

2015 年 11 月 20 日

Mizuho Industry Focus

Vol. 176

出光興産・昭和シェル石油の経営統合に関する考察 ー石油精製事業のキャッシュカウ化および成長戦略の実現が期待されるー

松本 成一郎

seiichiro.matsumoto@mizuho-bk.co.jp

〈要 旨〉

- 我が国の石油元売企業を取り巻く事業環境は厳しい。国内石油製品需要は年率 2% 程度で減少し、2030 年には現在より▲25%まで需要が縮小する見込みであるうえに、他国対比で見ると、精製マージンは低位に留まり、ボラティリティも高水準である。かかる状況下、各社は自助努力のコストダウンに注力するも、外部要因によるコストアップで略帳消しとなっており、今後の業績見通しも先細りすることが不可避となっている。
- かかる状況下、出光興産と昭和シェル石油による経営統合の決断は、健全なる危機感を共有した結果であると考えられる。両社の決断は、プレイヤー数の削減による過当競争の緩和に資するものであり、業界全体としても歓迎すべきことであるが、統合シナジーを追求するのみならず、新たな成長戦略の提示と実行が求められる。
- 本稿では、石油元売業界の現状と課題及び再編の歴史を整理したうえで、①石油精製事業のキャッシュカウ化と電力・ガスの他エネルギー事業を含むキャッシュカウ事業の拡充に加えて、②海外製油所プロジェクトへの参画、③潤滑油や機能性化学事業の海外展開の強化等の収益性向上と成長戦略実現の両立こそが石油元売企業の目指すべき姿であると示している。
- 両社の経営統合も、かかる目指すべき姿を追求するものであるが、統合シナジーを発現するために越えるべき課題もいくつか存在しており、その論点を整理している。経営統合における成功の鍵は、Post Merger Integration への対応であり、①ストーリー性のある戦略、②トップダウンの決断、③スピード、が求められている。
- 本経営統合によって、次の再編の一手の選択肢は限られることになる。限られた選択肢に対し、より有利なポジションを確保するインセンティブから、石油元売業界の再編を加速させる契機となることが見込まれる。

目 次

出光・昭シェルの経営統合の考察

I. 石油元売業界の現状と課題		2
II. 石油業界における再編の歴史		5
III. 石油元売業界の目指すべき姿		10
IV. 出光興産と昭和シェルの経営統合の効果		15
V. おわりに		24

I. 石油元売業界の現状と課題

1. はじめに

重要性は高いものの競争環境は厳しい

石油は日本の一次エネルギーの4割を占める基幹産業であり、エネルギーセキュリティの観点からも政策的な重要性が高く、我が国の燃料油の市場規模は20～30兆円と相応に大きい(【図表1】)。しかしながら、市況変動の影響や国内需要の減少による厳しい競争環境から石油元売各社の業績は低迷している。コア事業である石油精製事業が厳しいなか、石油開発(川上)、化学(川下)或いは海外石油精製事業を強化する戦略が考えられるが、各分野では既に有力な競合プレイヤーが存在しており、石油元売各社が石油精製事業以外の多角化事業で成功しているとは言い難い。

【図表1】石油産業の特性

項目	魅力度	内容
国にとっての重要性	◎	✓一次エネルギーに占める石油の比率が4割と高いこと、エネルギーセキュリティ維持の観点から日本にとっての重要性は高い
市場規模	○	✓国内市場規模は20～30兆円程度と相応に大きい ✓グローバル需要は増加も国内需要は減少傾向
競争環境	△	✓設備・SS・プレイヤー数が過剰 ✓潤滑油等を除いて製品の差別化が困難 ✓日本は海外と比較して輸出競争力が劣後
市況	△	✓油価下落及び円高局面においては、マージン確保が困難なうえに、在庫評価損という形で財務影響あり ✓装置産業であるため稼働率を高めるインセンティブあり
川上/川下/海外	△	✓上流権益は石油メジャーや産油国国営企業、海外石油精製は現地国営企業、機能性化学品は化学メーカーとの競争

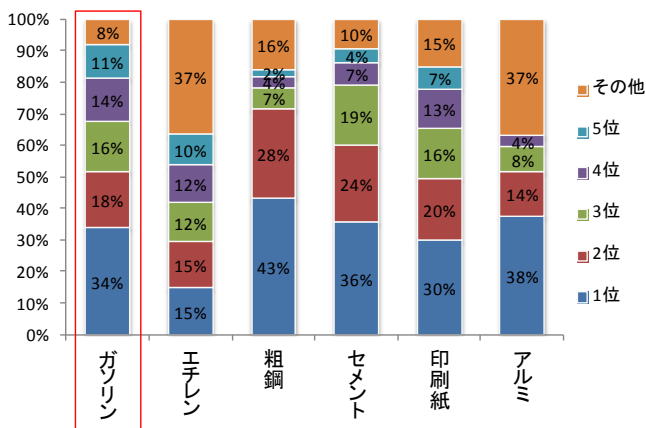
(出所) みずほ銀行産業調査部作成

2. 石油元売業界の課題

リスクが高い一方で、リターンは低位に留まる

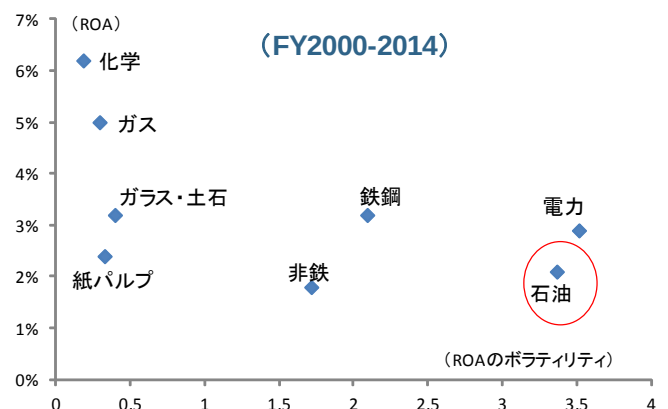
一般的に産業における競争環境の厳しさは、①プレイヤー数(類似の戦略や同規模の企業数)、②市場の成長性、③製品の差別性、④コスト構造(固定費や在庫負担)、等で決定される。石油元売業界は全ての項目で課題を有しており、特にプレイヤー数に関しては、2位以下の規模が拮抗しているため、競争環境は厳しい(【図表2】)。結果として、素材・エネルギー産業の中でもリスクが高く(ROAの変動が大きく)、リターンが低位(ROAが低水準)に留まる結果となっている(【図表3】)。

【図表2】素材産業の上位シェア(FY2013)



(出所) 日経産業新聞よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表3】素材エネルギー産業のリスク・リターン比較



(出所) 財務省「法人企業統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) ROAのボラティリティはROA実績の変化率の標準偏差

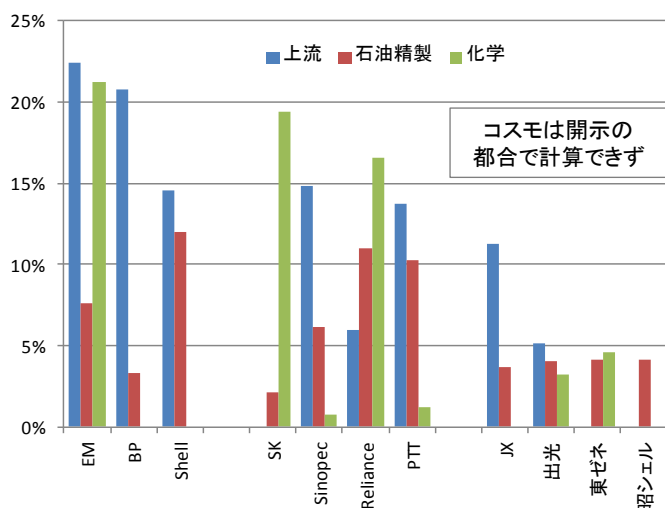
鉄鋼業界は 2 強体制で収益力を強化

我が国の精製マージンは低水準でボラティリティが高い

なお、鉄鋼業界においては、新日鐵住金の誕生に伴う 2 強体制への業界再編に加えて、各社の設備能力ストラクチャリングにより、国内事業のキャッシュカウ化に成功している。各社は国内事業の基盤強化を背景に、積極的な海外投資によって成長市場を捕捉する戦略を打ち出し、厳しい事業環境で他のアジア企業の収益が低迷するなか、着実に収益力を高めている。

翻って、日本企業の石油精製事業の収益性は海外企業に比して劣後している(【図表 4】)。地域によって原油の種類が異なることや消費地精製主義を採用する国では輸出入が限定的であること等から、地域別の精製マージン同士が必ずしも連動するわけではないが、日本は備蓄義務によって輸入障壁があり、比較的独立した市場と言える。それでも日本企業の収益性が低い理由は、備蓄義務による在庫負担やエネルギー効率が低いことに加えて、競争環境が厳しく、精製マージンが安定化しないためであると考えられる。長期的な精製マージンの推移を見ると、日本は欧米アジアに比して、その水準は低いうえにボラティリティが高く、精製事業の収益不安定化に繋がっている(【図表 5】)。

【図表 4】 セグメント別の ROA(営業利益/資産)の過去 5 年平均

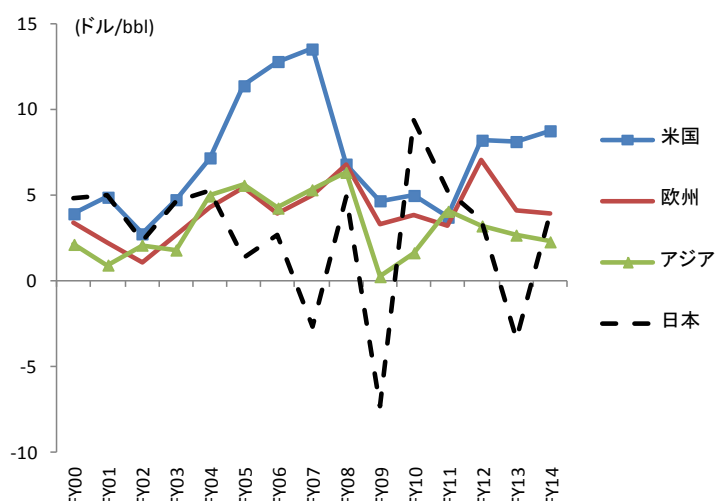


(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) 営業利益は平均値ではなく中央値、一部経常利益

コスト削減の自助努力がエネルギーコストアップで消えている

かかる事業環境のもと、石油元売各社は製油所・油槽所・給油所(SS)の統廃合や従業員の削減等のリストラクチャリングの努力を重ねてきている。2001 年度から 2014 年度までの業界全体のコスト削減累計額は約 6,000 億円にも上るが、石油精製部門の損益は改善していない(【図表 6】)。その要因は精製マージンが低位かつ不安定であることに加え、原油価格高騰に伴うエネルギーコスト(自家燃料コスト)の大幅な負担増に伴って石油精製コストが上昇しており(【図表 7】)、単位当たり精製コストも 3.5 円/L から 6.5 円/L 程度まで上昇した結果、業界全体で約 6,000 億円(販売量 2 億 KL×3 円/L)の収益悪化となっている。自助努力によるコスト削減が外部要因によるコストアップによって略相殺されており、結果として精製部門の収益性は改善しておらず、石油元売各社にとっての最大の課題は石油精製事業をキャッシュカウ化させることにある。

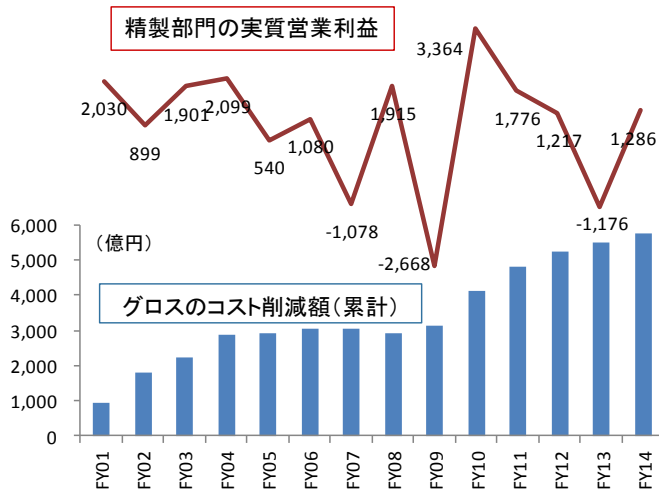
【図表 5】 世界の石油精製マージン



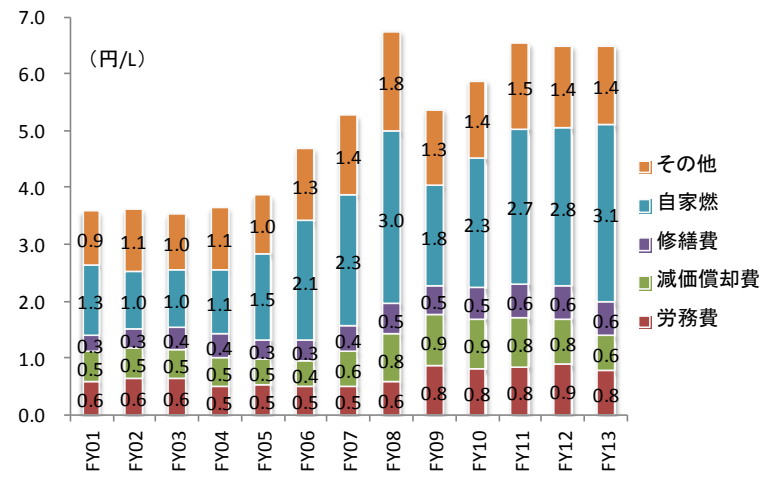
(出所) 各社公表資料、BP 統計よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) 日本と海外で定義が異なる、1ドル=100円で換算

