# The Story of Merchants

伊藤忠商事は1858年の創業以来、かつて初代伊藤忠兵衛が険しい峠を越えながら全国に商いの道を切り拓いていったように、幾多の困難を乗り越え160余年の歴史を刻んできました。その間、底流に流れ続け、自己変革の原動力となってきたのは、「世の不足をうずめる」商人としてのアイデンティティー、そして初代伊藤忠兵衛が大切にしてきた商いの哲学「三方よし」です。

# 「商人道」を貫き続けた

連結純利益の推移

1858

伊藤忠商事の主な出来事

#### 1858年 創業

初代伊藤忠兵衛、大阪経由、泉州、紀州へ初 めて麻布の持ち下りを開始。 1960

#### 1950~1960年代 国際化と総合化

非繊維の取扱比率をほぼ4割(1958年)にまで上昇させ総合化を推進。1960年代には、エネルギー・機械・物資関連プロジェクト、鉄鋼関連業務を拡充し「1兆円商社」に成長。

1970

#### 1970年代 資源開発・宇宙開発へ

宇宙開発、海洋開発、海外資源開発等の積極拡大方針を打ち出す一方で、日中国交正常化前に中国市場への復帰を果たす。1977年に安宅産業株との合併を通じて鉄鋼関連業

1980

#### 1980年代 情報通信事業を<u>積極推進</u>

円高基調の定着を受けて、国際化・グローバル化を推進。情報関連事業を積極推進する と共に、衛星事業へも参入。

#### 時代背景

1920年

第一次世界大戦後の戦後恐慌 第二次世界大戦

関東大震災 1929年

世界大恐慌

1939年

1079

1971年 ニクソンショック 1973年

第一次オイルショック

1970年代後半~80年代前半

商社冬の時代

第二次オイルショック

# 受け継がれてきた 商人魂

最高経営責任者在任期間 (1949年 伊藤忠商事㈱設立以降)



初代 伊藤 忠兵衛

"商売は菩薩の業、 商売道の尊さは、 売り買い何れをも益し、 世の不足をうずめ、 御仏の心にかなうもの"



二代 伊藤 忠兵衛

"屈すべきときに 屈しなければ、 伸びるときに 伸びられない"



伊藤 竹之助

"確実、迅速、簡明"



**小菅 宇一郎** 1949年~1960年

"伊藤忠経営の理想は 『乏しきは分かち合う』 という家族的共同社会を 狙うところにある"



**越後 正一** 1960年~1974年

"黒雲の後ろには、 太陽は常に輝いている"





1990年代前半 バブル崩壊 1997年 アジア通貨危機 2007年 世界金融危機

2011年 東日本大震災 2015年 資源パブル崩壊

**2020年** 新型コロナウイルス感染拡大



**戸崎 誠喜** 1974年~1983年

"不撓不屈の精神こそ、 現在我々に最も 要請されるものである"



**米倉 功** 1983年~1990年

"現状維持は、 すなわち、 これ脱落である"



**室伏 稔** 1990年~1998年

"Nothing is impossible (不可能なことは 何もない)"



**丹羽 宇一郎** 1998年~2004年

"清く、正しく、美しく"



**小林 栄三** 2004年~2010年

"Challenge, Create, Commit"



**岡藤 正広** 2010年~

社長COO **鈴木 善久** 2018年~

#### The Story of Merchants

をグループ企業理念に定め、改めて企業価値の持続的拡大に向け、歩み始めました。きた当社は、初代伊藤忠兵衛の座右の銘をルーツとする近江商人の経営哲学「三方よし」強みを蓄積してきました。近年、足場を固めながら一つひとつ潜在する強みを解き放って強藤忠商事は、初代伊藤忠兵衛の商人魂の継承と実践を通じ、独自の企業文化を醸成し、

# 歩み続 けた



#### 信用を重んじる商人

近江国(現在の滋賀県)は、大阪や江戸といった商いの中心 地から離れた地にありました。日本の大動脈であった東海道 と中山道が交わる近江から、天秤棒を担ぎ遠隔地に赴いて商 いを行っていたのが近江商人でした。サンプルを見せながら 商談を行い、現物は後日、遠方から送り届ける商いであった ため、彼らは何よりも「信用」を重んじました。信用を重んじる 経営哲学は、歴代の経営者に受け継がれていきました。各事 業年度の目標必達を目指す現在の「コミットメント経営」も同 様です。事業年度ごとに「有言実行」を着実に積み重ねてい き、資本市場の信用を勝ち得ることなしに、長期的な経営は できないという考えがその背景にあります。



滋賀大学経済学部附属史料館提供

近江国に本店を置き、天秤棒を担ぎ、他国へ行商していた商人を近江商人 といい、初代伊藤忠兵衛は麻布の持ち下り(関西から全国各地に行商する こと)で商いをスタートしました。

#### 倹約を怠らない商人

1872年に定めた「店法(たなほう)」には、「質素倹約を重んじ、勤勉であるべき」という主旨の言葉が刻まれています。例えば、使用床面積に応じた使用料(事務所家賃)を会社に支払う等、組織ごとの独立採算制が既に戦後に導入されていたことが記録に残る等、徹底した倹約もまた、創業以来の伝統です。持ち下りの商いは薄利多売であったことに加え、祖業である繊維では、重厚長大型のビジネスとは対照的に銭単位で利益を積み上げていく必要があったため、まさに歴史的必然といえます。そして現在も、当社グループ全体で継続的に取組む「削る」や最小限の投資によって最大の効果を狙う経営姿勢として受け継がれ、9割程度を誇る圧倒的な黒字会社比率や連結純利益の持続的な拡大、業界トップクラスの資本効率に繋がっています。

#### 「積極・機敏・合理」を継承する商人

初代伊藤忠兵衛は、極めて先進的な考え方を持った経営者でした。「店法」には、会議制度、洋式帳簿の導入、学卒者の採用、運送保険の利用等が明文化され、旧弊を打ち破る先駆的な経営手法を導入していきました。

常識に拘泥することなく、また流行に流されることもなく、自身の商人の嗅覚を頼りに本質を洞察し、合理的であると判断した際には積極的に導入する「積極・機敏・合理」の経営哲学もまた、時代を超えて受け継がれています。2013年頃には資源のスーパーサイクルの終焉を予見し、いち早く強みを持つ非資源分野の強化に傾注していったことはその一例です。また、健康経営をはじめとする人材戦略、コーポレート・ガバナンスにおける指名・報酬制度の設計、あるべき論の長期経営計画は策定しないこと等、「企業価値を持続的に向上させていく上で合理的かどうか」を基準とし、導入の是非を判断しています。

#### 「三方よし」を不変の価値観とする商人

近江商人の商いの哲学「三方よし(売り手よし、買い手よし、世間よし)」のルーツとなったのは、初代伊藤忠兵衛が残した座右の銘「商売は菩薩の業、商売道の尊さは、売り買い何れをも益し、世の不足をうずめ、御仏の心にかなうもの」であると言われています。他国で商いをする近江商人は常に「他所者(よそもの)」でした。遠隔地で経済活動を継続的に許されるためには、常に謙虚に地域社会への貢献にも努める必要があり、商人として相手が喜ぶことを第一に考える「先義後利」の精神が、自然と育まれていきました。また、「店法」には利益を本家・店積立・店員に均等に配分する「利益三分主義」も定められていました。このように「社会の公器」として、ステークホルダーと利益を一致させ、創出した利益を分かち合う現代のCSV(Creating Shared Value)にも通じる「三方よし」の基本思想は、日々の商いを実践していく上での不変の価値観として、底流に流れ続けました。

現在、第4次産業革命とも評されるデジタル化への対応や 新型コロナウイルスとの共生が求められる中で、当社の対面 業界でもかつては予想できなかった変化が起こっています。そ うした経営環境を乗り越えていくためには、「伊藤忠らしさ」 として、誰もが共感できる価値観を打ち出し、当社グループ全



体の結束力を更に高める必要があります。このため、2020年 4月に当社グループは160余年の持続的な発展の指針として 受け継がれてきた「三方よし」に企業理念を改訂し、コーポ レートメッセージとしてきた「ひとりの商人、無数の使命」を企 業行動指針に位置付けました。

社員一人ひとりが自らの商いにおける行動を自発的に考えることにより、持続的な企業価値向上と社会課題の解決を同時に実現していきます。

#### 商人道と繋がる強みの源流

不変の価値観に基づく一貫した企業行動は、やがて独自の強 みに繋がっていきました。高度経済成長期の産業構造の変化 に歩調を合わせ、当社も非繊維分野の拡大を通じ総合化を 果たしました。一方、その時期は財閥系大手商社とは異なり、 国や重厚長大型産業とのパイプがまだ乏しかったため、当社 は源流に近い衣食住を中心とする非資源分野で強みを蓄え ていくことになりました。大店で商いを行う大阪や江戸の商人 とは違い、近江商人は自らの足で商いを開拓する必要があっ たため、開拓者精神と個人が自らの裁量で商いを切り拓く自 立心、すなわち「個の力」を養っていきました。総合化を実現 した後も、特に商いが小規模で顧客数が多い衣食住の分野 で商いを積み重ねていくために「個の力」により一層、磨きを かけていきました。1972年には、大手総合商社として初めて 中国から友好商社に指定され、将来の巨大消費市場に橋頭 堡を築き上げました。改革開放政策のもと、経済発展を続け る中国との関係性の構築に努めながら、人的ネットワークや 事業基盤の拡充を進めてきました。

