

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

7&iホールディングス 脇田珠樹

アジェンダ

1. HFLPから学んだ事と気付いた事（総論）
2. 通常のセッションにおける学びと気づき
3. ワークショップにおける分析と気づき
4. 自社に持ち帰りたい点

アジェンダ

1. HFLPから学んだ事と気付いた事（総論）
2. 通常のセッションにおける学びと気づき
3. ワークショップにおける分析と気づき
4. 自社に持ち帰りたい点

HFLPから学んだ事と気付いた事

CFOにとって必要な基礎知識

- 企業価値経営論Ⅰ・Ⅱ
- ファンダメンタル分析Ⅰ・Ⅱ
- 証券市場を巡る潮流
- アナリストによる企業評価
- 国際金融・為替リスク管理
- M&AⅠ・Ⅱ・Ⅲ
- 経営戦略論
- マーケティング
- 経営者のためのデジタル活用
- コーポレートファイナンス
- Tax Planning
- 格付け評価
- 交渉論
- リスク管理
- 戦略的IR
- ESGエンゲージメントと企業評価
- 投資家との対話

CEO/CFOレクチャー：疑似体験

ワークショップC：実践的IR

数多の強烈な気付き ⇒ 7&iグループの経営を支えていく自覚と覚悟

アジェンダ

1. HFLPから学んだ事と気付いた事（総論）
2. 通常のセッションにおける学びと気づき
3. ワークショップにおける分析と気づき
4. 自社に持ち帰りたい点

① 企業価値経営論からの学びと気付き

- 日本型企业システムの再活性化による国家としての国際競争力の回復と永続的視点からの国富の拡大への寄与。
- 国内企業の低収益性の本質は、経営者意識の問題、経営戦略の弱さ、過当競争の問題、資本市場の問題等。
- ダブルスタンダード経営（二枚舌経営）の問題は、経営者と市場関係者の両面での質の劣化が影響しているが、経営者自身の短期的企業行動と中長期的価値創造の「繋がり」に対する理解不足、資本市場への説明不足が大きな要因。
- 企業としてどのような社会的価値創造を長期的に目指すのか？そこに向けた短期・中期・長期でのKPIをどのように設計するのか？複合事業および複合機能の連関性から生み出される企業価値創出メカニズムを企業経営者自らが設計・実行リードした上で、資本市場等との対話を通じて更なる経営改善PDCAを回せるか。
- 株主は敵ではなく、将来の夢の価値を信じてくれる「協創者」。「内部留保」は株主との約束。会話ではなく「対話」が重要。
- 企業価値の源泉としての「無形資産」の重要性。パッシブ型の長期投資家ニーズの顕在化。ROEとESGのバランス。ROESG経営の重要性。価値協創ストーリーを企業経営者自らが創り出せるか。

② ファンダメンタル分析からの学びと気付き

< 企業分析の基本 >

- 企業の総合評価は、成長性分析、収益性分析、効率性分析、安全性分析の複数観点から必ず行う。
- 資金調達源泉としての負債・資本、投資先・資金使途としての資産を俯瞰的にみると共に、企業価値分析フレームワーク（KPI分解）、固変分解、付加価値分析等で企業全体の財務構造を分解可視化して分析を行う。
- 経営戦略視点から、5 Forces Model、PPM分析、利益プール分析、経営デザインシート等による複眼的な戦略分析を行う。

< EVAを通じた企業価値創造 >

- 経営者のミッションは、各ステークホルダーと利害調整しながら、中長期的に企業価値創造を実現すること。そのためには、投資機会、資金調達、財務政策、稼ぐ力・成長のPDCAが必要。
- 企業価値を生む「真の利益」は、当期純利益－株主資本コスト（ROE－株主資本コスト率）。
- EVA導入メリットの一つは、従来の複雑な業績指標管理から、全社統一の単一的価値観への切り替え。更に、収益改善、高付加価値投資の拡大、不採算事業からの撤退、資本コストの引き下げ等が紐づくこと。
- 更に大切な事は、EVA導入そのものよりも、導入後のマネジメントをどのように実践するか。トレース、意思決定、報酬リンク、意識改革等。