【図表 6】 大手元売 5 社のコスト削減と営業利益(在庫評価除く)

【図表 7】 単位当たり石油精製コストの推移



(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) 大手元売 5 社は JX、出光、コスモ、東ゼネ、昭シェル



(出所) 東燃ゼネラル公表資料よりみずほ銀行産業調査部推計
(注) 有価証券報告書中の開示が FY13 までで FY14 の数値なし

3. 今後の需要及び損益見通し

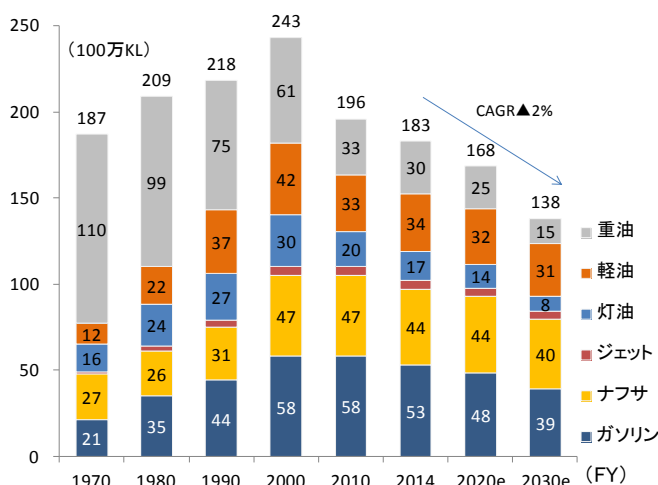
更に厳しさを増す事業環境

国内石油製品需要は燃料転換や少子高齢化といった構造的な要因によって年率 2% 程度の減少が予想され、2030 年には現在より▲25% の需要減少が見込まれる(【図表 8】)。需要減少が石油元売各社に与える影響は大きく、仮に設備能力を更に削減することによって需給をバランスさせたとしても、今後の収益環境は厳しくなると予想される(【図表 9】)。

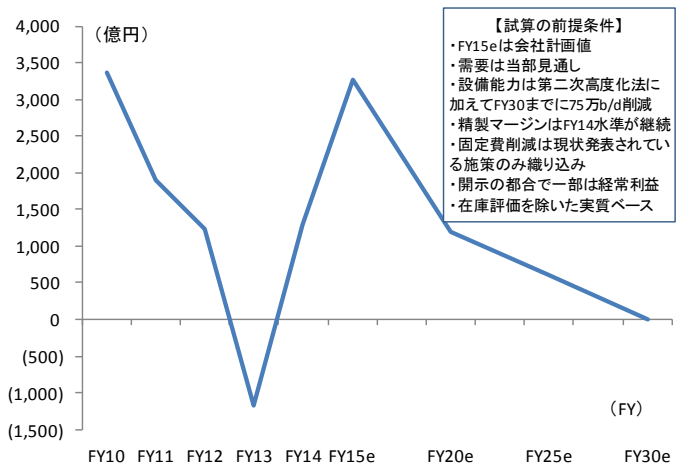
かかる事業環境下、精製マージンの改善を企図した抜本的なリストラクチャリングが求められており、そのためには業界再編が不可避な状況にある。2015 年 7 月に 出光興産は昭和シェル石油株式 33.3% を RD Shell から取得すること、11 月に両社が経営統合で基本合意したことをそれぞれ発表した。その背景には国内需要縮小や低迷する収益力に対する危機感の共有があったものと考えられる。

【図表 8】 国内石油製品需要見通し

【図表 9】 大手元売 5 社の石油精製部門の営業利益見通し



(出所) 石油連盟統計よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) 予想はみずほ銀行産業調査部



(出所) 会社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) 大手元売 5 社は JX、出光、コスモ、東ゼネ、昭シェル

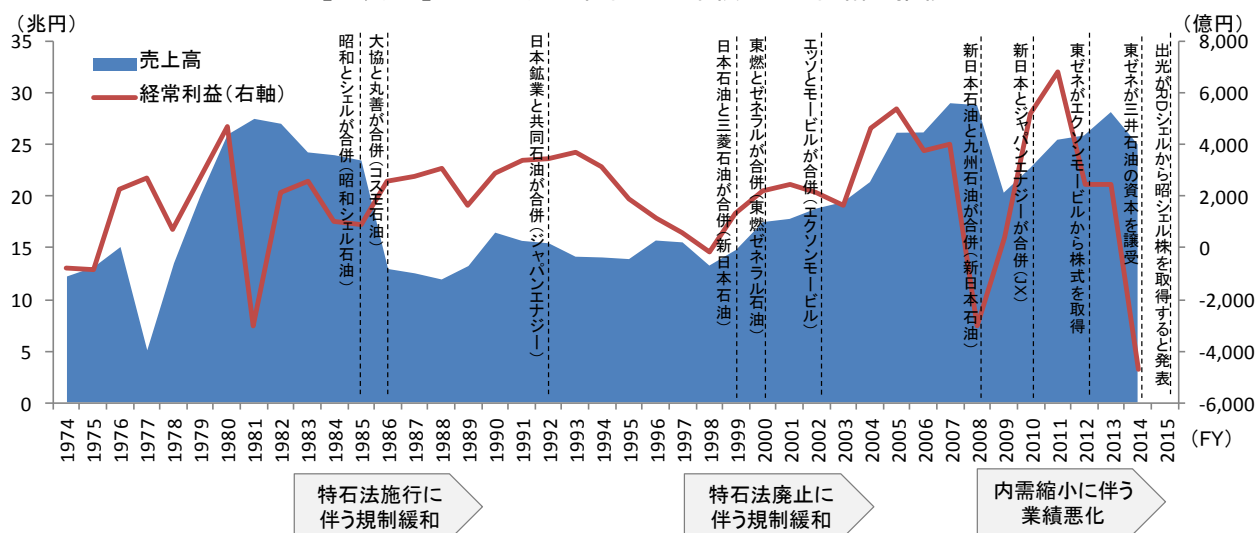
Ⅱ. 石油業界における再編の歴史

1. 我が国石油業界の再編動向

規制緩和や外資撤退を契機とする業界再編の歴史

石油業界の再編の歴史を振り返ると、3つの局面が存在する(【図表10】)。まずは、1980年半ばの規制緩和に伴う供給設備過剰と競争激化に対し、経営基盤強化や過当競争解消を目的とした合併が相次ぎ、1985年に昭和石油とシェル石油が合併(現:昭和シェル石油)、1986年に大協石油と丸善石油が合併(現:コスモエネルギーHD)した。次に、2000年前後の規制緩和と欧米メジャー再編を契機とした合併が相次ぎ、1999年に日本石油と三菱石油が合併(現:JX HD)、2000年には東燃石油とゼネラル石油が合併(現:東燃ゼネラル石油)している。2000年代後半以降は、内需縮小による業績悪化や欧米メジャーの日本市場からの撤退等が再編のトリガーとなった。2010年に新日本石油と新日鉱(ジャパンエナジー)が統合(現:JX HD)している。結果として、大手石油元売企業のなかで、出光興産のみが再編とは無縁であったと言える。

【図表10】石油元売会社合計の業績および再編の推移



(出所) 各種公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 経常利益は在庫評価影響を除いていない

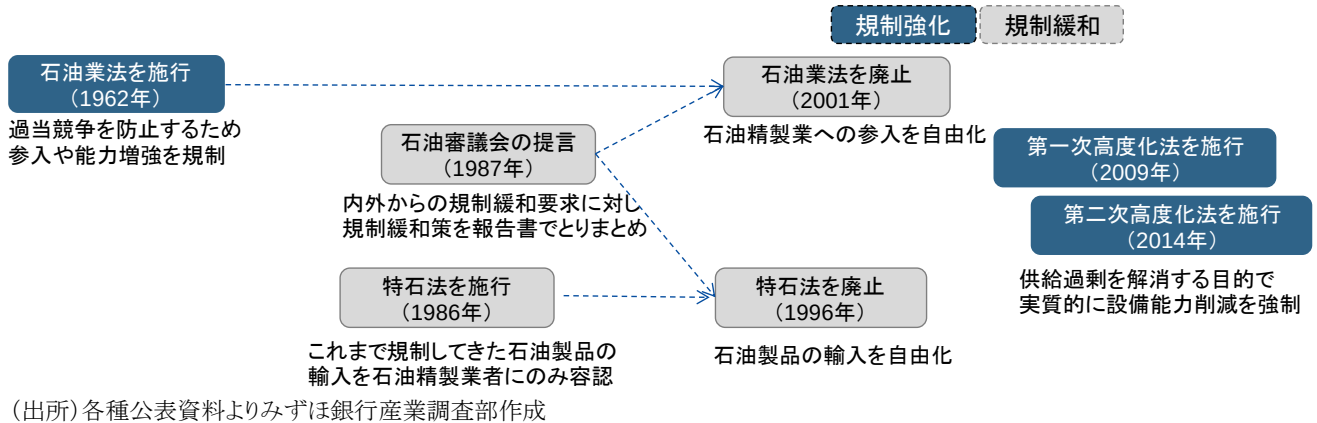
2. 政策主導の再編

規制緩和から規制強化への動き

いずれの国においても石油産業はエネルギーセキュリティを担う重要な存在であるが、少資源国である我が国の場合は、その色彩が特に強いと言える。政府は内外からの要求に応える形で、1980年代より石油産業の規制緩和を進めてきた(【図表11】)。特に1996年の特定石油製品輸入暫定措置法(特石法)廃止による石油製品の輸入自由化、2001年の石油業法廃止による石油精製業への参入自由化は大型再編や設備能力削減を促す等、大きな影響を及ぼした。規制緩和の結果、石油産業は同じエネルギー産業である電力産業やガス産業とは異なり、2001年以降は完全に自由化された一方で、競争が激化したことから、収益は低迷し、再生産可能な利益を確保することが困難な状況に陥った。

かかる状況下、政府はエネルギーセキュリティと安定供給の両立を企図して、2000年代後半に過剰設備の是正に向けたエネルギー供給構造高度化法（高度化法）を策定し、政策的な関与が強まることとなった。

【図表 11】我が国の石油政策



我が国の過剰設備能力削減は政策主導

このように、我が国においては 1980 年代から石油元売業界の過剰設備能力問題に対しては、政策主導の対応が進められてきている（【図表 12】）。各局面において 10～15%程度の能力を削減しており、現在の第二次高度化法でも約 10%程度の削減が求められている。政策主導の設備削減は公平感やソフトランディングの観点では一定の効果はあるものの、プレイヤー数の削減には繋がらない、“痛み分け”となる課題がある。それは多くの素材産業（エチレン、紙パ、電炉）が対象となった 1980 年代の特定産業構造改善臨時措置法（産構法）でも同様である。一方、高炉業界では上位企業が主導して設備過剰を削減してきた歴史があり、素材業界において、高炉企業が最も国際競争力を有していることは、民間主導で業界全体の課題に対応してきたことと無縁ではないと考えられる。

