



# 2020年度 HFLP B 修了レポート

2020年6月6日

株式会社 

財務企画部IR課 桑南

1. 通常セッションにおける振り返り、学んだ点・気づき
2. ワークショップにおける分析、気づき
3. 自社に持ち帰りたい点

# 伊藤教授講義「企業価値経営論」 / 伊藤レポート からの学び

- 統合的な情報開示と投資家との建設的且つ目的を持った対話が企業価値に重要な影響を及ぼす  
⇒ 情報開示・対話力と経営力が同期される時代
- 「非財務情報」・「無形資産」・「長期投資」は価値の源泉のみならず、社内外の共通言語にもなっている  
⇒ 非・無・長は企業の価値・競争力を高める重要な軸、但し先立つもの（収益性や結果）も必須
- 持続的成長に向けたKPIとして定着が待望されるROE = 「ROESG」  
⇒ 資本コスト低減・安定化に加え、ESGへの非連続的な取り組みが伴ってはじめてROEは高水準・実質的に
- 企業価値の正当な評価、投資判断の確信度向上に価値創造ガイダンスは重要な役割を果たす  
⇒ 経営全体を俯瞰し、将来ビジョン、ビジネスモデル、成長ストーリー、戦略資源、それらを担保するガバナンスと全体整合性を担保・網羅してようやく、投資家と経営者の意識・Visibilityのギャップは埋まっていく

# CEO/CFO LECTURE からの学び

- 経営者の自覚と志、やり遂げる覚悟 (HOYA 江間様)

⇒ 経営の要諦は業を企て、日々新たに必要と思われる存在を、好奇心・感受性・スピードを以って目指すこと  
5年後に企業価値を倍にする為の戦略を必死に考えているか、という問いは強く響いた

- Accountability = 説明責任 + 執行責任 (スリーエムジャパン 昆様)

⇒ 社長・市場と同じ目線で、ビジネスサポートとコントロールシップで将来予測や戦略実行を導くのがCFOの役割

- 国際的に通用する経営の為、実行を重視し、リスク管理を徹底 (東京海上 藤井様 ※M&AⅢ講義)

⇒ CFOには率先垂範で弛まぬ努力、粘り強い交渉を重ね、事業ポートフォリオ変革を主導する参謀の一面も

- 外的環境や収益構造の変化に応じた管理手法の見直し(三菱商事 内野様)

⇒ 企業価値最大化に向けて事業投資から事業経営へ業態変革を適切にサポートする体制づくりも大切

# CEO/CFO LECTURE からの学び2

- 財務・非財務戦略の融合（エーザイ 柳様）

⇒新薬という成長ストーリーに逃げずに見えない価値の見える化、定量化に常に気を配る姿勢・向上心

- Looking at Reality(TEL 堀様)

⇒第三社データやシェアにこだわり、AMATを通じて知り得たグローバル企業の合理的・統一的な 経営管理  
手法に着目されるなど、法務や知財もあわせて、営業利益より下はCFOワークとして取り組む、客観性と情熱

- Clean Hands, Cool Head, Warm Heart（Panasonic 川上様）

⇒時に孤高の変革者となるCEOの良き女房役、番頭として破壊と創造の改革を陰日向で支え、BS／CF改善

- + 最終日ご講演（オムロン 安藤様）

# 各講師 からの学び

- ファンダメンタル分析（一橋大学 加賀谷先生）

⇒財務・経理の範疇に留まらず多視点深掘り＋経営者目線で仮説・検証の繰り返し、で見える強み・弱みがある

- ファンダメンタル分析Ⅱ（一橋大学 加賀谷先生）

⇒オープンブック・マネジメントのように財務情報を中核とした経営情報の共有で一般社員のリテラシー向上促進、現場への権限移譲などを通じて経営者と従業員がともに企業価値経営を目指す動きなどがある事例が印象的

- 証券市場をめぐる潮流（三菱UFJモルガン・スタンレー証券 別所先生）

⇒アクティビストに留まらないアクティビズムには場当たり的に対応できる筈がなく、経営戦略・トップ人事含むガバナンス・手元現金や株主還元を含めた資本配分等に対して日頃から入念に経営方針洗練化の備えをする他ない

- アナリストによる企業評価（三菱UFJリサーチ&コンサルティング 松島先生）

⇒アナリストがいかに資本市場に精通し、業界に対して深い造詣を持ち、非財務情報から企業価値分析を補強しているか、絶え間なく仮説検証を繰り返し、非財務情報と財務情報のつながりに気づく努力を重ねているか

# 各講師 からの学び2

- 国際金融、為替リスク管理（一橋大学 小川先生）

⇒国際基軸通貨の流動性不足等の変調や為替変動リスクへの備えは、財務リーダーが率先対応すべき課題

- M&A（コアバリューマネジメント 朱先生、JPモルガン 本郷先生）

⇒成功には規律、適正な価格とファイナンス、株主の信頼を獲得できるレベルの経営のコミット、必ず業績改善につながる強力なPMI体制、シナジーを過大評価せずにしっかりコストシナジーを用意、具体的な将来の絵が不可欠

- 経営戦略論（一橋大学 青島先生）

⇒イノベーションは余剰資源と革新的アイデアを結合し、経済価値へ変換する社会的取り組みであり、価値の創造・生産性向上・価値の獲得・配分ができていて真っ当な経営を実現できている大企業が担い手の中心だが、新たなつながりや組み合わせが今後ますます必要となってくる

- マーケティング（一橋大学 鷺田先生）

⇒ユーザーが主導し、需要側が自発的に見つけ、先行するイノベーションや意外性のあるネットワーク効果、未来 이슈と社会変化スキャンニングの強制掛け合わせといった想定外のマーケティングで誕生したイノベーションがあること

# 各講師 からの学び3

- 格付 (S&P 三宅先生、山本先生)

⇒あくまで限定的意見であり、絶対的指標ではないが、様々なリスクをステークホルダーや市場参加者がグローバルに比較可能なツール

- コーポレートファイナンス (一橋大学 中野先生)

⇒企業保有現金の経済価値が必ずしも同価値でないこと、WACCの源泉は資産サイドにあり、マーケット評価に偏り過ぎないことが肝要

- Tax Planning (日本税制研究所 朝長先生、EY税理士法人 角田先生)

⇒その時々<sup>1</sup>の経済状況等から要請される国の政策的な部分を定める租税特別措置法が海外との関係がある為、常に外国並みに移転価格やタックスヘイブン<sup>2</sup>を整理してきたのとは対照的に、法人税法は理論的な部分の定めで40年間殆ど改正がない中、平成12年からの3年でデリバティブ、組織再編、連結納税と海外に比べて見劣りしていた大企業関連税制が追加されただけで、通達の厚さが倍になり、また、条文を詳しく書くようになってから僅か3~4年で条文数が倍になり、今では4倍になった、という話が印象的。特に組織再編税制は親会社至上主義のグループの在り方を見直し、企業が資本政策の重要性に気付いて実際の行動につながっていった等、税制が企業活動の一つの基準になることが理解できた。移転価格も、世界では親会社のR&D無形資産と市場国のデータドリブンなデジタルマーケティング無形資産との間で調整が必要となるような新たなデジタル課税の枠組みが整備されつつあり、米国多国籍企業が実行税率をなるべくゼロを目指すことなく、様々な地政学リスクを見据えて15%程度にコントロールしている等、刻々と変化していることが窺えた

