

(続紙 1)

京都大学	博士 (経済学)	氏名	畑 憲司 (中山 憲司)
論文題目	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		
(論文内容の要旨)			
<p>本論文は、総合商社の事業構成や組織形態が変化を遂げていく中において、M&Aが果たす役割を研究対象としている。総合商社が投資会社化しているとの指摘が一部にはあるものの、本論文での基本的な問題意識は、総合商社が手掛けるM&Aは引き続き従来の事業展開の延長線上において理解可能であり、単なる利息配当収入やキャピタルゲイン目的の証券投資とは異なるとの点にある。</p> <p>こうした問題意識に基づき、本論文は以下の構成をとっている。</p> <p>第1章における問題意識の提起に続き、第2章、第3章では、M&Aに係る諸概念の整理が行われる。第2章では、M&A実行の検討プロセスを概観するとともに、その一連のプロセスにおいて、経営戦略理論とファイナンス理論が相互関連をもって活用される現状が示される。バイヤーズバリュー (買い手が示す価格の上限) を算出するためには、スタンドアロンバリュー (M&Aの対象となる企業や事業単独での価値) にシナジー効果 (M&A実行にあたっての経営戦略に基づく施策効果) を折り込む必要があり、そのためのDCF法 (Discounted Cash Flow Model) の活用がまとめられている。第3章では、従来の経営戦略理論に沿ってM&Aを類型化し、そのM&Aの各類型において、どのようなシナジー効果が発現しうるのかを整理している。</p> <p>第4章から第6章までは、総合商社の収益構造とM&Aの活用状況の分析である。第4章では、総合商社が子会社を活用することにより、コミッション/マージンビジネスに留まらず工賃やサービス手数料等の付加価値収益の拡大を図っていることに関して、本社事業、連結子会社事業、関連会社事業、金融的投融資の別で収益構造の変化を把握している。総合商社の収益構造は、本社が事業主体となるものから、本社が事業ポートフォリオを管理するものへと変化しているものの、連結子会社事業向け、関連会社事業向けの資産構成比が高まる一方、事業に結びつかない金融的投融資の構成比が縮小していることを確認している。第5章では、総合商社が資源領域 (金属、エネルギー) で活発に投資を行った結果、資源領域向けの資産構成比が高まっていると同時に、非資源分野の収益性 (ROA) の向上がみられることを分析から得ている。第6章は、三菱商事による食品業界での垂直統合形成を題材に、総合商社によるM&Aのケーススタディに当てられる。すなわち、配合飼料の原料調達を起点に、食肉の生産、流通、最終消費者への販売に至る各プロセスの担い手企業に総合商社が出資してプロセス全体を自社の影響下に置き、畜産バリューチェーンを形成したとしている。</p> <p>第7章は本論文の総括と、分析全体に対する今後の課題の指摘である。後者に関して、畜産に見られるようなM&Aを用いたバリューチェーン形成が有効な業界とは何なのか、バリューチェーンを形成するための出資比率をどう決定するのか、あるいは総合商社の資本を受け入れる側にとってのメリットは何かといった観点から、バリューチェーン形成のメカニズムをより深く考察する必要性について指摘している。</p>			

(続紙 2)

(論文審査の結果の要旨)

本論文の発端は、論文申請者がコンサルティング業務の一環として総合商社の個別の業務展開に関するM&A案件を担当したことにある。そのコンサルティングの過程で得た問題意識や、総合商社の業務展開の現状に基づいて、本論文のベースが構成されている。最初に結論的なことを述べておけば、本論文の内容はコンサルティングにおいて実施した内容に留まっていない。むしろ、コンサルティングにおいて直接のテーマにならなかった部分、すなわち総合商社の、全社的な視点に立った事業戦略が本論文のメインテーマとなっている。別の表現を用いるのなら、コンサルティング業務における実務経験が発展的に本論文において活かされている。

本論文の主要な貢献は第4章から第6章である。

第4章と第5章の貢献としては、第一に、総合商社のセグメント情報を含む財務諸表に基づいて総合商社における本社、連結子会社、関連会社等の組織構造を把握するとともに、この組織を活用することによる総合商社の収益構造を数値的に分析したことである。第二に、これらの数値データを用いることにより、総合商社の2000年代以降の事業戦略に関する示唆を抽出していることを指摘しうる。

第6章の貢献としては、総合商社の代表的存在である三菱商事を取り上げることで、M&Aを交えつつ、畜産事業においてどのような事業戦略を展開し、バリューチェーンを形成してきたのかを具体的に示し、その効果をどこに求めることができるのかを指摘したことにある。

この畜産事業におけるバリューチェーンの形成は、三菱商事にかぎらず他の総合商社においても見られることを、公開審査においては口頭にて報告を受けた(勤務先の著作権の関係上、資料として論文に記せなかったとのことである)。同時に、このバリューチェーン形成が他の事業、たとえば製紙事業においても踏襲されうるとの可能性を示している。

以上、本論文は、論文申請者が総合商社に対するコンサルティング業務を行う過程によって知り得た実務的知見をベースとしつつも、それに留まることなく、より掘り下げたものとなっており、とくに総合商社の事業戦略に関する考察に独自性がある。守秘義務や勤務先が著作権を持っていること等の理由から本論文において言及できない事項や事象があるとはいうものの、論文全体として、事業構成や収益率において大きな変貌を遂げたと一般的に見られている総合商社の事業戦略の現状を理解するうえで、示唆のある内容となっている。

とはいえ課題も残されている。論文申請者自身が第7章で指摘していることに代表されるように、総合商社によるバリューチェーン形成の対象分野の特徴とは何であり、どこまで有効であるのか、総合商社側はもちろんのこととしてバリューチェーンに組み込まれる側のメリットが何であるのか、さらには現時点においてこの総合商社の事業戦略が中長期的にどの程度成功しうると評価できるのか、事業戦略を展開する上でのM&Aの効果がどのようなものなのか、資本構成や資本コストとの関係での収益構造が事業の永続性を保証しているのかどうか等、今後の分析に待たなければならない点はいくつかある。また、第1章で提起された問題意識や第2章、第3章で整理された諸概念と、第4章以降の分析内容とのつながりが必ずしも明確でない部分が見受けられるという問題もある。さらに、実証論文として、具体的な事例がほぼ三菱商事一社に限定されることは、上記の制約を考慮しても不十分であり、「総合商社」の研究としては、今後の検討対象の拡張が切望される。

もともと、これら残された課題が本論文の本質的な価値を低下させるものではな

い。論文申請者が本論文を土台としつつ、今後とも追加の研究を行うことによって、総合社の事業戦略に関する知見をより豊かにしていけるだろうと期待できる。

よって、本論文は博士（経済学）の学位論文としての価値があるものと認める。

なお、平成27年7月31日に論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格と認めた。