

業種別格付方法

【総合商社】

総合商社は、金属、エネルギー、機械、食料、化学品、不動産など多様な分野で事業を展開している。またビジネスの形態も従来からのトレードに加え投資にも積極的である。本格付方法は多様な事業分野、ビジネス形態を手掛けている大手総合商社を対象としている。

1. 事業基盤

大手総合商社は、各社とも多様な事業を展開しており、得意とする分野は様々である。各社の事業リスクや競争力を把握するには、主要事業についての状況を確認する必要がある。加えて連結収益に占める各事業のバランスについても注意が必要である。特定の事業に収益が依存している場合、その事業の変化が連結全体に大きな影響を及ぼすことになる。外部環境の変化に対し、いかに安定性が高い事業ポートフォリオを構築しているかがポイントになる。

(1) 産業の特性

① 市場概要

総合商社の事業領域は多岐に亘り、大別すると資源分野と非資源分野に分けられる。会社によって資源分野・非資源分野の連結収益に占める割合には違いが生じている。資源分野は原油、石炭、鉄鉱石、銅などを扱っている。グローバルな政治、経済の変化によって資源分野の需要、市況は大きく変化するため、利益の変動性は高いと見るべきであろう。一方、非資源分野は、一部に市況変動の影響を受ける事業もあるが、資源分野に比べれば利益は総じて安定している。

新たな事業への進出を積極的に行っている総合商社にとっては、今後成長が期待できる分野、地域での展開をいかに進めるかが重要になる。ただし、成長が期待できる分野では市場が発展途上の場合があり、先行投資的な意味合いも強いことから、短期間で大きな利益貢献は期待しにくい場合もある。また、既存の事業に比べ市場の先行きに不透明な部分もあり、事業リスクは相対的に高い。しかし、中長期的な成長力を維持するためには成長分野の開拓を続ける必要があり、その取組み状況を確認すべきである。地域別では、海外での収益割合が高まりつつあり、海外市場の重要性が増している。今後、成長が期待できる地域としては、アジア地域が挙げられるが、単独での展開は難しいケースも多く、いかに優良な現地パートナーを見つけるかが重要になる。

② 競合状況

事業分野によって状況は様々である。資源分野では、販売価格が国際的な市況によって決まるケースが多く、また固定的な取引先も有していることから、競合についての問題は多くはない。しかし、権益

を取得する際には、入札の場合もあり、買取価格について競合が発生する。各社とも保守的に設定した将来市況の見通しや基準となる投資利回りを設定し、高値掴みのリスクを回避しようとしている。しかし、状況によっては他社競合の中、ある程度のリスクは取らざるを得ない可能性もあり、主要な権益の取得状況は確認すべきであろう。

従来からのトレードビジネスについては、仲介のみの単純なビジネスは減少してはいるものの、様々な商社機能を付加したビジネスは依然として総合商社の主たる事業である。トレードビジネスの主な分野としては、鉄鋼、資源、エネルギー、化学品、機械、食料など多岐にわたり、各分野において競合状況は異なるが、古くからの優良な調達先、販売先をある程度固定的に確保している場合も多い。ただし、分野によっては構造的な変化により市場規模が縮小し、競合が激化する可能性もあり、各市場における動向には注意が必要である。

③ コスト構造

一部では工場を保有し、直接生産活動を行うことで固定費負担が生じているケースもあるが、多くのトレードビジネスでは、多額の設備投資は必要ではなく、固定費負担は軽い。トレードビジネスでは、仕入が主要なコストになるが、商社は販売金額や数量に応じて一定の-marginを得ていることも多く、コスト構造は比較的安定している。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

資源分野の権益投資では、権益の一部出資に止まっているケースも多く、世界的なレベルでの位置付けは必ずしも大きくはない。しかし、トレードも含めた国内での取扱いでは相応のシェアを確保しているケースもある。品目によっては、販売価格が国際的な市況をベースに決まるため、市場シェアの違いによる収益性への影響は大きなものではないが、保有する権益の規模によって市場における地位も向上し、新規案件の取得では関連した情報がいち早く入手可能になるなどのメリットは認められる。市場における位置付けについて確認が必要である。

非資源分野においては、過去からの取引経緯もあって一定の市場シェアを確保し、安定した収益を確保している分野もある。このような分野の保有状況が収益の安定性を評価するポイントになる。