#### The Story of Merchants

#### 不断の自己変革で 積み重ねていった総合力

商流の「川中」に軸足を置く総合商社は、売り手の意向に影 響を受けます。特に製造メーカーが自社販売に切り替える、 「中抜き」の脅威に晒される宿命にあります。1960年代の 「商社斜陽論」、1970年代後半~80年代前半の「商社冬の 時代」等、幾度となく存在意義を問われてきましたが、自身の 形態を柔軟に変えながらそうした逆風を乗り越えていきまし た。資源や製品原料等の安定確保に向けた川上への進出や、 ファミリーマートへの投資に代表される川下の消費者接点へ の進出等も、すべてこの文脈で捉えることができます。こうした バリューチェーンの垂直方向への進出に加え、1970年代の 繊維のブランドビジネスへの進出に代表される付加価値を追 求したビジネスモデルの進化等を、事業投資を絡めながら面 的・連鎖的にビジネスを創造し、総合力を蓄積していきまし た。初代伊藤忠兵衛は「世の不足をうずめる」、現会長CEO の岡藤は「盆の形が丸になれば自身も丸に、四角になれば四 角になる水のようなもの」と当社を表している通り、当社の総 合力は世の求めに対する商人としての嗅覚がもたらしてきた 自己変革の積み重ねの結果といえます。

#### 「欅」を繋ぎながら 160余年の歴史の真価を引出す

1990年代後半の当社は、膨大な不良資産を抱え、存続の危機に直面していました。当時の丹羽社長の「20世紀に起きた問題は20世紀中にけりをつける」という強い決意のもと、1999年度の総額4,000億円に上る損失処理をはじめ、低効率・不採算資産の処理を断行していきました。更に、新たな経営手法であるリスクキャピタル・マネジメントを導入し、高効率資産への入替を進めていくと共に、「A&P戦略」のもと、経営資源を衣食住を中心とした強みを持つ領域に効率的に投下していきました。その後、非資源分野の強みを解き放つべく、「経営の襷」を繋いでいくことになります。

財務体質の強化

1998年度末

NET DER 13.7倍

ネット有利子負債 約4.2兆円

2010年度末

NET DER 1.46

ネット有利子負債 約1.6兆円

# 商社は水

#### 受け継いできた「強み」

#### 個の力

単体従業員1人当たりの連結純利益

1.2億円(2019年度)

大店を持たず自ら商いを開拓してきたDNAと顧客数が多い 非資源分野に軸足を持つが故に自然と「個の力」が強みに なっていきました。

# 非資源分野の収益力

// 英篇// J 5/13 m // D

3,783億円(2019年度

繊維を祖業とするため、消費者に近い生活消費関連を中心と する非資源分野に強みを発揮しています。

#### 総合力と自己変革力

黒字会社比率

88.6%(2019年度)

分野分散が効いた事業ポートフォリオにおいて、総合商社とし て培ってきた様々な機能や経営ノウハウを駆使し、ビジネス間 シナジーを発揮することで、強固な収益基盤を構築しています。

#### 中国・アジアでの経験と実績

中国進出の年

1972年

1972年に越後社長 (当時)を団長とする ミッションが中国を訪 問し、生活消費分野の 将来性を確信し、いち 早く中国市場に挑戦し ました。



総合商社である当社の自己変革力を表現しています。四角になれば四角になる水のようなもの」という言葉で現会長CEOの岡藤は、「盆の形が丸になれば自身も丸に、

#### 「Brand-new Deal」戦略における着実なステップ

2015年度

中国・アジアへの布石 → 総合商社 10.1の連結純利益

2014年度

非資源分野の収益力を強化 ➡ 非資源分野 NO.1

2011年度

個の力を解き放つ → 生活消費分野 №0.1

続く小林社長は、効率性を追求する「守り」を堅持しながらも、資源ブームの追い風を確実に掴み、利益を積み上げ、「攻め」のための素地を固めていきました。そして、2010年に就任した岡藤社長(現会長CEO)の役割は、二人の経営者が示した道筋を飛躍的に進化させ、商人としての強みの真価を最大限に引出すことでした。2011年度以降、「Brand-new Deal」戦略のもと、目標を一つひとつ達成していくことになります。

#### 強みの真価を解き放つ3つのステップ

「Brand-new Deal 2012(2011~2012年度)」では、現場主義の徹底と「稼ぐ、削る、防ぐ」を商人の基本として定め、それまでの「守り」に過度に偏重した仕組みを改め、「個の力」の潜在力を最大限に引出すための様々な社内改革を実施してきました。社内会議や資料の削減、現場主義の徹底、「朝型勤務」の導入へと深化させながら、現在の業界トップクラスの労働生産性に繋げていきました。

続く、「Brand-new Deal 2014(2013~2014年度)」では、実行済みの大型投資からの収穫と既存ビジネスの収益性向上を推進すると共に、投資基準の見直しを通じ、総投資額の8割弱を非資源分野に投下することで、その収益力の強化を徹底的に図りました。継続的な「稼ぐ、削る、防ぐ」によって、現在の当社事業ポートフォリオは幅広い地域・業種に分散され、黒字会社比率が9割程度という安定的なキャッシュ創出力に繋がっています。

3つ目のステップとなった「Brand-new Deal 2017 (2015

~2017年度)」では、毎期の確実な利益成長に加え、より長期的な視座での布石を打っていきました。CPグループに続き、約6,000億円という当社最大規模の投資額をCITICに投じ、中国・アジアという世界最大の消費市場における強みを一層強化していきました。

2011年度に「生活消費分野 No.1」、2014年度に「非資 源 No.1商社」、2015年度は上位商社が資源価格の大幅な 下落の影響を受ける中、分野分散により景気変動耐性のあ る収益基盤が真価を発揮し「総合商社No.1の連結純利益」 を達成しました。更に2018年度には、連結純利益5.000億 円の大台を初めて突破する等、過去からの強みに強みを積み 重ねながら着実にステップアップしてきました。この間の当社 の経営方針は、「攻め」に大きく舵を切ったと理解されるかも しれませんが、それは正しくありません。非常に苦しかった 1990年代後半の教訓を忘れることなく、かつてないほどリス クを厳しく見定めながら慎重に前進しています。中期経営計 画「Brand-new Deal 2020」では次のステップとして、これま で磨き上げてきたリアルビジネスをバージョンアップすべく、商 品基軸から「マーケットインの発想」への転換等を推し進めて きました。その結果、2019年度は連結純利益をはじめとする 定量面で過去最高の成果となり、「Brand-new Deal 2020」 を1年前倒しで達成することができました。

2020年度は、未だ収束の見通しがつかない新型コロナウイルスによって、世界経済は混迷を深めています。当社グループは「三方よし」の精神を改めて心に刻み、予断を許さない経営環境に備え、その先の飛躍に向けた布石を着実に打っていきます。

#### 対談

# 「三方よし」と伊藤忠商事

当社グループが2020年4月に新たな企業理念として定めた「三方よし」の源流や現在の当社の経営方針との共通性、ESGの重要性が高まる中での今後の経営における「あるべき姿」等について、近江商人研究の第一人者である宇佐美教授に、小林CAOがお聞きしました。



小林: 今年の4月1日より、当社グループは「三方よし」を企業理念として掲げています。この企業理念の改訂にあたっては、近江商人研究の第一人者である宇佐美教授に調査・実証していただき、「三方よし」の精神は、初代伊藤忠兵衛の商売観である「商売は菩薩の業、商売道の尊さは、売り買い何れをも益し、世の不足をうずめ、御仏の心にかなうもの」が起源であるとの教授のご見解を、根拠とさせていただきました。「三方よし」という言葉について、改めて教授からご説明いただけますでしょうか。

字佐美: まず、「三方よし」は、近江商人研究者によって後から作られた造語であり、初代伊藤忠兵衛が「三方よし」という言葉そのものを生み出したわけではないということを、明確にしておく必要があります。また、「三方よし」は、「売り手よし、買い手よし、世間よし」として広く世の中に認識されていますが、「売り手によし、買い手によし、世間によし」と「よし」の前に「に」が入るのが、日本語として正しいと思います。近江商人史において、「三方よし」の表現が使われ始めたきっかけは、1988年に滋賀大学教授であった小倉榮一郎氏が、その著書である『近江商人の経営』の中で、近江商人にとっての商売の哲学が「三方よし」であると記述したことでした。そうした哲学を代表する経営者の言葉として例示されたのが、初代伊藤忠兵衛の「商売は菩薩の業、商売道の尊さは、売り買い何れをも益し、世の不足をうずめ、御仏の心にかなうもの」なのです。