③ 株主価値最大化に向けた攻守からの学びと気付き

<日本企業による海外買収の鍵（攻め）>

- 海外M&A時の「**9つの行動原則**」の遵守。成長ストーリーの明確化、入念な準備、買収代替策の保持、早期PMI、任せて任さずの徹底、企業哲学の伝承、グローバル経営力、海外M&A巧者。
- **M&Aプロジェクト管理が重要**。目的ではなく手段、意思決定判断基準、時間軸の設定、価格交渉、リスク対応。
- **BATNAがないままM&A自体の目的化は絶対回避**。プロジェクションが甘くなり、価格交渉が弱くなり、リスクに鈍感になり、買収後のPMIが緩くなり、マネジメントが人任せになる。
- 海外M&A巧者になるためには、**PJ管理内製化による人材スキル・ノウハウの磨き上げ（改善PDCAの高度化）**が必要不可欠。

<アクティビズムの最新潮流（守り）>

- 狙われやすいのは、株主軽視、経営課題放置、**本源的企業価値と株価に大きなディスカウントがあるコングロマリット企業等**。
- アクティビストは敵と考えず、企業価値構造に向けて**真摯な対話**が必要。**取締役会での密な議論、SR活動強化、常時リスク想定**。
- 一貫性がないその場凌ぎ対応、細か過ぎる交渉、アクティビストへの迎合、安易な株主還元、ボード議論の軽視等は絶対NG。

④ アナリスト分析・国際金融からの学びと気付き

< 企業価値分析手法の基本とESG >

- アナリストを取り巻く構造変化の理解。情報管理規制強化、勤務時間制限、フィンテック等。ESG等による非財務指標の重要度の高まり。
- 経営者に求められるのは、リーダーとしての誠実性・使命感（本音での勝負、対株主の理論武装）、分かりやすい企業価値創出ストーリー（非財務指標・無形固定資産の意義）、長期的バックカスティング思考等。
- アナリストを含む資本市場プレーヤーとの対話は、分かりやすい戦略かつ隙が無い論点整理がなされたフレームワークが必要。価値協創ガイドンスの積極的活用が重要。
- 更に経営トップ自らが単なる事実情報・定量情報を越えた仮説を持っておく事もアナリストからの信頼を得るポイント。仮説構築力・俯瞰力・現場力に加え、関連業界の動き・マクロ経済・法規制動向等の知識蓄積も日常的に必要。

< 国際金融・為替リスク管理 >

- 海外事業構成比率が高まる中、BS、PLの為替エクスポージャーのリスクヘッジを考えることが重要。為替取引リスク（輸出入決済）、為替換算リスク（海外資産価値）、為替経済性リスク（価格競争力）。
- 産業別実質実効為替相場を分析する事で、各関連業界における国際的な商品価格変動の動向が見えてくる。

⑤ 経営戦略・イノベーション・MKからの学びと気付き

<真っ当な経営とイノベーション>

- 営利企業の成長サイクルには「真っ当な経営」と「イノベーション」の両輪が必要。
- 真っ当な戦略で重要なのは、差別化による顧客価値=売上の増大、物的生産性向上によるコスト削減、他者（顧客・取引先・競合企業）からの価値配分獲得力（優位な競合ポジショニング・商品希少性⇒交渉力↑）。
- 産業内での支配力を持つ企業は、価値創出への強い影響力を持つ（ボトルネックの掌握）、相対的に希少な活動を担う、アウトプットが周辺プレーヤーに汎用性を持つ、補完製品市場が競争的な状態（勝手に価格が下がり市場が拡大）を上手く設計している。
- イノベーションにはゆとりが重要。短期利益のみを追うと、イノベーションは生まれなくなる。革新が育まれる組織上の仕組み作りが重要（利益余力がある事業内での新規開発部隊設置、完全独立の別出しR&Dセンター等）。加えて経営者の夢・想い・覚悟も重要。

<想定外のマーケティング>

- 顧客自らが新たな使い方を発見するユーザーイノベーションの活用。更に自社イノベーションよりもオープンイノベーションの方が効率的。
- ネットワーク外部性の活用。経路依存性と収穫逨減の法則。

