギー・金属のCAGR7.6%の伸びに比べると、相対的に低かった)。「市況系」と呼ばれることとの関係で、必要条件を満たしている一方、慎重な投資姿勢から結果的に業績のボラティリティが抑制され、これらについては典型的な「市況系」の業績推移とはならなかった可能性も考えられる。

- C. 国際商品市況からの影響が認められない一方、顕著に投下資産が増加したケースが“生活”の領域に存在する。

“生活”の事業領域では、伊藤忠商事の食料、三菱商事の生活産業、三井物産の生活産業・その他、でCAGR8%を超えるペースでの総資産の伸びが認められた。

一部で発生している、仮説としての業績ドライバとの間で負の相関関係が認められる現象については、事業領域としての投入・産出構造に考察を進める必要があり、また正の相関関係についてその有意性を吟味することによって、「市況系」たる必要条件を満たした事業領域を特定するとの目的は達成しているので、本稿では注記において一部の解釈可能性を述べるに留めることとする¹⁸⁾。

4. 総合商社の事業ポートフォリオ編成に係る示唆

ここまで総合商社の事業ポートフォリオ、並びに「市況系」とされ得る事業領域の識別と分析対象期間における事業ポートフォリオマネジメントにみられる傾向について、極力定量的且つ包摂的なアプローチで全体像を把握することを重視し、分析を進めてきた。

事業領域としては、“エネルギー”や“金属”の事業領域で、結果として収益性に比べて過剰なリスクをとっていた事例も見受けられた。このような過剰なリスクが財務諸表上で顕在化する際は、商品市況の変化などによってまず減損処理の検討対象となり、市況の回復が見込めない場合に、実際の減損処理に至る。この場合、B/Sに計上していた資産の評価損が、ワンショット(1回限り)でP/L上の損失となって現れるため、必然的に収益のボラティリティに与える影響は大きくなる面はある¹⁹⁾。ただ、結果論として過去の事業投資においていわゆる「高値掴み」をしていた蓋然性は高く²⁰⁾、国際商品市況から業績への影響が認められつつも、資産の増加については、抑制的な傾向がみられた“化学品”や“機械”の事業領域とは対照的であったといえよう。

一方で、三菱商事垣内氏による「市況系」「事業系」の提示概念から、「事業系」の目指す姿は必ずしも明らかではない。然しながら食品流通を例にとると、AI(人工知能)を活用して食品流通における需要予測を高度化することによって、メーカー、卸、小売りに至るサプライチェーン全体での在庫最適化に取り組むなど(日本経済

新聞 2020 年 5 月 20 日)、三菱商事としてバリューチェーンをさらに緻密に活用しようという動きも顕在化してきている²¹⁾。また、この取り組みについては、建材や化学品など産業材向けへの横展開も視野に入っているとのことである。

総合商社が唱えるバリューチェーンとは何か、という点については未だ解釈の幅が残されているといえるだろう。然しながら、内需に密着した流通過程の諸相において、きめ細かなキャッシュポイントを保持し、サプライチェーンの実効的コントロールや、価格決定・付加価値の分配メカニズムへの関与を志向していたならば、比較的小数の特定事業投資案件の減損処理から、全社ベースの業績までもが大きなダメージを受けるという事態は避けられたかもしれない。また、資源価格の高騰を背景に、海外権益の確保に商機を見出した一連の流れは、むしろ商流全体を見渡したうえで、ビジネスの機会を伺うバリューチェーンの主旨に、むしろ逆行していたといえるかもしれない。こうしたなか、各社個別の事業領域としてみた場合、国際商品市況の影響をうけてこなかった“生活”関連の事業領域で、粛々と資産の積み増しが行われてきたケースも存在することは、既にみたとおりである。

今後よりミクロ的なケースを用いて考察を進めようとする場合、市況変化の状況を考慮に入れる必要性が薄く、また最終消費者により近い相対的に川下領域での流通過程再編も視野に入ってくるであろう、こうしたケースについて、その資産投下に纏わる戦略的企図を探っていくことが、バリューチェーン形成のメカニズムについて(改めてその定義づけを含め)明らかにすることとの関係で、より容易かつ有効なアプローチとなり得るであろうと考えている²²⁾。

