

## Investor Day 2021 第二部:Q&A 詳細

日時: 2021年6月1日(火)  
14:50~15:25 Q&A

対応者: 専務執行役員 CSO・CIO 山埜英樹  
専務執行役員 インフラ事業部門長 秋元 勉  
副社長執行役員 EIIリーダー 上野真吾

### 質疑応答

司会: ではここから、第2部の質疑応答のセッションに移りたいと思います。

**質問者①:** 25 ページ目の、今回の気候変動の見直しの Appendix に関わる質問を一つさせていただきます。今回アップデートされた方針で、石炭火力は 2040 年代後半までに撤退、一般炭は 2030 年に持分生産量をゼロと、この二つについての中身をお伺いすると、IPP は基本的には契約の非更改がベースで、一般炭はマインライフを考えると自ずと終掘が見えているものだと思いますので他商社と比べたときに、プロアクティブにダイベストを促すという性質とは違うのではないかという印象を持っています。御社は、石炭焚きの IPP のウェイトも一般炭の持分生産量も他商社と比べて大きいのが現状ですので、より積極的なダイベストメントを促さないと、メッセージ性としては弱い印象を持っています。一方で、ホスト国のサステナビリティも、先ほどのご説明のとおり考えなくてはならない。この相反する事象をどう捉えているのか？この点についてお考えをお聞かせください。

山埜 CSO (以下、山埜): ご質問ありがとうございます。ご質問ですけれども、石炭火力および一般炭からの撤退のタイミング、そして道行きだと思います。今お話の中にもありましたように、当社、現在契約中の事案につきましては契約履行責任、それから供給責任がありまして、当社だけの判断で案件からの撤退を決めるわけにはいかないと考えております。ただ、例えば石炭火力からの撤退スケジュール、あるいは今後 CO2 排出量を減らす中には当社として取り得るオプション、これも実は考慮の中に一部入れておりまして、その可能性を、オプションの可能性を絶えず探りながら、今後の撤退タイミングについては考えていきたいと思っております。

秋元インフラ事業部門長(以下、秋元): 先ほど申し上げたとおり、我々の発電のポートフォリオは一つの国に固まってあるわけではなく、それぞれの国に分散されている発電所ですので、それぞれの国のエネルギー政策等々、その辺の諸環境がございます。したがって、もしその発電所を取り巻いている環境が許すのであれば、あるいはかつ関係するステークホルダーの皆

様のご了解が得られる限りにおいては、現在想定している事業期間を前倒しにして、一部権益の売却やあるいは撤退も可能でありますので、この可能性を排除するものではありません。ただ、こちらから一方的にステークホルダーの皆さん、あるいは諸環境を無視したダイベストメント、これは我々としてはできません。また一方的なダイベストメントだけのご提案は、そのホスト国に対して、あるいはその国の国民の皆様に対してやってはいけないことじゃないかなと私は思います。ダイベストメントをする限りにおいては、新たなエンゲージメントを推し進める必要があると思います。そういった意味で、我々、一方的なダイベストメントだけではなくて、その国のエネルギー政策の低炭素化に資するような案件も同時並行で進めてまいりますし。またホスト国が望むのであれば再エネの導入、我々は太陽光、地熱発電所、風力発電所もやっておりますけれども、そのような再エネの導入ですとか。あるいはこれから上野と一緒に推し進めてまいります新技術の導入等々、こういうことを支援することによって、ダイベストメントと同時に新たなエンゲージメントを創り出していきたいと思っています。非常に難しい課題ですけれども、取り組んでいこうと思っています。

上野 EII リーダー(以下、上野): 資源・化学品も見ております上野でございます。先ほど一般炭の上流と言いますか、権益事業、これについてご質問いただきましたけれども、ここで掲げております 2030 年までに生産量ゼロを目指すというのは、自然体で終掘できるものではございません。ということで、自ずと売却を伴う 2030 年、生産量ゼロを目指すということでございます。まで、ということですので、2030 年までに売却も含めてやっていきたいと思っておりますが、パートナーもおりますので、パートナーとも協議をしながら 2030 年までの売却および終掘の組み合わせで生産量ゼロを目指していくということでございます。

**質問者②**: 質問、1 点お願いいたします。先ほど EII のご説明をいただきまして、2030 年に相当な規模感の利益と教えていただきましたが、現状の EII が持っている投資規模と、今後 2030 年に利益規模が上がる時ってというのは、主力はどういった事業で利益が上がっていくのか、イメージを教えてください。よろしく申し上げます。

