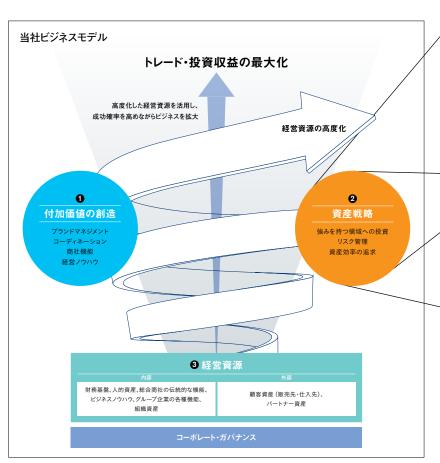
「商社新時代」の資産戦略

当社は中期経営計画 「Brand-new Deal 2017」 (2015~2017年度) のもと、強みを持つ 中国・アジアの非資源分野に戦略の軸足を置く姿勢を鮮明に打ち出しました。また、「株主資本 の拡充を行いつつ、安定的にROE13%以上を目指す」という目標も視野に入れ、資産入替や キャッシュ・フロー経営の強化を推進し、財務体質の強化並びに資産の質・効率性の更なる向上 に取組んでいます。

この特集では、こうした「商社新時代」を見据えた当社の資産戦略に焦点を当てます。

To Lead







強みを持つ領域への投資

-CITIC Limited、Charoen Pokphand Group Company Limitedとの 戦略的業務・資本提携を中核に据えた中国・アジア戦略

当社の「商社新時代」における戦略の軸足は定まりました。業界最強を誇る生活消費関連分野 を中心とする非資源分野に軸足を置き、長きに亘り足場を固めてきた強みを持つ中国・アジア 市場を最強のパートナーと開拓していきます。

中国・アジア「衣・食・住」市場 の大きな可能性

中国の実質GDP成長率は6%台に鈍 化しています。しかし当社は、同国を含 む経済の先行きを悲観していません。 中国最大のコングロマリットである CITICグループ、タイ最大、世界でも有 数のコングロマリットCPグループとの 戦略的業務・資本提携は、中国・アジア の「衣・食・住」市場の中長期的な大き な可能性を掴むことを主目的とした取 組みだからです。

中国は、政府主導、公共投資依存、

重厚長大産業中心から、民間、個人消 費を安定成長のけん引役とする経済 成長モデルへの転換を進めています。 2008年の世界金融危機の際に実施 したGDPの13%に相当する4兆元(当 時のレートで約53兆円)の景気刺激策 によって生じた過剰投資・過剰生産・ 過剰信用の調整が進行する一方、旺 盛な個人消費は衰えを見せていま せん。中産階級の増加によるライフス タイルの劇的な変化によって、消費行 動は量から質へと変質しています。中 でも安心・安全な日本の商品への需

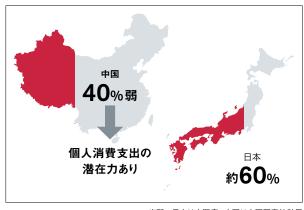
要の顕著な高まりが、日本を訪れた観 光客が高額商品や日用品を大量に買 い込む様子に見て取れます。人々が日 本の商品を中国でより容易に購入で きるようにすれば、大きなビジネス チャンスになることは明らかです。将来 に目を凝らすと、一層大きな可能性が 見えてきます。中国の1人当たりGDP は、2015年の約8,000米ドルから 2020年には約11,400米ドルに成長す ると予想されています。現在、中国の GDPに占める民間消費の割合は40% 弱と、日本の約60%と比べて低い状況

訪日中国人観光客の1人当たり消費額

訪日中国人平均 訪日外国人平均 約18万円

出所:観光庁2015年「訪日外国人消費動向調査」

GDPに占める民間消費の割合



出所:日本は内閣府。中国は中国国家統計局

にありますが経済政策の力点と考え 合わせると、この伸びしろが経済成長 の原動力となることは容易に想像でき ます。

2つの強みが 重なる領域への投資

当社がCPグループと共に出資した CITICは、中国政府がCITICグループを 通じて実質的に過半を保有する政府 系企業です。中国政府は国有企業改 革の柱の一つとして、外国資本を含む 民間資本の受け入れを進め、経営ノウ ハウの吸収や国際展開を加速する 「混合所有制」を推進しています。こうし た政策的背景があるとはいえ、外資の 国有資産の20%もの株式を取得する ことは極めて異例のことです。