注記

- 1) 1998 年度に住友商事がリスク・リターン(連結フリーキャッシュフロー／連結リスクアセット)を導入して以降、2001 年度までに総合商社主要 5 社の全てで、資本コストや資産のリスクエクスポージャーを加味した独自の業績評価指標が導入されている。
- 2) 総合商社研究の文脈としては、その発生の論理に対比される存続の論理ということであり、その存立基盤そのものをどこに求めるかということにあたるだろう。
- 3) バリューチェーンとは、Porter(1985, 邦訳書 48-9 ページ)によれば、特定の会社が行う具体的活動の反映として、その会社の特異な形として連結されている 9 つの基本的活動(購買物流、製造、出荷物流、販売・マーケティング、サービス、調達活動、技術開発、人事・労務管理、全般管理)から構成されている。従って、バリューチェーンとは、本来は特定の企業のなかに閉じた概念といえるものであり、複数の企業を連結する社会的な価値の創造プロセス全体については、バリューシステムと呼んでいる(邦訳書 47 ページ)。なお Christensen(2000, 邦訳書 59-69 ページ)は、類似の概念を提示し、バリューネットワークという用語を提唱している。企業サイドから IR 資料で定義されている例を挙げると、伊藤忠商事がバリューチェーンについて言及しているニュアルレポート 2010(2010 年 3 月期版)の例があり、ここで伊藤忠商事はバリューチェーンについて、「商取引を通じて関係を構築した企業や重要なパートナー企業に出資・経営参画することで、より強固なバリューチェーンを形成し、商流全体を見渡した商品開発やシーズとニーズのマッチング等のコーディネーター機能を発揮します。こうした取組を通じて、商流全体の活発化に貢献するとともにバリューチェーン全体の付加価値を向上させ競争力強化を図ります。」と述べている。こうしたバリューチェーン形成のプロセスを含む、近年における総合商社の戦略的な事業投資について洞察した文献として、田中隆之(2012, 2017)が挙げられる。田中隆之(2012, 2017)では、総合商社による近年の事業構造変化の特徴として、1) 関係会社の活用、2) バリューチェーン戦略、3) 投資のリサイクルの 3 点にあることを総合的に評価し、総合商社の事業の態様を「総合事業運営・事業投資会社」としている。一方で、榎本(2012, 2017)は、総合商社が事業投資によって積極的にバリューチェーンの形成に関与していることを重視する立場をとり、「Value Chain Design」モデルを提唱している。その定義付けについて確認すると、「川上から川下に至る各段階にトレーディング、事業投資、物流、金融など多様な形態で関与し、『サプライチェーン』全体をコントロールするというビジネスモデル」(69 ページ)であるとしたうえ、より端的な表現として「線的支配(ライン・コントロール)のビジネスモデル」(63 ページ)であるとも、踏み込んだ表現をしているが、こうした見方についてはミクロ的に線的支配とはどういった状態で成り立っているといえるのか、といった論点が残っており、総合商社研究の文脈としては見方が分かれている。

