

2018年度 スチュワードシップ研究会

テーマ：企業から見た投資家（運用会社）のエンゲージメント活動について

「オムロンにおける企業価値創造の取り組み  
～投資家によるエンゲージメント活動への期待～」

オムロン株式会社 取締役 安藤 聡 氏

2019年1月23日（水）

池尾座長： 出席予定の方は全員おそろいになったということで、ただいまから 2018 年度スチュワードシップ研究会を開催いたします。本日はお忙しいところをお集まりいただきまして、誠にありがとうございます。

それでは恒例に従って、まず大場会長から開会の辞をいただきたいと思います。

大場会長： きょうはお忙しいところをお集まりいただきまして、誠にありがとうございます。当協会のご案内のとおり、過去からずっとコーポレートガバナンスならびにスチュワードシップについて研究を重ねてきています。

この趣旨は、日本でコードが導入されてそんなに時間がたっているわけではないので、どのような活動が本当に実効性あるものなのか。こういったことについて、共通の理解を深めるということでもあります。これを会員各社に導入していただいて、スチュワードシップ活動、ならびにコーポレートガバナンスの実質的な実効性ある取り組みにつなげていきたいということです。

金融庁のほうでもこの二つのコードのフォローアップ会議が再開されて、私も委員を拝命しているわけですが、来週また開催されます。その座長は池尾先生が務めておられるわけですが、きょうの研究会もそういった金融庁のフォローアップ会議に多少なりともお役に立てばと思っています。

きょうはゲストスピーカーとして、オムロンの安藤さんにお越しいただきました。ご案内の方は多いと思いますが、オムロンのこういった活動、コーポレートガバナンスの活動は大変マーケットではある意味では有名になっていまして、非常にユニークな取り組みをしておられます。

普通は投資家が発行会社を、どういう会社に投資するか選ぶわけですが、オムロンの場合は投資家も選びたい。こういうことを明言しておられまして、これは安藤さんもそうありますし、私は何回もお目にかかっていますが、山田社長も同じことを言っておられます。つまり意味のある対話をしていきたいということです。意味のある対話をして、スチュワードシップ活動を実効性あるものになりたいと、こういう趣旨だと理解しています。

そこできょうは、いろいろと投資家と対話を続けてこられた安藤さんから見て、どのような対話の実効性ある取り組みにつながりやすいか。どのような対話が時間の無駄に終わるのか。こういったことも含めてお話しいただくことにしていますので、投資家の皆様方からも率直な意見をいただければと思います。どうぞよろしく願いいたします。

池尾座長： どうもありがとうございました。

それでは、今回参加いただいている専門メンバーの方々から、簡単に自己紹介をお願いしたいと思います。それではお手元の出席者名簿順に荻原さんからお願いいたします。

荻原氏： 野村アセットの荻原です。野村アセットで運用調査本部を見ながら株式 CIO ということで、残念ながら、今は直接的には株の運用にポジションを持っていないわけですが、担当の役員になりながら、なるべく現場に近い、運用調査活動に近いところにいたいということで、株式 CIO という立場を維持しながら関わっています。

そういう意味では少し皆さんに比べると、現場から少し遠ざかっているところがあるのですが、株の運用調査、スチュワードシップ活動に取り組んでいますので、よろしく願いいたします。

藏本氏： 大和住銀の藏本です。本日は論客の安藤様からどんな厳しいご意見が出るのか、ビクビクして身構えています。ダブルコードが施行されてから、アセットオーナーの皆さんの理解は結構、今のところはそれなりに適正なものだと私は理解しているのですが、表面的な KPI をアセットマネージャーが過度に意識してやみくもに発行体企業さんに会わせろとか、偉い人を連れてこいとかに走らないか、議論の中身に関しても従来のリサーチとエンゲージメントはどう違うのか、などの課題があると認識しています。

一方では、これは各社さんともお悩みだと思うのですが、マーケット環境が必ずしもいつもバラ色ではない中で、中長期的なビジョンを持つことは大事だけれども、投資行動としてはそんなきれいごとだけを言っているとパフォーマンスが上がらないという現場の声をどう踏まえながら、ダブルコードや金融庁、経産省もそうですが、発行体企業さんが期待されている中長期の視野に立ったマーケットの価格形成にどうやったら繋がっていくのかという点が、いちばん重要な課題ではないかと認識しています。よろしく願いいたします。

