



株主・投資家並びにすべてのステークホルダーの皆様へ

伊藤忠商事は、全社員が 「挑戦者としての闘争心」を燃やし続け、 「商社新時代」をリードしていきます。

2015年度決算において、当社は当社株主帰属当期純利益（以下、「純利益」）で商社No.1となりましたが、決して驕ることはなく、また商人としての原点も忘れることはありません。「稼ぐ、削る、防ぐ」の徹底と当社グループ10万の「個の力」の結集により、純利益4,000億円の収益基盤構築に向けて力強く前進していきます。

岡藤正広

代表取締役社長
岡藤 正広

襷に込められた悲願

私は、経営は「駅伝」のようなものであると考えています。先走者から襷を受け取ったら、襷に込められた想いを胸に刻み、自身の責務を果たすべく「区間」を全力疾走し、次の走者に想いを繋ぐという姿がとても似ています。

2010年4月に襷を受け取った私の役割は、先輩方が築いてくれた財務基盤を足場に、管理に力点を置いた経営から、営業に力点を置いた「攻め」の経営に転じることでした。そして代々受け継がれてきた襷には、これまでの歴史を作ってきた先人達のある悲願も込められていました。

1858年創業の当社が、祖業である繊維から重厚長大産業へと総合化を進めていったのは、戦後復興期から

高度経済成長期にかけてのことでした。財閥系商社とは対照的に、鉄鋼業や石油化学工業などの国策企業と太いパイプを持っていなかった当時の先人達は、資源・エネルギー開発プロジェクトになかなか食い込めず、辛酸を舐めてきました。当社が、事業拡大の方向性を、資源よりも生活消費関連に向けていったのは必然だったといえましょう。歴史の中でつのっていった「財閥系商社と対等に勝負がしたい」という想いは、いつしか「挑戦者としての闘争心」となり、世代を超えて脈々と継承されていきました。そうした企業風土が、ハングリー精神溢れる若き人材を惹きつけ、長い年月をかけて「個の力」という当社の強みと、「野武士集団」と評される企業風土を形成していったのです。

私もそうした社風に引き寄せられた一人でした。上位商社に挑戦したいという反骨心が当社を選んだ理由です。入社当時、生意気だった私は、繊維業界の保守的な慣習に納得できず、お客様と頻繁にぶつかっていました。お客様からは敬遠され、当時の私の教育担当者に「岡藤は営業には向かない」と進言され、大変なショックを受けたことを覚えています。しかし、こうした気質がまさに「挑戦者としての闘争心」となり、常にライバルを見定めて打ち勝っていく原動力となっていきました。

経営の舵取りを行う立場にある現在も、闘争心を燃やし続けています。襷に込められた先人達の悲願を果たしていくためです。

長期構想実現のための「予算達成」

当社は、2014年度まで5期連続で期初に掲げた予算を達成してきました。様々な不測の事態が起こり得る総合商社である当社を常に、「有言実行」を貫く企業にしてきたのは私の誇りであり、ついてきてくれたグループ全社員による努力の結晶でもあります。ご理解いただきたいのは、毎期の予算達成を追求しているとはいえ、決して短期的な視点での経営を志向しているわけではないということです。あらゆる戦略はもとより「予算達成」も、先にお話した「財閥系上位商社に比肩する企業になる」という当社の宿願達成に向けた長期構想に基づくものです。

駆伝では、最初から1位になろうと無闇に全力疾走すると息切れします。どこで誰をどのようにして抜くのかという戦術が求められます。これと同様に、長

期構想を組織の集中力が持続する2～3年の期間で細かく区切り、努力すれば手が届く具体的な目標を設定し、ひとつずつステップを踏んでいくべきというのが私の戦略観です。

このような考えに基づき、まず「現場主義の徹底」を打ち出し、2011年度に純利益において総合商社第3位を奪還しました。次に、強みを持つ分野で戦えば必ず勝ると確信し、続くステップとして定めた「非資源No.1商社」という目標も2014年度に達成するなど、構想実現に向けて着実に前進してきました。