**小林**:現代では「三方よし」は誰もが知る言葉となっていますが、その起源は明確には認知されていないのではないかと思います。

宇佐美:「三方よし」の起源は諸説ありますが、その一つとされ ている中村治兵衛家の家訓の中には、「売り手によし、買い手 によし、世間によし」の表現は見当たりません。「売り手によし、 買い手によし、世間によし」にあたる記述が登場するのは、あく まで初代伊藤忠兵衛の言葉が最初なのです。近江商人は往 路で上方(京都や大阪等の近畿地方)や近江の商品を他国に 販売する「持ち下り」商い、復路で他国の特産物を購入して上 方・近江で販売する「のこぎり商い」という商い方法を実践し ていました。やがて他国の特産物を出店を通じて地域間で売 買する「諸国産物廻し」も行うようになりました。彼らは他の地 域では「他所者(よそもの)」ですので、必然的に地域に根ざし た商いを心掛ける必要がありました。こうした近江商人独自の 商売のスタイルを長年続ける過程で到達した精神が「三方よ し」の源流にあり、それを最初に明確に言語化したのが、初代 伊藤忠兵衛です。日本で「三方よし」を「創業の精神」とまで 言い切れるのは、初代伊藤忠兵衛を創業者に持つ伊藤忠商 事と丸紅だけではないでしょうか。

小林: 有難うございます。バブル経済が崩壊して以降、日本 企業は欧米の株主資本主義の思想や制度を、疑問を抱くこ



今の時代を前提に、「三方よし」をどのように捉え、 実践していくかが、 今後は重要になるかと思います。

滋賀大学 名誉教授

#### 宇佐美 英機

1951年、福井県生まれ。滋賀大学経済学部附属史料館元館長。近江商人の経営・社会活動等の研究家として著名。主な著書は、『初代伊藤忠兵衛を追慕する』(清文堂出版)、『近世風俗志(守貞謾稿)』(校訂、岩波文庫)等。

となく取り入れてきました。かつては、企業は株主のものであり、企業は株主利益の極大化のために行動すべきという考え方が浸透していましたが、株主利益の追求だけでは企業の持続性は確保できないという認識が機関投資家や財界のリーダーたちに広がっていった結果、SDGsやESG投資の潮流に繋がっていきました。SDGsやESGで提唱されていることは、「株主利益の最大化を目的とするだけではなく、その他の人々の利益も拡大し、世の中の発展に寄与すべき」ということですが、これは初代伊藤忠兵衛の言葉と完全に一致する考え方だと思います。初代伊藤忠兵衛の精神を受け継ぐ当社の企業活動は、「御仏の心にかなう」、現代風に言い換えますと、広く「世間」に対して利益をもたらす使命があるということになります。

宇佐美:「利益三分主義」には、近江商人の「世間」に対する 利益還元の考え方が色濃く出ています。卸商である近江商人 のお客様は小売商ですが、小売商の先、つまり商品を購入す るその地域の人々の生活が安定しないと商売が長続きしない という考えから、商圏の人々が生活を維持できるように目配り をしていました。特に、人に知られずとも日常的に善行を施す 「陰徳善事」を当然の考え方としていたのが特徴的です。天災 発生時の救済はもとより、地域社会の困窮者を救済するた め、あえて不急である蔵や屋敷を建てて雇用の場を設ける 「お助け普請」等は、まさに「世間よし」を体現していた例です。 フリードマン流の新自由主義思想のもとで、利潤の極大化を 追求することをよしとしてきた欧米の経営と、相互扶助を前提 とした共同体の平和を重んじてきた近江商人では、利益観が 明らかに異なっていたのです。また、「社員も共同経営者で ある」という考えは、新自由主義の観点からは否定されがちで すが、歴史的・文化的な背景に応じて、最適な価値観を醸成 することの方が大事だと思います。

小林:「利益三分主義」は、会社と社員、株主等の資金提供者、お取引先や社会と価値を分かち合おうとする現在の当社の経営の考え方と一致していますね。例えば、当社が「株式報奨制度」を通じて、社員の経営参画意識の向上を図っている点も符合していると感じます。

宇佐美: 近江商人が相手にしたのは、縁で結ばれた特定少

数の共同体である「世間」でした。一方、現代の企業が相手 にするのは、不特定多数の自立した個人が作り上げる「社会」 であり、直接の取引がないところにまで利益分配の対象範囲 が拡がっています。より広い「社会」にまで利益を分配しようと するならば、より多くの利益を追求しようとすること自体は否 定されるものではありません。但し、利益を追求する際に忘れ てはならないのは、「利益のために利益を追求してはならな い」、言い換えれば「誠実な商い」を行う必要があるということ です。近江商人の間では、仮に売値が後に悔やむほどの安値 であったとしても、お客様の望みがあれば売り惜しみなく売る ことがお客様の信用に繋がり、それが長期的に見ると利益の 拡大をもたらすとされ、「売りて悔やむこと商人の極意」と伝え られてきました。初代伊藤忠兵衛が行った現金取引も、買い 手である小売商に自身の資力に見合った商品の購入をしても らうことで、小売商が無駄な在庫を抱える等の不利益を被る ことがないようにするのが目的であり、お客様のことを配慮し た「誠実な商い」の一つだと思います。お客様の信用を得て長 い信頼関係を結びながら永続的に利益を上げ、得た利益を 世間に対して分配する「利益三分主義」は、現代社会におけ るSDGsに近い概念だと思います。

小林: 今の教授のお話にも出てきた「信用」も、当時の近江商人と現在の当社に共通するキーワードだと思います。初代伊藤忠兵衛が始めた麻布の天秤棒での「持ち下り」は、商品サンプルを見せて注文を取り、産地から商品を届けた後で料金をいただくというもので、一連の商いのどこか1点でも信用を損なえば成り立たない商売だったと考えています。時代は変わりましたが、当社は現在も「コミットメント経営」という形で、毎期の目標達成を追求しています。これは中長期的なビジョンやそれに基づく当社の経営に対してご信頼を得るためには、まずは株主の皆様をはじめとするステークホルダーの信用を毎期しっかりと積み上げていくことが欠かせないという考えによるものであり、当時の考え方とも一脈通じていますね。

字佐美: 近江商人には「商いは牛の涎(よだれ)のごとく」という言葉がありました。これは、一代で財をなすより、数代にわたって商売が継続する方をよしとする考え方です。近江商人の番付表が残っていますが、それを見ると、最上位に評価され



ているのは何代にもわたって商売を継続している名家で、一代だけでいかに利益を上げて大きな商家になったとしても、それが継続されなければ評価されていません。商売の手法や取扱う商材、社会構造がいかに変わろうとも、何代にもわたって家訓や「店法(たなほう)」で「三方よし」の精神と質素倹約、そして信用を重んじる精神性を伝承していった商家が、先代の信用をもとに商いを細く長く行っていき、その地域で持続的に発展していくことができたのです。

小林: 商売を長期的に継続している家を名家と評価する考え方は、現代のサステナビリティを重視する企業評価基準に通じていると思います。つまり、本日お話を伺ってきましたように、近江商人の精神を集約した「三方よし」は、世界最先端の経済的価値観を端的に表した言葉であり、今回、当社が「三方よし」をグループ企業理念としたことは、こうした社会的な潮流とも見事に合致していると考えています。当社では、歴代の経営者が皆「三方よし」の精神を一貫して体現してきましたし、社員一人ひとりの心の中にも落とし込まれています。それが世界中で求められている企業のあるべき姿勢と合致するということは非常に誇らしいことだと思っています。

字佐美: 今の時代を前提に、「三方よし」をどのように捉え、 実践していくかが、今後は重要になるかと思います。伊藤忠商 事は、どのような未来を描こうとしているのかを、より明確にし ていく必要があるのではないでしょうか。「総合商社トップを 目指す」というのも社員の大きなモチベーションにはなります が、それを達成した先に、「社会の公器」としてどのような企業 像を目指していくのかを明確化することも、強い動機付けになると思います。取引先に限らず、世界中の様々なステークホルダーに目配りをした経営や社会貢献をしていく必要がある中では、企業行動指針の「ひとりの商人、無数の使命」のもと、自らの置かれた立場で、どのような良い未来を創造しようとしているのか、社員一人ひとりが自分の使命を想像していくことが必要だと考えています。「三方よし」の精神を揺るぎない行動規範として守りつつも、時代に合わせて修正しながら、その継続的な実践に励んでいただくことを期待しています。

小林: 私は、今回のコロナ禍で、企業理念は最も苦しい時に 社員が寄り添えるものであるべきということを実感しました。 新型コロナウイルス感染拡大の影響により、突然の在宅勤務 になった社員や、現場の一線に立つ社員の精神的な支柱と なったのは、企業理念「三方よし」と企業行動指針「ひとりの 商人、無数の使命」であったと思います。「三方よし」を継承す る者として一人ひとりに求められるミッションを遂行せよ、とい うことで非常に分かりやすく普遍的なものであるが故に、この 企業理念と企業行動指針が、会社や家族、お客様を守る際 に、社員が自らの力で考え、自分の使命をしっかりと果たして いく上で、拠り所にもなっていると考えています。

企業理念を改訂したことで、改めてサステナビリティの観点から社員が「三方よし」の意義を認識することができたものと思います。きっかけを与えてくださった宇佐美教授には改めて感謝申し上げたいと思います。本日はお時間をいただき、有難うございました。

