

04 Financial strategy

財務戦略



■ CFO・社外取締役対談

4-1

■ 財務戦略

4-2

4-1 CFO・社外取締役対談

フリー・キャッシュフローは再拡大フェーズへ 新たな成長ステージに向けた経営体制の進展について

CFO よりメッセージ

企業価値向上のためには、財務・非財務資本を活用し、キャッシュ・フローの持続的な成長と、資本効率の向上を実現する必要があります。この実現に向けて、キャッシュ・フローの改善とその戦略的資源配分の適正化、資本コストを意識した経営の強化、積極的な対話による経営の質・透明性の向上への取り組みが重要となりますが、下記のインタビュー対話および財務戦略ページにて、それらについて、ご説明させていただきます。



朝日インテック株式会社
取締役 CFO

伊藤 瑞穂



インタビュアー：
朝日インテック株式会社
社外取締役

草刈 貴弘

中期経営計画の前倒し達成、その要因

草刈 2026年6月期に連結売上高1,100億円の達成を目標に掲げておりましたが、当期2025年6月期において、その目標を前倒し達成することを見込んでいますね。その要因について、改めて確認させてください。

伊藤 当中期経営計画では、既存事業である循環器系のガイドワイヤー・カテーテルのグローバルシェア拡大を成長の基本とし、非循環器領域である末梢血管系・脳血管系・腹部血管系・消化器系などの循環器以外の領域においてもグローバル化を推し進めることで業績を牽引し、さらには長期的な成長の種まきとして、ロボティクス分野をはじめとしたさまざまな事業への進出の土台を築くことが基本になっておりました。その基本戦略については、今でも変更はございません。

当計画の当初は、コロナ禍が直ぐに明けるものとして考えておりましたので、そういう意味では中期経営計画の中盤

4-1 CFO・社外取締役対談

は、コロナ禍が長引いたことをはじめとした外部要因の変化により苦戦を強いられましたが、後半におきましてはコロナ禍も明け、全世界的なシェアも着実に伸ばすことができ、また為替の後押しもあり、前倒し達成の可能性が出てきました。

現在の課題としては、重要戦略の一つである非循環器系の製品販売について、病院などへの浸透が、当初計画より遅延していることや、新規事業への進出についてはまだ道半ばであり、更なる進化が必要なことなどもあります。当社の技術力を強みに、まだまだ引き続き成長企業としてさらに業績を拡大していくことは可能と考えております。

なお、次期中期経営計画につきましては、前倒し達成が可能であることが確実視された段階で、開示してまいりたいと考えております。

キャッシュフローの足元改善について

草刈 キャッシュフローについてお伺いいたします。キャッシュフローについて、ようやく足元で改善しつつありますね。これまでのキャッシュフローの悪化要因は、MDR対応のための在庫確保以外にも、さまざまな要因が重なった結果と理解していますが、改めて整理してご説明ください。

伊藤 確かにフリー・キャッシュフロー＋配当金が赤字になるなど（57ページをご参照）、この数年間、先行投資を含む設備投資などの増加や、イレギュラーな在庫の増加

などに伴い、悪化していたと思います。

この数年間、コロナ禍によって、カテーテル治療の症例件数が減少し、当社がシェアを上げるために必要な医療現場での営業活動ができないなどの制約もあり、販売について苦戦していましたが、コロナ禍は一時的なものであり、将来的には症例数は回復・増加することや、営業活動の再開などにより市場シェアもさらに高めていくことは可能だと考えていましたので、我々としてはコロナ禍であっても、将来成長のための先行的な設備投資や、さまざまな先行投資的な費用の投下については、あえて制限することなく実施してきました。

また、在庫については、コロナ禍での流通不安に対応するための安全在庫の確保や、EU地域の薬事法（MDR）改正のリスクに備えるため、EU販売拠点やEUに直送する工場側の在庫を手厚くするなどし、またその他さまざまな複合的な要因によって、この数年間は一時的に在庫が非常に増加しておりました。

