

# 財政状態および経営成績の分析

米谷 憲一  
専務執行役員



## 商船三井グループの財務戦略— その現況と今後の方向性

商船三井グループは、過去10年余におよぶ不断のコスト削減と、不経済船およびグループの不採算企業の整理等によって強固な財務基盤を構築してきました。2005年3月期よりスタートした3カ年経営計画MOL STEPでは、当社は持続的な成長を遂げ、経常利益は2004年3月期の906億円から2007年3月期には1,825億円に増加し、当期純利益は554億円から1,209億円へと2.2倍に拡大しました。市況変動や、燃料油価格高騰などの逆風も見られた中で、きわめて高いレベルでの利益成長を維持してきたのです。すでに、業績の詳細については「株主の皆様へ」及び「セグメント別事業概況」で述べた通りですので、ここではMOL STEPにおける財務戦略の評価と新・中期経営計画MOL ADVANCEにおける財務戦略をご紹介します。

### MOL STEP Review財務目標の達成状況とその評価

当社は、MOL STEP期間中に掲げた目標のうち自己資本額は達成しましたが、自己資本比率、ギアリングレシオの目標については未達成となりました。これは、3年間の当期純利益累計額については計画対比で概ね達成した一方で、好調な海運市況、旺盛な輸送需要を見据えて、戦略的かつタイムリーな船隊整備を前倒した結果、計画対比で総資産が1兆2,720億円から1兆6,400億円に増大するとともに、有利子負債も増加したことによるものです。この過程に於いて中長期的な安定利益を拡大しており、当社の収益構造は強固なものとなりました。

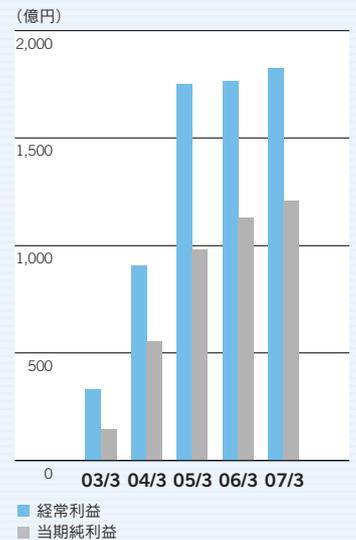
	目標	実績
自己資本	4,900億円	5,508億円
自己資本比率	38%	33.6%
ギアリングレシオ	80%	103%

### 資金調達

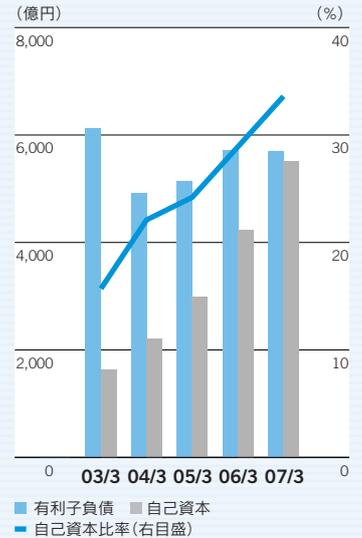
当社は多種多様な調達手段を介し、国際的に競争力ある資金の安定的な確保に努めてきました。例えば、2006年3月にはユーロ円CB(2011年満期ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債)の発行により総額500億円を調達しました。このユーロ円CBは利率がゼロであるため、転換までの期間中は金利コストを抑制する効果があり、また、転換の際には一株あたり利益の急速な希釈化を抑えた形での資本増強が可能となります。期間利益の蓄積に加え、これら財務戦略に基づいた資本増強により、将来の投資に向けての一層の財務柔軟性の確保と調達力の強化を進めて行きます。

調達した資金は主に、設備投資と、相対的に利率の高い既存負債の返済に充当します。たとえば、2005年3月には第6回・7回・9回普通社債を対象に、合計294億円分の債務をオフバランス化する実質的ディフィーゼンスを実施しました。このようにして、高水準の設備投資を継続しながら、有利子負債の増加を一定範囲内にコントロールすることもできるのです。その他の資金の用途の例として、2004年10月には東京・大阪に17棟のオフィビルを有するダイビル(株)、2006年2月には港湾運送事業を行う宇徳運輸(株)(2007年8月1日より(株)宇徳へと社名変更)に対しそれぞれ公開買付による連結子会社化を実施するなどのグループ会社の再編に充てています。また、2006年1月にはAP Moller-Maersk社からP&ONL社の南アフリカ・欧州コンテナ航路権を買収するなど、外部成長戦略にも資金を充当しています。

