

CFO インタビュー



いかなる経営環境下でも
首尾一貫して3つのバランスを
遵守していくことが、私の使命です。

代表取締役
専務執行役員CFO
鉢村 剛

Q.1 2018年度の財務・資本戦略の総評をお聞かせください。

A.1 市場に対してお約束した以上の成果を示すことができました。

中期経営計画「Brand-new Deal 2020」の初年度となる2018年度は、連結純利益5,000億円レベルという新たな高みに立つことができ、私が昨年この頁で掲げた「4つのコミットメント」についてもお約束した以上に果たすことができたという評価しております。

まず「株主還元の実現」ですが、1株当たりの配当金は、前年度比では13円増額、期初公表計画比でも9円増額となる83円まで引上げ、過去最高を更新しました。更に、自己株式取得も昨年10月に公表した「中長期的な株主還元方針」に基づき680億円を実施、2018年度における総還元性は概ね40%となる高水準の株主還元を実施することができました。なお、2017年の株主総会において、最終的に否決となったものの、自己株式消却に関する株主提案に一定の賛同票があったことも勘案し、78百万株の自己株式消却を実施しました。

次に「実質営業キャッシュ・フロー」は、2年連続で過去最高であった前年度実績から更に550億円を積み上げ、期初計画の5,000億円を超える5,150億円となりました。

継続的な資産入替に加え、非資源分野を中心に「キャッシュ」を伴う基礎収益力が着実に向上している成果と考えています。

「NET DER」は、0.87倍であった前年度末から改善し、期初の見込み通り0.82倍となりました。連結純利益の積み上げ等により3兆円が手に届くところまできた株主資本の拡充に加え、個々の取引における資産効率の向上をきめ細かく推進、更に大型かつ複数の連結子会社化の影響を正確に見極め、有利子負債のコントロールを適切に実践した結果と考えています。

最後に「ROE」は、15.8%であった前年度末より更に向上し、期初目標の15.9%を大きく上回る17.9%となりました。5年連続で総合商社トップとなる高水準を安定的に維持しており、マーケットが期待する資本コストも引続きクリアしたと認識しています。

こうした当社の首尾一貫した財務・資本戦略の成果は、格付機関の格上げという形でも表れております。2017年11月の約20年ぶりのムーディーズA格取得に始まり、その後もS&P、R&I(格付投資情報センター)、JCR(日本格付研究所)の格上げを2018年8月までに立て続けに達成し、主要4格付機関すべてのA格取得と格上げを1年以内に達成しました。これにより格付面では、「総合商社のリーディングカンパニー」という国内外の第三者評価を得られたと考えています。

Q.2 昨年10月公表の「中長期的な株主還元方針」のポイントをお聞かせください。

A.2 最も重視する点は、持続的なEPS成長と企業価値向上です。

A.1において私が「お約束した『以上に』果たすことができた」と説明したのは、この「中長期的な株主還元方針」を公表し、当社の考え方を示した点を踏まえてのことです。

中長期(当該還元方針の公表以降3～4年程度)における株主配当と自己株式取得の2つの株主還元策の考え方を明示すると共に、EPS(1株当たり連結純利益)を重視する方針を打ち出しました。EPS計算式の分母を自己株式取得で減らすだけではなく、分子である利益成長を図ることで持続的なEPS成長、更には持続的な企業価値向上を目指す方針です。なお、「Brand-new Deal 2020」期間中の1株当たりの配当金につきましては、2019年度は85円を「下限」、2020年度も「累進配当」とすることをお約束しております。

従い、今後の連結純利益の上乗せ状況や成長投資の進捗、キャッシュ・フローの状況等を勘案しながら、常に増配の可能性について検討したいと思います。また、配当性向の

みならず、総還元性向についても重視していく所存です。

このような方針のもと、当社は2019年度においてもキャッシュ創出の確度や当社の株価水準等も勘案した上で、自己株式取得を前倒して実施しています。依然として総合商社の株価のバリュエーションが低いことは大変残念ではありますが、コミットしたことはスピード感を持って実施する当社経営の姿勢をご評価いただきたいと思います。

Q.3 「Brand-new Deal 2020」の初年度で連結純利益5,000億円のステージに到達しましたが、財務・資本戦略に変更はありますか？

A.3 基本的に変更はありません。

引続き3つのバランス(成長投資、株主還元、有利子負債コントロール)を意識し、高ROEを実現していく方針、更には、原則として、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字を継続する方針に変更はありません。但し、2019年度は下記の点に留意する必要があると考えています。

