



# 01

## 持続的な価値創造の原動力

このパートでは、当社の「強み」と「非財務資本」が構築されるに至った歴史的背景とその内容、サステナビリティに関する基本的な考え方等について記載しています。

また、「強み」や「非財務資本」の活用例として、ファミリーマートを中心としたバリューチェーンや、当社のビジネス展開の柱の一つである事業投資プロセスを含む財務・資本戦略を説明しています。

このセクションでご理解いただきたい企業価値算定式の項目



### CONTENTS

積み上げてきた「強み」	24	CFOインタビュー	36
非財務資本の積み上げ	30	事業投資	40
事業展開で見るビジネスモデル	32	CAOインタビュー	44

# 積み上げてきた「強み」

当社は、1858年の創業以来、時代と共に移り変わる成長領域への機動的な経営資源の配分や、事業投資を駆使したバリューチェーンの川下への進出等によって、事業構造を柔軟に変化させながら、独自の企業文化を醸成してきました。1990年代後半の経営危機等、幾度となく直面した難局を乗り越え、現在の高い持続性を誇るビジネスモデルの原動力となったのは、160余年に亘って積み上げてきた4つの「強み」でした。

積み上げてきた「強み」—

## 総合力と自己変革力

連結純利益の年平均成長率

**11.8%** (2010~2021年度)

外部環境の変化に応じて柔軟に自己変革を遂げることで、総合会社としての総合力を発揮し、持続的な成長を実現しています。

01  
持続的な価値創造の原動力

### 連結純利益の推移



#### 創業～

##### 繊維分野中心

初代伊藤忠兵衛が、大阪経由、泉州、紀州へ初めて麻布の持ち下りを開始。大阪を拠点として、繊維分野を中心に商いを拡大。



初代 伊藤 忠兵衛

#### 1950年代～

##### 自動車・石油・食料も含めた「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、鉄鋼関連事業を拡充し「1兆円商社」に成長。1977年に安宅産業(株)との合併を通じて鉄鋼関連事業の更なる拡充を実現。



#### 1980年代～

##### 情報・通信分野の拡大

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、衛星事業にも参入。



#### 1990年代～

##### 現在に繋がる布石を打つ

バブル期の負の遺産の解消に向け、低効率・不採算資産の処理を断行する一方で、1998年にファミリーマート株式の取得等の布石を打つ。



#### 2010年代～

##### 自己変革力の発揮による総合力強化

他社に先駆けて非資源分野に注力し、CITIC / CPグループとの戦略的業務・資本提携、北米建材関連事業の強化やDole事業の買収、主要事業会社の買増し、ファミリーマートの非公開化等を実行。事業投資を絡めて面的・連鎖的にビジネスを創造すると共に、第8カンパニーの設立や蓄電池バリューチェーンの構築等、「マーケットイン」の発想による自己変革を推進し、更に総合力を蓄積。



## 「個の力」の発揮のための基盤整備

創業時に大店を持たず商いを自らの足で開拓していたDNAを持ち続け、商いの規模が小さく顧客数が多い非資源分野に軸足を置くことを背景にして、「個の力」が養われてきました。「野武士」とも表現された個人が、現場で自らの裁量によりビジネスを創造する力は、当社の特徴であり、持続的な価値創造の原動力です。

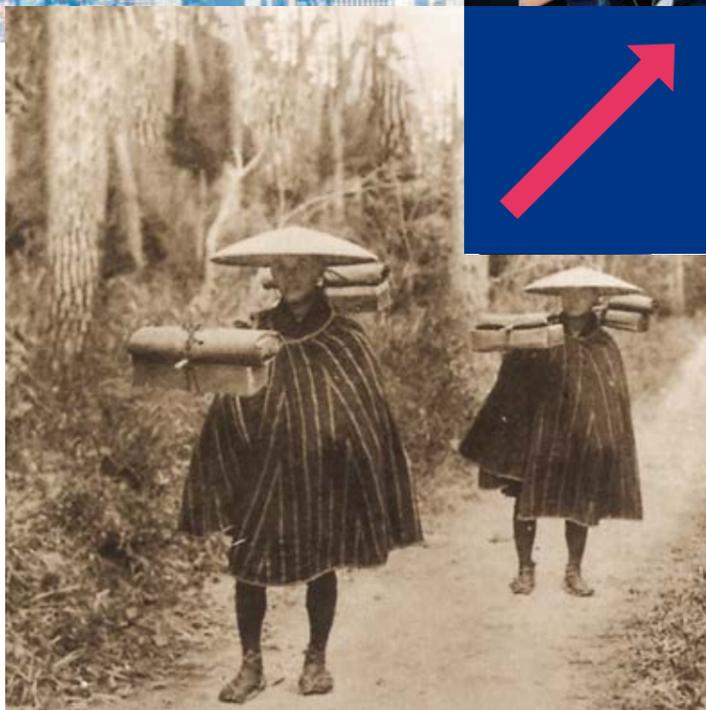
「Brand-new Deal 2012」(2011～2012年度)では、現場主義の徹底と「稼ぐ、削る、防ぐ」を商いの基本として定め、「個の力」の潜在力を引出すための様々な社内改革を実施しました。その後、2013年度の「朝型勤務」の導入をはじめ、「働き方改革」へと取組みを深化させた結果、単体従業員数那他商社比最少となる少数精鋭の体制で高い労働生産性を実現し、単体従業員1人当たりの連結純利益は総合商社No.1となっています。

## 積み上げてきた「強み」 — 個の力

単体従業員1人当たりの連結純利益

**1.0億円** (2020年度)

天秤棒を担いで遠隔地に赴き、商いを自ら切り拓く創業時のDNAは、現在に至るまで、「個の力」として脈々と受け継がれています。



滋賀大学経済学部附属史料館所蔵

## 積み上げてきた「強み」 — 非資源分野の収益力

非資源分野の基礎収益

**3,307億円** (2020年度)

「麻布」の持ち下りから「サステナブル素材」でのバリューチェーン構築等に、商いの形は大きく変化しましたが、非資源分野が当社の源流です。



## 非資源分野の収益力の更なる強化

繊維が祖業であり、財閥系大手商社と比べて重厚長大を支える国や企業とのパイプも乏しかった当社は、必然的に知見が豊富な衣食住を中心とする非資源分野で強みを蓄えてきました。

「非資源No.1商社を目指して」をサブタイトルに掲げた「Brand-new Deal 2014」(2013～2014年度)では、実行済み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、投資基準の見直しにより投資額の8割弱を非資源分野に集中的に投下することで、非資源商社No.1を達成しました。その後も非資源分野で強みを重ね、分野分散が効いた景気変動耐性のある収益基盤を構築したことで、安定的なキャッシュ・フローの創出を可能にしています。

## 中国・アジア市場への戦略的な先行布石

日中貿易再開の批准を受け、大手総合商社として初めて中国市場進出の橋頭堡を築いた挑戦が、今日の「中国・アジアでの経験と実績」という強みに繋がっています。

「Brand-new Deal 2017」(2015～2017年度)では、より長期的な視座に立ち、持続的に企業価値を高めていくために、CPグループとの折半で当社最大規模の投資額(約6,000億円)をCITICに投じ、中国・アジアという世界最大の消費市場において戦略的な先行布石を打ちました。中国最大の政府系コングロマリットであるCITICと、中国全土で多種多様なビジネスを築くタイ最大財閥であるCPグループという優良パートナーとの協業を推進し、「強み」である非資源分野の収益力向上に繋がるビジネス展開を目指しています。

