

企業の業態変革とCFOの役割

～総合商社の業態変革と収益・リスクマネジメント手法の変遷を踏まえて～

一橋大学 財務リーダーシップ・プログラム (HFLP) Cコース用資料

2017年9月3日 (日)

三菱商事株式会社

顧問 内野 州馬

目次

1. 三菱商事の概要	.....	1
2. 過去約40年間のB/S・P/L変遷	.....	2
3. 総合商社ビジネスモデルの変遷	.....	3
4. リスクマネジメント手法（「実質リスク」の概念）	.....	4
5. 収益マネジメント手法（「MCVA」の概念）	.....	5
6. 総合商社の更なる業態変革（「事業投資」から「事業経営」へ）	.....	6
7. 企業と投資家の「対話」の在り方	.....	7
8. ROEと株主資本の関係	.....	8
9. 社外取締役の視点とCFOの視点	.....	9
10. 三菱商事のコーポレートガバナンス体系	.....	10
11. 「企業価値」とは	.....	11
12. 三菱商事の企業価値の考え方	.....	12
13. 三菱商事に於けるグローバル人財育成プログラム	.....	13
14. （総括）CFOの役割	.....	14
15. 『余談』	.....	15

1. 三菱商事の概要

- 7つの営業グループ
(世界中に約1万社の取引先)
- 世界約90カ国に200超の拠点
- 600を超える連結対象会社
- 6万人を超える社員 (三菱商事単体 約6,000人)
- 2015年度連結純利益実績は▲1,494億円
- 2016年度連結純利益実績は4,403億円



地球環境・インフラ事業グループ



■ 電力、水、交通等の基盤となるインフラ分野における事業及び関連取引

- [主な商品・サービス]
- 発電・送電関連
 - 上下水道関連
 - 鉄道・港湾・空港関連
 - プラント関連設備
 - リチウムイオン電池

新産業金融事業グループ



■ 商社型産業金融ビジネスを展開

- [主な商品・サービス]
- 不動産ファンド
 - フライベートエクイティ投資運用
 - インフラ関連金融
 - リース
 - 不動産開発
 - 建設・不動産関連ソリューション
 - 物流

エネルギー事業グループ



■ 石油・ガス関連分野の販売取引、事業開発および投資

- [主な商品・サービス]
- LNG
 - 原油
 - 石油製品
 - 炭素製品
 - LPG

金属グループ



■ 幅広い金属分野における販売取引、事業開発、投資

- [主な商品・サービス]
- 鉄鋼製品
 - 石炭
 - 鉄鉱石
 - 銅
 - アルミ
 - ステンレス原料

機械グループ



■ 幅広い分野の機械の販売、金融、物流、事業投資

- [主な商品・サービス]
- 産業機械
 - 船舶
 - 自動車

化学品グループ



■ 汎用化学品や機能化学品の分野における販売取引、事業開発、投資

- [主な商品・サービス]
- 石油化学品
 - オレフィン・アロマ
 - メタノール
 - 肥料
 - 合成樹脂
 - 食品・添加物

生活産業グループ



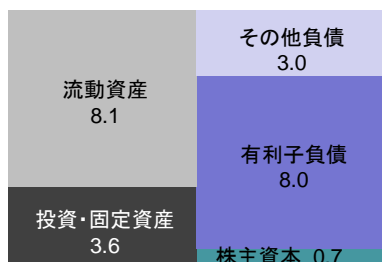
■ 衣食住の分野を主体に幅広い領域における商品取扱及びサービスの提供

- [主な商品・サービス]
- 食料品
 - 衣料品・家具・インテリア・雑貨
 - タイヤ・ゴム
 - 紙、包装材
 - 医療分野
 - 住宅資材

2. 過去約40年間のB/S・P/L変遷

1989年度末

総資産：11.7兆円
(米国会計基準)



1999年度末

総資産：7.9兆円
(米国会計基準)