上野: 現状の投資規模は既存の事業が大半でございます。先ほど申し上げました森林事業、あるいはバイオマス事業、これはもともとからやっておる事業でございます。その事業の部隊が EII に来て、そこで事業を拡大していく。あるいは他の事業さんに課題解決を提供していく役割で来ていただいております。これを含めました将来的な投資規模は今、算出しているところですが、規模感としては将来的に 500 億円から 1,000 億円ぐらいは投下資本を投入していきたいと、私の希望ですが、思っております。EII というのは、イニシアチブでございます。イニシアチブは部門でもなければ本部でもない。つまり他の本部、他の部門との協業も合わせまして EII、つまり脱炭素あるいは循環型エネルギーシステムを構築していく。それが必ずしも EII の中のビジネスでなくても、その他の部門のビジネスにその課題解決を提供できるのであれば、

それに越したことはないと思っております。そういう括りも入れまして、投下資本、先ほどの規模感で投下資本させていただいて、将来的には2030年ぐらいには他の部門と同じぐらいの大きさ、あるいはそれ以上のものに収益基盤が拡大されれば、私としてはそれを望むところと考えております。以上です。

**質問者②**：ありがとうございます。2030年の姿なので、今からいろいろ投資案件を検討される結果なので、何が主力になるかって非常に難しいとは思いますが、今、他の商社含めてこういった低炭素社会、新しいビジネスだったり、いろいろ手掛けてられますが、御社の強みを考えた場合には、どういったところが伸びていく可能性が強いですでしょうか。

上野：当社の特徴・強みを申し上げますと、要するに切り取りではないということです。切り取って、そのソリューションを提供する後、その前後は知らないということではなくて、エネルギーシステムをトータルで俯瞰して、新しいエネルギーの提供、それからCO2排出の削減、あるいはそこから出てくる製品の販売、それに関わる輸送、全てトータルでエネルギーシステムを見ていこうと。これが当社の考え方でございます。そして、このいろいろな組織、いろいろなビジネスラインから来ていただいたEIIという組織。あるいは先ほどの話で出ました秋元の組織、そことの連携、これが当社の強みでございます。これを深めることによって、そうした総合的なソリューションが提供できると思っております。例えば、ある自治体さんからゼロエミッションシティを私たちは創りたいと、一緒にやらないかという話があるわけです。これは水素だとか再エネだけだとかという切り取りではだめなのです。水素であり再エネの他にも熱、蓄電、そして分散型電源、そういったものを組み合わせながら、その自治体さんの希望に応じていく。

あるいは、ある企業さんがうちのショップをグリーンショップに変えたいという話があります。それに対して、屋根に太陽光パネルを置いて分散型ですねというだけではなくて、それをビジネスモデルに展開していく。余剰電力を外に販売していく。あるいはそれを循環させていくビジネスモデルを提案させていただく。これは、まさしく一つのビジネスモデルではなくて、ビジネスモデルの掛け合わせ、組み合わせでできるソリューションだと思っております。

そういった形でのエネルギーシステムの構築、あるいは将来のカーボンニュートラル社会の実現に向けて、そういった提案をどんどんさせていただきたいと思っておりますし、そこにビジネスチャンスがあると信じております。それが我々の考えであり、強みであり、特徴だと思っております。以上です。

**質問者③**：質問1点、よろしくお願ひいたします。この第2部のご説明の中で、サステナビリティ経営に取り組んでいくことについて、事業機会にもなり得るというご説明をインフラ部門から頂いたと思っておりますが、どのような形で収益性に貢献させていくのか。資産の入れ替えによるキャッシュイン、部門として必要なキャッシュアウト、それがどのような収益性向上につながるのか、一部事業をやめると利益が下がる部分もあると思っておりますが、その辺、全体感、どのような方向