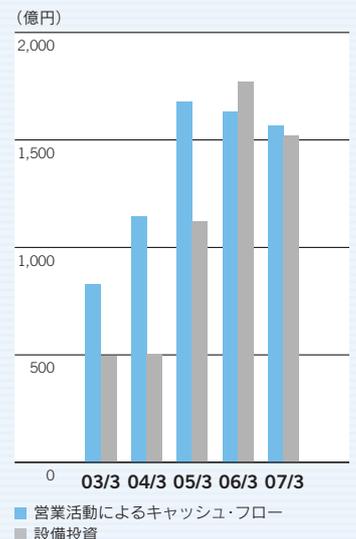
### 経常利益／当期純利益

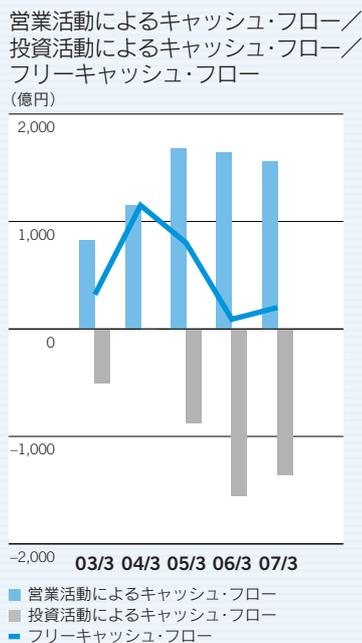
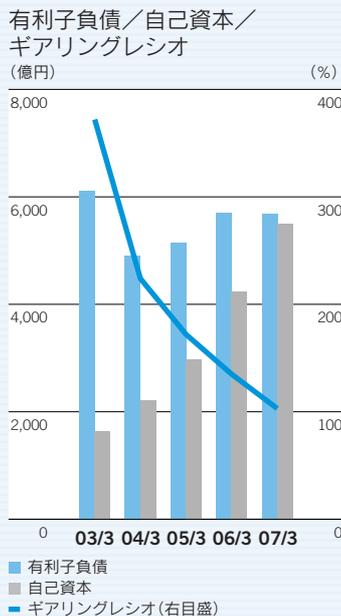


### 有利子負債／自己資本／自己資本比率



### キャッシュ・フロー／設備投資





フリーキャッシュ・フロー＝  
営業活動によるキャッシュ・フロー＋  
投資活動によるキャッシュ・フロー

## 財務面での「質的成長」

### 資本政策

当社は、成長戦略の推進過程において2001年から積極的な設備投資を持続させ、利益成長による企業価値の拡大を図ってきました。一方で、高レベルの格付け獲得に不可欠である自己資本の増強により財務体質の強化も進めています。当社では有利子負債と自己資本のバランスを保つために、この10年間、ギアリングレシオに注視し、継続的にこれを低下させて来ました。その結果としてROEは30数%から25%程度に低下し、2009年には20%をやや下回る見通しとなっています。当社ではこうしたROEの低下は更なる成長ステージへのプロセスであると考えています。

旺盛な船腹需要のもと、MOL ADVANCEにおける最優先課題は、量と質の両面から成長を持続させていくことです。2008年3月期から2010年3月期の資本政策としては、有利子負債の増加を上回る自己資本の増強を進め、ギアリングレシオ100%以下を目指します。これに伴いROEは低下しますが、連結配当性向20%は当面維持していく考えです。さらに、自己資本と有利子負債のバランスを慎重に見極めつつ、将来的な成長のための投資を継続していきます。

### 船舶投資のための多様な資金調達

利益成長に伴い、2005年以降、当社は設備投資に潤沢なキャッシュフローを充当することが可能になっています。多様でフレキシビリティの高い財務手法により、近年の当社の船舶投資は、自社あるいは仕組船会社での保有、傭船、借入れ、オペレーティングリース、船舶ファンドなど多様な形態を取ることが可能となっています。これらの選択肢の中から、当社もっとも競争力のある金融スキームと金融機関を選択することができるのです。

傾向としては、より高度な船舶管理を必要とするLNG船、原油船、大型コンテナ船や、マーケットが特殊で汎用性の低いチップ船、自動車船に関しては、自社ないし仕組船会社での保有を中心としています。この一方で、汎用性が高く、かつ、国内船主の保有意欲が高い一般ドライバルク船については、船舶管理経験の豊富な船主からの傭船を中心に船隊整備を実施しています。

当社が保有する船舶は、キャッシュフロー、及び銀行・生命保険会社などの金融機関からの借入れによって投資資金を調達しています。また、仕組船会社保有船については、外部借入れに加え当社からの株主融資も実施しています。更に、将来の残価リスクのヘッジを考えて、一部はオペレーティングリースも活用しています。

当社持分法適用会社が保有するLNG船については、主としてプロジェクトファイナンス・ベースでの資金調達を実施し、偶発債務の削減に努めています。当社はまた、船主JVプロジェクト・リーダーとして、プロジェクトファイナンスの組成に積極的に関与しています。2004年4月には当時としては史上最大額である569百万ドルのRAS GAS IIプロジェクトファイナンスを、2006年1月には過去最高となる1,632百万ドルにのぼるRAS GAS IIIプロジェクトファイナンスの組成を実現しました。