豊田氏： シュローダー・インベストメントの豊田と申します。日本株ファンドマネージャーをしています。

シュローダーの中では、東京のオフィスではスチュワードシップ委員会というところが

エンゲージメントと議決権行使を担当する委員会になっていて、その責任者をやっております。

私は、前職、シュローダーに来る 10 年くらい前ですが、エンゲージメントファンドを運用してまして、その当時に比べると対話はしやすくなっていると感じるのですが、UK なんかと比べると、対話の質とかまだ向上できると感じます。きょうはよろしく願いいたします。

中野氏： 日興アセットの中野と申します。よろしく願いいたします。私も日本株の運用調査を統括しているような立場にありまして、特にエンゲージメント評価、ESG に関してはいろいろな力を入れてやってきました。特に PRI に関しては、2012 年、13 年と、日本の議長をやっていた時期がありまして、そういう意味では ESG 投資の初期のところでの啓蒙活動みたいなことに関しても、かなり積極的に取り組んでまいりました。

まだまだ ESG 投資、あるいは議決権行使に関して、いろいろな課題があると思います。われわれの投資に対してこういったところも非常に重要な部分になりますので、その辺りを今回、こういった中でいろいろ勉強させていただいて、よりよい、より高いリターンにつながるような投資活動を今後勤しんでいきたいと考えています。よろしく願いいたします。

平山氏： 東京海上アセットマネジメントの平山です。弊社は、歴代諸先輩方がスチュワードシップに関して強いコミットメントをしてきたという歴史的背景があります。そのため、この領域は、弊社経営上の最重要課題の一つであり、今後も、その歴史を汚さぬように頑張る所存でございます。

また私は、金融市場史研究にも注力しております。特に、株式市場の歴史を見ていくと、広く株主を募る時代と、株主を絞り込む時代が繰り返されているとの見解があります。現在の株式市場においても、公開化（パブリック化）が進む一方で、企業実態に即して株主を選択し限定化（プライベート化）していく動きも強まりつつあるというトレンドに注目したいと考えています。その点で、安藤様が指摘される「投資家を選ぶという目線」は、今後の上場企業に関する重要なワーディングになってくるのではないかと思う次第です。どうぞよろしく願いいたします。

梶田氏： アセットマネジメント One の梶田です。私は運用本部長という立場でエンゲージメント活動も含めまして、運用本部全体を統括しています。当然、このスチュワードシップについても注力しております。

平山さんのところと違いまして、私のところの会社は 2016 年 10 月にできたばかりの運用会社で歴史はありません。ただ、四つの運用ビークルは各社各様の取り組みをしていました。2 年半前に、リニューアルオープンした会社です。こういうところが強みかなと思っています。スチュワードシップ活動の中身もかなり改訂されました。私どもの運用会社というのはアクティブ、パッシブ、両方やっています。コードでパッシブにもエンゲージメントを取り入れるとうたわれ、われわれ大口の株式パッシブがありますから、社会的責任が当然ございます。

さらに加えて、ESG というテーマのエンゲージメントというのは、かなり中長期の対話に適していると私どもは思っていますので、企業の付加価値の創造、そこを ESG という切り口でしっかり課題設定を共有させていただいて、私どももしっかり対応していきたいと思えます。よろしく願いいたします。

水澤氏： JP モルガンの水澤と申します。株式運用本部長という役職で、株式本部全般の統括をしています。昨今、注目を集めているテーマだと思えますが、結果として新しいテーマが次々と出てきて、戦線がどんどん広がっていて、意味ある対話をしていくという中で、どこにフォーカスをしたらいいのかというところ。業種によっても異なる中で、われわれとしても試行錯誤を続けているというのが実態です。

そういった中で皆様のご意見もお伺いして、これからさらに対話を意味のあるものにしていければと思っています。

池尾座長： どうもありがとうございました。専門メンバー以外の出席者に関しては名簿ないし配席図を参照していただくことで、自己紹介等は省略したいと思いますので、お願いいたします。

それでは、次に事務局より若干の説明があるということですので、お願いしたいと思います。

事務局： お手元の資料等に関してご説明いたします。まずお手元の紙媒体の資料につ

いては、議事次第、出席者名簿、配席表、安藤様が執筆された『価値向上のための対話』の第1章のコピー、それと「証券アナリストに期待すること」と書かれた資料、そしてオムロン様の統合レポートとなりますので、ご確認いただければと思います。