積み上げてきた「強み」—

## 中国・アジアでの経験と実績

中国進出の年

# 1972年

越後社長(当時)を団長とするミッションが中国を訪問し、いち早く中国市場に挑戦したことが、現在の重要な提携に繋がっています。



# 改めて「強み」を解き放つ

2020年度

自己変革による総合力強化 → 総合商社 **三冠\*** の達成

\* 時価総額、株価、連結純利益

2015年度

中国・アジアへの布石 → 総合商社 **No.1** の連結純利益

2014年度

非資源分野の収益力強化 → 非資源分野 **No.1**

2011年度

個の力の発揮 → 生活消費分野 **No.1**

01  
持続的な価値創造の原動力

## 新たな成長ステージに向けて

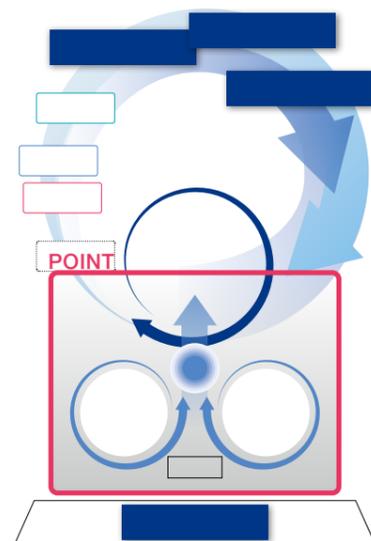
当社は、過去からの強みに強みを重ね、着実にステップアップすることで、2020年度に時価総額、株価、連結純利益の総合商社「三冠」を達成しました。しかし、未だに世界中で猛威を振るう新型コロナウイルスは、世の中に大きな変化をもたらしています。また、SDGsの潮流は想定以上のスピードでビジネスの在り方にまで影響を及ぼす等、経営環境の不透明感が高まる一方です。当社は、積み上げてきた4つの「強み」を原動力に、このような経営環境にも柔軟に対応し、新たな中期経営計画「Brand-new Deal 2023」で掲げた、「マーケットインによる事業変革」と「SDGsへの貢献・取組強化」の基本方針を推進すると共に、中計期間中の連結純利益6,000億円を達成し、新たな成長ステージに向けて、更なる飛躍を目指します。

# 非財務資本の積み上げ

## 「信頼・信用力」の強化による 持続的価値創造

当社は、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・組織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。

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、経済価値と環境・社会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。



	各資本の説明(重要性)	主に影響を受けるPEST項目	KPI/モニタリング指標例	拡充策の事例
内部資本	人的・組織資産	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興国経済の成長格差拡大</li> <li>職場環境の整備</li> <li>健康志向、クオリティ・オブ・ライフ意識の高まり</li> <li>ガバナンス強化への対応</li> <li>技術革新によるビジネスモデルの変化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>従業員の労働生産性</li> <li>エンゲージメント・サーベイ</li> <li>従業員1人当たりの平均研修費用</li> <li>中国語有資格者数</li> <li>月平均残業時間</li> <li>年次有給休暇取得率</li> <li>就職人気企業ランキング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>グループ企業理念・企業行動指針の体現</li> <li>朝型勤務制度・在宅勤務制度の促進</li> <li>健康経営(がんとの両立支援施策等)の推進</li> <li>職能組織の営業支援・牽制機能の発揮</li> <li>コロナ禍における臨機応変な勤務体制の切替</li> <li>→ Page 80 人材戦略</li> </ul>
	ビジネスノウハウ	<ul style="list-style-type: none"> <li>経済政策動向</li> <li>税制・規制の変化</li> <li>先進国経済の停滞</li> <li>為替相場のドル高</li> <li>投資環境の変化</li> <li>気候変動(脱炭素化)対応の加速</li> <li>職場環境の整備</li> <li>健康志向、クオリティ・オブ・ライフ意識の高まり</li> <li>技術革新によるビジネスモデルの変化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新規ビジネスの組成数</li> <li>既存顧客との取引年数</li> <li>消費者接点・データ数量</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>「総合力」を活かしたシナジーの構築、新規ビジネスの開拓</li> <li>第8カンパニーを中心とした「商品縦割り」の打破・カンパニー間の連携強化</li> <li>「マーケットイン」の発想に立脚したビジネスモデルの変革</li> <li>ベンチャー投資等による新たな知見の取込み</li> </ul>
	事業ポートフォリオ	<ul style="list-style-type: none"> <li>柔軟性が高く、広範かつバランスの取れた事業ポートフォリオは、当社の強みである「総合力と自己変革力」の発揮により、急激な経営環境の変化や消費者ニーズの多様化への迅速な対応を可能にします。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>政治動向</li> <li>経済政策動向</li> <li>先進国経済の停滞</li> <li>為替相場のドル高</li> <li>投資環境の変化</li> <li>気候変動(脱炭素化)対応の加速</li> <li>健康志向、クオリティ・オブ・ライフ意識の高まり</li> <li>ガバナンス強化への対応</li> <li>技術革新によるビジネスモデルの変化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>黒字会社比率</li> <li>経営の効率性指標</li> </ul>

## 財務資本

## 信頼・信用力

## 「強み」による 資本の最大活用

	各資本の説明(重要性)	主に影響を受けるPEST項目	KPI/モニタリング指標例	拡充策の事例
外部資本	顧客・パートナー資産	<ul style="list-style-type: none"> <li>政治動向</li> <li>先進国経済の停滞</li> <li>新興国経済の成長格差拡大</li> <li>資産(株式・不動産)・資源相場のボラティリティ</li> <li>気候変動(脱炭素化)対応の加速</li> <li>人権の尊重・配慮</li> <li>健康志向、クオリティ・オブ・ライフ意識の高まり</li> <li>安定的な調達・供給</li> <li>技術革新によるビジネスモデルの変化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>優良パートナーとの取組みにおける利益</li> <li>顧客・パートナー数</li> <li>コスト削減額・貸倒損失の減少額</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>優良パートナーの選定・確保</li> <li>先端技術・サービスの活用とビジネスモデルの変革</li> <li>EHS(環境・衛生・労働安全)ガイドラインの運用</li> <li>安全・安心なサプライチェーンの構築</li> </ul>
	天然資源	<ul style="list-style-type: none"> <li>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がっています。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>再生可能エネルギー比率</li> <li>GHG排出量</li> <li>電力使用量</li> <li>水使用量</li> <li>廃棄物排出量</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般炭権益からの完全撤退</li> <li>エンゲージメントに基づく案件レビューの継続</li> <li>サステナビリティ視点に基づくバリューチェーン・事業投資マネジメントの強化</li> <li>環境配慮型ビジネス等を通じたSDGsへの貢献・取組強化</li> <li>→ Page 64 脱炭素社会を見据えた事業拡大</li> <li>→ Page 76 サステナビリティ推進の取組み</li> </ul>
	社会との関係性	<ul style="list-style-type: none"> <li>ステークホルダーとの継続的かつ建設的なエンゲージメントを実践し、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、国内外の安定的なビジネスの推進、更なる企業価値向上に繋がっています。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>税制・規制の変化</li> <li>気候変動(脱炭素化)対応の加速</li> <li>人権の尊重・配慮</li> <li>健康志向、クオリティ・オブ・ライフ意識の高まり</li> <li>ガバナンス強化への対応</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>各種ステークホルダーとのエンゲージメント実施数</li> <li>サステナビリティ調査の実施数</li> <li>サステナビリティ・コンプライアンス関連の社内研修受講率・参加者数</li> <li>ESG評価機関等の外部評価、インデックス採用</li> <li>株主還元(配当・自己株式取得)、EPS</li> <li>コンプライアンス違反事案数</li> </ul>

→ Page 72 PEST分析  
(2030年までのマクロ環境要因)