感でご覧になっているのか教えていただけないでしょうか。お願いいたします。

秋元： サステナビリティ経営ということで、まず、いの一番に挙がるのは、やはり気候変動問題への対応になると思います。これは当部門にとっても非常に重要な課題であります。課題ではあります、先ほど私のプレゼンで申し上げたとおり、それを脅威としては捉えずに、次の新たな成長戦略の要として捉えてございます。例えば具体的に申し上げますと、先ほど来、私が申し上げていますとおり、当部門の発電ポートフォリオを 2050 年のカーボンニュートラルに向けて、低炭素化、ゼロカーボンニュートラルに向けて進めてまいります。これは明らかに気候変動対応でございますし、サステナビリティ経営の一つの柱になります。その際に、今のところ、化石燃料の発電事業から上がってくるキャッシュが実際多いですが、これをどんどん再生エネにシフトしていく。これはもう、まさに資産の入れ替えと全く同じであり、ポートフォリオを低炭素化に改質することによって、キャッシュそのものも資産そのものも、どんどん再生エネにシフトさせていきます。あるいは、社会インフラにシフトさせていくということによって、最終的にはカーボンニュートラルも達成しますし、全社の六つの重要な社会課題の一つであります気候変動にも対応いたします。これを実現するべく我々部門は務めてまいります。全社の六つの重要社会課題に則した営業活動を我々はしておりますので、最終的にはサステナビリティ経営の高度化に資する、我々の営業活動につながっていくものと確信しております。

山埜： やっぱり世の中が動く方向、世の中があるべき方向、そちらにビジネスチャンスは生まれてくると思っていますので、低炭素社会の実現と言うと、制約や制限すると思いがち、あるいは社内も受け取りがちだったんですが、そうではないと。そこに新しいホライズンが広がるってあるということで、社内にもこのサステナビリティ経営、これが成長戦略だということを機会があるたびに説明しているのが現状でございます。以上です。

質問者④： インフラの話ですが、ポートフォリオを低炭素化で再エネとか社会インフラにシフトしていきますという方向はわかりませんが、最近どの会社さんも再エネシフトと言っていますが、投資の IRR が 1 桁、ブラウンだと半ばも出ないと思っています。開発段階から携わっていくというお話をいただいておりますが、どうしても他社さんでも再エネは 1 個当たりの案件が発電容量として大きくなかったり、投資効率でいえば、結構全体の収益性を下げるとか、社会インフラも同じように、結構競争が厳しいイメージがあるので、仕上がったときに、移行していったカーボンニュートラルになったときに、果たしてやるべきか。投資効率のアップサイドがそんなにならぬビジネスに見えますので。その辺り、経営資源をそのまま売却してイグジットしたお金をそちらにつき込んでいくと、仕上がった姿が単に ROA が下がってキャッシュがあまり出ない感覚もあるのですが、その辺のマネージは、どういう形でされていくか、もしアイデアがあれば教えていただければと思います。

秋元： ご指摘のとおり、各社こぞってというか全世界がこぞって再生エネに大きく舵を切っておりますので、競争環境は非常に厳しくなっております。毎年、年々のように厳しくなっていると。そういう認識は私も共有してございます。ただ、当社の強みは先ほど私がプレゼンでも申し上げましたとおり、各商社の中でもいち早く再生可能エネルギー、特に洋上風力には欧州を中心にして進出してございました。そういった実績がマーケットから買われているというのもありますし、我々自身ノウハウを蓄積してございますので、今は開発の初期のステージに、我々が入り込んで、我々自身がリードデベロッパーとして開発するような、つまり、我々自身が付加価値をつけられる。後で入って多額のプレミアムを払って、後で入ってキャッシュプレーに徹すると、ファイナンスプレーに徹すると、そういうことではなくて、我々自身がアーリーステージから付加価値をつけながらプロジェクトをリードしていくと。日本の洋上風力の開発がまさにその典型ですが、まだ結果は出ておりませんが、我々はそのように、まず初期の段階から入って、我々自身で価値をつけて、そしてそれをファイナンス・クローズあるいは完工の時点で、一部持分権益を売却することによってバリュー実現をする。あるいは、これも私、プレゼンでご紹介しましたけれども、再エネ Fund を自ら立ち上げてございます。そちらにアセットを移し込むことによって、そこでもバリュー実現をするというような、いくつかのバリューポイントを自分たちの開発のマイルストーンの中で設けることによって、収益を下支えしていきたいと考えてございます。それから社会インフラですが、これはまだ我々も、ではどれに絞り込もうかということができないぐらい、非常に多種多様なオポチュニティがあります。世界中でインフラ需要が溢れかえっておりますので、その中で何をピックアップしていくかは非常に重要になってくると思います。したがって、有限の経営資源ですので、確かな勝ち筋が見える、そういう投資機会に限定して取り上げていきたいと思っています。社会インフラについては、まだこういう勝ち筋を持ってこの分野、このセグメントに集中しますというところまでは今の段階で申し上げられないのですが、有限の経営資源ですので、ここぞというところに張ってまいりたいと思っております。以上です。

