

Marubeni IR Day 2025 Day 2

社外取締役パネルディスカッション・主な質疑応答（要旨）

開催日： 2025 年 10 月 7 日（火）

形 式： 対面（東京本社）及びオンライン

出席者： 社外取締役

社外取締役

執行役員 経営企画部長

翁 百合

小島 啓二

若山 美奈子

（モデレーター）

（将来見通しに関する注意事項）

本資料に掲載されている予測や将来の見通しに関する記述等は、本資料の発表日現在において入手可能な情報やそれをもとにした当社の仮定・判断に基づくものであり、将来の業績を保証するものではありません。よって、実際の業績、結果、パフォーマンス等は、経済動向、市場価格の状況、為替の変動等、様々なリスクや不確定要素により大きく異なる結果となる可能性があります。当社は、本資料の情報の利用により生じたいかなる損害に関し、一切責任を負うものではありません。また、当社は、本資料に掲載されている予測や将来の見通しに関する記述等についてアップデートして公表する義務を負うものではありません。

<若山>

これより社外取締役パネルディスカッションのパートを開始いたします。モデレーターを務めます、経営企画部の若山です。本パネルディスカッションでは、当社のガバナンスや今後の成長戦略について、社外取締役のお二人からご意見を伺います。

まず、パネリストのお二人をご紹介します。翁取締役は日本総合研究所の要職を歴任されているほか、政府の各種審議会の委員や多くの企業の社外取締役を務められるなど、幅広くご活躍されています。当社の社外取締役としても 2017 年よりご就任いただいております、指名委員会の委員長として新社長の選任プロセスにも携わっていただきました。

小島取締役は、日立製作所で長年にわたり研究開発およびデジタル事業の経営に携わり、同社の社長就任以降、データとテクノロジーを活用しながら一層の企業価値向上を果たされました。現在は同社の副会長を務められるほか、今年より当社の社外取締役に就任いただいております。本日はどうぞよろしくお願いいたします。

テーマ 1：GC2027 の策定プロセスについて

<若山>

まず、翁取締役に中期経営戦略 GC2027 の策定プロセスについて伺います。GC2027 の策定は、初期段階から取締役会で何度も議論が重ねられ、社外取締役の皆様にも積極的にご参加いただいたと認識しております。どのような議論が行われたのか、特に印象に残った点についてお聞かせください。

<翁>

おっしゃる通り、GC2027 は初期段階から取締役会に議題として上がりました。合計 6 回にわたり多様な視点から激論が続き、その度に経営会議で修正や改善を図るというキャッチボールが繰り返されました。当社の取締役は多様なバックグラウンドを持つ方が多いですが、真摯な議論をずっと続けてきたというのが印象です。社外取締役としてこの中期経営戦略の議論に相当程度参加したという実感があります。

議論の内容としては、まず中期経営戦略を策定・公表することの意義から始まり、経営の定量目標を掲げるか否か、またその掲げ方、戦略プラットフォーム型事業の内容やネーミングの適切性、戦略論に関しては、組織能力、人財、機構改革と戦略のリンクについても議論を行いました。また、投資家や株主の視点から、分かりやすいプレゼンテーションになっているかという議論もしました。最終的には勝ち筋と目指すべきビジネスモデルや資本配分方針について議論し、これらが GC2024 より一段と明確化され、ギアチェンジを狙う中期経営戦略として、取締役会で決議されました。これからの実践に期待しています。

テーマ2：社長選定プロセスについて

<若山>

次に、今回の社長選定プロセスについて伺います。どのような基準や議論を経て新社長が選任されたのか、指名委員会の委員長としてのご経験を踏まえてお聞かせください。

<翁>

指名委員会は4名で構成されており、そのうち3名が社外取締役、1名が柿木前社長です。委員長は私が社外取締役として務めました。

2022年度から議論を開始し、幅広く多くの候補者の方と議論の場を設け、適性評価を積み上げてきました。2023年度もそれを繰り返し、2024年度から検討が本格化しました。

まず、社長に必要な資質とは何かを議論し、パーソナリティ、職務遂行能力など複数の観点で評価基準を整理しました。その上で、数名に絞られた候補者と社外取締役がじっくりと面談を行い、評価させていただきました。それを踏まえて、柿木前社長も含む委員会全体で、候補者の資質について率直に意見交換を行い、各候補者が社長になった場合にどのような経営体制が考えられるかについても含めて、掘り下げて議論をしました。最終的には大本氏を指名し、取締役会に答申して承認されました。