前中期経営計画「Brand-new Deal 2017」を振り返りますと、その基本方針で、「4,000億円に向けた収益基盤の

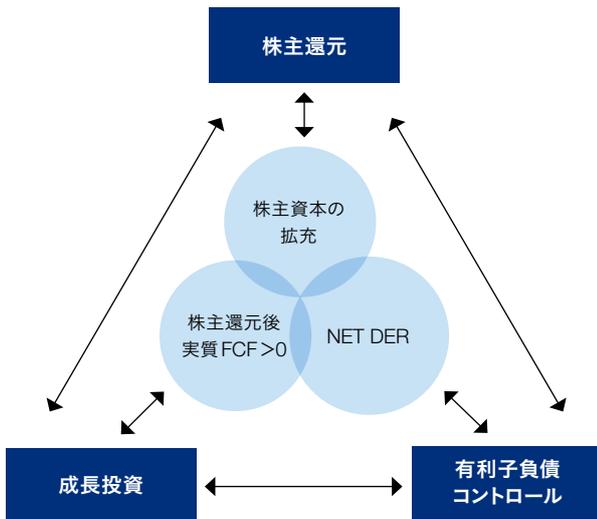
中長期的な企業価値向上への考え方



中長期的な株主還元方針

- 配当性向の段階的引上げ
将来的に配当性向30%を目途とすべく、段階的な引上げを実施
- 自己株式取得の更なる積極活用
1億株程度を目途とする自己株式取得をキャッシュ・フローの状況等に鑑み継続的に実施

3つのバランスを意識し高ROEを実現



構築」、すなわち連結純利益を3,000億円から4,000億円
のステージに引上げることを掲げ、達成しました。「Brand-
new Deal 2020」においては、その初年度となる2018年度
で一気に連結純利益5,000億円を達成しましたが、基礎収
益では4,720億円と5,000億円に届いていないため、まずは
5,000億円を基礎収益で安定的に稼ぐ収益基盤を構築し
た上で、更なる成長を図っていく必要があります。この5,000
億円という数字は、総合商社全体を見渡しても非常に高水
準の利益規模になりますが、一度達成したからには守るべ
き大切な数字になります。

当社はこれまで、景気変動耐性の高い非資源分野を中
心に強みを発揮し、収益力やキャッシュ創出力に磨きをかけ、
財務体質を更に強化してきました。その中でCITIC投資以
降、今後の更なる成長を考えると投資実績が少ないとの反
省が経営陣にあったのも事実です。ここ数年を振り返ると総
じて安定的に世界経済は推移していたため、M&Aの対象と
なる優良な投資案件数は少なく、買収価格も高い状況が続
いておりました。今後は強弱が入り混じる景況感が予想さ
れ、M&A対象となる優良な投資案件数が増えることが予想
されます。2019年度の「実質営業キャッシュ・フロー」が更
に伸長する見込みであることや2018年度の「株主還元後実
質フリー・キャッシュ・フロー」約3,000億円がバックスト
ップとしてあることを踏まえ、2019年度は、むやみにのれんを
積み上げないように投資の高掴みに留意する等、私が委員

長を務める投融資協議委員会でも十分な精査を実施する
一方で、タイミング良く成長投資を実行していく所存です。
すなわち、前述の株主還元と成長投資の双方を上手くバ
ランスを取りながら実施していく方針です。なお、先般の格
上げの実績が示す通り、財務体質強化には一定の目的が
立っていることから、現状のレベル感を意識しながら有利子
負債のコントロールを図っていきたいと考えております。

Q.4 成長投資の検討を行う場合に意識する資本コストに
ついての考えを教えてください。

A.4 資本効率向上と持続的な企業価値向上に繋がる
重要な指標と考えております。

私が、3つのバランスを意識し高ROEを実現することにこだ
わりを持っていることは、A.3で述べた通りですが、ROEが資
本コストをどれだけ上回るか、すなわち資本効率向上の観点
に加え、持続的な企業価値向上の観点から資本コストを低
減していく意識が大切だと考えています。当社が「資源のスー
パーサイクル」が終焉する前から、より安定的な非資源分野
に大きく舵を切り、収益力とキャッシュ創出力の強化に努め
ていることや積極的に低効率あるいはピークアウトした資産
の入替を推進していること等は、当社が資本コストを意識し
た経営を実践していることの証左です。振り返れば、当社は
経営改善が急務であった1999年度にリスクキャピタル・マ
ネジメントを導入し、株主資本コストを8%と設定しました。
その後、投資時にクリアすべきハードルレートは進化を遂げ、
現在は、約40の業種別のハードルレート(国別)を設定し、き
めの細かい管理を実施しています。更に、非財務資本の資本
コストに対する影響にも十分に留意する必要があると考えて
います。特にESGにおける環境(E)や社会(S)は勿論、ガバ
ナンス(G)の更なる強化は、将来的な成長阻害要因の軽減、
そして資本コストの低減に繋がる重要な議論です。例えば、
当社が、社外取締役比率を常に3分の1以上とし、取締役会
を「モニタリング重視型」へ移行した点や女性の社外取締役
を1名増員して2名とし取締役会の多様性を推進している点
は、資本コストの低減、更には持続的な企業価値向上に繋
がると考えております。