- 4) 16/3 期において各社が被った B/S、P/L 上の影響についてまとめると(以下前期比で、(総資産の減、純利益の減)で記載)、三菱商事(▲1 兆 8581 億円、▲5500 億円)、伊藤忠商事(▲5243 億円、▲602 億円)、三井物産(▲1 兆 2924 億円、▲3899 億円)、住友商事(▲1 兆 2036 億円、+1477 億円)、丸紅(▲5554 億円、▲433 億円)であった。なお住友商事については、P/L ベースの業績の谷が 15/3 期(赤字決算 731 億円)であり、16/3 期は立ち直りの局面にあった。
- 5) 三菱商事の社長である垣内氏は日経ビジネスのインタビューに回答して「赤字に転落した 15 年度が原動力になったことは間違いありません。」「よい意味で、赤字はありがたかったですね。」「われわれが『市況系』という言葉で表現する、金属やガスなど相場の影響を受けやすい事業で会社が窮地に追い込まれることがないよう、真剣に資産の入れ替えを進めました。市況系の事業を抑えただけではなく、市況に左右されにくい『事業系』の比率をさらに増やしていきたいのです。」(日経ビジネス 2018 年 6 月 18 日号)と発言している。
- 6) 同上
- 7) 総合商社が行う事業投資との関係で、ニュースリリースが包括的な情報を提供しているわけでは決してなく、また当時実行時のグロスの投資金額と償却・エグジットの金額の対応をとりながら定量分析を進めることは、公知情報に基づく限りにおいて極めて困難である。
- 8) 田中彰(2018)によると「現在では三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、丸紅、住友商事の上位 5 社、またはそれらに豊田通商と双日の下位 2 社を加えた 7 社が総合商社として認識されている。」とあり、本稿では取扱うデータの範囲を絞るため、上位 5 社を分析対象とした。
- 9) 2004 年 6 月より、有価証券報告書を金融庁が運用する EDINET(Electronic Disclosure for Investors' NETwork)に電子媒体で提出することが義務化された。
(https://www.fsa.go.jp/common/budget/kourituka/03_h31/process/03_r01_08.pdf)
公的制度変更の通例に漏れず、当該電子化対応は 2001 年 6 月より任意での対応が求められていたが、総合商社各社はともに義務化の 1 年度前にあたる 2003 年 6 月提出分(即ち 2003 年 3 月期分)より、EDINET とは別途、各社 HP の IR 情報のページでも有価証券報告書の PDF ファイルを公開している。本分析の対象期間は、こうした電子媒体の利用の便宜によっている。
- 10) セグメントの組換えは、しばしば行われる。一般にセグメント組換えが行われた前年度については数値が遡及して公表されるため、本稿の分析には当該数値を反映している。セグメント以下の階層の細かな事業が、新しいセグメントとの関係でどのように振り分けられたのか不分明なケースも多々生じるが、本稿における分析は基本的に ROA ベースで行うものであるから、セグメント変更の影響は相当部分について分母・分子でキャンセルアウトされるものと考え長期時系列でのデータ分析の実施を優先させ、セグメント情報に基づく概括的な事業領域の再整理を行った。なお一般論として、「海外現地法人・海外支店」セグメントが設けられている場合や、調整・消去の項目が設けられているため、事業セグメント割りで公表される総資産、純利益の数値の合算は全社の数値とは必ずしも一致しない。この点についても、例えば「海外現地法人・海外支店」の内数としての事業セグメント別数値の構成比が公表されるセグメント情報の数値の構成比とは大きく異なることを仮定することにより、俯瞰的に事業ポートフォリオを把握するための数値として適当なものであるとの判断をしている。
- 11) 三菱商事(2016 年 3 月 16 日)適時開示情報「2015 年度通期業績見通しの修正[IFRS]」
- 12) 伊藤忠商事の食料セグメントについて、18/3 期と 19/3 期を比較すると、総資産で 1 兆 9622 億円から 3 兆 2381 億円への増加、純利益で 805 億円から 2079 億円への増加を示しており、明らかに不連続な変化を示している。これは、2018 年 7 月 17 日から 8 月 16 日まで実施したユニー・ファミリーマートホールディングス株式会社(UFHD)に対する TOB(Take Over Bid)が成功し、連結子会社となったためである。19/2 期における UFHD の連結 B/S は総資産ベースで 1 兆 3721 億円であり、この要因は伊藤忠商事食料セグメントの総資産の変化とほぼ整合している。一方 P/L ベースでは、UFHD の 18/2 期における純利益は 366 億円、19/2 期における純利益は 573 億円となっている。伊藤忠商事の UFHD に対する 18/2 期の議決権比率は 40.1%、TOB 実施後(19/2 期)の議決権比率は 50.5%であるから純利益ベースの利益取込み効果は、ネットで 143 億円の増加に過ぎない。伊藤忠商事(2018 年 11 月 2 日)適時開示情報「ユニー・ファミリーマートホールディングス株式に係る再評価益等の認識について」によると、伊藤忠商事は TOB 実施前に保有していた UFHD の既存株式について、株式公開買付け価格に含まれるコントロールプレミアムと市場価格を考慮した公正価格での再評価を実施しており、この手続きによって 1412 億円の再評価益等を計上している。このため、伊藤忠商事の食料セグメントにおける 19/3 期の純利益増加は、ほぼこの再評価益等により説明可能なものであって、この増益効果はワンショット(1 回限り)の効果であることに注意が必要である。
- 13) 三井物産(2016 年 3 月 23 日)適時開示情報「減損損失の発生および通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」
- 14) 田中彰(2018)「三菱商事は非資源分野収益においても 5 社中最大規模であり、総合的な強さを持つものに対して、三井物産は非資源分野収益が 5 社中で圧倒的に小さく、エネルギーと金属資源に極端に依存していたことがわかる。」