選任にあたって特に留意した点は、丸紅がギアチェンジをし、新たな高みを目指して成長を加速する局面であることを踏まえ、そのギアチェンジをしっかりと遂げられる方、特に長期・全体視点に基づいて事業戦略を構想し、実現していくことができる方を重視して選任しました。社外取締役が時間をかけて評価しており、その点で客観性や公平性が担保できていると考えています。大本氏のリーダーシップにより、中長期的な企業価値が一層向上していくことを期待しています。

テーマ3：人財戦略について

<若山>

中期経営戦略 GC2027 を実行していく上で、人財戦略は非常に重要な要素の一つになると考えております。最後に、人財戦略への取り組みや今後の課題についてお聞かせください。

<翁>

丸紅は人財戦略に非常に熱心に取り組んでおり、試行錯誤を重ねながら改善を進めています。CHROを2年前に設置し、今年で3年目を迎えます。戦略と人事をうまくリンクさせ、GC2027でもミッション本位・実力本位の人財戦略で勝ち筋を実践することを重視しており、こういった点が特徴的であると考えています。

社員のエンゲージメント指数は年々上昇しており、採用面・長期投資家の視点からも重要な指標として注視しています。社内では、社長と従業員が意見交換できるプラットフォームもあり、風通しの良さに繋がっていると考えています。

女性活躍については、成長志向とライフステージに応じたワークライフバランスの両立に取り組んでいます。昨年には一般職掌を廃止しました。海外派遣も増えており、チリやオーストラリアの現場、シンガポールなどで家族帯同の赴任を含め、多くの女性が活躍しています。また、経営企画部長として若山氏が内部登用で執行役員に就任したことも象徴的です。広報部においても女性中心のチームが広報戦略を牽引しています。

私は、多様性こそが価値の源泉であり、イノベーション、インクルージョン、レジリエンスの観点からも重要だと考えます。そのことを取締役会でも発言してきました。

社外取締役就任以降、海外視察の機会を何度もいただき、直近ではチリのセンチネラ銅鉱山を訪問しましたが、そこでも女性社員が活躍していました。

丸紅では男女を問わず多様な人財が生き生きと働いており、若手からの現場マネジメント経験や社内公募制度の仕組みが、縦割り組織を超えた人財活躍につながっていると感じています。

今後の課題としては、新たなビジネスモデルの展開を見据えた人財育成、グループ企業を含めたエンゲージメントの向上や人財育成施策の更なる取り組みが必要と考えています。これらについても、取締役会で引き続きしっかり議論していきたいと思います。

テーマ 4：小島取締役のご就任の経緯

<若山>

翁取締役どうもありがとうございました。

続きまして小島取締役にお話を伺います。小島取締役は 2021 年に株式会社日立製作所の社長に就任され、その後今年 4 月の同社副会長就任までの間に、同社の時価総額を大きく伸長された実績をお持ちです。当社は今年度より、目標として 2030 年度までに時価総額 10 兆円超を中期経営戦略に掲げております。まずはご就任の経緯についてお聞かせください。

<小島>

今年の 1 月頃だったと思いますが、柿木会長と大本 CEO が新年のご挨拶にお越しになりました。その際、私から日立製作所の社長および取締役を辞任する旨をお伝えしたところ、柿木氏から「ぜひ手伝ってほしい」と強いご要請をいただきました。曖昧にお返事しその場は終わりましたが、翌日にはお電話をいただき、社外取締役として、GC2027 という新しい中期経営戦略の下で時価総額のさらなる拡大を支援してほしいとの具体的なお話がありました。

私が社長に就任する前、丸紅の元社長である勝俣氏に日立の社外取締役として多大なお力添えをいただいた経緯もあり、また柿木氏は私が大いに敬意を抱く経営者のお一人でもあります。そのような背景から、お引き受けする方向で考えました。他社からも同様のお話はありましたが、多くが 2026 年度からの就任という日程でした。最近では社外取締役の選定が非常

に早期化しているためです。私が「すでに人選は固まっているのでは」と申し上げたところ、柿木氏は「今から調整する」と強いご意向を示され、その熱意に打たれました。むしろ自分も貢献できると考え、お引き受けした次第です。なお、私が社長に就任した当時、日立製作所の時価総額は約 4 兆円弱、PER は約 10 倍弱でした。その後、PER は約 30 倍まで上昇し、時価総額は約 20 兆円強に達しました。こうした経験を活かし、ぜひお役に立ちたいと考えております。