【図表 12】我が国の製油所能力削減の歴史

石油審議会の提言 1982～83年	能力594⇒497万b/d (▲16%削減) 稼働率59%⇒65%	✓需要減少に伴い稼働率が60%前後で低迷し、石油業界の業績が大幅に悪化 ✓石油審議会の過剰設備解消に関する提言を受け各社が通産省に提出した処理計画に基づき過剰設備を処理
石油審議会の提言 1985～87年	能力497⇒458万b/d (▲8%削減) 稼働率62%⇒65%	✓1983年の設備削減で過剰設備は縮小したが、需要の低迷が継続し稼働率が60%前後で低迷 ✓石油審議会ですべての提言がなされ各社は過剰設備を処理
規制緩和・業界再編 1998～2004年	能力537⇒477万b/d (▲12%削減) 稼働率77%⇒87%	✓1996年以降の輸入自由化等の規制緩和による競争激化、エクソンモービルの誕生など石油メジャー再編が背景 ✓1999年に日本石油と三菱石油が合併、2000年に東燃とゼネラル石油が合併、2002年にエッソ石油とモービル石油が合併
第一次高度化法 2010年～2014年	能力463⇒395万b/d (▲15%削減) 稼働率74%⇒85%	✓需要減少による供給過剰が継続 ✓各社ごとに装備率（二次装置/常圧蒸留装置）の改善目標を示すことで、実質的に能力削減を強制
第二次高度化法 2014年～2017年	能力395⇒355万b/d (▲10%削減予定) 稼働率85%⇒88%	✓業績悪化や構造的な需要減少見通しを背景に再び高度化法を適用 ✓第二次高度化法では第一次と同様に装備率を設けることに加え、他社との連携を促す仕組みを導入

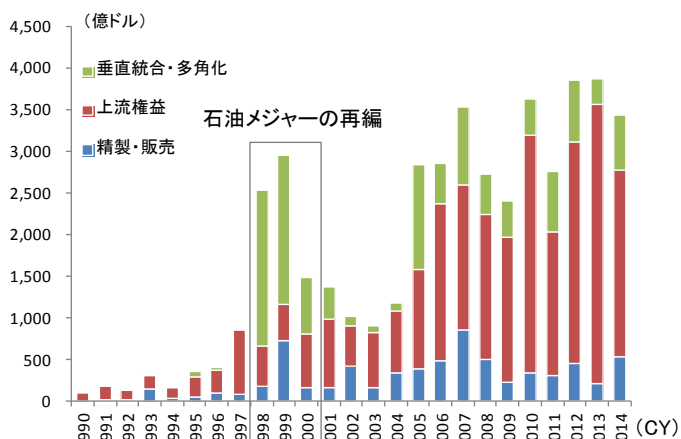
（出所）各種公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

3. 外資企業の撤退と参入

2000 年前後に
欧米において再
編が活発化

欧米においては、2000 年前後に業界再編が活発化している（【図表 13】）が、その背景にはアジア通貨危機に伴う石油需要および原油価格の低迷による各社の業績の悪化がある。当時、単独でのコスト削減余地が残されていた RD Shell 等を除き、多くの石油メジャーは収益力強化（コスト削減）を目的とする M&A を選択し、1998 年に Exxon と Mobil が合併（現：ExxonMobil）、1999 年に Total と Elf が合併（現：Total）、BP が Amoco を買収（現：BP）、2001 年には Chevron と Texaco が合併（現：Chevron）している（【図表 14】）。

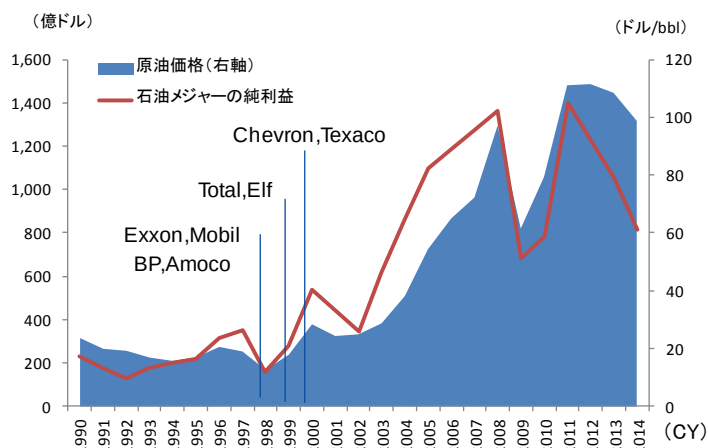
【図表 13】世界の石油業界における M&A



（出所）各種公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

（注）2000 年代後半は油価上昇に伴いディールサイズも拡大

【図表 14】石油メジャーの業績と再編の推移



（出所）各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

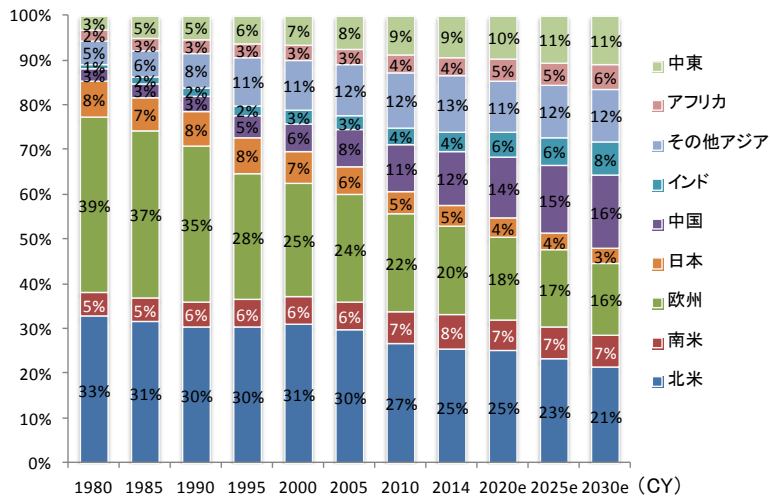
石油メジャーが
実質的に日本撤
退の動き

日本は少資源国かつ島国であり、原油や石油製品を海外からの輸入に頼らざるを得なかった事情から、石油産業では歴史的に外資の存在感が強かった。特に ExxonMobil は東燃ゼネラル石油を通して、RD Shell は昭和シェル石油を通して、日本における重要な地位を築いていた。しかしながら、1980 年には世界の 8% を占めた日本市場のシェアは現在 5% にまで低下し、国内需要縮退と海外需要伸長を背景に、今後も更にその地位が低下していく見込みである（【図表 15】）。かかる状況下、2012 年には ExxonMobil、2015 年には RD Shell が実質的に日本の石油精製事業から撤退（【図表 16】）することとなり、石油メジャーの日本市場からの撤退が業界再編のトリガーとなっている。

産油国資本の日
本参入

市場縮小と収益性の低下を背景に、欧米メジャーが日本市場から撤退する一方で、Saudi Aramco（サウジアラビア）が昭和シェル石油に出資（約 15%）し、IPIC（アブダビ）がコスモ石油に出資（約 21%）する等、産油国は原油の重要な受け入れ先として引き続き日本市場を重視していると考えられる。日本企業が有する自国権益が限定的であるなか、産油国との強固な関係を構築することは原油調達の安定化に寄与している。出光興産によるベトナム製油所プロジェクトには KPI（クウェート）が原油供給者として参画している。日本企業の成長戦略の一つである海外製油所プロジェクトを推進するにあたっては、産油国との連携は強みであり、今後とも産油国との強固な関係を維持・向上していく努力が求められる。

【図表 15】世界の石油需要の地域構成



(出所) BP 統計、IEA 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 予想は IEA World Energy Outlook 2014

【図表 16】外資の日本への参入・撤退の歴史

年	イベント	外資
1893	ソコニーとヴァキューム(スタンバック)が日本法人設立	参入
1900	RD Shellの日本法人としてライジングサン設立	参入
1949	昭和石油がRD Shellと業務提携	-
1949	東燃とスタンバックが業務提携	-
1952	ゼネラルとスタンバックが業務提携	-
2004	RD Shell保有の昭シェル株10%をサウジアラムコが取得	参入
2007	アブダビIPICがコスモ石油の株式取得	参入
2010	ブラジルペトロプラスが南西石油の株式を取得	参入
2012	東ゼネがEMからエクソンモービル日本法人の株式を取得	撤退
2015	RD Shell保有の昭シェル株式33.3%を出光が取得と発表	撤退
2015	ブラジルペトロプラスが南西石油から撤退との報道	撤退

(出所) 各種公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

4. 業界再編の効果

再編効果は①コスト削減、②市場地位の向上、③ポートフォリオ補完

過去の石油業界再編を見ると、その目的は①コスト削減による収益力強化、②市場プレゼンスの拡大、③事業ポートフォリオの補完、に分類できる(【図表 17】)。コスト削減においては、単独でのリストラクチャリングが限界に達した場合に、経営統合によって更なるコスト削減余地を生み出すことが可能となる。市場プレゼンスの拡大は、合併・統合によってプレイヤー数を削減し、過当競争を緩和する一方で、投資体力を拡充することが可能となる。事業ポートフォリオの補完では上流権益等の地域的な拡大と補完が可能となる。

【図表 17】石油業界再編の目的

項目	内容	主な事例(代表的な背景に分類)
①コスト削減	単独のリストラを徹底化した結果、リストラ余地が限界に到達合併によってリストラ余地を捻出	アジア通貨危機後の石油メジャーの統合
②規模拡大による市場地位の向上	経営基盤強化による投資余力の拡充競争緩和によるマージンの改善	規制緩和時における国内石油元売の水平統合
③ポートフォリオの補完	上流権益の地域分散等を目的	BP(石油に強み)とAmoco(ガスに強み)の統合 RD ShellのBG(ガスに強み)買収 新日石(石油に強み)と新日鉱(金属に強み)の統合

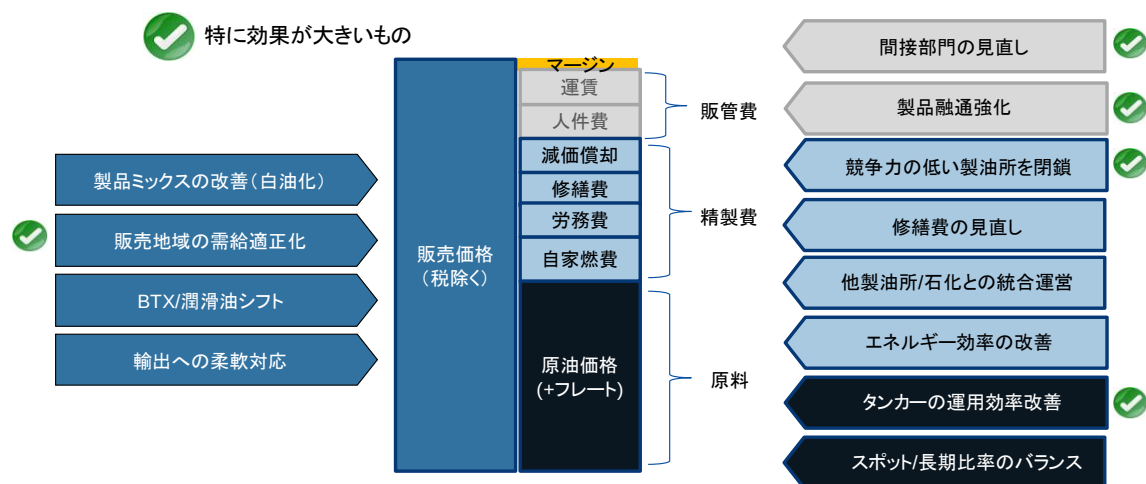
(出所) みずほ銀行産業調査部作成

効果が見えやすいコストシナジー

この中でも合併によるコスト削減効果は自助努力で可能なものであり、効果が明確に現れやすい。ExxonMobil や BP・Amoco の合併では年間 20-40 億ドル程度のコスト削減を実現し、その後の収益改善に繋がっている。

合併による具体的なコスト削減策としては、製油所・油槽所等の閉鎖や効率化による固定費の削減、製品融通による物流コストの削減、間接部門の統合による販管費の削減等が挙げられる(【図表 18】)。

