

Title	総合商社の多角化によるシナジー効果とその企業価値への影響
Sub Title	
Author	櫻庭, 理穂(Sakuraba, Riho) 太田, 康広(Ôta, Yasuhiro)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2024
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2024年度経営学 第4240号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002024-4240

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2024 年度）

論文題名

総合商社の多角化によるシナジー効果とその企業価値への影響

主 査	太田 康広
副 査	岡田 正大
副 査	木村 太一
副 査	

氏 名	櫻庭理穂
-----	------

論文要旨

指導教員	太田 康広	氏名	櫻庭理穂
(論文題名)			
総合商社の多角化によるシナジー効果とその企業価値への影響			
(内容の要旨)			
この研究は、総合商社の多角化戦略によるシナジー効果と企業価値への影響を明らかにすることを目的としている。従来、多角化に関する研究では、企業価値にディスカウント（価値の過小評価）が生じることが多いとされてきた。一方で、特定業界に焦点を当てた研究は少なく、日本の総合商社を対象にした実証研究は限定的であった。本研究では、総合商社の特性に注目し、多角化戦略がもたらすシナジー効果を定量的に評価する試みを行なっている。 本研究では、総合商社は、多角化によりシナジー効果を発揮しているという仮説を設定したのち、Berger and Ofek（1995）の「超過価値アプローチ」を用い、7大総合商社（三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、住友商事、丸紅、双日、豊田通商）の理論上の企業価値を算出した。この手法では、各事業セグメントを専業企業として見立てた場合の価値を合算し、実際の企業価値と比較することでシナジー効果を測定している。データは、スピーダ情報リサーチ、各企業の有価証券報告書等から取得した2024年3月期と2019年3月期の財務情報を使用し、セグメントごとの価値を分析した。 2024年3月期の分析結果では、豊田通商（売上ベース）と丸紅（資産ベース）を除く全ての商社で、売上ベース、営業利益ベース、資産ベースのいずれにおいても、実際の企業価値が推定される企業価値を上回り、シナジー効果が確認された。ただし、どの会計数値をベースにするかにより、1社の中でもシナジー効果の出方に差が生じていた。また、2019年3月期（コロナ禍以前）の分析では、7大商社の実際の企業価値と推定される企業価値の差は、2024年3月期と比較して小さくなった。しかし、各商社ごとに差はあるものの、総じて2019年3月期の時点でもシナジー効果が確認された。2024年3月期において、シナジー効果が大きく見られた背景には、コロナ禍を経て各商社の株価が急上昇した影響があると考えられる。特に、世界的投資家のウォーレン・バフェット氏が5大商社の株式を取得したことで、海外投資家からも総合商社株が見直され、株価上昇につながった可能性がある。 研究の結論として、総合商社は多角化戦略を通じてシナジー効果を発揮し、企業価値の向上につながっていることが確認された。これは、日本特有の総合商社というビジネスモデルが、効果的に機能していることを示唆している。本研究の成果は、日本の経済において大きな役割を果たしている総合商社のシナジー効果について検証したことである。これまで研究されなかった特定業界の多角化の研究および、日本企業を対象とした多角化の研究について知見を深めることとなった。また、総合商社のシナジー要因について検証することにより、今後総合商社が事業展開する際に、どのような選択を取るべきかという経営上の重要な決定に対する示唆となる。研究結果は、総合商社が多角化による価値毀損ではなく、むしろ多角的な事業展開を通じて価値を創造していることを示しており、日本特有のビジネスモデルの有効性を裏付ける証拠となっている。			

目次

1. はじめに.....	1
2. 多角化およびその効果.....	2
2-1 多角化について.....	2
2-2 多角化のメリット、デメリット	3
2-3 多角化による企業価値への影響	4
3. 総合商社について.....	5
3-1. 総合商社の概要	5
3-2. 総合商社のビジネスモデル.....	6
4. 先行研究.....	7
4-1 多角化.....	7
4-2 多角化ディスカウントまたはプレミアムに影響を与える要因について	8
4-3 総合商社	9
5. 仮説の導出	10
5-1 仮説	10
5-2 研究手法	10
5-3 データ	11
6. 仮説の検証結果	12
6-1 直近年度（2024 年 3 月期）の検証結果.....	12
6-2 コロナ禍以前（2019 年 3 月期）の検証結果.....	16
7. まとめと今後の課題	22
参考文献・参考 URL.....	23
謝辞.....	25
付録.....	26

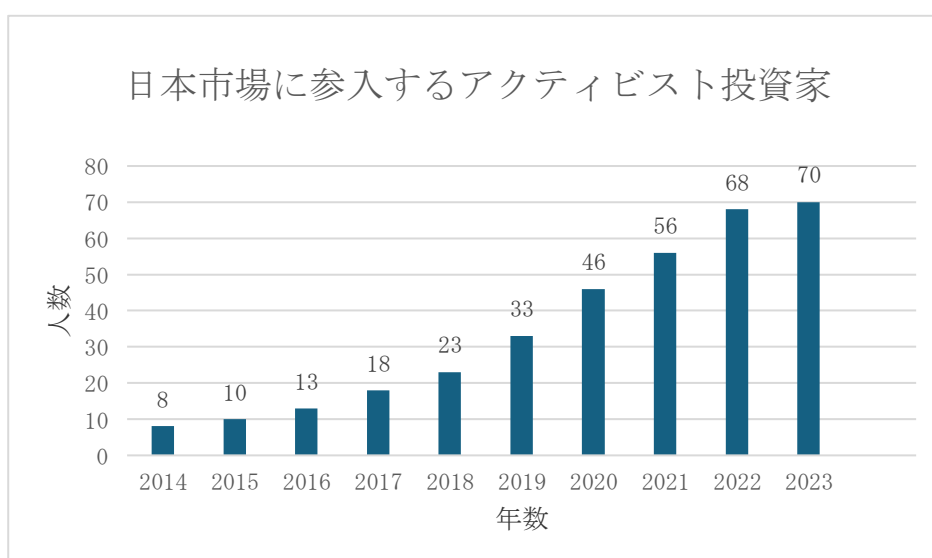
1. はじめに

企業が多角的に事業展開をすることによるその企業価値への影響について、米国を中心に研究が行われ、日本においても研究がされてきた分野である。これまで研究されてきた多角化企業については、単体で事業を行う企業と比較して、市場からの評価が下がり企業価値が低下することが明らかになっている。多角化による企業価値の欠損（コングロマリットディスカウント）の研究は 1970 年代のアメリカで始まった。コングロマリットとは、一般的にはごく最近の現象と考えられているが、比較的多数の合併や吸収によって、いくつかの非関連分野に急激に多角化した企業のことである（鳥羽ら 1977）。日本においても、日本の上場企業を対象とした研究が行われてきており、そのほとんどで、ディスカウントや、多角化による企業価値の損失が認められている。しかしコングロマリットディスカウントについて、この種の研究のほとんどは米国企業を対象としたものであり、日本企業を対象とした研究は数少ない（梅内 2009）。また、特定の業界のコングロマリットディスカウントやプレミアムについて述べた論文はなく、業界に着目して企業価値を計算し、ディスカウント要因やプレミアム要因について研究することに余地があると考えた。

対象業界を決めるにあたり、総合商社を選んだ理由は、以下の通りである。総合商社は、現在 7 大商社と呼ばれる 7 つの総合商社があり、それぞれ、三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、住友商事、丸紅、双日、豊田通商である。2024 年には、業界の市場規模は 60 兆円に達しており、日本を代表する産業と言ってよいだろう。総合商社では、川上から川下までと言われるように、様々な製品を保有しており、国内外問わず幅広い地域で事業を展開している。先行研究で対象とされてきた企業は、コア事業を基に多角化した企業や、事業多角化と地域多角化を分けて検証している論文が多かった。しかし、総合商社については、「総合」的に事業を展開してきたことこそがビジネスモデルと言え、先行研究で対象とされてきた企業とはその成り立ちが異なっている。

また、近年の日本では、アクティビストファンドの存在感が高まりつつある（図表 1 参照）。アクティビストファンドとは、経営陣に影響を与え得るだけのブロック株式を取得し、経営陣との交渉や株主提案など積極的な株主行動を通して投資先企業の経営効率化を促し、その株主価値の向上を通して超過リターンの獲得を目指す一種のヘッジファンドである（井上 2008）。過去 12 カ月で日本企業が関与した合併・買収（M&A）は、30%増の約 1450 億ドル（22 兆 6400 億円）となっており、日本でのアクティビストの活動が高まっていることを示唆している。そのような中、総合商社にはアクティビストが近づき、多角化している事業を売却するよう提言することは、これまで見受けられなかった。東芝や日立のように、複数のセグメントを持っていたものの、切り売りすることにより、その市場価値が上昇する例もあり、セグメントの売却は経済にとって良い側面もある。しかし、アクティビストが総合商社を相手にそのような提言をしない理由には、何か他の企業と異なり、セグメントを複数持つことのプレミアムがあるのではないかと考え、セグメントごとの価値を本論文では、計算することとした。

図表 1. 日本市場に参入するアクティビスト投資家数



IR ジャパン HD 決算説明資料より筆者が作成

本論文の目的は、7大総合商社を対象とし、そのシナジー効果と企業価値への影響について実証分析を行うことである。その際には、セグメントごとの価値を計算し、それらを合算することで、実際の企業価値と比較を行い、シナジー効果の有無を確認し、それらを生み出す要因について明らかにしていく。

本論文の意義は、日本の経済において大きな役割を果たしている総合商社のシナジー効果について検証することは、これまで研究されなかった特定業界の多角化の研究および、日本企業を対象とした多角化の研究について知見を深めることとなる点だ。また、総合商社のシナジー要因について検証することにより、今後総合商社が事業展開する際に、どのような選択を取るべきかという経営上の重要な決定に対する示唆となる。