テーマ 5：丸紅の取締役会と執行サイドについて

<若山>

ありがとうございます。

経営者として経験豊富な小島さんに、当社経営に携わっていただけるということを大変心強く思っております。これまで多様な取締役会をご覧になってきたご経験から、実際に丸紅の取締役会にご参加された印象や、執行サイドへの率直なご感想をお聞かせください。

<小島>

GC2027 および 2030 年度までの時価総額 10 兆円超を目標に据えるという一体感が非常に強く、感心しています。議論も全く忖度がありません。一般に、外国人取締役が加わると遠慮のない発言が促進され、取締役会の雰囲気が変わることがあります。日本では最後は予定調和的に賛成に収斂することもあります。丸紅では最後まで明確に異議を示すこともあります。その推進力となっているお一人が、ビジョナルの南氏です。南氏は、外国人取締役に匹敵する率直さで発言され、私から見ても極めて実効性の高い取締役会運営に寄与されています。

また、よく見られる事例として、社外取締役が執行に過度に踏み込む指摘を行うことがありますが、丸紅の取締役は株主の代表という立場を明確に保っておられ、非常に素晴らしいと感じています。一方で、丸紅は米国での事業規模も大きく、将来的には外国人取締役の登用も有効かもしれません。

執行面では、最も感心しているのは大本 CEO です。コミュニケーション能力に優れるだけでなく、調整志向ではなく明確なトップダウンの方針とリーダーシップをもって価値創造を進めるタイプの CEO だと捉えています。こう申し上げると彼は怒るかもしれませんが、自分と非常に似たところがあると感じています。

もう 1 点、執行における主軸は CEO と CFO のラインです。

欧米では当然ですが、大本 CEO は自らキャピタルアロケーションを行うという意識が極めて高いです。日本では財務畑の人に委ねがちな面がありますが、その点で大本 CEO は明確な当事者意識をお持ちです。実際に実行に移すには CFO の強い支援が不可欠ですが、古谷 CFO がしっかりと支えておられる。丸紅は CEO と CFO の主軸が非常に強固だと感じます。

また、本日も何人か出ていらっしゃいましたが、各事業トップの方々も、事業理解が非常に深いです。特に商社では、次のビジネスチャンスを見極めるセンスが不可欠ですが、皆さまそれをしっかり備えておられます。例えば本日の銅鉱山の川下、インドの議論にあったように、次に需給バランスが大きく変化する領域を常に探索している点で、非常に優れていると感じています。

テーマ 6：企業価値向上に向けたアップサイド

<若山>

ありがとうございます。

先ほど資本配分の話が少し出ましたが、当社は GC2027 において、戦略プラットフォーム型事業に重点的に資本配分し、成長を加速させる方針です。企業価値向上の観点から、当社のアップサイドとして期待できるポイントをお聞かせください。

<小島>

本日の議論にもありましたが、例えば PER40 倍のような非常に高い評価を目指す場合、需給バランスが大きく変化する領域を確実に捉えることが不可欠です。

生成 AI の登場時にイーロン・マスク氏が示した見立て（まず半導体、次に変圧器、その次に電力が不足するという見立て）は示唆的です。そこに的確にアドレスできれば非常に高い価値を創出できます。現在もデータセンター建設が加速し、発電能力が不足しています。火力のガスタービン是最も迅速に電力を供給できる手段の一つであり、GE Vernova、Siemens Energy、三菱重工業などの関連企業は高い評価を得ています。

丸紅がアップサイドを探す際には、いかに大きく需給バランスが変わっていくところを探し出すか、そこに大きなチャンスがあると思っています。具体的な話は避けますが、エネルギー領域や本日の銅の議論に関連する分野など、極めて大きな価値創出の余地があると認識しています。こうした領域が戦略プラットフォーム型事業の柱として、バリューアップを牽引すると考えます。

もう 1 点、やはり商社の強みである高い ROE と高い株主還元利回りをいかに維持するのが非常に重要であると考えています。

関連会社が多いこともあり、連結外も含めた負債の全体像については、投資家から見て必ずしも十分に透明ではない部分があるように見受けられます。WACC を低減しつつレバレッジをどう活用して投資していくのかについて、投資家の皆様との対話をさらに深める余地があると感じます。また、非連結の会社も多く存在しており、キャッシュフローをより強く意識した戦略によっても、なお大きなアップサイドが見込めるのではないかと思います。

