



『スパークス 日本株長期投資のすすめ』

スパークスの株式投資、株式市場などに対する見方を紹介するコラムです。

第76号(2010年7月23日)

「総合商社について」

今回は総合商社について私どもの考え方をご説明しようと思います。

しばしば「ラーメンから航空機まで」と例えられる総合商社は、事業領域が広範囲にわたり過ぎて「卸売業」として何をやっているのか良く分からないというイメージが一般的なようです。またここ10年くらいは、原油、非鉄金属といった一次産品の世界的な値上がりの恩恵を受けていることから、「資源会社」として位置づけられることも多いようです。しかし私どもは、あくまで「投資会社」として総合商社を分析すべきだと考えます。

そもそも今日における総合商社の投資ビジネスというのは、借入によるレバレッジをかけることで初めて成り立つビジネスです。この点、本質的には銀行業に似ていると言えます。銀行は預金者から預金を集め、それを企業向け融資や住宅ローンなどの貸し出しにまわすことによって利鞘を稼ぐことを業としていますが、参入障壁が低いだけに、投下した資本に対する期待リターン（ここでは総資産当期純利益率もしくはROAを指します）はほんの数パーセントしかありません。銀行業はこのわずかなりターンを、レバレッジをかきかせることで最終的に自己資本に対して高いリターンを実現することを目指します。そして借入（預金などの負債調達）をどこまで拡大させられるかは、自己資本の拡大ペースによって決まってきます。これは、銀行業の場合、業務を継続するうえでBIS規制上、最低限維持しなくてはならない自己資本比率が定められているからです。

これに対し総合商社は、銀行や資本市場から資金調達し、世界中の様々な事業案件に投融資を行うことを業としています。そして資金調達コストと事業案件の投資利回りとの差が銀行の利鞘に相当します。総合商社の事業リスクは、銀行の融資事業に比べると相対的に高いことから、投下資本に対する期待リターンはやや高めです。おおざっぱなイメージですが、日本のメガバンクでROA0.2~0.4%、欧米の優良銀行で同1.2~1.5%程度ですが、総合商社のROAは2.5~3.0%程度です。一方、レバレッジは銀行業の場合、BIS規制をクリアするため10~15倍程度（自己資本比率6~10%）が限界となります。つまり、私どもが重視する株主資本純利益率（ROE）に置きなおすと、欧米の銀行では15~20%となりますが、日本の銀行においてはせいぜい6%程度にしかありません。

他方、一般的に総合商社はROA3.0%に対して、現在の平均的なレバレッジは5倍程度（自己資本比率20%程度）を維持するように経営されており、この水準であれば、銀行業よりも高い事業リスクを十分カバーしつつ、ROEも15%水準を実現可能となります。つまり、ROA3.0%以上・自己資本比率20%以上が総合商社の収益性を評価する上でのひとつの目安となると私どもは考えます。

さて、このようなバランスシートは本来、私どもが投資対象として好む、「無借金で自己資本の厚い企業」に比べて財務上脆弱であるといえます。レバレッジがきいているバランスシートは、ひとたび投資基準を緩めて採算度外視した投資案件を手掛けてしまうと、失敗したときに自己資本を大きく毀損してしまうからです。しかし逆を言えば、規律のある経営が守られている限り、素晴らしい株主資本純利益率



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

『スパークス 日本株長期投資のすすめ』



スパークスの株式投資、株式市場などに対する見方を紹介するコラムです。

第76号(2010年7月23日)

(ROE)を実現できる事業でもあります。従って、総合社がきちんとリスク管理をし、目先の収益にとらわれて過度なリスクをとらないよう経営を続けているかがポイントとなります。

私どもが総合社の経営に対して信頼度を深めている理由は、彼らが90年代後半のアジア通貨危機時に陥った経営難を教訓に、投資会社として最も重要であるリスク管理体制を大幅に強化してきたからです。2000年代における世界的な住宅バブルのさなか、ハイリスクな証券化商品などへの投資には傾倒せず、あくまで実物経済をベースとした投資事業に注力してきたことは評価すべき点であると考えます。また08年の金融危機を受けて、これまでにないスピード感で緊縮的な経営に舵を切って難局を乗り切ったこともポジティブです。10年3期は業界全体として2期連続の最終減益を余儀無くされたものの、投資活動を大幅に抑制したことで、各社とも大幅なフリーキャッシュフローを計上しました。結果として、ほぼ全社においてバランスシートにおけるネットDEレシオ(純有利子負債が自己資本の何倍あるかをみる指標)が2倍以下へと低下しています。これは今後の「攻めの経営」に備えて、投資余力が大幅に改善していることを意味します。また自己資本比率も20%以上へと上昇しており、事業リスクに対する抵抗力もついてきました。このため総合社各社の経営状態はかつてないほど良好であると考えます。

総合社の強みは、古くから世界の隅々に張り巡らされた人材と情報ネットワークです。私どもは新興国の成長を取り込める企業群に着目しておりますが、総合社各社は今後も日本が誇る様々な高付加価値製品やモノづくり技術を世界へ橋渡しを行うだけでなく、新興国を中心とした世界に幅広く分散された投資案件を積み上げていけることが予想されます。

(注) 本コラムは、マネックス証券Web-Site「マネックスラウンジ」の「マネックスメール」に掲載されている「スパークス・アセット・マネジメントの『SPARX Way』」をもとにスパークスが作成したものです。また、上記は株式投資に関して理解を深めていただくためのものであり、特定の有価証券を推奨しているものではありません。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。