今後も、これらの経験・ノウハウを十二分に活かし、他のプロジェクト案件にも積極的に対応していく考えです。

### 資金管理

営業規模の拡大、好調な市況を受け、当社の入出金規模は増大しており、今後、効率的資金管理の重要性が一層増していきます。2002年3月期から当社が導入しているグローバルキャッシュマネジメントは、顧客からの收受運賃・賃船料などを、海外の主要現地法人あるいは代理店から早期に回収するもので、これらの対象エリアを米国、ヨーロッパ、アジア、オセアニア地区へ順次拡大しています。また、国内グループ会社においても、2007年3月末現在で44社を対象にグループキャッシュマネジメントを稼働させており、取り扱い金額も順調に伸張り、グループ全体で有利子負債の削減を進めています。こうした資金効率の向上に加え、未収債権の回収も進めていく考えです。

### 格付け

当社では、格付けとは債務返済のための原資である「事業を通じたキャッシュフロー創出力」の確かさに対する外部中立機関の評価である、と認識しています。従って、近年の格付けの向上は、内外格付け機関による質的・量的な分析に基づき、当社が今後もより大きなキャッシュフローを創出していくことが可能であると評価されたものだと考えています。

07年03月現在の内外主要格付け機関4社からの格付けは、下記の通りです。

R&I	A <sup>+</sup>
JCR	A <sup>+</sup> positive
Moody's	Baa1 positive
Standard & Poors	BBB

財務担当役員の視点から申し上げますと、今日の為替・金利の水準、堅調に拡大する海上荷動きなど、当社グループを取り巻く外部環境は、恵まれた状況にあると言えます。しかしながら、このような時こそ非常時への備えに怠りがないよう十分に注意を払う必要があると考えます。従い、格付け向上によって、将来にわたって競争力のある資金調達力の強化を図ることを当社の財務戦略において最重要課題であると位置づけています。このような観点から、当社は、海外格付け機関から「A格」の取得を、国内格付け機関からは「AA格」の取得を当面の目標としており、そのためには一層の自己資本の増強が重要な役割を果たすと考えています。

#### 為替・金利リスクマネジメント

現在、当社の連結経常利益に占める為替リスクの割合は低減しており、為替相場のボラティリティも低下していますが、当社では内外金利差を背景とする為替先物予約コスト増などを考慮し、一定の円高に備えつつ円安メリットが享受でき、コストも抑えられるような対応を目指しています。最近では、対ドル1円の為替変動に対する経常損益への影響は年間約23億円となっています。今後も営業拡大とともに三国間輸送の進展が予想され、為替リスクマネジメントは、更にその重要性を増していくと考えられ、リスク回避の観点から一定のヘッジは必要であると判断しています。

金利変動リスクに関しては、円金利の上昇に対しては、当面、現行の固定化比率を維持しながら、固定化を順次進めています。また、ドルについては、市況影響を受けやすいコンテナ船事業を中心に、金利動向を見つつ固定化比率の引上げを図っていく考えです。

#### MOL ADVANCE

当社は、2008年3月期から2010年3月期のMOL ADVANCE期間および2013年3月期までの6年間において引き続き積極的な設備投資を行う一方で、自己資本の充実を図り、財務体質を一層強化していきます。そして、世界の海運市場における主導的なポジションを確固たるものとし、拡大するビジネスチャンスを的確に捉える事業基盤の構築を通じて、質と量の双方で更なる成長を目指していきます。

### MOL ADVANCEにおいて意識する財務指標

1.  
自己資本比率：  
40%以上

MOL STEPの3年間を通じて、当社の財務体質は格段に強化されました。MOL ADVANCE及びそれに続く3年間(2011年3月期から2013年3月期)でも、積極的な設備投資を計画しています。このような状況のもと、将来にわたって柔軟かつ有利な資金調達を行うために、また、リスク耐性を高めるためには更なる自己資本の積み増しが不可欠であると考え、引続き自己資本の充実を心掛け、2010年3月期には自己資本比率を40%以上とすることを目指しています。

2.  
ギアリングレシオ：  
1倍以下

MOL ADVANCEで掲げている成長戦略では、さらなる企業価値向上のため、積極的な船隊整備を中心とする継続的な設備投資を計画しており、有利子負債残高の絶対額は増加する見込みです。当社では、財務体質の悪化を防ぐためにギアリングレシオを常に注視し、有利子負債を自己資本とのバランスでコントロールしていく指標として活用していきます。

3.  
ROA：  
7%以上

当社は、資本効率についてもつねに意識し、備船、リースの比率が高いという当社の資産構成の特殊性を考慮し、経営の“ものさし”としてROAを活用しています。2007年3月期末のROA7.8%を踏まえ、資産規模拡大後も資本効率を維持していくため、今後もROA7%以上を目標としていく方針に変更はありません。