

# 中期経営計画 2026 質疑応答

---

開催日： 2023年5月9日（火） 10:00～11:30

説明者： 代表取締役社長 堀 健一  
代表取締役専務執行役員 CFO 重田 哲也  
執行役員 経理部長 栗原 雅男

司会進行： IR 部長 小西 秀明

---

## <質問 1>

新中期経営計画全体の考え方において、戦術という意味では前中期経営計画が間違っていなかったと捉え、それを踏襲していると理解しています。例えば、他商社との違い、グローバル企業の中の三井物産の位置付け、「Partner of Choice を目指す」ということが答えになるのかもしれませんが、今回の中期経営計画を進めていった3年後の時点で、社長として株主に一番訴えたいポイントを教えて下さい。

## <堀>

世界の地政学を含めたボラティリティが上がり、世界的課題をたくさん抱えている状況を鑑みて、今回の中経のテーマを「Creating Sustainable Futures」としました。

当社は日本にルーツのあるグローバル企業として、高度なグローバルの連携、企業間のコンソーシアムを構築する能力と実績を積み重ねなければ、優良グローバル企業として生き残っていきません。そのため、この新中経における様々な施策の実現を通じて、このような企業になっていきたいと考えています。

当社は商社として様々な部門があり、本日説明した通り、部門間の垣根を一気に下げ、横断的な連携を推進していきます。一つ一つの国をしっかりとわかっていなければグローバルな対応もできないため、特に強みのある地域により刺さり込み、会社のノウハウを使い産業連携に繋げていきます。そこで初めて、グローバルで競争力のある、高度なコンソーシアムを作る企業体として機能できるので、そのようなところを意識していきたいと思います。

当社の場合、日本はもちろん、米国やアジア、南半球由来の事業を手掛けており、さらにヨーロッパでの新しい取組みも行っています。加えて、中国のマーケットとしての重要性は論を俟たないところです。このように様々な活動を地球規模で行っているため、グローバルなバランスをしっかりと取っていくことが大事です。その点で評価をいただいているケースもあると思います。

当社は事業体としての歴史がありますが、在り方を十分に活かしてプレゼンスを上げていく対応に、一丸となって取り組んでいきます。

## <質問 2>

プレゼンテーション資料 33 ページの「適切な資本構成」について、今回色々な KPI を出している中で、3年後のバランスシートの姿が外からはよくわかりません。2023年3月期末のネット DER

0.5倍は、外から見る限りは間違いなく自然と低下してしまうと見受けられます。例えば3年後のバランスシートの規模感、前中期経営計画でのキャッシュの残り約1.2兆円の今後のバランスシートへの活かし方等について、適切な資本構成に関する今のお考えをお聞かせ下さい。

<堀>

前中期経営計画において、1兆円を超えたマネジメント・アロケーションが手元にあるということは、今までのエンゲージメントでの会話の通りです。

これをバランスシート強化に当てると説明しましたが、当社が直面する振幅度の高い経営環境に対して、十分な備えを作ることができたというのが経営者としての実感です。

この備えをどのように活用していくかについて、新型コロナウイルス感染症の流行が収まった時に世の中がどのようになっているのか、全社員が現場で案件を目視し、今取り組むべき案件はどのようなものなのか、複数の目で世界中を探索しました。現在、投資計画で想定している案件の何倍ものパイプライン案件が手元にあります。幸い、現地の社員も含めて、コロナ禍も後半はある程度機動的に動くことができ、そのため、想定より少し早いタイミングで案件形成ができたものもありました。前中期経営計画のキャッシュアウトに間に合っていないため、新中期経営計画でのキャッシュアウトになりましたが、このような案件が積み重なっています。優良な案件であるため、優先的に実行していこうと思いますが、豊富な案件群でどのように高い収益性を上げるかが重要です。どの会社にも当てはまると思いますが、資本コストが上昇傾向にあると分析しており、インフレの経済環境において十分な機能を持った価格形成を行える事業を選んでいくとなると、相当な絞り込みが必要だと思います。

このように、案件の厳選、良質化、或いは時間軸のコントロールが必要になります。その中には優良な案件も出てくる可能性があり、先ほどお話しした前中期経営計画の終わりに行った準備が色々な形で効果を発揮すると思います。