このような長い視座で企業価値を高めていくためには、事業投資等、絶えず成長の種を蒔き続けねばなりません。投資した資産の収益化に一定の時間がかかる場合も往々にしてあります。また、不測の事態により当初の計

画通りに行かず、EXITを余儀なくされる場合もあります。こうした経営姿勢を徹底していくためには、資金をお預かりしている株主の皆様には経営を信頼していただかねばなりません。これが透明性の高い配当方針及び配当金の下限保証(⇒Page 28 株主価値)の導入により企業価値向上を株主の皆様と共有し、株主・投資家の皆様との対話を大切にし、そして経営者の通知表とも言える株価を常に意識している背景です。何よりも重要なことは「結果を出し続けること」で株主の皆様には経営を信用していただくことです。私が、「予算達成」にこだわり続けている理由はここにあります。

しかし2015年度は、こうした信念を曲げ、就任以来初めて期初計画未達となりました。

勢いを維持するために

駅伝では、自らのペースを守り続けることが重要であるように、企業経営でも「継続」が大切だと考えています。特に「勢いの維持」を優先した判断を下したのが、2015年度の決算でした。

「Brand-new Deal 2017」は、計画最終年度の2017年度に業界トップと肩を並べることを明確に視野に入れた3カ年の中期経営計画です。初年度の2015年度は、将来の懸念を常に前倒しで処理すると共に、非資源分野の基礎収益伸長や、CITIC投資の前倒し実行による持分法投資損益の取込

み期間拡大、計画に織り込んだ一過性利益の着実な実現等により、純利益3,300億円という期初計画の達成は手の中に入っていました。

そうした中、他商社は2016年に入り、資源価格の急落等を理由に資源ビジネスを主として大規模な減損処理を実施しました。その結果、償却負担が減少し、コストも下がったことで身軽になり、2016年度は新しいスタートを切ることとなります。当社の業界におけるプレゼンスが高まるにつれ、お客様や世の中の当社を見る目が変わってきていることを肌で感じており、社員

の士気も大いに盛り上がっている中、この勢いを減損等の不測の事態によって削いでしまったら、意味がありません。思い悩んだ末に下した決断は、2015年度において期初計画を割込んででも、今後を見据えて一段踏み込んだ損失処理を断行するというものでした。2016年度以降の環境変化にも耐え得る盤石な態勢を築き、組織の集中力を高次元で保つことで現在の「勢い」を維持するためです。

まず非資源分野・資源分野を問わず資産入替を加速し、低収益事業からの早期EXITを徹底しました。また、最

も保守的な前提に基づき、のれんや無形資産の公正価値を評価し、現時点における最大損失額を織り込み低重心にすることで、更なる資産内容の改善を図りました。

資源分野では、炭鉱寿命が近づいており、閉山に伴う損失拡大が必至と判断した一部石炭権益の売却に踏み切ったほか、複数の権益で追加減損を実施しました。対象は生活消費関連分野にも及びました。例えば、欧州のタイヤ卸・小売事業であるETEL社は、現在も着実に約50億円レベルの収益力がありますが、英国の中長期的なタイヤ需要見通し等の外部的要因を保守的に勘案し、のれんの減損を実施しました。また「レスポートサック」は高効率ブランドではありません

が、より付加価値の高い商品への一斉入替を行うために商標権の減損処理を実施したほか、リテール系のアパレル事業各社における在庫処分等、精緻に分析し損失処理を実施しました。

合計約900億円の損失処理に伴い、2015年度の当社株主帰属当期純利益は、前年度比602億円減益の2,404億円となりました。「有言実行」を貫徹できなかったことについては、忸怩たる想いですが、正しい経営判断だったと私は考えています。

(⇒ Page 24 中期経営計画)

「Brand-new Deal 2017」の基本方針の一つである、「財務体質強化」は確実に進展しました。「資産入替の促進」と「キャッシュ・フロー経営の強化」を強かに推進した結果、2015年度の