# 各講師 からの学び4

## ●交渉論 (STIサポート 福森先生)

⇒組織交渉力とは双方の利害・関心を調整してより良い合意・共感を引き出すこと、MUSTとWANTの切り分け、Not Action Talk onlyにならないように注意、そしてCFOの交渉相手はCEOであること、参加企業の多くが事業部内リーガル機能を持つことなどを学んだ  
交渉担当の人間力に加え、シナリオ毎の徹底的ロールプレイ、決裂時代替案、交渉力担保の為の人材開発や法務機能強化も重要

## ●ESGエンゲージメント (りそなアセットマネジメント 松原先生)

⇒全ての投資家タイプが資本市場に不可欠だが、企業は開示の工夫で投資家を選べること、国連の深謀もあり、資本市場のモノの見方がこの2~3年で急速に変化してきていて、長期・パッシブ投資家がTCFDやSDGs、人権問題へ積極的な企業中心にポートフォリオを再構築、気候変動が企業財務にどの程度影響を及ぼすか考えるグリーンスワンなど、ESG投資でゲームチェンジが起きていることを理解

## ●リスク管理 (プロティビティ 神林先生)

⇒欧米ではリスクテイクの為のリスクマネジメントが存在。戦略策定とERMの統合度合、DXの進化やガバナンス高度化こそがCOVI-19のような巨大リスクにへ手遅れにならないように適切に対処し、企業のレジリエンスを高めるポイント

# 各講師 からの学び5

- デジタルトランスフォーメーション（コニカミノルタ 仲川先生）

⇒2006年8月にデジカメ事業から撤退を決断し、デジタルソリューションカンパニーへビジネスモデル自体を変革

- 投資家との対話（フィデリティ投信 三瓶先生）

⇒独創的な私見を育みには、労を惜しまず、自分なりの見通しを持ち、判断軸も具備することの重要性、

COVI-19が実は各企業が先延ばししてきた課題解決を顕在化した面があること、危機が起きた際に経営者が

何を見ていて何が見えているか、事前策は十分に用意されているか等が問われていること、資本コストを意識

= 資本コストを踏まえた合理的な資本配分の実行であること、MD&Aでは企業価値向上の検証・自己評価が

求められているなど、改めて自身、自社の課題が浮き彫りとなる、など資本市場から見える経営課題に対して

多数の示唆があった

# ワークショップ:投資家との対話／受講者企業／戦略的IR からの学び

- IR優良企業は、企業理念、価値創造プロセス、経営が重視する強み・基盤がシンプルという共通点あり  
⇒考え抜き、連綿と結果を出し続けている勝ちパターンの根っこが明確だからこそ、分かり易く説得力がある
- Bad News First、そして本音の対話の重要性  
⇒狭いアナリスト・投資家の世界で、長期的な共創関係を築くには、分け隔てなく誠実且つ率直な開示が肝
- 会社は株主のもので、ステークホルダーのためのものと冷静に理解  
⇒社内・社外の両方で信頼される為のIRは、市場との対話は会社側、社内で市場に寄り添って対応するべき
- 対話は常にインタラクティブであるべき  
⇒問題意識をもった投資家ときちんと議論を重ね、市場からの冷静な示唆やフィードバックを経営に役立てる

1. 通常セッションにおける振り返り、学んだ点・気づき

2. ワークショップにおける分析、気づき

3. 自社に持ち帰りたい点

# ワークショップ概要

## ●ワークショップテーマ 投資家との対話

ワークショップ講師：松島憲之先生（三菱UFJ リサーチ&コンサルティング）  
鈴木智大先生（亜細亜大学）

## ●主な活動

①IRロールプレイング\_自社 CFOとして現状・今後の方針について、投資家に説明

②IRロールプレイング\_他社 投資家として現状・今後の方針について、対象企業に質問

対象企業：日本瓦斯 天野 鎮機 総務部長  
丸井グループ 関崎 陽子 サステナビリティ部長

③ケーススタディ（IR優良企業研究）

対象企業：日本航空 木藤祐一郎 財務部長  
西澤修英 IR統括マネジャー 他

共同研究者：旭化成 濱本 太司 IR室長  
セブン&アイHD 脇田 珠樹 経営推進部シニアオフィサー  
日本通運 和田 圭一郎 経理部専任部長  
丸井グループ 関崎 陽子 サステナビリティ部長

## ③ ケーススタディ (IR優良企業研究)

# グループC 企業研究

## 日本航空株式会社



濱本 太司 旭化成 (株)  
脇田 珠樹 (株) セブン&アイ・ホールディングス  
桑南 宏明 (株) ニコン  
和田 圭一郎 日本通運 (株)  
関崎 陽子 (株) 丸井グループ

# グループC企業研究目次

1. 日本航空の会社概要、研究対象理由
2. JALのIRの特徴と企業風土
3. ヒアリングのまとめと気づき
  - ①IR組織・活動体制
  - ②投資家・アナリストとの対話
  - ③財務戦略
  - ④ESGへの取り組み
4. 各自が自社に持ち帰りたいこと（個別）

# 1. 日本航空株式会社 会社概要



- 1951年8月設立
- 資本金3,558億円
- 2018年度連結売上 1兆4,872億円、営業利益高 1,761億円
- 単体従業員数約12,750名、連結34,003名（2019年3月現在）
- JALグループ路線数 国内線126路線 国際線56路線

## JALの企業理念

- JALグループは、全社員の物心両面の幸福を追求し、
- 一、お客さまに最高のサービスを提供します。
  - 一、企業価値を高め、社会の進歩発展に貢献します。

# 1. 日本航空を研究対象とした理由

## 企業研究の目的

IRについて優れた取り組みをされている企業様に直接ヒアリングを行い、自社のIR活動等につなげていく

## JAL様を取り上げた理由

- 日本証券協会ディスクロージャー優良企業選定で、運輸セクター 2 回連続 1 位
- 2017年度までセクター内での評価は低迷。そこから業界トップ評価を得るに至る過程での課題や機会のとらえ方、施策実行などから、私たちが学ぶべきことがあるのではないかと

## 2. JALのIR活動と組織風土 ～IR活動の高い評価～



### 【コーポレートガバナンス基本方針】より

- 高い経営の透明性と強い経営監視機能を発揮するコーポレート・ガバナンス体制を確立し、企業価値の向上に努め、説明責任を果たす
- 取締役会は、会社法、関連法令および定款に次ぐ重要なものとして「コーポレート・ガバナンスの基本方針」を定め、コーポレート・ガバナンスを確立し、少なくとも年1回見直す

高評価のポイント … 各項目について「十分な開示」がなされているという高い評価

#### ① IRに対する姿勢

- 積極的な情報開示、財務・非財務の統合により中長期的企業価値向上につながる開示
- 自社の弱点等についても今後の改善の展望とともに開示

#### ② 自主的情報開示

- IR DAY、担当役員とのミーティング・見学会などの内容充実

#### ③ 重視する経営指標とその目標、それを採用する理由、コーポレートガバナンスコードの説明、資本政策、株主還元等についても十分な説明

## 2. JALのIR活動と組織風土 ～JALの組織風土～

一言で言い表わすと「**実直**」、IR部門の責任者の方の表現を借りると「**愚直**」

常に注目される企業であるがゆえ、小細工しない風土

- 過去から、良くも悪くもマスメディアの注目を集める企業で、「世間の目」を常に意識して業務に携わる傾向がある
- 「事実をそのまま伝える」「小細工はしない」という意識が社員の間では強い
- 一方で、「上手にかわす」ことは苦手で、マスコミの格好の餌食になる事も少なくない

オペレーションの会社ならではの社風

- 他の業界に比べてプレーヤーが少なく、基本は「飛ばせば儲かる」業界
- つまり、オペレーション重視 = 計画通りに実行（飛行）することが重要
- 会社全体に、“現場意識”が強くある

「正確に伝える」「淡々と飛ばす」、**変化球ではなくストレート一本で勝負のような社風**

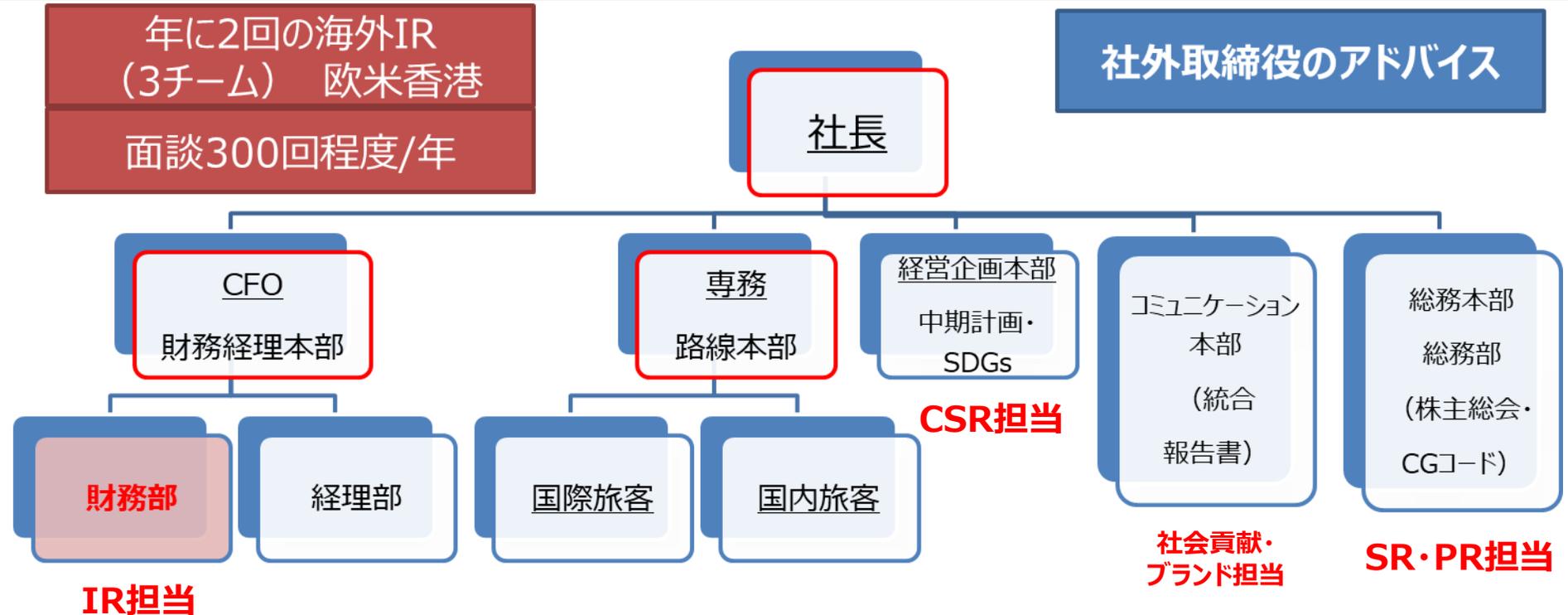
（「いい加減な数字は出したくない（出せない）」という姿勢）

# 3-① JAL IR組織・活動体制



## 【組織体制】

(JAL資料をもとに作成)



<p>財務部 12名 (部長含む) <b>…決算は12名で対応</b></p> <p>【通常IR 3名】 マネージャー (在任2年)、AM (5年)、主任 (1年)</p> <p>【財務企画・投資管理 4名】 マネージャー (7年、MBA) 主任×3名</p> <p>【銀行・社債・リース 4名】</p>	<p>【担当業務】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・財務戦略&amp;資本政策</li> <li>・投資モニタリング</li> <li>・双方向IR</li> <li>・情報開示</li> <li>・ESG</li> <li>・資金調達</li> <li>・ヘッジ</li> </ul>	<p>投資家説明会資料、社内向け広報資料は財務部の手作り</p> <p>対外コミュニケーションは社内理解が肝要 → いかにか社内を味方につけるか？</p> <p>ESGの難しさ</p>
--	---	--

※ M&Aは専門組織はなく、経営企画と財務と現場で連携。SR ガバナンスや取締役会事務局は総務本部が所管

# 3-① JAL IR組織・活動体制 (2)



## 【JALのIR組織】

- IR, PR, SR, CSR, ブランドコミュニケーションが全て別の本部に所属
- IRはCFO直下の財務部が担当。上場以来、一貫してIRは財務部内。財務部内に持つことで、投資家の声を直接財務戦略の企画立案に活用
- 財務部はIR専任と財務企画、投資管理の3チーム構成
- 投資家は基本的にIR専任が対応するが、財務企画メンバーが同席するケースあり
- 投資家説明会資料、社内向け広報資料は財務部全員で作成し、一時期の作業負荷増は分散
- セルサイドアナリストは財務部長が全員カバーする等、IR自体も戦略的に実施
- 社長は上場を手がけたのでIRに対する理解深い。直接関与することの重要性



### 重要 ポイント

- ✓ 各ステークホルダー対応を複数本部が分担して役割を明確化、本部間連携も活発
- ✓ 財務部門にIRを持つことで、投資家視点が財務戦略、戦略投資モニタリングに 直  
接反映され、財務規律遵守や財務戦術スピードを向上

## 3-① JAL IR組織・活動体制 (3)



### 【JALのIR業務の特徴】

- 株主の8割は機関投資家。外国人が43%を占める
- 他方、個人株主も以前16%程度だった比率が約2割まで上昇。対話を強化するべく、新たにオンライン個人投資家向け説明会の実施を検討する等、効率改善を模索
- 面談実績： CEO25回、CFO40回、専務20回。IRヘッド60回、IRマネージャー130回と経営トップが直接機関投資家と対話する機会も豊富
- 投資家ニーズをおさえた資料作成に自信。資料は手作り。社外は一切使わず、ノウハウを内製化
- IRは社内情報の吸い上げが課題。保守的な数値しか入ってこない。対外的にアピールできる数値等、社内を如何に味方になってもらえるかが重要
- JALは「現場会社」。いかに足しげく現場に通い、社内の信頼関係を醸成するか、投資家目線を持ってもらうか。情報開示に消極的になりがちな事業（現場）との信頼関係が重要



### 重要 ポイント

- ✓ 資本市場の考えに直接触れる機会を重視し、経営トップがIRに率先して参加
- ✓ 全社IRリテラシー向上に向けて、IRチームが現場へ積極的に働きかけ

## 3-① JAL IR組織・活動体制（4）



### 【IR担当者の育成・教育】

- IR担当者の経験年数は2～3年程度
- 今まで財務部門を経験したことはなく、営業、現場からのシフト
- バックグラウンドはIRでない
- IR担当から財務企画部門に異動するローテーションはある
- IR専任は3名、但し決算発表は財務部12名で対応し負荷増減に対応
- IR未経験者でも活躍できる育成・分業体制を構築



### 重要 ポイント

- ✓ 他部署から財務部への人事ローテーションの際、IRを経由することで適性チェック
- ✓ コアメンバーは限られているが、組織と分業体制の工夫で、業務標準化が進み、IR未経験者でも活躍し易い土壌が形成

## 3-① JAL IR組織・活動体制 (5)



### 【統合報告書、IR支援会社の活用、等】

- 統合報告書は、IRとコミュニケーション本部（旧CSR系）の合作。CSRレポートとアニュアルレポートの合体だが、CSRレポートが軸になっており、コミュニケーション本部がリード
- 統合報告書は課題。競合ANAの評価が高く、改良したい認識でコンサル等模索
- 投資家ターゲティングにはコンサルでなく、ブローカー提案を利用し検討。セクターピア、日本株保有の視点でブローカーは提案
- 株主判明調査は3月と9月の年2回実施



### 重要 ポイント

- ✓ 競合に劣後している部分は冷静に分析できていて、外部専門家の知見も踏まえながら、謙虚に改善を図っている

## 3-② 投資家・アナリストとの対話（1）



### 【機関投資家対応】

#### ➤ 投資家・アナリストとの通常対話：

- ✓ セルサイドとの面談は主に財務部長（木藤氏）がカバー。四半期毎に、各一時間。
- ✓ 株主判明調査の上位企業をカバー。社長面談リクエストは、基本的に保有株数で対応。
- ✓ アクティビストを含め「来る者は拒まず」。過去には一部のアクティビスト面談の実績もあり。

#### ➤ IRロードショー：

- ✓ マネジメントの海外ロードショーは、大都市及び保有株主中心。新規開拓はIRベースで通訳なしのロードショーも実施。
- ✓ 同行者は、社長、CFOと路線部門トップ（専務）がメイン。役員育成目的でそれ以外の役員を連れていくことはほぼない。
- ✓ 大株主に会う為だけに3日かけることも辞さない。（LA Causeway7～8%保有時）

#### ➤ 証券会社主催カンファレンス： 野村、メリル、大和等



### 重要 ポイント

- ✓ 経営改善のための投資家意見の吸い上げを積極的に実施（アクティビストも含め）
- ✓ 社長・CFOに加え、路線部門トップもIRに関わる事で経営陣間で株主視点を常に共有。

## 3-② 投資家・アナリストとの対話 (2)



【機関投資家・アナリスト向けイベント：IR Day】

### JAL IR-Day = 半日を使って事業説明 =

- 社長&CFOの総括
- 長期計画（経営企画担当役員）
- コア事業（国際旅客、国内旅客）
- 安全
- 整備（コストセンター&安全）
- イノベーション（施設見学会にてさらに紹介）

- 社内の関係各署に「IR視点」を植え付けるチャンス → その後が楽に
- 社内PRも兼ねて実施 → Win/Winの関係

(JAL資料より作成)

## 3-② 投資家・アナリストとの対話 (3)



### 【機関投資家・アナリスト向けイベント：IR Day】

#### ➤ 目的・概要：

- ✓ 投資家にJALをより深く理解してもらうために、2年前から年1回（半日）実施。トップのIRに対する理解が深く、実施の際には社内からの抵抗も無し。
- ✓ 第一部では、各部門担当役員から丁寧に事業の説明を実施。第二部では「機内サービス品評会」と称してアルコールも出した懇親会を開催し、主要幹部にも株主の声を理解してもらう。

#### ➤ 参加者：

- ✓ バイ、セルあわせて約60名（Qantas, BAといった海外競合は一回100名規模）。
- ✓ バイは長期保有、上位株主中心。案内配信は海外在住の日本語を理解するバイサイドにも。
- ✓ 会社側からのスピーカーは7～8名（各部門のトップクラス）。

#### ➤ その他：

- ✓ 現場に投資家をお連れし、将来に向けた取り組み、安全、整備等を肌で理解してもらうために、イノベーションラボ、OPコントロールセンター、工場等の見学会も実施。



#### 重要 ポイント

- ✓ 各部門からスピーカーが出ることで、**社内幹部が投資家を意識するきっかけ**に。
- ✓ 投資家には、普段見えない**現場を直に見てもらうことで、JALのファン**になってもらう。

## 3-② 投資家・アナリストとの対話 (4)



### 【社内向けのIRフィードバック】

#### ➤ 取締役会での定期活動報告：

- ✓ 社外取締役からの要望があり、四半期ごとに取締役会でIR活動報告を実施。
- ✓ 当社（JAL）の社外取締役はマネジメント経験が豊富で強力な布陣。財務の味方。株主還元の議論等も活発に行っている。

#### ➤ その他のIR情報の共有：

- ✓ IRアナリストレポート、IRの1on1ミーティングの議事録についても適宜共有。
- ✓ 議事録は”（笑）”等も入れる事で、臨場感があり、投資家のニュアンスが伝わるように意識。
- ✓ 回覧先は、取締役に加えて、執行役員、関係部署の部長等にも回覧。



### 重要 ポイント

- ✓ 機関投資家・アナリストの声を確実に取締役会にフィードバック。
- ✓ トップ・CFO・IR担当役員以外の幹部にもIR情報をフィードバックすることで、会社全体に株主視点を意識させる仕組みができている。

## 3-② 投資家・アナリストとの対話 (5)



### 【個人投資家対応・SR活動】

#### ➤ 個人投資家向けの対応 :

- ✓ 個人投資家対応は総務部が主幹。個人投資家向けの説明会は年1-2回実施。
- ✓ 「株主優待」ではなく「株主割引（販促割引）」を国内販売アップのためのツールとして使用。繁忙期の利用不可と座席数制限で、上手く増収につながるメカニズム。1単元1枚ながら、年末年始は制限をかけるなどでコストコントロールしている。
- ✓ 株主割引については上場にあたり慎重に対応した。投資家からも理解が得られた。

#### ➤ SR活動の状況 :

- ✓ SR活動は主として総務部担当。
- ✓ ISSにはSR担当と同行。パッシブではBlackRockが大きいですが、ブラックロック・ジャパン江良氏に会う程度とそこまで力を入れた活動はできていない。



### 重要 ポイント

- ✓ 個人投資家には優待チケット等を上手く活用する事で『個人投資家の顧客化』を推進。

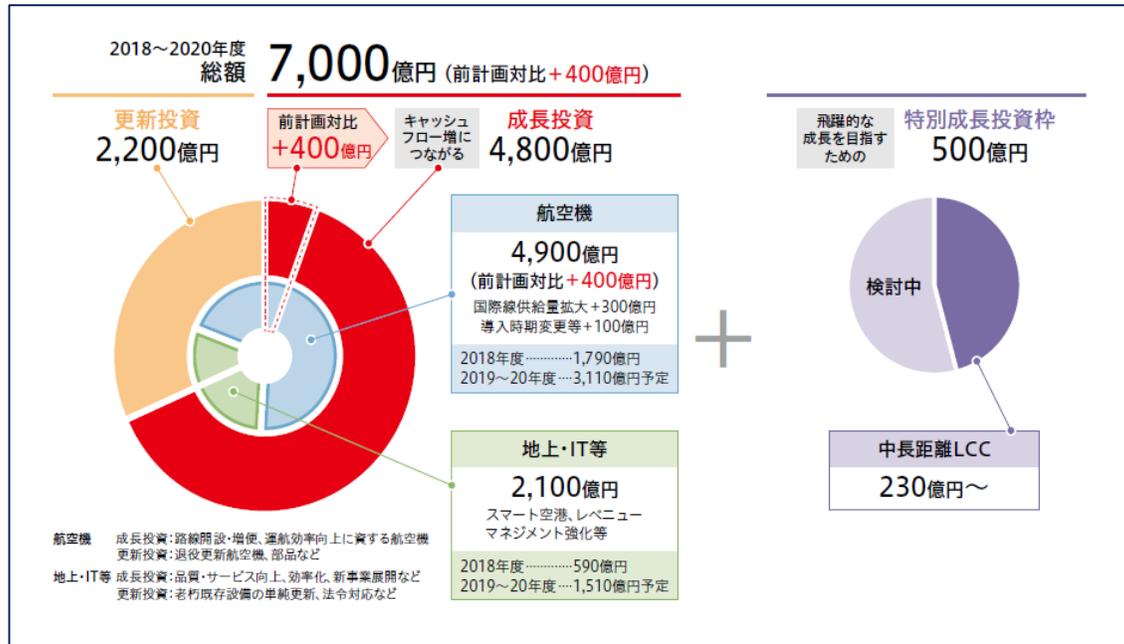
# 3-③ 財務戦略、その他



## (1) 設備投資



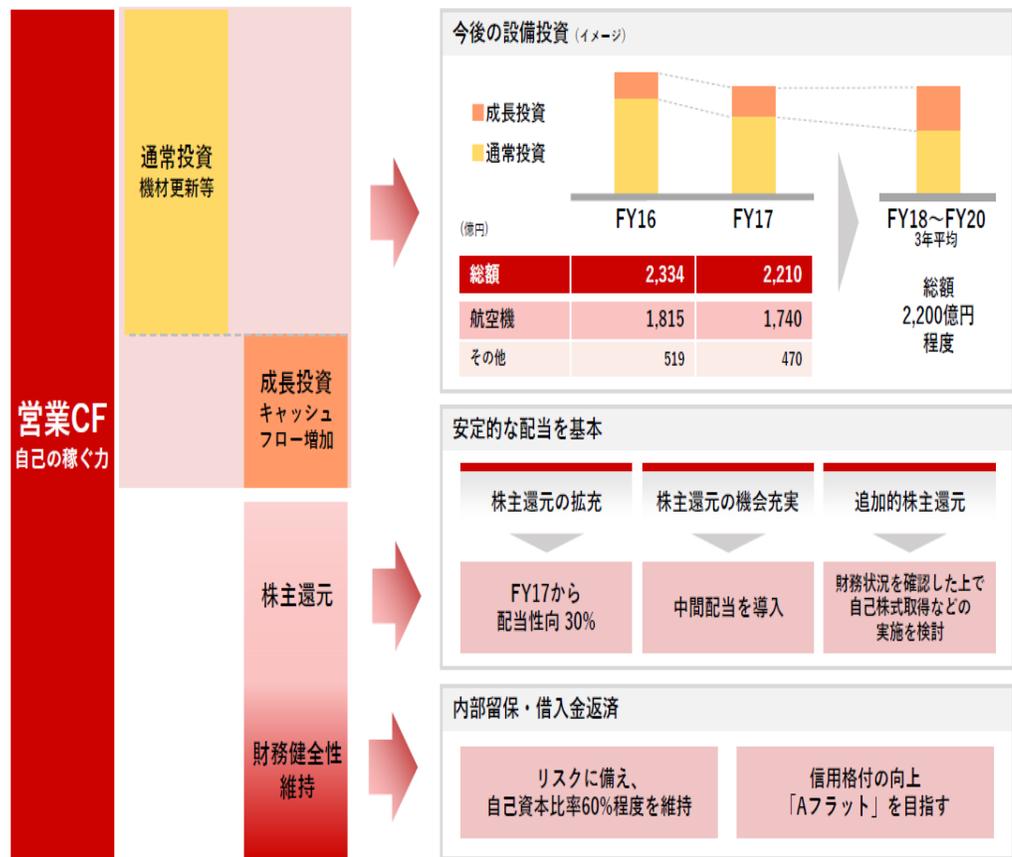
- ✓ 設備投資は原則営業C Fの範囲内で実施。
- ✓ 株主配当を賄えるだけのF C Fを常時確保。
- ✓ 投資採択基準としては、R O I C 9%以上を重視。各事業もこれに倣う。L C Cも同様。
- ✓ 投資実施後、半年ごとに『投資モニタリング会議』を開催。社長以下出席。K P I未達の投資案件については担当役員を召喚。
- ✓ 所有/リースについては、総コストで比較。デジタルに判断。リースは調達手段。原状回復にコストがかかる。
- ✓ 現状は、所有90%、リース10%。



- ### 重要ポイント
- ✓ 投資の内訳を開示。成長投資がキャッシュの創出につながったのか、検証が可能。
  - ✓ 社内でも、実施とモニタリングのプロセスがあり、投資におけるP D C Aを回す仕組みがある。

## (2) 資本政策

キャッシュフローは、企業価値向上に向けた成長投資、株主還元、財務健全性の維持のために用いる  
成長投資を円滑に実施するため、厳格な規律に基づき負債も活用



- ✓ 総還元性向 50%は、設備投資負担の大きい会社として最大限の設定。
- ✓ 以前の配当性向は 15%。機械的に配当性向を純利益に掛け合わせていたため、年度でのボラタリティ、減配のリスクがあった。
- ✓ 現在は下方硬直性を持たせ、上振れ分は自社株買いで吸収するなど安定配当を志向。自社株は消却を前提。
- ✓ 自己資本比率を重視するのは、格付け向上を意識。
- ✓ 自己資本比率 60%は、航空不況時の機体減損リスクに備えて格付を維持したいとする背景から。

### 重要ポイント

- ✓ 投資枠、株主還元枠など、キャッシュの使途と配分をきっちり明示。
- ✓ 株主還元枠を確保しつつ、成長に向けて確りとキャッシュを振り向けていく姿勢がみれる。

## (3)中長期目標

企業理念  
JAL Vision  
中期経営計画

私たちは、企業理念の実現に向け、「世界で一番お客さまに選ばれ、愛される航空会社」であり続けるため、安全運航を堅持し、JALの翼を支えている一人一人の力を結集して、

**1** 世界のJALに変わります

私たちは、世界が認める日本の良さを生かし、日本の航空会社として世界をマーケットとしていきます。そして、日本人のみならず世界中のお客さまから評価され、支持されるエアラインになります。そのために、価値観や人材を多様化し、グローバルな変化に柔軟かつ迅速に対応していきます。

×

**2** 一歩先を行く価値を創ります

私たちは、世界の航空会社に先駆けて新しいことに挑戦し続け、常に新鮮で感動していただける価値を創造するエアラインになります。そのために、一人一人のお客さまに誠実に向き合い、人とテクノロジーが融合したサービスを提供していきます。

=

**3** 常に成長し続けます

私たちは、競争と変動の激しい航空業界にあっても、成長と安定性を両立したエアラインになります。そのために、安定的な収益性と強固な財務体質を保持し、次の成長に向けた投資や、お客さま、株主、社員への還元を積極的に実施するとともに、地域と社会に貢献します。

**本中期計画開始から10年レンジで実現するグランドデザイン**

- 世界主要500都市へ乗り入れ
- 国際線旅客 海外販売額比率50%
- 異文化を理解し、多様化する世界で活躍するプロフェッショナル

- すべてのお客さまにストレスフリーを実現
- 航空需要を喚起する新たな事業・サービスを創造
- 新技術により品質と生産性を向上し、人材を付加価値領域へシフト

- 営業利益率10%以上という収益性にこだわり、売上2兆円/営業利益2,500億円/時価総額3兆円を実現
- 空の安全を守り、航空業界の発展を牽引
- SDGs<sup>1</sup>を始めとする社会の課題解決へ貢献

\*1 持続可能な社会の実現を目指し、国際社会が2030年までに解決すべき17の目標

- ✓ 時価総額 3 兆円はまず目標として企業価値向上を宣言。手法は今後の中計で詰めていく。EV/EBITDA評価の適正化で達成可能と見ている。
- ✓ 株価は低評価。低マルチプルと認識。EV/EBITDA= 3 倍は低い。
- ✓ 市場の低評価について、資本コストについてバイサイドに直接アンケート。投資家との対話で、要因見える。
- ✓ 背景として、「イベントリスクに弱い」等の先入観を持たれているなどが垣間見え、それを排除するアピールなどを考えることができる。他の要因としては「業界における将来の人手不足」なども懸念として持たれているなど。

**重要  
ポイント**

- ✓ 投資家との対話を良い意味で利用。
- ✓ 市場とのギャップ要因の理解につなげている。

## (4)部門別採算性

全員参加の経営を通じて、  
「売上の最大化、経費の最小化」と「筋肉質経営」を推進します



リスク耐性を高め、  
収支を最大化するための  
取り組みを推進します

### 採算管理の徹底

- 時間あたり採算の向上
- 単位あたり収益力の向上
- コストコントロールの徹底
  - 市場環境・収入の変動に応じたコスト管理
  - 固定費の増加抑制と変動費化の推進

一人ひとりの力を結集し、  
目標達成に向けた  
実行力を高めます

### 全員参加型の経営

- 経営者意識を持ったリーダーの育成
- 経営情報の見える化の徹底
- 目標達成に向けた全社員の創意工夫
- 先を見据えたスピード感のあるPDCAの実践

筋肉質経営を推進するため、  
ROICを意識した経営に  
取り組みます

### 経営資源の効率的活用

- 採算性の向上、効率的な投資、資産稼働の向上、適正な在庫管理などを通じた投資利益率（ROIC）の向上

- ✓ 個別、内部ではPL管理。部門別採算制度（アメーバ管理）は、経営管理本部が主導。財務部は関与していない。
- ✓ 基本的に航空事業の単一事業。セグメント別開示は、内部管理ルールがデジタルではないので非開示。
- ✓ 外部開示は現在の制度開示に留め、内部管理上の情報を開示する意思はない。
- ✓ 国際／国内線での収益情報の開示などの要望が投資家から出ることあるが、対応する意思はない。
- ✓ 国際旅客、国内旅客別収支の開示は困難。

### 重要 ポイント

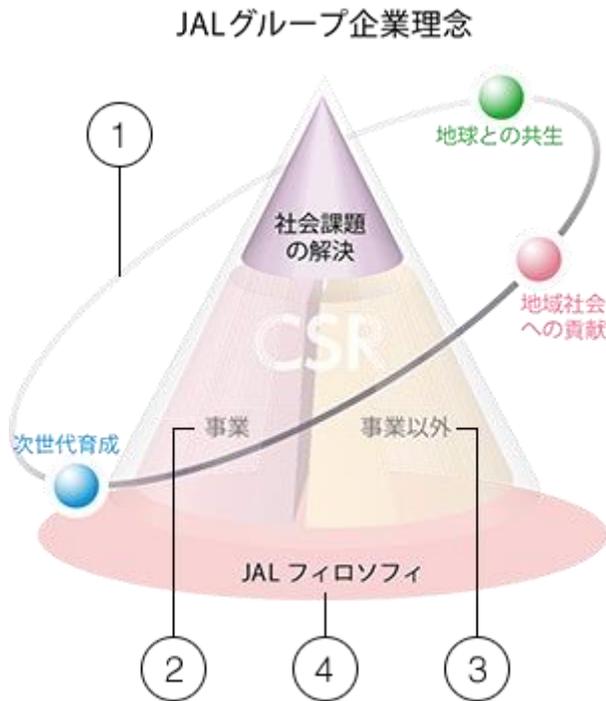
- ✓ 市場がリクエストするセグメンテーションは、事業軸と組織軸が交差するため、対応が難しいと推測。

# 3-④ ESGへの取り組み【CSR方針とマテリアリティ設定】



## 大きな考え方

航空輸送インフラとしての役割を担う立場にあり、  
まずは自らの事業にしっかりと取り組むことが社会や経済の発展に貢献する



1. JALグループ全体で取り組みを推進します
2. 本業である航空運送事業を生かします
3. 社会の一員として、広く社会に貢献します
4. JALだからこそできることを追求します

### マテリアリティ 3つの重要課題

「地球との共生」「地域社会への貢献」「次世代育成」

(HP等よりまとめ)

## 3-④ ヒアリングまとめ

### ESGについての投資家との対話環境への取り組み

- ✓ ESGをテーマとしたIR取材へのニーズはあまりない
- ✓ ヨーロッパの投資家からのESGへの関心は高い（質問の半分以上がESG関連）一方で、アメリカや香港ではほとんど質問がなく「地域で全く違う」
- ✓ ただ、アメリカで年金基金など意識の高い人たちを扱うファンドがこの半年で伸びた。兆候は9月にあったので、情報収集をしっかりやっておかなくてはいけない

### 環境への取り組み

- ✓ 10月の台風で50億の利益がとんだ。TCFDは避けては通れないが、現時点では賛同していない。精査が必要という認識
- ✓ 我々はCO2排出企業であり、航空には代替性がない。そうした中でどう持続可能性に取り組むか、を考えていきたい

### 重要 ポイント

- ESGへの取り組みは全体的に慎重な姿勢
- TCFDについても賛同ありきではなく、「投資家や社会の動きを見極めながら、自社に合致する誠実な取り組みを模索している」段階と言える

## 4. 全体を通した気づき、自社に持ち帰りたい点 (旭化成 濱本)



### 1. IR組織

- ◆ 最適な組織のあり方は個々の企業によって異なる。固定概念にとらわれず、継続的かつ柔軟にIR戦略に即した組織体制を目指す。(IR/SR/PR/サステナビリティ/経営企画/経理/財務の各機能を有効かつ効率的に連携)
- ◆ ローテーション、兼務を効果的に使う。IRをスタッフ部門の「登竜門」に。
- ◆ 業務の標準化、平準化

### 2. IR活動

- ◆ IR Day + 懇親会の効果的活用で、経営/事業と投資家の距離感を縮める
- ◆ 投資家新規開拓における通訳なしロードショーの効果を再確認
- ◆ 小まめなIR情報共有（議事録、社内報告）の有効性を再認識
- ◆ 個人投資家向けオンライン説明会の活用検討

### 3. IRの「心意気」 \* 精神論は解決策にならない一方、十分でないが必要条件

- ◆ 「熱意」と「誇り」が重要。それこそ、現場を巻き込むことができる。
- ◆ 同時に「謙虚さ」が大事。自社の課題を冷静に分析し、改善し続ける。
- ◆ 一方で、投資家との対話においては「大胆さ」も必要。(ビジョン、目標設定、等)

⇒ 経営 + 事業のIR意識の強化

JALは「現場会社」、旭化成も現場が強い。事業のIR意識強化は会社全体の経営強化に。

## 4. 全体を通した気づき、自社に持ち帰りたい点 (7&iHD脇田)

- ① IR活動（ロードショー、IRデイ等）に、社長やIR担当役員以外の主要役員を巻き込む事で、株主の考え方を主要機能部門に直接反映させる仕組みができています。
- ② 社外取締役にも主要なIRの1on1メモを共有する等、社外取締役と社内取締役間の情報ギャップ、認識ギャップを埋める動きを意識的に行っている。
- ③ IR部門が財務部門の中にあることで、社内の財務グループ⇔株主との対話が、スムーズかつ明確な責任をもって実行できる組織構造になっている。加えて、これが投資確認会において過去投資案件の進捗確認を行う等の財務規律の組織浸透化につながっている。  
(財務規律の対外コミットと社内徹底が同じ部門という強さ)
- ④ IRデイで会社の業務を説明する機会や、アクティビストと徹底的に対話する等、経営全体として株主としっかり向き合うスタンス(逃げない)が徹底されている。

## 4. 全体を通じた気づき、自社に持ち帰りたい点（ニコン桑南）

- ① **組織デザイン**
- 本部 IR・SR・PR・CSR・ブランドコミュニケーションが別本部に属し、IR関連業務に関する各本部の役割分担が明確である一方、統合報告書はコーポレート本部と財務部が協力する等、関連部門間の連携もきちんと図っている
- IR業務 投資家との対話という専門・特殊性と、開示対応という季節労働を両立するべく、専任3名、決算は財務部12名全員で対応、という合理的な布陣を敷き、必要以上に専任で固めず、IR業務標準化とIR人材育成をバランスよく推進
- ② **IRリテラシー**
- 経営 IR担当役員だけでなく、社長やCFOや主力事業担当専務までもが上場経験や投資家との直接対話を通じて、資本市場と主体的に向き合っている
- 社員 経営と近い財務部門がIRを担うことで、市場の問題意識を直接財務戦略へ反映させたり、現場へIRの重要性を説いたり、社外取締役へ具に活動報告する等、ある意味要となって全社がIRに対する意識付けをする流れが醸成
- ③ **ファクトフルネス**
- 株主優待は閑散期増収の為の販促割引、所有orリースはコスト有意性でデジタルに判断、LCCもFSCも同一のROICで評価、手元流動性目標2.6か月は積み上げ計算、設備投資負担や機体減損リスクに基づく総還元性向や最適資本構成の目標設定等、データやファクトに基づく定量説明が充実しており、各目標への納得感が高まった

## 4. 全体を通じた気づき、自社に持ち帰りたい点（日本通運 和田）



- ✓ “ I R D A Y ”には、CEO、CFOのほかにも事業担当役員が出席。社内の説明資料では投資家に不十分であることに気づきが生まれ、投資家に耐えられるものを意識して出すようになる。その結果、担当役員の意識の変化が各部門に浸透し、投資家の目線、会社の課題が社内やマネジメントに還元されている。
- ✓ CFO直下の財務部内に I R チームと財務企画チームがある。同一部内にあることで、相互のコミュニケーションが図られ、投資家の目線がIRチームを通じて財務企画チームにフィードバックされ、財務計画、投資計画に活かされる流れがある。
- ✓ 成長投資に対する投資採択基準にROIC（9%以上）を採用。なおかつ、実施後も基準未達案件については、担当役員が召喚され、社長以下が出席する投資モニタリング会議で検証される。規律ある投資が実行されているとともに、学習が図られ次の有効な投資につながる仕組みができている。

## 4. 全体を通した気づき、自社に持ち帰りたい点 (丸井G 関崎)



### IRの本質的な役割のひとつは、資本市場と社内（事業部門）をつなげること

- 事業部門は、どうしても社内目線だけになりがち。投資家はToDoリストではなく、「これをやったらどうなるのか」を聞きたい。
- IRデー等に事業部門が関与することで、社内が『投資家目線』になる（つくる役員、つくる資料、部下の目線）。
- 自然と意識がそこへ向く環境こそ、リーダーたちがつくるべきこと

### 風土と組織の整合性が組織能力を高める（組織が風土をつくり、風土が組織をつくる）

- 実直に、誠実に、という姿勢が伝わった（まさにJALの風土）
- 財務の専門家集団というわけではなく、営業・現場からのメンバーならではのIRの実践
- スペシャリストではなく、ゼネラリストが集まったIRチームは強い

### 企業の中に「横串を通せる役割を担う組織があるかどうか」が肝

- 丸井グループにとって、私の部がそれにならなくてはいけない・なれるのではないか

## 4-② COVID-19影響： JALの経営における考察(1)



- ・イベントリスクに弱い業種であり、今回はより直接的・長期的な大打撃を受けている  
この想定外の危機に対し、どのようなレジリエンスを発揮できるか
- ・危機のときの分かれ目は何か
  - 十分な手元流動性、厚みのある自己資本、そもそもの稼ぐ力や資金調達力など
  - 危機下で重要なことは「資金繰り（つまり流動性）問題」だが、それが「信用（つまり返済能力）問題」に転化したら、問題は深刻化
- ・危機であるには違いないが、今のJALは1年程度は持ちこたえられる財務体力は、ある  
(リーマンショックや新型インフルのイベントリスクが引き金で破綻した経験からの学び?)

(JAL2020年3月期決算より)

流動比率146%、手元資金は約3300億円、自己資本比率59%

月固定費約200億円（販管費・営業外費用想定）とすると、1年は持ちこたえられる

(ANA2020年3月期決算より)

流動比率108%、手元資金は約2400億円、自己資本比率41%、月固定費約300億円（同上）

## 4-② COVID-19影響： JALの経営における考察(2)



- 固定費の高いビジネスであるエアラインにとって、長期的な売上減少は財務悪化に直結  
(借入金の過剰な増加等は財務を痛める)  
→企業としてのサステナビリティが問われる
- ビジネスモデルがどう変わるか。エアラインは稼働率・旅客数が勝ちパターンの決定要素。  
これが、コロナによって大きくCHANGEするかもしれない  
→だとしたら、次なるサステナブルな勝ちパターンは何か？  
(人の移動はどうなる？ ソーシャルディスタンスでエコノミークラスがなくなる？)
- 影響がさらに長期化すれば、公的資金による救済もあり得るのか？  
→救済すべきは、企業ではなく公共交通機能というインフラ・経済というシステム。  
→仮に企業破綻でインフラが止まり、社会経済活動が大きなダメージを受け、結果的に社会的・経済的損失は大きいのであれば、実は公的資金注入は理に適うのでは？  
→広く社会経済活動ととらえれば、これはエアラインに限った話ではない。何かしらの政策的救済措置があってしかるべきだが、大事なのはどこで打ち止めするか

1. 通常セッションにおける振り返り、学んだ点・気づき
2. ワークショップにおける分析、気づき
3. 自社に持ち帰りたい点

# ROEの質的向上

ROEは企業価値創造の道標であるが、サステナブル経営に向けて、アプローチやプロセスに拘って改善を支援、モニタリングしたい

- 中長期構想 無形・人材投資を非連続で行い、革新的アイデアをイノベーションへ転換する素地を担保しているか
- 一定変動甘受 業を企てる為、将来に向けた攻めの投資や急ぐべき構造改革は一時的なROEの低下を厭わず、妨げない
- 成長戦略 利益の絶対額が伴うストーリーが描けていて、それに基づく資本・リソース配分になっているか
- BS経営 全社で最適資本構成を踏まえたBSのデザインがあり、ROAやROICという形で各部門へ展開できているか
- 事業運営 PLよりもCF創出力を重視した管理が各事業で徹底・最適化されているか（DX・税務対応・法務機能も万全か）
- 資本コスト リターン上回っているか否かではなく、資本配分戦略と資本コスト低減・安定化も意識できているか
- 株主視点 株主資本を時価で考えているか、顧客と同じように株主の期待やニーズを汲み取ろうと日々努力しているか
- 自己評価力 株主や投資家がどういうアプローチで企業価値向上に取り組み、成果ができれば評価するか、正解が理解できているか
- エンゲージメント 株主のみならず、全てのステークホルダーに対して適切な情報開示と対話ができているか
- 非財務視点 単にレバレッジを改善するだけのようなブラックROEにならず、稼ぐ力やESGの向上と両立した改善になっているか
- ガバナンス 株主を代表する取締役会がトップ人事、経営戦略、株主還元含む資本政策、リスク管理の監督に最善尽くせているか
- 経営者覚醒 強い思いとやりきる覚悟を持ち、スピードと実行を重視し、本音で内外と向き合い、執行責任を果たしている

# ESG投資を取り巻く環境変化を踏まえたIR戦略

資本市場が急速に変わる中、SDGs・ESG・CSRを混同・誤解している全社のリテラシーレベルを引き上げたい

「企業活動そのものをコンプライアンスや人権を重視してサステナブルに行っていくこと = CSR」で、企業が主体的に取り組むべきはあくまでCSR（+ CSRの一部のCSV）であると整理した上でSDGs（= 国際社会の要請）やESG（= 投資家の評価視点であり企業にとってみればサステナブル経営向上の手段）も意識した内部管理、外部発信を先導できるようなIRを企画したい（重要性を熟知している所管部門にお任せではなく、資本市場と距離が近いIRも社内への働きかけは義務と感じた）

国連がSDGsを前進させたいけど自力は限界で、一番力のある企業に協力してもらいけど消極的だったので、企業が一番言うことを聞く投資家にPRI（国連責任投資原則、GPIF等署名している為、運用を委託してもらう為に投資家は無視できない）署名させて社会的責任投資を重視していると宣誓させたのがESG投資、= ESGは国連の深謀から始まった、といった経緯や背景も共有しながら、全社で一步進んだ対策を講じて行きたい

また、手段が目的化しないよう注意しながら、投資家向けのESG説明会も実施したい



# 講師や受講者の力・姿勢

単に苦勞を重ねただけでなく、人間力自体を鍛錬し、道を切り拓かれた印象、全ては兼ね備えられないが、一つでも見習っていきいたい  
経営者だけでなく、意思決定をより早く、意識はより高く、経験値（財務体質）はより強く、視野はより広く、という心構えで精進したい

## ●基盤

実行・推進力、論理的思考、クリティカルシンキング、傾聴力、考え抜く力、冷静な決断力、分析力、テクノロジー力、計画管理能力

## ●気概

誠実、主体性、使命感、オープンマインド、未来志向、当事者意識、現場重視、チャレンジ精神、起業家精神、知的好奇心、胆力

## ●チームで働き、まとめる力

対話型リーダーシップ、多様性、感受性、実効性と共感性あるコミュニケーション力、交渉力、プレゼン力、コーチング力、セールス力

## ●センス

課題発見・ゴール設定、情報選別力、状況把握力、差異化された発想力、将来予測力、戦略立案力、質問力

# 財務リーダーシップ

どの職責を、というよりどのように会社を支え、導くか、ということに重点を置いて、明後日から再び財務リーダーシップの研鑽を積んでいきたい

## ●スーパー経理部長or財務部長目標から脱却

財務・定量分析やデータサイエンスにとどまらず、非財務情報やオフバランスの無形資産も含めて企業の本源的価値を多面的に、そして深く掘り下げ、企業価値向上に向けた具体的な提案・提言ができること

経営者の立場で、どのような経営上あるいは財務上の課題を抱えているか俯瞰でき、投資家・アナリストの立場から見て、どこに魅力があり、何処を早急に是正するべきか、広い視野から持続的成長・競争力の源泉を評価・追求できる人材

例えばデュポンシステム一つとっても、単に ①ROS × ②総資産回転率 × ③財務レバレッジ、という分解ではなく

- ①魅力的なマーケットで活動しているか（競争戦略の有効性、事業戦略が生む付加価値） ×
- ②効率的・生産的な投資戦略を行うことができているか、戦略は良いか × ③財務戦略

という、会社経営で極めて重要な3つの指標の掛け算を通じた、企業の総合力を図る物差しであるなど認識を改め、本質を見抜く力を鍛錬したい

## ●財務管理からトレジャリーストラテジー & マネジメントへ

グローバル全体かつ中長期的な視点で経営資本をコントロール、子会社・地域統括のサポートや連携レベルを引き上げ、経営の機動力を維持

事業運営に深く入り込み、CFOと事業部トップの調整・橋渡し役を担い、CFOが真に経営の中核的役割として機能する環境を整備

自社に合致するサステナブルファイナンスのフレームワークを具体化