【図表 18】経営統合で可能となる精製マージン改善策

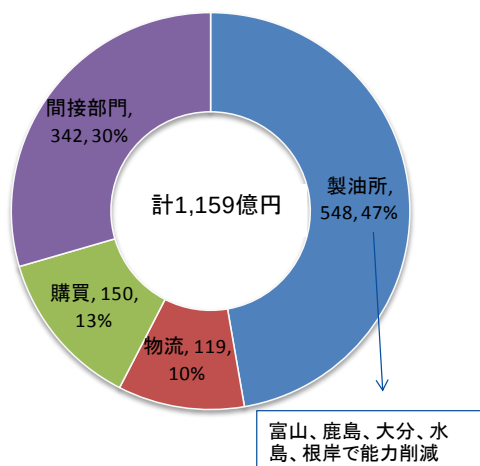


(出所) みずほ銀行産業調査部作成

JX 統合のシナジーは製油所と間接部門が 4 分の 3 を占める

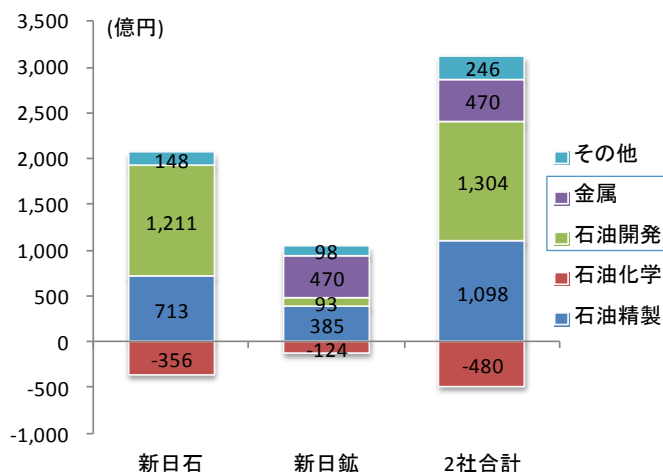
JX の統合効果を見ると、1,000 億円以上のコスト削減(【図表 19】)のうち、製油所の能力削減(47%)、間接部門の見直し(30%)の効果が大きい。製油所の能力削減では、固定費等の削減のみならず、稼働率の向上に伴う単位当たり石油精製コストの引き下げ効果があったものとみられる。また、新日本石油の石油開発事業の強みと、新日鉱の鉱山開発事業の強みの組み合わせにより、上流権益に関する事業ポートフォリオの拡充効果があったと考えられる(【図表 20】)。

【図表 19】JX 統合シナジー(FY10~12 累計)



(出所) JX IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 20】統合前の実質経常利益(FY2008)



(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

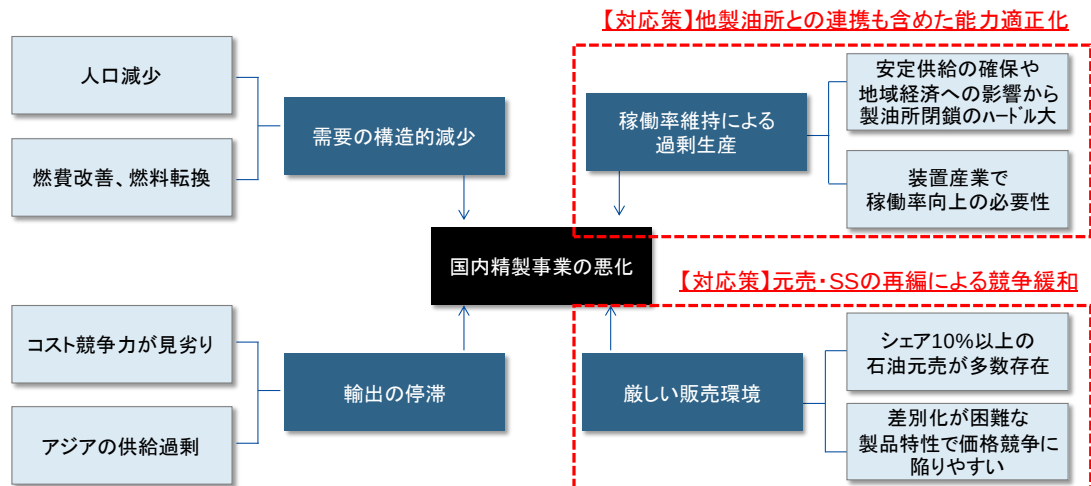
Ⅲ. 石油元売業界の目指すべき姿

1. コア事業の立て直し

供給サイドの対応が不可欠

石油元売各社のコア事業である石油精製事業の低迷の主因は、需要要因と供給要因に分類できる(【図表 21】)。需要減少や輸出環境悪化等の需要要因への対策は容易ではないが、供給要因への対策は、隣接製油所の連携による能力削減や業界再編によるプレイヤー数削減等、余地が残されている。

【図表 21】我が国石油精製事業の業績悪化フローとその対応策

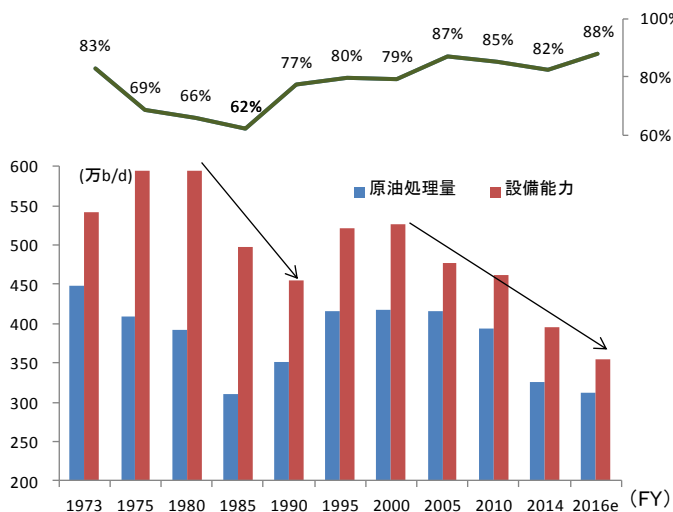


(出所) みずほ銀行産業調査部作成

当面の需給ギャップは解消へ

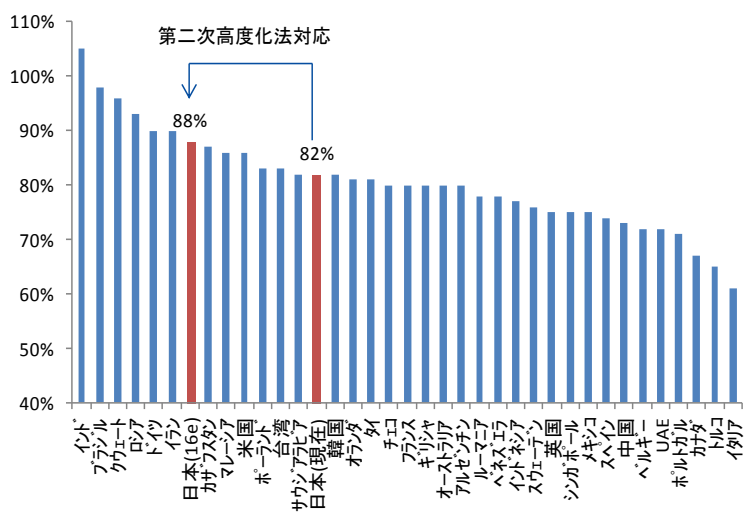
かかる状況下、2000 年代半ばから本格的に石油製品需要の減少が顕在化するなか、高度化法は、需給バランスの適正化に寄与している。2017 年 3 月が期限となる第二次高度化法への対応によって、稼働率は 90%前後まで上昇する見込み(【図表 22】)であり、この水準は従前に比しても最高水準であるのみならず、世界の製油所の中でも日本は上位に位置することになる(【図表 23】)。今後も需要縮退は不可避であるが、業界を挙げて需給バランスを適正化する努力を継続することが求められる。

【図表 22】我が国の製油所稼働率



(出所) 石油連盟統計等よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) 予想はみずほ銀行産業調査部

【図表 23】世界の製油所稼働率(2013 年)

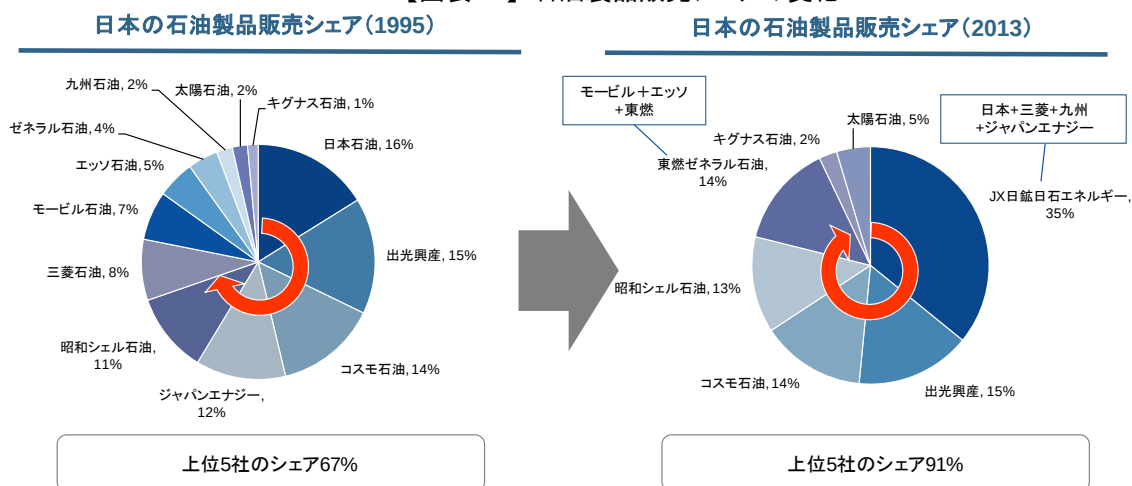


(出所) ENI 統計、石油連盟統計等よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) 日本の 2016 年はみずほ銀行産業調査部予想

プレイヤー数の
更なる削減も必
要に

需給バランスが適正化されたとしても、差別化困難な製品特性や今後の需要見通しを踏まえると、プレイヤー数の削減は不可避である。現在までに石油元売企業は大手 5 社に集約され、出光興産と昭和シェル石油の経営統合方針が発表されている(【図表 24】)が、過当競争が解消されているとは言えず、更なる業界再編が行われる蓋然性は高く、大手元売企業は最終的に 2 社もしくは 3 社程度に集約されることが見込まれる。

【図表 24】石油製品販売シェアの変化

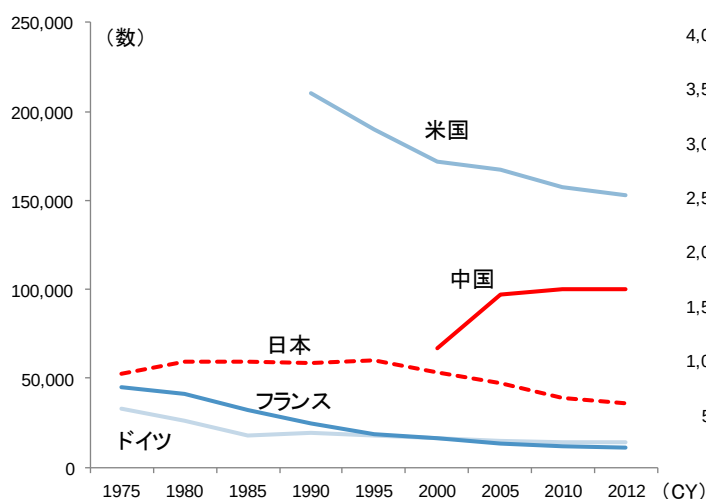


(出所) 各種公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

SS の効率化も必
要に

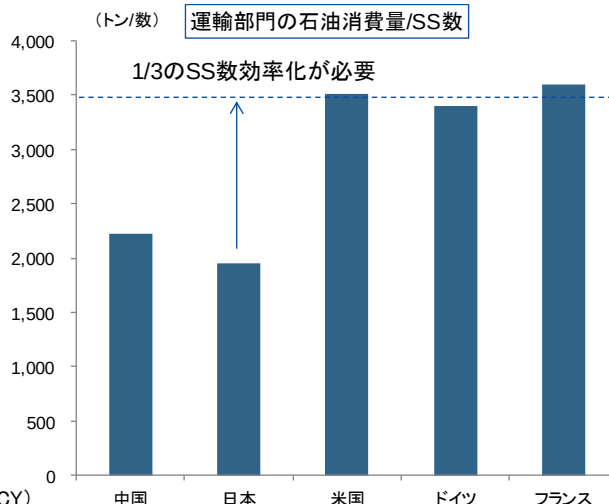
過当競争の解消のためには、石油元売企業の再編集約のみならず、SS の効率化も必要となる。我が国における SS 数は 1990 年代にピークであった約 6 万箇所から 4 割減少し、現在 3.4 万箇所程度となっている(【図表 25】)。それでも効率性では欧米に劣後しており、欧米と同水準にまで改善するには更に 1/3 (≒1 万箇所) 程度の SS を削減する必要がある(【図表 26】)。但し、過疎地における SS の位置付けや安定供給には十分配慮した対応が求められる。

【図表 25】主要国のサービスステーション数の推移



(出所) 各種公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 26】主要国のサービスステーション効率性



