複合経営は時代遅れか

いくつもの事業を抱える複合経営が改めて注目されている。米国では米ゼネラル・エレクトリック（ＧＥ）が事業の分離を急ぐ一方、アルファベットなどＩＴ大手は多角化を進めている。日本でも商社など複数事業を営む企業は多い。競争環境が激変するなか、複合経営の長短をどう見極めるか。

日本の商社、商流に強み

専修大教授　田中 隆之氏

たなか・たかゆき　81年東大経卒、日本長期信用銀行入行。主に調査畑を歩み、2001年より現職。専門は日本経済論、財政金融政策。著書に「総合商社」など。60歳

取扱商品の多様さから「ラーメンからロケットまで」といわれた日本の総合商社はいわゆる複合経営の典型だ。過去には「商社不要論」や「冬の時代」がいわれたが、近年は三菱商事、三井物産、住友商事、伊藤忠商事、丸紅の大手5社は収益力を伸ばし、世界金融危機などのショックにも柔軟に対応した。株式市場の評価は高いとはいえないが就職人気ランキングの上位の常連でもあり、日本の産業界で独自の存在感を発揮する。

複合経営の評判が芳しくないなか、日本の総合商社が繁栄を保てた理由を英国と比べてみる。産業革命の発祥の地、英国は多国籍商社を輩出したことで知られる。ジャーディン・マセソン商会、デント商会などの名前は日本の幕末史にもしばしば登場する。

こうした英国の商社は戦後間もない時期はまだ健在だった。だが1960年代から姿を消し始め、製造業に業態転換するなど現在はほとんど残っていない。英国では60年代に株式公開ブームが起こりこうした商社の多くも上場した。80年代に入ると「もの言う」機関投資家が現れた結果、「事業内容を絞り込め」との市場からの圧力にさらされ、自ら専業化の道を選ぶなどして「多国籍商社」というカテゴリー自体がほぼ消えた。

一方、日本でもバブル崩壊後の不良債権の処理過程で業界再編は起きたが、総合商社という存在がなくなるどころかむしろ基盤は強化された。

何が日英の違いだったのか。日本の商社の特徴はバリューチェーン（価値の連鎖）の多くのプロセスに深く食い込み、川上から川下までの多段階で収益をあげる体制をつくったことだ。

典型例として三菱商事の鶏肉事業を見ると、鶏を育てるための飼料の輸入・生産・販売から食肉加工、さらには消費者との接点である日本ケンタッキー・フライド・チキンまで、バリューチェーンの各段階で関連事業に出資・運営しており、商流全体の要所を押さえることに成功した。ここまで根を張ると、情報も入り、買収などの新たな手も打ちやすい。鶏肉に限らず、液化天然ガス（ＬＮＧ）やアパレル流通でも同様のビジネス展開がみられる。

商社の原点はトレード（モノの売買や貿易）だが、これを軸にして商流の要所要所で関連ビジネスへの投資や経営を行い、事業収益を手にする。総合商社の複合経営は、各事業が商流によってつながっているのが強みだ。

しかも、総合商社は投資先の関係会社を適切な時期に入れ替える「投資のリサイクル」を行う。新企業の設立、既存企業への投資や買収を行う一方で、売却による撤退や関係会社の合併で、グループ会社を適切に管理している。

課題は各事業部門のシナジー（相乗効果）の薄さだ。社員は入社時に配属された部門の「背番号」を背負い続け、他の事業部門への異動はまれだ。事業部門間の壁を少し薄くした方が組織も活性化する。総合商社という業態を世界の投資家に認知させる活動も、英国の多国籍商社の轍（てつ）を踏まないために重要だ。

（聞き手は西條都夫）

ＧＥ、事業間の関連薄く

ニューヨーク大学経営大学院教授　ロバート・ソロモン氏

Robert Salomon　米企業のグローバル展開や企業統治が専門。企業幹部の育成にも注力している。44歳

現在の産業界で米ゼネラル・エレクトリック（ＧＥ）の複合経営は過去の遺物のようなものだ。相互に関係性の薄い事業をあまりにも多く抱えていた。例えば、医療機器と照明事業の間にどんな相乗効果があるというのか。そうした多くの事業を1つの組織の下で効率的に経営するのが難しいのは明らかだった。

いまのＧＥには複数の事業を束ねる本社の価値にも疑念が生じている。ビジネスジェット機の無駄な使用に代表されるようにＧＥ本社のコストは極めて大きい。投資家は個々の事業に関心があってＧＥに投資しており、「（事業に直接関係のない）本社の費用が重い企業になぜ投資せねばならないのか」との疑問を抱く。複合経営の要として各事業の価値を引き出すべき本社が、逆に価値を損ねているのがいまのＧＥの姿だ。

複合経営の限界については米国では1970年代、80年代に盛んに議論され、実際、ファンドが介入するなどして多くの米企業で複合経営の解体が進んだ。ビスケットとたばこを同時に手掛けていた複合企業ＲＪＲナビスコの解体などはその典型例だ。