今回のコロナ禍で、 企業理念は最も苦しい時に 社員が寄り添えるものであるべき ということを実感しました。

代表取締役 専務執行役員 CAO 小林 文彦

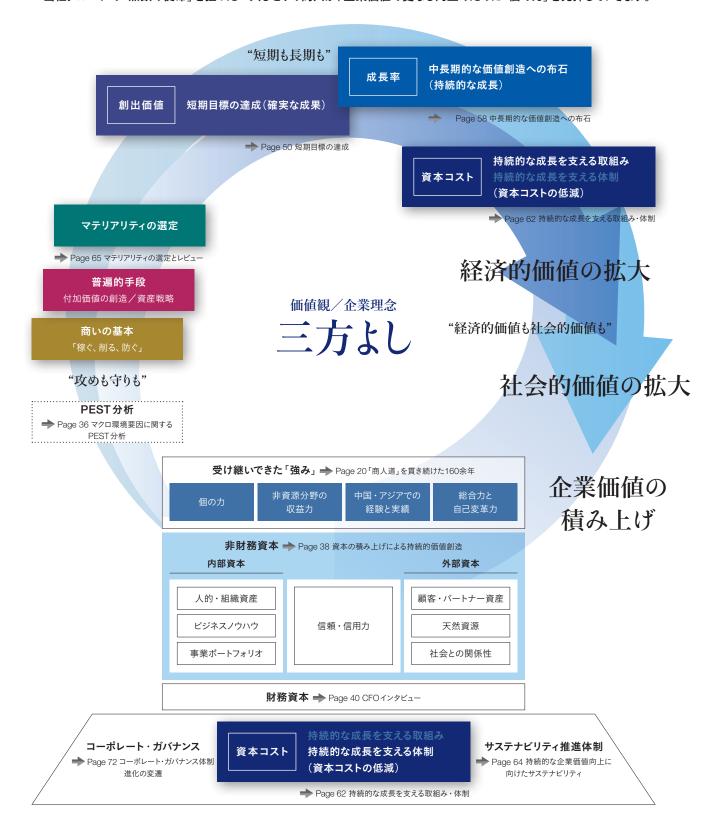


#### 「商人型」ビジネスモデル

## 「何れか」ではなく、「何れも」追求

160余年受け継がれてきた、商人としての不変の価値観「三方よし」を中心に据え、短期目標と中長期的な布石、経済的価値と 社会的価値の「何れか」ではなく、「何れも」追求していく方針です。

当社グループの「無数の使命」を担った一人ひとりの商人が、企業価値の更なる向上のために「個の力」を発揮していきます。



#### ビジネスモデルの解説

企業価値の向上を目指すためには、経済的価値と社会的価値の「何れも」拡大していく必要があります。具体的には、「創出価値の拡大」(短期目標の達成)及び「成長率の向上」(中長期的な価値創造への布石)を志向し、「資本コストの低減」(持続的な成長を支える取組み・体制)を図ることで、持続的な価値創造の原動力である「資本の増強」という好循環を実現していきます。

短期目標の達成 (確実な成果)

創出価値 ▲

#### 企業価値 ↑

持続的な価値創造の原動力 (資本の総和)

#### 資本コスト ↓

持続的な成長を支える取組み・体制 (資本コストの低減)

#### 成長率 ↑

中長期的な価値創造への布石 (持続的な成長)

#### 商人としての「商いの基本」と「普遍的手段」

#### 商いの基本

#### 稼ぐ

世の中の変化や顧客のニーズ等に合わせ 「商い」を工夫する

#### 削る

費用対効果に合わない経費、 無駄な会議や書類等を削減する

#### 防ぐ

貸倒損失や減損損失等の 水漏れを防止する

#### 普遍的手段

#### 付加価値の創造

総合商社ならではの機能を駆使し、顧客視点、「マーケットインの発想」に立脚した付加価値を継続的に創造し、商権の安定化やトレードの拡大、投資先を含むビジネス全体の価値向上に努めています。

#### コーディネーション

伝統的な商社機能のみならず、当社の顧客・パートナー資産を 活用し、最適な販売方法の模索や販路・調達先の開拓等、顧客 のあらゆるニーズに対応し、トレードの拡大を目指します。

#### 事業経営の進化

総合商社として培ってきた様々な機能、経営ノウハウ等を活用する と共に、事業会社の経営統合や連携を主導し、投資先の競争力 強化を実現します。

#### ビジネス間シナジーの創出

当社グループの経営資源を最大限に活用することにより、既存ビジネスあるいは事業会社間でシナジーを最大化し、グループ全体の企業価値向上を図ります。

#### 資産戦略

事業投資の戦略的な重要性が高まる中、当社が強みを持つ領域 への投資を重視する一方で、リスク管理の徹底や資産効率の追求 を伴う資産戦略を構築し、着実な実行を図っています。

#### 強みを持つ領域への投資

生活消費関連を中心とする非資源分野や、中国・アジア等の強みを持つ領域への投資を重視し、競争優位の一層の強化に努めています。

#### リスク管理

「リスクアセット」を用いたリスクの総量管理、資本コストに基づく ハードルレートを用いた投資評価により、案件ごとのリスク管理を 行う等、事業を取巻く多岐にわたる様々なリスク要因を分析し、 コントロールを実施しています。

#### 資産効率の追求

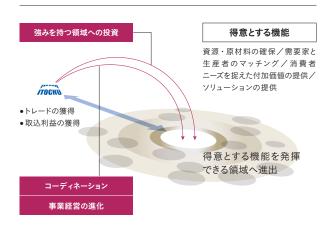
収益規模や投資効率、戦略的意義等の観点から低効率資産と 判断された案件についてはEXITを実行し、資産の効率性向上と キャッシュ創出力の強化を図り、フリー・キャッシュ・フローの最大 化を目指します。

#### 事業展開で見るビジネスモデル

# 「面」の拡大と絶え間ない「バージョンアップ」

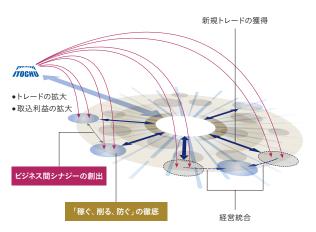
得意とする機能を発揮し連鎖的に「面」を拡大すると共に、既存ビジネスの掛け合わせ、「マーケットインの発想」への転換、 新分野への投資等を通じ、ビジネスモデルのバージョンアップを続け、「新たな商社像」を追求し続けています。

#### 得意とする機能を 発揮できる領域へ進出



既存ビジネスとのシナジーの創出やリスクコントロールが可能な領域を絞り 込んだ上で、トレードや投資等により、新たなビジネスやマーケットに進出 します。

# マーケットポジションの確立と 面的・連鎖的なビジネスの創造

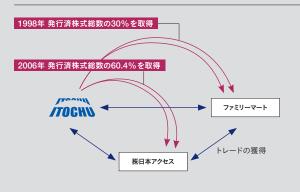


進出後は、次の展開を視野に入れ、ビジネスノウハウの蓄積を図ると共に、 経営資源を駆使し付加価値を創造しながら、投資先の企業価値向上とマーケットポジションの確立を図ります。その後は継続的に、「稼ぐ、削る、防ぐ」 の徹底、新規トレードの獲得、ビジネス間シナジーの創出、事業再編等を 通じて、面的・連鎖的にビジネスを創造していきます。

#### CVS(コンビニエンスストア)事業における実例

#### 消費者接点の獲得

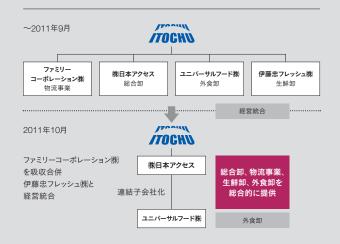
1998年、当社はファミリーマートの発行済株式総数の約30%を取得し、初めて本格的な小売事業への参入を果たしました。2006年には、食品総合卸の㈱日本アクセスを連結子会社化し、食糧資源の確保、川中の加工・製造、中間流通、川下のリテールに至るバリューチェーンを構築する「SIS (Strategic Integrated System)戦略」を通じて、ビジネスモデルの変革を加速していきました。



※ 2020年3月31日現在ではファミリーマートに50.2%、 株日本アクセスに100% 出資しています。

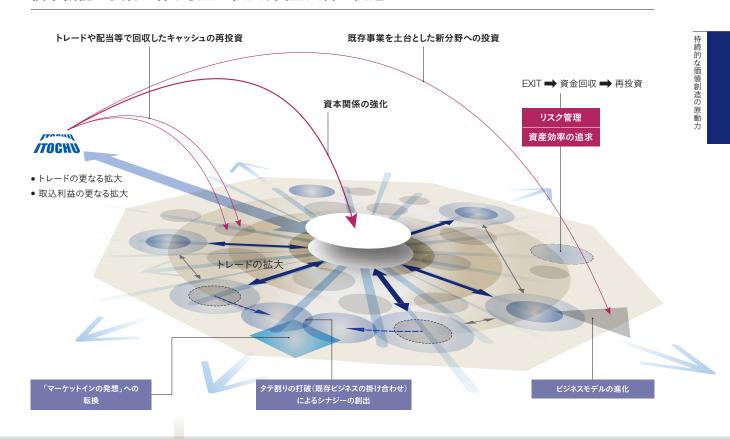
#### 事業再編による食品中間流通事業の強化

2011年10月、㈱日本アクセスを軸に食品中間流通事業の統合を実施しました。これによって、常温・冷凍・チルド等全温度帯の加工食品及び生鮮三品の取扱い、並びに一元的な物流サービスの提供が可能になりました。食品流通の分野ではトップクラスの規模と機能を持つことになり、取引先に対して「ローコストで高品質なロジスティクス」を提供できる体制を構築しました。