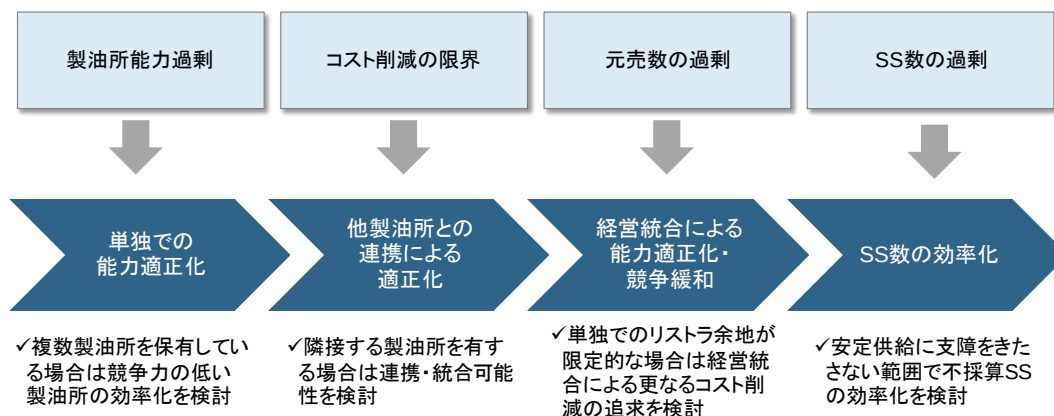
(出所) IEA 資料等よりみずほ銀行産業調査部作成

3 つの過剰解消

以上の通りコア事業である石油精製事業の建て直しのためには、①製油所能力、②石油元売会社、③SS の 3 つの過剰の解消が必要である。

3つの過剰を解消するプロセスは、単独での設備能力削減、隣接製油所との統合運営、経営統合による石油元売企業数の削減、SS数の削減、が想定される(【図表 27】)。中でも各社単独での合理化は限界に達しつつある中、コア事業の建て直しのみならず、次なる成長事業への投資の観点からも、経営統合は抜本的な解決策として有効な手段となると考えられる。現在は製油所能力の適正化や経営統合による元売数の削減の段階にあり、今後はSS数の効率化が焦点となるだろう。

【図表 27】 需給適正化に向けた業界再編のプロセス



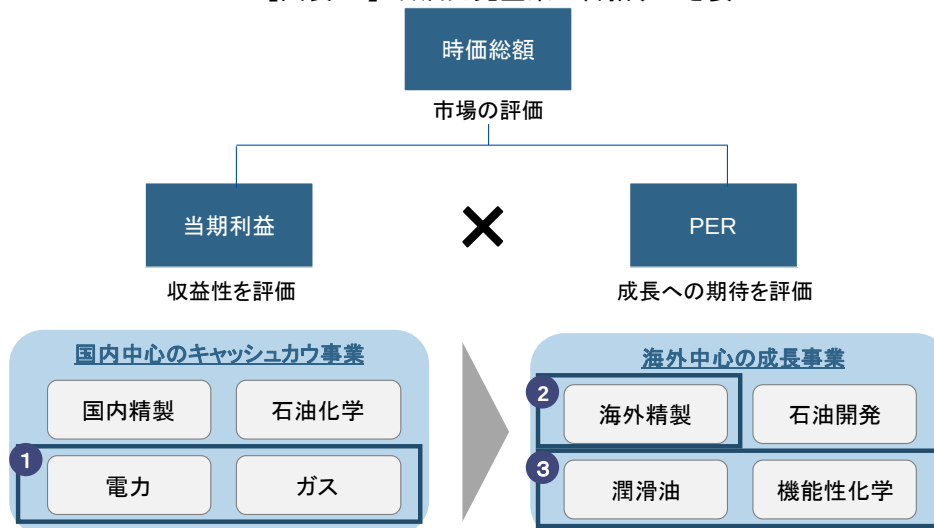
(出所) みずほ銀行産業調査部作成

2. 目指すべき姿

3つの過剰の解消と3つの有望分野への展開によって収益性と成長性を両立

石油元売企業の目指すべき姿は、3つの過剰の解消によって石油精製事業をキャッシュカウ化させた上で、①電力・ガス事業を含めたキャッシュカウ事業の拡充、②海外製油所プロジェクトへの参画、③潤滑油や機能性化学事業の海外展開の強化、の3つの有望分野への展開が求められる(【図表 28】)。すなわち、総合エネルギー企業やグローバルな素材・エネルギー企業へのトランスフォーメーション戦略であり、国内キャッシュカウ事業による収益性と資本効率の向上と、海外成長市場の捕捉による成長戦略の両立によって、市場からの期待に応えることが求められる。

【図表 28】 石油元売企業の目指すべき姿

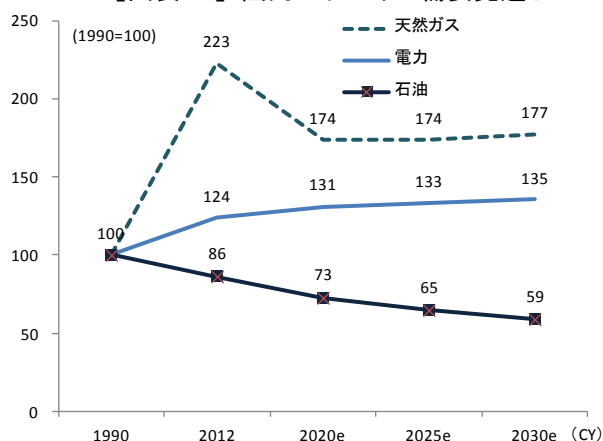


(出所) みずほ銀行産業調査部作成

堅調な需要見通しが期待できる国内電力・ガス市場

構造的に減少する石油製品需要に対し、国内電力・ガス需要は相対的に堅調な見通し(【図表 29】)であるが、2016 年以降の電力・ガスの自由化によって一般家庭向け小売市場への参入が可能となる。製油所の既存インフラを活用した競争力のある発電事業と組み合わせることで電力事業での収益機会が広がる。石油元売企業のコアコンピタンスを「エネルギーセキュリティと安定供給」と定義すれば、総合エネルギー企業として 3 つのエネルギーを多面的に提供することが求められる。また、2000 年代以降のエネルギー価格の変動は大きくなっており(【図表 30】)、エネルギーポートフォリオの多様化は事業基盤の安定化にも資する。

【図表 29】国内エネルギー需要見通し



(出所) IEA 資料よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) 予想は IEA World Energy Outlook 2014

【図表 30】国際エネルギー価格(熱量換算)の推移

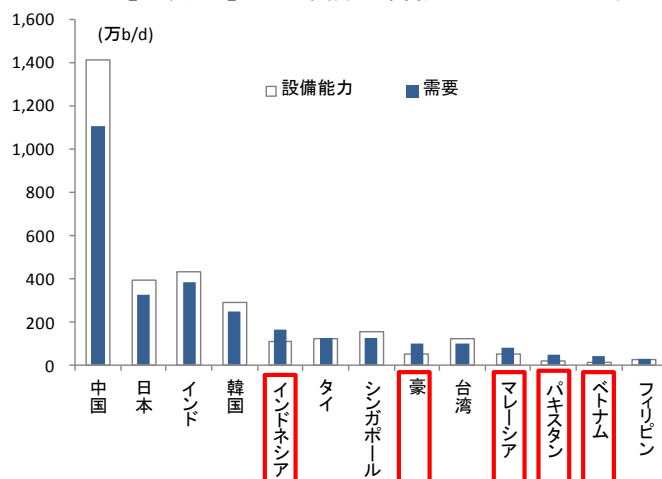


(出所) IMF 統計よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) 原油は WTI、天然ガスは Henry Hub、石炭は豪一般炭

輸入ポジション
地域への展開

アジア全体の石油製品需給は供給過剰であるものの、インドネシアやベトナム等では設備能力が需要を下回っており(【図表 31】)、消費地精製主義に鑑みれば、将来的に製油所建設が進むと見られる。これらの海外製油所への参画は成長する新興国需要を捉えるのみならず、原油調達力の強化やその後の石油販売・潤滑油事業等の展開も視野に入る(【図表 32】)。既に、出光興産によるベトナム製油所プロジェクトへの参画、JX によるインドネシア製油所高度化プロジェクトへの参画検討、或いは東燃ゼネラル石油によるオーストラリア輸入基地建設等の事例が出てきている。

【図表 31】石油製品の需給ギャップ(2014 年)



(出所) BP 統計等よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 32】海外製油所参画の意義

新興国需要の捕捉	日本の需要減に対し、拡大するアジア需要で補完
ASEAN諸国等への輸出	ASEAN市場統合を見据え他国への輸出も視野に緊急時における日本への輸出も
原油調達力の強化	日本と現地国営企業の連携によりパイピングパワー強化および柔軟な最適調達が可能に
バリューチェーン拡充	精製事業のみならず石油販売、潤滑油、石化等も視野に加えて、販売先の確保によって日本の余剰玉を輸出

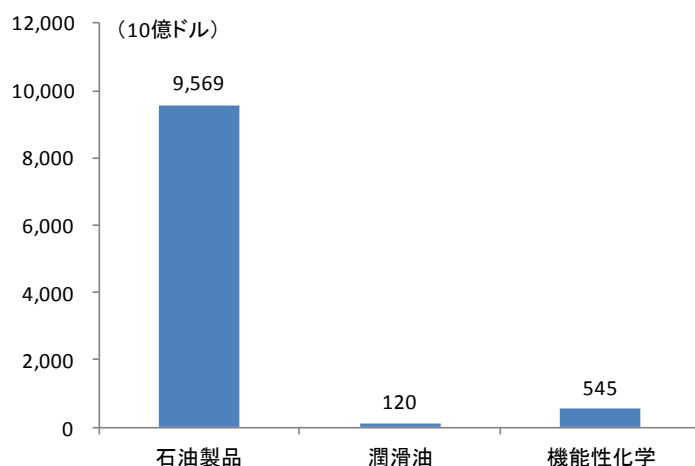
(出所) みずほ銀行産業調査部作成

潤滑油等の機能性素材の強化

石油元売各社の主要事業である石油精製・石油開発・石油化学は、収益のボラティリティが高く、これまで市況変動に左右されてきた。一方、潤滑油や機能性化学は市場規模が石油製品と比較すれば小さいものの（【図表 33】）、収益性が高く安定した事業である（【図表 34】）と言える。

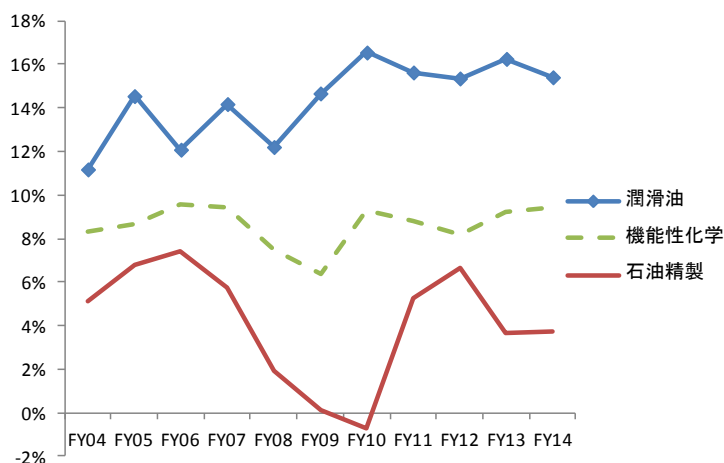
潤滑油事業は自動車メーカー等の顧客との長年に亘る取引関係や、差別化が可能であるためブランドが重視されるビジネスであることから、海外展開等は自力でのネットワーク拡大が戦略の中心となる。一方、機能性化学品市場は細分化されているため、石油元売各社の機能化学品事業の規模は小さく、営業利益ベースで数十億円程度に留まる。機能性化学品のなかでも、潤滑油添加剤、油田向け化学品、工業用洗浄剤や界面活性剤等、既存事業との親和性がある分野も存在するため、各社の強みを活かしやすいことから、M&A 等も活用した非連続な事業展開も検討することが求められる。

【図表 33】世界市場規模の比較(2014 年)



(出所) BP 統計、IHS 資料等よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) 数値はみずほ銀行産業調査部推計

【図表 34】欧米主要企業のセグメント別売上高営業利益率



(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) セグメントの開示がある大手企業もしくは専門企業の集計

IV. 出光興産と昭和シェル石油の経営統合効果

1. 経営統合の背景・目的

出光と昭和シェル
が経営統合

2015 年 11 月、出光興産と昭和シェル石油は経営統合で基本合意したと発表した。2010 年の JX 誕生以来の大型統合となる新会社のビジョンとして、石油業界の変革をけん引し収益基盤を安定化させることやグローバル展開を積極的に進めることが示された(【図表 35】)。統合シナジーの 500 億円は 2 社会計売上高の約 0.8%程度に相当する。