こうしたイレギュラーな状況が重なり、フリー・キャッシュフローが悪化していたと思います。

草刈 2024年6月期は、ようやくそのキャッシュフローが改善に向かい、株式市場でも安心感が広がり

ましたね。取締役会でも、P/Lが良くてもキャッシュフローが良くないこと、キャッシュ・コンバージョンサイクルの分析、キャッシュフローの課題解決のために必要なことなどが議論になっていました。機関投資家の声が取締役会にしっかりと届いていたと思います。

伊藤 はい、その通りです。P/Lが良くても、この数年間はキャッシュフローが悪化していました。この悪化が、一時的な要因と、構造的な要因の、両方があったと思いますので、それらを区分し、共通認識化し、きちんと議論する必要がありました。P/Lさえ良ければ良いという考え方がなりがちですが、キャッシュ・コンバージョンサイクルも含めて、他社比較、当社過去比較、当社独自の優位性を



4-1 CFO・社外取締役対談



加味した上での改善の方向性などの議論がなされ、取締役会でも改善について意識が向いてきたと思います。そこには草刈様などの社外取締役の方々の強い後押しの意見も加わり、より加速化したと思います。

なお、24年6月期からは、「フリー・キャッシュフロー＋配当支払」は改善しております。それは研究開発を行う拠点の拡充や、将来売上高1,500億円まで対応できる生産工場の体制構築などが完了し、設備投資がほぼ一巡化したことや、欧州薬事法についても緩和の方向性が少し見えたことで過剰だった在庫を適正在庫に一気に圧縮したことなどから、キャッシュフローが改善に向かいました。

設備投資についても、期中において中身の見直しを行い、やや過剰であった当初計画を減額させた内容となりました。

た。P/Lだけではなく、B/SやC/Fを意識した分析や判断が徐々に浸透してきています。

キャピタル・アロケーション 持続的な企業価値向上に向けた、 適切な資本配分に関する考え方について

草刈 キャッシュフロー、特にフリー・キャッシュフローについての戦略と、今後の動向について、CFOとしてどのように考えていますか。キャピタル・アロケーションを開示していますが、配当性向の引き上げや、借入金の圧縮などもあり、戦略投資を絞っていくのではないかと懸念が投資家側に生じてしまう、見方が変わってしまうのではないかと思います。

伊藤 キャピタル・アロケーションは、54ページに記載の内容ですが、我々としては、資金の使い方として、一番優先度が高いものが、事業成長するための設備投資・M&Aなどの戦略投資だと考えています。当社は成長企業ですから、それを持続させるための戦略的な資金投下が最大重要だと思っています。よって、戦略投資については、絞っていくという考え方はありません。

借入金の圧縮については、もともと当社は為替ヘッジのために外貨建負債を意図的に増やしていましたが、このところ外貨借入の利率の上昇などもあり、為替エクスポージャーの見直し改善をはかることで、外貨建負債の圧縮をはかってきました。よって、戦略投資縮小のためのものではありません。

またもし、我々の手元のキャッシュを超える戦略投資が必要になれば、円建の有利子負債を機動的に増加させることは可能な体制を敷いておりますので、ご安心いただければと存じます。

また配当性向について、2024年6月に上げさせていたしましたが、これは2024年6月期や2025年6月期のキャッシュフローが安定的に改善することについて確実性が増したため、その判断をいたしました。今後も、継続的なキャッシュフローの改善が見込まれれば、さらに配当性向を引き上げていくことも考えていく予定です。

財務戦略については、現在も将来も一律して考えるのではなく、常にその時の状況に合わせて、バランスを考えつつ、臨機応変に対応していくことが必要と考えています。キャッシュフローが悪化しているときに、自己株買いや配当性向の引き上げを安易に約束することは難しいですし、まずはキャッシュフローの改善が可能であることをしっかりと示せることが、優先なのだと考えていました。

財務戦略については、投資家の方々との対話を通じて、本当にご意見がそれぞれさまざまなことを実感しています。短期目線か長期目線かの違い、成長企業か成熟企業なのかという捉え方の違い、ポートフォリオ責任がある中での他社比較も含めた意見の乖離、本当にさまざまだと思います。

私共としては、投資家の方々のご意見を丁寧に聞いた上で、企業価値向上のために何ができるかということ、経営陣を中心にしっかりと考え、対応していきたいと思っております。