このような状況を踏まえ、キャッシュ・フロー・アロケーションで示した3年間のモデルにおいて厳選した結果の投資行動、株主の皆様へ還元したい金額、いざという時の機会に対応できる財務体力、非常に厳しい経営環境になった場合への耐性能力を含めて考えています。

Debt Equity レシオが低いレベルに下がってきていますが、当社として機動力を発揮できるルームがあるという考え方に従っていきたいと思います。

ROEは大事であるため、資本効率を上げていく必要があります。株主還元も一定の割合で取り組む必要があります。そのような形式で資本金を一定のレベルで回していくことを総合的に考え、中期経営計画で示した定量的な計画になっています。

これからの経営環境は様々な動きが起こりえるため、1つの指標にこだわるのではなく、対応能力やメニューの広さ、KPIを同時に見て管理していく考えです。

<質問3>

26/3期当期利益の目標9,200億円は、一過性要因を除く24/3期の当期利益の約7,000億円から、3年間で約2,200億円伸ばす計画になります。どの分野でどのような収益貢献があるのか、この計画の達成確度について教えて下さい。

<堀>

新中期経営計画で示している基礎収益は、2026年3月期の商品市況前提や為替前提で、2024年3月期から計算したものです。中期経営計画で掲げた1,700億円の基礎収益向上は、全事業本部長との事業計画の擦り合わせに基づいており、基本的には積み上げた結果となっています。

前中経期間中は商品市況やマーケットの振幅度が高く、商社機能を発揮する機会も多かったですが、新中経においてはそこに対する正常化が進むという前提を置いています。ボラティリティが上がると当社の利益の機会が増えるというのは過去の実績が示す通りです。ただし、それらは計画に組み込むものでもないため、反動減はあります。

1,700億円の基礎収益向上のうち、35ページのチャートに記載されている案件の新規収益貢献は約600億円になります。内訳を3つの攻め筋に分けると、Industrial Business Solutions、Global Energy Transition、Wellness Ecosystem Creationが約3分の1ずつ成果を出すという積み上げになっています。案件に名前が入っていないWellness Ecosystem Creationのフードサイエンス分野の案件やタンパク質関係の案件も含まれています。

また、オーガニックな成長に由来するものが約1,100億円あります。その内、Industrial Business Solutionsは300億円強です。モビリティのいろいろな事業群、アジア方面での自動車事業やその他機械関係のグローバルなオペレーション、化学品のメタノール、アンモニアの商品が挙げられます。アンモニアは新エネルギーでなく、既存の仕事となります。また、タンクなどのロジスティクス事業のオーガニックグロース、そして素材、エネルギー、金属資源も含めて量的拡大を見込んでいます。

Wellness Ecosystem Creationは、食料やウェルネスのオーガニックグロースで約100億円と計算しています。

また事業の効率化やターンアラウンド、現在赤字となっている事業からの撤退や黒字化により、全社で約400億円を見込みます。この中には2023年3月期は苦しい数字になったコーヒーのようなトレーディングの領域も入っています。2023年3月期のトレーディングは順調でしたが、コーヒートレーディングのみ少し数字が弱くなりました。これを正常化してオペレーションが成果を出していくことを想定しています。

Global Energy Transitionでは、先行投資から一部利益回復に転じる案件が含まれています。その他小口の積み重ねで約200億円となり、合計で1,100億円になります。

#### <質問4>

基礎営業キャッシュ・フローに対する株主還元の割合を37%に引き上げたことについて、現在は営業キャッシュ・フローが1兆円出ていますが、もともと5,000億円前後の時期が長く、環境によっては変動することもあると思います。一方で、成長投資のお話もあり、フリー・キャッシュ・フローが赤字になったとしてもこの水準を守るのか、あるいは前中経期間中は資本のプールがあるため問題ないのかなど、この37%という目標がどのような意味合いを持っているのか教えてください。今後ボラティリティが上がるとお思いますので、例えば45%や50%になってもよいと考えているのか、このあたりのマネージの仕方を教えてください。株主還元について、基本的には配当をより重視していきたいという理解でよろしいでしょうか。