【図表 35】 経営統合の背景・目的

項目	内容
再編の背景	✓慢性的な供給過剰構造のもと元売から小売に至るまで安定的な事業継続がままならない ✓このままではエネルギーセキュリティを支える安定的な事業基盤構築が困難
精神	✓対等の精神に基づいて経営統合を行い新しい会社を作り上げていく ✓両社のよい文化を尊重しつつ次の100年を見据え新たな文化を定義 ✓出身にとらわれず、全社員が統合会社の社員であるという環境を作る ✓特約店・販売店やビジネスパートナーとの信頼関係を重視
ビジョン	✓リーディングカンパニーとして強固なサプライチェーンを構築するとともに石油業界の変革をけん引し収益基盤を安定化させる ✓安定した収益基盤をもとにグローバル展開を積極的に進め、日本発の新しいエネルギー企業のモデルを構築
基本戦略	✓石油下流は資産の統合を積極的に進める。フレキシブルな需給調整が可能な体制を構築 ✓両社のうちいずれかしか持たない事業は統合後の学習を通じリソースを投入すべきかどうかを決定
ブランド	✓一定期間は両社の既存ブランドを併用 ✓一定期間経過後、新ブランドを用いることを積極的に検討
シナジー効果	✓統合5年目に総額500億円程度 ✓需給・生産計画の最適化、物流最適化、販売・間接部門の効率化等

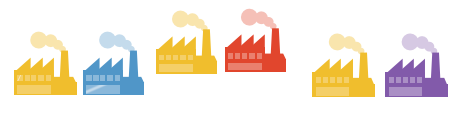
(出所) 各社 IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

経営統合は過当
競争の緩和に貢
献

製油所統合運営とは異なり、石油元売企業の経営統合はプレイヤー数の減少による過当競争の解消に繋がり、JX と並ぶ 2 強体制の構築でもある(【図表 36】)ため、エネルギー安定供給の担保に資することは期待される。

課題として挙げられる異なる企業文化の融合は、民族系と外資系という成り立ちの違いはあるものの、両社はフロンティア精神という観点では共通している面がある。出光興産は、重油直接脱硫装置の導入や日章丸の建設で世界初の試みを行ってきており、昭和シェル石油も世界初の CIS 太陽電池の商業生産や業界初のクレジットカードの運用開始を実績として有している。

【図表 36】 今次経営統合の業界に与える影響

製油所統合運営 (コスモ・東ゼネ千葉、昭四・コスモ四日市)	出光興産と昭和シェルの経営統合
メリット ■製油所の競争力強化に貢献 ✓規模の経済、生産コストの低減 ✓設備の補完効果 課題 ■スキーム調整が困難(有利子負債の持込み等) ■いずれの会社の能力を削減するか調整が困難 ■製油所運営の柔軟性低下 	メリット ■プレイヤー数の減少による過当競争の緩和 ■JXに対する第二軸の形成 ■製油所/コンビナートにおける抜本的な施策が打ち出しやすい 課題 ■企業文化の違い ■財務基盤への影響 ■SSサインポール・ブランドの調整 

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

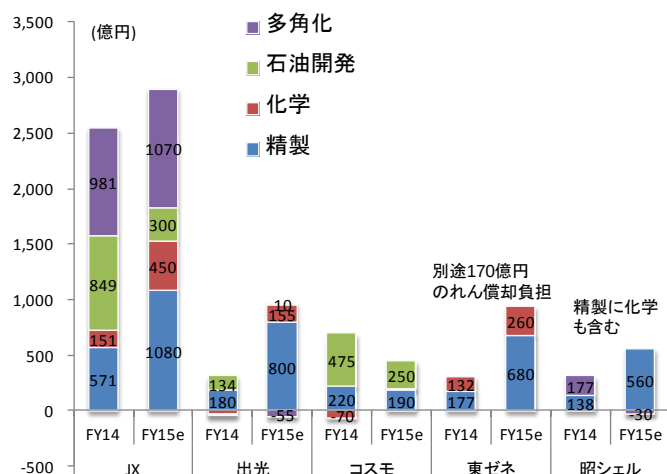
コアである精製事業の基盤強化

成長が期待されるベトナムのニソン製油所プロジェクト

国内収益基盤の観点では、JX が規模と多角化で存在感が大きい(【図表 37】)が、新会社の石油精製事業は拮抗する規模を有する。石油精製業は装置産業であり、資本集約産業であるため、規模拡大によって、製油所や SS 網を効率化する余地が生まれ、収益力強化のための選択肢が増えることとなる。

グローバル化についても、既に進められているベトナム・ニソン製油所プロジェクトを始めとした連携が期待される。同プロジェクトは、Petro Vietnam 等と共に 2017 年の商業運転を目指す、我が国の石油元売企業が参画する現時点では唯一の海外製油所建設計画(総額 90 億ドル)である。石油開発事業や製油所プロジェクト等、海外における成長事業は大きな投資負担を要することもあり、経営統合を通じた規模拡大によって投資余力を確保することが可能となる(【図表 38】)。

【図表 37】 元売のセグメント別営業利益(在庫評価除く)



(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成
(注) FY15e は 2015 年 9 月末時点の会社予想、一部経常利益

【図表 38】 各社の戦略方向性

会社	戦略
JX	当面はカセロネス(金属)が成長のけん引役 東南アジアでの海外製油所参画を検討
出光	ベトナムニソン製油所が成長のけん引役 資源事業の合理化や高機能材料の拡大を推進
昭シェル	石油精製事業の構造改革を進めつつ 太陽電池の海外展開や電力の規模拡大を推進
東ゼネ	他社との連携も含め石油精製を強化しつつ 成長に位置付ける電力や海外事業を立上げ
コスモ	精製のリストラを進める一方、成長に位置付ける 開発・販売・風力事業に経営資源をシフト

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

2. 統合シナジーの論点整理

コスト・シナジーとトップライン・シナジー

統合シナジーは、コスト・シナジーとトップライン・シナジーから構成される。コスト・シナジーは、精製・販売・物流等の各事業および間接部門におけるコスト削減であり、トップライン・シナジーは、両社のブランド力活用、市場シェア拡大によるプライシング力向上、或いは経営資源の拡充による成長事業への積極的投資等による売上高拡大である。コスト・シナジーは外部環境にかかわらず、自助努力で着実に達成することが可能である一方、トップライン・シナジーは相応に不確実性があるため、達成は容易ではない。

製油所・SS のロケーション面での補完効果大

本節では、両社が統合シナジーを発現するうえでの論点につき、事業と財務の両面から考察を致したい(【図表 39】)。両社の統合シナジーを概観すると、製油所および SS の相互補完効果が大きいことに加えて、昭和シェル石油と Shell グループの契約上、石油開発や海外展開等に制約があったことに鑑みれば、新会社は成長事業に対する経営資源の集中投入が可能となり、コストとトップラインの両面において統合シナジーの発現効果は大きいことが期待される一方、そのためにクリアすべき課題も見えてくる。

【図表 39】 出光興産と昭和シェルの統合シナジーの論点

	出光興産	昭和シェル
開発	北海に原油、豪州・インドネシアに石炭	Shell Gのため開発事業への制約
精製	ショートポジション	ショートポジション
	北海道、千葉、愛知	千葉(富士)、川崎(東亜)、四日市、山口
	コスト競争力の高い製油所	コスト競争力の高い製油所
販売	出光ブランド、コミッションエージェント委託料の支払い	Shellブランド、ブランド料の支払い
	北海道、東北、中国に強み	関東、中部に強み
化学	相応のBTX規模/石化Integration	相応のBTX規模
成長	ベトナム製油所、潤滑油で海外展開	太陽電池
財務	Net DER 1.5x	Net DER 0.6x

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

両社ともに精製事業が強み

先ず、石油精製事業については、両社の精製マージンは高い(【図表 40】)。共にショートポジション戦略(販売量>生産量)により需要低迷時にも需給調整を弾力的に行っていることが要因の一つと考えられる。各社の特徴は、出光興産は中間留分(灯軽油・ジェット燃料・A 重油)に強みを有する一方で、昭和シェル石油は分解能力の高い製油所(≒高い白油化比率)、低いエネルギーコスト、或いは高い稼働率に強みを有する。

新会社の設備稼働率を試算すると、80%台半ばとなるが、今後の需要見通しや稼働率向上による単位当たり精製コスト削減効果が大きいことに鑑みれば、新会社においても設備能力の見直しは不可避である。その場合、トッパー停止とタンクターミナル化のみでは効果が限定されることから、完全閉鎖まで踏み込んだ抜本的なリストラクチャリングが求められることになる。

【図表 40】 石油精製事業に関する主要指標

	製油所能力 (万b/d、2015年8月末)	精製マージン (円/L、過去3年平均)	白油化指数 (2014年7月末)	エネルギーコスト (L-原油/KL、2013年度)	販売構成 (2014年度) ガソリン 中間留分	稼働率 (過去3年平均)
JX	142.6	0.2	30%	8.7	33% 46%	89%
出光	53.5	0.8	31%	8.8	33% 55%	80%
昭シェル	44.5	0.7	52%	7.6	34% 46%	95%
東ゼネ	69.8	1.2	28%	7.5	41% 32%	72%
コスモ	45.2	-1.1	31%	9.4	26% 37%	70%

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部試算

(注 1) 白油化指数 = (コーカー × 0.98 + RFCC × 0.86 + FCC × 0.52 + HYC × 0.49 + 直脱 × 0.47 + 間脱 × 0.11) ÷ トッパー能力

(注 2) 精製マージンは在庫評価影響を除いた精製部門の営業利益もしくは経常利益を販売量で除したもの

製油所の立地補完効果

製油所立地については、出光興産・北海道製油所と西部石油が補完関係にある(【図表 41】)一方で、関東と東海は重複関係にあり、相互に製品供給拠点として有効に活用される見込みである。なお、出光興産と JX は各々の地域唯一の製油所間(出光興産・北海道製油所⇔JX・大分製油所)において製品融通取引を行っているが、経営統合後も継続される見込みである。

製油所の運営手法は異なる

製油所運営に関しては、両社のスタンスは異なっている。昭和シェル石油は、各製油所を別会社として運営しており、出資比率も一律ではない(東亜石油:50.1%、昭和四日市石油:75%、西部石油:38%、富士石油:6.6%)。連結対象は東亜石油と昭和四日市石油のみでありながら、4 製油所を生産計画に活用する Linear Programming モデル(LP モデル。製油所を 1 つとみなし、製品毎の需要を与え、製油所がコストを最小化する前提で、どのように供給を行うか計算)で繋ぐことにより、原油調達から装置稼働までグループ一体運営が可能な体制を構築しており、財務負担を極小化しつつ、リターンを極大化するアセットライト運営となっている。一方、出光興産は他の石油元売企業と同様に、全ての製油所が連結対象として資産に計上されている。新会社において、製油所運営やガバナンスについて異なる考え方がどのように融合されていくのか、という点は課題である。

SS の補完効果

SS 立地については、両社の SS 数の地域別構成比を見ると、昭和シェル石油は関東が高く、出光興産は関西やその他(地方)が高い(【図表 42】)。人口動態から三大都市圏(関東、東海、関西)の今後の需要見通しは堅調であると考えられるため、新会社には SS の効率化と三大都市圏におけるプレゼンス拡大の両立が求められる。製油所立地の補完関係から、供給体制が全国ネットワークで効率的なものとなることを踏まえると、SS の補完関係を活かしつつ、いかに効率化を推進するか、が課題となる。

【図表 41】 製油所立地

	JX	出光	昭シェル	東ゼネ	コスモ
北海道		北海道 (JXと融通)			
東北	仙台				
関東	鹿島/根岸	千葉	川崎(東亜) 千葉(富士)	千葉/川崎	千葉
東海		愛知	四日市 (昭四)		四日市
関西	大阪			堺/和歌山	堺
中国	水島/麻里布		山口 (西部)		
四国					
九州	大分 (出光と融通)				

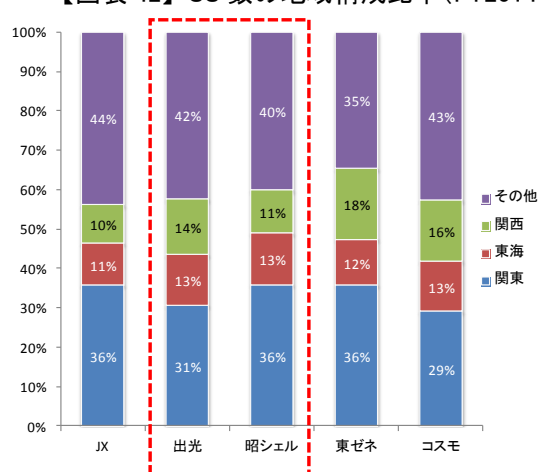
(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 富士石油は製品の半分程度が昭和シェル向け