議事次第ですが、本日は「企業から見た投資家（運用会社）のエンゲージメント活動について」と題して、安藤様のご講演を踏まえてご議論いただきたく存じます。本日の出席者については、出席者名簿のとおりです。タブレットは安藤様のご講演、およびその後の自由討論で使用いたします。適宜、指でページを操作していただけますが、事務局が操作する際には、それに伴ってすべてのタブレットのページがいったん移動しますので、あらかじめご承知おきくださいますようお願いいたします。

また自由討論の際には、ご講演資料のどの辺りの何について、あるいは単に何についてなどお伝えいただけましたら、事務局のほうで操作をして該当ページが表示されるようにいたしますので、よろしくようお願いいたします。事務局からの説明は以上です。

池尾座長： どうもありがとうございました。

それでは、ゲストスピーカーとしてお迎えしたオムロン株式会社取締役、安藤聡様に、「企業から見た投資家(運用会社)のエンゲージメント活動について」、お話をいただいて、その後、自由討論にさせていただきます。

それでは安藤さん、よろしくお願いいたします。

安藤氏： 座長の池尾先生、ご参加の研究会メンバーの方々、そして大場会長、投資顧問業協会の皆様、本日このような貴重な機会を与えていただきまして、ありがとうございました。

私が頂戴した演題は、企業から見て、機関投資家に対して、どのようなエンゲージメント活動をしてほしいのか、について期待を語れということでした。お手元の資料は「オムロンにおける企業価値創造の取り組み」と題していますが、100ページ近くありますので、これを逐一説明することはいたしません。

また、私は企業の一取締役に過ぎませんので、まずはどういう立場からコメントさせていただくかについてご説明します。資料2ページに略歴を載せておりますが、かなりユニークな経歴であると自認しています。どういう意味かと申しますと、私自身がメガバンクに30年間強勤務した後、メーカーであるオムロンに入社して、既に足掛け12年になると

いう点です。

しかも銀行時代には、市場業務や資産運用業務の経験があります。具体的には、日本国債のトレーディング、OTC オプションの立ち上げ、更にはユーロ発足前の外債のポートフォリオマネージャー、投信窓販解禁、401k が導入された際の企画をやっておりました。

一方で、オムロンでは最初の 2007 年からの 4 年間は常勤の社外監査役、その後、現 CEO の山田義仁が就任した 2011 年に業務執行部門に移り、IR 担当役員として 6 年間を経て、一昨年 2017 年 6 月から取締役というように、一つの企業で監査役と業務執行と取締役を全部経験したキャリアは極めて珍しいはずです。

そして、現在の肩書は「取締役」ですが、お配りした名刺にありますように、業務執行を兼務しない社内の常勤取締役です。このような立場の取締役は監査役会設置会社では例がないパターンです。具体的には、ガバナンスやリスクマネジメントをモニタリングし、監督するというのが私の役目ですが、監査役会設置会社として指名当委員会設置会社の良い点を取り込んでハイブリッド型の機関設計をしていますので、私は社長指名諮問委員会、人事諮問委員会、報酬諮問委員会の副委員長を務めています。委員長はすべて社外取締役なので、実際、社内の状況を熟知する者として、社外取締役に対して正しい情報を提供しつつ、私自身も自ら正当な判断を下すことを矜持として活動しています。

こういった社内での仕事を担う中で、社外活動として取り組んできたのが経産省の伊藤プロジェクトの委員であり、また伊藤プロジェクト（バージョン 2.0）において、価値協創ガイドライン作成のワーキンググループにも入りました。加えて、IIRC、WICI など統合報告の関連の研究会にも能動的に参画しました。

更には、機関投資家の皆様に直接関係するものとしては、2016 年に GPIF と共同で立ち上げた「企業・アセットオーナーフォーラム」の企業側の代表幹事として会合のモデレーターを務めています。

本日は折角の機会ですので、忌憚のない意見を披歴したいと考えていますので、宜しくお願いいたします。

それでは、本題に入ります。3 ページの目次にある項目についてキーメッセージをお伝えした後、後半の意見交換につなげていきたいと思えます。

前置きはこのくらいにして、5 ページにオムロンの会社データを付けています。連結売上高が 8600 億円、海外売上比率が 62%。それからその下の従業員数のうち、海外の従業