営業キャッシュ・フローは、3年連続で4,000億円超を確保し、CITIC株式取得に係る投融資を除く実質的なフリー・キャッシュ・フローでは、約4,100億円の黒字を確保しました。

(⇒ Page 26 CFO インタビュー)

約900億円の損失処理を実施したものの、2015年度は図らずも、純利益で商社No.1となりました。明確な戦略とそれに基づく具体的施策が功を奏した面もありますが、他商社の大規模減損処理という、いわば「敵失」によるところが大きいと考えています。2016年度以降は実力勝負となりますが、そこで勝利して初めて株主の皆様、全グループ社員と共に心から喜びたいと思います。

「停滞」を避けるための続投

当社の慣例に従えば、私が就任して6年目となる2015年度は社長の交代期に当たりました。しかし、経営環境の先行きは予断を許さない状況にあり、1案件として当社史上最大規模となる約6,000億円の投資を実行したCITIC / CPグループとの戦略的業務・資本提携は、まだ緒に就いたばかりです。このほかコンビニエンスストア事業の経営統合も控えています。このように重要な経営課題が山積しているにもかかわらず、道筋をつけただけで慣例を踏襲して退任することは、無責任ではないかと感じるようになっていきました。また、新たに就任した経営トップが、引継ぎや社内外の関係構築を済ませ経営手腕を本格的に振るうまでに1～2年は要します。純利



益4,000億円という一段上の収益基盤の構築に向けて集中すべき大切なタイミングで、組織やビジネスが停滞するのは避けなければなりません。こうした考えから、社外取締役や外部の意

見も十分に聞いた上で、引き続き経営トップとして挑戦を続けることを選択しました。そして、これから挑んでいくのは、新しい競争の時代です。

「商社新時代」における伊藤忠商事の選択

総 合商社で働く社員には、共通する習性のようなものがあると感じています。常に同業他社を意識し、案件が出てきたら「他社に取られる前に」という心理で、冷静な企業価値評価を行わずに飛びつくことが、しばしばあります。それもあってか、かつての総合商社は「高値買い」をしがちで、どの企業も類似した総花的な事業ポートフォリオで経営を行ってきました。それが顕著に見られたのが、こぞって資源権益を買い漁っていた資源ブームの頃です。しかし、そうした時代は資源ブームの終焉と共に、各商社の大規模な減損の計上という形で終わりを告げました。

これからは、各社が個性で勝負する競争環境に突入していきます。「商社新時代」です。そこでは強みを有する「土俵」で、「これで勝負する」というビジネスモデルを早期に作り上げた商社

が勝利していくでしょう。

資源ビジネスも身の丈にあった範囲内では継続する考えですが、私は「資源価格はいずれ戻るであろう」という安易な考えでは、経営を見誤ると考えています。原油を例にとると、ある程度価格が上昇したらシェールオイルが息を吹き返します。つまり価格に天井があるのです。更に、これまで権益への積極投資の後盾となり、安定収益の基盤にもなってきた需要家との長期契約に代わり、今後は必要な時に市場で買入れるスポット取引が増加していくでしょう。

新しい時代に当社が軸足を置いていく領域は明確です。繊維、食料、住生活等からなる業界最強を誇る生活消費関連を中心とする非資源分野です。「衣・食・住」で稼いでいくとするならば、そのターゲットが約14億人の人

口を抱える中国、成長著しい東南アジアとなるのは必然です。その市場を開拓するためには、高いプレゼンスを有するパートナーが不可欠となります。華僑ネットワークを縦横に築き上げ、中国、東南アジアの地場市場に深く根を下ろしているCPグループ、そして中国政府と太いパイプを持つCITICグループは、最強のパートナーと言えましょう。

これからの数年間は、総合商社業界が大きく変わる過渡期に入っていきますが、当社は、こうした時代を見通し、常に一步先に手を打ってきました。その結果、ライバルが資源ブームの後始末を済ませ、これから次の戦略を描こうとしている中で、CP/CITICグループとの協業という、「これで勝負する」と定めた戦略の軸を「一足先に」築き上げることができるのです。

