



労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第101回

総合商社株の高値の意味



むとう やすあき
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

前回、日本の株高の理由の一つが「バフェット効果」であると書いた。

ウォーレン・バフェット氏は著名な投資家で、米国のバークシャー・ハサウェイ(以下、BH社)という持株会社のCEOである。この会社は、投資ファンドではない。厳密に言えば、「投資も行う複合事業会社」になるのだろう。1888年に設立されたときは綿紡績会社だった。現在はニューヨーク証券取引所に上場していて、業種区分は「一応「保険業」である。しかし主力事業として保険、ファイナンス以外に鉄道・エネルギー等多様な分野に展開している。

そのバフェット氏が、日本の総合商社株を買うと表明したのは2020年8月である。その後間をおかず買い増しを表明した。少し詳しく言うと

- ・投資対象は5大商社
- ・買い増しにより持株比率は5社それぞれに

とである。この数字が大きいと、利益のわりに株価が高いので、売りのサインである。逆にPERが小さいと、利益を生み出す力のわりに株価(企業)が評価されていないということになるので、買ってあげばいずれ上がる事が期待できる。

では、そもそもPERが高いとか低いという場合の絶対的な基準があるのかと言いたい。ただし企業相互に、あるいは市場平均と

表 商社株の動向	パークシャー・ハサウェイの保有率 (%)		2023年6月26日のPER	年初から6月26日までの株価騰落率 (%)
	2022年11月	2023年6月		
三菱商事	6.5	8.3	10.4	64
三井物産	6.6	8.0	9.3	46
住友商事	6.5	8.2	7.6	40
伊藤忠商事	6.2	7.4	10.4	40
丸紅	6.7	8.3	9.7	68
市場平均			15.2*1	21**2

* 1: 2023年5月のプライム市場単純平均
* 2: TOPIXの上昇率

比べると、今年5月の東京プライム市場上場銘柄のPERは平均で15.2(倍)であった。五大商社は直近で7.6〜9.7である。すなわち、株価が短期間で上昇したにもかかわらず、利益水準から見ると、株価は割高ではない、というより、まだまだ割安なのである。

ついで5%を超える。
・将来、持株比率を最大9・9%まで高める
・BH社と商社が共同で事業を行うことを検討している
という内容であった。

三菱商事を例にとれば、同月に2000円程度だった株価は翌21年3月に3000円、22年2月に4000円である。そして23年4月に5000円、6月6日に6000円、20日に7000円を超えた。本稿執筆時点では多少下げて7000円を割っているが、大雑把に言えば2年間で3倍以上になっている。

その割に商社株が大きな話題になってこなかったのはなぜか。最大の理由は、前回も指摘したとおり、2022年春のロシアのウクライナ侵攻以来の円安で日本株が全体として割安になったからである。つまり、総合商社以外の日本株もあがったということだ。とはいえ、バフェット効果はやはり大きい。

バフェット効果は「口先」ではない

つぎに、BH社が五大商社に投下した資金量を試算してみよう。

三菱商事の株式時価総額は、株価7000円とすると約10兆円である。BH社が三菱商事株を買ったときの平均株価が3500円だったとすると時価総額は5兆円。そして表のとおり、BH社は三菱商事株を8・3%保有しているので、購入費用は4150億円である。他の4社の株も同程度の資金を使って買っているとなると、総費用は5社計で2兆円余となる。またこの半年余りでBH社は三菱商事株の保有率を6・5%から8・3%に増やしているので差分は1・8%、このタイミングでは株価がすでに高いので平均購入費用を1株あたり5500円とすると、総費用は約1400億円、5社計で約7000億円である。1%、2%という数字を見ると小さく思えるのだが、実額は小さくないのだ。つまりバフェット効果とは、単なるアナウンスメントではなく、巨額の投資によって実現されているのである。

コングロマリット・ディスカウントの嘘

さて面白いのは、報道によると「日本の総合商社のビジネスモデルが再評価されている」のだという点である。逆にいえば、バフェット以前には、総合商社は評価されていた。だからPERも低かったのである。評価されなかった理由は、コングロマリット

表のように、今年に入ってから株高上昇率は、市場平均が21%であるのに対して、五大商社は40〜68%である。つまり、日本株は全体として伸びているのだが、商社はとくに伸びが大きいということだ。

商社株はまだ安い

さて、これだけ株価が上昇すると、高値感が嫌気されて売られないかと考えるのが自然である。そこでPER(株価収益率)を確認することにする。PERは、
株式時価総額 ÷ 純利益
で求められる。ここで、株式時価総額を株数で割ると株価になる。同じように純利益を株数で割ると「1株あたり純利益」である。つまり、右の式は

株価 ÷ 1株あたり純利益
と書くこともできる。文で表現するなら「利益の何倍の株価になっているのか」ということ

ト・ディスカウント(以下、CD)理論である。コングロマリットとは、相互に無関係な事業に多角化している会社を指す。たとえば川崎重工業は航空機の部品もオートバイもつくっているのがコングロマリットである。もちろん総合商社も典型的なコングロマリットだ。そして、コングロマリットの株価(株式時価総額)は、その会社の各事業を独立した会社として経営した場合の株式時価総額の合計と比べると割安に評価される(ディスカウント)というのがCD理論である。

この理論は、たとえば成熟した巨大な本業を持つ会社が小規模・高収益の新規事業に展開するときには正しい。その新規事業を分社して株式を発行すれば高値がつくからである。しかし、すでに多角化している会社の株価が、その会社を事業ごとに分割した場合より低くなることは、理論的には検証できない。説明は長くなるので省略するが、資本効率とリスクに対する安定度の観点からすると、多角化事業のままにしておいたほうが合理的で有利なのである。

そして、それにもかかわらず株式市場関係者はCD理論を振りかざして日本の総合商社はだめだと言ってきたのだが、バフェットが動いたことで誤った常識の変更を余儀なくされた。思い出しておきたいのは、バフェットのBH社自身が、一種のコングロマリットだということである。そして同社の利益成長率は、市場平均をはるかに超えている。現実には、実に雄弁なのである。