本論文の次章以降の構成は、以下のように展開する。第2章では、多角化について整理する。第3章では、本研究の研究対象である総合商社について整理する。第4章では、多角化および総合商社に関する先行研究について整理を行う。第5章では、仮説を設定し、研究手法およびデータについて説明する。第6章では仮説に対する検証と結果の考察を行い、最後に第7章で結論と今後の課題について述べる。

2. 多角化およびその効果

2-1 多角化について

本章では、多角化について述べていく。多角化戦略とは、複数の業界または地理的市場において同時に事業を展開する戦略である（岡田 2012, 49）。また、多角化企業の定義として、先行研究のほとんどにおいて、2つ以上の事業を行っていることとされている。

多角化には、限定的多角化（単一事業会社、主要事業会社）、関連多角化（関連限定型、関連閉鎖型）、非関連多角化がある。それぞれの定義について、岡田（2012, 62-64）では、以下のように述べられている。まず、限定的多角化とは、企業が複数の事業を営んでおり、それら各事業の

すべて、もしくはほとんどが同一業界に属している場合を指す。その中でも、単一事業会社とは、総売上の95%以上が同一企業から得られている企業である。また、主要事業会社とは、総売上の70%以上95%未満が同一業界から得られている企業のことを指している。

次に関連多角化とは、企業の単独事業が総売上の70%未満にしか達せず、従事する複数の事業が関連している場合を指す。これは既存事業と関連性のある分野への進出を指し、既存の技術やノウハウを活用できる特徴を持つ。例えば、自動車メーカーが二輪車事業に進出するようなケースである。市場や顧客層に共通点があり、シナジー効果が期待できる点が特徴的である。

最後に非関連多角化とは、総売上に占める最大事業の比率が70%未満であり、ほとんど何の要素も共有していない場合を指している。これは既存事業とは異なる分野への進出を意味する。この特徴として、リスク分散効果が高く、全く新しい市場を開拓できる可能性を持つ一方で、新たな経営資源の獲得が必要となる。具体的には、電機メーカーが金融事業に参入するような例が該当する。

また企業が多角化する場合、その多角化の方向性として、水平多角化と垂直多角化が挙げられる。水平多角化とは、企業が既存の事業と同じ製造・流通段階で、新たな製品やサービスを追加していく戦略を指している。つまり、現在のビジネスと同じレベルで、製品ラインや市場を拡大する方法のことである。例えば、飲料メーカーが清涼飲料から茶系飲料、アルコール飲料へと製品を拡大することや、乳製品メーカーがヨーグルトからチーズ、アイスクリームへと展開することなどである。

一方、垂直多角化は、ある特定の原材料や素材等を、未加工状態から1つの完成品または各種の製品などへ、連続して加工するケースのように、川上から川下に多角化することをいう。具体的には、取引コストの削減や品質管理の強化、安定供給の確保などが主な目的とし、小売業が物流事業に参入するケースなどが典型例である。

2-2 多角化のメリット、デメリット

次に、多角化のメリット、デメリットについて述べる。企業が上述のような多角化戦略をとる場合、シナジー効果やリスク分散といった、何らかの目的を持って、その戦略を行っている。シナジー効果とは、事業を単独で行うことで得られる効果や利益よりも、各社または各事業が連携して活動したときの方が得られる効果や利益が大きいことを意味している。リスク分散については、1つの事業の業績が悪化した場合でも、複数事業を行っていることで、別の事業で売上や利益等をカバーできるといったように、単独事業を行うよりもリスクを軽減できるという意味である。一方で、多角化することで、企業価値が失われているという先行研究も存在し、デメリットについても認められている。多角化のメリット、デメリットについては、室井(2007)、梅内(2009)で以下のように整理されている。

● 多角化のメリット

資本構成による節税メリット

内部資本市場の効率性

シナジー効果

経営管理スキルの向上
負債調達によるレバレッジ効果の最大化
成長が見込める事業への経営領域の拡大

● 多角化のデメリット

過大投資につながる恐れ
経営管理体制の非効率化、非効率な資源配分
相互補助による、不採算事業の温存
経営者の専門性の低下

2-3 多角化による企業価値への影響

多角化戦略をとることで、そのメリットを発揮し、企業価値を向上させる場合と、デメリットの方が強く発揮され、企業価値が失われる場合がある。前者については、多角化企業の価値にプレミアムがついているという実態を踏まえて、「コングロマリットプレミアム」、「多角化プレミアム」と呼ばれている。一方、後者では、多角化企業の価値がディスカウントされているため、「コングロマリットディスカウント」、「多角化ディスカウント」と表現される。

コングロマリットディスカウント/プレミアムについての研究は、米国で主として行われてきており、日本企業を対象としたものはまだ少ない。米国においては、1960年代後半に、既存の事業と関連性の低い事業を買収する M&A が流行したものの、徐々にその非効率性が指摘され、株価が低下するという事体が起こった。これを踏まえ、1970年代より、コングロマリット経営の見直しが図られ、その研究も盛んに行われてきた。実証研究においては、Berger and Ofek (1995) が、1986年から1991年にかけての米国企業 3,659 社、16,181 件のオブザベーションからなるサンプルを用い、検証を行ったところ、多角化企業の企業価値は、1986年から91年の平均で、帰属するセグメント価値の合計を 13%から 15%下回っていたという結果を得ている。

日本では、90年代の企業の著しい低収益性は、多くの異質の事業を抱えることによる経営の非効率性、不採算事業を多く抱えていることがその背景になっているとの見方がされ、コングロマリットディスカウントは注目を浴びるテーマとなった（室井 2007）。日本のコングロマリット企業の具体例として、東芝が挙げられる。東芝は長年、原子力、半導体、家電、医療機器、エレベーターなど、多岐にわたる事業を展開していたが、この多角化戦略により、各事業の関連性が低く、経営効率の低下や意思決定の遅延が発生した。結果として、企業全体の価値が各事業の価値の合計よりも低く評価されるコングロマリットディスカウントの状態になったと指摘されている。2017年時点で時価総額が約 1.8 兆円であったのに対し、各事業の価値合計は約 3.6 兆円との試算もあり、この差額約 1.8 兆円がコングロマリットディスカウントと指摘される。対応策として、2017年に東芝メモリ（現キオクシア）の分社化と売却、2018年には、東芝クライアントソリューション（PC 事業）の売却が行われた。さらに、2022年には、東芝キャリアの売却がされ、2023年には、米国 JIP による買収提案の承認（非上場化へ）がされた。

3. 総合商社について

3-1. 総合商社の概要

現在の日本では、5大総合商社と言われる5つの企業があり、それぞれ、三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、住友商事、丸紅である。これらに、双日、豊田通商を加えて、7大商社と呼ぶ場合もある。各社の事業の特徴は、図表 2-1 の通りである。また、財務に関する各社の情報は、図表 2-2 の通りである。

「ラーメンから航空機まで」という言葉で表されるように、総合商社は、身近な食料品から産業の根幹をなす石油や天然ガスなどの資源、さらには金融から宇宙開発まで、多様な商品を総合的に取り扱っているから総合商社なのだという見方がされており、特定商品に特化した専門商社に対する位置づけがなされている（商社機能研究会,1981）。そして、数多くの内外の研究において、総合商社は日本独自の存在であることが指摘されている（埤本 2017）。

図表 2-1. 7大商社の基本情報

企業名	企業概要
8058 三菱商事	三菱グループの総合商社であり、売上規模は7社の中でトップである。KDDI と共同でローソンを保有し、再エネや電化など EX（エネルギー・トランスフォーメーション）分野への投資を強化している。
8031 三井物産	三井グループの総合商社である。生活産業、化学品、エネルギー、金属資源、機械・インフラ事業などを展開しており、特に鉄鉱石、原油の生産権益量で高いシェアを有するなど、金属資源分野に強みを持っている。
8001 伊藤忠商事	繊維や食品といった非資源部門に強みがあり、三菱商事、三井物産と並び、3大商社の1つに数えられる。傘下にファミリーマートやプリマハムなどの有力企業を持つ。中国・アジアでの強固なビジネス基盤確立を推進しており、CITIC・CP グループと資本・業務提携も行っている。
8053 住友商事	住友系総合商社である。祖業の不動産から幅を広げ、小売りやメディアなど生活関連ブランドを多数擁する。アジアでの工業団地事業も規模感あるプラットフォームに成長している。
8002 丸紅	芙蓉グループの総合商社である。穀物分野で日本企業トップの取扱量、持分発電容量も国内独立系発電事業者首位を確立している。グローバルで農業資材販売や穀物・油糧種子の集荷・販売事業を展開するアグリ事業が主力となっている。
2768 双日	ニチメンと日商岩井が母体となった総合商社である。航空、自動車、化学、石炭分野などに強みを持っている。アグリビジネスへの参画が特徴であり、注力事業の1つが肥料である。東南アジアでの化成肥料の製造・販売で高いシェアを持ち、石炭事業では、豪州・ミネルバ炭鉱で総合商社として唯一、オペレーションも含めた炭鉱経営を行っている。
8015	トヨタ系の総合商社である。自動車ビジネスへの知見とネットワーク、風力発電に強

豊田通商	みを持つ。重点戦略地域とするアフリカでは、現地に根付いた取り組みで事業領域を拡大しており、7社の中で唯一、「アフリカセグメント」を持っている。
------	---

スピーダ情報リサーチより、筆者が作成

図表 2-2. 7大商社の基本情報（2024 年 12 月時点）

企業名	売上高合計 直近年度 (百万日本円)	経常利益 直近年度 (百万日本円)	親会社株主に帰属 する当期純利益 直近年度 (百万日本円)	時価総額 直近終値 (百万日本円)	企業価値 LTM (百万日本円)
8058 三菱商事	19,567,601	1,362,594	964,034	10,104,247	14,434,545
8031 三井物産	13,324,942	1,302,393	1,063,684	9,552,261	13,120,784
8001 伊藤忠商事	14,029,910	1,095,707	801,770	12,064,179	15,091,529
8053 住友商事	6,910,302	527,646	386,352	3,992,995	7,236,829
8002 丸紅	7,250,515	567,136	471,412	3,793,172	6,045,276
2768 双日	2,414,649	125,498	100,765	690,750	1,609,348
8015 豊田通商	10,188,980	469,639	331,444	2,847,145	4,042,419