テーマ 7：社外取締役としての抱負

<若山>

ありがとうございます。

最後に社外取締役に今年度からご就任された抱負についてお聞かせいただけますか。

<小島>

私が強く感じているのは、2030 年度までに時価総額 10 兆円超という目標は、目線として明らかに低いのではないかという点です。高市新総裁の就任もあり、市場環境の好転も踏まえると、2027 年、2028 年といったより近いターゲットとして掲げるべきだと考えます。私の経験上、長期にわたり少しずつ株価を引き上げるのは難しく、結局のところ中期経営戦略は四半期の積み上げです。各四半期でコンセンサスを上回り続ける集中力が不可欠であり、それを長期間維持するのは容易ではありません。したがって、おおむね 3 年程度で一気に引き上げることを徹底して目指してほしいと思います。また、取締役会は株主の代表です。投資家の皆様との徹底したコミュニケーションが極めて重要で、日系企業では、投資家からの社外取締役との面談要請を断る例も見受けられますが、そうではなく、可能な限り高い透明性を保ち、投資家の皆様に株主の代表としてご信頼いただける取締役会にしていきたいと思います。その実現に少しでも貢献できたらと考えています。

質疑応答（要旨）

< 質問者 1 >

トップマネジメントや事業セグメントの方々の考え方がよくわかりました。例えば、先程言及のあった需給バランスの崩れを見つけるに当たり、丸紅の組織体制に対して抱いている課題感がありますでしょうか。社外取締役という観点で感じているところを教えてください。

（小島）

需給バランスの崩れを見つける方法は幾つかあり、1 つは徹底してテクノロジーを見るということです。AI 等、テクノロジーの動向を見ていると、次にどうなるかというのが大体見当が付くと思います。例えば、系統接続で電力を確保しようとする、各種規制対応もあって、10 年程時間を要します。一方、近くに発電所を建設した方が資本・投資回収は早い、世の中がそういった方向に進むであろうことは、テクノロジーや規制等の動向を見ていると見通せるようになります。

そういった動向を見ている部署として、一番近いのは次世代コーポレートディベロップメント部門だと思います。本日の福村部門長の説明はコンシューマーサイドの話が中心でしたが、こうした動向を見る上で最も効果的なのはベンチャーキャピタルやスタートアップです。こうした分野に投資をしていると、案件パイプラインを見るだけでテクノロジー・最先端の動向というのがわかるようになり、次に大きく需給バランスが崩れるところを探せるようになります。丸紅のコアになる部署だと思います。但し、現時点でその機能を十分に果たしているかという、まだこれからという段階だと思います。今後そういった観点で強化をしていくと、より早く事業機会を見つけられる様になり、更にアップサイドが刈り取り易くなると思います。

次世代コーポレートディベロップメント部門に対して、具体的にどういった点を課題と感じられているのか教えてください。

（小島）

次世代コーポレートディベロップメント部門の最重要ミッションは次の戦略プラットフォーム事業を立ち上げることであり、ミッション達成のために「次はこういうマーケットが有望になるだろう」、あるいは「丸紅ではこういったマーケットにあまりアクセスできていないため、今後狙っていこう」といった観点で、日々活動を行っています。こうした活動に加え、ベンチャーキャピタルやスタートアップの動きを見ていると、大きく需給バランスが崩れそうな分野がわかるようになります。そういった分野に事業展開するだけでなく、こうした情報を丸紅の全営業セグメントに流すようになってくると良いと思います。Global crossvalue platform に通じる部分があると思っていますが、効率良く次の需給バランスの崩れを探せるようになると思います。

<質問者 2>

翁取締役にお伺いしたいのですが、GC2024 から 2027 にかけて、特に私が注目したいのは非連続性についてです。どこが大きく変化しているかという点を、社外取締役の立場からどのように感じてもらえますか。時価総額 10 兆円という目標を掲げられた部分が象徴的だと思いますが、このあたりについて取締役の方からご覧になって、どのように感じてもらえますでしょうか。

(翁)