当社は、中国が改革開放路線に舵 を切ったばかりの1972年に、日本の総 合商社として初めて日中貿易再開の 批准を取得しました。1979年には北 京駐在員事務所を開設し、以降、 常に日本の総合商社の先頭を走りな がらビジネスインフラや人的ネットワー ク、中国語と文化に精通した「中国語 人材」等の経営資源を蓄積していきま した。CPグループは、1979年に外資 系企業として初めて中国に進出し、養 鶏や養豚、卵などを中心に中国全土の 地場市場に足場を築き上げてきまし た。「11 (イチイチ)案件」と呼ばれてい る異例の資本参画は、2つの「第1号」 の企業グループが過去と同じく、これ からも中国の人々の豊かな「衣・食・ 住」に貢献していくことが期待されたか らこそ実現しました。当社にとっては、 長い時間をかけて磨き上げてきた「中 国」「生活消費関連分野」といった2つ の強みが、新たな機会を呼び込み、強 みの一層の強化に繋げることができた ことを意味します。



競争優位を新次元に 引き上げる「生きた情報」

当社の「中国最強商社」としてのリードを、一層拡げ得る優位性の一例をご紹介します。総合商社にとって「情報」はビジネスを迅速に立ち上げ、確実に成功に導くための大変重要なファクターです。中央政府との密接な関係を持つCITICグループを通じ、当社は、かつては入手できなかった「生きた情報」

にリアルタイムでアクセスできるようになりました。例えば、中国経済の政策的な方向性、人的ネットワークや案件の有望性などに関する深い情報が得られています。CPグループの華僑ネットワークと合わせ、本戦略的業務・資本提携によって得た無形の競争優位によって、当社の中国戦略は異なる次元に移行しました。

CPグループの中国における強み



CITICの企業価値に インパクトを与える 「大きなしかけ」

本戦略的業務・資本提携で当社は、 CP グループと共に CITIC に約1兆 2,000億円を折半出資しました。CP グループは当社の株式4.7%を保有す る大株主です。一方の当社も中国・ ベトナムにおいて飼料事業、畜産・ 水産関連事業、食品加工事業を展 開するCPグループの中核企業C.P. Pokphand社の株式25%を保有してい ます。3者は運命共同体と言えます。

当社にとっては、1案件では当社史 上最大規模の6,000億円という投資 額に見合ったリターンを得ていくため には、商流に入りトレードを拡大するこ とに加え、CITICグループ、CPグループ の「企業価値の拡大」に全力を投じ、取 込利益、時価総額の拡大を目指す 姿勢が必要になります。

金融部門が収益力の8割を占める CITICの収益構造の変革に、生活消費 関連分野を中心とする非金融部門の 「『巨大企業集団CITICの企業 価値をいかに高めていくか』と いう目線で大きなしかけをじっく り準備していく」

提携交渉を進めた福田専務執行役員 アジア・大洋州総支配人(兼)伊藤忠シンガポール会社社長 (兼) CP・CITIC 管掌

拡大を通じて貢献していくことは、同グ ループの企業価値に大きなインパクト を持ちます。例えば、リーテイル、加工 食品、畜産、穀物などの食料分野、ブ ランドビジネスなどの衣料分野、通信 分野、医療分野など、極めて広範な領 域でシナジーの創出が可能です。 一方、約110兆円の資産規模を有し、 2015年度も8,000億円規模の純利益 を創出する力がある巨大企業集団で あるCITICの収益構造に影響を及ぼ すには、相応の「大きなしかけ」が必要 となります。そのため当社は、提携効果 を急ぐあまり拙速に走るのではなく、長 期的な視座のもとで慎重に案件を見 極めています。



「三方よし」を貫き 長期的にシナジーを 生み出していくために

人材派遣や交流も短期・長期の両面 で進めています。当社、CITIC / CPグ ループのトップマネジメントが戦略協 議委員会で協業の方向性の摺合せを 行うほか、シニアマネジメントレベルも 経営協議会を開催し、本格的なシナ ジー創出に向けた具体的な協議を 行っています。長期持続的にシナジー を創出していく上でのカギを握るの は、将来を担う中堅社員レベルの信頼 関係の醸成です。社員を選抜すると 共に、経営方針・価値観・歴史・主要ビ ジネス等への相互理解や、シナジーの 創出に向けた可能性を深く議論する 場を設けています。このように3つの企 業集団は、未来志向でお互いの企業 価値を高めていくという想いを共有し ています。