員が 68%。それからさらに一番下の株主構成を見ていただきたいのですが、海外の機関投資家が 48%となっています。国内金融機関等が 33%のうちの国内機関投資家が 23%、個人その他 19%のうちの（日本人の）個人が 12%です。

何を申し上げたいかというと、上述の 48+23+12、計 83%は、いわゆる純投資をされている株主である点です。この株主構成は、企業のガバナンスを評価するうえで極めて重要なポイントであり、オムロンは 83%の株主や潜在的な機関投資家を含めたステークホルダーと真摯に向き合いたいと考えていることが経営の出発点です。

なぜならば、純投資をされている株主、投資家の方、あるいは潜在的に投資を検討されておられる投資家の方から、本当に信頼して経営を任せさせていただく環境をプロアクティブにつくっていかない限り、当社自身が大切にしている企業理念や経営のスタンスを実践することが難しくなるからです。換言すれば、オムロンは自ら「やるべきことを自発的にやる」ので、株主・投資家の方は任せさせていただき、課題を見つけた際には率直な意見を伝えていただければ、当社はそれを真摯に受けて、必要であると判断すれば、自らすすんで改善していくことを常に意識しながら経営をしているという意味です。

6 ページ、連結売上高のうちヘルスケアを除く 87%が B to B のビジネスです。売り上げ構成のうち 46%がファクトリーオートメーションのビジネスで、近年、IoT・ロボティクス・AI といった技術革新が当社にとっても技術開発・事業戦略のど真ん中になっています。従って、技術開発や生産設備には相応の積極投資をしていますが、投資家の方から見ると、投資するのは良いが、いつリターンが出るのか、あるいは、投資するのはいいけれども増収減益は問題であるといった意見を結構いただきます。

但し、当社は ROIC 経営を標榜し、中長期の成長を目指しているので長い目で見てくださいというのが本音ですが、その長い目というのが、企業のタイムホライズンと投資家のそれとがかなり違っていますので、この点はエンゲージメントするときの難しさの主因であると感じています。

次に 8 ページに飛んでいただいて、オムロンは「企業理念経営」を標ぼうしています。私が 2011 年 6 月に IR 担当役員に就任した当時、投資家との面談で企業理念の話をしようとする総スカンでした。投資家からは「企業理念などはバリュエーションに関係ない。従って、企業理念には全く関心ないので説明も不要。それより事業戦略や足元の事業の状況を聞きたい」といった声が圧倒的に多かったと記憶しています。

私が受けた第一印象は、これは対話ではなく、単なる質疑応答ではないかという疑問で



した。このような情報収集によって、本当にオムロンのような経営をしている企業の本源的な価値や価値創造プロセスを見極められるのか、そして公開されている企業情報はすべて読み込んで、それを理解した上で質問しているのか、全然分かりませんでした。

それで、本日お配りしたような資料を日本語と英語でつくり、初めての投資家と面談するときに、これを渡すことをやってみました。時間の制約があるため、企業のペースで十分に説明させてもらえないので興味があるなら、知らないなら読むだろうという発想です。ミーティングは1回で終わることはないので、興味がある投資家だったら継続していきますので、例えば1時間のうち、15分ぐらいは私が積極的に話すようなかたちで対話をしかけるというのが、私が心がけてきたことのひとつです。

企業理念そのものは見ていただくだけにして、もう一つ重要なのは9ページの経営のスタンスです。実は企業理念というのは1990年に作成して以降、3回改定しています。直近の改定は2015年ですが、それまではこの「経営のスタンス」というのはありませんでした。

なぜかという、企業理念が事業や社員から遊離してしまっているのではないかという課題を認識したからでした。つまり社員は企業理念を知っているけれども、本当に日々の事業活動で実践できているのかどうかと自問するとちょっと心もとない状況でした。従って、企業理念と長期ビジョン・事業戦略を結び付けるものとして、このような経営のスタンスが必要です。因みに、経営の基本としてきたことを言葉にただけです。