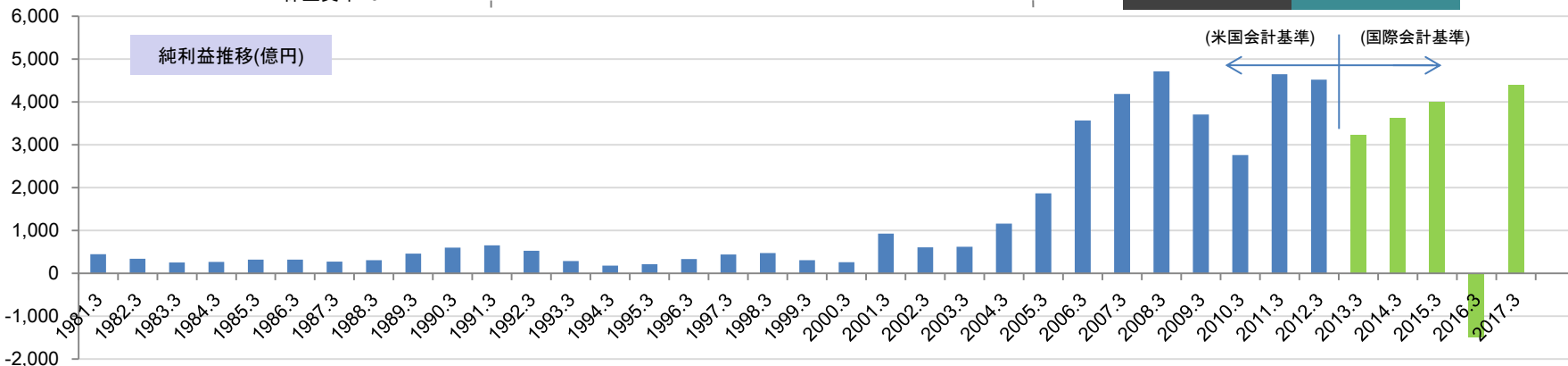


2016年度末

総資産：15.8兆円 (国際会計基準)