⑥ ファイナンス・税務戦略からの学びと気付き

＜コーポレートファイナンス＞

- 経営者には、**経営と資本市場の両眼をもって**コーポレートファイナンスを捉え、**市場と適切に会話できるか**が求められている。
- M&A活発化において高騰を続ける“**のれん価値**”（**無形固定資産価値**）を、**長期的視野を以て正しく評価できるか**が重要。
- **株価は、経営陣に対する資本市場からの“信用スコア”**。保有資産額の大小に関わらず、経営手腕・実績によって評価は大きく異なる。
- 配当＝株主還元と捉えるのは安直な発想であり、**保有・調達資金を最大限活用して企業価値を高められるか**こそが経営者の責務。

＜BEPS対応を含めた税務戦略＞

- **法人税等は、最優先で削減すべきコスト**と考えるべき。納税によって国に貢献する意識も重要だが、経営者として無駄な税金は一切払わないという姿勢も必要。
- 税務には法務が含まれており、**税務対応力が強い会社はコンプライアンスも強い**傾向にある。**テクニックよりも法趣旨の理解力**。
- 無形固定資産価値の増大により、ソフト面でのBEPS対応が重要。

⑦ M & A 戦略・交渉論からの学びと気付き

< 規律ある M & A 戦略 >

- M&Aには長期戦略との一貫性が必要であり、証券会社等からの持ち込みによる“案件”ありきの発想はNG。対象案件リストを作成し、自社戦略との整合性、企業価値含めた情報アップデートが重要。
- バリュエーションには、収益構造、ボラティリティ、割引率、ターミナルバリュー、シナジー等に多くの落とし穴が存在する。
- 一旦案件が進み出すとディールを実現する事が目的になりがち。価格条件等の定量面に加えて、戦略不整合・将来リスク等の定性面を鑑みて、最終的に撤退の判断ができるのは、唯一社長のみ。
- 案件自体の質が良くても、ディール実現後のPMIコントロールができる陣容・ノウハウが自社にあるかどうかの冷静な判断も重要
- トップラインシナジーは、コストシナジーよりも難易度が高い。ディール価格に織り込めるのは確実なコストシナジー部分のみ。

< 組織としての交渉力 >

- 獲得すべき目的・利益、撤退基準の明確化。情報戦。したたかであぐらをかかない交渉チームの構築。双方の利益最適解を見出す創造力。

⑧ 格付け・ESGと企業評価からの学びと気付き

<格付けのロジック>

- 格付けは、債務履行に関する債務者の“能力”と“意思”で決まる。
- 事業評価と財務評価によるアンカー値の算出に加えて、ポートフォリオ、資本構成、財務方針、流動性、経営陣・ガバナンス等からのスタンダードローン評価に基づき、発行体格付けを実施。
- 適格な多角化はデフォルトリスクの低減につながる⇒3つ以上のセグメント、各セグメントの利益寄与度10%以上、最大セグメントの利益寄与度が50%未満等。負債による配当はネガティブ。

<ESGと企業評価>

- 資本市場における年金基金の影響が増しており、結果的にESG視点が企業にも更に強く求められることになる。（短期よりも長期、可視的よりも不可視的、目先売上よりも本源的価値創出力）
- アクティブ運用↓、パッシブ運用↑の傾向は年々進み、IR（投資家対話）よりも、SR（株主対話）とESG評価が重要になる。
- 目先利益の説明よりも長期的企業価値創造のストーリーが重要。
- 気候変動等の地球環境リスクは金融システムに対して大きな影響を及ぼすとの認識がでており、経営者はタクソノミー等への高いリスク感度が求められている。

⑨ RM・戦略IR・デジタル変革からの学びと気付き

<リスクマネジメントの動向>

- メガトレンドがもたらす企業活動への影響と、究極のリスク源泉の特定と理解が必要。3年先ではなく、10年以上先まで想定して、目先の戦略の一手を打ち続けられる？
- 短期リスクのみならず、将来リスクまで見据えたERM（全社リスク管理）体制の構築が必要。仮説検証。可能な限り定量化。継続トレース。社長のコミットメント。DX、人材、ガバナンス。

<戦略IR>

- IRの役割は、経営者と資本市場の間の架け橋。常に双方の立場にたって相手と真摯かつ誠実に対話を行い、それをフィードバックする機能になれるかが肝。経営陣vs投資家ではなく、経営と市場と社会間の密コミュニケーション。統合報告書の積極的活用。

<デジタル変革>

- 真のデジタルカンパニーへの転換のためには、企業文化・社員意識・事業ポートフォリオ等の同時変革が重要。
- そのためには、IT活用による社員の働き方改革、オペレーション改善等を小出しで終わらせず、持続的な取り組みとして動けるかが肝。⇒ **デジタルITガバナンスにどのように取り組むか。**