経営のスタンスの内容は9ページのとおりです。

私たちは「企業は社会の公器である」との基本的考えのもと、企業理念の実践を通じて、持続的な企業価値の向上を目指します。

- 長期ビジョンを掲げ、事業を通じて社会的課題を解決します。
- 真のグローバル企業を目指し、公正かつ透明性の高い経営を実現します。
- すべてのステークホルダーと責任ある対話を行い、強固な信頼関係を構築します。

まさにコーポレートガバナンス・コードが求めていることを、当社はこのようなスタンスを大事にして実現しますと宣言しているわけです。

最近、グローバル企業の経営チームの方から、私のところにアプローチが来ます。これはコーポレートガバナンス・コードが導入され、2017年6月に強化改訂されて、サステイナブルな経営をやろうとしたときに、その会社の企業理念が床の間に飾られているだけ

で社員に浸透していないということを痛感したからです。そのような状態では、不測の不祥事が起こりやすく、経営トップが目指す企業価値創造にもマイナスになります。

最近のデータの改ざんなどは、グローバル企業は課題として真剣に頭を悩ませています。やはり平素より企業理念などの経営のスタンスを社内にきちんと浸透させて、腑に落ちて理解させて実践させるという取り組みをしていれば、企業にとってはリスク管理の点からもプラスになるし、さらには社員にとっても企業価値創造に対するモチベーションも高まるというように考えています。

ですから、私は他のグローバル企業からのアプローチを受けてオムロンの企業価値創造について説明するときには、必ず企業理念の重要性から話を始めることにしています。

では、そういう考え方のもとで、13 ページからオムロンはコーポレートガバナンス責任というのをどのように認識しているか。これは私の認識であるだけではなく、オムロンの経営陣の認識でもあります。

14 ページを見ていただくと、企業が果たすべきコーポレートガバナンス責任を考えるとときには、まずステークホルダーの立場に立って考えてみるという発想が重要です。そうすると、すべてのステークホルダーが企業に求めるものは何かと問われれば、明らかに「誠実な経営を実践してください」ということです。株主、投資家だってそうだし、もちろん商品・サービスを使っておられるお客様であれば、尚更そう考えるはずです。

もちろん伊藤レポートやコーポレートガバナンス・コードの初回版は「稼ぐ力」がキーワードになっていました。これは、日本企業が誠実な経営をしているという前提に立ってのことであったのですが、その後、様々な不祥事が起こったことを考えると、もう一度原点に返ることの必要性を痛感します。

これは日本企業だけではなく、海外でも同様です。ということは、少なくとも上場企業であれば誠実な経営を実践していると言い切るためには、相応の強固なマネジメントシステムを構築しなければいけないことは自明です。

その上で、特にリターンを期待しておられる株主・投資家が望むことは、当然「持続的な稼ぐ力の発揮」です。従って、当社は「コーポレートガバナンス責任＝インテグリティとサステナビリティの両立」と認識しています。もちろんこのサステナビリティはもうからないけれども、長く続いていますということではなく、サステナブル・グロースの意味です。

そのようにコーポレートガバナンス責任を定義したときに、企業経営者のあるべきスタ

ンスというのは、特に日本企業においては認識が乏しいのではないかと感じます。このことは、研究会の冒頭で大場会長が言われた「企業も株主を選ぶ」という発想につながるのです。

なぜなら、かつては、或いは今もと言えるかもしれませんが、インベストメント・チェーンにおいては「主従関係」がありました。投資家が「主」で、企業経営者が「従」という意味です。企業経営者が良く耳にする「面談の際はきちんと質問に答えろ、余計な説明はするな」という発言が象徴しています。それに企業側も慣れきっていて「本当はこういうことを話したいのだけれども、なかなか話す機会がないし、話そうとすると、そんなの興味がないと怒られる」といった経験が企業と投資家の面談を、質の低い・ショートタームな質疑応答にしてきたわけです。

ですから、そのような形式的な面談が終わった後に、企業経営者は「投資家は全く分かっていない。経営の経験もないくせに、偉そうなことを言っている。今後は絶対に会わない」となり、未だに CEO が IR をしていない上場企業は結構あります。これでは、思考停止であり、コーポレートガバナンス責任を果たす必要条件すら満たせません。

一方で、投資家も「不満足な面談だった。あの CEO は駄目だ、まったく経営を分かっていない」となってしまう、互いの距離は埋まらないどころか更に疎遠になります。従って、企業も投資家も相手が分かっていないと思うのであれば、分からせるような努力をすれば、ウィン・ウィンの関係を構築できるはずですよ。