CITIC /CPグループをはじめ、あら ゆるパートナーを利すると共に、中国・ アジアの人々の豊かさに貢献していく という、当社の商売の根底にある「三 方よし」の具現化こそが、当社に持続 的な利益成長をもたらすと確信してい ます。

シナジー創出によりCITICグループの非金融部門拡大





2015年度実績

約110兆円 連結総資産 約6,500億円 連結純利益

Moody's 格付け







A3

リスク管理と資産効率の追求

― 「商社新時代」における資産入替、キャッシュ・フロー経営のあり方

2015年度の当社は、低効率事業の早期資産入替を推し進め、キャッシュ・フロー経営の一層の 強化を実現しました。更に、非資源・資源を問わず細かなものまで精緻に分析し、将来リスクの 低減に向けた徹底的な損失処理も実施しました。「商社新時代」をリードしていくために、経済環 境の変化にも耐え得る、より盤石な態勢を築くことがその目的です。

資産の質を高める財務体質 強化策

当社は将来の潜在的リスクに対し、常 に早期の段階より処理を実施してきま した。2015年度も、経済環境の不透 明感が一層増すと判断し、約900億円 の損失処理を実施しました。

資源分野においては、事業の選別を 行い、豪州の一部石炭権益の売却を 決定しました。また、長期的な資源価 格をより保守的に見直し、IMEA社と 北海原油プロジェクトの減損を実施し ました。

資源分野にとどまらず、競争優位を 有する非資源分野においても資産価 値の精緻な分析を実施し、将来懸念 の払拭に取組みました。例えば、繊維 ビジネスでは商標権価値総額に対し て15%近くの収益を稼ぐ「レスポート サック」の、より付加価値の高い製品へ の入替に伴う減損を認識したほか、 英国大手アパレル製造・卸業の Bramhope社の縮小・撤退を決定しま した。また、収穫量不足に伴う減損損 失を見込んでいたDole社では、農作物 の不確実さを保守的に見通し、のれん

全額と無形資産の一部につき追加減 損を認識。欧州タイヤ卸・小売り事業 のETEL社でも英国の中長期的なタイ ヤ需要見通しを保守的に勘案し、310 億円ののれんの減損処理を実施しま した。2015年度に実施した各種減損 処理は、中期経営計画の基本方針で ある「財務体質の強化」の一環です。

次に、「商社新時代」に相応しい「企 業価値視点」で実行した資産入替の 事例をご紹介します。

2015年度に実施した損失処理

- ■「財務体質の強化」の
- 将来の収益変動要因 の低減
- 資産の質の向上

WIDP減損	約△180億円	
IMEA石炭減損 約△180億		
Dole減損	約△60億円	
≣+	約△49∩億円	

追加損失処理総額 計 約△900億円

繊維	Bramhope撤退	約△60億円
約△170億円	ジャヴァ・レスポートサック減損	約△85億円等
金属 約△220億円	IMEA·一部石炭権益売却	約△170億円
	インドネシア石炭損失	約△25億円等
	IMEA石炭減損 (追加)	約△25億円
食料	Dole減損(追加)	約△115億円
約△145億円	Dole豪州撤退	約△20億円等
生活資材 約△310億円	 ETEL減損 	約△310億円
7 m //h //h / EE /#E	-	

その他 約△55億円

ブラジル鉄鉱石関連資産の 統合

ブラジルの鉄鉱石生産・販売会社 Nacional Minérios S.A.(以下、NAMISA 社)は、資源ブーム真っ只中だった 2008年12月、国内鉄鋼大手5社及 び韓国POSCO社と共に形成した コンソーシアムを介して取得したブラ ジルのミナス・ジェイラス州の鉄鉱石 プロジェクトを運営しています。

鉄鉱山ビジネスの競争力を決定付 けるのは、良質な鉄鉱山に加え鉄道及 び港湾設備を含めたインフラ資産を 保有していることですが、NAMISA社 はCompanhia Siderúrgica Nacional (以下、CSN社)のインフラを長期契約 で使用する制限がついたプロジェクト でした。また、隣接するCSN社のCasa de Pedra (CdP) 鉱山は、NAMISA 社 の約10倍の30億トン以上(推定埋蔵 量では65億トン以上)の可採埋蔵量を 誇ります。NAMISA 社への投資は、当 初よりこうした世界有数の競争力を持 つCdP鉱山との経営統合を視野に入 れたものでした。