ご質問ありがとうございます。柿木前社長の時代に、相当な体質改善をしてきたと考えています。DE レシオも含めて、相当良くなってきており、信用格付も上がってきました。加えて、大きな収益を出していましたが、DE レシオに大きな影響を与えていたガビロンなどについても適切に対処できたと考えております。そういう意味では、次の飛躍のための準備が柿木前社長の時に整っていたと考えております。柿木前社長も次のギアチェンジをぜひ進めたいというお気持ちがありました。私たち社外取締役も、コロナを経て非常に大変な時期でしたが、その間の現場を含めた努力が実を結び、飛躍の準備が整ったという認識でございました。そこで、これから相当な資本配分やビジネスモデルの明確な位置づけを実行し、戦略プラットフォーム型事業については、現在も社内でネーミングを検討しつつ、さらにリファインしていく必要があると思いますが、成長領域・高付加価値・拡張性を全ての事業について見渡し、それを定義し、同じ方向で進んでいこうということで、掲げたのが時価総額 10 兆円という目標です。ミクロとマクロの両面で、成長に向けて相当程度舵を切ったのが GC2027 であると認識しております。

<質問者 3>

翁取締役に質問がございます。統合報告書のスキルマトリックスを見ると、財務経理のところで社外取締役として唯一チェックボックスが付いているのが翁取締役になると理解しております。他には、社内取締役の方が 3 名おります。つまり、社外取締役の比率は高いのですが、財務経理という専門性で考えると、社内が 3 名に対し社外が 1 名ということです。そのため、社内の方がこの分野において何か問題を起こした場合に、その牽制機能を果たせるのは社外の方だけなのかと思っております。あるいはそうでない場合は、どのような体制になっているのか、その点についてお話しただけないでしょうか。

(翁)

ありがとうございます。私は金融のバックグラウンドがあり、そこに丸が付いております。一方、社外取締役の方には、企業の取締役を務められている方もおります。小島氏は社長も務めておられましたし、資本効率などについても実践でよく理解されていると思います。

私は財務だけでなく、財務と事業を組み合わせた形で戦略を考えていかなければならないと思っております。財務の視点でももちろん私は意見を申し上げますが、多くの方が企業での経験をお持ちであり、そのような議論は十分可能な状況にあると考えております。また、この分野において問題が起きたこともこれまでなく、本日はご紹介しているようにその為に激論を交わしているため、そのようなことにはならないと思っております。

< 質問者 4 >

小島取締役にお伺いしたいのですが、前述の「もっとレバレッジをかけてもよいのではないか」というご意見はその通りだと思います。現状、商社業界が小ぢんまりと纏まってきて、フリーキャッシュ・フローを黒字にすることに拘っている様子。そこで伺いしたいのは、今後スピード感が出てくるのかどうかについてです。

ご指摘されていた、需給バランスが崩れたところに大きく投資し、（日立も同様であるが）資産入れ替えを進めてポートフォリオを大きく変えるという動きは徐々に出てきてはいると感じます。しかし、ドラスティックに変わるのかと言うと、そのようなイメージがありません。社外取締役の立場から、現状のマネジメントとの対話や取締役会の議論において、そのような方向にどんどん進みスピード感が上がるような、すなわちフリーキャッシュ・フローを赤字にしてもいいから行けそうなところでチャンスがあれば挑戦していこうというような変化が、既に見えてきているものなのか教えてください。社外取締役に就任されてまだ日は浅いと思うものの、そのような兆しがあるか、肌感覚でもよいのでご紹介頂ける話があればお聞かせください。

（小島）

少なくとも大本 CEO は非常に強くその方向にドライブしていると思います。CEO・CFO ラインが強く推進しているため、各事業ラインもそれを相当意識し始めていると強く感じています。

大きくポートフォリオ入れ替えていくという意識については、これ以上の成長が見込みにくい事業は回収を促進して売却し、一方で、大きく伸びていきそうな領域、或いは需給バランスが崩れていく領域には積極的に投資をする、というマインドになっているのは間違いありません。

議論となるのは、そうした事業は既にマルチプルが高かったり、財務規律の観点から基準ぎりぎりとなる場合がしばしばあることです。そういう時こそ WACC を強く意識し、より低コストの資金を調達する必要があります。そこがきちんとできるようになれば、そのサイクルは加速していきます。その意味で、各事業のトップが、例えばこの買収を実行するにあたりどこから資金を調達すれば低い WACC で投資家の理解を得られるか、踏み込んで考えるところまでいけば、もう一段ステージが上がり、更にリテラシーが向上します。そうなると

自律的にどんどん動き出すので、今はその状態へ何とか動かし出そうと大本 CEO が一生懸命取り組んでいると理解しておりますので、私としても徹底してサポートしていきたいと考えています。

以 上