⑩ CEO/CFOレクチャー、全体からの学びと気付き

- スリーエム昆副社長、エーザイ柳CFO、HOYA江間元CFO、東京エレクトロン堀常務、パナソニック川上元CFO等のレクチャーにおいて気付かされたのは、**CFOは経営者そのものである**という点。
- 経営とは、まさに総合格闘技。個々の技の精度を高め、勝率を上げるための**堅実な理論武装（座学）**に加えて、**多様な業務、多様な業種、多様なステージでの真剣勝負の経験（現場経験、特に修羅場）**が、**個々人の経営力の磨き上げ**のための必須要素。
- 更に、事業そのものが人間社会の中で成立しているという特性から、**社会全体の趨勢を短期・中期・長期軸で見定められる俯瞰力**、**ビジネス変革を推進する人々をモチベートする人間力**も重要。
- 私自身、社会人デビューしてからの25年間で、数社の経営陣として修羅場的な経験を何度かしてきたが、常にその時々で**新たな気付きと学び（糧）を得る事ができ、それが多少なりとも己の成長に繋がってきた**と感じている。
- 今回のHFLPを通じて得られた事は、質の高い講師陣からの講義と多士済々のメンバーとの喧々諤々の議論を通じて、**己に大いなる気付きを与えられた点**と、自己の所属企業の**経営を支えていく自覚と覚悟が更に強まった点**である。

アジェンダ

1. HFLPから学んだ事と気付いた事（総論）
2. 通常のセッションにおける学びと気づき
3. ワークショップにおける分析と気づき
4. 自社に持ち帰りたい点

グループC 企業研究

日本航空株式会社様



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

目次

1. 日本航空株式会社様の会社概要、企業研究対象とした理由
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. 【会社概要】日本航空株式会社様



- 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. 日本航空様を企業研究先とした理由

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

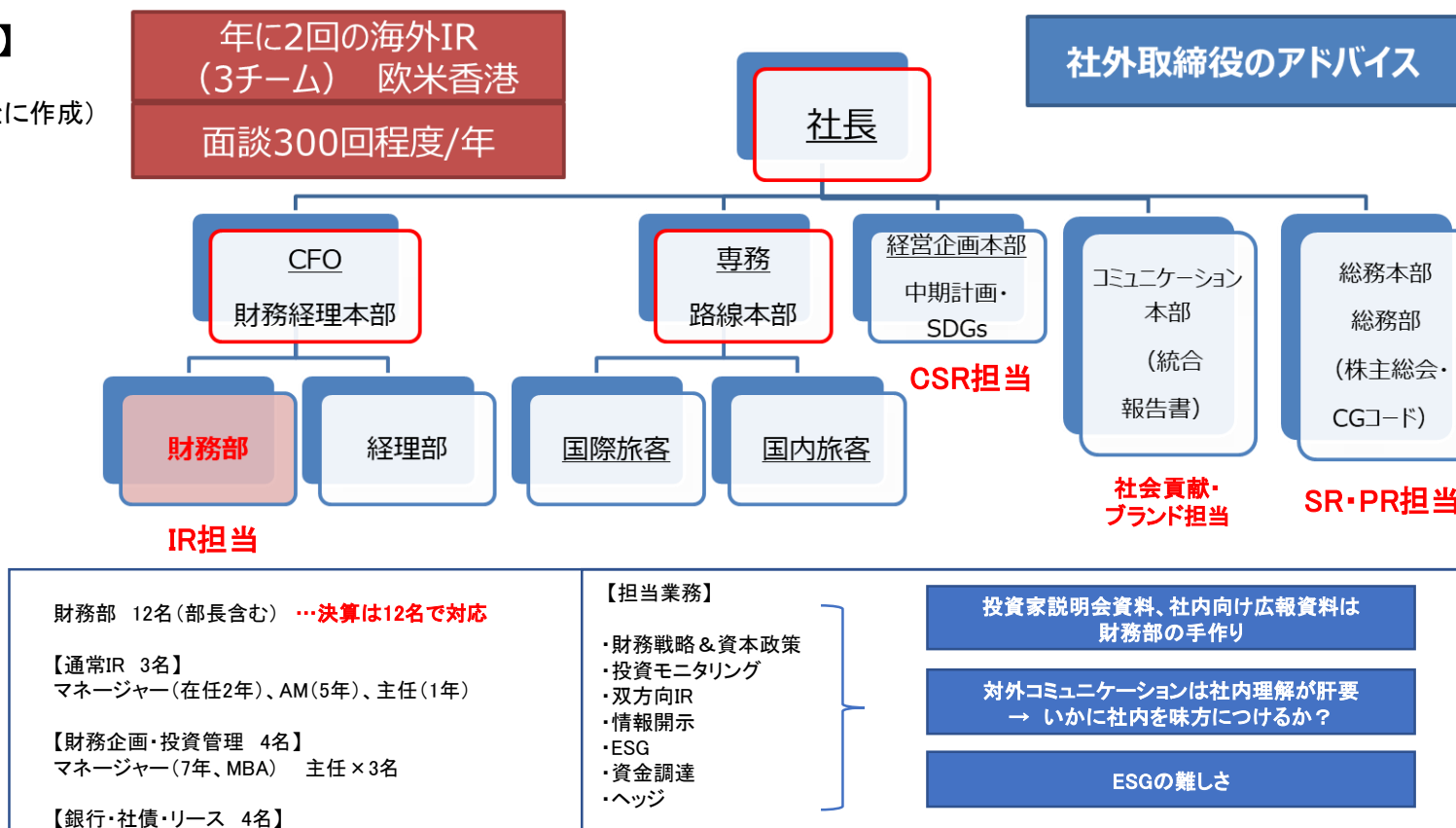
- 他の業界に比べてプレーヤーが少なく、基本は「飛ばせば儲かる」業界
- つまり、オペレーション重視＝計画通りに実行（飛行）することが重要
- 会社全体に、“現場意識”が強くある