2011年6月、CSN社と「New Business Plan」を締結して、両鉱山のシナジー 創出を開始し、2012年より交渉を本 格化しました。社内では、金属・鉱物 資源部門 (現、金属資源部門)を中心 に、伊藤忠ブラジル会社、日伯鉄鉱石 (株)、伊藤忠鉱物資源開発(株)、更には本 社の法務部、財務部、経理部、税務室 など最大50名の各領域のプロフェッ ショナルからなる「チーム伊藤忠 NAMISA」を組成、鉄鉱石価格の下落 基調が続く中、リスクを抑制しつつ



lerger & Cash-In

好条件を獲得するという命題を実現 するための経営統合プロジェクトは全 社の総力を挙げたものとなりました。

優良資源資産への転換と キャッシュ・フロー経営の強化を 同時に実現

2015年11月、足かけ8年に亘る努力が 実を結び統合が完了しました。当社の 持分はNAMISA社の21.95%から新 統合会社の7.6%になりました。統合 会社は、ブラジルはもとより、世界的に も鉱量、品位、生産規模、インフラなど において大きな競争力を有する鉱山 会社となりました。当社にとっては、 BHP Billiton社と共に西豪州にて 開発・生産を行っている世界最大級 の鉄鉱山と並ぶ、大きな収益の柱を ブラジルに築き上げたことを意味しま す。今回の統合によって、当社は7億米

ドルの資金回収を実現すると共に、今 後の資源価格の変動にも耐え得る、 より質の高い資源資産ポートフォリオ の構築に向けて大きく前進することが できました。

優良資産である PrimeSource社の株式売却

当社及びITOCHU International Inc. は2015年3月、保有する北米・カナダの 建材卸壳業PrimeSource Building Products, Inc.(以下、PrimeSource 社)の全株式の売却に関してPlatinum Equity社 (米国)と合意し、5月に売却 を完了しました。

当社は生活資材部門の基本戦略 である特定の領域でNo.1を目指す 「ニッチ・ローテク・ドミナント戦略」に 基づき、1998年に50百万米ドル(約 65億円) で買収した PrimeSource 社



のバリューアップに取組んできました。同社は、2014年度には売上高約1,300百万米ドル(約1,560億円)、従業員約1,300人、全米に42の配送拠点を整備し、強固な「ドミナント」を構築、とりわけ釘・ねじ市場では全米で圧倒的なトップシェアの地位にあり、釘輸入量は米国全体の27.4%を占めるに至りました。通算取込利益は約750億円、通算配当金は約450億円にも上り、生活資材部門の同期間の累計連結税後利益に大きく貢献しました。

売却を検討し始めた2014年頃の北 米M&A市場は、好調な企業業績と世 界的な金融緩和等を背景に活況を呈 していました。住宅市場、建材市場の 安定的な成長が見込まれていたこともあり、PrimeSource社の類似企業のM&A市場における企業価値評価も上昇していました。当社は、同社の競争力の更なる強化に向けた新たなオーナーシップの必要性なども考慮に入れ、経営資源入替の好機という判断を行い、売却に向けて動き出しました。

キャッシュ回収と実践的ノウハウ というリターン

2014年11月、60数社の買い手候補に アプローチを開始し、マネジメント・プレゼンテーションを経て4社がデューデリジェンスを実施、2015年3月には3社による最終入札を入手し、そのうちの1社であるPlatinum Equity社と売買 契約書の締結交渉に入りました。 締結交渉では、まず当社側の主張を 先に洗い出し、その後、粘り強く交渉 を続け、ほぼ当初主張通りの価額で 落着し、2015年5月にクロージングし ました。

このプロジェクトの完遂によって当社は現金約1,100億円、売却益約200億円、生涯損益約1,000億円という経済的リターンを手に入れると共に、実務を通じたノウハウの蓄積という「見えざるリターン」も得ることができました。

このプロジェクトは、著しい業績悪 化等による事業撤退ではなく、「企業 価値」が上昇する局面で戦略領域へ の資産入替に向けたキャッシュ回収を 実現した大きな成功事例です。