JX はブランドを一本化

販売における論点としては、SS 立地に加えて、ブランド戦略と販売戦略が挙げられる。両社のガソリン販売シェアは略拮抗している(【図表 43】)が、過去の統合においても、ブランド(SS のサインポール、潤滑油等)の取り扱い是最も調整が難しい課題であった(【図表 44】)。JX 統合においてはENEOS(新日石)と JOMO(新日鉱)のブランドを ENEOS に一本化している。

【図表 42】 SS 数の地域構成比率 (FY2014)

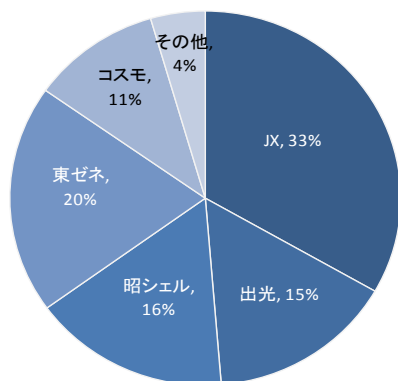


(出所) 月刊ガソリンスタンドよりみずほ銀行産業調査部作成

昭シェルは Shell
ブランドを利用

昭和シェル石油や東燃ゼネラル石油は、国内 SS において石油メジャーのブランドを利用し、その対価としてブランド料を支払っている。ブランド料は公表されていないが、損益上無視できない水準と見られる。RD Shell グループの SS は、北米、欧州、アジア及びライセンスの 4 つに分類され、ライセンスは 100%の資本関係がなくとも、ライセンス契約によって Shell ブランドの利用が可能であり、実際に RD Shell グループの SS がリテール展開する国の半分以上がライセンスであるとみられる。昭和シェル石油と特約店との歴史的な関係は極めて重要であることや、ブランドを一本化する場合追加費用が必要であること等を踏まえると、新会社におけるブランド戦略は大きな課題である。

【図表 43】ガソリン販売シェア(FY2014)



(出所) 日経新聞よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 44】ブランド利用および販売子会社

会社	ブランド・販売子会社
JX	自社ブランド。相応の規模を有する販売子会社(ENEOSフロンティア等)あり
出光	自社ブランド。相応の規模を有する販売子会社(出光リテール販売)あり
昭シェル	Shellブランド。相応の規模を有する販売子会社なし
東ゼネ	Esso, Mobilブランド等。相応の規模を有する販売子会社なし
コスモ	自社ブランド。相応の規模を有する販売子会社(コスモ石油販売)あり

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

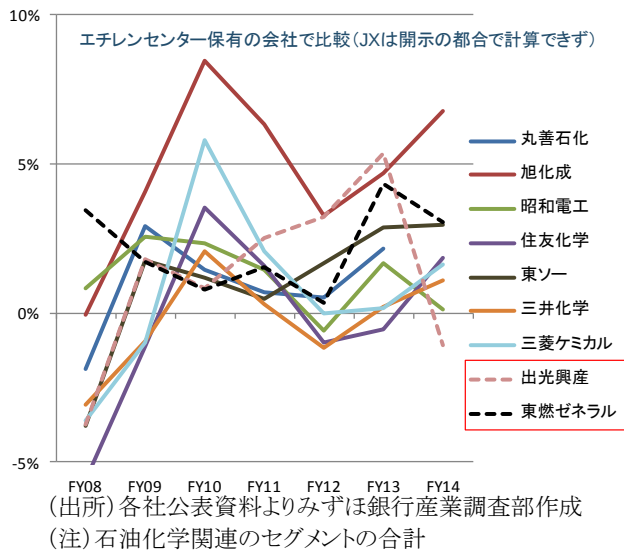
大規模販売子会社を有する民族系

販売戦略については、JX、出光興産及びコスモ石油の民族系 3 社が特約店展開に加え、相応の規模を有する販売子会社が存在する一方、昭和シェル石油と東燃ゼネラル石油の外資系 2 社はブランド利用の特約店による展開を行っている。販売子会社は多額の販管費を負担するものの、販売戦略を肌理細かくコントロールすることが可能である。但し、メーカーである石油精製業とサービス業の石油販売業では求められる経営資質が異なるため、販売子会社の運営は難しいとの見方もある。また、出光興産の場合、コミッションエージェント方式(運営は SS だが、元売が営業方針や販売価格の決定権を有し経営責任を負う。元売が SS に対して販売委託料を支払う)の SS も多く、新会社にとってあるべき販売戦略の姿を追求することも課題である。

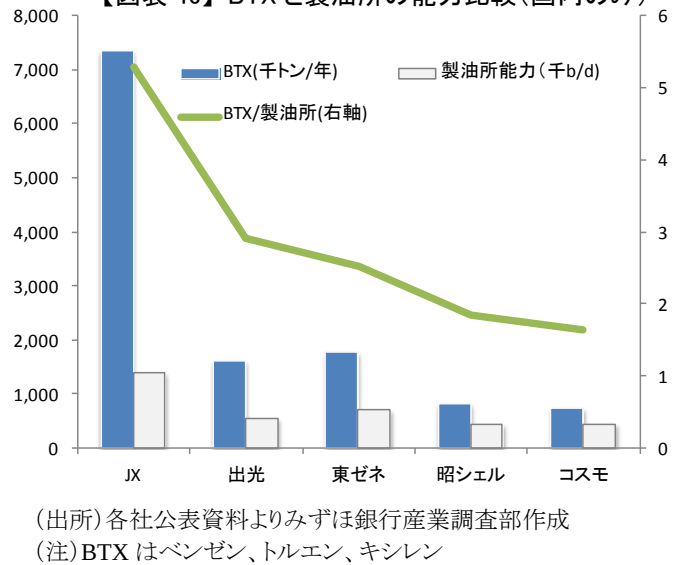
石化シフトは出光が先行

石油化学事業へのシフトは新会社にとって有効な戦略であると考えられる。化学企業と比較すると、BTX(芳香族)事業のウェイトが高い石油元売企業の石油化学事業の損益は異なる動きをしている(【図表 45】)。出光興産は、千葉と周南において製油所とエチレンセンターの一貫運営を行い、BTX 事業の規模も大きく、石油化学事業へのシフトが進展している(【図表 46】)。BTX 事業は石油製品と同じ留分を活用していることから、双方の市況を勘案した裁定取引が可能である。BTX 事業は原料留分と生産プロセスの観点から、石油元売企業が得意とする領域であり、ガス由来の原料では殆ど生産されず、誘導品は多岐に亘っているため、今後も需給バランスはタイトに推移する見込みである。新会社は BTX 事業の拡大余地があり、需要減少と輸出困難な石油製品からのシフトは収益機会を追求することが可能である。

【図表 45】石油化学部門の売上高営業利益率



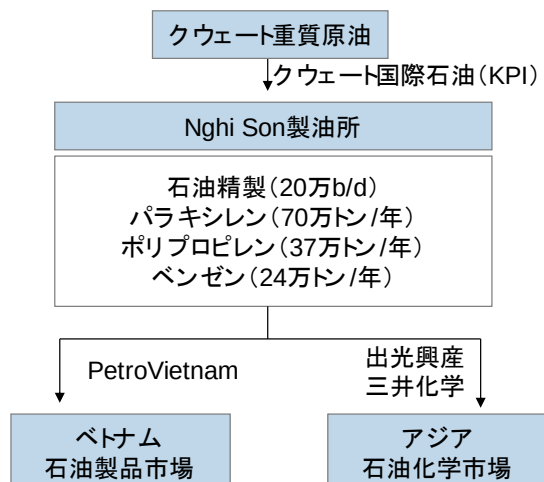
【図表 46】BTX と製油所の能力比較(国内のみ)



両社の成長戦略

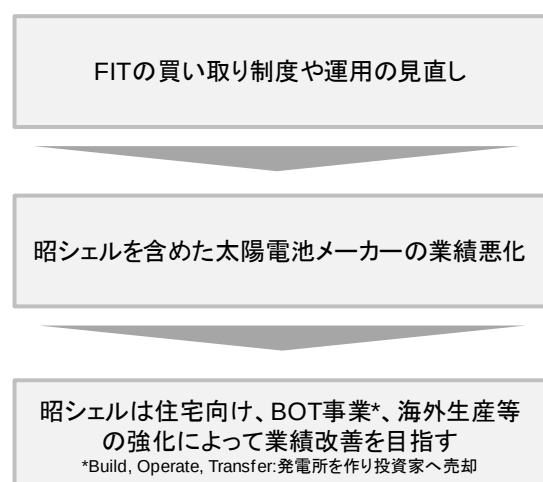
成長戦略については、出光興産は海外製油所建設や潤滑油事業の海外展開、国内火力発電事業への取り組みを強化している。なかでもベトナムの製油所プロジェクトは石油元売企業が海外製油所を運営する初のケースであるが、KPI が供給するクウェート産原油を原料として、出光興産と三井化学の技術による製油所と石油化学工場の一体運営体制によって、生産された石油製品をベトナムで販売し、石化製品をアジアに輸出する計画である(【図表 47】)。加えて、出光興産はシンガポールを核とした環太平洋トレーディング事業を強化し、アジアにおける石油製品供給網をより強固なものとすることを企図している。昭和シェル石油は太陽電池および発電事業を強化しているが、収益に寄与していた太陽電池事業は制度変更によって事業環境が悪化しており、立て直しが急務である(【図表 48】)。新会社では外部との連携を含めた抜本的な対応が必要となると考えられる。

【図表 47】出光・三井化学のベトナムでの製油所プロジェクト



(出所) 出光公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 48】昭シェルの太陽電池事業



(出所) 昭シェル公表資料等よりみずほ銀行産業調査部作成

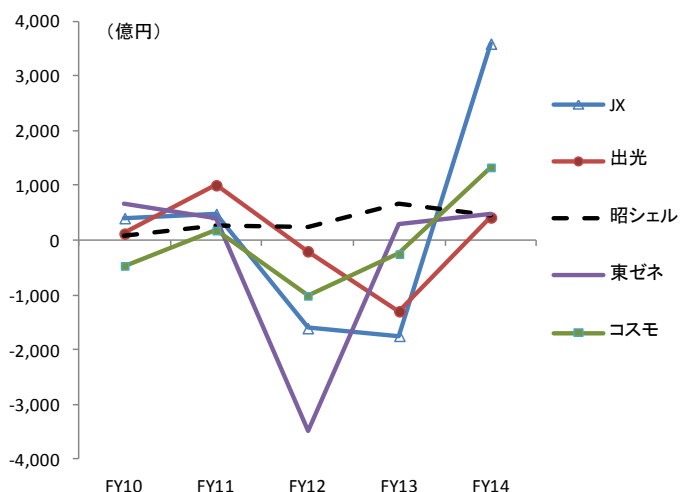
フロンティア精神
が成長事業を生
み出せるか

新会社においては、両社が共に持ち合わせているフロンティア精神を活かし、更なる成長事業への投資が期待される。既に多面的に成長の種を蒔いてきた出光興産と、Shell グループであるがゆえに海外事業の制約があった昭和シェル石油の組み合わせが新たな化学反応を引き起こし、経営資源の再配分を得ることによって、トップライン・シナジーを創出することを期待したい。

財務が良好な昭
和シェル

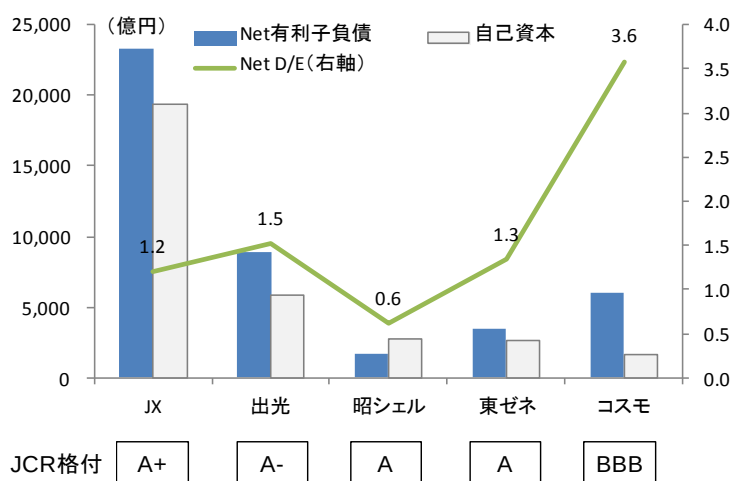
財務面では、両社で投資スタンスや財務基盤に違いが見られる。昭和シェル石油は財務規律が相対的に厳格であり、キャッシュフロー・マネジメントに強みを有し、安定したフリー・キャッシュ・フローを創出してきた（【図表 49】）。その結果、石油元売企業では唯一ネット D/E レシオが 1 倍を下回る強固な財務基盤を誇っている（【図表 50】）。他方、出光興産は多様なプロジェクトへの積極的な投資の結果、有利子負債が負担となっている。新会社は投資余力が増すことになるが、財務規律を堅持しつつ、成長事業や海外展開への投資と、アジア競合企業と互する強固な財務基盤の両立が求められる。