#### <堀>

商品市況をニュートラルに置き、トレーディング環境のボラティリティをある程度正常化した状態において計算されるベース収益源から、株主還元の在り方を考えています。

2014年から実施してきた、1株当たりのキャッシュ・フローの効率化につながる自己株式取得が一定のレベルまで達しました。今後も機動的な自己株式取得を検討していきますが、今目標としている1株当たりの効率性は、前中期経営計画を経て実現しつつあると思います。それを見越した上で、下限として示したい配当の金額を算出し、みなさまと対話していきたいと思っています。

前中期経営計画のマネジメント・アロケーションが今中期経営計画のボラティリティに対する1つのバッファとなり、新中期経営計画を迎えられているとご質問の中にもあったと思います。そのように理解しており、基礎収益の上乗せとの組み合わせでキャピタル・アロケーションを今回構築していったという見方をさせていただければと思います。

自己株式取得の考え方は今までと変わりません。今想定している以上のアップサイドを捉えたり、商品市況が想定範囲を大きく超えたりして、想定以上のキャッシュ・フローがあった場合、あるいは資産の入れ替えで大型のものがあった場合、自己株式取得での対応も考えます。前回の3年間と同じように、みなさまとよく対話しながら対応していきたいと思います。株価の水準を見て、バランスシートが直面する経営環境に対して十分かどうか判断しています。さまざまな要因を分析した上で機動的に自己株式取得を考えていきます。ただしアロケーションは、キャッシュ・フローに対する比率が1つのベンチマークになると思っています。

Debt のレベルに関しても、還元後のキャッシュ・フローのバランスはニュートラルにしたいと思っていますが、局面に応じた機動的な対応も否定する必要はないと思っています。案件の出方や投資規律の効いた案件実行が前提ですが、その中で優良案件があれば対応できるフレキシビリティは確保したほうが、よりメニューを広げた経営になると考えています。

#### <質問5>

1,700億円の基礎収益力の成長とキャッシュ・フロー・アロケーションの関係について教えてください。スライド34ページの表によるとマネジメント・アロケーションが1.13兆円あります。株主還元合計額については、基礎営業キャッシュ・フローに対する割合が37%であることを踏まえると約1兆円と計算され、既に配当と自己株式取得に7,500億円を使用予定とすると、1.13兆円のうち2,500億円程度が株主還元で使用され、それ以外の約9,000億円は、追加の投資もできる想定に読み取れます。

基礎収益力1,700億円の成長は、投資決定・方針確認済みの案件のみに基く形で見込んでいるのか、もしくはマネジメント・アロケーションからも一定程度成長投資に投下することを前提にしているのか、考え方を教えてください。基礎収益力1,700億円にマネジメント・アロケーションからの成長投資が一部含まれているという説明をいただきました。堀社長から見て、現在の投資候補案件は、魅力的なものが含まれるということでしょうか。全体的に投資案件について、よい絵が見えている状態か、教えてください。

#### <堀>

基礎収益力1,700億円の成長の内、新規の投資による貢献は投資決定・方針確認済みのものが多いと思いますが、一部マネジメント・アロケーションから投資を行うものも見込んでいます。

厚みのあるパイプラインの中から、時代に適合し、経営として課すハードルを越えてくる案件がどのくらいあるのか、今の案件の中で判断しながら取り組みたいと思います。

投資案件については、事業計画の策定にあたり、各事業本部長と擦り合わせを集中して行いましたが、手応えがありました。例えば、Global Energy Transitionに関するサプライチェーンでは、社内において複数の部門が連携し、また、社外においては、産業の代表的なプレーヤーと協業しないと実現できない案件ばかりです。

例えば化学品とエネルギーがその知見を寄せないと成立しないような案件や、モビリティでは船舶や自動車の当社が持つネットワークとつながり、鉱山現場でのCO2の管理など、複数の仕事につながるような案件群が多くあります。

それをこの今の高金利インフレの環境下で十分なリターンが出せるものに仕上げるためには、組み合わせの仕事が必要です。そして、そのビジネスの周辺にあるトレーディング、金融といった機能も取り込むことで初めて余剰利益を確保できます。

そこまでやり切るためには、そのような覚悟と効率性・生産性の向上が必要ですが、精査もしながら、各案件に従事していこうと思っています。

このような想定に適う案件には、マネジメント・アロケーションから積極的に資金を投下していきたいと思っており、トレーディング能力を適切に組み合わせることによって、収益源を確保していきます。