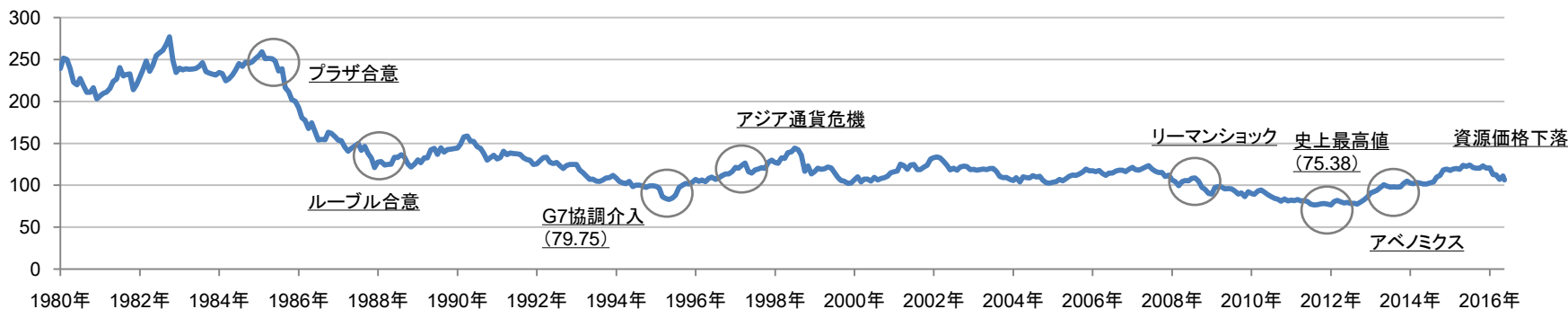


B/S

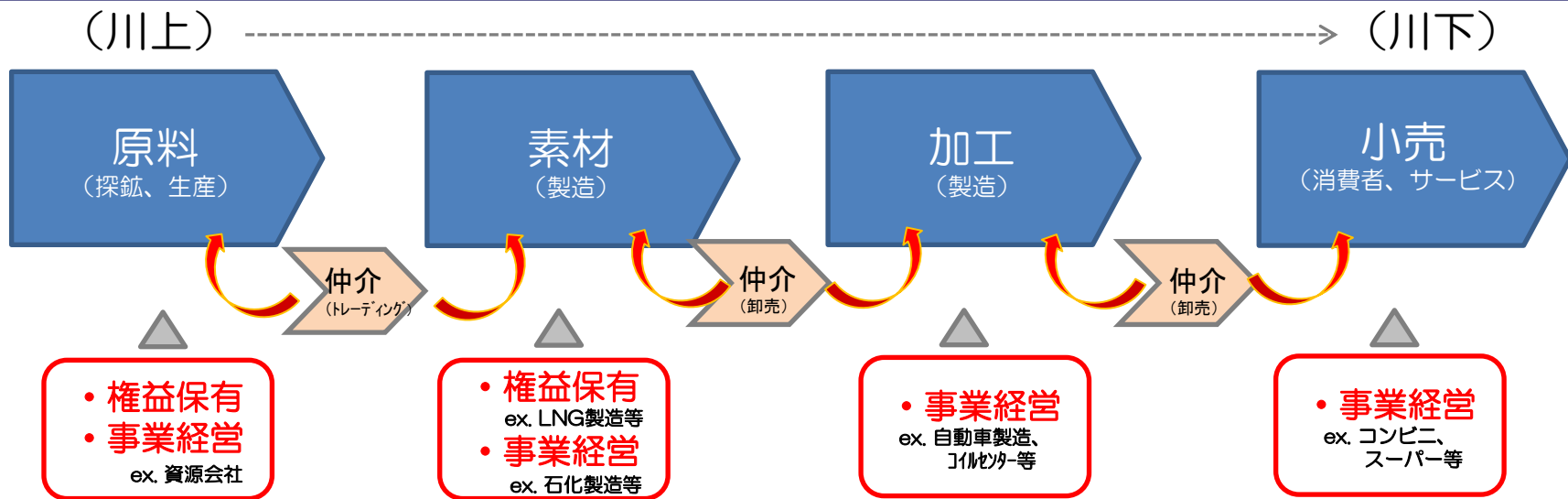


P/L

ドル
円



3. 総合商社ビジネスモデルの変遷



[過去]

総合商社の立ち位置

[現在]



4. リスクマネジメント手法（「実質リスク」の概念）

《実質リスクとは》

ポートフォリオ管理を目的に、多岐に渡るわが社のビジネスのリスク（想定される最大損失）を全社一律の手法で定量化したもの

MEMO

実質リスクは、金融機関で用いられているValue at Risk*の手法も踏まえ、わが社業態に適した手法を独自で開発したもの。

* Value at Risk：過去データに基づき、特定の期間中に、ある一定の確率で保有資産ポートフォリオに発生し得る最大損失額を、統計的に予測してリスク量として認識する手法。

《実質リスク算出式》

実質リスク = エクスポージャー（損失が発生する可能性がある資産残高）×リスクウェイト（最悪時の損失率）

《実質リスクの種類と算出対象資産》

リスク種類	リスク種類の説明	主な対象資産
事業リスク	資産が生む将来キャッシュフローの悪化による資産価値毀損リスク	持分法投資勘定、事業用資産、融資保証（関連会社宛）
信用リスク	与信先（取引先や金融商品の発行体等）の倒産による損失発生リスク	営業債権、融資保証（関連会社宛以外）非上場株式
市場リスク	金利・為替・株価・商品市況の変動による資産価値毀損リスク	上場株式、市場性有価証券、在庫、見越取引
カントリーリスク	資産の所在国の政治・経済情勢等により、損失が発生するリスク	全ての資産
外貨投資元本リスク	為替変動により、外貨建決算関係会社への投資価値が毀損するリスク	外貨建投資元本
オペレーショナルリスク	業務プロセス・システムエラー等により、損失を被るリスク	（不定形なリスクの為対象資産なし）
その他のリスク	繰延税金資産の取り崩しや年金資産運用結果による損失発生リスク	繰延税金資産、年金資産

5. 収益マネジメント手法（「MCVA」の概念）

《MCVAの定義》

「MCVA (Mitsubishi Corporation Value Added)」

$$\text{MCVA} = \text{連結純利益} - (\text{実質リスク} \times \text{資本コスト})$$

《MCVAの活用策》

- ① 全社ポートフォリオマネジメント（業績評価）としてのツール
- ② BU単位の管理指標（BU毎の採算向上）
- ③ 個別事業EXITルール（※）への適用（不採算・低採算事業の抽出）

※資産の入れ替えにより、損失を未然に防止またはミニマイズすると共に適切なタイミングでのEXITにより利益の極大化を図ること、及び全社収益への貢献度が限定的な事業の見極めを促進し、経営資源（人・金）配分の非効率を排除・解消することでポートフォリオの質的改善を促進し、適切なマネジメントの推進に寄与する為のルール。