→ Page 116 データセクション

## 企業価値の 積み上げ

01  
持続的な価値創造の原動力

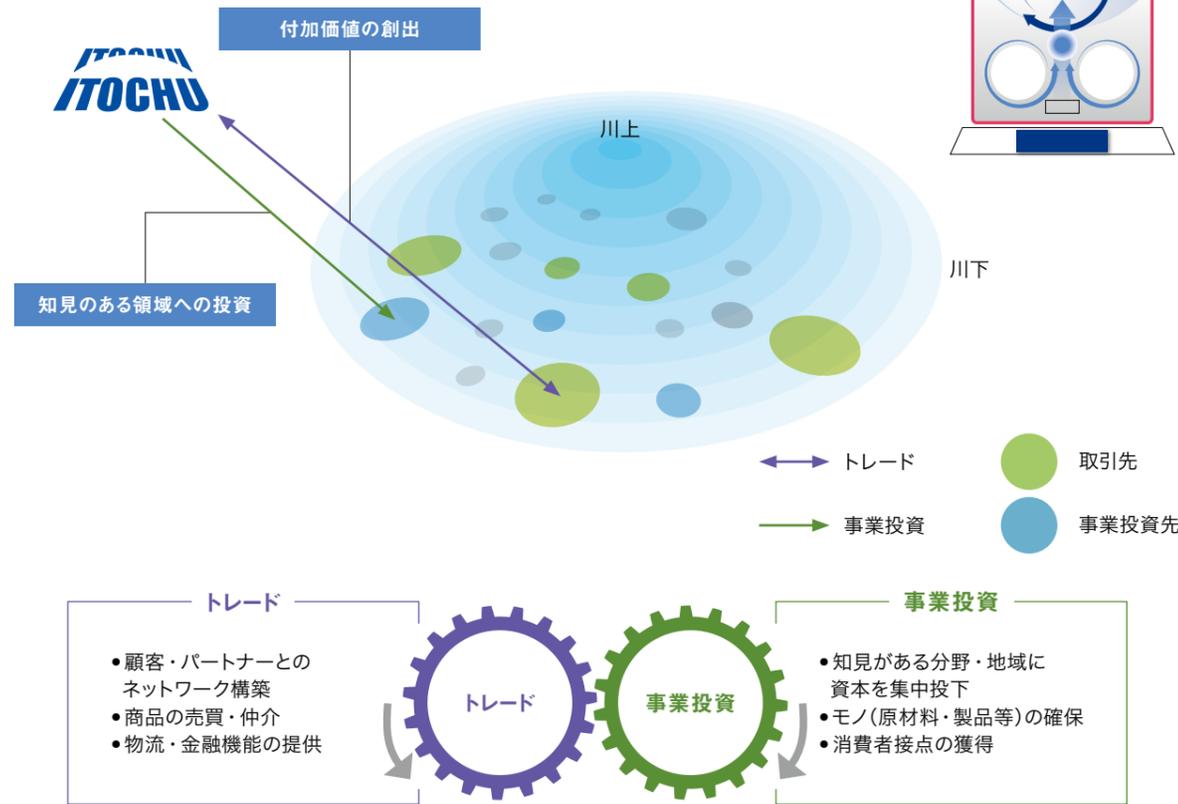
# 事業展開で見るビジネスモデル

当社は、財務・非財務資本を活用し、「強み」を発揮できる領域を中心に面的・連鎖的にビジネスを創造することで、トレードと事業投資における収益力の拡大を目指してきました。

今後は、「稼ぐ、削る、防ぐ」の徹底と共に、川下を起点とした「マーケットイン」の発想に立脚した事業変革等を通じ、シナジーの最大化やビジネスのバージョンアップを図ることで、持続的な価値創造を実現していきます。

## STEP 1:トレードや事業投資を通じた「面」の組成

積み上げてきた財務・非財務資本を活用し、トレードと事業投資を両輪としてビジネスを展開しています。培ってきたビジネスノウハウや顧客・パートナー資産を駆使することで、付加価値の創出によるトレードの拡大や、知見があるリスクコントロール可能な領域への事業投資等に繋がっています。



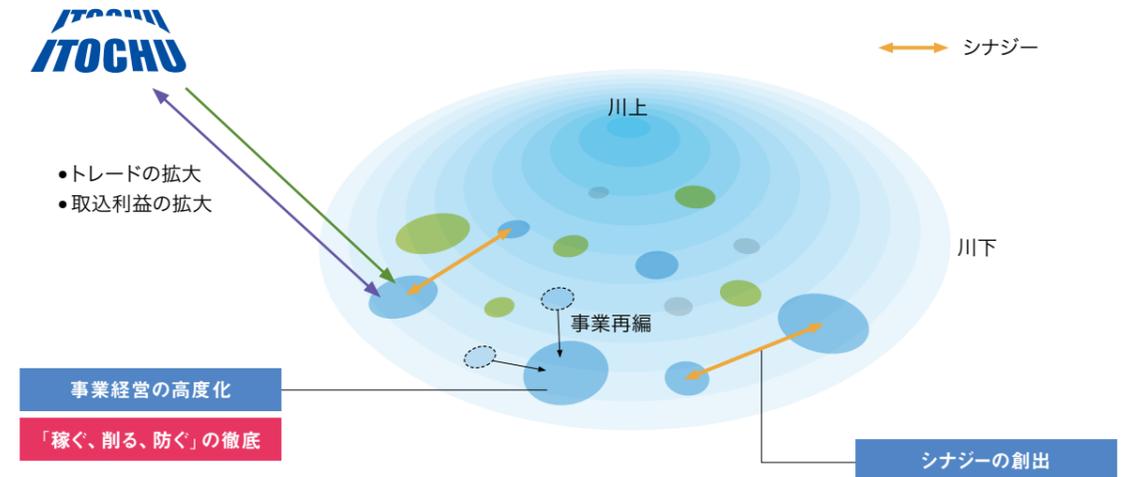
### 一般的なプライベート・エクイティ・ファンド(PEファンド)と当社との相違点

事業投資を戦略上の有力な手段としているため、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点で共通点はあるものの、当社の事業投資は、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を享受する等の点で、違いがあると認識しています。

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

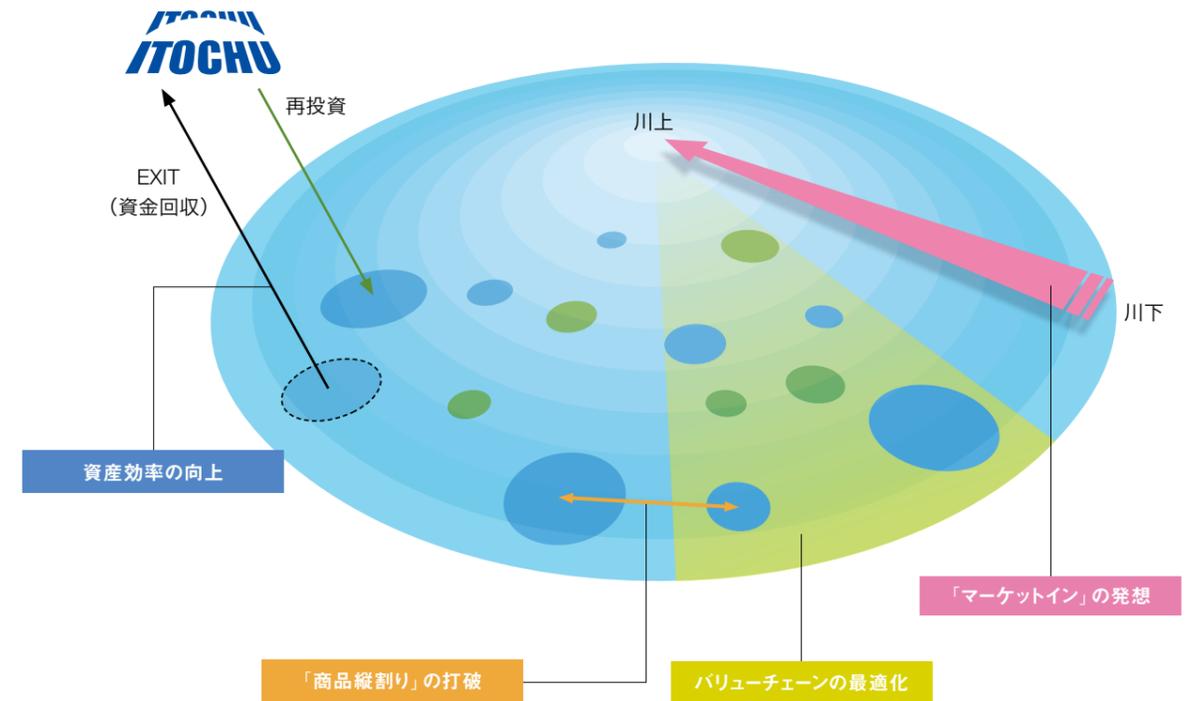
## STEP 2:「面」の拡大によるトレードと事業投資からの取込利益の拡大

新規トレードの獲得やシナジーの創出等により、面的・連鎖的にビジネスを創造すると共に、「稼ぐ、削る、防ぐ」の徹底や事業再編等により、事業経営の高度化を図ることで、トレードと事業投資における収益力の拡大に取り組んでいます。



## STEP 3:「面」のバージョンアップによる持続的な価値創造

川下を起点とした「マーケットイン」の発想への転換を図り、「商品縦割り」を打破し、各カンパニーの連携を高めることで、消費者ニーズや社会要請に対応可能なビジネスのバージョンアップを目指します。また、継続的な資産入替に加え、新技術・データ活用によるバリューチェーンの最適化や事業管理の効率化等により、資産効率の向上を図ります。