#### <質問6>

少数での経営体制を維持して、あまり従業員数を増やさない中で1人当たりの生産性を向上するという説明がありましたが、従業員数に対して株主資本が次々に増えていくことが見込まれます。ROE12%超という目標では、9,200億円という利益目標を通じて自然に到達すると思いますが、中期経営計画期間後はどのようにされるのでしょうか。

このまま継続すると株主資本が積み上がり、それに対して総資産もレバレッジを掛けながら増やし、1人あたりの投資金額を増やしていかないと長期的にROEを維持できなくなると思いますが、適切な資産規模はどのぐらいと考えているのでしょうか？

今回の投資の計画では、Global Energy Transitionの投下資本額を1兆円純増するとのことで、総資産の今後の拡大方針について教えてください。

#### <堀>

予定どおり堅固な成果を出していけば、資本は積み上がりますが、もちろん株主還元も見ながら資本効率を常に頭の片隅に入れて考えています。

また、高いレベルのグローバルコンソーシアムで諸案件を推進できる従業員をどれだけ確保できるかが一番大きな要因になると思います。

これは、どの会社にも当てはまるかもしれませんが、律速になり得ます。そこをよく見ながら雇う力、育成する力を養う必要があり、本社のプロジェクトマネジメントを行う従業員と、グループ会社で育ててきた優秀な従業員との組み合わせで更に機動的なチームを作れないかということを中心に模索しながら進めています。

ここがおそらく最も大事な論点の1つになると思います。そこに限界があれば、当然、それ以上の案件はできなくなるため、その限界を外せるようになるべく持っていきたいと思っています。

当社の目線としては、扱い得る資産の絶対量を限界点としてはいないというところが正直なところだと思います。もっと大規模に立派に展開しているグローバル企業もあります。我々もそのレベルを目指しているため、当社がどれだけそのような人材を確保できるかに向けて、ゲームのレベルをより上げていく必要があると考えています。

短期的には、新しい「道具」によって、相当な無駄を省けるのも事実であるため、この部分の対策はこの3年間で徹底して進める方針です。

案件を確実に育てていくことを「ミドルゲーム」と社内と呼んでいます。無駄を省いていくことで、このミドルゲームやイノベーションに使う時間をもっと積極的に創出できるはずだと考えています。

そのため、この中経の前半を目処に、DXを含めた「道具」を徹底的に使い、我々の人材の生産性を上げていくことを、1つの目標に掲げています。

#### <質問 7>

前中経からの整合性について質問させて下さい。今回の3つの攻め筋は、前中経の Strategic Focus からの発展的な位置づけと理解していますが、前中経におけるマーケット・アジアは、どのように今回の中経に織り込まれているのでしょうか。

また、Industrial Business Solutions は、幅が広い事業に全般的に経営資源を配分していくようにも見えます。具体的にどのようなビジネスモデルを伸ばしていこうと考えているのでしょうか。前中経とのつながりを踏まえた方針について、ご説明いただけますか。

#### <堀>

前中経の Strategic Focus の一つであるマーケット・アジアに関しては、インドネシアの CT Corp グループと資本提携した成果が、様々な形で出てきており、新中経の後半、更にその後の中経期間にかけて、相当にインパクトのある収益貢献につながると見ています。

また、最近発表した件ですが、フィリピンでインフラ事業を行っている Metro Pacific Investment Corporation の公開買付を予定しています。非常に優良な事業体であり、これからフィリピンで伸びていくインフラ需要を取り込めると判断しています。

先ほどお伝えした CT Corp グループもインドネシアでの成長が見込まれるコングロマリット企業であり、IHH 社も含めて、アジアで核となるビジネスができてきたと見ています。

このように前中経での進捗が見られたマーケット・アジアは、新中経では、一部は Wellness Ecosystem Creation、一部は Industrial Business Solutions に入るという発想で伸ばしていくことが可能になったと判断しています。更に、他の2つの Strategic Focus については、深みと横の広がりが出ているものと自負しています。

Industrial Business Solutions についてのご質問について、もう少し具体的なイメージをお伝えします。

例えば化学品であれば、2023年3月期にトレーディングで成果を出していますが、ロジスティクスとトレーディングで、補完的、且つ各々が事業として成り立つような資産を組み合わせることで進めていく方針です。または当社がリスクを管理できるメーカー業、或いは化石燃料由来の素材に循環経済となるバイオ由来のものを組み合わせるといった事業が、Industrial Business Solutions として注目されます。地域性かつ産業横断型という2つの点から事業が広がっていくと考えています。