持続的な株主価値の追求

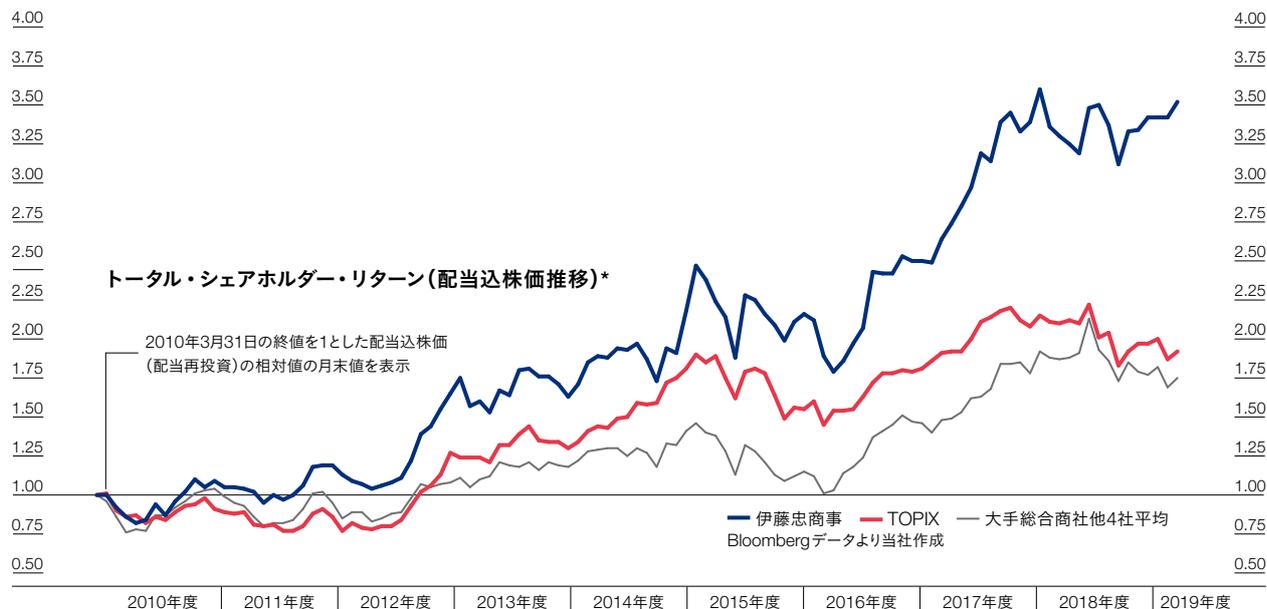
株価・PER・PBR・TSRの推移

株価：日次年平均

PER：(株価×自己株式除く発行済株式数÷連結純利益の当社公表予想)の日次平均

PBR：(株価×自己株式除く発行済株式数÷直近株主資本実績)の日次平均

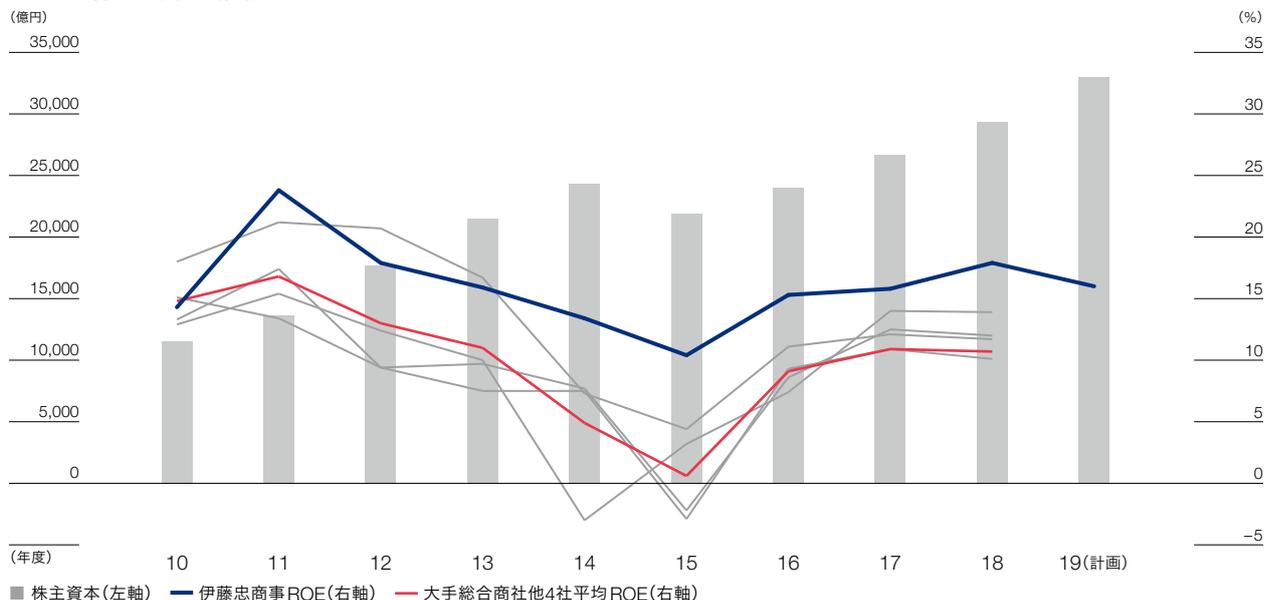
2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
株価 784円	株価 824円	株価 890円	株価 1,229円	株価 1,280円	株価 1,466円	株価 1,408円	株価 1,843円	株価 2,029円
PER 7.9倍	PER 5.5倍	PER 5.0倍	PER 6.7倍	PER 6.8倍	PER 7.1倍	PER 6.4倍	PER 7.2倍	PER 6.7倍
PBR 1.1倍	PBR 1.1倍	PBR 1.0倍	PBR 1.0倍	PBR 0.9倍	PBR 0.9倍	PBR 1.0倍	PBR 1.1倍	PBR 1.1倍