スピーダ情報リサーチより、筆者が作成

3-2. 総合商社のビジネスモデル

総合商社の行っているビジネスとして、トレーディングと事業投資が代表的な 2 つとして挙げられる。トレーディングは、伝統的な総合商社のビジネスであり、顧客の代わりに、商品の仲介や売買などを通して、売り手と買い手をつなぐことにより、紹介料・仲介料を稼ぐビジネスである。また、事業投資は、継続的に保有する目的で、株を保有し、自ら事業を育成し、多事業との連携やトレードの拡大を行うものである。商社の収益構造では、伝統的なトレーディングから、投資先である企業を通して得られる様々な収益機会を、子会社を含む会社全体で捉える動きが加速している。

また、総合商社の強みについて、一般社団法人日本貿易会 HP では、以下の 5 つが挙げられて

いる。

- ① 広範多岐にわたる商品・事業分野
- ② グローバルなネットワーク
- ③ 多様な機能でビジネスを創出
- ④ 進化を続ける商社の機能・役割（変化への対応力）
- ⑤ あらゆるニーズに応える商社機能

商社の機能について、飛鳥（1998）では、総合商社の業務活動は広範囲な分野に及んでおり、商品の売買取引という基本的な機能のほかに、在庫機能、流通機能、輸出機能、コンパター機能（加工）、金融機能、投資機能、情報機能、調査機能、プランニング機能、マーケティング機能、オルガナイズ機能（組織化）、ジョイントベンチャー機能（合併事業推進）、開発機能（資源開発を含む）などを果たしていると述べている。

以上のように、総合商社はトレーディングと事業投資を組み合わせ、多様な機能を有することにより、ビジネスモデルを確立しているといえる。

4. 先行研究

本章では、先行研究について整理していく。まず、多角化に関する論文をあげる。次に、多角化ディスカウントまたはプレミアムに影響を与えるものについての論文を整理する。最後に、総合商社について研究した論文を整理していく。

4-1 多角化（コングロマリットディスカウント、プレミアムに関する論文）

まず、Glaser and Muller（2010）では、2000年から2006年のドイツのCDAX指数に含まれる非金融企業のデータを使用し、多角化企業と集中企業を分類し、多角化企業の市場価値を検証している。企業価値の算出には、後述するBerger and Ofek（1995）の超過企業アプローチを用いている。その結果、多角化企業は約15%のディスカウントがあることを発見した。また、企業の多角化の欠点と利点についても指摘し、欠点については、部門間の非効率な資源配分、貧弱な投資機会への投資を挙げている。一方、利点については、規模の経済性の活用、債務能力の向上、内部資本市場の効率化を指摘している。

次に、Corwin（1955）においては、「従来の研究では国際化が企業価値に与える影響について結果が一致していない」と指摘し、企業の国際的多角化の評価効果について研究している。本研究にて、1990-2000年の米国企業による国境を越えたM&Aを分析対象とし、136件のM&Aサンプルとして分析を行った結果、米国の多国籍企業は業界の同等企業に比べてプレミアムで評価されていることが確認された。全サンプルでは、国際的多角化による有意な価値の毀損は見られなかったものの、非関連分野への多角化は、ターゲット企業の買収前の価値を考慮しても、約24%の価値を毀損していた。これらの結果は、国際的多角化自体は価値を毀損しないが、産業的多角化は価値の毀損をもたらすことを示唆している。

最後に、中野（2010）をあげる。この論文は、日本企業の事業多角化および地域多角化が企業価値にどのような影響を与えているか、また会計情報の開示がどのような関係を持っているかを実証的に分析したものである。主な発見事項として、事業多角化および地域多角化の両方が企業

価値に負の影響（ディスカウント）を及ぼしていることが確認された。セグメント情報の質が高いほど、これらの負の影響は緩和されるものの、非関連多角化など事業構造が複雑すぎる場合、この開示効果は見られなくなる。また、多角化ディスカウントは、以下の 2 つのルートを通じて発生すると考えられるとしている。

1. 投資家の期待形成面への影響

将来キャッシュフローの保守的な見積もり
資本コストの上昇

2. 経営の実体面への影響

株主によるモニタリング能力の低下
非効率な事業拡大の可能性増加

多角化ディスカウントには、情報開示効果の他、ガバナンス・システムや社内調整システムの有効性等が関係している。時価総額が大きく、日本経済に対するインパクトの大きい企業ほど、事業多角化や地域多角化が進展していると本文中で述べられている。

4-2 多角化ディスカウントまたはプレミアムに影響を与える要因について：

まず、Ammann, Hoechle, and Schmid (2012) では、コングロマリット・ディスカウントの存在を再検証する研究を行っている。この論文では、1985 年から 2005 年までの Compustat データを使用し、金融セクターを除外し、売上高 2000 万ドル以上の企業を対象としている。主な変数としては、超過価値指標(Berger and Ofek, 1995)と多角化の測定指標(セグメント数、ハーフィンドール指数など)を使用して、検証を行った。その結果、負債のレバレッジが高い企業ほどディスカウントが大きいことを発見した。また、企業の多角化が企業価値に与える影響として、リスク低減効果による負債価値への影響と 多角化戦略の内生性の問題を挙げている。加えて、経営者が債権者の利益を重視してリスクを抑制する結果、株主価値が損なわれている可能性を指摘している。この研究は、コングロマリット・ディスカウントの存在を実証的に確認し、その要因としてリスク低減効果と経営者のインセンティブの問題を指摘した重要な研究といえる。

次に、Kuppuswamy and Villalonga(2016)では、多角化戦略の評価において、経済環境の変化を考慮することの重要性を指摘している。この論文は、2007-2009 年の金融危機時における企業の多角化戦略の価値変化とその要因を分析した実証研究であり、金融危機期間中、多角化企業は単一事業企業と比較して相対的な企業価値が有意に上昇したことを確認している。具体的には、危機前に存在していた多角化ディスカウントが危機期間中に半分程度まで縮小している。また、この価値上昇は、以下の 2 つの主要なメカニズムによってもたらされたと指摘する。

1. 負債保証効果：

多角化企業は、異なる事業部門のキャッシュフローの相関が低いことによって、デフォルトリスクが低減される効果がある。この効果により、危機時に信用市場へのアクセスが単一事業企業より優位であり、実際に、危機時に多角化企業は単一事業企業と比べて有意に高いレバレッジを

維持できた。

2. 内部資本市場の効率性：

多角化企業は、外部資金調達が困難な時期に、内部資本市場を通じて効率的な資金配分を行うことができた。危機時には、内部資本市場の効率性が向上したことが確認され、これにより、収益性の高いプロジェクトへの投資を維持することが可能であった。

また、研究結果は以下の企業特性によっても影響を受けたと指摘する。

現金保有：低い現金保有の企業で多角化の価値がより顕著に上昇

信用格付：投資適格の多角化企業でより大きな価値上昇

債務満期構造：短期債務比率の高い企業で多角化の価値がより上昇

最後に、de la Fuentea and Velasco (2020) を挙げる。この論文では、事業の多角化と企業価値の関係における負債の役割を研究し、負債がエージェンシー問題を抑制し、価値破壊的な多角化を抑止する内部統制メカニズムとして機能する可能性を指摘している。同論文では、以下の3つの仮説を提示している。

仮説 1: 企業の負債は多角化と企業価値の関係にプラスの影響を与える

仮説 2: 非関連多角化企業において、負債のプラスの影響がより強く現れる

仮説 3: 成長機会の少ない企業において、負債のプラスの影響がより強く現れる

上記の仮説を検証するために、1998-2014 年の米国上場企業データを使用し、Berger and Ofek (1995) の超過価値測定手法を採用した結果、負債は多角化ディスカウントを緩和する効果があることを発見した。また、非関連多角化企業や成長機会の少ない企業で、負債の規律付け効果がより強く現れることと、負債は部門間の投資配分の効率性を高めることも指摘している。負債は多角化戦略のパフォーマンスを改善する内部統制メカニズムとして機能するとしつつも、その効果は企業特性によって異なるため、マネジャーは自社の状況に応じて適切な負債水準を検討すべきとしている。

4-3 総合商社

浅野 (2014) では、日本の総合商社の歴史的発展過程を分析し、その機能の変遷と存在意義について考察を行っている。同論文では、総合商社の存在意義として特徴的なのは、「潜在的、かつ国益に結びつく事業の展開」と指摘している。また、その存在意義の構成要素として、従来の8つの機能 ((商取引、物流、市場開拓、金融、事業開発・経営、リスクマネジメント、情報、オーガナイズ機能) が集約された、以下の3点であると指摘する。

- ・ 商取引・物流機能(従来からの基本機能)
- ・ 金融機能(収益源の安定化)
- ・ 市場開拓・事業開発等の複合機能(現代の中核機能)

加えて、今後の課題として、伝統的なトレード機能の維持、日本経済の成長を牽引する経営の実践 (アジアを中心とした新興国の成長を取り込むこと)、国内産業との関わりの維持が挙げられており、これらの課題を克服することで、総合商社は今後も日本経済において重要な役割を果た

し続けることができると結論付けている。

Goerzen and Makino (2007) では、サービス企業の国際化プロセスについて、日本の大手総合商社 5 社（三菱商事、住友商事、三井物産、丸紅、伊藤忠商事）を対象に分析している。同論文では、5 大商社の 1970 年から 1999 年までの海外子会社データを以下の 4 つのカテゴリーに分類して分析を行った。

1. コアグローバル（中核的で地域特殊性が低いサービス）
2. 関連ローカル（関連性が高く地域特殊性も高いサービス）
3. 非関連グローバル（関連性は低い地域特殊性も低いサービス）
4. 非関連ローカル（関連性が低く地域特殊性が高いサービス）