常に先を見越しながら手を打つ

先 を見越して「一足先に」動いたことが、2015年度の大きな資金回収に繋がりました。

北米建材卸売事業のPrimeSource社は、約750億円の通算取込利益を稼ぎ出してきた米国生活資材事業の稼ぎ頭でしたが、徐々に投資効率が低下していました。そのため、米国M&A市場の活況を好機と捉え、売却の決断を下し、約1,100億円の資金回収を実現することができました。また、ブラジルの鉄鉱石生産・販売会社であるNacional Minérios S.A.(NAMISA社)では、隣接

するCasa de Pedra鉱山を所有するCompanhia Siderúrgica Nacional(CSN社)との経営統合を通じて、世界屈指の優良資産の取込みを実現しました。約700億円の資金回収と資源エクスポージャーの低減など、一挙に複数の果実を得ることができました。

(⇒Page 43 リスク管理と資産効率の追求)

任期中に最大の業績を上げたいという欲求に駆られ、或いは資本効率に対するマーケットからの圧力に耐えられないからという理由で、市場の好機を捉えて資産売却し回収した資金を、

同じタイミングで割高な資産に投資するのは、明らかに非合理です。企業はある会計期間だけ、自分の任期だけで終わるわけではありません。ここでも「先を見越して」キャッシュとして保有し、優良な案件が安くなったタイミングを見計らって投資するのが正しい経営姿勢だと考えています。社内でも足元の計画は抑えてでも、あわてずに案件を厳選するように指示しています。

「商社新時代」をリードし続けるために

「Brand-new Deal 2017」は、伊藤忠商事158年の歴史を塗り替え得る極めて重要な位置付けにある計画です。「一瞬」の第1位に甘んじることなく、「継続的」に2強が争いを繰り広げながら「商社新時代」をリードしていくためには、純利益4,000億円に向けた収益基盤構築が必要不可欠です。

計画2年目となる2016年度は、非資源分野の利益伸長やCITIC投資の年間を通じた利益貢献、更には前年度の損失処理の反動等が見込まれることから、純利益は前年度比1,100億円増の3,500億円を計画し、当社史上最高

益の更新を目指します。この定量計画では、為替や原油、資源価格の前提を保守的に見直しており、これらを「Brand-new Deal 2017」公表時の価格前提に置き換えれば、実質的に約4,000億円規模の力強い予算であることを付け加えさせていただきます。

「Brand-new Deal 2017」では、安定的に13%以上のROEを目指すことを経営目標に掲げ、資本コストを意識した経営管理を徹底しており、2016年度はROE15.2%を計画しています。ROE向上のための基本的なスタンスは不変です。成長を強く志向する当社は、分子である利益の拡大に重きを置きながら

ROEの向上を目指します。

(⇒ Page 26 CFO インタビュー)

財閥系商社も非資源分野の強化に力を注いでいます。しかし、一度に数千億円の投資を実行し、何百億円のリターンを狙う資源ビジネスと、数円を削って稼ぐ非資源ビジネスでは根本的に異なると思います。当社は、謙虚にお客様に頭を下げながら、商人としての稼ぎ方を貫いていきます。当社には、資源ビジネスでの強みという財閥系商社が受け継いできた資産はありません。しかし、長年培った非資源分野での優良資産と「挑戦者としての闘争心」を持つ当社グループの「個の力」があります。

「全社員総活躍企業」を目指す

当社は人事施策でも「個の力」を伸ばしていくために独自の施策を打ち、確実に成果を出してきました。例えば、2010年度に実施した人事給与制度の改正は、組織ではなく個人の業績に重きを置くことで、コツコツ稼ぐ非資源分野の社員や役員士の士気を高めるものでした。また「朝型勤務」は、顧客視点の徹底という商人の原点回帰に加え、社員の健康増進と業務効率の向上のための施策であり、共に「個の力」を極大化するという狙い通りの成果が出ています。5大商社の中では単体ベースで最少水準の約4,300人の社員で、業界最大規