6. 総合商社の更なる業態変革（「事業投資」から「事業経営」へ）

事業投資

- ・トレーディング主体のビジネスモデルに於ける「仲介業」としての価値低下に対応し
- ・商流（バリューチェーン）の中に自らも投資をする事で
- ・パートナーの機能を補完し
- ・トレーディングで培った様々なネットワークの優位性を活かす。

事業経営

- ・経営への主体的参画を通じ
- ・自らがリスクを見極め
- ・自社の強味をベースにした創意工夫と経営判断を行い
- ・企業や業界が抱える課題やリスクをパートナーと共有し
- ・社会の発展、地球環境への貢献も見据えた価値の創造を
- ・可能とする経営人財の創出を行う企業。

7. 企業と投資家の「対話」の在り方

◀ 機関投資家の指摘事項 ▶

◀ 格付機関の指摘事項 ▶

“持続的成長のための「対話」の枠組み変革”より抜粋

- P.12 ROE等の資本生産性に代表される価値創造についての達成状況等に関する記載は不十分と言わざるを得ない。
- P.30 欧米等、諸外国と比較して必ずしも我が国が対話先進国であるとは言えないのではないか。
- P101. 我が国に於いて上場会社が証券会社のアナリストに未公表の業績に関する情報を提供していたなどの問題が発生している。
- P147. 日本企業は経営は経営、情報開示は情報開示、リポーティングはリポーティングと別のものとしてとらえていたところがある。ディスクロージャーが非効率ということは経営自体が非効率になっているのと同じである。
- P148. 中期経営計画と普遍的な理念の間を結ぶものがないと、投資家としては「もしかするとこの企業は3年先しか考えていないのではないか」と不安に思う。投資家が望むE(Environment)とS(Social)の情報は、株主価値、経済的価値に結び付いたもの。
- P152 長期ビジョンを語っていないということが、四半期情報を過大に見せてしまっている。ある将来の一定のところにイメージを持って、そこから振り返ってみた時に「これが第1四半期」となれば良い(バックキャストिंग)。

収益性

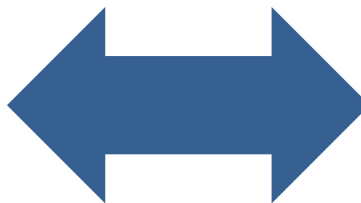
- ① 中長期的なROE向上
- ② リターンを意識した規律ある投資

成長性

- ① 多様なビジネスを抱えた中での成長戦略明示
(≡コングロマリットディスカウント)

効率性

- ① 個々の保有資産の質
(非効率・減損懸念の資産を持っていないか)
- ② 資本が過剰(より積極的な株主還元が必要)



収益性

- ① 中長期的なキャッシュフローの創出

安定性

- ① 多様なビジネスを抱える事による分散効果と安定性の追求

健全性

- ① 保有資産(リスクアセット)と資本(リスクバッファー)のバランス
- ② 資本は出来る限り充実
(株主還元には消極的)

8. ROEと株主資本の関係

2015年度末/2016年度末株主資本

(単位：百万円)
当連結会計年度末
(平成29年3月31日)

資本		
資本金	204,447	●
資本剰余金	220,761	
自己株式	△12,154	●
その他の資本の構成要素		
FVTOCIに指定したその他の投資	451,086	●
キャッシュ・フロー・ヘッジ	△17,953	
在外営業活動体の換算差額	445,816	
その他の資本の構成要素計	878,949	
利益剰余金	3,625,244	
当社の所有者に帰属する持分	4,917,247	●
非支配持分	871,764	●
資本合計	5,789,011	
負債及び資本合計	15,753,557	

中核資本 ②

株主資本 ①

「連結財務諸表注記事項」参照

ROEの試算

(億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	
連結純利益 a	3,235	3,614	4,006	▲1,494	4,403	
包括利益 b	8,379	6,439	6,869	▲7,883	4,525	
株主資本 ①	45,171	50,677	55,705	45,925	49,172	
中核資本 ②	34,705	38,084	40,548	36,786	40,383	
ROE	a ÷ ①	7.8%	7.5%	7.5%	-	9.3%
	a ÷ ②	9.6%	9.9%	10.2%	-	11.4%
	b ÷ ①	20.2%	13.4%	12.9%	-	9.5%

(IAS第21号BC2SB)

予見可能な将来に於いては、決済を通じて確定させられない換算差額は投資の成果を反映していない。

(FASB 1985 para.70)

包括利益は出資者以外の源泉からの取引その他の事象及び環境要因から生じる1期間に於ける営利企業の持分の変動である。

(IFRSの会計思考 第2章 米山正樹東京大学大学院経済学研究科教授)

経営者が実際に採択した投資行動に照して確定した成果を計算・開示する事が必要。期待の次元に止まる成果をも構成要素とする「その他の包括利益」との区分は必須。

(週間経営財務 2015/2/2 気になる論点 ROEの算定)

秋葉賢一早稲田大学大学院会計研究科教授)

有価証券報告書に於いて開示されているROEでは、見合っていない分子と分母が用いられている。ROEの分母は本来「その他包括利益」を除くべき。

9. 社外取締役の視点とCFOの視点

社外取締役の視点

- 社内の論理に陥っていないか
(CFO) 主管部の論理に陥っていないか → 個別最適と全体最適のバランス
- 中長期的な企業価値向上を意識した内容になっているか
(CFO) 足元の目標達成に拘泥していないか → 中期経営計画（3年）と同時に長期ビジョンの呈示
- リスクを過度に回避していないか
(CFO) リスクを過少に評価していないか → リスク「アポイド」マネジメントからリスク「テイク」マネジメントへ
- 見通しが合理的な根拠に基づく適切なものか
(CFO) 同上



客観性



成長性



積極性



合理性

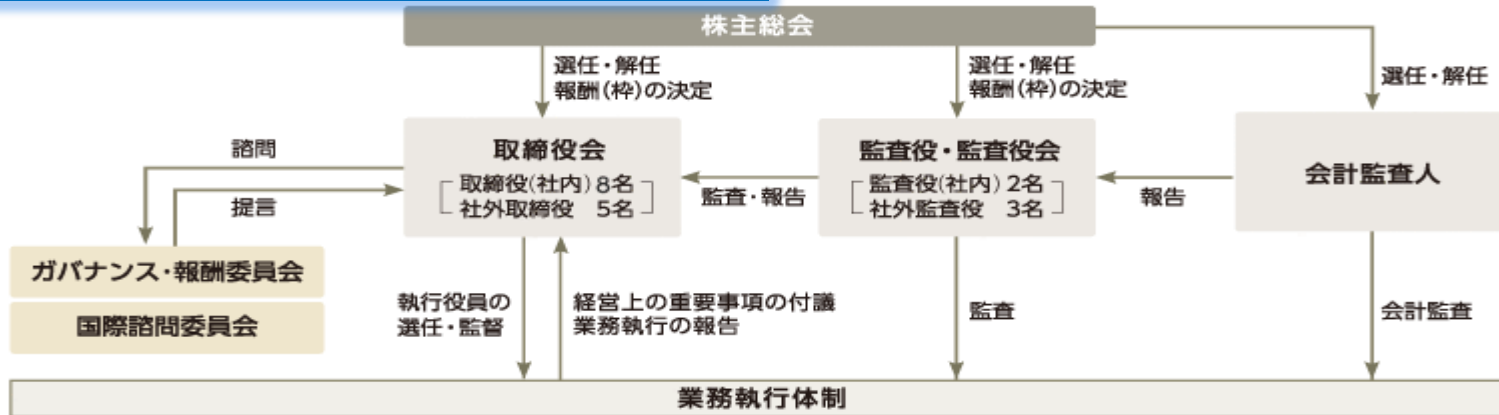
<コーポレートガバナンスコード> [原則4-7 独立社外取締役の役割・責務]

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されていることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

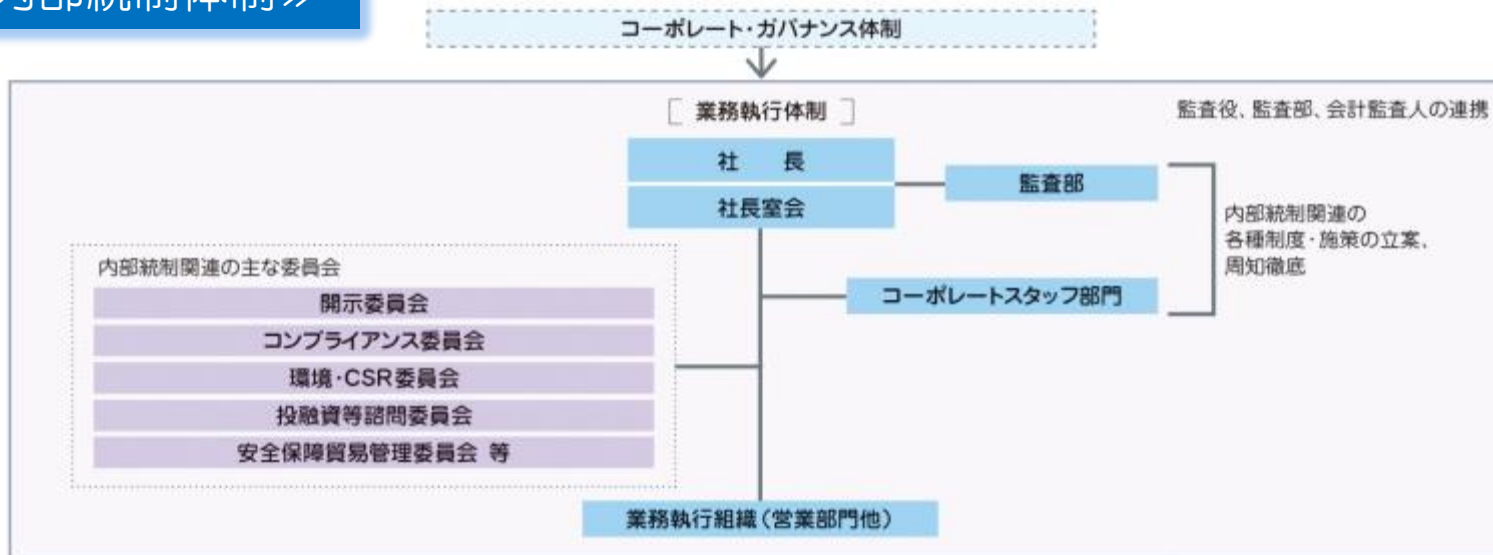
- (i) 経営方針や経営改善について自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図るとの観点からの助言を行うこと
- (ii) 経営陣幹部の選・解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- (iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
- (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること

10. 三菱商事のコーポレートガバナンス体系

《コーポレート・ガバナンス体制》



《内部統制体制》



11. 「企業価値」とは

企業価値の定義

(2004年5月27日 経済産業省/法務省公表「企業価値・株主共同の利益の確保又は工場の為の買収防衛策に関する指針」より)

会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等
株主の利益に資する会社の属性又はその程度

(概念的には「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」を想定)

- 誰の為に「企業価値」を向上させるのか

↳ (企業にとってのステークホルダーとは)

株主、従業員とその家族、国家、地域社会
顧客、サプライヤー

12. 三菱商事の企業価値の考え方

《三菱「三綱領」》



〈1934年 旧三菱商事の行動指針として三菱四代社長 岩崎小彌太により制定〉

しょきほうこう

所期奉公

- 事業を通じ、物心共に豊かな社会の実現に努力すると同時に、かけがえのない地球環境の維持にも貢献する。

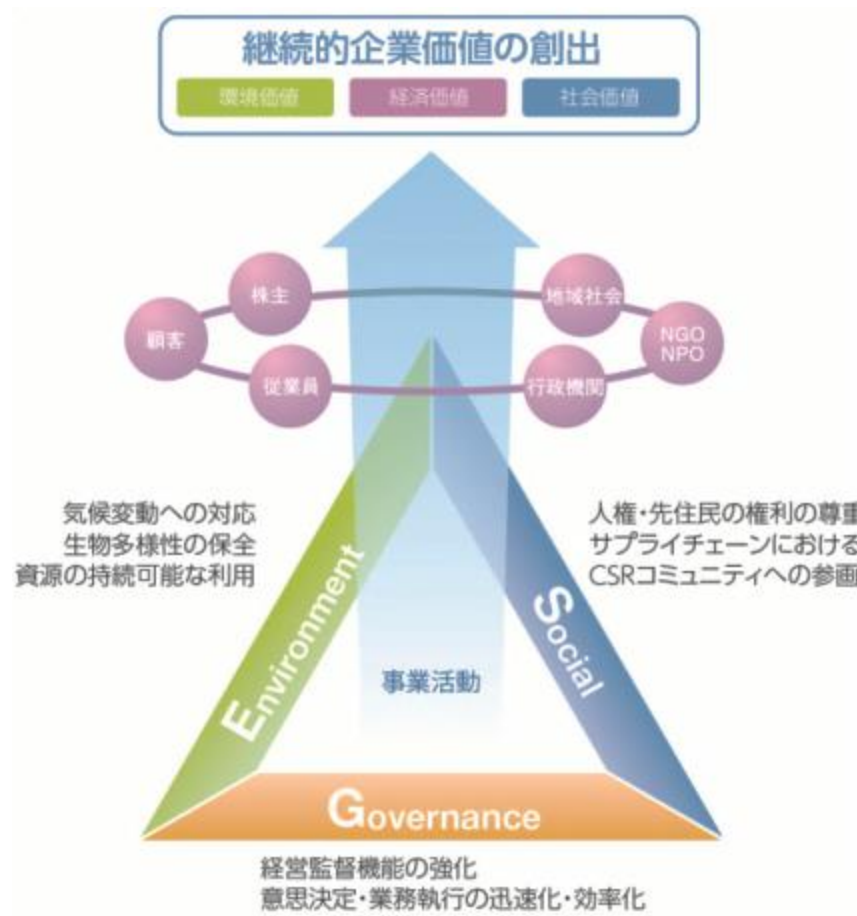
しょじこうめい
處事光明

- 公明正大で品格ある行動を旨とし、活動の公開性、透明性を堅持する。

りつぎょうほうえき
立業貿易

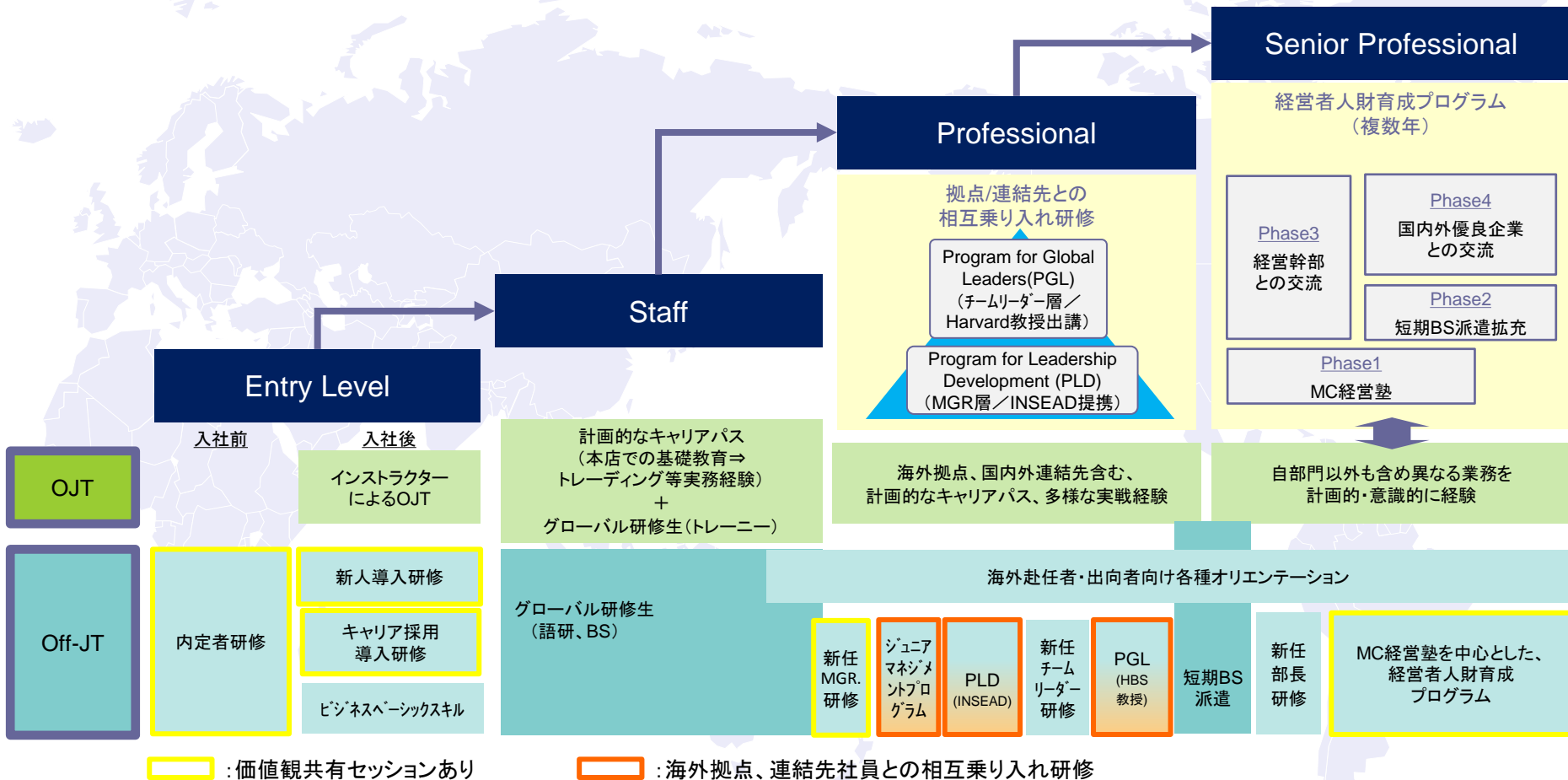
- 全世界的、宇宙的視野に立脚した事業展開を図る。

《三菱商事が追求する3つの企業価値》



13. 三菱商事に於けるグローバル人材育成プログラム

外部環境の変化にスピード感を持って対応し、グローバルな競争に勝つ、「強い事業」を牽引できる人材を、職場における計画的なOJTを主体として育成、これに加えてOff-JTをさらに強化することで、「想定力」「創出力」の向上を図る。→「事業経営」の出来る人材の供給源



14. (総括) CFOの役割

- CEOとの価値観共有（事業戦略、経営方針）
- CEOへの定量的機能補完（支援機能と牽制機能）
 - ・ 財務戦略（利益計画、投資計画、資金調達、資本政策）
 - ・ リスクマネジメント（リスクプロファイルの呈示、リスク「テイク」マネジメント）
 - ・ KPI のモニタリング
- 資本市場に対するスポークスマン機能
 - ・ 期間投資家対応
 - ・ 格付機関対応
- 資本市場と企業との仲介機能
 - ・ スチュワードシップコード、コーポレートガバナンスコードへの対応
- CFO人材の育成
 - ・ 連結ベースでの人材活用
 - ・ AI, IOT化への対応

15. 『余談』

CFOの新しい役割

著者:ジェレミー・ホープ(ファーストプレス社刊)

CFOは

1. 自由の戦士である
2. アナリストでありアドバイザーである
3. 変化適応型マネジメントの設計者で
4. ムダに立ち向かう闘士である
5. 業績測定のリーダーである
6. リスク管理の達人である
7. 業務変革のチャンピオンである

・ジェレミー・ホープ
米国人。企業の業績管理プロセスの改善を支援する会員制組織「Beyond Budgeting Round Table」の共同創立者。

浪花 “変” しぐれ

唄: 都はるみ/岡千秋

- 一
(男) 芸(事業)のためなら 女房(CFO)も泣かす
それがどうした 文句があるか
雨の横丁 法善寺
浪花しぐれか 寄席ばやし
今日も呼んでる 今日も呼んでるど阿呆春団治
(セリフ)
『そりゃわいはアホや 酒もあおるし 女も泣かす
せやかて それもこれも みんな芸のためや
今にみてみい! わいは日本一になったるんや
日本一やで わかってるやろ お浜(CFO)
なんやそのしんき臭い顔は 酒や! 酒や! 酒買ってこい!』
- 二
(女) そばに私(CFO)がついてなければ
なにも出来ないこの人(CEO)やから
泣きはしませんつらくとも
いつか中座の華になる
惚れた男(CEO)の 惚れた男の
でっかい夢がある
(セリフ)
『好きおうて一緒になった仲やない
あんた(CEO)遊びなはれ 酒も飲みなはれ
あんたが日本一の落語家(会社)になるためやったら
あち(CFO)はどんな苦勞にも耐えてみせます』
- 三
(男) 凍りつくよな 浮世(ビジネス会社)の裏で
(女) 耐えて花咲く 夫婦花
(男) これが俺らの変女房(CFO)
(女) あなた(CEO)わたしの生き甲斐と
(男女) 笑う二人に 笑う二人に
浪花(会社)の春がくる

・作詞者: たかたかし
・作曲者: 岡 千秋