- 15) 日本経済新聞電子版(2015年3月25日)「住商が850億円の最終赤字に、減損3250億円 15年3月期」、住友商事「2015年度決算 IR 補足資料」、「2016年度決算 IR 補足資料」
- 16) 丸紅(2015年1月26日)適時開示資料「通期連結業績予想の修正および減損損失の計上に関するお知らせ」
- 17) 業績ドライバとして抽出された商品価格が、業績結果指標としての ROA に与える影響について、その有意性の有無に関わらず連続量として引き続き分析を進めることが可能である相関関係は使い勝手が良い。有意な影響を検出出来なくとも、他の間接的な経路から影響を受けている可能性は残っており、その仮説構築を行う上でも有益だからである。また、こうした定量分析を試みた含意は、「市況系」としての必要条件の明確化であって、真に特定のどの商品価格から業績が影響を受けているのかを明らかにするということでは必ずしもない。ここでは限界的な業績変動と任意の商品価格の変動に高い相関関係がみられれば良く、マクロ環境としてリスクマネーの供給の多寡から全体としてのトレンドが似通った動きとなりがちな商品価格について、業績結果指標としての ROA と個別の商品価格との対応の適切性を追求することは、概念として「市況系」の範疇での分析となってしまう、かえって「事業系」とはどういうビジネスのあり方なのか、という論点に繋がらなくなってしまうことを避けた。
- 18) 負の相関関係について、有意性が伴うことは事前に想定していなかった。三井物産の生活産業・その他、について Wheat との逆相関関係に有意性を伴う現象が起こった可能性としては、親密取引先とされる日本製粉(三井物産として議決権の4.4%を保有)に対して、取引上の価格転嫁をし難かったことも考えられる(このほか食品流通の観点では、三菱商事の生活産業について Maize との間で Logs とほぼ同程度の負の相関関係がみられたものの、有意性があるとまではいえない結果となっている。配合飼料を生産する日本農産工業について 2007 年に連結子会社化を実施しており、経営が零細な畜産農家への価格転嫁が難しかった可能性も考えられる)。丸紅の素材で Natural gas について負の相関関係がみられる点についても、価格転嫁のフィージビリティについて再考する必要があると考えられる。然しながら、“化学”の事業領域については、“エネルギー”、場合によっては“生活”の事業領域との関係で各社間での整理にバラつきが発生している可能性も考えられ、敢えて横比較を行う場合には分析の枠組みを見直す必要が生じることも想定される。この点については、本稿での射程を超えている。
- 19) 営業キャッシュフローベースでみる場合は、減損処理時点でのボラティリティは P/L ベースでみるほどではないかもしれない。しかしながら、考え方としてはあくまで過去に実行した事業投資、即ち投資キャッシュフロー(マイナスのキャッシュフローとして現れる)との比較論として考えるべきであるので、営業キャッシュフローの減少幅の多寡で事業への影響評価を試みることに、やはり意味がない。
- 20) 田中彰(2018)は、三菱商事のブルネイ LNG やオーストラリアの石炭事業、三井物産のオーストラリアの鉄鉱石・石炭事業など、底堅い収益力を支えてきた投資案件は高度成長期にまでさかのぼることを述べたうえ、資源価格が乱高下するなかでの中長期的な権益確保の観点と短期的な収益を両立した投資の困難性を指摘している。
- 21) 島田(2003)にあるとおり、総合商社が主導する畜産分野での垂直統合(インテグレーション)や卸の系列化、小売りへの進出は早くから指摘されていた。畑(2014)の時点では、卸の再編や食肉加工メーカーに対する資本拡充の動きが顕著になっていることを明らかにしたが、バリューチェーン全体としての連動性については、必ずしも明らかではなかった。
- 22) 筆者としては、よりミクロ的な論証として、三菱商事によるローソンの連結子会社化、伊藤忠商事によるファミリーマートの連結子会社化をテーマとしてケースのとりまとめを行った。別途査読付き論文として審査中のステータスにある。