② 事業ポートフォリオ

多様な事業を展開している総合商社にとっては事業全体の状況把握は欠かせない。会計上はセグメント別に損益が管理されているが、実際には同一セグメント内に特性の異なるビジネスが多数存在している。そのため各社ともビジネスの特性に合わせ、より細分化した事業単位での管理を行っている。具体的には事業単位での収益性や将来性（衰退分野、成熟分野、安定分野、成長分野など）を分析し、撤退や見直しが必要な事業、経営資源をより重点的に投入する事業などに分類した上で各事業の戦略策定を行っている。信用力を評価する観点からは、いかに低収益で衰退分野の事業を減らし、高収益で成長分野の事業を増やすことで全体の収益性、成長性を改善するかがポイントになる。また、特定の事業に収益が集中していると、その事業の変化によって全体の収益が影響を受ける可能性が高くなる。そのためより多くの多様な事業に収益が分散していることにより、収益の安定性は高まると見ている。事業全体

の状況を確認するためには事業ポートフォリオの事業単位での状況把握に努め、格付に織り込む必要がある。

③ 新規投資

新たな収益源を確保し、成長力を維持するためには、継続的な新規投資が不可欠である。ただし、新規投資は必ずしも計画通りに進捗するとは限らず、既存事業に比べ相対的なリスクは高い。過去の事例を見ても計画した収益が確保されず、損失を計上したケースも多い。一方、適切な新規投資がその後の収益拡大に貢献しているケースも多く、これまで実施してきた主要な投資案件の進捗状況を確認し、今後の収益への影響について考慮する必要がある。また、新規投資については分散投資の視点も欠かせない。自己資本の規模など財務体力に比べて過大な金額を投資することは、万一の場合の影響は無視できなくなる。1件当たりの投資金額を抑え、より多様な分野、地域へ投資する方がリスク管理の視点からは好ましい。投資方針とともに投資の分散状況についても重要視している。

④ リスク管理

ある程度予測可能な損失リスクについては、会計上の減損、引当等で対応するが、総合商社が有する様々な事業リスクの規模を考えれば、想定外の損失も管理していく必要がある。そのため、リスクアセット（一定条件のもとで想定される最大損失額）の算出を行っている会社が多く、リスクアセットをリスクバッファ（自己資本）を基準にコントロールしようとしている。会社によって算出方法は様々であり、会社間でのリスク対応力の比較は難しいが、同一会社内ではその変化を読み取ることは可能である。基本的にはリスクアセットはリスクバッファでカバーされていることが好ましく、リスクアセット／リスクバッファを100%以内とすることを基準としている会社が多い。リスクアセットとリスクバッファのバランスによってリスク管理の状況を把握し、格付に織り込む必要がある。

2. 財務基盤

(1) 収益力

総合商社は、単純なトレードだけではなく、投資を組み合わせたビジネスを展開している。そのため、収益状況を分析するには、投資からのリターンも加味することが必要になる。様々な指標が考えられるが、JCRでは、特に基礎的収益力（売上総利益-販管費（貸倒引当繰入除く）+金利収支+受取配当金+持分法投資損益）を算出している。この指標では特殊要因としての貸倒コストを控除し、一方で投融資による受取利息、受取配当、持分法投資損益を考慮している。近年、各社ともIR資料などで一過性の損益を除外した最終利益を公表しており、経常的な収益力を判断する上で参考になる。また、最終的な損益の成果として、一過性損益も含んだ最終利益も重視している。

（重視する指標）

- 営業利益（売上総利益-販管費）
- 持分法投資損益
- 金融収支
- 基礎的収益力（売上総利益-販管費（貸倒引当金除く）+金利収支+受取配当金+持分法投資損益）
- 最終利益

(2) 安全性

多様な事業を展開し、継続的に新規投資を行うなど比較的高い事業リスクを負っている総合当社にとって財務の安定性を維持することは重要である。財務内容を確認するには、表面的な自己資本の金額だけでなく、様々な要素を考慮し、評価すべきである。例えば自己資本の補完要素となる上場グループ会社の株式含み損益、状況によっては資産性が低下する繰延税金資産などがある。さらに潜在的な利益計上の可能性や損失発生リスクの把握にも努め、自己資本への影響を考慮すべきである。総合当社では継続的に新規投資を行う一方、事業の売却も行なっている。売却の際には事業の含み損益が顕在化することになる。含み損については、事業の収益性が低下し、減損として顕在化することもある。特に外部環境が悪化すると、投資案件が計画通りに進捗せず損失発生リスクが高まる。また、海外投資に伴う外貨建て資産や取引先の有価証券を多額に保有しているケースが多く、為替、株価の変動による自己資本への影響についても留意が必要である。

(重視する指標)

- 自己資本
- ネットデット・エクイティ・レシオ
- 自己資本比率

(3) 資金調達状況

総合当社は多額の資金を外部から調達しており、資金調達環境の変化による影響を受けやすい。必要資金に対してはある程度の余裕を持つことが重要であり、コミットメントラインなどの流動性の補完状況や流動比率などを確認しておく必要がある。また、資金調達に占める長期資金と短期資金の割合、借入金・社債発行の状況、調達コストの変化についても留意が必要である。

(重視する指標)

- 流動比率

以上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報はJCRの意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル