

一橋大学財務リーダーシップ・ プログラム（HFLP）Bコース 最終レポート

2020年6月6日
和田 圭一郎
日本通運株式会社

1. 通常セッションの振り返り、学び、気づき
2. ワークショップ
3. 自社に持ち帰りたい点

セッション	日付	題目	講師	(敬称略)
第1セッション	2019/8/24	企業価値経営論Ⅰ (伊藤レポート)	一橋大学CFO教育センター	伊藤邦雄
"	"	企業価値経営論Ⅱ	"	
第2セッション	2019/9/13	ファンダメンタル分析Ⅰ (ピジョン/ユニ・チャーム)	一橋大学CFO教育センター	伊藤邦雄
"	2019/9/14	"	"	加賀谷哲之
"	"	" (赤ちゃんを巡る戦い ユニ・チャームvsピジョン)	三菱UFJモルガン・スタンレー証券	佐藤和佳子
第3セッション	2019/9/28	ファンダメンタル分析Ⅱ (EVAを通じた企業価値創造)	一橋大学CFO教育センター	加賀谷哲之
"	"	証券市場をめぐる潮流 (資本市場からみた企業価値経営の潮流 株主価値最大化に向けた攻めと守り)	三菱UFJモルガン・スタンレー証券	別所賢作
"	"	アナリストによる企業評価 (価値協創が「から」から学ぶ企業価値分析手法の基本とESGの考え方)	三菱UFJリサーチ&コンサルティング	松島憲之
"	2019/9/29	CEO/CFO Lecture (経営実践からの示唆)	元HOYA取締役兼執行役最高財務責任者	江間賢二
第4セッション	2019/10/11	国際金融・為替リスク管理	一橋大学大学院経営管理研究科	小川英治
第5セッション	2019/11/1	経営戦略論 (真つ当な経営とイノベーション)	一橋大学イノベーション研究センター	青島矢一
"	2019/11/2	マーケティング (「想定外」のマーケティング)	一橋大学大学院経営管理研究科	鷲田祐一
"	"	格付け評価 (What is Rating/S&Pの格付と分析手法)	S&Pグローバル・レーティング・ジャパン	三宅伊知郎・山本武成
第6セッション	2019/11/22	コーポレート・ファイナンス (経営幹部のためのコーポレート・ファイナンス)	一橋大学	中野誠
"	2019/11/23	税務計画・国内 (税務講座)	日本税制研究所	朝長英樹
"	"	税務計画・国際 (BEPSへの対抗措置を踏まえた税務戦略)	EY税理士法人	角田伸広
"	"	CEO/CFO Lecture (CFO視点での経営管理とイノベーション)	スリーエム ジャパン副社長執行役員	昆政彦

セッション	日付	題目	講師	(敬称略)
第4セッション	2019/12/1	M&A I (規律あるM&A戦略のために)	(株) コアバリューマネジメント	朱殷卿
"	"	" (武田薬品工業によるShire買収に関するケーススタディー)	JPモルガン	本郷陽太郎・藤森裕司
第7セッション	2019/12/21	M&A II (東京海上HDにおける企業価値創造) ※グループ 討議	一橋大学CFO教育センター	加賀谷哲之
"	"	M&A II (東京海上グループの海外保険事業戦略)	東京海上ホールディングス	藤井邦彦
"	"	CEO/CFO Lecture (総合商社の業態変革と収益・リスク管理手法の変遷)	三菱商事	内野州馬
"	2019/12/22	CEO/CFO Lecture (新時代CFOの財務・非財務戦略 見えない価値を見える化する「ROESG」モデルの訴求)	エーザイ専務執行CFO	柳良平
第8セッション	2020/1/24	交渉論 (組織としての交渉力について考える)	STIサポート	福森哲也
"	2020/1/25	ESGエンゲージメント (ESGと企業評価)	りそなアセットマネジメント	松原稔
"	"	CEO/CFO Lecture (Applied Materials との経営統合)	東京エレクトロン	堀哲朗
第9セッション	2020/2/14	リスク管理 (リスクマネジメントの最近の動向)	プロティビティLLC	神林比洋雄
"	"	戦略的IR (経営陣と株式市場を繋ぐIR戦略と実践)	ディップ	渡辺真知子
"	2020/2/15	デジタルトランスフォーメーション (コニカミノルタの取り組むDX)	コニカミノルタ	中川幾夫
"	"	受講者プレゼンテーション	村田製作所・丸井グループ・テルモ	
第10セッション	2020/5/15	CEO/CFO Lecture (経営改革と女房役の心得)	パナソニック	川上徹也
"	2020/5/16	投資家との対話・エンゲージメント	フィデリティ投資	三瓶裕喜
第11セッション	2020/6/5	CEO/CFO Lecture	オムロン	安藤聡
"	2020/6/6	総括		

1. 伊藤レポート

伊藤レポートについては、企業が目指すべきROEとして「8%超える水準」を示したといった程度の認識。あらためてレポートを読み、本レポートは、企業が投資家との対話を通じて持続的成長に向けた資金を獲得し、企業価値を高めていくためにどうすべきか、について提言しているものと理解した。

✓ 持続的成長

- 持続的成長とは、中長期的に企業価値を高めること。中長期的に資本コストを上回るパフォーマンスをあげることによって実現される。
- 内部留保を成長原資として有効活用できないのであれば、株主還元を含めた内部留保の活用を再検討すべき。

✓ ROE

- 企業の持続的成長を評価する重要な指標がROE。
- グローバル経営を推進するには、国際的にみて広く認知されているROEを経営の中核的な目標に組み入れ、コミットした経営を実行すべき。
- グローバルな投資家と対話する際の最低ライン（グローバル投資家が日本企業に期待する資本コスト7%超）は、**ROE 8%**。
- 欧米は15%レベル。国際的にみて低いという事実。日本企業の低ROEは売上高利益率、**事業の収益力の低さ**による。
- ROEは経営の結果。目的ではない。

✓ 資本コスト

- 資本コストは、投資家の要求収益率（「期待」）をベースにした**価値創造の分岐点**で、企業と株主・投資家の間にある暗黙の信頼関係、期待、役割と義務を含む財務・非財務両面を統合して企業が認識すべきコスト。
- 経営陣の価値創造への姿勢やコミットメント、環境変化への適応力、課題解決力等の質的情報が投資家が認識する将来の不確実性に影響を与え、資本コストの水準に投影される。
- 経営者は、投資家側の総合的な評価方法を視野に入れ、投資家と対話し、理解を促すことが重要。**対話が資本コストの低下につながる。**

✓ 対話・エンゲージメント

- **企業のイノベーション創出能力が収益性や資本効率の向上に繋がり、それを評価する投資家が長期資金を供給することで、更なるイノベーション投資が行われるという循環を実現することが、長期的な企業価値向上、持続的成長への鍵。**
- それを実現するのが、経営者と投資家との間の目的を持った、質の高い「対話・エンゲージメント」。**対話の本質は双方向。**
- 目的を双方で共有し、相手の言うことを傾聴し、相手の意見や立場を深いところで理解し、企業価値向上に資すると思われる点は率直に低減したり、それらを柔軟に取り込む、**往復運動。**
- 資本市場に向けた言語と社内での言語を**実質的に同期化**すること。

2. M&A

当社では、今次中計の非連続な成長戦略のなかで、M&Aによるグローバルフォワードへの成長を掲げている。が、しかし、過去のM&Aでは減損処理を繰り返している実態。どこに問題があり、これから本気でM&Aにより成長を目指すならば、何をすべきなのか。戦略的に有効なツールであるM&Aを成功に導くためには、至極当然であるが、戦略合理性、価格設定、PMIによる業績改善とこれらが株価向上に繋がることが重要であると知ることができた。

✓ M&Aの成功要件

- 日本企業の実施したM&Aの3分の1はのれんを減損。企業価値を毀損している実態。
- M&Aは、**企業価値向上の手段**（目的ではない）。
- M&Aの成功とは、資本コストを上回る投資リターンがEPS/ROEの向上につながり、**株価が上昇**すること。

✓ バリュエーション

- **「値決めは経営」**
- 与えられた業績予想を鵜呑みにせず、不確定要因に対する感応度分析が不可欠。
- 最終交渉に先立ち、**ウォークアウェイ価格を必ず設定**する。経営者の思いに引きずられ、手段と目的が入れ替わる。

3. ESG

ESG、TCFD……。最近よく耳にするものの、よくわからないというのが実際。リソナアセットマネジメントの松原稔氏の講義で、気候変動リスクが企業の事業上のリスクとなっているなか、PRIに署名した金融・機関投資家が、企業に気候変動の事業に対する財務的インパクトの開示を求めていること、企業はマテリアリティを具体的な計画や課題に落とし込み、持続的な企業価値を創造しながら、協同対話することが重要と認識。

✓ ESGの動向

- 気候変動（自然災害・温暖化ガス）が企業の事業上のリスクになっている。
- 金融機関や投資家も、自然災害や温暖化ガスが投融資先の財務に与える影響を注視するようになってきている。
- TCFDは、**気候変動が財務面に与えるリスク**を企業に開示するよう求める提言をまとめた。
- 気候変動リスクの例示。①**物理的リスク**（実際の災害発生に伴う経済損失）、②**移行リスク**（「低炭素社会」「脱炭素社会」に向けた技術革新、政策変更→資産価格の急激な調整）