4-1 CFO・社外取締役対談

新体制について

草刈 話は変わりますが、2024年9月に急な社長交代がございましたが、社内での反応はいかがだったのでしょうか。どのような変化がありましたか。

伊藤 確かに、急な交代でしたので、特に社員の皆さんにとっても、驚きはあったと思います。

社長は身近で見えていても激務ですから、体調が万全ではないと務まらない側面がありますし、また会社成長のスピードを緩めないためにも、会長（前社長）自ら、体調が不十分なことを危惧し、断腸の思いで社長交代について進

言なされたと思います。

これまでも、会長・社長ともに、代表取締役として、さまざまな重要案件について相談なされながら物事を進められていらっしゃったことは、社員もよく理解しております、交代直後に、直ぐに全社グループの管理職が集まる会議にて、社長と会長（前社長）より、直接丁寧な説明がなされましたので、安心感もさらに広がったと思います。

新社長はオーナー家ご出身でいらっしゃいますし、これまでも強いリーダーシップにより牽引してきたことはもとより、一方で組織を大切にされる方だと思います。当社グループは急成長する中で、トップ自らが全てを把握すること

とは、既に追い付かない規模になっていることはご認識の通りであり、今後より企業価値を高めていく中で、それらのバランスの良さがさらに生きてくると思っています。

資本コストを重視した経営の実現

草刈 「資本コストや株価を意識した経営の実現」について、東証から公表があり、取締役会の中でも、それらが俎上に上がることが増えたように思います。一方、経営執行会議などでの議論や進展、国内的な運用状況に関して、改めて確認させてください。

伊藤 まず、東証からの公表後、IR上において、資本コストを開示し、機関投資家の方々との対話に生かすようになりました。この機関投資家との対話の状況や、資本コストを上回る成長期待、エクイティスプレッドの動向などが、取締役会で俎上にあがっています。

経営執行会議においては、執行運営という観点で、KPIマネジメントの方が中心になっています。2024年1月より、経営と執行の将来的な分離を意識して、経営執行会議が設置されました。これまでは、取締役会イコール執行会議ではありましたが、社外取締役からも議論が細かすぎるという指摘や、経営と執行の分離のためにも取締役機構を変えるべきという意見もあり、今回の機構変さらに繋がりました。ただ、直ぐに経営と執行の分離がなされることは難しいので、今はその過渡期だと考えています。

また、当社のKPIの一つであるROICやROEですが、こちらは機関投資家の方々が投資判断する際に、重き置かれている指標の一つだと理解しています。この数年間で、これらKPIに対しての機関投資家の方々とのディスカッションは、かなり増えてきたという実感があります。そのROICやROEについては、それを改善するための要素があり、それをROICツリーとして展開（54ページをご参照）しています。この更なる分解をしたものが、経営執行会議で俎上に上がり、検討材料の一つになっています。月次単位では、そのモニタリングが可能になっていますので、その深堀と分析をより進めていくことになります。また、経営執行会議の場だけではなく、日常的な採算検討の際