TSR*	過去1年	過去2年	過去3年	過去4年	過去5年	過去6年	過去7年	過去8年	過去9年
伊藤忠商事	0.8%	36.7%	61.9%	78.8%	99.6%	121.0%	188.6%	214.7%	242.2%
TOPIX	▲5.1%	10.0%	26.2%	12.5%	47.0%	74.3%	115.9%	117.2%	97.1%
大手総合商社他4社平均	0.6%	21.3%	58.6%	34.6%	52.0%	70.3%	75.8%	70.4%	77.0%

* TSR(トータル・シェアホルダー・リターン)：配当を再投資した場合の投資収益率

ROEと株主資本の推移



事業投資

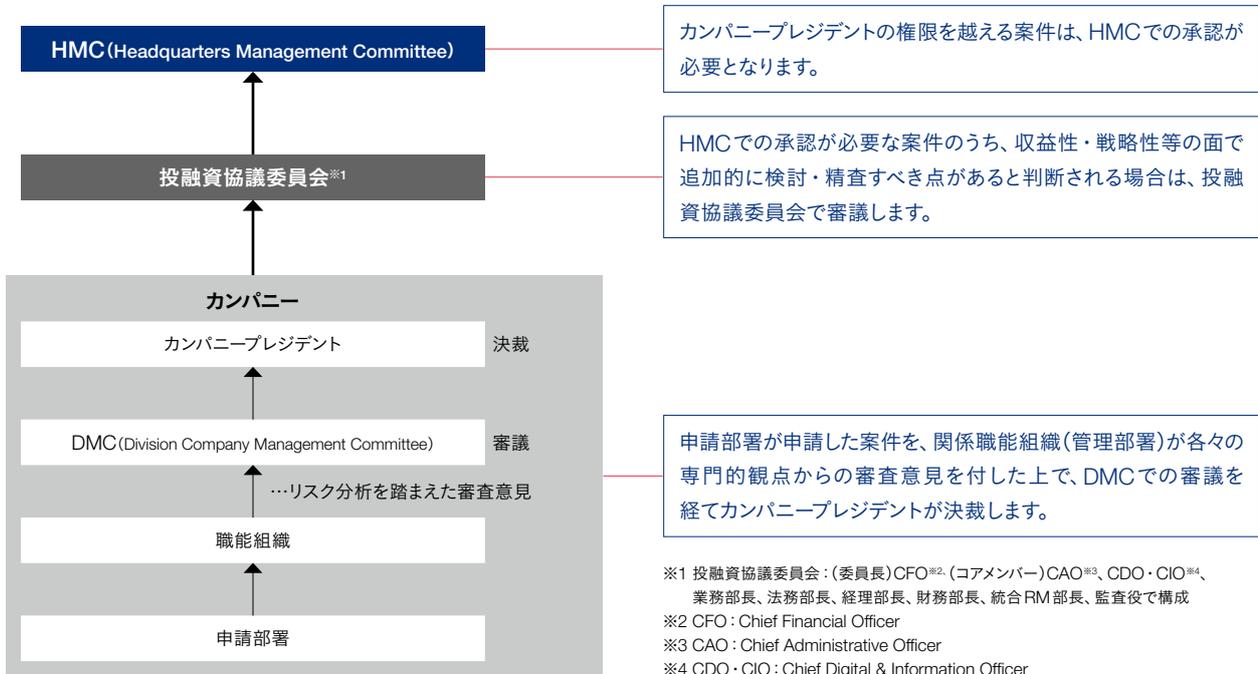
基本的な考え方

当社がビジネスを創造・拡大する際、業務提携と並び重要な手段となるのが事業投資です。当社単独で行う子会社の設立、パートナーとの共同出資、企業買収による経営参画・連結子会社化等の多様な手段の中から、戦略・目的に応じて最適な形態を選択します。投資は継続保有を原則とし、投資実行後は当社の機能をフル活用して投資先の企業価値の最大化を図り、トレード収益や配当等の収益を拡大しています。投資の大型化・買収価格の上昇もあり、事業計画・買収価格の妥当性精査を徹底しています。また、既存事業投資についても、事業収益の向上及び、低効率資産の早期EXITを図るため、EXIT条件の厳格化、定期レビューの徹底を中心にモニタリングを更に強化しています。