「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)



※ 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。

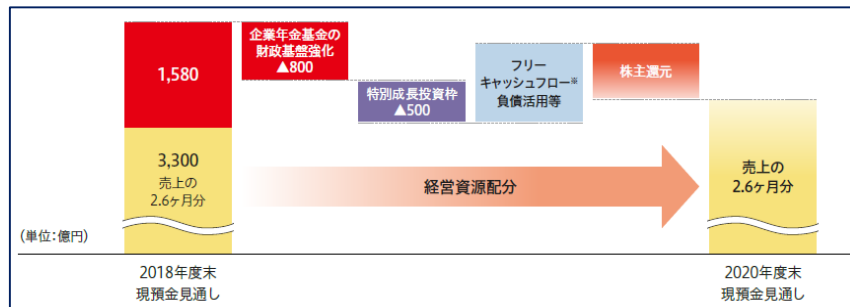


重要 ポイント

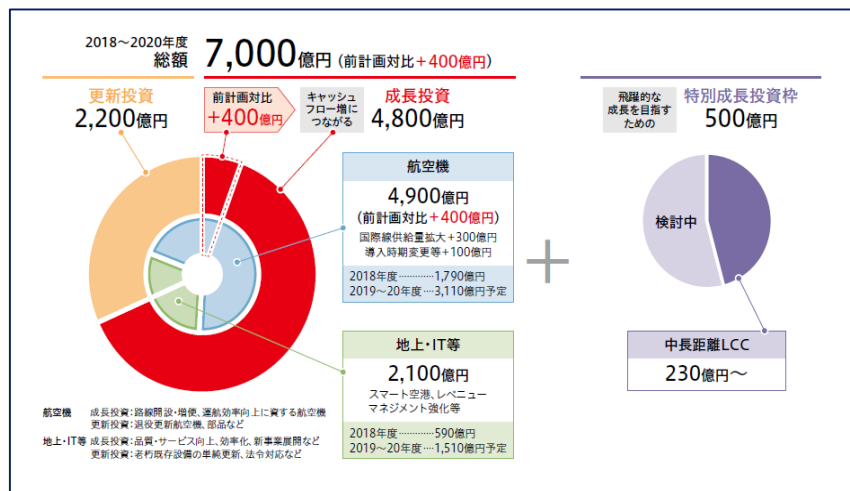
- ✓ 個人投資家には優待チケット等を上手く活用する事で『**個人投資家の顧客化**』を推進。