素材については、カーボンインテンシティを下げている事業に注力しています。当社は従来より金属資源事業を多く手掛けていますので、ここでどのような動きができるか、例えば還元鉄事業をどのようにこれから進めていくかをテーマにしており、1つの柱になると思っています。

そのような意味では Industrial Business Solutions は、「Own Field」で知見を有する分野で、カーボンインテンシティなど、人々の生活向上に向けて問題意識が高まっているところに、我々が新しい機能を付加していく、その中で生まれる収益源を狙っていくと見ていただければと思います。

#### <質問 8>

リスク要因の新中経への織り込みについて質問させてください。先ほどターンアラウンド案件で400億円という話も出ていましたので、投資後にリターンが予想どおり上がっていない案件の刈り取りはされていると理解しています。一方で、想定されるダウンサイドに対しては、どのようなマネジメントおよび数字の織り込み方をされているのでしょうか。

<堀>

全体のリスク管理については、プロジェクトの時間軸の管理に非常に気をつけています。インフレ経済のもとでプロジェクトのコストが上がっていく場合、その管理、また交渉する時間軸をどう捉えていくかという点も含めて進めなければいけないため、そこは覚悟を持って携わっています。そのような形で一つひとつの案件が想定どおりの成果につながるように、丁寧に進めていきたいと思っています。

数字の織り込みについては、当社の決算や予算では、常に、前期末で会計上落としておくべきものについては、全部落としています。現時点で会計上手当を取るべきものはないと判断しているため、マイナスサイドのリスクを見込んで、バッファーのように予算に織り込むということはしていません。

<質問 9>

プレゼンテーション資料 27 ページ目にあるような Global Energy Transition の投資と株主還元のバランスについての質問です。CCS や水素・アンモニアのような事業は、利益に即効性もなく、事業リスクや規模が大きくなる可能性もあると理解しています。

中長期的視点で取り組む Global Energy Transition の投資のために、株主還元を抑制したり、あるいは見直す会社も最近出てきています。

御社としては、Global Energy Transition を進めながら、さらに株主還元を拡充しようとしていますが、どのような議論があって、このような結論になったのか、あるいは今後、中長期的に見てこのような Global Energy Transition の投資を進める際に、株主還元が制約になるか、今のお考えを教えてください。

<堀>

株主還元を含めた全体のキャピタル・アロケーションを考える時に、どれだけの案件が手元にあるかを見た上で、今回お示ししています。基本的には、今我々が持っているモデルであれば、進めたい投資は恐らくできるというのが基本線です。なにかに遠慮しているわけではありません。

一方で、そこに至った1つの考え方をお伝えしますと、案件候補はたくさんある中で、それを全部手掛ければ大変な金額なのですが、それはまったく違う話だろうと考えています。

今のマクロ経済環境の中でも成果を出し得る案件というものに対して、新たなハードルを課すと、それなりに案件は絞られてくる、あるいは相当なブレイクスルーをその案件の構築の段階でやらなくてはならないと考えています。

それを会社中の、例えば当社であれば、事業本部長たちが理解して、案件構築を進めている状態です。したがって、恐らく投資性資産をやたらと増やしていくというより、ある程度コントロールされたかたちで十分効果を出せる道筋がある、というのが我々の考えです。

このような方針を踏まえた上で、今回のマネジメント・アロケーションにあるような金額は、良い案件が確実に構築できれば積極的に踏み込んで投資したいと思っています。

その時間軸については、例えば各国いろいろな支援制度を設けており、それはもちろん利用させていただきたいのですが、最終的にはスタンドアローンで事業が成り立つような絵を描きながらやっていく必要があります。

また、リスクをどうお互いシェアしていくかという点で、パートナーの選定も大事で、当社の場合は周辺の商流やファイナンス、さらに、少し伝統的な資産を組み合わせたかたちで、低炭素社会の