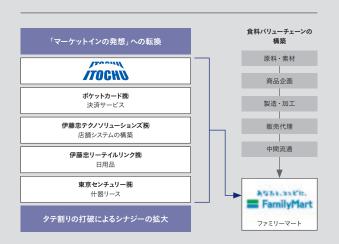


#### ビジネスモデルの進化(バージョンアップ)の推進と 横串機能の強化に伴う収益力拡大、資産入替の促進



#### CVS事業におけるバリューチェーンの進化

ファミリーマートを中心に、川上から川下に至るバリューチェーンの構築・強化を図ると共に、非食料品や金融・保険サービス、電力供給やシステム構築等のビジネスインフラの提供等、グループシナジーの最大化を図っています。また、ファミリーマートの保有するデータを活用した新規ビジネスの展開等、バリューチェーンの進化を推進しています。



#### 一般的なプライベート・エクイティ・ファンド(PEファンド)と 当社との相違点

事業投資を戦略上の有力な選択肢としているため、当社のビジネス モデルは、しばしばPEファンドと比較されます。主体的に経営に関与 する点や投資先の企業価値最大化を図る等の共通点はあるものの、 当社の事業投資は、自らの企業価値向上を目指し、既存ビジネスと のシナジー創出に注力する点やトレード利益や配当を中心にリターン (キャッシュ)を享受する等の点で、違いがあると認識しています。

	一般的な PEファンド	当社			
投資先の 流動性	原則、非上場	上場/非上場を 問わない			
投資先の 保有比率	原則、過半数~100%	業態・市場環境等に 応じて個別に決定			
投資先の 保有期間	EXITを前提に 比較的長期	継続保有を前提に 期間は定めていない			
ビジネス間 シナジー	原則なし	既存ビジネスとの シナジーを創出			
リターン(キャッシュ)	キャピタルゲイン 及び配当	原則、トレード利益 及び配当			

### 「縦」へ「横」へ無限にシナジーを創出

当社グループでは、CVS(コンビニエンスストア)事業における収益最大化を目指し、川上から川下に至るバリューチェーンの構築・強化を図っています。食料バリューチェーンの強化にとどまらず、生活必需品から金融サービス、システム構築、建築資材等、第8カンパニーが起点となり、カンパニーの垣根を越えたビジネス間シナジーの創出を推し進めています。

食料品及び 食料品の周辺 ビジネスの例

中食用プラスチック製包装材、

パッケージ等

当社は、原料調達スキームの設計から、商品企画、製造・加工、更には容器・包装 資材の調達等も含め、店頭に商品が並ぶまでの食料パリューチェーンを最適な形 にコーディネートしています。

おむすび用フィルム

弁当容器等



#

原料・素材 商品企画 製造・加工 販売代理 原料・素材 商品企画/製造・加工/販売代理 ■ ジャパンフードサプライ(株) (日本アクセスグループ) ◆ 中食製造ベンダー 中食(おむすび、弁当) ■ 伊藤忠食糧㈱ ■ 伊藤忠飼料㈱ 他 フライドチキン(「ファミチキ」) ◆ 鶏肉サプライヤー ▲ 生鮮食品第二部 フライドチキン ◆ CPグループ ▲ 生鮮食品第二部 (「スパイシーチキン」) ▲ 砂糖・コーヒー・乳製品部 カウンターコーヒー ■ UNEX (GUATEMALA)社他 (「FAMIMA CAFÉ」) ▲ 食品流通部 ■ アイ・ティー・エスファーム(株) ■(株)I・ひよこ(伊藤忠飼料グループ) 屷 (伊藤忠飼料グループ) バナナ ■ Dole ▲生鮮食品第三部



#### 非食料品の例

当社グループが連携し、生活を支える日用品や日々の店舗オペレーションを まえる田度品を提供しています。

	年賀状	■ 伊藤忠紙パルプ(株)		
日用品	ファミコレ日用品(洗剤、ポリ袋、おそうじシート等)、 傘	■ 伊藤忠リーテイルリンク(株) ■ 日本サニパック(株)		
用度品 店舗オペレーションを支える	箸、おしぼり、ファスト・フード包材 (コーヒーカップ等)、レジ袋、清掃道具	■ 伊藤忠リーテイルリンク㈱		
店舗資材等	ユニフォーム	▲ 繊維カンパニー		

■ 子会社 ● 関連会社 ▲ 伊藤忠商事 ◆ 事業パートナー



#### 運営支援の例

当社グループが連携し、物販・サービスや 日々の店舗オペレーションにとどまらず、 国内約16,500店舗の効率的なオペレー ションを多面的に支援しています。

システム構築	■ 伊藤忠テクノソリューションズ㈱ 業務システムの構築を通じて、業務効率化を 支援しています。
電力関連	■ 伊藤忠プランテック㈱ 高圧受電サービスを通じて、店舗の電カコスト の削減に貢献しています。
建築資材	■ 伊藤忠建材(株)
3R + W*サービス * Reduce, Reuse, Recycle + Waste Management	■ 伊藤忠メタルズ㈱ 全国の提携先をネットワーク化し、什器の保守、 再利用、リサイクル及び廃棄処分サービスを 提供しています。
コンタクトセンター	● (株)ベルシステム24
什器リース	● 東京センチュリー(株)

#### サプライチェーンデータ連携

データ連携による発注・在庫・物流最適化、継続的な 「削る」の取組みによるバリューチェーンの効率化

卸売・物流

#### 中間流通の例

当社グループが連携し、各店舗への物流 を担っています。

卸売・物流

■ 傑日本アクセス 全国に約550ヵ所の配送拠点を保有し、 ファミリーマート店舗への食品及び非食品の 物流の大部分を担っています。

配送車

● 日本カーソリューションズ(株) (東京センチュリーグループ)



業界トップクラスの店舗網を支える (株)日本アクセス



ポケットカード㈱が発行するファミマTカード

#### サービスの例

当社グループが連携し、生活に密着した幅広いサービスを提供 しています。

	ファミマTカード	■ ポケットカード(株)
金融・保険サービス	バイク自賠責保険、 1日自動車保険	▲ 情報・金融カンパニー
その他サービス	POSAカード	■ コネクシオ(株)
その他サービス	Famiポートクーポン	▲ 情報・金融カンパニー

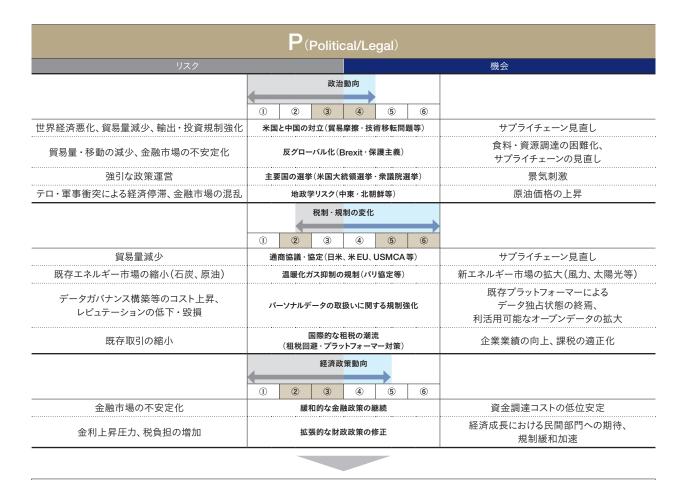
#### ファミリーマートとの共同取組の注力分野

- 生活様式の変化に対応する新たなコンビニビジネス モデルの構築
- フードロス削減、使用プラスチック削減の取組推進
- 新技術を活用した店舗・本部コストの削減
- データ連携範囲の拡大等によるサプライチェーンの 更なる効率化
- 購買情報や顧客接点を活かした広告・マーケティング、 金融サービス等の新規事業展開
- 中国・アジア地域への展開加速



#### マクロ環境要因に関するPEST分析

当社グループを取巻く経営環境は、更に不透明感を増しながら日々刻々と変化しています。PEST分析を通じて、新型コロナウイルスや米中貿易摩擦等のマクロ環境要因の影響を踏まえた非財務資本に係る「リスク」と「機会」を十分に把握し、環境変化に応じて柔軟に対応・適応していくことで、更なる競争優位を構築していきます。



#### 不安定な国際情勢のもと、各国は自国経済の正常化を優先するといった不確実性と不安定性が高まる中でのビジネス展開



先進国経済は緩慢な回復にとどまり、新興国経済は成長力格差が拡大する中、成長分野とピークアウトする分野のバランスを見極め

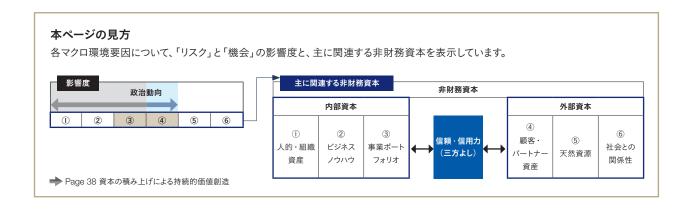




グループ企業理念「三方よし」のもと、商品・サービスの提供や新規ビジネスの創出、資産入替等を通じて、社会課題の解決を図る



急激な技術革新と消費者の行動変化に対し、「マーケットインの発想」で取組むことにより、ビジネスモデルの変革を推進



#### 資本の積み上げによる持続的価値創造

当社グループは、トレードと事業投資を両輪とする「商い」を行っていますが、そのような「商い」を通じて人的資産やビジネスノウハウといった内部資本を160余年かけて着実に積み上げてきました。