その結果、サービス企業は最初に自社のコア事業に近く、地域特殊性の低いサービスから海外展開を開始し、その後、より地域特殊性の高い関連サービスや、コア事業との関連性が低いサービスへと展開することを発見した。また、業績への影響として、初期段階での関連事業への投資は、非関連事業と比べて高い業績を示し、時間の経過とともに、非関連事業や地域特殊的な事業の業績も改善していくことを指摘している。また、関連事業と非関連事業の業績差は時間とともに縮小する傾向にあると述べている。

5. 仮説の導出

ここでは、総合商社の多角化によるシナジー効果とその企業価値への影響を検証するために、以下の仮説を提示する。

5-1 仮説

商社の事業展開は、地域、製品ともに多岐にわたる。長年の企業運営で蓄積した情報が製品や地域を超えて共有されることで、例えば、他製品を同地域で展開する際に現地の情報を得やすいといった利点がある。また、総合商社は、川上から川下までと言われるように、垂直統合を行っているケースが多く、物流コストや重複している間接部門費などの削減といったコスト面でのシナジー効果も発揮すると考える。前述した通り、企業が多角化する際には、シナジー効果やリスク通減といった目的を持って行っている。そのため、総合商社がそのビジネスモデルとして重要な、「総合力」を発揮するためには、セグメントを複数持っていることの意味があると考えられる。

以上より、仮説 1 を設定した。

仮説 1. 総合商社は多角的に事業展開をすることで、シナジー効果を発揮し企業価値の向上につなげている

5-2 研究手法

本研究においては、Berger and Ofek（1995）にて用いられている、超過価値アプローチを用いる。この分析手法は、その後の多角化企業の企業価値分析において、多くの先行研究で用いられている手法でもある。超過価値アプローチとは、企業の実際の企業価値と、企業が抱える各事業を専業企業と見なした場合の価値総和との比較を行うものである。以下がその手順である。

手順

1. 各セグメントに対応する専門企業のデータから、企業価値と、3つの会計数値（総資産、売上、営業利益）の比率を求める
2. この比率の中央値を各セグメントの会計数値（総資産、売上、営業利益）に掛けて各事業の価値を求める
3. その合計を多角化企業の理論上の価値と定義する
4. 実際の価値 > 理論上の企業価値となっていれば、シナジー効果が出ておりプレミアム評価がされていると判断し、実際の価値 < 理論上の価値となっていれば、シナジー効果が出ておらずディスカウント評価をされていると考えられる。

以下に、超過価値アプローチの計算式を示す

$$I(V) = \sum_{i=1}^n AI_i * (Ind_i(V/AI)_{mf})$$

$$EXVAL = \ln(V/I(V))$$

$I(V)$: 多角化企業の各事業セグメントを専門企業とみなした場合の事業セグメントの価値の総和

AI_i : 多角化企業の事業 i の会計数値

$Ind_i(V/AI)_{mf}$: 事業 i に属する専門企業の企業価値の乗数（実際価値/会計数値）の中央値（売上、営業利益、資産等）

$EXVAL$: 多角化企業の超過価値

V : 実際の価値

n : セグメント i が属する企業のセグメントの総数

5-3 データ

本研究では、スピーダ経済情報リサーチから、直近年度（2024年3月期）と2019年3月期の7大商社（三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、丸紅、住友商事、双日、豊田通商）の財務データ、企業価値のデータを取得し、それらを用いて分析を行った。また、セグメント情報、従業員数、営業利益等については、各商社の有価証券報告書を用いている。

各商社のセグメントに対応する業種区分については、スピーダ経済情報リサーチの業界定義中

分類に基づいて整理し、分析を行った。セグメントに該当する専門企業については、非上場企業は分析に必要な財務データが取得できないため、上場企業に絞っている。

2019年3月期のデータを使用した理由については、後述する通り、コロナ禍の影響を受ける前のデータであるため、コロナ前後での企業価値の変化やシナジー効果の有無を検証することを目的としている。

6. 仮説の検証結果

6-1 直近年度（2024年3月期）の検証結果

Berger and Ofek (1995)で用いられている、超過価値アプローチを用い、直近年度（2024年3月期）の各商社の理論価値を求めた結果が、以下の表である。なお、実際の企業価値 V は、時価総額+（有利子負債残高－現金及び現金同等物・短期性有価証券）+非支配株主持分により算出している。また、「その他」のセグメントを持つ企業については、全産業の上場企業の平均値を、その他セグメントの企業価値と3つの会計数値（売上、営業利益、資産）として、理論価値を算出している。加えて、豊田通商のみが持つ「アフリカセグメント」については、スピード上に該当する産業分類が存在しなかった。そのため、豊田通商がアフリカにおいて行っている事業と同様の事業を行っているアフリカ地域の企業の数値を用いて、理論価値を算出した。

図表 3. 直近年度（2024年3月期）における、7大商社の理論価値の算出

	三菱商事			三井物産		
	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産ベース	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産ベース
単位	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円
会計年度	直近年度	直近年度	直近年度	直近年度	直近年度	直近年度
推定される企業価値 $I(V)$	3,642,905	1,802,471	3,926,625	7,734,100	11,640,357	12,099,508
実際の企業価値 V	19,681,125			14,741,597		
推定される企業価値と 実際の企業価値の差 $I(V)-V$	-16,038,220	-17,878,654	-15,754,500	-7,007,497	-3,101,240	-2,642,089
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	1.69	2.39	1.61	0.65	0.24	0.20

	伊藤忠商事			住友商事		
	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産ベース	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産 ベース
単位	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円
会計年度	直近年度	直近年度	直近年度	直近年度	直近年度	直近年度
推定される企業価値 $I(V)$	9,852,434	8,033,897	7,999,608	5,728,266	4,221,865	6,924,545
実際の企業価値 V	13,648,839			7,704,978		
推定される企業価値と 実際の企業価値の差 $I(V)-V$	-3,796,405	-5,614,942	-5,649,231	-1,976,712	-3,483,113	-780,433
$EXVAL=\ln(V / I(V))$	0.33	0.53	0.53	0.30	0.60	0.11

	丸紅			双日		
	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産 ベース	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産ベース
単位	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円
会計年度	直近年度	直近年度	直近年度	直近年度	直近年度	直近年度
推定される企業価値 $I(V)$	5,345,323	2,457,867	7,590,794	1,607,434	1,172,588	1,674,757
実際の企業価値 V	6,676,682			1,703,108		
推定される企業価値と 実際の企業価値の差 $I(V)-V$	-1,331,359	-4,218,815	914,112	-95,674	-530,520	-28,351
$EXVAL=\ln(V / I(V))$	0.22	1.00	-0.13	0.06	0.37	0.02

	豊田通商		
	売上高ベース	営業利益ベース	資産ベース
単位	百万円	百万円	百万円
会計年度	直近年度	直近年度	直近年度
推定される企業価値 $I(V)$	8,357,901	4,210,929	3,928,590
実際の企業価値 V	5,017,484		
推定される企業価値と 実際の企業価値の差 $I(V)-V$	3,340,417	-806,555	-1,088,894
$EXVAL=\ln(V / I(V))$	-0.51	0.18	0.24

上記の表より、豊田通商（売上ベース）、丸紅（資産ベース）を除く商社では、売上ベース、営業利益ベース、資産ベースに関わらず、実際の企業価値＞推定される企業価値となり、シナジーが出ていると考えられる。しかし、どの会計数値をベースにするかにより、1社の中でもシナジー効果の出方に差が生じた。例えば、三菱商事においては、資産ベースで算出する企業価値が1番大きくなり、営業利益ベースで算出した企業価値とは、2,100（百万円）以上差がある結果となった。三菱商事、三井物産、住友商事、丸紅、双日については、資産ベースが1番高く企業価値が出ているが、伊藤忠商事、豊田通商については、売上ベースが1番高い企業価値となっている。

また、スピードダより取得した営業利益データとは別に、各商社の有価証券報告書より取得した全社の営業利益を、各セグメントの従業員数、販管費、売上を基準として営業利益の配賦を行い、理論価値の算出も行った。しかし、どの配賦基準を用いるかによって、結果に大差は見られなかった。加えて、豊田通商アフリカセグメントにおいて、①「その他セグメント」同様に、日本の上場企業の全社平均を用いて、理論価値を算出する方法、②日本の上場企業において、豊田通商アフリカセグメントが行っている事業と同様の事業を行う会社の売上、営業利益、資産を使用して理論価値を算出する方法の2つの算出方法を追加検証したものの、その結果に大差は確認されなかった。

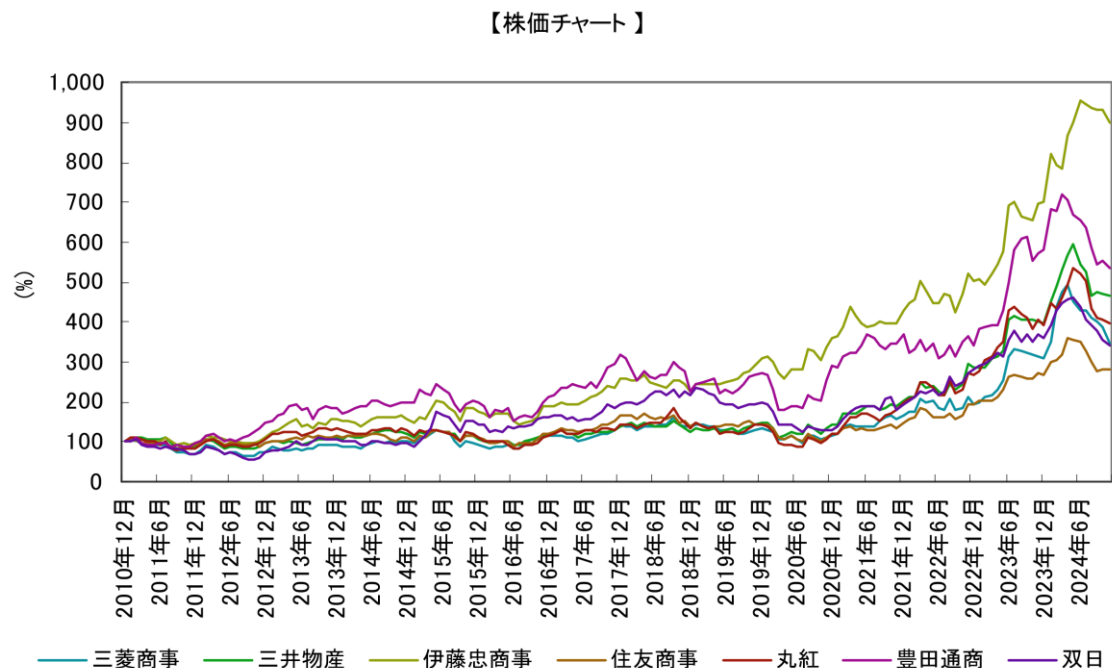
各商社固有の状況として、伊藤忠商事はそのホームページや中期経営計画等で、他商社に比べてシナジー追求を強調している傾向にある。具体的には、伊藤忠グループと、子会社化しているファミリーマートとのシナジー追求についてや、プリマハムとのシナジー創出といったメッセージを、同社ホームページにて社外に発信している。実際、伊藤忠商事が完全子会社化しているファミリーマートには、伊藤忠商事本社の人材を、社長として送っている。三井物産についても同様の傾向が見られ、「志を同じくする企業をパートナーとして、従来の枠を超えたシナジーとイノベーションを生み出すことにより事業を展開していきます。」と同社ホームページにてブランドキャンペーンを行っている。