ですから、当社は上場企業としてやるべきことをきちんとやった上で、投資家とは対等の関係で対話をし、そして対話の先にある本当のエンゲージメントをしたいと考えています。

因みに、余談ですが、私は対話とエンゲージメントは全く違うと考えています。なぜならエンゲージメントは、対話から一步踏み込んだ、ある程度のコミットメントを含んだ関係であると認識しています。例えば、投資家から株主還元を強化してほしいという意見があったときに、それが必要だと認識するのであれば、やるべきことをやる。例えば配当性向を出すのもいいし、自社株買いをやるのもいいし、そういうコミットメントを伴ったものはエンゲージメントできますが、やはりこのような濃密な関係性は、お互いにお互いの立場を理解しないとできません。

株主を選ぶ努力をする際に、日本企業に欠けている点は株価を意識して経営を行うことであると感じます。別に日々の株価の変動ではなく、中長期にどれだけ株主価値が上がっ

ているのか。株価だけでなく、EPS や ROE、ROIC の推移をきちんと認識して経営することです。

その上で、情報開示・IR を「投資」として意識して、相応の経営資源を投入しなければいけない。コーポレートガバナンス・コードが導入される前は、大手の企業でも IR の担当者が 2 人とか 3 人とか、あるいは兼務だけで運営していることは普通でした。さらに CEO は IR ミーティングに一切出てこないというようなことは結構ありましたが、今はだいぶ変わりました。但し、未だに IR 活動をしないという企業があるので、正直私はがく然としています。

15 ページですが、企業経営者自身が経営情報を開示して、IR 活動や対話・エンゲージメントする意義について十分に理解していません。ですから、私は企業向けのセミナーとかシンポジウムでは必ず 5 つのポイントを強調しています。

まず、資本コストを下げられます。例えば、事業ではコストダウンをして利益率を上げようとするのに、資本コストを低減させる努力をしないことが私は理解できません。

次に、株価の変動（ボラティリティ）が抑えられます。ただし、オムロンは中長期の経営状況はどんどん出しますが、短期の情報は出しません。なぜかというと、イベントドリブンの投資家というよりディーラーの売り買いによって日々の株価が本源的な価値に関係なく変動するからです。長期投資家や ESG 投資家にとっては、そのような株価変動はノイズでしかありません。当然、ターゲットプライスを決めておられますし、また損切りポイントを決めておられますから、そこへ不測の一時的な情報で株価が跳ね上がったたり、急落したら、強制的にポジションをクローズしたりしないといけなくなります。

そして、ネガティブな事象が発生した際の株価の戻りが早い。これはもう投資家の経験則であると思います。

4 番目は、インサイダー取引を抑止することができます。この点は意外と企業経営者は理解していないです。何が言いたいかというと、重要な情報を開示せずに社内にため込んでいたら、経営者がインサイダー取引を助長したのと同じです。社員がインサイダー取引で摘発されれば、それは経営者の責任そのものです。余談ですが、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入されると、インサイダー取引抑止を意識している企業経営者は必要な情報は自発的に公表します。

かつては、確かに大株主には説明するけれども、マイナーな株主には説明しない時代がありました。当社は「株主を選ぶ」とは言ってはいますが、面談する株主に対する説明責

任はきちんと果たします。それから当社では、必ずシニアのオフィサーとジュニアのオフィサーと2名で投資家と面談します。これは、フェア・ディスクロージャーを徹底するためのけん制のためです。

さらに、後で再度触れますが、当社は2002年5月から全部の面談記録をデータとして持っています。何のためかという、データベースマーケティングに活用するためです。

5番目がいちばん重要です。社内の論理だけでは経営力は磨けません。もちろん社外取締役が義務化されているわけですが、CEOが自らを律する矜持を持って経営をしていかないとだめなので、優れた投資家との対話・エンゲージメントは経営力を高度化するための重要なイベントです。

少し飛びますが、87ページに、私が2011年6月にIRの担当役員になって半年くらいたったときにIR活動の3つの注力ポイントをまとめてチーム内に徹底し、経営陣にも報告した内容です。今でも内容は色あせていないと自負しています。