その中で、ＧＥが相互に関連の薄い事業を複数抱えて経営を続けられたのは、２００1年まで約20年間最高経営責任者（ＣＥＯ）を務めたジャック・ウェルチ氏の存在が大きい。強い指導力で経営改革を進めるウェルチ氏は銀行家やアナリストから愛され、投資家もＧＥというよりもウェルチ氏に投資した側面があった。複合経営の非効率性は問題視されなかった。

後任のイメルト氏は複合経営の問題に気づき、放送事業のＮＢＣやプラスチックなどを売却。金融事業も大幅縮小したが、あまりに多くの事業を抱えて取り組みは不十分だった。現ＣＥＯのフラナリー氏は複合経営からの脱却を志向するが航空機エンジン、電力、医療機器の3つをなお1つの会社で運営しようとしているのは疑問だ。ＧＥが問われているのは財務的な安全性やグループの資金調達力を維持しつつ、いかに早く複合経営から脱却するかだろう。

とはいえ、多様な事業を抱える事業構造を全否定するわけではない。キーワードは事業間の「関連性」だ。規模メリットや技術・ノウハウなどを他の事業でも適用できるかどうかが重要になる。

その点でアルファベットの事業構造には注目している。傘下には検索エンジンを手がけるグーグル、スマートホーム機器のネスト・ラボ、スマートシティー計画のサイドウォーク、研究のグーグルＸなど多様な企業を抱える。手掛ける事業もスマートフォン基本ソフト（ＯＳ）、自動運転、長寿のための生命科学研究など多岐にわたる。

一方、アマゾン・ドット・コムは中核のネット通販、ネット通販のシステムから発展したクラウドコンピューティング、会話型人工知能（ＡＩ）などを手掛ける。抱える事業群はアルファベットより相互の関連性が高い。今後、この複合経営のあり方の違いが両社の先行きにどんな影響を与えるのか興味深い。

（聞き手は稲井創一）

高い優位性で価値向上

農林中金バリューインベストメンツ最高投資責任者　奥野 一成氏

おくの・かずしげ　1992年京大法卒、日本長期信用銀行入行。長銀証券、ＵＢＳ証券を経て03年に農林中央金庫入庫。14年から現職。日米の少数の銘柄に長期投資する。48歳

投資の世界では「コングロマリット・ディスカウント」と呼ばれ、複合経営は株価が割安になりやすいという理論がある。資金を効率的に事業に配分するのは投資家の仕事であって、経営者ではないという考え方が背景にある。学術上は正しい。

ただ、長期投資家には単一事業の経営か複合経営かの違いは重要ではない。複合経営でディスカウントが常態化していても、企業価値が高まれば株価は上がる。解体すればディスカウントが解消されると考えるのは短期志向の投資家だ。個々の事業に競争優位があり、長期に企業価値を高められるかどうかが重要だ。参入障壁があるかどうかと言い換えてもいい。

参入障壁の重要性は例えば、米コカ・コーラを見ればわかる。新たな炭酸飲料を作ろうと挑む企業は少なく、営業利益率20％を長く維持できる。太陽電池のように簡単に参入できれば売値は下がり、長期には利益は得られない。

複合経営でも個々の事業に参入障壁があればいい。例えば、信越化学工業は実は複合経営で、塩ビ事業など主に5つの部門があり、部門間の直接的なシナジーは現在では多くないと考えられる。それぞれが参入障壁を持ち、企業価値を増大させている。

共通の強みを複数の事業に広げていくケースもある。米スリーエム（３Ｍ）はテクノロジープラットフォームという基礎技術の集積を事務用品、自動車、防災とそれぞれの事業の強さにつなげている。米工具メーカーのイリノイ・ツール・ワークスには、収益の8割を生む2割の主要顧客との関係づくりに集中する「80／20」の経営哲学があり、各事業を成長させている。

米国企業は、ずっと同じ事業を続けることは珍しく、戦う領域を変えていく。当初は単一事業でも、結果として複合経営になるケースが多い。複合経営の象徴だったゼネラル・エレクトリック（ＧＥ）の衰退は個別の問題で、経営スタイルとは関係がない。

米著名投資家ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハザウェイは典型的な複合経営で、同社には「被買収企業に『終の住処（ついのすみか）』を提供する」という独自の強みがある。後継者問題に悩む企業や買収を恐れる企業がバークシャーに買われたがるから、同社は安く買える。ソフトバンクグループに投資してほしいベンチャー企業も多い。複合経営だからこそ価値がある場合がある。

日本の総合電機の問題は、それぞれの事業が参入障壁を築けなかった点にある。半導体受託生産大手の台湾積体電路製造（ＴＳＭＣ）は、誰も追随できない水準まで微細化を進めるといった参入障壁の構築への意識が強い。

経営者は投資家としての目を持つべきだ。経営者が産業のバリューチェーンの中で、どこで事業展開するかを投資家のように考えることは、企業価値の8割を決める。ＩＢＭが２０００年代半ばにパソコン事業を売却してビッグデータ解析に集中していったような経営判断が必要だ。

（聞き手は編集委員　松崎雄典）

掲載日 2018年4月24日 日本経済新聞 朝刊 6ページ ©日本経済新聞社 無断複製転載を禁じます。