新事業の利益につなげていくというような組み合わせも必要です。そこは比較的限界的コストが低い部分も組み合わせながら進めていくことができると思っています。

そのような組み合わせの技でないとなかなかよい案件ができないため、一定程度の規模に収まるだろうという見方でいます。

仮に大型の案件が出てきて、我々が積極的に見た結果、overwhelmingly convincedであった場合、これは攻めるべきだと思います。今の中経ではこの範囲で出来ると思っていますが、当社のバランスシートをよく見ながら、ステークホルダーのみなさまとしっかりお話をさせていただきながら、攻めていく局面もあると思います。

#### <質問 10>

プレゼンテーション資料 26 ページ目では各地での様々な投資パイプラインをご説明いただいておりますが、この中の特に LNG 事業の投資についての質問です。LNG は価格リスクがあるため、ROIC 目標としている 2026 年 3 月期に 5%、2030 年 3 月期に 9%にこだわっていると、価格リスクや政策リスクが懸念要因になり、なかなか投資できないと思います。

御社のキャッシュ・フロー上、LNG は非常に重要だと思いますが、価格リスクがある LNG 事業について、どのように ROIC との整合性をつけながら、投資を継続的に実行していくのか、そのあたりの考えについて教えて下さい。

#### <堀>

ROIC の分析については案件一つひとつについて進めていきますので、一応ここでは縦に足し算していますが、この縦の足し算が理由となって、一つひとつの ROIC の判断をゆがめることはしないようにしていますので、そこはご安心いただきたいと思います。

LNG はおっしゃるとおり遅行性があるのですが、今当社が関わっている LNG も含めた世界中の LNG 案件がすべて予定どおり稼働したとしても、中長期的な分析では、LNG のプロジェクト（供給量）は足りないと見ています。

その場合、その希少性からくる一定の貢献や LNG の価値化も踏まえると、今手掛けている LNG のプロジェクトは、十分に時間軸をとった上で ROIC 上計算ができるため、ROIC が理由で LNG の投資を緩めることは、今はないと思います。

一方で、この 2026 年 3 月期の ROIC ターゲットは 5%で、2030 年では 9%とあるのは、（全ての事業を）縦に足すところなのですが、次世代エネルギー型の事業が立ち上がってくると、それが従来型のエネルギーにかなり追いついてくる見込みです。

縦に足し算すると 2030 年 3 月期に 9%ぐらい見えてくるというのが、今回の社内議論の結果であり、それをお示ししているイメージです。

#### <質問 11>

ROIC に関連した投下資本について、生活産業セグメントで 1,000 億円圧縮することを事例として出されていますが、全社で見た場合に、課題となっている低収益資産がどの程度あるのでしょうか。

#### <堀>

投資性資産あるいは ROIC の分母を減らしていくためのマクロでの KPI は特に設けていません。

しかし、一つひとつの案件を、すべての事業領域で着実に進めていこうと対応しています。事業計画に 1 つずつ取り組んでいる中で、例えば先ほどの生活産業については、これは食に近いところ



で、1,000億円とお話ししていますが、だいたいの事業領域もよく見ると、10億ドル単位でそのようなものが見つかります。

したがって、そのような単位でROIの分母を効率化していく検証を、会社中で進めているとご理解いただければと思います。

#### <質問12>

Moon Creative Labについて、稼働後の成果あるいは今後どのようなことを期待しているのかについてご説明いただければと思います。

#### <堀>

Moon Creative Labについては、イノベーションにより0から1を生むという言い方をしています。この組織は、当社が手掛けている仕事があり、そこで得た理解や知見をもとに、どのようにビジネスモデルを構築していくか、どのような新しいビジネスができるかという点を徹底的に検証するラボです。

戦略的デザイン思考を取り入れ、より広いマーケットにアクセスするためには、発想を変える必要があります。またコンソーシアムの組み方も変えたほうがよいとの考えに基づき、厳しいキャッチボールを進めながら取り組んでいます。

Moon Creative Labの成果はすでにいくつか出ています。例えば、DX関連のビジネスの実現に加え、Moon Creative Labの卒業生が金の現物にリンクした仮想通貨の仕事を進めているケースもあります。これは非常に地に足のついた仕事で、そのような分野に卒業生が中心となって携わっており、当社のデリバティブ・トレーディングの部門でも今取り組んでいます。

そのようにMoon Creative Labがインキュベーション的な役割を果たすケースは少しずつ出てきており、引き続きこれをより強いプラットフォームにしていきたいと思っています。

以上