一方、住友商事については、M&A等で取得した企業において住友商事化することなく、子会社の社長を継続して任せている傾向にある。また、企業規模の大きい上位3社では、どの計算方法を用いてもシナジー効果が見られるが、企業規模が比較的小さい企業においては、シナジー効果の出方にぶれが生じている。豊田通商では、売上ベースで算出した価値については、シナジー効果が見られなかった。丸紅についても、資産ベースで算出した価値についてはシナジー効果が見られていない。

全体の傾向として推定した企業価値が、実際の企業価値よりも高く算出される理由として、図表4のように、コロナ禍を経て各商社の株価が急上昇した影響があると考え（図表4参照）。このように、総合商社株がコロナ禍後上昇傾向を続ける理由には、世界的投資家である、米国のウォーレンバフェット氏の所有する投資会社であるバークシャー・ハサウェイが総合商社の株式を取得したことで、海外投資家からも総合商社株が見直されたことにある。バフェット氏が日本の5大商社の株式を取得したことが判明した2020年8月より、2023年6月までには、複数回買い増し、2023年6月には5社平均で保有率が8.5%以上になった。この間、5大商社の時価総額は約3年で2.6倍にもなり、株価は最大でバフェット氏が株価を取得する以前の4倍以上にもなった。（図表5参照）

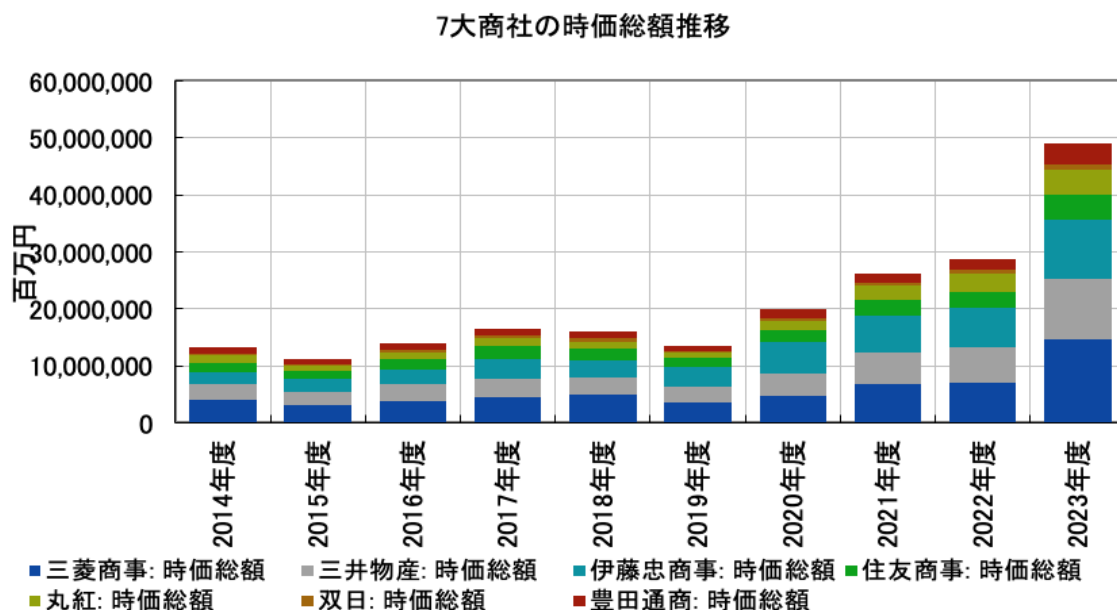
2024年3月期の時点で、シナジー効果が見られたのは、株価の急上昇による商社への期待の影響もあると考え、次章では、コロナの影響を受ける前である、2019年3月期のデータを用いて、理論的な企業価値の算出を行うものとした。

図表 4. 7大商社の2010年～2024年の株価チャート



スピード情報リサーチより、筆者が作成

図表 5. 7大商社の時価総額の推移



スピード情報リサーチより筆者が作成

6-2 コロナ禍以前（2019 年 3 月期）の検証結果

6-1 の結果を受け、2019 年 3 月期のデータを用いて、理論的な企業価値の計算を行うこととする。その際に、直近年度（2024 年 3 月期）とセグメントの構成が変化していない企業（三井物産、住友商事、伊藤忠商事）については、直近年度の企業価値の算出に使用したのと同様の、各セグメントに対応する専門企業の 2019 年のデータを使用して、理論的な企業価値の算出を行った。

一方、直近年度（2024 年 3 月期）とセグメントの構成が変化している企業（三菱商事、丸紅、双日、豊田通商）については、2018 年度の有価証券報告書のセグメント情報を調べ、各セグメントに対応する専門企業を対象に新たに選定を行った。

なお、実際の企業価値 V の算出方法、「その他」セグメントの扱いおよび豊田通商の「アフリカセグメント」については、2024 年 3 月期と同様の計算方法を用いている。

以下が、7 大商社の 2019 年 3 月期の理論価値の算出結果である。

図表 6. 2019 年 3 月期における、7 大商社の理論価値の算出

	三菱商事			三井物産		
	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産 ベース	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産 ベース
単位	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円
年度	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期
推定される企業価値 $I(V)$	8,939,262	5,842,101	9,435,161	4,184,087	5,962,444	7,664,737
実際の企業価値 V	9,542,610			6,913,193		
推定される企業価値 と実際の企業価値の 差 $I(V)-V$	-603,348	-3,700,509	-107,449	-2,729,106	-950,749	751,544
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	0.07	0.49	0.01	0.50	0.15	-0.10

	伊藤忠商事			住友商事		
	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産 ベース	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産 ベース
単位	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円
年度	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月 期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期
推定される企業価値 $I(V)$	7,704,059	4,440,423	6,235,147	3,740,411	4,854,838	5,198,069
実際の企業価値 V	6,394,785			4,471,920		
推定される企業価値 と実際の企業価値の 差 $I(V)-V$	1,309,274	-1,954,362	-159,638	-731,509	382,918	726,149
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	-0.19	0.36	0.03	0.18	-0.08	-0.15

	丸紅			双日		
	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産 ベース	売上高 ベース	営業利益 ベース	資産 ベース
単位	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円
年度	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月 期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期
推定される企業価値 $I(V)$	4,615,623	1,792,225	4,294,170	1,147,657	768,460	1,167,822
実際の企業価値 V	3,310,907			1,119,733		
推定される企業価値 と実際の企業価値の 差 $I(V)-V$	1,304,716	-1,518,682	983,263	27,924	-351,273	48,089
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	-0.33	0.61	-0.26	-0.02	0.38	-0.04

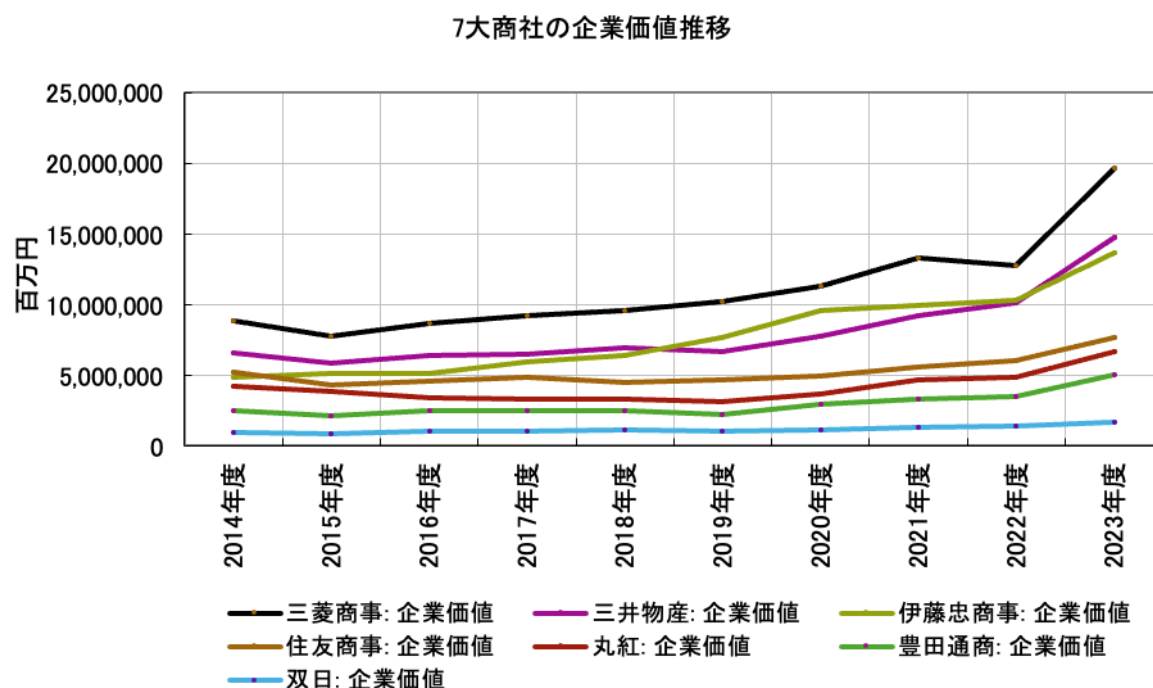
	豊田通商		
	売上高ベース	営業利益ベース	資産ベース
単位	百万円	百万円	百万円
年度	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期	2019 年 3 月期
推定される企業価値 $I(V)$	4,244,520	1,366,523	2,364,835
実際の企業価値 V	2,499,526		
推定される企業価値と実際の企業価値の差 $I(V)-V$	1,744,994	-1,133,003	-134,691
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	-0.53	0.60	0.06