## ■ 事業展開例：ファミリーマートを中心としたCVS事業

CVS(コンビニエンスストア)事業においては、当社グループが連携することで、川下から川上に至るバリューチェーンの構築・強化を図っています。ファミリーマートを中心としたCVS事業の価値向上を目指し、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カンパニーが中軸となり、カンパニーの垣根を越えたシナジーの創出を推進しています。

システム構築から什器リースまで、国内約16,600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。

### 運営支援\*



### 中間流通\*

各店舗への物流を担当しています。



### サービス\*

金融・保険等の分野で生活に密着した幅広いサービスを提供しています。



\* 例示している商品・サービス等は、すべて当社グループ(当社、子会社、関連会社)及び当社の事業パートナーが提供しています。

## 不透明な経営環境を見極めつつ、 新たな成長ステージを意識した、 十分な備えを実践する年に していきます。

代表取締役 副社長執行役員 CFO

鉢村 剛



### Q 2020年度の財務・資本戦略の総評を お聞かせください。

#### A 未曾有の経営環境下でも「財務・資本」領域を しっかりと守り切ることができました。

2020年度は、新型コロナウイルスのパンデミックに伴う極めて厳しい経営環境でしたが、「財務・資本」領域をしっかりと守り切り、総合商社「三冠」を導く結果を残すことができましたと総括しています。

2015年度のCFO就任以降、「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」することをコミットメントとして掲げ、一貫性のあるB/Sマネジメントを実践し続けています。2020年度につきましても、今後の当社グループの更なる成長に資するファミリーマート非公開化に伴う大型投資(約5,200億円)を実行する一方で、未曾有の経営環境の中でも「A格にふさわしい財務体質」を堅持しています。

それは財務の健全性を示す、例えば、2020年度末の株主資本比率(29.7%)が前年度末比で2.2ポイント上昇している点や、NET DER(0.78倍)が大型投資の実行等にもかかわらず、過去最良の水準であった2019年度末に迫る水準であった点にも表れています。

また、基礎収益は、新型コロナウイルスのマイナス影響(約▲560億円)を含め、約4,525億円となりましたが、期初計画の4,000億円を大幅に上回ると同時に、当該影響が僅少となった場合には5,000億円を超え、コロナ前とも遜色のない安定的な「収益力」が維持できたものと考えています。

更に、実質営業キャッシュ・フローにつきましても、過去最高であった前年度に次ぐ約5,740億円となり、「キャッシュ創出力」という観点でも高い景気変動耐性を示すことができました。

次ページの表は、少々対象期間を上げ、「Brand-new Deal 2017」期間より過去3か年のKPIがどの程度向上したのかを比較したものです。

連結純利益や基礎収益が示す「収益力」、更に実質営業キャッシュ・フローが示す「キャッシュ創出力」が共に飛躍的に向上しており、非資源分野を中心とする

単位: 億円	Brand-new Deal 2017 (2015~2017年度)	Brand-new Deal 2020 & 2020年度 経営計画 (2018~2020年度)	増減
連結純利益(3カ年累計)	約9,930	約 14,030	約 +4,100
基礎収益(3カ年累計)	約11,020	約 14,100	約 +3,080
実質営業キャッシュ・フロー(3カ年累計)	約12,550	約16,900	約 +4,350
実質フリー・キャッシュ・フロー(3カ年累計)	約2,850*1	約6,260	約 +3,410
総還元額(3カ年累計)*2	約3,180	約5,290	約 +2,110
総還元性向(3カ年累計)	32%	38%	6pt上昇
EPS(3カ年平均)	211.3円	309.8円	+98.5円
ROE(3カ年平均)	13.8%	15.9%	2.1pt上昇

\*1 CITIC投資(約6,000億円)を含む

\*2 各年度の中間配当・期末配当及び自己株式取得の合計額

収益基盤の強みが発揮されていることが、お分かりいただけたと思います。また、株主の皆様に対する「総還元」につきましても、株主還元後の実質フリー・キャッシュ・フローの黒字化を達成しつつ、安定的なキャッシュ創出力を源泉にして、総額も比率も「Brand-new Deal 2017」期間を上回る形で、実施することができました。

一方で、投資は、のれんの積み上がりにつながる高掴みを回避し、知見のある分野や地域に厳選する等の徹底を図ると共に、各年度の余資を蓄えた上で大型投資を行うといったコントロールを実施し、不要な有利子負債は削減することで、高い財務健全性を担保しています。

当社が特に重視するROEやEPS(1株当たり連結純利益)は、「3つのバランス」を伴う財務・資本戦略の実践により着実に向上し、投資家や株主の皆様にもご評価いただいた結果、2020年度における当社の株価は、上場来高値を33回更新しました。

### Q 「Brand-new Deal 2023」における財務・ 資本戦略のポイントや留意点を教えてください。

#### A ポイントは、従来通りの方針をブレずに 実践することです。

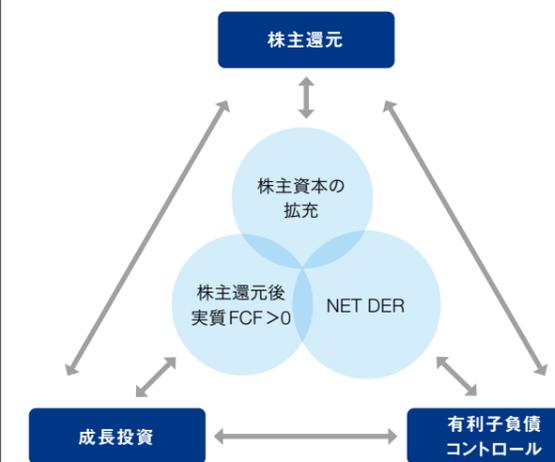
世界的な新型コロナウイルスのワクチン接種の進捗に伴い、景気回復への期待値は高まる一方で、感染再拡大の懸念やコロナ後の経営環境に対する不確実性が払拭できない状況です。更に、今後の金利や為替、株価の動向に加え、歴史的な高値圏で推移する資源価格の下

落リスクや長期化する米中貿易摩擦等の地政学リスク、膨らむ財政支出に対応する増税の議論等についても、これまで以上に目を光らせる必要があります。

また、昨今の「SDGs」、特に加速する「気候変動」対応の流れは、大きなビジネス機会を創出する一方で、特にGHG排出量の大きい製造業や座礁資産の割合が高い企業等において、事業撤退や製品の陳腐化、組織再編等に伴うコストの織り込みが更に進むものと想定され、不透明な経営環境が長期化する可能性があると考えます。

このような局面では、特定の方向に過度に偏らないバランスの取れた経営が求められるため、「Brand-new Deal 2023」におきましても「3つのバランス」を堅持し、高効率経営(高ROE)の継続とEPSの持続的な成長を図る、従来の財務・資本戦略に変更はありません。

#### 3つのバランスを意識し高ROEを実現



また、留意点として、市場からもご質問が多かった今年6月に公表した自己株式取得の終了に関して、説明いたします。当社が特に重視するROEやEPSの向上につきましては、基本的に持続的な利益伸長により目指す方針である点は、既にご理解の通りであると思っております。2021年度は、非資源分野の利益伸長や資源価格の上昇に伴う寄与等もあり、前年度を相当に上回る利益が期待できる状況にあります。一方で、2022年度以降の経営環境は、依然として不透明さが払拭できないことから、公表していた自己株式取得については一旦リセットし、2022年度以降の備えとすることが適切であると判断いたしました。但し、当社は、過去よりキャッシュ・アロケーションの状況を見極めた上で、機動的かつ継続的な自己株式取得を実行しており、今後もその基本的な方針に変更はありません。

**Q 「Brand-new Deal 2023」におけるキャッシュ・アロケーションの考え方を教えてください。**

**A 「余資」の範囲内で、バランスの取れた成長投資と株主還元等を検討していきます。**

「Brand-new Deal 2023」期間中の平均として、仮に実質営業キャッシュ・フローを6,000億円とした場合、毎年恒常的に発生する1,500~2,000億円程度のCAPEXと約1,500億円の株主還元(100円/株で仮置き×配当対象株数約15億株)を差し引いた2,500~3,000億円程度が、単年度で使用できるEXIT等の回収を考慮した後のネットの投資額と追加の株主還元等にも使用可能な「余資」となります。今後は、その「余資」の範囲内で、成長投資の実行及びそのリスクバッファーとしての株主資本の拡充、更に追加の株主還元等について、バランスの取れた配分を検討していく考えです。