1番目は、さらなる戦略的かつ効果的IR活動を実践する。受動的IRからの脱却。株主を選ぶのですから、当然、投資家をターゲティングしています。半年に1回、株主判明調査をしているので、海外投資家も90%くらいの捕捉率で、本当の株主を特定できています。

その上で、2002年5月から書きためたデータベースを使い、現在は保有してはいないけれども、近い将来に保有してくれる可能性のある投資家も洗い出し、現状の株主も意識しながら、当社として能動的なアプローチをしていく投資家を決めて経営陣およびIRチームで共有しています。

IR活動は、すなわち営業そのものです。能動的な活動をしない営業などはありませんし、営業活動を効率的に行うためには、ターゲティング・データベースマーケティングは必須です。

私が就任する前、チームのメンバーが「安藤さん、オムロンのIRって結構、評判がいいので、よろしく願いいたします」言ってきました。「どういう意味？」と聞いたら、「面談依頼は全部受けている」という返事でした。ことほどさように受動的だったわけです。アクティブな投資家にさえ、このように受動的なのですから、パッシブな投資家にも届くような情報発信は一切やっていませんでした。この点は、当社も更に強化しています。

ですから、企業は積極的に打って出るということが重要です。株主を選ぶということは当社からラブコールを送ってみて、ちゃんと経営方針や事業内容を説明して、投資対象に

なるように課題を改善することを目指しています。

2 番目は、平時の情報開示の充実です。投資家との面談で説明できることは限られていますから、普段からホームページや「統合レポート」などの媒体を活用して、多面的にオムロンの企業価値創造に関連した事柄についてプッシュ型でアピールしています。先ほど不測の事態が起きたら株価が下がると言いましたが、経営に対する信頼感があれば、割安になった株は必ず誰かが買ってくれますので、有事を想定した ESG を含めた情報開示を充実するという事は必須です。

当社は 2012 年から「統合レポート」を作成していますが、2017 年版まで私が編集責任者を務めました。因みに、2018 年版は後進に編集責任者を譲りました。手前みそですが、2017 年の統合レポートは、日経新聞社からグランプリ、WICI ジャパンから最優秀企業賞をいただきましたので、日本企業の中ではトップクラスのレベルに達成しています。

3 番目は、企業も投資のリテラシーを理解することです。私は IR の担当役員になったときに、海外の投資家から、何で売上高とか営業利益で成長を語れるのかという質問を受けました。私は、企業価値にはステークホルダーから見ると、事業価値、株主価値、ブランド価値の 3 種類があると認識しています。例えば、投資家が期待している事業価値や株主価値について説明するときに、売り上げが何パーセント伸びたという事実は左程意味はありません。そこで私は社内を啓発して、2013 年度から ROIC を一つの KPI にして、それを公表した上で投資家と対話をすることにしました。

その後、資本コストも開示をしました。そうしたことにより、投資家は当社が目指す経営や事業運営を深く理解するようになりました。2013 年度は単年度の ROIC の計画を公開しました。

これも社内では結構議論になりましたが、私は積み上げできちんとつくった数字なので、ほかの KPI と位置付けは変わらない。だから、レアかもしれないけれども、出すことによって、投資家の理解が深まる。そして 4 月の決算発表のときに単年度の計画を出して、その後、5 月に CEO が海外 IR で大絶賛だったことを受けて、手ごたえを感じたようなので溜飲を下げることができました。

やはり CEO には、エンゲージメントの成功体験を与えないといけません。それは、経営のヒントが得られるか否かにかかっています。だからこそ、投資家を選ばないとすると、「社長、足元の中国の売り上げ、月次の推移はどうですか」というようなことを聞くアナリストに合わせるわけにはいきません。投資家のショートターミズムは、必ず経営者のシ

ョートターミズムを助長するからです。当社では、質の良い投資家しか CEO には会わせません。その代わりに、チーフ IR オフィサーである私が全部、ヘッジファンドも含めて、面談をするようなシステムにしていました。それから株主でなくても、例えば年金の運用で実績があって現在はガバナンスのコンサルタントをやっているような人物にも CEO には会ってもらいましたし、ESG が重要であると考えたので、ESG 評価機関に直接 CEO に行ってもらって、CEO には ESG の重要性を理解してもらうこともしました。