3-③ 財務戦略、その他

(1)設備投資



- ✓ 設備投資は原則営業CFの範囲内で実施。
- ✓ 株主配当を賄えるだけのFCFを常時確保。
- ✓ 投資採択基準としては、ROIC9%以上を重視。各事業もこれに倣う。LCC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。KPI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%。



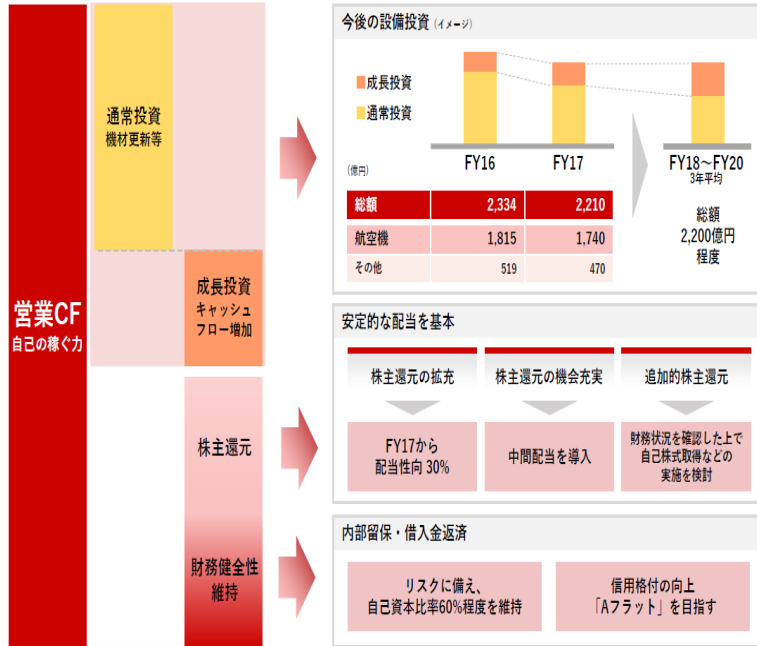
重要 ポイント

- ✓ 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PDCAを回す仕組みがある。

3-③ 財務戦略、その他

(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。

3-③ 財務戦略、その他

(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、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意に向き合い、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
- ・ SDGs¹⁾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す。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。

3-③ 財務戦略、その他

(4)部門別採算性

全員参加の経営を通じて、
「売上最大化、経費最小化」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。

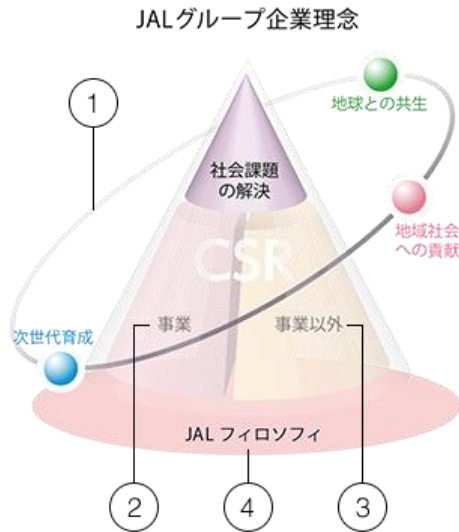
重要 ポイント

- ✓ 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 ESGヒアリングまとめ

ESGについての投資家との対話

- ✓ 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の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とっておかなくてはならない

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

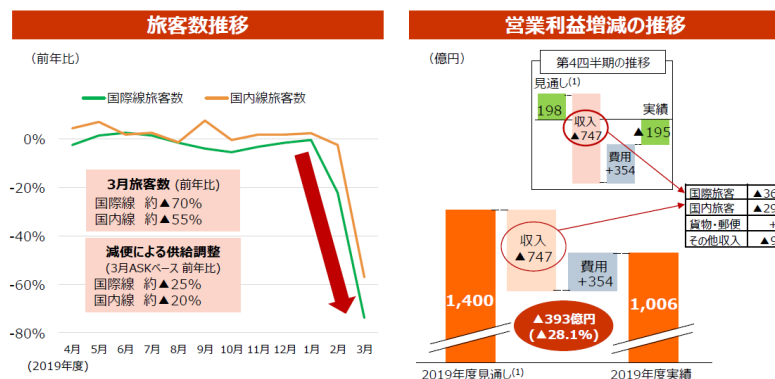
重要 ポイント

- 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

4-① COVID-19の影響

新型コロナウイルス感染拡大の影響

- ✓ 世界各国への感染拡大により、各国での入国制限や検疫の強化ならびに日本国内での各種イベントの中止・延期やテーマパークの休園等により、2月以降需要が急速に減少
- ✓ 2月までは東アジアを中心に、3月以降は日本国内含む全方面において総需要が急速に減少
- ✓ その結果、第4四半期では見通し対比393億円の減益