**質問者⑤**： 1 問なんですが、先ほどのご質問にも関わるかと思いますが、今回、投資規律をしっかりと、これまでのインフラビジネスからも減損などもありましたけれども、やはり投資の質の管理と、積極的な攻めの姿勢の両立がどういうバランスになるのかなというところが気になるところです。今、特定のところに、ここぞというところに絞り込んでいるというお話はありましたけれども、どうしてもこの話が 2050 年に向けた、タイムホライズンの長い案件が中心になる中で、やはり絞り込み、あるいは経営資源の配分という意味ではその辺のバランスも非常に難しいのかなと思います。例えばマイルストーンを設けて、時間軸をしっかりと管理していきながら選んで、より選別を強めていくという方向感もあると思いますが、投資規律との組み合わせで、成長の経営資源配分をどう管理していかれるのかについて、これまでと違う取り組みの工夫などがありましたら、お願いできたらというところです。よろしくお願ひします。

秋元： 投資規律ですが、先期、あれだけの多額の一過性損を計上いたしました。私のプレゼンでも申し上げたとおり、今、部門を挙げて、主因を掘り下げて検討してございます。我々が従来、投資規律を守っていたと思っていたものが、実はそうではなかったと、そこに恣意的なものが入ってはいなかったかを今めぐり出してございます。本当の投資の原則、規律というのは、時代によって変わるものではないと私は思っています。基本に忠実であるよう意識を高めて今後、新しい投資に向かってまいりたいと思っております。

司会：秋元さん、ありがとうございます。経営資源の配分という観点も含めまして、山埜さん、お願いいたします。

山埜： 難しいご質問ですが、私から申し上げますとすれば、やっぱりここはバランスよくやっぴくというところに尽きると思います。そのバランスよくやるにしても、まずやっぱり今度の中期経営計画で大事にしているのは戦略議論を深めるというところに尽きると思っています。オポチュニスティックな投資ではなくして、やはり当社の強みを生かしてバリューアップできる分野、この戦略をしっかりと確認する。その上で目標をつくって、これをまた個人の目標にも落とし込む。さらに実際に投資後は、その案件がしっかり計画どおりに推移しているかどうかモニターし、必要であればタイムリーにリカバリーなり、サポートを行う。そして、その結果を評価して、しっかりと結果を出した組織、あるいは個人にはそれなりの評価を与えると。申し上げていて当たり前じゃないかとおっしゃるかもしれませんが、この PDCA をとにかくしっかりとやると、そこに尽きると思っています。戦略議論を深めて、強みを伸ばす。オポチュニスティックなことはやらない。この辺りを基本として取り組んでいきたいと思っています。以上です。

兵頭： 最後のご質問にもう少しストレートに回答申し上げたほうがいいかなと思います。投資規律の具体的な事例で、秋元が部門長を務めておりますインフラ、そもそも私も部門長、前任をやっておりましたので、私の判断の問題がそこにごございます。ストレートに申し上げますと、インフラのアセットは、やはりインフラの事業使命の間を支えるためのキャッシュ・フロー、貸方側がしっかりしていないといろんなことが起こるわけです、当たり前の話ですがしたがって、豪州で起こった大きな減損の発生については、短期の融資でリファイナンスを前提とした資産を持っていた、ここに最大の問題があります。石炭に紐づけて、座礁資産という市場のコメントもいただいておりますけれども、もちろん、その要素はありますが、大きな要素としては貸方側の融資の構成が、基本が守られていなかったということでございます。2 点目、EPC で大きな損失が今回、計上されました。これも個別の EPC の契約は、プロの契約交渉を経た上でしっかりと出来上がっていますが、これだけの複数の案件が一気に中断してしまうことを想定していたか

という、そこまでしっかりと想定ができていなかった。集中リスクです。この部分は大きく反省し直すべき課題だと思います。この2点がしっかり対応できていれば、今回の問題は回避できたところがございます。これは将来にしっかり生かしていかなければならない。ここを補足させていただきます。よろしくお願いいたします。

以上