【図表 49】石油元売各社のフリーCF の推移



(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 50】石油元売各社の財務基盤(FY2014)



(出所) 各社公表資料、JCR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

3. 経営統合の成功に向けた論点

PMI の重要性

新会社が成功するための鍵の一つは、PMI (Post-Merger-Integration: 統合プロセス) の速やか且つ円滑な推進である。PMI 推進にあたっては、①ストーリー性のある戦略、②トップマネジメントの決断、③スピード、が重要と考えられる（【図表 51】）。石油元売企業にとっては、顧客、投資家、社員のみならず、SS や政策当局も重要なステークホルダーである（【図表 52】）。

各利害関係者の関心事項に応えるために、現在の姿からありたき姿(ビジョン)に向けたストーリーを具体的且つ明確に示すことが求められる。投資家の視点からは、コスト・シナジーに着目されがちであることを踏まえると、設備能力の削減を当面行わないのであれば、他の具体的な施策でどの程度の統合シナジーを創出するのかを提示する必要がある。また、対等の精神とする場合は、バランスに配慮する傾向にあるが、ブランド戦略や製油所運営等において利害関係者を含む新会社にとって最適な決断を妥協することなく、トップダウンで迅速に進めていくことが必要となる。

【図表 51】PMI での論点

項目	内容
ストーリー	✓新会社の企業理念やビジョンを定め、現在の姿からありたい姿に向けたストーリーを具体的に且つ明確に提示
トップダウン	✓対等な統合ではバランスを保つために意思決定が鈍りやすい ✓自社目線ではなく新会社にとって最適な経営トップの決断
スピード	✓利害関係者の不安を取り除くために早期に計画を策定・実行し、企業文化の融合を推進

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

求められる戦略
を策定する 5 つ
のステップ

健全な危機意識
とコアコンピタ
ンスの再定義

精製事業のキャ
ッシュカウ化

流通構造の見直
しも

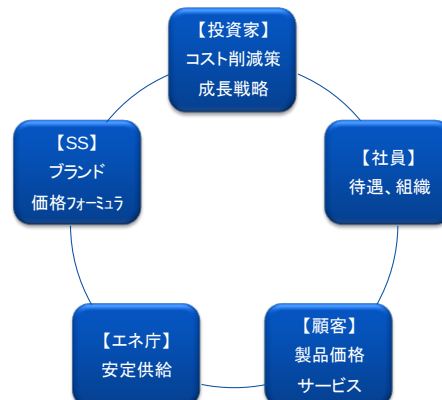
新会社に求められる戦略は、メガトレンドに伴う外部環境の変化を踏まえて、自社の強み、弱み、機会及び脅威を冷徹に自己分析のうえ、自社のコアコンピタンスを再定義し、生き残るために何が必要か、を明確に定めたうえで、着実に実行することである（【図表 53】）。

石油製品の国内需要の縮小に対し、国内エネルギー産業の自由化の進展と海外エネルギー需要の伸長等のメガトレンドに鑑みれば、「何も対応を行わなければ国内石油精製事業の利益が消滅する」可能性を直視せざるを得ない。これまで石油元売各社が担ってきた社会的役割を踏まえると、そのコアコンピタンスは「国内事業」や「石油精製事業」に留まるのではなく、「グローバル」に「エネルギーセキュリティと安定供給を担う」と再定義できる。その実現のためには、石油精製事業のキャッシュカウ化および成長・差別化分野への大胆な経営資源のシフトを行う、トランスフォーム戦略を実行すると同時に、事業環境の変化に耐えうる強固な財務体質が必要となる。

石油精製事業のキャッシュカウ化は、今後の成長戦略である、海外製油所プロジェクトへの参画、上流開発事業の獲得や化学事業強化等への更なる大規模投資を遂行するうえで不可欠である。海外石油会社の事例では、RD Shell は、競争力の低い製油所を閉鎖・売却する一方、シンガポール等の競争力が高い製油所への投資を行う等、選択と集中を徹底してきており、1990年代の欧州では製油所の統合運営が多く見られたが、単なるコスト削減に留まらず、装置の最適化による高付加価値製品へのシフトが図られている。

製油所リストラクチャリング等のみならず、50 年以上大きな変化が見られなかった石油製品の流通構造も含めたバリューチェーンの再構築にも着手する必要に迫られると考えられる。石油製品の流通形態は一般特約店、販売子会社及びプライベートブランド等に分類され、形態毎に調達ルートや卸価格が異なり、元売からブランド料込みで仕入れる一般特約店は、低価格志向のプライベートブランド等に比して卸価格は高い。レギュラーガソリン等は製品の差別化が困難であり、卸価格の異なる流通形態が地域間で価格競争を展開する現状は、ブランド力が発揮されない勝者なき消耗戦となっている。また、元売から一般特約店への卸価格は第三者機関が発表する指標価格に大きく影響されるが、当該指標価格が必ずしも需給バランス等を反映せず、低すぎる傾向にあるとの指摘がある。石油精製事業と流通事業の間で公平・公正かつ透

【図表 52】利害関係者の関心事項



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

明性のある利益配分とするためにはプライシング機能を有し、ブランドを活かした流通構造の構築が必要である。これら既存の体制を変革することにはリスクを伴うが、現在の厳しい事業環境は、「何もしないことは、もっとリスクがある」ということを示唆している。過去にトランスフォーム戦略に成功した企業でも、バリューチェーンの改革を実行している。例えば富士フイルムは写真フィルム市場の消滅に直面し、2004年に特約店制度を廃止し、直販体制に切り替えている。東レも国内繊維産業の衰退に対し、多数のプレイヤーが存在し多段階かつ複雑で非効率であった従来のサプライチェーンを、東レ（製糸から縫製まで）とUNIQLO（小売り）が担うシンプルな構造に革新している。

成長戦略の対象領域

経営資源をシフトする対象となる成長事業をどのように定めるか、については、各社によって異なるべきである。各社のコアコンピタンスを支える技術や事業インフラのみならず、フロンティア精神やエネルギーの安定供給への拘り等の企業文化を含めた、多様な視点で考える必要がある。大枠では、総合エネルギー企業化や海外製油所展開、機能性素材の強化等が有望なテーマであるが、各社にとって独自の強みを有し、且つ特色のある、差別化された成長戦略が期待される。同時に、大胆な経営資源のシフトが行われることと、成長事業には一定のリスクが存在することから、リスクとリターンを適正に判断する財務規律と、事業環境の変動に耐え、持続可能性を担保する、強固な財務基盤の維持は不可欠である。

石油から再生可能エネルギーにシフトするERG

石油事業を発祥とする企業で事業ポートフォリオを大きく変化させている数少ない事例の一つにイタリアのエネルギー会社ERGがある。ERGは2008年以降に保有する全製油所を他社と共同運営していたが、2010年にはイタリアにおける精製販売事業を仏Totalと統合させた。イタリアにおける石油精製販売事業の競争力強化およびリストラを進めることが可能となったことにより、ERGは製油所の売却等でキャッシュを捻出し、風力発電や再生可能エネルギー事業の買収（2012年以降、計20億ユーロ以上）を積極的に行っている。

M&Aの有効活用も検討

我が国の元売各社のM&Aは、経営統合や海外権益の取得、販売会社の取り込み等が中心であり、新規事業や事業ポートフォリオ転換に積極的に活用される例は少ない。グリーンフィールドから成長事業を育成することも戦略として有効であるが、石油精製事業のキャッシュカウ化が可能となれば、M&Aを積極的に活用し、成長事業を即戦力とするような「時間を買うと同時にクリティカル・マスも同時に確保する」という戦略も選択肢に入れるべきである。

【図表 53】新会社の戦略策定における論点

1	メガトレンドの把握	✓ エネルギー構造の変化等を踏まえ、自社のコアコンピタンスがどのように活かせるのか戦略方向性を検討
2	将来の危機を踏まえた自己分析	✓ 今後のコア市場縮小を“現実”としてとらえ、自社の各事業ごとの競争力・コアコンピタンスを冷静に見極め
3	精製事業のキャッシュカウ化	✓ 市況によらず自社でコントロール可能な分野でのコスト削減 ✓ 従来の特約店との関係（販売体制・価格フォーマー）の見直し
4	成長・差別化分野への経営資源のシフト	✓ アジアの石油市場、非石油エネルギー市場、機能性素材等においてM&Aも含めた大胆な資源配分を実行
5	財務基盤の維持・改善	✓ 海外の石油企業と比較して日本企業の規模・財務基盤は劣後 ✓ 海外事業のリスクに備えるだけの強固な財務基盤が不可欠

（出所）みずほ銀行産業調査部作成

V. おわりに

更なる再編の契機

出光興産と昭和シェル石油の両社には、経営統合への決断に対し、改めて敬意を表したい。従来は再編に一線を画していた出光興産や、RD Shell の株式売却を自社株購入で対応することも可能であった昭和シェル石油にとって、共に経営統合を選択せざるを得ないほど切迫した事情があった訳ではなかった。事業環境等の将来の見通しに対する健全な危機感を共有したこと、勝ち残る強い意志を有していたことが、再編の後押しをしたものであると考えられる。両社の組み合わせは製油所および SS の相互補完効果が大きいことに加えて、企業文化の面でもフロンティア精神という観点では共通している。今次経営統合によって大手 4 社に集約される結果、次なる一手の選択肢は限られてきたことから、より有利なポジションを確保するインセンティブから石油元売業界の再編を加速させる契機となることが見込まれる。

強い日の丸エネルギー会社に期待

我が国の石油元売各社は、世界の競合企業に比すれば、事業基盤・財務基盤の面から必ずしも優位なポジションにあるわけではない（【図表 54】）。我が国におけるエネルギー安定供給にとって、強い日の丸エネルギー会社が不可欠である。少資源国の我が国において石油元売各社の事業の中心は今も昔も石油精製事業であった。その国内石油製品市場の縮小が確実視され、各社は苦しい競争を強いられている。この逆境を乗り越え、石油元売各社が世界の石油業界における“トランスフォーマー”として評価される取り組みに期待したい。

【図表 54】世界の主要石油企業の各種指標

	時価総額 (億ドル)	ROEvs株主資本コスト (ROEは過去3年平均)	Net D/E (FY2014)	製販ポジション (取得可能な直近年度)	海外売上比率 (FY2014)
ExxonMobil	300	22% ROE 10% 株主資本コスト	0.1	529 能力販売	67%
CNPC	2459	11% 8%	0.4	445	35%
RD Shell	1606	11% 10%	0.1	326	n.a
BP	962	11% 12%	0.2	196	78%
Sinopec	949	11% 8%	0.5	524	27%
Reliance	424	12% 14%	0.4	125	65%
PTT	208	13% 13%	0.3	n.a	n.a
国際石油開発帝石	145	6% 9%	-0.1	なし	46%
JX HD	99	0% 8%	1.2	143	16%
SK Innovation	76	3% 15%	0.5	112	52%
東燃ゼネラル	56	7% 7%	1.3	70	20%
S-Oil	56	3% 15%	0.5	67	n.a
昭和シェル	32	6% 9%	0.6	42	n.a
出光	27	-3% 8%	1.5	54	19%
石油資源開発	17	5% 8%	-0.1	なし	37%
コスモ	13	-23% 9%	3.6	45	13%

(出所) 各種公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 2015 年 9 月 9 日時点のデータ、一部みずほ銀行産業調査部推計

(本稿に関する問い合わせ先)

みずほ銀行産業調査部

素材チーム 松本 成一郎

seiichiro.matsumoto@mizuho-bk.co.jp

【主要参考文献】

1. 資料等

Mizuho Industry Focus Vol.167「石油精製業の成長戦略-国内精製事業のキャッシュカウ化および成長に向けた海外製油所展開」

Mizuho Industry Focus Vol.152「石油製品流通市場の課題調査 一業界全体の基盤強化に向けた石油製品価格の適正化に関する考察一」

Mizuho Short Industry Focus Vol.137「出光興産と昭和シェルの経営統合の協議 ～業界全体の収益性改善に寄与～」

World Energy Outlook 2014(IEA)

Medium Oil Market Report 2014(IEA)

Statistical Review of World Energy June 2015(BP)

World Oil and Gas Review 2014(ENI)

2. 新聞

日本経済新聞(日本経済新聞社)

日経産業新聞(日本経済新聞社)

Wall Street Journal (Dow Jones)

3. Web サイト

資源エネルギー庁(<http://www.enecho.meti.go.jp/>)

石油連盟(<http://www.paj.gr.jp/>)

各社 IR サイト

©2015 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