上記の表より、各商社の実際の企業価値 V と算出した企業価値 $I(V)$ の差は、直近年度よりも、2019 年 3 月期の方が小さくなった。直近年度と比較すると、シナジー効果が小さくなっている（出していない）企業が多いことがわかる。しかし、各商社により、シナジー効果の出方に差はあるものの、総じて、コロナ禍から現在にかけて、各商社、特に 5 大商社は、コロナ禍を経て株価や時価総額が急成長する以前からシナジー効果があったことがわかる結果となった。

直近年度との相違点については、直近年度ではシナジー効果が出ていない企業は、丸紅（資産ベース）、豊田通商（売上ベース）だけだったものの、2019 年 3 月期においては、三井物産（資産ベース）、伊藤忠商事（売上ベース）、住友商事（利益ベース）、丸紅（売上ベース、資産ベース）、双日（売上ベース、資産ベース）、豊田通商（売上ベース）が、推定される企業価値＜実際の企業価値となり、シナジー効果が確認できない企業が多くなった。豊田通商に関しては、7 大商社の中で唯一、2019 年 3 月期（コロナ禍前）の方が、直近年度と比較して、シナジー効果が大きいという結果になった。

加えて、直近年度との相違点として、3 大商社（三菱商事、三井物産、伊藤忠商事）と他の 5 社で、実際の企業価値の成長率に差があることがわかる（図表 7 参照）。3 大商社については、この 5 年で企業価値が右肩上がりであるが、他の 5 社については微増か横ばいである。3 大商社が、推定される企業価値と実際の企業価値に大きな差があったことは、実際の企業価値の増加も由来すると考えられる。

図表 7. 7 大商社の企業価値の推移



スピード情報リサーチより筆者が作成

直近年度と同様の点については、1社の中でもどの会計数値をベースにして、企業価値を算出するかにおいて、企業価値に差が出ているという点だ。2019年3月期においては、三菱商事、三井物産、住友商事、双日が資産ベースにおける企業価値が1番高く算出されている。一方、伊藤忠商事、丸紅、豊田通商については売上ベースによる企業価値が1番高く算出されている。丸紅と双日以外は、直近年度と同様の結果であった。いずれにしても、営業利益ベースで算出した理論的な企業価値は、直近年度および2019年3月期のどちらも低く出やすいことが分かった。

営業利益ベースで算出した企業価値が低い要因は、総合商社のビジネスモデルにあると考える。商社の代表的な機能の1つであるトレーディング事業は、取引高は大きい、少ない利幅のため大量取引によって収益を獲得している。また、事業投資も行っているが、それらから得られる配当金などは、営業利益に含まれない。そのため、営業利益は低いものの、取引量や取引額の大きさにより売上高は大きく出るものとする。実際、各商社が行っている、エネルギー、資源分野などは1取引あたりの金額が数億円規模となるなど、1つの取引額が大きい。

加えて、資産ベースで算出した企業価値が高く出やすかった企業とそうでない企業の違いについては、資源分野に強みを持つか持たないかという各社固有の状況が関連しているとする。例えば、三菱商事は資源分野に強みを持ち、豪州での原料炭事業の資産などの有形固定資産を多く持つ。また、生物資産としてノルウェーでのさけやますの養殖事業も保有している。三井物産も同様に、土地を筆頭として有形固定資産が大きい。住友商事も、オフィスやビルといった建物、またニュージーランドの森林も保有しており、それらを資産として計上している。そのため、2019年3月期の三菱商事、三井物産、住友商事の3社については、資産ベースで算出した企業価値が

1 番高く出たと考える。一方、非資源分野に強みを持つ伊藤忠商事や、穀物分野に強みを持つ丸紅は、資産保有額が少ない。そのため、資産ベースで算出した企業価値は、他の会計数値を用いた場合と比較して低くなると考える。

ここまで、売上ベースと資産ベースで算出した企業価値についてはシナジー効果が確認でき、その理由についても考察してきた。そこでさらに、上述のような大きなシナジー効果を生み出す源泉、シナジーの正体についても考察を行っていく。シナジー効果の分類については、アンゾフにより、以下の4つの類型に分けられている。

図表 8. アンゾフのシナジー4 種類

販売シナジー	製品の販売に共通の流通経路、共通販売組織、共有の倉庫が利用できる とき、販売シナジーが発生する。共通の広告、販売促進、過去の名 声はいずれも同一投資額当たりに対して何倍もの利益をもたらすこ とができる。
操業シナジー	設備・要員の稼働率の向上、間接費の分散、共通学習曲線の利点、大 量購入の結果である。
投資シナジー	設備の共同活用、共通の材料在庫、研究開発費の他製品への移転、共 通の技術基盤、共通の材料調達、共通の機会などから投資シナジーが 発生する。
マネジメントシナジー	マネージャーグループが、業務現場を管理する手法、事業運営のノウ ハウ、経営陣の能力と経験など移転可能性によって生まれるメリッ トである。

「新・戦略経営：戦略作成・実行の展開とプロセス」 H.I.アンゾフ著；中村元一、黒田哲彦訳

上記の分類のうち、操業シナジーと投資シナジーについては、企業が展開する事業同士が近い領域でないと、そのシナジー効果の発揮が難しいと考える。これらのシナジー効果を発揮するためには、関連多角化のように、既存事業と関連性のある分野への進出を指し、既存の技術やノウハウを活用できる状況が必要となる。したがって、総合商社のように、多様な事業を保有している場合には、このようなシナジー効果は発揮しづらいと考える。また、マネジメントシナジーについても、総合商社は人事異動が少なく、特定業界や特定の部署での業務を行う人材が多いため、このシナジー効果の発揮もしづらい環境だと考える。したがって、アンゾフのシナジー4 類型に当てはめて考えた場合、総合商社にとってのシナジー効果の源泉は、販売シナジーであると考え

る。総合商社のビジネスモデルの特徴は、前述した通り、営業利益に対して売上が大きいことや、資産保有額の大きさである。また、6-1、6-2 で確認したように、総合商社は資産ベースと売上ベースで算出したシナジー効果が大きく、資産を効率よく売上に結び付ける必要がある。例えば、売上ベースで算出したシナジー効果が大きかった伊藤忠商事については、同企業の総資産回転率は1回を超えており、ROEは15%以上であった。そのため、総合商社の強みである多岐にわたる事業領域や資産、グローバルな流通ネットワークを活用し、既存の取引関係や販売チャネルを

最大限に活かした販売シナジーの創出が重要だと考える。

総合商社は、そのグローバルなネットワークや複数の事業間で販路を共有し、取引を拡大することが強みの 1 つである。また、事業ポートフォリオの組替、更新といった事業の目利き力も、これまでの総合商社を支えてきた点だと考える。幅広い商品を取り扱う総合商社にとっては、売れる商品・サービスを見極め、既存の取引先に新たな商材を売り込むことは、効率的な成長戦略となる。例えば、エネルギー、食品、金属資源、化学品、IT サービスなど、異なる事業部門同士が連携することで、一度の商談で複数の取引が成立する可能性が高まる。

また、各事業の顧客基盤を共有しながら、商材をクロスセルすることで、取引機会の拡大や収益性の向上につなげることも考えられる。クロスセルによるシナジー効果の創出は、下記のキャプランとノートンによるシナジー効果分類の、「顧客シナジー」に近い考えでもある。

図表 9. キャプランとノートンによる、シナジー効果の 4 分類

財務シナジー	内部資本の管理：内部資本の効果的な管理を通してシナジーを創造する。 コーポレートブランドの管理：共通の価値もしくは戦略テーマを促進して単一ブランドをとりまく多様なビジネスを統合する。
顧客シナジー	クロスセル：異なる事業単位から広範囲の製品とサービスをクロスセルして企業価値を創造する。 共通の価値提案：多様な販売店で本社標準に一致させることで、一貫した購買経験を創造する。
内部プロセスシナジー	シェアドサービス：重要な支援プロセスであるシステム、設備、人員を共有することで規模の経済を図る。 バリューチェーンの統合：産業バリューチェーンの連続したプロセスを統合することで企業価値を創造する。
学習と成長シナジー	無形の資産：人的資本、情報資本、組織資本の構築にかかわる能力を共有する。

「BSC によるシナジー戦略：組織のアラインメントに向けて」 / ロバート・S・キャプラン、デビッド・P・ノートン著；櫻井通晴、伊藤和憲監訳

図表 9 では、顧客シナジーがクロスセルと共通の価値提案の 2 つの要素から成り立つとされている。総合商社は、世界中に取引先を持ち、広範な市場でビジネスを展開しており、地域ごとのネットワークを横断的に利用することで、より効率的な市場開拓が可能となると考える。具体的には、三井物産は、日本国内の食品メーカーと提携し、東南アジアや北米市場への販路を開拓している。その際、日本企業単独では進出が難しい市場でも、商社のネットワークを活用して販売拡大をしている。また、伊藤忠商事は、中国市場に強みを持ち、アパレル・食品・小売の分野で日本ブランドの販売拡大を支援している。同社の完全子会社であるファミリーマートの事業展開と組み合わせ、より高い販売シナジーの実現を狙っている。加えて、住友商事では、北米で自動車販売網を持ち、自動車関連部品や金融サービスを付加して、販売シナジーを高める戦略を採用