DPS(1株当たり配当金)につきましては、「Brand-new Deal 2023」期間においても2015年度に掲げた着実に増配を行う累進配当を継続すると共に、中計初年度となる2021年度は、前年度88円より6円増配となる94円を下限としてスタートし、中計期間中に100円を目指す旨を公表しました。しかしながら、その後の投資家や株主の皆様との「対話」を通じて得られた市場の期

待を改めてよく検討した、修正株主還元策を公表することを予定しています。

また、「Brand-new Deal 2023」期間では、2021年度の基礎収益の期初計画5,300億円から6,000億円のステージに向けて、当社の資本コスト8%を前提とする優良な投資案件を模索していく方針です。2020年度においては、既存の投資案件に関して、従来以上に厳しい前提を用いた評価を行い、先々を見据えた懸念の一扫を図ると共に、社内の投資基準についても業種別のハードルレート(国別)を従来の約40業種から約70業種に変更する等、現状に合った形に見直しています。(▶ Page 40 事業投資)

2021年度につきましても4度目となる投融資協議委員会の委員長をCFOが務めることの意義を踏まえ、常に客観的かつ保守的な視点で経営環境を捉えた上で、建設的な議論を牽引していければと考えています。

**Q 資本コストの低減に繋がる施策等があれば、お聞かせください。**

**A 引続き、信頼性の高い「対話」を実現していくことが重要であると考えます。**

私は、積極的なIR活動の推進は、資本コストの低減に繋がると考えています。コロナ禍という特殊な環境下においても、自ら先頭に立ち、ステークホルダーの皆様、特に投資家や株主の皆様にご理解、ご判断いただけるように、質的にも量的にもこれまで以上に拡充した形で「対話」を実施しています。総合商社

**対話と企業価値向上のポジティブサイクル**



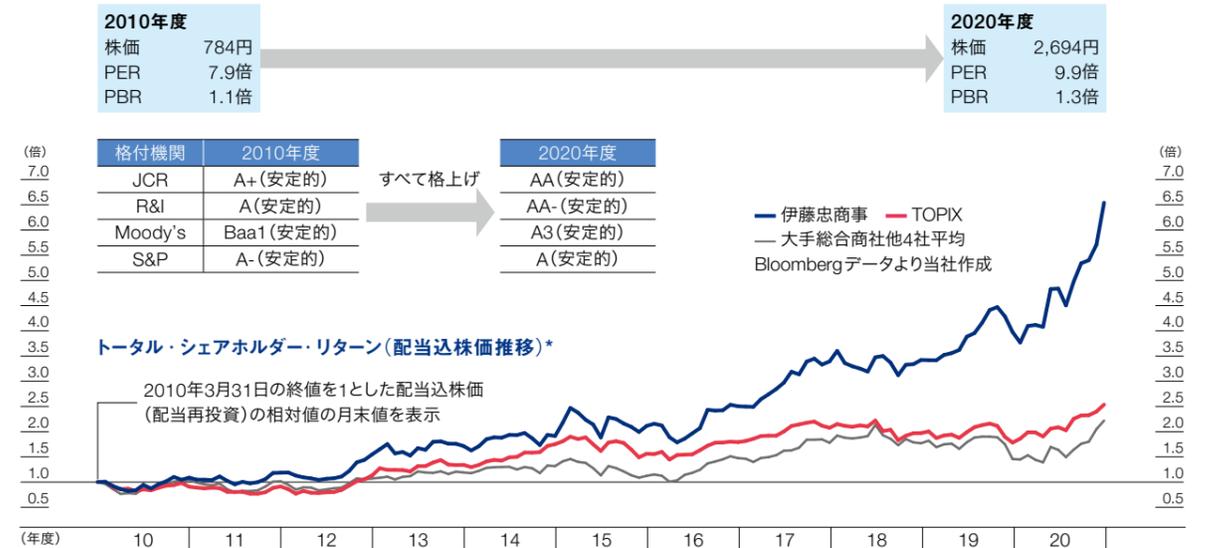
のリーディングカンパニーの1社として、信頼性の高い「対話」を実現し、市場の声をお聞きすると共に、適時適切な「情報開示」を継続することで、資本コストの更なる低減に繋げていく考えです。

また、「ESG」の観点では、昨今の「環境」意識の高まりといった潮流を踏まえ、今年3月に総合商社で初となる公募SDGs債(米ドル建て無担保普通社債)を発行し

ました。今回は、蓄電池、太陽光・風力発電等の再生可能エネルギーの利用促進や、認証付きコーヒー豆の調達等を資金使途とした発行であり、「SDGs」への更なる取組強化を目的としていますが、債券市場に対しても当社の真摯な取組姿勢をご認識いただけたと思います。今後も市場のニーズを意識した対応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く所存です。

**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

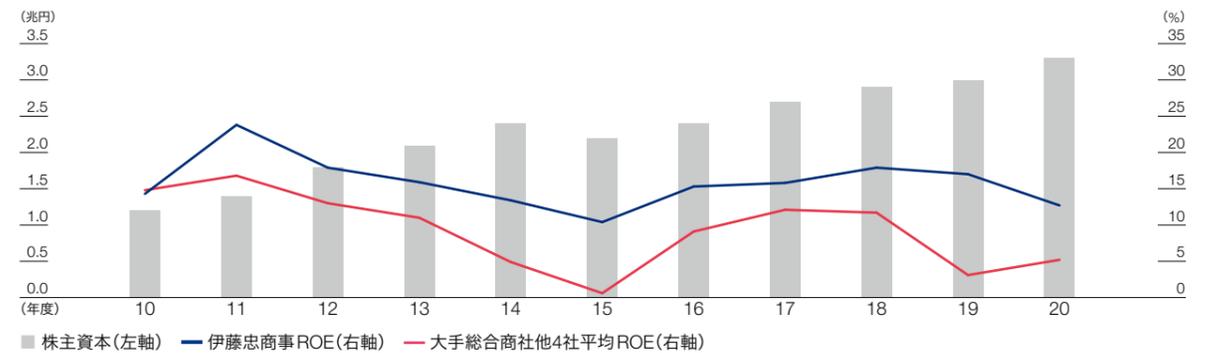


**2021年3月31日現在のTSR\***

保有期間	過去1年	過去2年	過去3年	過去4年	過去5年	過去10年
伊藤忠商事	64.5%	91.2% (38.3%)	92.8% (24.5%)	161.3% (27.1%)	209.6% (25.4%)	501.6% (19.7%)
TOPIX	42.3%	28.7% (13.5%)	22.2% (6.9%)	41.6% (9.1%)	62.5% (10.2%)	179.6% (10.8%)
大手総合商社他4社平均	48.8%	23.3% (11.0%)	25.3% (7.8%)	52.2% (11.1%)	100.2% (14.9%)	110.0% (7.7%)

\* 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。グラフは2010年3月末の終値を1とした配当込株価(配当再投資)の相対値の月末値を表示。表は2021年3月末の終値を終点にして遡った保有期間の収益率を記載(括弧内は1年平均の収益率を幾何平均により年換算して表示)