一方、相互に作用し合う内部資本と外部資本の共生を実現するためには、「信頼・信用力」が極めて重要であると考えており、「信頼・信用力」を意識した経営を継続的に実践していくことで、経済的価値と社会的価値の向上を実現し、持続的な企業 価値の拡大を目指します。

#### 各種資本の重要性とモニタリング指標等

内部資本						
	価値創造における各種資本の重要性	KPI/モニタリング指標例				
人的・組織資産	人材は、当社のビジネスモデルを機能させる原動力です。当社は、人材戦略を通じて「個の力」を高め、労働生産性の向上を図っています。また、「稼ぐ」営業組織を、迅速な意思決定システムや高度な専門性を備えた職能組織が、強力にバックアップしています。	<ul><li>従業員の能力開発にあてた時間・費用</li><li>中国語有資格者数</li></ul>				
ビジネスノウハウ	8つのカンパニーが多岐にわたる業界で事業を展開している当社には、幅広いビジネスノウハウの蓄積があります。新たなビジネスの創造や新領域への進出の際に必要不可欠な無形の資産です。					
事業ポートフォリオ	急激な経営環境の変化や消費者ニーズの多様化への対応が求められる中、広範な事業領域において、当社グループ全体の「総合力」を発揮することにより、既存のビジネスモデルの変革と機能領域の拡大を可能にし、持続的な利益成長の可能性を拡げます。	黒字会社比率 経営の効率性指標				

#### 信頼・信用力(三方よし)

財務資本 → Page 40 CFOインタビュー

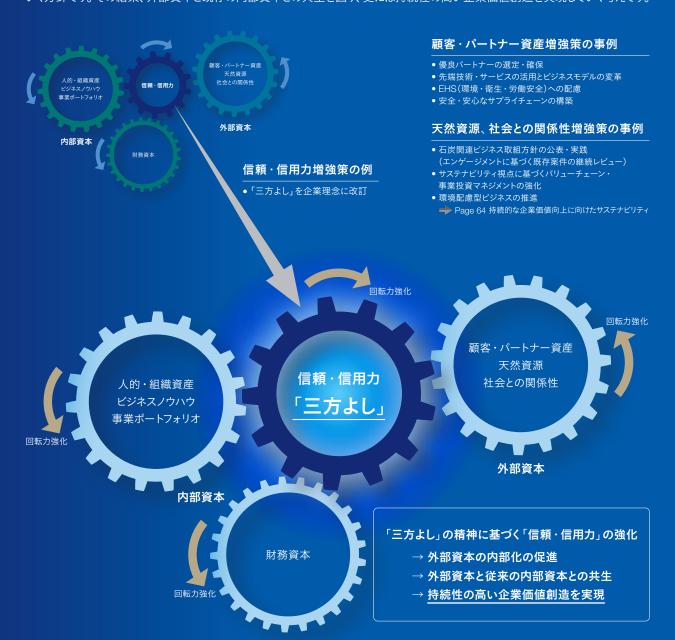
·····································						
	価値創造における各種資本の重要性	KPI/モニタリング指標例				
顧客・パートナー資産	数多くの有力企業を含む顧客やパートナーとのWin-Winな関係性の維持は、迅速な新規領域への展開やトレードの永続的な獲得・拡大等に必要不可欠です。豊富な顧客・パートナー資産を有しているからこそ、持続的な収益性の向上が実現可能となります。	●顧客・パートナー数				
天然資源	当社の非資源・資源分野におけるビジネスを通じて、 天然資源の安定的な調達・供給という社会的要請に 応えると共に、SDGsに示される社会課題に対応する 新たなビジネスチャンスに繋げています。	<ul><li>再生可能エネルギー比率</li><li>エネルギー消費量</li><li>廃棄物排出量</li><li>紙の使用量</li><li>水の使用量・排水量</li></ul>				
社会との関係性	ステークホルダーとの建設的な対話の実践等を行い、 当社に対する期待・要請の把握及びその解決を図る ことで、国内外の安定的な事業活動の推進、更なる 企業価値向上に繋げています。	参加者数				



#### 企業理念「三方よし」と企業価値拡大の関係性

当社は2020年4月1日、グループ企業理念を「三方よし」に改訂しました。「三方よし」の精神のもと、総合商社としての商いを通じて、様々なステークホルダーの信頼と信用を勝ち得、それを「てこ」として価値創造のより強いサイクルを回していきます。

当社は、顧客・パートナーや天然資源、社会といった外部資本を意識した事業活動を推進し、外部資本の内部化を促進していく方針です。その結果、外部資本と既存の内部資本との共生を図り、更には持続性の高い企業価値創造を実現していく考えです。



#### 人的・組織資産の増強策の事例

- 企業理念の改訂、企業行動指針の設定
- 朝型勤務制度・在宅勤務制度
- 健康経営(伊藤忠健康憲章、がんとの両立支援施策)
- 職能機能(高度な専門性)の発揮を通じた営業支援 → Page 70 人材戦略

#### ビジネスノウハウ増強策の事例

- 「総合力」を活かしたビジネスモデルの進化に向けた取組み
- 第8カンパニーの新設、「マーケットインの発想」でのビジネス展開
- ベンチャー投資等による新たな知見の取込み、当社ビジネスモデルへの落とし込み

#### 事業ポートフォリオ増強策の事例

- ・厳選した戦略投資の実行と継続的な資産入替による高効率経営の追求
- ・商いの基本である「稼ぐ、削る、防ぐ」の実践による既存事業の徹底した磨き
- 上場子会社のガバナンスに関する当社方針の公表・実践

#### CFOインタビュー

#### Question 1

「Brand-new Deal 2020」の 財務・資本戦略の総評をお聞かせください。

#### Answer 1

#### 一歩一歩、着実に実績を積み上げ、 お約束したことを1年前倒しで 達成することができました。

2019年度は、米中貿易摩擦の長期化や新型コロナウイルスの発生といった厳しい経営環境下ではありましたが、当社史上、定量面で最も輝きを放った年となりました。連結純利益5,000億円の収益基盤固めを行うという目標を2年連続で達成し、財務体質の強化を更に進めた結果、当初3ヵ年としていた中期経営計画「Brand-new Deal 2020」を1年前倒しで終えることができました。「Brand-new Deal 2020」の公表時に掲げた財務・資本戦略に関する「4つのコミットメント」につきましても、しっかりと果たすことができたと考えています。

まず「株主還元の充実」ですが、「Brand-new Deal 2020」期間中は「累進配当」をお約束しておりましたが、1株当たりの配当金は、2018年度が83円、2019年度が85円と毎期着実に増配を達成し、過去最高を更新しました。更に2018年10月に公表した「中長期的な株主還元方針」では、自己株式取得も活用したEPS(1株当たり連結純利益)の持続的な向上により、高ROE経営を維持する姿勢をお示ししましたが、この方針に基づき、2018年度及び2019年度累計で1,300億円の自己株式取得を機動的かつ柔軟に実施しました。その結果、2019年度の配当性向は25%、総還元性向では38%となる高水準の株主還元を実施することができました。

次に「実質営業キャッシュ・フロー」は、4年連続で過去最高を更新し、初の6,000億円台となる6,020億円となりました。収益力の向上に伴い「キャッシュ創出力」という観点でも着実に成果が表れております。不透明な経営環境下、着実な資産入替や上述の株主還元を実施した上で、「株主還元後実質フリー・キャッシュ・フロー」は、1,230億円の黒字となりました。2018年度で獲得した3,000億円と合わせた2ヵ年累計では4,200億円超の大幅黒字となり、今後の成長投資等に対する余資を十分に確保した上で、財務体質の強化を一段と図ることができました。



また、「NET DER」は、2018年度末の0.82倍から0.75倍と更に改善し、過去最良の水準を更新しました。

最後に「ROE」は、期初目標の16%程度を上回る17.0% となり、増配及び自己株式取得といった「株主還元の拡充」と 「株主資本の拡充」との両面のバランスを図りつつ、6年連続 で総合商社 No.1の高水準を維持しております。

こうした規律ある資本配分や株主還元の拡充に加え、当社の強みである生活消費関連を中心とした非資源分野の収益の安定性や再現性について、改めて株主や投資家の皆様にご評価いただいた結果、2019年度において、当社の株価は上場来高値を22回更新しました。

#### Question 2

「2020年度 経営計画」において、 財務・資本戦略に変更はありますか?