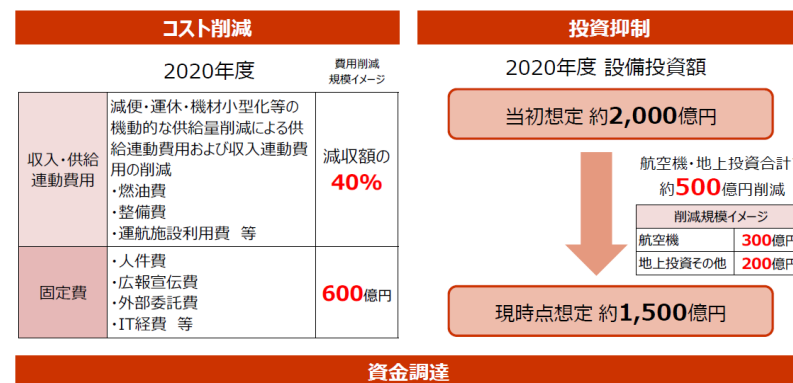


©Japan Airlines, ALL rights reserved.

4

新型コロナウイルス感染拡大への緊急対応策

- ✓ 機動的な供給量削減による変動費削減と固定費を含む抜本的なコスト削減、投資の抑制および十分な手元流動性の確保に全力を尽くす



- ✓ 2020年2月以降4月末までに1,043億円の資金調達を実施
- ✓ さらに追加の資金調達についても実施予定

- 公表された2020年4月月次輸送実績によると、国内線旅客数前年同月比▲88.5%、国際線同▲98.0%。日本政府観光局(JNTO)によると、同時期の訪日需要・アウトバウンド需要はほぼゼロ。
- 新型コロナウイルス拡大は、同社の収益、経営に急激かつ甚大な影響を及ぼしており、この先の見通しも非常に不透明といえる。
- 足下の急速な環境変化に対し、変動費・固定費を含むコスト削減、投資抑制、資金調達等の緊急対応策を実施。当面の経営は厳しい環境に晒される。
- コロナ禍収束後も、気候変動対応への関心と相まって、脱炭素社会の推進が加速する可能性があり、同社にとって逆風が続く可能性が予想される。

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

ワークセッションを通じた気づき、自社に持ち帰りたい点(脇田分)

- 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る。
- 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、社内の財務グリップ⇔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。

アジェンダ

1. HFLPから学んだ事と気付いた事（総論）
2. 通常のセッションにおける学びと気づき
3. ワークショップにおける分析と気づき
4. 自社に持ち帰りたい点

自社に持ち帰りたい点①

<経営全般>

- 経営陣に求められるのは、①誠実性・使命感（本音での勝負、対株主の理論武装）、②分かりやすい企業価値創出ストーリー（非財務指標・無形固定資産の意義）、③長期的バックキャストिंग思考。（まだまだ不十分）
- 7&iグループとして、長期的にどのような社会的価値創造を目指し、短・中・長期のKPIをどのように設計するか。複合事業および複合機能の連関性から生み出される企業価値創出メカニズムを、経営トップ自らが設計・リードできなければならない。（企画部門として実務支援）
- 特に、7&iグループの事業ポートフォリオを構成する多様な事業セグメント間のシナジーをどのように創出していくのか。戦略指示だけでなく、グループ経営陣の評価を含めて、シナジー創出が持続するマネジメントシステムの構築が必要。（現状は弱い）
- また、グループシナジーが弱く、期待収益率に届かない事業群の選択と集中についても覚悟をもって経営判断すべき。