参考文献

- アビーム M&A コンサルティング(2012)『高値づかみをしない M&A 成功するプライシングの秘訣』中央出版社
- 井口 耕一(2014)「競争環境下におけるシナジー効果の経済学」KPMG FAS Newsletter 2014 年 6 月
(<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/jp-synergy-20140630.pdf>)
- 榎本俊一(2012)『総合商社論』中央経済社
- 榎本俊一(2017)『2020 年代の新総合商社論』中央経済社
- 島田克己(2003)「食料—輸入の多様化と川下分野への進出—」島田克己・黄孝春・田中彰『総合商社 商権の構造変化と 21 世紀戦略』ミネルヴァ書房
- 田中彰(2012)『戦後日本の資源ビジネス』名古屋大学出版会
- 田中彰(2018)『総合商社のグローバル戦略』斎藤雅通、佐久間英俊『グローバル競争と流通・マーケティング』ミネルヴァ書房
- 田中隆之(2012)『総合商社の研究』東洋経済新報社
- 田中隆之(2017)『総合商社』祥伝社
- 畑憲司(2014)「食品業界における垂直統合の動向」JAVCERM JOURNAL 第 4 号
- 三菱商事編(2011)『現代総合商社論』早稲田大学出版部
- 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,

p.119-139

アベグレン, J. C. (1977)『ポートフォリオ戦略』プレジデント社

Ansoff, H. Igor (1957), Strategic for Diversification, Harvard Business Review, September-October 1957

Campbell, Andrew, Michael Goold & Marcus Alexander(1995), Corporate Strategy: The Quest for Parenting Advantage, Harvard Business Review, March 1990

Campbell, Andrew & Michael Goold(1998), Desperately Seeking Synergy, Harvard Business Review, September-October 1998

Christensen, Clayton M., THE INNOVATOR'S DILEMMA, Harvard Business School Press, 2000(玉田俊平太監訳、伊豆原弓訳(2001)『イノベーションのジレンマ』翔泳社)

Porter, Michael E., COMPETITIVE ADVANTAGE, Macmillan Publishing Co., 1985(土岐坤・中辻萬治・小野寺武夫訳(1985)『競争優位の戦略』ダイヤモンド社)

Prahalad, C.K. & Gary Hamel(1990), The core competence of the Corporation, Harvard Business Review, May-June 1990

著者略歴



畑憲司 (はたけんじ)

フリーコンサルタント、会計系ファームにてPEファンド、総合商社向けに事業デューデリジェンス(事業性評価、シナジー効果の前提条件抽出・定量化)の経験多数。京都大学大学院経済学研究科博士後期課程修了、経済学博士(京都大学)。学位請求論文「総合商社のビジネスモデル変化に M&A が果たした役割について」。所属学会: 日本ビジネスモデル学会、日本流通学会、日本ファイナンス学会、日本価値創造 ERM 学会。

【投稿受領日】2020年04月16日

【査読通過日】2020年07月31日