#### **Answer 2**

#### 基本的に変更ありません。

上述の通り、「Brand-new Deal 2020」は前倒しで完了しましたが、単年度計画である「2020年度 経営計画」におきましても、従来の経営方針に大きな変更はありません。「3つの

バランス(株主還元、成長投資、有利子負債コントロール)を 意識し、高ROEを継続していく方針」や「中長期的な株主還 元方針」についても変更ありません。

この株主還元方針では、中長期(当該方針公表後3~4年程度)における「配当性向」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を重視して中長期の企業価値向上を目指す方針を打ち出しております。基本的には利益成長を図ることで持続的なEPS向上を目指す考えであるため、引続き成長投資の機会を模索していくことになりますが、新型コロナウイルスの特殊な経営環境下においては、財務面への影響をより慎重に検討していく必要があります。

自己株式取得につきましては、この株主還元方針のコミットメントを達成すべく、現在公表している残りの「35百万株・700億円(共に上限)の自己株式取得」を着実に進めております。但し、成長投資や株主還元の何れか一方に過度に偏重した結果、将来の足かせとなり、企業経営に歪みを生じさせないように、上手くバランスを取っていく所存です。

なお、資金調達の状況につきましては、十分な現預金と金融機関とのコミットメントライン契約等により、十分な流動性を確保しております。

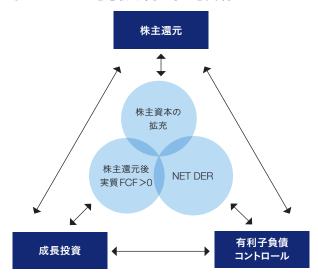
#### 中長期的な企業価値向上への考え方



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 株価、キャッシュ・フローの状況等に鑑み、機動的・継続的に実施

#### 3つのバランスを意識し高ROEを実現



#### Question 3

景気の後退局面における投資方針について お聞かせください。

#### Answer 3

リスクを最小限に抑えると共に、 将来の収益貢献に確実に繋がる案件を 厳選していく方針です。

米中貿易摩擦やBrexit等の地政学リスクに対する懸念に加え、 新型コロナウイルスに伴う世界経済の後退が顕著になる中、成 長投資については、リスクを最小限に抑える一方で、将来の収 益貢献に確実に繋がる案件を厳選する必要があります。

2015年度のCITIC投資以降、可能な限りの投資抑制と 資産入替を推進した結果、財務体質は相当な投資余力を生 み出す水準まで、強化を図ることができました。今後は、更な る利益成長を目指し、投資の機会を窺っていくことになります が、同時に2020年度の短期経営計画でも掲げる「A格維持 を前提としたB/Sマネジメント」を確実に継続すべく、「財務 規律の継続」についても十分に留意していく所存です。すなわ ち、極端なのれんの積み上がりに繋がる高掴み投資を回避す ること、低効率あるいはピークアウトした案件は積極的な資 産入替を図っていくこと、更にはリスクバッファーとしての株主 資本の充分性を確保すること等を、総合的に勘案し、バラン ス良く実践していくことが、極めて重要であると考えています。 一方、これまではM&Aの対象となる優良な投資案件が少なく、買収価格も高い状況が続いていましたが、景気の潮目の変化に伴い、実力の割に低バリュエーションとなっている企業への投資機会は、増加する可能性が高いと考えています。

投資案件の実行に際して、投融資協議委員会の委員長を CFOが務めることの利点を最大限に活かし、厳格な投資基準に則った検討を実施するのは勿論のこと、当社の過去から の強みに強みを重ね、今後の当社の更なる利益成長の一翼 を担う戦略性の高い投資を、着実に仕掛けていければと考え ています。

#### Question 4

更なる企業価値向上に向けての施策について お聞かせください。

#### Answer 4

掲げた目標を着実に達成し、 信頼度の高い「対話」を実現していくことが 重要であると考えます。

現在、新型コロナウイルス感染の出口を完全に見出すことは 困難であり、2020年の世界経済も大幅なマイナス成長が見 込まれる状況にありますが、依然として総合商社の株価バリュ エーションが低いことは大変残念であります。

当社が企業価値を更に向上していくためには、上述の株主 還元方針の実行に加え、高ROE継続や中長期的なEPS向 上を図る等、掲げた目標を着実に達成していくことは勿論の こと、収束の見通しがつかない新型コロナウイルスの状況下 では、特に株主や投資家の皆様にご理解・ご判断いただける ような「情報開示」を実施していくことが、極めて重要であると 考えます。総合商社のリーディングカンパニーの1社として、適 切かつタイムリーな「情報開示」を実践することで、信頼度の 高い「対話」を実現していく所存です。( Page 48 対話と企 業価値向上のポジティブサイクル)

また、ESGの観点から申し上げますと、新型コロナウイルスの影響により、「E(環境)」への対応に加え、企業の「S(社会)」に対する対応も、改めて注目されております。当社は、トレードを重視する「総合商社」であるため、多岐にわたる商品・サービスの提供及び新規ビジネスを創出すること等で、社会課題の解決を図っていく方針ですが、「E(環境)」と

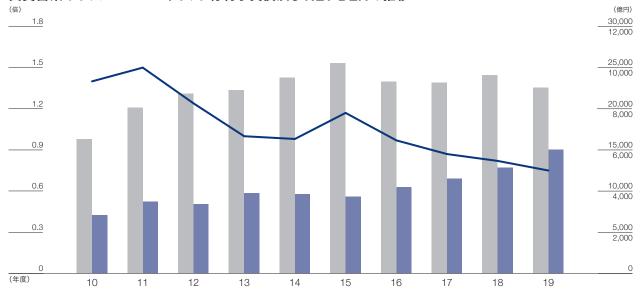


「S(社会)」の「何れか」ではなく「何れも」意識した、バランスの取れた取組みを推進していきたいと考えております。

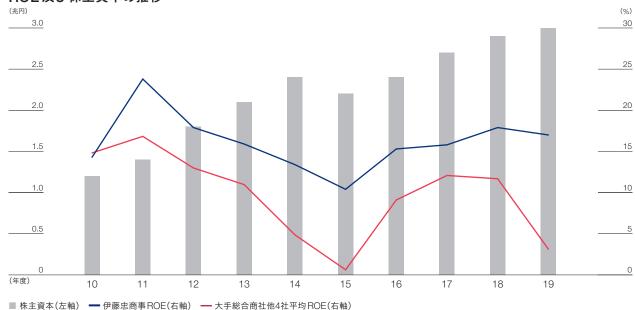
このような資本コストの低減にも繋がる当社の「ブレないこだわり」を着実に実践していくことで、持続的な企業価値向上を図っていきたいと思います。最後になりますが、今年6月に

は、当社の株価及び時価総額が、商社セクターでトップとなることができました。株主や投資家の皆様には厚く御礼を申し上げると共に、これからも皆様のご期待に沿えるような経営を 実践していく所存です。

#### 実質営業キャッシュ・フロー、ネット有利子負債及びNET DERの推移



#### ROE及び株主資本の推移



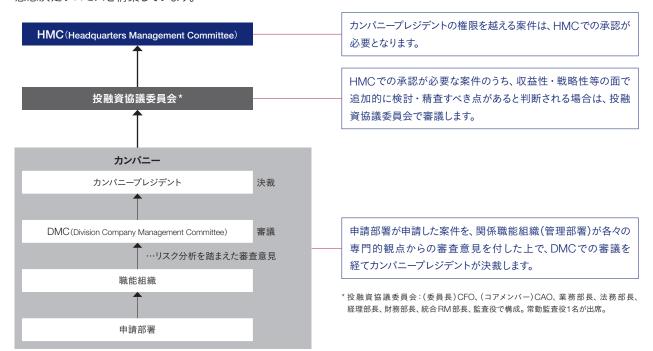
#### 事業投資

#### 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。強みのある分野でのタイミン グを捉えた戦略的投資の実行を目的に、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。投資の大型化等もあり、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、事業収益の向上や低効率資産の早期 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、投資リターンの追求、投資リスクの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。

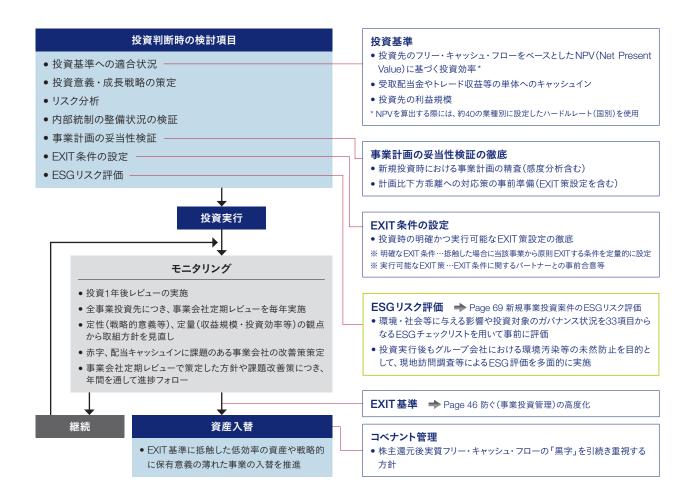




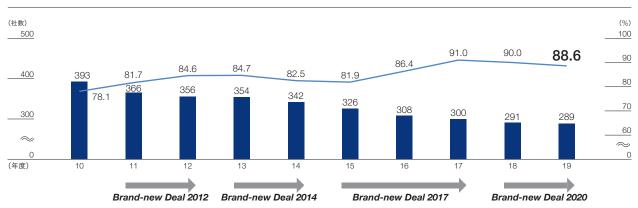
#### 事業投資プロセス

「Brand-new Deal 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、景気耐性のある収益基盤を更に強化しました。厳しい経営環境の中でも、2019年度の事業会社損益は4年連続で過去最高となり、新型コロナウイルス感染拡大の状況下でも黒字会社比率も88.6%と高水準を維持しました。