模の利益を稼ぎ出している事実からその成果をご理解いただけたと思います。

「商社新時代」をリードしていくためには、全社員の「個の力」を更に結集していかなければなりません。そのため、2016年度から計画の副題を、「商社新時代」をリードする全社員総活躍企業に変更しました。例えば、育児や介護などで時間的な制約がある社員も含めて、多様な人材の能力を最大限発揮させていくのが、その主旨です。一方、いかに多様化を進めるとはいえ、経験や実績を無視して登用する考えはありません。あくまでも能力本位を基本とし、個々の

事情に応じてきめ細かく対応しながら、活躍できる環境を整備していきます。また、中国語人材を2017年度末までに2015年度の約3倍となる1,000人に拡大する計画など、中国戦略と連動した人事施策も進めています。

私は、「報酬は低くても仕事のやりがいがあればいい」という考え方には、疑問を持っています。当社では、成果に見合った報酬で報いていくことで、優秀な社員を採用し、定着させ、「集中力」を持続させることで、最大限の能力を引き出すという人的資産の好循環をより確かなものにしていきたいと思えます。(⇒ Page 46 人材戦略)

「見えざる」投資の果実

中国経済の底割れを不安視する見方があります。しかし、中国は外貨準備高が日本の3倍に相当する350兆円以上もある経常黒字国です。信用リスクが不安視されている南米等とは、状況が全く異なると考えています。また、景気動向に影響を与えているのは、政府が主導しているインフラや重厚長大産業であり、当社が焦点を定めているのは約14億人の「衣・食・住」を支える生活消費関連のビジネスです。富裕層や中間所得層の拡大に伴い、消費者のニーズが「量」から「質」に変質していく中、日本の安心で安全な商品は計り知れないほど大きな可能性を秘めていると考えています。

CITICへの投資によって、毎期700億円程度の取込利益が読めるようになり、大胆な資産入替も可能になりま

した。こうした直接的な効果だけではなく「目に見えない」様々なメリットも実感しています。CITICグループは、政府とパイプを持ち、あらゆる産業にネットワークを広げるコングロマリットであるがゆえに、「筋が良い」情報がリアルタイムで入手できるようになりました。経済政策の方向性を正確に掴むことができ、案件選別の精度も格段に上がっています。また、CITICの大株主になったことで、他の中国系企業から軽視・警戒されることもなく、ビジネスを円滑に進めることができるようになりました。

これまで中国移动通信集团公司や自治体系企業を巻き込んだクロスボーダー電子商取引への参入のほか、中国を代表するアパレルメーカーのボストン社との提携合意など、着々と共

同取組みを進めています。一方、「シナジー効果の創出が遅い」という意見も耳にします。まず、この取組みは、5年あるいはそれ以上の時間軸で推進している長期戦略です。また、CPグループと共に20%を出資する株主である当社が追求するリターンは、トレードの獲得にとどまらずCITICの企業価値を高め配当や株価の上昇に繋げていくことですが、1兆円規模の利益を創出する巨大企業の企業価値にインパクトを与え得るには大きな仕掛けが必要です。そうした協業案件を決してあせることなく、慎重に水面下で仕込んでいき、天の時、地の利、人の和が整うタイミングでカードを切りたいと思います。

(⇒ Page 40 強みを持つ領域への投資)

ビジネスの持続性を支える「三方よし」

CPグループとCITICグループ、当社による戦略的業務・資本提携は、経営資源の融合によってシナジーを創出し、三者が共に企業価値を高めていくことが戦略の核心です。もう一つ忘れてはならないことは、望めば誰でも購入できるわけではない中国の優良「国有財産」への投資が認められたわけですので、中国人民の生活を豊かにするビジネスを生み出すことも念頭に置いています。これはまさに当社創業の地である近江地方の商人の哲学「三方よし（売り手よし、買い手よし、世間よし）」の実践と言えましょう。「自分だけ儲かれば良い」という利己主