投資実行時の意思決定プロセス

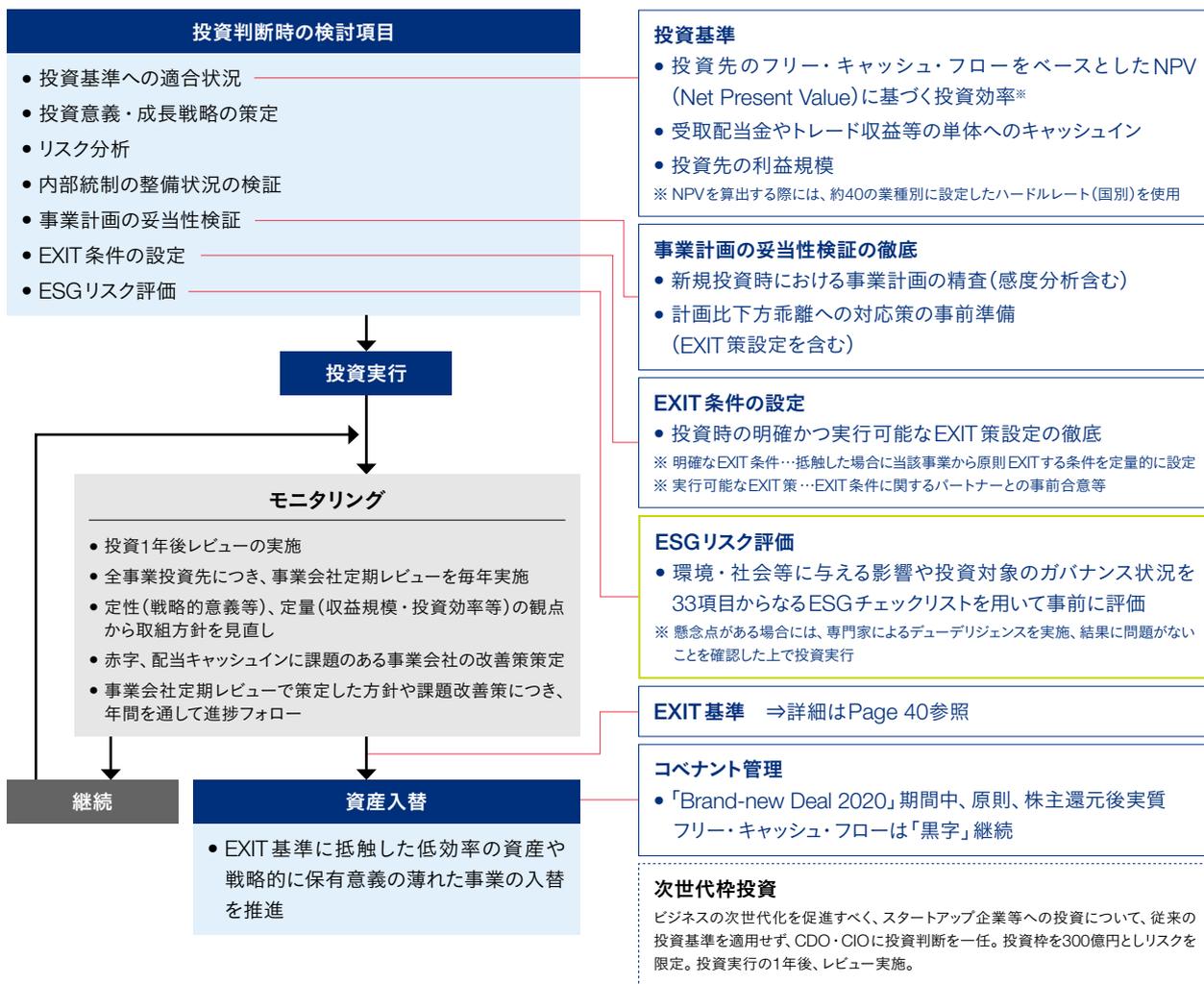
各カンパニーに裁量権を委譲し迅速な意思決定を実現する一方で、投資リターン追求、投資リスク抑制も図る重層的な意思決定プロセスを構築しています。