している。

このように、既存の販売チャネルを活用し、新たな事業機会を創出することが、商社の競争力を強化するポイントとなっている。

販売シナジー・顧客シナジーは、総合商社の事業モデルにおいて極めて重要な位置を占めており、単なる取引関係を超えた価値創造の源泉となっていると考える。しかし、一方で、総合商社は1つのシナジー追求ならず、収益シナジーやコストシナジーなどの複合的なシナジー追求も行っていると考える。加えて、ポートフォリオの更新、乗り換え（事業の目利き力）も総合商社の強みとなっており、それらが合わさって総合商社のビジネスを形成していると考えられる。

7. まとめと今後の課題

本研究では、総合商社が多角的に事業展開をすることで、シナジー効果を発揮し企業価値の向上につなげていることを検証することであった。そして、本研究の結果として、総合商社7社は、直近年度においてはどの商社も、程度の差はあるもののシナジー効果が出ているといえる。また、2019年3月期においても、その大きさは直近年度よりも小さいものの、シナジー効果が出ていると言えた。このような差には、ここ数年で各社が急成長したことも、シナジー効果創出に影響していると考えられる。一方、1社の中でもどの会計数値（売上高、営業利益、資産）を用いるかにより、その理論価値には差が出ることが分かった。営業利益ベースで算出した企業価値は低く出やすく、資産や売上ベースで算出した企業価値の方が高くなった。この要因としては、①強みを持つ分野の違いやシナジー追求の度合いの違いなど、各社固有の状況、②取引額が大きくとも、利益が小さい総合商社のビジネスモデルの2つが関係している。そして、その大きなシナジー効果の源泉となっているのは、販売シナジーだと考える。総合商社の持つ多様な事業やグローバルな視点を生かして、商材をクロスセル・アップセルすることで、取引機会の拡大や収益性の向上につながると考える。また、1つのシナジー追求のみならず、複合的なシナジー追求、ポートフォリオの移し替えなどといった、事業の目利き力が、総合商社の強みの1つとなっている。

今後の課題として、この傾向が商社特有のものなのか、それとも他の業界や企業にも当てはまるものなのか、企業の属性と、シナジー効果の有無の関連性について検証の余地がある。本研究では、日本特有の形態を持ち、特徴的なビジネスモデルである総合商社を題材とした。しかし、例えば、M&Aを積極的に行う企業や、複数事業を所有する上場企業について、同様の検証方法を用いた場合に、総合商社を対象とした場合と比較して、結果に違いが出るのか検証が求められる。加えて、シナジー効果を生み出す要因について本研究では考察を行ったが、それらについてどのような数値を用いて実証研究を行い、シナジー効果を確認するのか、その方法について検討の余地がある。

また、先行研究でも指摘されていた通り、負債比率がコングロマリットディスカウントの大きさに影響を与えることがわかっている。したがって、各社の負債比率の差によるシナジー効果の差についても、研究の余地が残されている。

- Ammann, M., Hoechle, D., and Schmid, M. (2012). Is There Really No Conglomerate Discount? *Journal of Business Finance and Accounting*, 39(1-2), 264-288.
- Anthony, G., and Shige, M. (2007). Multinational corporation internationalization in the service sector: a study of Japanese trading companies. *Journal of International Business Studies*, 38(7), 1149-1169.
- Barney, J. B. (1996) .*Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Pearson Education.(ジ
ェイ B.バーニー. 岡田正大 (訳) (2003) . 企業戦略論 [競争戦略の構築と持続]下巻全社戦
略論.ダイヤモンド社).
- Edwards, C. D. (1955). Conglomerate bigness as a source of power. *Princeton University Press*.(pp. 331-359).
- Fuente, G. d. l., and Velasco, P. (2020). Capital structure and corporate diversification: Is debt a panacea for the diversification discount?. *Journal of Banking and Finance*, 111, N.PAG-N.PAG.
- Glaser, M., & Muller, S. (2010). Is the Diversification Discount Caused by the Book Value Bias of Debt? *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2307-2317.
- H.Igor Ansoff. (1988). *The New Corporate Strategy*.Wiley. (H.I.アンゾフ. 中村元一, 黒田哲
彦 (訳) (1990). 最新・戦略経営.産能大学出版社).
- Nakano, M., Kubo, N., & Yoshimura, Y. (2004). Does Diversification Strategy Create or Destroy Value? *Hitotsubashi journal of commerce and management*, 39(1), 31-43.
- Philip, G. B., & Eli, O. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.
- Robert S.Kaplan, David P.Norton. (2006). *Alignment*. Harvard Business School Press. (ロ
バート・S・キャプラン, デビッド・P・ノートン. 櫻井通晴, 伊藤和憲 (訳) (2007). 株式
会社ランダムハウス講談社).
- Rudolph, C., & Schwetzler, B. (2014). Mountain or Molehill? Downward Biases in the Conglomerate Discount Measure. *Journal of Banking and Finance*, 40, 420-431. h
- Rumelt, R. P., (1974)*Strategy, Structure, and Economic Performance*. Harvard University Press.(R.P ルメルト.鳥羽欽一郎, 山田正喜子, 川辺信雄, 熊沢孝. (訳) (1977). 多角化戦略と
経済成果. 東洋経済新報社).
- 浅野展正. (2014). 総合商社の存在意義についての考察. 商大ビジネスレビュー = Shodai
business review, 3(2), 1-18.
- 飛鳥茂隆. (1998). 総合商社論. 中央経済社.
- 伊藤忠商事.2024.「有価証券報告書」
- 井上光太郎. (2008). アクティビストファンドの効果--日米比較. 証券アナリストジャーナル =
Securities analysts journal, 46(2), 56-66.
- 梅内俊樹. (2009). 多角化戦略が企業の価値に及ぼす影響について. ニッセイ基礎研所報, 55,

1-18.

商社機能研究会. (1981). 新・総合商社論. 東洋経済新報社.

住友商事.2024.「有価証券報告書」.

中野貴之. (2011). 多角化ディスカウントに関する実証研究. 国際会計研究学会年報 2010 年度, 117-134.

三井物産.2024.「有価証券報告書」.

三菱商事.2024.「有価証券報告書」.

丸紅.2024.「有価証券報告書」.

室井伸一. (2007). 多角化と企業価値. 現代社会と会計, 1, 133-140.

伊藤忠商事 HP

<https://www.itochu.co.jp/> (最終閲覧日 2025 年 1 月 6 日) .

一般社団法人日本貿易会 HP

<https://www.jftc.or.jp/>. (最終閲覧日 2025 年 1 月 6 日) .

住友商事 HP

<https://www.sumitomocorp.com/ja/jp/> (最終閲覧日 2025 年 1 月 6 日) .

双日 HP

<https://www.sojitz.com/jp/> (最終閲覧日 2025 年 1 月 6 日) .

豊田通商 HP

<https://www.toyota-tsusho.com/> (最終閲覧日 2025 年 1 月 6 日) .

丸紅 HP

<https://www.marubeni.com/jp/>. (最終閲覧日 2025 年 1 月 6 日) .

三菱商事 HP

<https://www.mitsubishicorp.com/jp/ja/> (最終閲覧日 2025 年 1 月 6 日) .

三井物産 HP

<https://www.mitsui.com/jp/ja/> (最終閲覧日 2025 年 1 月 6 日) .

「三菱商事、三井物産、伊藤忠…総合商社が「乱世」で荒稼ぎ、史上最高益の裏に死角あり！」.2024.ダイヤモンドオンライン.

<https://diamond.jp/articles/-/336969#:~:text=%E7%B1%B3%E8%91%97%E5%90%8D%E6%8A%95%E8%B3%87%E5%AE%B6%E3%81%AE,%E3%81%AF%E8%A6%8B%E9%80%83%E3%81%9B%E3%81%AA%E3%81%84%E4%BA%8B%E5%AE%9F%E3%81%A0%E3%80%82>

(最終閲覧日 2025 年 1 月 6 日) .

謝辞

本研究は、慶応義塾大学大学院経営管理研究科にて、太田康広教授のもと行った研究内容をまとめたものである。論文作成を進めるにあたり、太田康広教授には、論文のテーマ設定から研究の進め方、分析手法など様々な面において非常に多くのご指導をいただき、深くお礼申し上げます。

また、副査をご担当いただいた同研究科の岡田正大先生、ならびに木村太一先生には貴重な助言をいただきましたこと、改めてここでお礼申し上げます。

最後に、太田研究室の博士課程にご在籍されている皆様方より、多大な助言、ご協力いただきましたことに感謝申し上げます。ありがとうございました。

付録

1. 2024 年 3 月期の 7 大商社の企業価値計算

三菱商事	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	直近年度	直近年度	直近年度
金属資源	1,654,790	1,711,972	2,144,084
食品産業	88,537	1,065	107,918
電力ソリューション	124,513	6,167	132,910
天然ガス	44,154	23,496	144,538
総合素材	164,711	7,725	73,852
化学ソリューション	94,833	641	29,803
産業インフラ	65,185	3,577	89,282
自動車・モビリティ	51,311	14,457	179,060
コンシューマー産業	155,917	4,465	306,652
複合都市開発	4,836	2,786	66,435
その他（セグメント外）	1,194,118	26,121	652,091
推定される企業価値 $I(V)$	3,642,905	1,802,471	3,926,625
実際の企業価値 V	19,681,125		
推定される企業価値と実際の 企業価値の差 $I(V)-V$	-16,038,220	-17,878,654	-15,754,500
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	1.69	2.39	1.61