義的なビジネスが長続きするはずもありません。当社が158年もの歴史を刻んできたのも、「三方よし」の精神を一貫して守り続けてきたからに他なりません。

2016年1月、国連加盟国にて合意された「持続可能な開発目標（SDGs）」が発効しましたが、これからの企業は国際社会の要請に答えていくことなしに、持続的成長を語ることはできない時代になっていくでしょう。私は、「三方よし」をこれまで以上に広い視野で実践していかねばならないという想いを強めています。グループで10万人を超える従業員を擁する総合商社の当

社は、グローバル市場、特に新興国や資源国の社会や環境に与える影響を無視することはできません。とりわけ生活消費関連分野では、社会への慎重な配慮が求められます。例えばDole事業では、人権や労働環境への配慮、生活インフラの整備をはじめとする地域社会との共生が、農園経営を通じてビジネスモデルの持続性を支えています。一方、当社のビジネスノウハウとグローバルなネットワークは、幅広い産業領域と接点を有するがゆえに、当社は様々な社会的課題を商機に変え得る大きな可能性を有しています。水事業や廃棄物処理・発電事業、インドネシアで2016

年度に稼働を予定しているサルーラ地熱発電をはじめとした再生可能エネルギー事業等はその好例です。

企業理念である「豊かさを担う責任」の趣旨を想いに込めたコーポレートメッセージ「ひとりの商人、無数の使命」

を果たすべく、社員一人ひとりがそれぞれの持ち場で社会へ価値を提供し続けることが大切なのです。

持続性の礎となるガバナンスの強化

企業の持続的な発展の礎としてのコーポレート・ガバナンスも、継続的に強化を進めていきます。2016年度より、任意諮問委員会である指名委員会を通じた取締役会の監督機能を強化するために、指名委員会委員長を社外取締役とすると共に、委員の半数以上を社外役員としました。また、新たに前厚生労働事務次官の村木厚子氏を迎え入れ、社外取締役を1名増の3名体制としました。村木氏は様々な経験値を持った方であり、客観的かつ中立的な見地に立った経営の監督と、長期的な企業価値向上に資する助言を期待しています。また、

中長期的な企業価値向上への役員の貢献意識を高めるために、2017年度までの2年間を対象とした業績連動型株式報酬制度を導入しました。その名の通り、業績との連動性が高く、かつ透明性・客観性の高い制度設計になっています。

コンプライアンスも継続的に強化しています。仮に当社がひとたびコンプライアンス違反を起こせば、大きな非難にさらされ、瞬く間に信用を失いかねないためです。

2016年度に実施した役員人事は、大胆な入替を通じて取締役会を活性化し、企業価値の向上に繋げていくこと

を主眼に置いて実施したものです。また、後継者の能力を見極めることを意識した人事でもあります。有能な後継者候補も着実に育ってきています。将来、私の禪を受け取る後任に対しては、最初はアドバイスするでしょうが、いつまでも過度に口出しするつもりはありません。私が任期中に下した意思決定も、中長期的視点で見ても誤りだと判断すれば、見直しても良いと柔軟に考えています。

外部コンサルタントの助言を踏まえて実施した取締役会評価の結果も参考に、更なるコーポレート・ガバナンスの強化を検討していきます。

(⇒ Page 54 コーポレート・ガバナンス)

未来に「禪」を繋いでいくために

「商社新時代」の幕が切って落とされました。資源価格がある程度回復すれば、財閥系商社の復活も予想され、これからは真の実力で雌雄を決することになります。当社は、明確な戦略に基づき、每期確実に「有言実行」を実践していくのみです。むしろ、今後の当社にとっての最大の敵は「慢心」です。全社員、そして私自身も

決して驕ることなく、原点に立ち返り、商売の三原則である「稼ぐ・削る・防ぐ」を徹底していきます。

当社グループ10万の「個の力」を集集し一気呵成に攻め続け、「先人達の悲願」を必ず果たします。そして、伊藤忠商事の未来に禪を繋いでいきます。