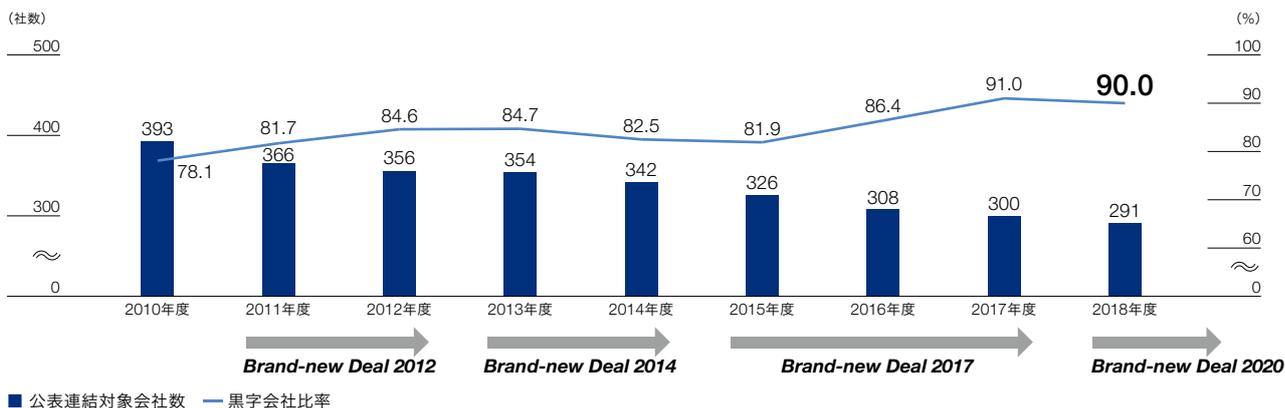
事業投資プロセス

「Brand-new Deal 2017」では、赤字事業撲滅に向けてEXIT基準の改定や事業投資管理の高度化を推進し、初の黒字会社比率90%台を達成しました。「Brand-new Deal 2020」では、従来の投資プロセスに加え、事業計画の妥当