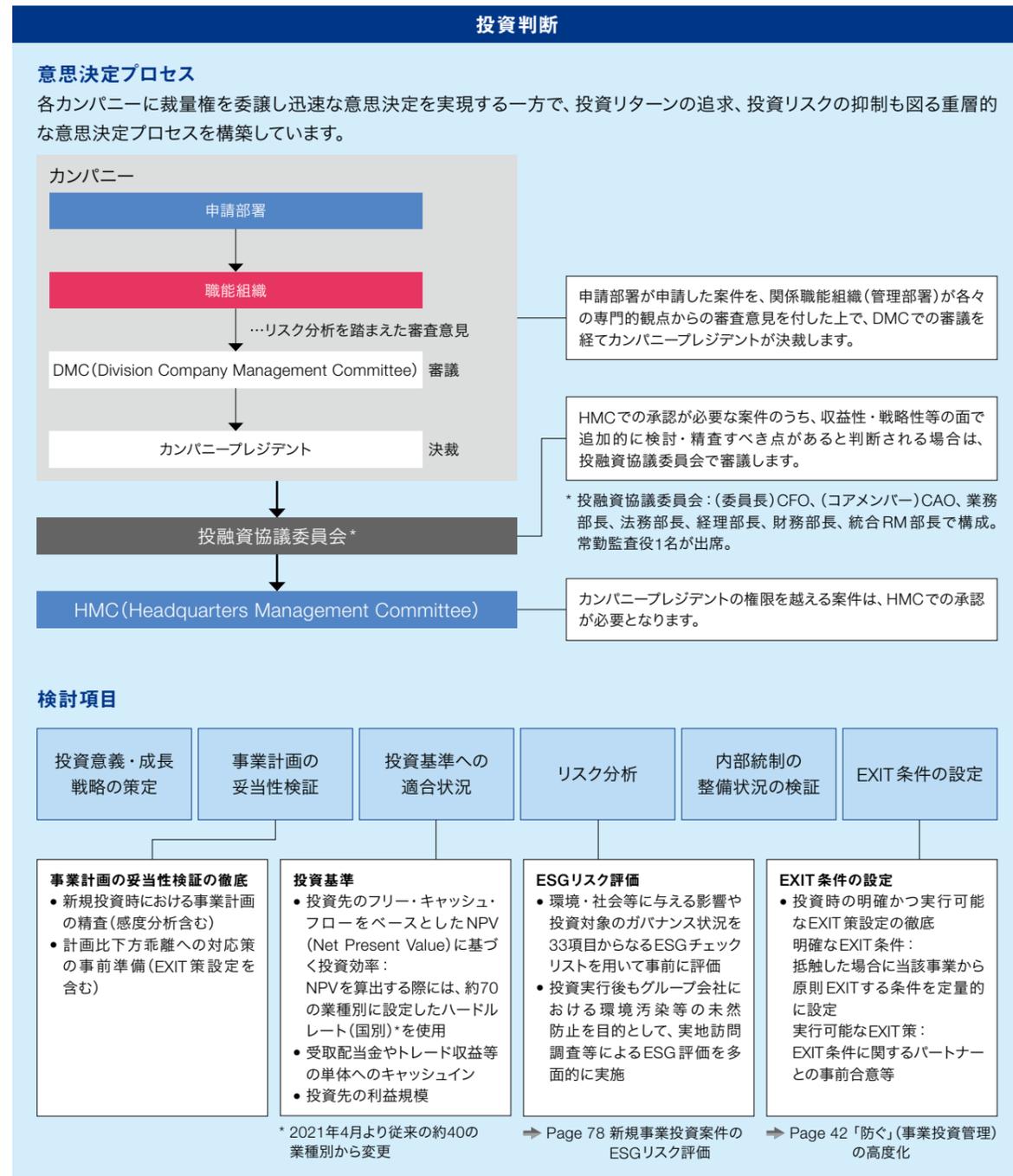
**ROE及び株主資本の推移**



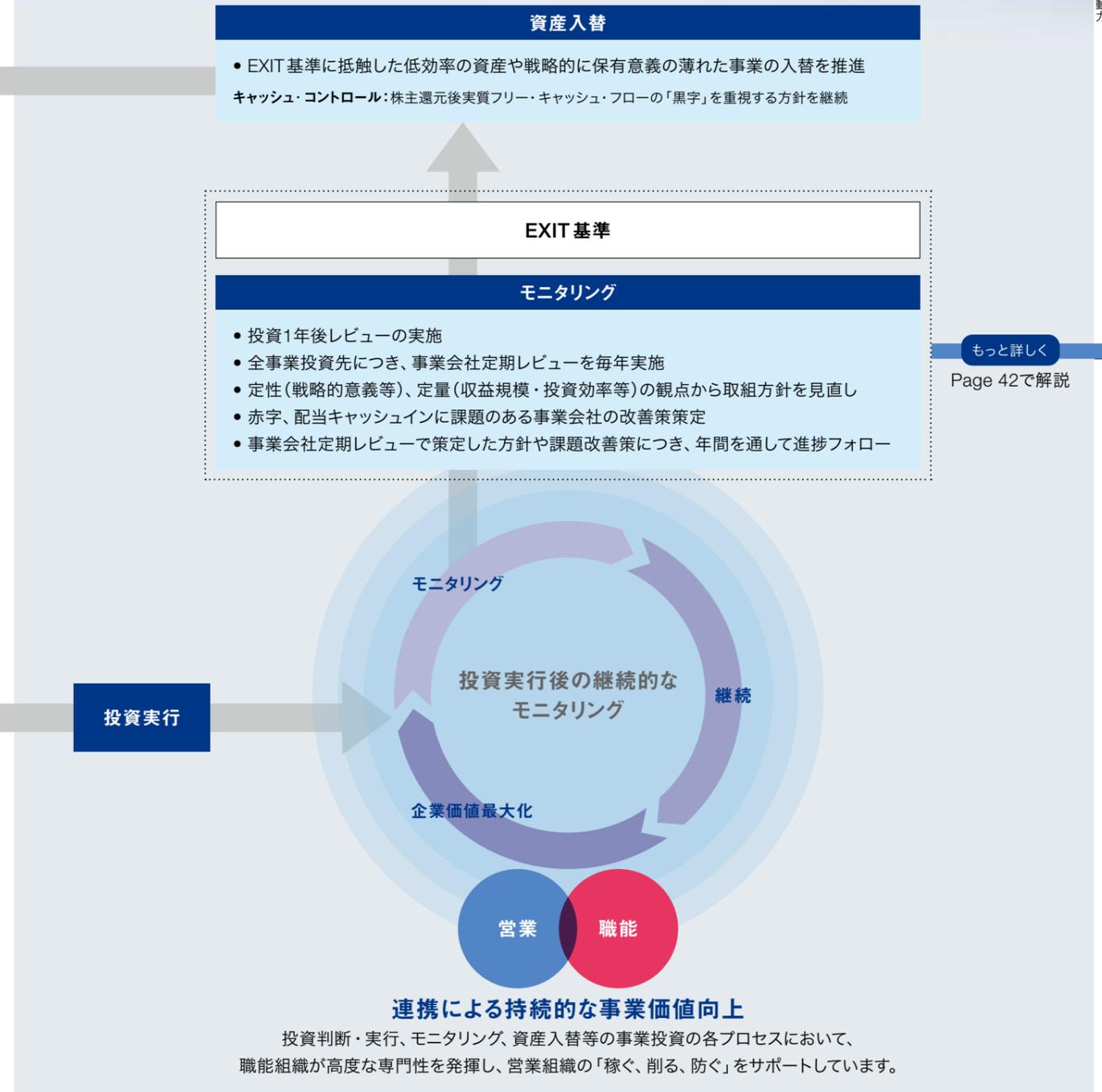
# 事業投資

## ■ 事業投資プロセス

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。更に投資の大型化等を踏まえ、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。



01 持続的な価値創造の原動力



もっと詳しく 「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賅えない事業は整理・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。

事業 EXIT 選定基準

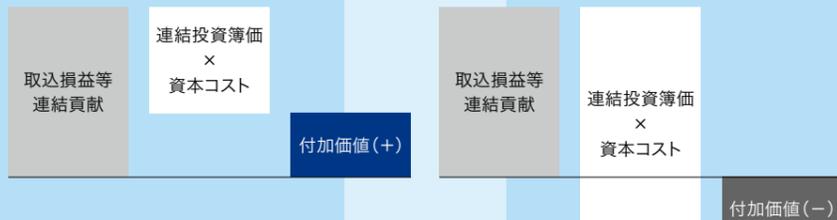
- ① 3期累計赤字
- ② リターンの投資時計画比下方乖離
- ③ 付加価値 [連結貢献\*1 - (連結投資簿価 × 資本コスト\*2)]の3期累計赤字