自社に持ち帰りたい点②

<イノベーション創出>

- 現在の7&iグループは過去の諸先輩方の努力によって築き上げられた事業モデルの改善が主であり、新たなイノベーションを生み出す力が弱っている。イノベーションには一定のゆとりが重要であり、**短期利益のみを追うと、イノベーションは創出できない。**
- 自然発生に委ねるのではなく、**革新を育む組織上の仕組み作り（利益余力がある事業内での新規開発部隊設置、完全独立の出島のR&Dセンター）**が必要。加えて、経営者の夢・想い・覚悟。

<デジタル変革（DX戦略）>

- 事業価値を飛躍させるためには、従来の物理的インプットとアウトプットの関係ではなく、デジタル活用によるグループ変革が必要。そのためには、**単なるIT組織の強化ではなく、企業文化・社員意識・事業ポートフォリオ等まで含めた同時変革**が重要。
- デジタル活用をブレイクスルーに繋げるための**持続的DX戦略検討・実行部隊**が必要。（組織設計・権限・人材獲得等の実行策）

自社に持ち帰りたい点③

< 規律あるM & A戦略 >

- 海外M&A時の「**9つの行動原則**」の**遵守**。成長ストーリーの明確化、入念な準備、買収代替策の保持、早期PMI、任せて任さずの徹底、企業哲学の伝承、グローバル経営力、海外M&A巧者。
- M&Aには**長期戦略との一貫性**が必要。対象案件リストを作成し、**自社戦略との整合性、企業価値含めた情報アップデート**が重要。
- 案件自体の質が良くても、ディール実現後の**PMIコントロール**ができる**陣容・ノウハウが自社にあるかの冷静な判断**。
- **M&Aプロジェクト管理が重要**。目的ではなく手段、意思決定判断基準、時間軸の設定、価格交渉、リスク対応。**PJ管理内製化による人材スキル・ノウハウの磨き上げ**が必要不可欠。
- **BATNAがないままM&A自体の目的化は絶対回避**。プロジェクトが甘くなり、価格交渉が弱くなり、リスクに鈍感になり、買収後のPMIが緩くなり、マネジメントが人任せになる。
- **獲得すべき目的・利益、撤退基準の明確化**。情報戦。したたかであぐらをかかない交渉チームの構築。**双方の利益最適解を見出す創造力**。

自社に持ち帰りたい点④

<コーポレートファイナンス>

- 経営者には、**経営と資本市場の両眼をもってコーポレートファイナンスを捉え、市場と適切に会話できるかが重要。**
- M&A活発化において高騰を続ける**“のれん価値”（無形固定資産価値）を、長期的視野を以て正しく評価できるかが重要。**
- 配当＝株主還元と捉えるのは安直な発想であり、**保有・調達資金を最大限活用して企業価値を高められるかが経営者の使命。**
- **法人税等は、最優先で削減すべきコストと考えるべき。納税は義務だが、経営者として無駄な税金は一切払わない姿勢も必要。**

<リスクマネジメント>

- **メガトレンドがもたらす企業活動への影響と、究極のリスク源泉の特定と理解が必要。3年先ではなく、10年以上先まで想定**
- 短期リスクのみならず、**将来リスクまで見据えたERM（全社リスク管理）体制の構築が必要。仮説検証。可能な限り定量化。継続トレース。社長のコミットメント。DX、人材、ガバナンス。**

自社に持ち帰りたい点⑤

<IR/SR・ESG>

- パッシブ型の長期投資家構成が高まる中、ROESG経営の本質を理解した上で、**価値協創ストーリー**を通じて、**資本市場と真正面から対話**を行い、それを**更なる経営改善PDCA**に活かす事が重要。
- 今後は、短期よりも長期、可視的よりも不可視的、目先売上よりも本源的価値創出力が重要。**ESG対応とSR（株主対話）が重要。**
- アナリストを含む資本市場プレーヤーとの対話は、**分かりやすい戦略かつ隙が無い論点整理**がなされたフレームワークが必要。**価値協創ガイダンスの積極的活用**が必要。

<アクティビズムとの向き合い方>

- 狙われやすいのは、株主軽視、経営課題放置、**本源的企業価値と株価に大きなディスカウントがあるコングロマリット企業等。**
- アクティビストは敵と考えず、企業価値構造に向けて**真摯な対話**が必要。**取締役会での密な議論、SR活動強化、常時リスク想定。**
- 一貫性がないその場凌ぎ対応、細か過ぎる交渉、アクティビストへの迎合、安易な株主還元、ボード議論の軽視等は絶対NG。