性の検証徹底と孫会社のモニタリングを重点的に進め、リスク耐性が高い強固な収益基盤の構築と黒字会社比率の向上を図っていく方針です。

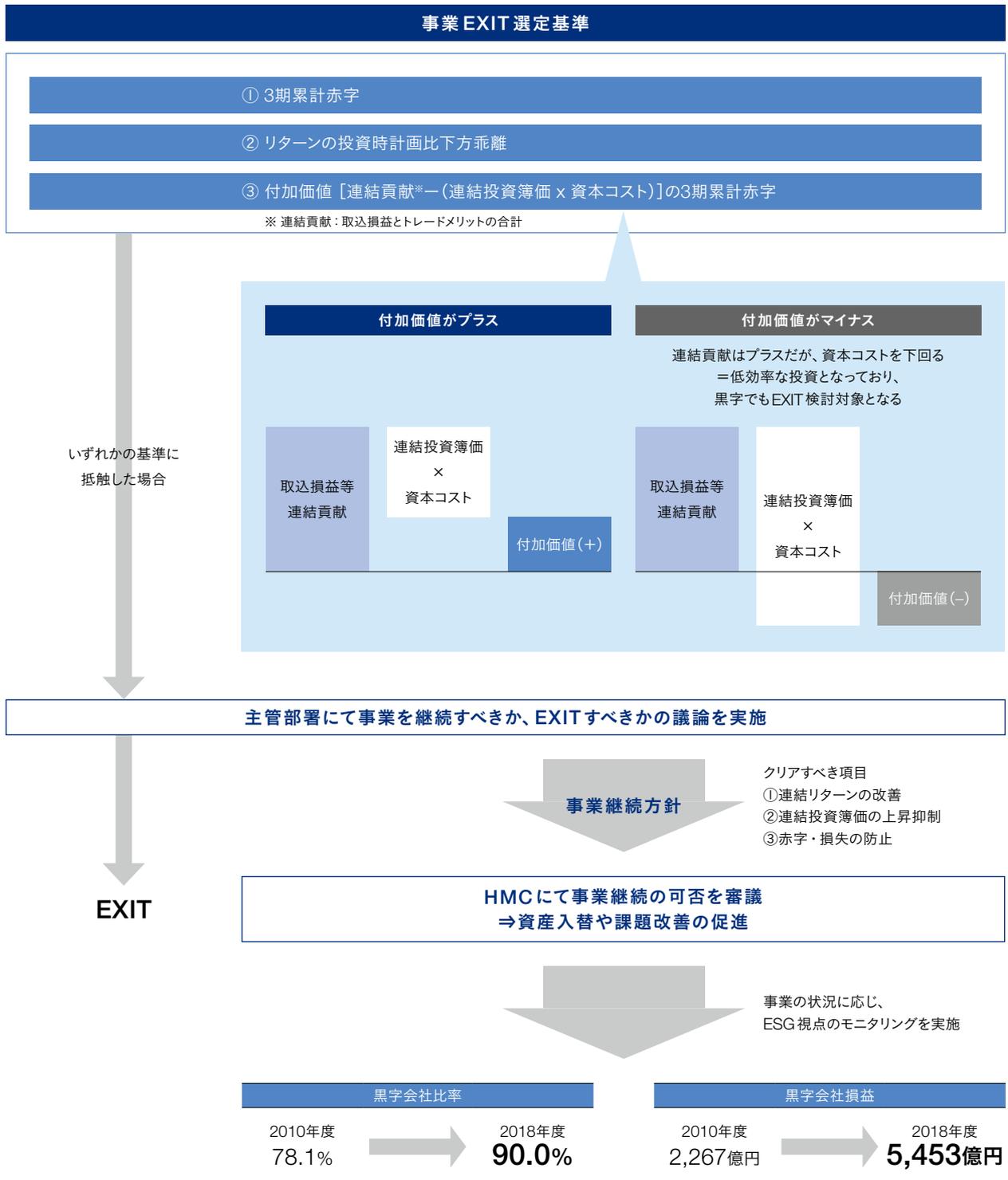


連結対象会社数及び黒字会社比率



「防ぐ」(事業投資管理)の高度化

投資時点の計画比で下方乖離していないか等の厳格なモニタリングや、黒字でも利益が資本コストを賄えない事業は整理・統合の検討対象とする等、資産入替や事業会社の課題改善に取り組んでいます。



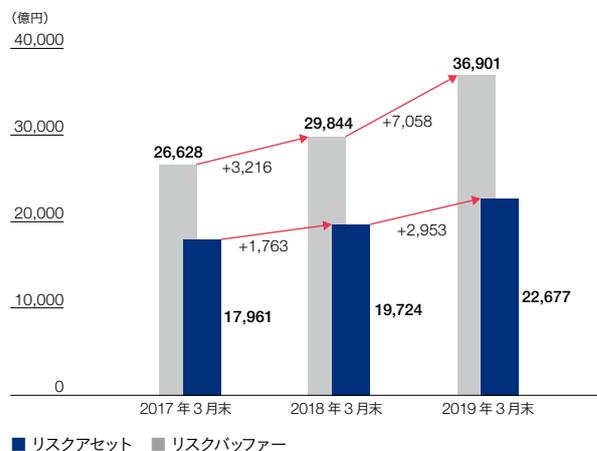
リスク管理

リスクキャピタル・マネジメントと集中リスク管理

リスクアセットを厳格に管理

当社は、投資を含むバランスシート上のすべての資産及びオフバランス取引において、将来発生し得る最大毀損額をもとに「リスクアセット」を算定し、リスクアセットをリスクバッファー（連結株主資本+非支配持分）の範囲内にコントロールすることを基本方針とした運用を行っています。今後、ビジネスの次世代化に繋がる投資を推進していく方針のもとにおいても、リスクアセットはリスクバッファーの範囲内で維持し、厳格なリスク管理と更なる財務体質の強化に取り組んでいきます。

リスクアセットとリスクバッファーの状況



連結ベースで管理すべき重要なリスク

当社グループは、その広範にわたる事業の性質上、市場における複合的なリスク、信用リスクや投資リスクをはじめ、様々なリスクに晒されています。これらのリスクは、予測不可能な不確実性を含んでおり、将来の当社グループの財政状態及び業績に重要な影響を及ぼす可能性があります。

当社グループは、リスク管理を経営の重要課題と認識し、当社グループにおけるリスクマネジメントの基本方針を定め、

必要なリスク管理体制及び手法を整備しています。具体的には、下記18のリスクを主要リスクと定義し、それぞれのリスク管理責任部署において連結ベースでの情報管理・モニタリング体制を構築し、これらのリスクに対処しています。また、管理体制等の有効性につき、社内委員会において定期的にレビューしています。

個別リスク項目(主要リスク)

	繊維	機械	金属	エネルギー・化学品	食料	住生活	情報・金融
1 コンプライアンスリスク	■	■					
2 法務関連リスク(コンプライアンスを除く)					■		
3 安全保障貿易管理に関するリスク							
4 関税関連リスク							
5 カントリーリスク		■		■			
6 商品価格変動リスク(特定重要商品)			■	■		■	
7 信用リスク			■			■	
8 投資リスク	■		■	■	■		
9 株価リスク							
10 為替リスク		■				■	
11 金利リスク							■
12 資金調達リスク							
13 情報システムリスク							
14 情報セキュリティリスク							■
15 労務管理リスク							
16 人材リスク	■						■
17 財務報告の適正性に関するリスク							
18 内部管理に関するリスク							