✓ 協働エンゲージメント

- **情報開示と対話がより重要に。**
- 推奨開示項目...①ガバナンス、②戦略、③リスク管理、④指標と目標

4. その他のセッション

最前線で、CFOやその他の立場で活躍されてきたゲストスピーカーが、自社の企業価値向上に向けて日々取り組んできたことを聞く機会が得られ、ゲストスピーカーの知見や根底にある気構え、心構えなどを知ることができたことは大きな財産となった。

✓ CFO Lecture(元HOYA 江間賢二氏)

- 「**傲ることなく、怠ることなく、怯むことなく**」、「好奇心、感受性、スピード」
- 将来から現在を見る仮説思考と、現在から将来を見る創造と破壊の視点が必要。
- 経営者とは、「業を企てる」人、**将来を生きる人。存在価値を創る人。リスクを取る人。**
- 管理者とは、今を生きる人。現状が続くと考えている人。部分最適思考。
- 経営者の器の大きさが、事業の大きさを決定する。

✓ CFO Lecture(エーザイ 柳良平氏)

- 配当政策で重要なことは、バランスシートにもとづく**最適資本構成**。
- 企業は投資計画を長期的な株主価値向上の視点から厳格に審査し、特に多角化やコア事業の拡大にかかるM&Aではより高いハードルを適用すべき。（**価値創造の投資採択基準**）

✓ IR(ディップ 渡辺真紀子氏)

- 株主が「会社の持ち主」だからこそ、説明責任・対話責任がある。
- IR担当者は「逆こうもり」。株式市場と話すときには会社側に立ち、社内では、株式市場側に立つ。

✓ リスクマネジメント(プロティビティ 神林比洋雄氏)

- リスクには「報われるリスク」と「報われないリスク」がある。
- 「報われるリスク」(=バリュードライバー)を全社的に管理する仕組みが重要。
- 内部統制とは、リスク許容度の範囲内に収まるよう設計されたコントロール。
- 起きたら困ることを起こさないための機能・手続き（**予防**）と、困ることを速やかに発見し、正常に戻すための機能手続き（**発見・回復**）。これらを継続的に維持・改善する活動の総称。

✓ CFO Lecture(パナソニック元副社長 川上徹也氏)

- 松下幸之助の実践経営哲学、リーダーの心得10か条。
- Clean Hands , Cool Head , Warm Heart

1. 投資家との対話

- ✓ 機関投資家・アナリストは味方。
- ✓ 対話・エンゲージメントから得られた示唆からの学びと社内へのフィードバック。
- ✓ IR関連資料の点検（決算説明資料・・・）
- ✓ 投資家視点での資料づくり・説明はできているか。足りないものは何か。
- ✓ 統合報告書を発行。
- ✓ 有価証券報告書、CSR報告書の単なるコンバインドレポートに終わらせない。
- ✓ 非財務情報に着目した過去から現在につながる経営の流れ、将来を示すこと。

2. 経営管理

- ✓ 経営管理にROICを導入済み。資本コストを意識した経営のためには、ROIC経営の浸透・深度化が課題。
- ✓ 投資予算は積み上げが実態。企業価値向上のため、優先順位を意識したリソース配分のための仕組みづくりが必要。
- ✓ 投資採択基準はNPV。割引率は共通。投資リスクに見合った割引率を検討。
- ✓ 投資の成否をモニタリングする仕組みがないため、学習と成長の機会が得られていない。投資をモニタリングする仕組みの構築。
- ✓ 予算の見直し(脱予算?)

3. 組織・人材の育成・強化

- ✓ CFOが(に)求められるスキル、マインドは非常に高い。一方で、海外比率が高まるにつれ、経理人材が質・量ともに求められている。
- ✓ 当然のことながら、自分自身のマインドセットと、継続的な学習が必要と強く認識。加えて、経理リーダーと経理メンバーの人材育成が必要。
- ✓ スーパー経理部長からの脱却。
- ✓ 経理部を価値創造プロセスに当てはめてみる。経理部が提供できる価値は何か。会計、税務などの高度な専門性、事業部門の支援、経営の参謀。
- ✓ キャリアパスの形成と、ナレッジマップの作成。
- ✓ 経理部門の人的リソースの最適配分に向け、アウトソーシングの活用を検討。

We Find the Way



日本通運
NIPPON EXPRESS