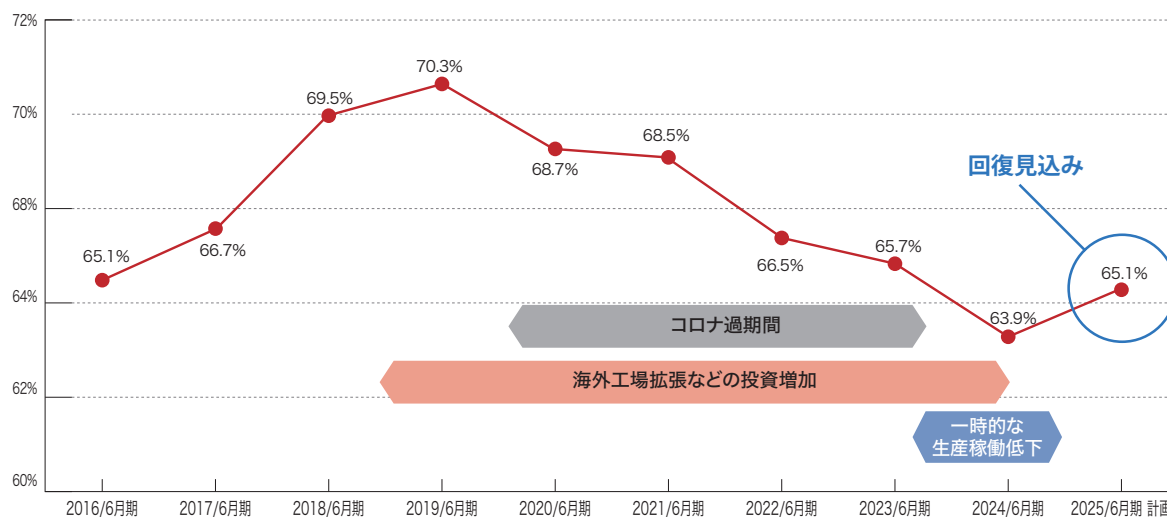
4-1 CFO・社外取締役対談

には、NPV：Net Present Value（正味現在価値）法 や IRR：Internal Rate of Return（内部収益率）法などで検討がなされ、毎期の資本コストを適用した運用検討がなされています。資本コストを意識した経営が根付きつつあります。

利益率の推移、その改善について

草刈 現中期経営計画の売上高については、冒頭の通り、既に前倒し達成することが見込まれていますが、利益率目標についてはどのようにお考えでしょうか。コロナ禍も含めて、外部環境も含めて、想定外だったところもあると思うのですが、今後の改善は見込まれる予定でしょうか。

為替レートを統一した場合における 過去10年間の売上総利益率の推移
(2025年6月期計画と同レート時)



伊藤 この5年間は、先行投資による設備投資増加やコロナ禍影響、さらには直近では在庫の圧縮に伴う生産調整などもあって、売上総利益率が低下する傾向にありましたが、ようやく2025年6月期においてはそれらが一巡化し、売上総利益率が上昇に向かいます。

また、SGAにおいても、営業関係の先行投資や、品質保証体制の強化などが続いていたため、SGA比率が高まっておりましたが、それらも一巡化しつつありますので、SGA比率もこれまでのように上がり続けることはないと考えております。

当社の場合、もともと限界利益率も高いため、売上高が増加すれば、そのマス効果が出やすく、利益率も上昇する構造にあるため、2025年6月期においても、為替

レートが前期と同じという前提ならば、売上高は前期比+10%、営業利益は+20%という高い伸び率を想定しております(52ページをご参照)。

その結果として、中期経営計画の営業利益率23～25%については、イレギュラー要素がなければ着実に狙えますし、目指してまいりたいと考えております。

草刈 次期中期経営計画について、ちょうど先日の取締役会でも俎上に上がりましたが、可能な範囲で話せることはありますでしょうか。

伊藤 現在、まさに検討中であり、さまざまな議論を実施しています。

新規事業を立ち上げていくための開発を中心とした先行投資はまだ今後も続きますが、一方で既存事業の収益も確実に伸びていくと思います。また前述にて述べさせていただきましたような設備投資をはじめとした先行投資も一巡化したため、既にその回収期に入りつつあり、既存事業での収益額・率ともに改善してくるはずです。新規事業についても、取捨選択も含めて継続的に検討しております。過去のM&Aについても、PMIの過程で環境変化もさまざまあるわけですから、柔軟に対応していく必要があります。基本線として、当社は成長企業ですから、それを持続させるためには、常に開発投資や先行投資を実施していくことが重要です。キャッシュフローの改善も含めて、手元資金で可能な戦略の選択肢も、確実に広がっています。

販売戦略、生産戦略、特許戦略、人的戦略などさまざま

4-1 CFO・社外取締役対談

2025年6月期計画 前年同期比
(2025年6月期計画と同レートに統一した場合)

	2024年 6月期実績	2025年 6月期計画	前年比		為替レートを 統一した場合
			増減	増減率(%)	前年比
					増減率(%)
売上高	107,547	116,737	+9,190	+8.5	+10.2
営業利益	22,135	25,210	+3,074	+13.9	+19.1
営業利益率	20.6	21.6	+1.0	-	-