\*1 連結貢献：取込損益とトレードメリットの合計  
\*2 資本コスト：国別・業種別に設定

付加価値がプラス

付加価値がマイナス

連結貢献はプラスだが、資本コストを下回る  
= 低効率な投資となっており、  
黒字でもEXIT 検討対象となる



何れかの基準に  
抵触した場合

DMCで事業継続の可否を審議  
⇒ 資産入替や課題改善の促進

事業継続方針

- クリアすべき項目
- ① 連結リターンの改善
  - ② 連結投資簿価の上昇抑制
  - ③ 赤字・損失の防止

HMCで保有方針を承認

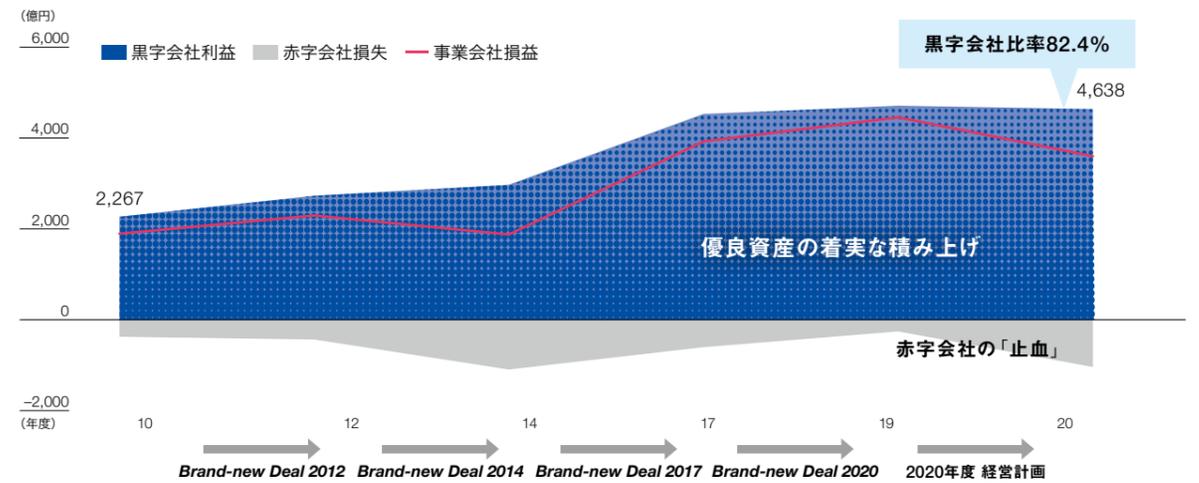
事業の状況に応じ、  
ESG 視点のモニタリングを実施  
→ Page 78 グループ会社実態調査

資産効率の向上

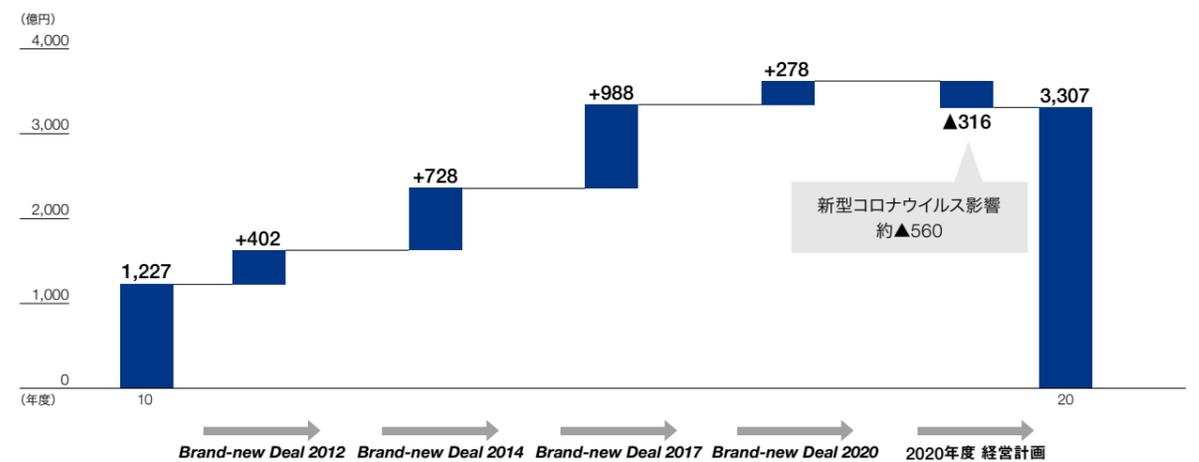
事業会社の企業価値向上

当社は、「稼ぐ、削る、防ぐ」の徹底を図ると共に、各種レビュー等を通じたモニタリング強化を実践することで、事業会社の企業価値向上に繋がっています。例えば、シナジーを含む事業投資の戦略的意義や収益規模、投資効率等の定性・定量両面からの検証に加え、与信管理や各資産における回収可能性の評価を常に保守的な前提を用いて実施する等、将来損失懸念の早めの手当を実践することで、着実に優良な資産を積み上げています。その結果、非資源分野を中心に、分野分散の効いた景気変動耐性の高い強固な収益基盤の構築を実現しています。

これまでの成果① 「稼ぐ、削る、防ぐ」による継続的な事業会社損益の積み上げ



これまでの成果② 機動的・継続的な資産入替による非資源分野の基礎収益力の向上





「三方よし」を指針に、現場目線での「本質」を追求した取組みを通じ、持続的な企業価値の向上に繋げていきます。

代表取締役 副社長執行役員 CAO

小林 文彦

**Q** 伊藤忠商事のサステナビリティに関する基本的な考え方をお聞かせください。

**A** 「実行すべきこと」と「具体的な道筋」の設定を心掛け、現場目線で「本質」を追求することにこだわっています。

当社はサステナビリティに関する取組みにおいて、常に現場目線で「本質」を追求することにこだわっています。商いを通じて企業価値向上に着実に繋げていくという基本姿勢の下、信用を重んじる商人として、時代の潮流に漫然と追随するのではなく、社会課題の中で当社が優先的かつ主体的に解決を図る「実行すべきこと」を重要課題(マテリアリティ)として定め、達成に向けた「具体的な道筋」(アクションプラン)を同時に設定して取組んでいます。(⇒ Page 76 サステナビリティ推進の取組み)

取組みの方向性を定める上での判断軸となるのは、創業以来、当社の底流に流れ続けてきた初代伊藤忠兵衛

サステナビリティ上の重要課題(マテリアリティ)

サステナビリティ上の重要課題(マテリアリティ)		関連するSDGs
	<b>技術革新による商いの進化</b> 新技術へ積極的に取組み、産業構造の変化に既存ビジネスの枠組みを超えて挑戦することにより、新たな価値創造を行います。	9
	<b>気候変動への取組み(脱炭素社会への寄与)</b> 気候変動による事業影響への適応に努めると共に、脱炭素社会へ寄与する事業活動の推進や、温室効果ガス排出量削減に取組みます。	7, 13
	<b>働きがいのある職場環境の整備</b> 社員一人ひとりが誇りとやりがいを持ち、多様性を活かして、能力を最大限発揮できる環境を整備します。	5, 8, 10
	<b>人権の尊重・配慮</b> 事業活動を通じた人権の尊重と配慮に取組み、事業の安定化を実現すると共に、地域社会の発展に寄与します。	6, 8, 11
	<b>健康で豊かな生活への貢献</b> すべての人のクオリティ・オブ・ライフの向上を目指し、健康で豊かな生活の実現に貢献します。	3, 9, 12
	<b>安定的な調達・供給</b> 生物多様性等、環境に配慮し、各国の需要に合わせた資源の有効利用と安定的な調達・供給に取組むことで、循環型社会を目指します。	6, 12, 14, 15
	<b>確固たるガバナンス体制の堅持</b> 取締役会は独立した客観的な立場から経営に対する実効性の高い監督を行うと共に、意思決定の透明性を高めることにより、適正かつ効率的な業務執行を確保します。	10

の創業の精神、「三方よし」です。目先の利益を追うことなく長期的な目線に立ち、自社だけではなく取引先や社会の利益も重んじてきた創業来の商いの哲学が、これからも持続的な発展の指針となっていくことには変わりはありません。

**Q** 人材戦略の特徴と狙いについてお聞かせください。

**A** 「日本一良い会社」を目指し、独自性の高い施策で「働きがいのある職場環境の整備」に努めています。

人事施策を重要な経営戦略と位置付け、「本質」を追求した取組みを徹底しています。

約4,200名という大手総合商社で最小規模の単体従業員数で、熾烈な競争を勝ち抜くためには、労働生産性を高める必要があります。そのためには、一人ひとり

の社員が健康を維持し、やりがいを持って、思う存分に個人の能力を発揮する環境を整備する必要があると考えています。2013年度に導入した「朝型勤務」はその代表例です。社員の夜型の多残業体質からの脱却、健康改善や業務効率化で創出した余剰時間を、お客様対応や能力開発、健康増進に繋げることに主眼を置いたもので、世の中の「働き方改革」の先駆けとなりました。