更に経営環境は激変しており、2020年度は従来以上に「防ぐ」の徹底が重要課題だと認識しています。非資源分野に強みを持つ当社が得意とする、きめ細かなモニタリングを行うことで、個々の事業が有する固有のリスクを的確に把握し、株価下落や収益低下による減損懸念等が見込まれる場合には、先手先手で対応策を実施していきます。



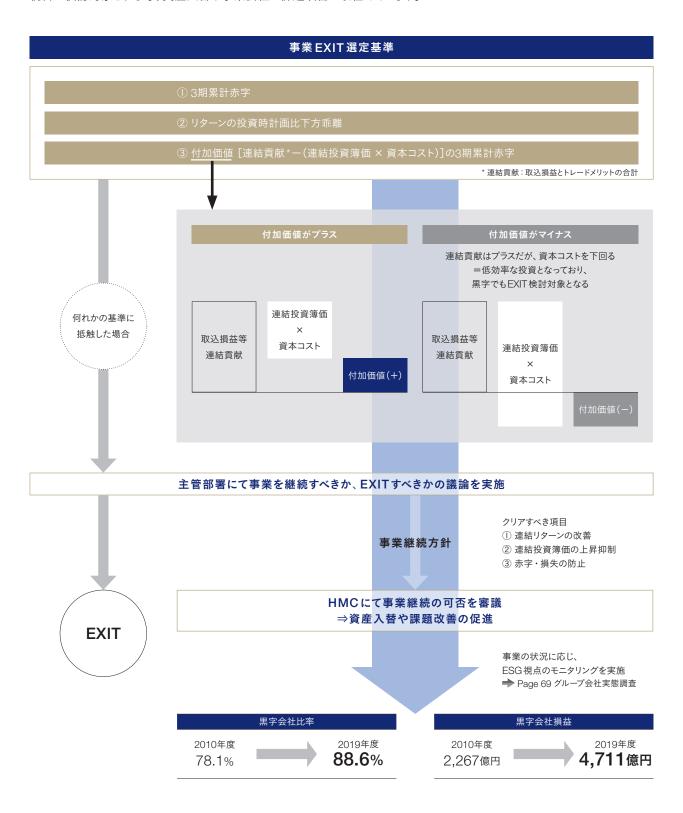
#### 連結対象会社数及び黒字会社比率



■ 公表連結対象会社数(左軸) — 黒字会社比率(右軸)

#### 「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組んでいます。



\* 株主資本コストを8%と設定

#### 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、既存ビジネスの進化等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 (億円) 40,000 38,406 36,901 +1.505 29,844 +7.058 30.000 +3,207 20,000 +2,953 25.884 10,000 22,677 19,724 2018年3月末 2019年3月末 2020年3月末

■ リスクアセット ■ リスクバッファー

#### 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いて、社内委員会において定期的にレビューしています。

なお、新型コロナウイルスの影響は広範囲に及びますが、 18のリスクのうち、リスクが顕在化する可能性が相対的に 高いと考えられる項目について(\*)を付しています。

#### 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	第8
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								

#### 対話と企業価値向上のポジティブサイクル

当社は、持続的成長と中長期的な企業価値向上の観点から、株主・投資家の皆様をはじめとするステークホルダーとの対話を重視しています。市場の期待に十分に応えていなかった「Brand-new Deal 2020」公表後の株価下落による反省と教訓を契機として、決算説明会、株主総会、個別面談等を通じていただいた貴重なご意見を、当社の経営戦略や、財務・資本政策等に反映し、コミットメント経営の実践を通じて企業価値の向上に繋げることでポジティブサイクルを回し続ける、実効性あるエンゲージメントに努めています。

#### 株主・投資家の皆様の声の具体例

#### 短期目標の 達成 中長期的な 価値創造への布石

- 総合商社の業績は資源価格の変動の影響を大きく受けるため、業績の変動幅が大きい
- 新型コロナウイルスの業績への影響が不透明。可能な限りの情報開示を行って、会社の方向性をお示しいただきたい
- 中期経営計画「Brand-new Deal 2020」 公表時に示された株主還元方針が曖昧で、魅力に欠け期待以下
- ●「Brand-new Deal 2020」の企業価値向上に向けての施策が抽象的で、分かりにくい。 KPIが提示されていない
- 「ビジネス次世代化」の方針が曖昧で、具体的なアクションが見えない
- 具体的な成長戦略をお示しいただきたい。特にCITIC / CPグループとの協業について具体的な成果が表れていない
- 2019年6月に公表された自己株式取得の進捗がないことは残念

#### 持続的な成長を 支える取組み・体制

- 親子上場についての考え方をお示しいただきたい
- 石炭関連ビジネスに関する方針をお示しいただきたい
- 気候変動への取組みをお示しいただきたい
- 後継者計画の進捗についてお示しいただきたい

# POSITIVE CYCLE

対話

#### 対話を通じて打ち出した当社施策の具体例

経営施策に反映

#### 短期目標の 達成

- 非資源分野を中心とした安定的な収益基盤の構築に取組み、4年連続の期初計画達成による「コミットメント経営」を実践
- 2020年度経営計画において「定量計画」を明示(2020年5月)

#### 中長期的な

- ●「中長期的な株主還元方針」を公表(2018年10月)
- 企業価値向上を意識した経営指標(高 ROE の維持、持続的なEPS成長、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの 黒字)を提示
- ●「ビジネス次世代化に関する説明会(分野別事業説明会)」を開催(2019年6月)
- 統合レポート及びIR活動において、「ビジネス次世代化」に関する考え方を整理し説明

#### 持続的な成長を支える 取組み・体制

- 「石炭火力発電事業及び一般炭炭鉱事業への取組方針」を公表(2019年2月)
- ◆ TCFDのシナリオ分析を実施した上で、「TCFDへの賛同表明」を公表(2019年5月)
- ●「上場子会社のガバナンスに関する当社方針等」を公表(2019年10月)

#### 対話を通じて今後当社が提示すべきと認識している課題等

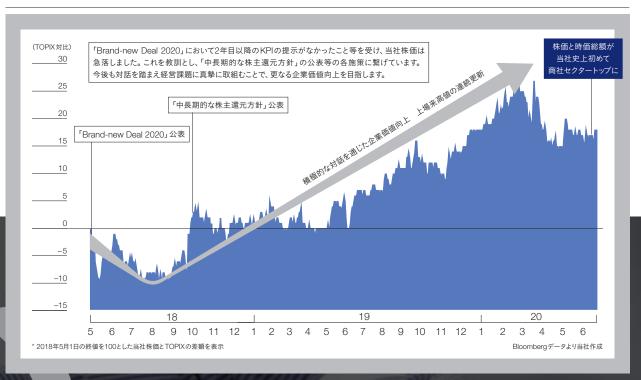
 中長期的な 価値創造への布石

- CITIC / CPグループとの協業の具体的な成果の提示
- 公表済みの35百万株・700億円(共に上限)の自己株式取得の早期実行

持続的な成長を 支える取組み・体制 • 指名委員会における具体的な議論の説明



#### 「Brand-new Deal 2020」 公表後の当社株価の TOPIX 対比パフォーマンス\*



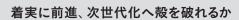
# 企業価値の持続的向上



野村證券(株) エクイティ・リサーチ部 マネージング・ディレクター

#### 成田 康浩氏

1998年、野村證券㈱に入社。運輸、陸運、住宅 設備機器セクター担当を経て、2006年より商社 セクター担当。2015年より現職。



商社の事業モデルはトレード型から事業投資型へと変化し、近年では 投資先事業への積極的な関与により事業価値を高める戦略へと変遷 している。商社セクターでは大型投資や総花的な投資で低収益化に 苦しむ投資案件が散見されるが、伊藤忠は強みである生活消費分野 への注力に加え、徹底したコスト管理等による投資先の収益性へのこ だわりもあり、着実な利益成長や相対的に高い収益性を実現している。 IT技術の発展は、商社にとって新規事業創出の好機でもある 反面、既存事業の陳腐化等、危機ともなり得る。伊藤忠が掲げる消費 者ニーズに対応した事業の次世代化や、CITICへの投資をてことした 中国の巨大な内需の取り込みは課題だが、成長機会でもあり注目したい。



SMBC日興証券㈱ 株式調査部 シニアアナリスト 森本 晃氏

2007年、モルガン・スタンレー証券(株)(現モルガン・スタンレーMUFG証券(株))に入社。約5年間鉄鋼セクターに配属後、2012年より商社セク

ーを担当。2013年より現職。

#### もうはまだなり

株式市場との対話という点では、真摯に耳を傾ける経営陣の姿勢を高く評価している。但し、短期では自己株式取得の完遂、中長期ではCITICとのシナジー創出を含めた成長戦略、気候変動に対する更なる打ち手等、乗り越えるべき課題を残す。特にCITICはキャッシュ・リターンが低いが故に、株式市場からのディスカウント要因と言えるだろう。弊社では現時点で2025年3月期は高ROEを維持できるとの見方だが、ROEの更なる高みを目指した「期待値+α」の経営に期待したい。成長の観点で解を提示できれば、商社の枠組みを超えた株価評価へ目線を変えられるかも知れない。