な角度から、新社長を筆頭に、社外取締役も含めて、しっかりと検討を進めておりますので、もう少しお時間をいただければと存じます。

ESG への取り組み、そしてガバナンス

草刈 ESGの取り組みへの課題は何でしょうか。

伊藤 環境については、既にグローバルベースでのスコープ1-2-3の開示を行っておりますが、今後は特にスコープ1-2について、その原単位での削減に関して、実行するフェーズに入ってきます。日常的にも、環境改善活動が浸透していますが、さらには戦略的な判断も今後が必要になってきます。また、EUのCSRD対応なども、悩ましい課題ではあります。

社会については、常に社会環境など変化しますから、そ

れに追従していくことが重要だと思います。女性活躍を含む多様性強化は、永続的な課題になりますが、国内を中心とした管理職比率の上昇などを目的として、さまざまな企画を実施しており(81ページをご参照)、今後も推進してまいりたいと思います。

ガバナンスにつきましては、社外取締役の方々からも取

締役会の実効性評価については適切であるコメントもいただいておりますが、さらに経営と執行の分離をどこまで進めていくべきなのかや、指名報酬委員会の在り方、企業規模が拡大する中でのグループガバナンスの在り方など、柔軟に考えながら改善を加えている項目はたくさんあります。リスクヘッジのために仕組みだけ増やすことはためにはならないので、企業価値向上に向けて本質的な項目と、優先度を見定めながら、柔軟に対応していくことになると思います。

草刈 ガバナンスの話が出ましたが、社外取締役との連携について、どのようにお考えでしょうか。私自身、社外取締役になって2年目になりますが、社長をはじめとして取締役の方々は、社外取締役の意見には敏感に反応してくれます。だからこそ、社外取締役としての価値提供を認識で

きる機会も多いように感じています。

伊藤 当社の執行側である社内取締役と社外取締役との連携は、年々深くなっているように思います。意思決定の機構についても、社外取締役との議論によって、経営と執行の分離を将来推し進めることが決まりましたし、取締役会での社外取締役の発言もますます活発化してきたように思います。執行側として、たまにやりにくいなあと思うところは正直ありますが、それは逆に、社外取締役が機能されているからこそだとも思っています。社外取締役それぞれに専門性や特性があるため、それがバランスよく機能することが重要で、そのバランスについても上手く保たれているように見えます。

ガバナンスにおいて、取締役会の実効性評価が問われますが、常に率直な意見が交わされることで、表面的なアンケート対応ということではなく、本質的に意味があるものになっていることを実感しております。

とはいえ、社外取締役とされても、執行側の社内取締役としても、まだまだ課題が多いことをそれぞれ痛感していると思います。お互いの目的は、企業価値向上に向けていかに価値提供できるかですから、その共通目的を外さずに、一緒に努めてまいりたいと考えております。

4-1 CFO・社外取締役対談



また、前回や前々回の統合報告書は、投資家対談という形で、投資家様との率直なディスカッションについて掲載させていただき、良きご反応もいただきました。我々はおかげ様で、機関投資家様とのミーティングも、年 200 件以上させていただくなどしており、常に対話の機会を持つことを重要視しております。

統合報告書は他社様に比べてボリュームが多いかもしれませんが、ミーティングを通じて投資家様が知りたいであろうと思われたさまざまな情報が、網羅できるような内容に努めていくことを基本としております。

まだまだ改善の余地は多々あると思っておりますので、引き続き忌憚のないご意見を頂戴できれば

と考えております。

今後とも、ご支援のほどよろしくお願いいたします。

最後に 統合報告書について

草刈 統合報告書制作の総責任者として、今回の統合報告書 2024 の見どころを教えてください。

伊藤 前回の統合報告書 2023 は、新規事業開発を推進しているということもあり、前社長の強いリーダーシップや、それらの戦略に至る考え方をより理解していただきたいという趣旨で作成しておりました。今年の統合報告書 2024 は、代表取締役社長の交代もあり、新社長のリーダーシップの継承に加えて、さまざまな分野で組織を支える強い人材がいることを表したいと思い、そのような構成にしております。