三井物産	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	直近年度	直近年度	直近年度
金属	1,112,678	5,631,752	1,739,587
エネルギー	944,655	1,989,019	1,775,105
機械・インフラ	1,227,308	1,963,416	2,342,249
化学品	240,413	916,816	132,712
鉄鋼製品	371,969	71,040	342,130
生活産業	1,145,479	377,520	1,438,082
次世代・機能推進	526,576	608,280	1,642,278
その他	1,300	82,513	1,492,948
推定される企業価値 $I(V)$	7,734,100	11,640,357	12,099,508
実際の企業価値 V	14,741,597		

推定される企業価値と実際の 企業価値の差 $I(V)-V$	-7,007,497	-3,101,240	-2,642,089
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	0.65	0.24	0.20

伊藤忠商事	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	直近年度	直近年度	直近年度
繊維	347,472	282,613	287,612
機械	1,316,852	942,963	1,232,392
金属	643,125	1,882,367	674,887
エネルギー・化学品	2,507,687	1,266,034	969,737
食料	2,381,929	1,233,180	1,530,434
住生活	1,281,971	1,211,363	927,362
情報・金融	1,112,806	758,032	1,128,225
第8	233,843	625,521	958,529
その他（セグメント外）	26,749	-168,178	290,429
推定される企業価値 $I(V)$	9,852,434	8,033,897	7,999,608
実際の企業価値 V	13,648,839		
推定される企業価値と実際の 企業価値の差 $I(V)-V$	-3,796,405	-5,614,942	-5,649,231
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	0.33	0.53	0.53

住友商事	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	直近年度	直近年度	直近年度
金属資源	968,026	757,198	575,528
輸送機・建機	1,032,543	1,675,293	1,429,491
メディア・デジタル	630,613	-9,082	1,062,269
インフラ	721,903	673,762	1,041,711
生活・不動産	1,196,074	502,783	1,329,453
資源・化学品	1,179,106	621,911	1,486,094
推定される企業価値 $I(V)$	5,728,266	4,221,865	6,924,545
実際の企業価値 V	7,704,978		
推定される企業価値と実際の 企業価値の差 $I(V)-V$	-1,976,712	-3,483,113	-780,433
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	0.30	0.60	0.11

丸紅	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	直近年度	直近年度	直近年度
ライフスタイル	120,920	151,853	110,967
フォレストプロダクツ	189,770	183,926	189,627
情報ソリューション	682,364	234,814	595,290
食料第一	436,663	211,738	347,333
食料第二	440,330	410,549	330,167
アグリ	810,719	366,425	533,511
化学品	467,352	178,224	279,212
金属	953,530	3,477	2,709,185
エネルギー	258,832	367,438	324,829
電力	398,549	-55,600	871,642
インフラプロジェクト	17,912	-79,199	184,767
航空・船舶	137,505	277,171	275,269
金融・リース・不動産	57,062	60,004	491,705
建機・産機・モビリティ	333,863	249,195	220,325
次世代開発	46,540	-52,397	87,446
その他（セグメント外）	-6,814	-11,494	6,774
次世代コーポレートディ ベロップメント	226	-38,256	32,744
推定される企業価値 $I(V)$	5,345,323	2,457,867	7,590,794
実際の企業価値 V	6,676,682		
推定される企業価値と実 際の企業価値の差 $I(V)-V$	-1,331,359	-4,218,815	914,112
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	0.22	1.00	-0.13

双日	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	直近年度	直近年度	直近年度
自動車	180,695	20,258	152,346
金属・資源・リサイクル	264,680	476,103	261,137
化学	483,426	213,640	210,380
生活産業・アグリビジネス	190,811	87,007	146,418
リテール・コンシューマーサービス	296,475	178,286	377,697
その他（セグメント外）	36,750	-4,923	50,354
航空産業・交通プロジェクト	26,617	42,038	112,878

インフラ・ヘルスケア	127,980	160,178	363,545
推定される企業価値 $I(V)$	1,607,434	1,172,588	1,674,757
実際の企業価値 V	1,703,108		
推定される企業価値と実際の企業価値の差 $I(V)-V$	-95,674	-530,520	-28,351
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	0.06	0.37	0.02

豊田通商	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	直近年度	直近年度	直近年度
アフリカ	1,126,522	816,412	620,332
その他（セグメント外）	9,344	47,551	250,995
金属	1,568,035	664,609	672,620
グローバル部品・ロジスティクス	1,618,198	772,136	490,515
機械・エネルギー・プラントプロジェクト	406,254	240,324	643,441
化学品・エレクトロニクス	2,360,285	831,522	704,091
食料・生活産業	419,654	136,735	200,634
モビリティ	849,608	701,639	345,962
推定される企業価値 $I(V)$	8,357,901	4,210,929	3,928,590
実際の企業価値 V	5,017,484		
推定される企業価値と実際の企業価値の差 $I(V)-V$	3,340,417	-806,555	-1,088,894
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	-0.51	0.18	0.24

2. 2019年3月期の7大商社の企業価値計算

三菱商事	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	2019年3月期	2019年3月期	2019年3月期
地球環境・インフラ	199,256	-1,136,411	684,622
新産業金融	131,010	514,146	619,848
エネルギー	1,391,539	1,110,397	958,144
金属	1,773,178	3,076,733	1,466,736
機械	628,117	1,159,631	1,130,874
化学品	2,629,549	481,798	797,224

生活産業	2,181,454	565,024	3,524,517
その他（セグメント外）	5,159	70,783	253,197
推定される企業価値 $I(V)$	8,939,262	5,842,101	9,435,161
実際の企業価値 V	9,542,610		
推定される企業価値と実際の企業価値の差 $I(V)-V$	-603,348	-3,700,509	-107,449
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	0.07	0.49	0.01

三井物産	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	2019年3月期	2019年3月期	2019年3月期
金属	684,045	1,888,672	1,389,224
エネルギー	256,752	2,194,330	1,034,477
機械・インフラ	607,685	967,063	1,576,279
化学品	1,360,246	308,144	863,126
鉄鋼製品	121,973	68,611	224,697
生活産業	902,622	297,827	1,265,444
次世代・機能推進	248,718	216,240	544,520
その他	2,046	21,557	766,972
推定される企業価値 $I(V)$	4,184,087	5,962,444	7,664,737
実際の企業価値 V	6,913,193		
推定される企業価値と実際の企業価値の差 $I(V)-V$	-2,729,106	-950,749	751,544
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	0.50	0.15	-0.10

伊藤忠商事	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	2019年3月期	2019年3月期	2019年3月期
繊維	399,682	253,335	299,799
機械	778,207	426,335	723,838
金属	348,244	685,458	392,602
エネルギー・化学品	2,215,423	622,856	802,973
食料	2,157,017	1,341,833	2,220,794
住生活	773,703	467,427	655,890
情報・金融	1,029,051	673,013	1,036,247
その他（セグメント外）	2,733	-29,833	103,005
推定される企業価値 $I(V)$	7,704,059	4,440,423	6,235,147

実際の企業価値 V	6,394,785		
推定される企業価値と実際の企業価値の差 $I(V)-V$	1,309,274	-1,954,362	-159,638
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	-0.19	0.36	0.03

住友商事	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	2019年3月期	2019年3月期	2019年3月期
金属資源	755,826	436,241	662,518
輸送機・建機	481,771	518,241	950,633
メディア・デジタル	456,576	675,420	1,048,475
インフラ	719,440	1,991,782	667,532
生活・不動産	571,106	535,411	879,035
資源・化学品	755,692	697,743	989,876
推定される企業価値 $I(V)$	3,740,411	4,854,838	5,198,069
実際の企業価値 V	4,471,920		
推定される企業価値と実際の企業価値の差 $I(V)-V$	-731,509	382,918	726,149
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	0.18	-0.08	-0.15

丸紅	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	2019年3月期	2019年3月期	2019年3月期
食料	2,208,165	606,017	1,081,402
生活産業	207,384	235,819	405,197
素材	1,324,414	714,635	799,123
エネルギー・金属	365,213	351,703	756,321
電力・プラント	270,351	-431,643	778,637
輸送機	243,674	340,224	460,828
その他（セグメント外）	-3,577	-24,530	12,663
推定される企業価値 $I(V)$	4,615,623	1,792,225	4,294,170
実際の企業価値 V	3,310,907		
推定される企業価値と実際の企業価値の差 $I(V)-V$	1,304,716	-1,518,682	983,263
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	-0.33	0.61	-0.26

双日	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	2019年3月期	2019年3月期	2019年3月期
自動車	127,614	56,589	91,168
化学	393,199	92,631	203,454
その他（セグメント外）	14,982	2,441	15,755
航空産業・交通プロジェクト	14,704	41,950	57,367
機械・医療インフラ	43,811	20,205	49,791
エネルギー・社会インフラ	82,226	86,508	203,903
金属・資源	163,953	346,079	169,889
食料・アグリビジネス	48,895	36,742	77,374
リテール・生活産業	231,403	74,433	245,526
産業基盤・都市開発	26,869	10,883	53,595
推定される企業価値 $I(V)$	1,147,657	768,460	1,167,822
実際の企業価値 V	1,119,733		
推定される企業価値と実際の企業価値の差 $I(V)-V$	27,924	-351,273	48,089
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	-0.02	0.38	-0.04

豊田通商	売上高合計	セグメント利益	資産合計
	百万円	百万円	百万円
	2019年3月期	2019年3月期	2019年3月期
アフリカ	287,898	75,475	270,944
その他（セグメント外）	1,462	9,391	87,163
金属	943,009	380,524	496,638
グローバル部品・ロジスティクス	638,559	255,023	289,692
機械・エネルギー・プラントプロジェクト	421,906	156,376	347,798
化学品・エレクトロニクス	1,277,488	201,310	496,311
食料・生活産業	238,063	22,614	177,502
自動車	436,137	265,809	198,786
推定される企業価値 $I(V)$	4,244,520	1,366,523	2,364,835
実際の企業価値 V	2,499,526		
推定される企業価値と実際の企業価値の差 $I(V)-V$	1,744,994	-1,133,003	-134,691
$EXVAL=\ln(V/I(V))$	-0.53	0.60	0.06