定性的な長期目標としては、「日本一良い会社」という企業像も追い求めています。きっかけは、「私の中では、伊藤忠が一番良い会社です」という言葉を残し、4年前にがんで亡くなったある社員の一通のメールです。岡藤会長CEOはその社員の霊前で、涙ながらに「日本一良い会社」にすることを誓いました。この時に導入した「がんと両立支援施策」をはじめ、独自性の高い施策で、社員が安心して働くことができる環境の整備を推進しています。

2021年は、就職人気企業ランキングで主要7機関から総合商社No.1、そのうち4機関から全業種No.1の評価

を獲得しました。これはやや穿った見方かもしれませんが、学生さんたちにとって当社がこの先、自身の人生を託すに値する「サステナブル」な企業であると感じていただけという証しなのではないかと思うのです。「日本一良い会社」という理想にゴールはありませんが、着実に前進している手応えを感じています。(⇒ Page 80 人材戦略)

### Q 新型コロナウイルス対応の背景にある考えを教えてください。

#### A 現場を守る社員の安全を重視すると共に、社会のお役に立ち、1日も早い経済回復に貢献できればと考えています。

「本質」を追求する取組みは、コロナ禍における様々な対応でも一貫しています。当社が経営の軸足を置く生活消費分野では、取引先企業が最前線で人々の日常生活を支えており、当社も全力で現場を守らねばなりません。勿論、何よりも重視すべきは社員とその家族の安全ですので、最大限に厳格な感染対策を講じ、かつ感染状況を注視しつつも、勤務体制を硬直的に定めることはせずに、2020年より20回程度にも及んで、出勤率を機動的に変更してきました。

また、1日でも早く現場で働く社員に安心してもらいたいという想いから、ワクチンの職域接種についても、政府による方針公表後、いち早く実行に移しました。当社の社員はもとより、東京・大阪本社ビルで勤務するグループ会社の社員、東京本社ビルの受付・警備・清掃・食堂等の業務委託先の社員等、約6,000名の希望者全員への接種を実施しています。

職域接種にあたっては、ただ社員の接種を急ぐだけではなく社会のお役に立てることはないか考えました。企業による大規模接種会場や医師の確保が地域医療の負担を増大させるという新たな社会課題が生じていたため、当社では、自社の社屋で、当社の産業医と看護師、社員ボランティア、独自のシステムの活用といった、自社で完結できる身の丈に合った職域接種の実施を重視しました。また、当社の取組みが多くの企業に広がり、地域医療の負担軽減と1日も早い経済回復に貢献できればという想いで、職域接種で得たノウハウやマニュアル、

都度発生する課題は当社ウェブサイトで日々公開し、同時に接種会場も医療機関関係者や企業の担当者様に公開しました。多くの方が見学にお見えになり、地方公共団体からも大きな反響の声をいただいています。

保育士の方々も、現場を支える大切なエッセンシャルワーカーです。子供の安全が確保されてこそ、社員も安心して働くことができますし、医療従事者の方々も、保育士の尽力があってこそ医療に専念ができます。こうした考えから、当社事業所内保育所の運営委託先を通じ、東京・大阪に勤務する約1,500名の保育士の皆様にもワクチン接種を実施しています。保育士の皆様をはじめ、私たちの生活を献身的な努力で守っていただいている人々に対する支援の輪が広がることを願っています。

### Q コーポレート・ブランディング活動の目的はどのようなものでしょうか？

#### A 「世間」との接点を広げ、より大きな社会的責任を果たし、企業価値を高めていくことです。

当社では2020年1月、ブランディングやクロスメディア戦略のエキスパート等で構成される「Corporate Brand Initiative(CBI)」をCAO直轄組織として設置し、コーポレート・ブランディングを推進しています。

2020年度に総合商社「三冠」を達成したこともあり、当社は、世間から総合商社を代表する存在として見られるようになり、以前にも増して大きな社会的責任を担っていると言えます。より幅広いステークホルダー、更には、社会全体の期待に応えていくためには、これまで当社にあまりご関心をお持ちでなかった方々を含む「世間」に対して、より当社の存在意義や活動を認知していただく必要があります。また、中期経営計画の基本方針として掲げる「SDGsへの貢献・取組強化」と「マーケットインによる事業変革」の着実な遂行を図るためにも、生活者や社会とのコミュニケーションを戦略的に進めねばなりません。こうした背景もあり、当社はこれまでとは全く異なるアプローチのコーポレート・ブランディング活動を進めています。

最初に取り組んだのは、社内報を「広報誌」のコンセプトへと変えてクオリティを高め、社員だけでなく幅広いステークホルダーに読者を広げることでした。誰が読んでも楽しめて、読み終わっても捨てられず、本棚に戻してもらえる雑誌をコンセプトとした「星の商人」は、東京・代官山と大阪・梅田の蔦屋書店にも置いていただく等、一般の方々との有効なコミュニケーションのチャネルとなっています。この他、新聞広告、当社ウェブサイト上での各種動画、SNSやラジオ番組等の様々なチャネルを通じて、ターゲット毎に工夫を凝らし、一般的に抱かれてきたこれまでの総合商社とは異なるイメージを打ち出しています。2021年4月には、当社のSDGs活動を発信するだけでなく、世の中のSDGsへの取組みも後押しする場として、「ITOCHU SDGs STUDIO」を開設しています。

企業側からの一方的な発信ではなく、生活者の視点に立ったコミュニケーションというアプローチを取ることができるのは、生活消費分野に強みを持ち、「マーケットイン」の姿勢を徹底する当社ならではの強みだと思います。

### Q 近年、ESG外部評価が改善した背景をどのように分析していますか？

#### A 具体性のある方針を示し、確実に実行してきた「本質」を追求した取組みが、評価の改善に繋がったと考えています。

2017年に年金積立金管理運用行政法人(GPIF)が3つのESG関連インデックスを選定した際、総合商社の中で当社のみ、どのインデックスにも採用されませんでした。ESG外部評価の低さを重要な経営課題と認識して、それ以降、CAO直轄のサステナビリティ推進部が主体となって、外部の意見を踏まえながら原因を分析し、開示後の評価を検証、更なる開示の拡充に繋げるサイクルを回してきました。私自身も幾度となく外部評価機関に赴き、対話を実施しました。そうした3年間の地道な取組みを通じ、現在ではGPIFが採用する4つのESG関連インデックスすべてにおいて総合商社として唯一採用される等、様々な外部評価機関にご評価いただけるようになりました。

また、2018年には、環境省の支援を受け、気候関連

財務情報開示タスクフォース(TCFD)の提言に基づいたシナリオ分析を実施しました。そのシナリオ分析を通じた「実効性」を十分に見極めた上で、2019年にTCFDの提言への賛同を表明し、経済産業省・環境省・金融庁の支援を受けて設立された「TCFDコンソーシアム」にも参画しています。このような上辺だけの賛同ではない「本質」を意識した地道な取組みの結果が、「一般炭権益からの完全撤退」の方針や、業界初となる自社で保有するすべての化石燃料事業・権益のGHG排出量の開示にも繋がっています。中期経営計画の「SDGsへの貢献・取組強化」では、抽象的な取組方針や聞こえの良い言葉を並べるのではなく、長期目標の達成に向けた「具体的な道筋」を、定量的に示しています。こうした具体性を伴う方針を示し、確実に実行してきたことが当社の特徴であり、外部評価の改善に繋がったものと考えています。(⇒ Page 65 気候変動への対応状況)

### Q 企業理念「三方よし」の浸透をどのように進めていますか？

#### A 特別な取組みはしなくても、一人ひとりが既に理解し、実践しています。

2020年4月にグループ企業理念を「三方よし」に改訂して以降、社内浸透のための説明会等の取組みは行っていません。これは一人ひとりの社員に既に、無意識のうちに企業文化として根付いていることから、特別な啓蒙は不要だと考えているからです。それほど「三方よし」は当社にとって馴染み深い精神です。「三方よし」を指針として、サステナビリティの「本質」を社員一人ひとりが理解し、商いの場で実践しているからこそ、各取組みが企業価値の向上に確実に繋がっているのだと思います。「SDGsへの貢献・取組強化」については、様々な現場で取組みが加速しています。「三方よし」が浸透している証左ではないかと、大変誇らしく感じています。

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考えています。そのような企業理念が社員一人ひとりに浸透していることは、当社にとって幸せなことですし、伊藤忠グループが守っていくべき大切な財産であり、我々の金看板だと考えています。