※ 上記は、2019年3月31日現在のディビジョンカンパニー及び取扱商品等をもとに作成。

組織資産

事業投資プロセスにおける職能組織の機能

当社のトレードと事業投資を両輪とするビジネスモデルを進化させる過程において、法務、リスクマネジメント、会計・税務、財務等の職能組織は、高度な専門性を磨き、ノウハウを蓄積してきました。また、職能組織は、営業組織を牽制する単なる「バックオフィス」ではなく、営業組織の「稼ぐ・削る・防ぐ」をサポートしています。当社ビジネスを展開する上で重要な事業投資の各プロセス(⇒Page 39)において、これら職能組織が果たしている機能の事例をご紹介します。

投資判断

カンパニー

カンパニー CFO



京田 誠

カンパニーCFOは総本社から派遣され、傘下であるカンパニーの経理、事業、リスクマネジメントの各部署を統括しています。投資申請時には、投資先の事業計画の妥当性やリスク分析等について投資基準をはじめとする各種社内基準に照らして事前に精査すると共に、申請部署に対して適切なアドバイスを行う等、牽制とサポートを実践しています。

職能組織：総本社

業務部



太田 頼子

当社の経営方針や経営計画等の企画・立案部署として全社的な役割を担い、また、取締役会・経営会議等の重要会議の運営も行っています。事業投資案件においては、経営方針との整合性の観点も含めて事前に審査し、また、会社として適切な意思決定が円滑に行えるよう、各案件における論点を整理し経営陣に説明する等、総合的な機能を発揮しています。

財務部



唯島 紫野

潜在的な事業投資対象案件の探索から投資実行まで、金融機関とのネットワークも活かしながらM&Aエグゼキューションを支援しています。申請部署と共に最適な買収スキームの構築や、マーケット目線でのバリュエーション検証、ファイナンスコストの低減等に取組みながら成長投資の着実な実行をサポートしています。

法務部



Grace Gentili

事業投資案件検討の初期段階から参画し、現場のニーズを踏まえたアドバイスを提供すると共に、時には申請部署と一緒に交渉の場に向き、相手方の法務担当との交渉で有利な条件の獲得といったことにも協力しています。投資先の法律、競争禁止義務、独占禁止法、コンプライアンス等の確認のみならず、申請部署への幅広いサポートを行っています。

経理部



渡辺 俊太

関連部署と連携を図りながら、当社グループにとって最適な投資形態とすべく、監査法人との協議も踏まえた会計処理方針や、本邦及び投資先の税制に則した最適なタックスプランニングを検討し、申請部署に提案しています。投資実行後は、連結決算手続きを適切に実施し、必要な法定開示対応を行っています。

サステナビリティ推進室



黛 桂子

CAO直属組織として、環境や社会に関わる一連のサステナビリティ施策を推進しています。すべての新規事業投資案件の申請時には、ESGの観点からの事前検証が義務付けられ、当室ではそれらを最新の情報を踏まえ審査し、協議意見やフォローポイントを提示、事業計画だけでなくESGの観点も含めた投資実行の決裁に繋げています。

統合RM部

投資に関する政策・制度の企画・運用部署として投資基準を制定・運用しています。投資検討時はカンパニーからの申請に基づき、統合RM部が全社的な見地から約40の業種別(国別)の資本コストを考慮したハードルレートを決定します。また、大型案件に関しては、全社的なリスク管理やグループ経営管理の観点より、案件内容の審査も行います。

投資実行

モニタリング

カンパニー

広報部



吉田 大介

新聞・雑誌・TV等のマスメディアをはじめステークホルダーの皆様向记者会見・HP等を通じてタイムリーかつ正確な情報開示を実施しています。また、取材対応等を通じたマスメディアとの双方向のコミュニケーションにより、事業投資案件への理解を深めていただき、企業価値向上を推進しています。

統合RM部



若松 俊夫

年に一度実施する全投資案件の網羅的レビューの統括を行います。レビューに際しては、EXIT基準の厳格適用のみならず、その時々々の経営課題を反映した切り口でのモニタリングを推進し、カンパニーCFO傘下組織等との徹底的な協議を通じて経営改善を図ります。当社の強みである高い黒字会社比率の維持・向上にも繋がっています。

IR室



阿野 藍子

ステークホルダーの皆様へ、適時開示や統合レポート等を通じ、情報発信を行っています。投資実行時には、タイムリーで分かりやすい適時開示を行い、事業投資案件の目的・戦略等について理解を深めていただくと同時に、マーケットからの声を経営陣にフィードバックすることで、更なる企業価値向上に繋がっています。

カンパニーCFO

申請部署のパートナーとして、投資実行時、投資後の経営管理、投資EXIT時とすべてのフェーズでサポート及び牽制を行います。非常勤監査役を務めること等による日常的なモニタリングに加え、毎年のレビュー時には統合RM部の指揮のもと、EXIT基準の抵触状況を踏まえて各投資案件の今後の方針や改善計画を申請部署と協議し、カンパニー方針を取りまとめます。