これも実はその翌週に、CEO は役員を集めた月例会議の冒頭に ESG 評価機関から持って帰ったマトリックスを画面に映して ESG の重要性についてコメントしたこともあります。そういう役割を IR オフィサーは担わないと駄目であり、単なるコミュニケーション・オフィサーではなく、Adviser to the President、あるいは Adviser to the CEO であるべきであると確信しました。

ROIC の話題に戻りますが、2014 年からスタートした 3 年の中期経営計画で中期の ROIC の目標を公表し、加えて EPS の目標も追加しました。

企業経営者は優良企業であるために、お客さまとかサプライヤーとか仕入先だけではなく、きちんと株主や潜在的な投資家の方をリスペクトする必要があります。それから当社は従業員持株会がありますので、従業員に対しても事業説明会を開催しています。具体的には、株主総会の後の年 1 回ですが、各事業所を回って、2 時間くらい株主総会の運営状況や日々の IR 活動で感じた投資家の評価などについて 15 カ所くらい事業所を回って説明しています。

伊藤レポートが出た当時、ROE 8%というのが注目を浴びましたが、議論の過程で経営者が自社の資本コストを意識することの重要性は議論していました。私は委員会の場で、ROE の水準を示すよりも資本コストを意識する経営というコンセプトを伊藤レポートのキーメッセージにしたほうが良いのではないかと提言しましたが、結果としてわかりやすい ROE を選択することで決着した次第です。

私見ですが、当時、企業経営者で資本コストを理解している人は、100 人いたら 5 人くらいしかいなかったのではないかと思います。今は、日本企業の経営者の方の 90% くらいは資本コストを分かっているでしょうが、更に踏み込んで自社の資本コストを認識している CEO は結構少ない気がします。こういった点についても投資家におかれては対話の中で企業経営者を啓発していただきたいと期待しています。

最後になりますが、オムロンの経営の特徴を 3 つのレイヤーでまとめて 17 ページにお

示しました。

実は、意外と企業経営者は自社の経営の特徴というのを分かっていないと感じます。もちろん CEO は事業の強みと課題は分かっているのですが、ここで言っているのは事業ではない経営そのものの特徴のことです。

オムロンの特徴を一言で表現すると「日本的経営の良さに欧米的なマネジメントスタイルを融合したハイブリッド経営」と定義したのですが、ここの日本的経営の良さというのは長期視点やマルチステークホルダー、そして欧米的なマネジメントの良さはリターンの追求ですね。

ですから、バブル崩壊以降、30年にわたってリターンの低い状況が続いたというのは、企業が経営を改善する努力を疎かにしたのではないかと考えています。だからこそ、2014年にスチュワードシップ・コードが導入され、そして2015年にコーポレートガバナンス・コードが導入されて初めて経営の指南書が出来上がったことには大きな意義があります。特にコーポレートガバナンス・コードはOECDスタンダードですから、内容はトータルな経営を目指すための指南書であり、示唆に富むものです。

ですから、当時の経営者は驚きました。「こんなことまでやらなければいけないのか」というのが当時の企業経営者の素直な感想だったと思います。それ以前は、ちゃんと経営するがどういう意味などかというのが、企業も投資家も共有されていませんでした。

もちろん規模の小さい企業がコードを全てコンプライすることは必要でない気もします。ただし、相応の規模のグローバル企業の立場としては、コードをコンプライすることを目指すべきであると考えます。そのうえで、あくまでもプリンシプルベース（原則主義）ですから実現に時間を要する場合にはエクスプレインすれば良いのです。

3つのレイヤーというのはどういうものかという、まず1番目は経営の基本スタンスです。これは先ほど申し上げたオムロンがコーポレートガバナンス責任をどう捉えているかということ、全く同じです。誠実な経営を実践し、長期視点で稼ぐ力を持続的に発揮する。インテグリティ、サステナビリティを両立するということです。

2番目のレイヤーは、その基本スタンスを実践するための企業価値創造を支える基盤です。因みに、言葉でないと、社内に正確に伝わりませんし、グローバルに伝えるためにも言葉が必要です。もちろん日本語を意識しないと伝わりませんが。

そこで私が3つ挙げたのは、冒頭に縷々ご説明した企業理念経営です。この意味はカッコの中、「事業を通じた企業理念の実践」です。社会的課題を解決するためのSDGsのフ



レームワークができましたが、当社は創業当時から同様の理念を持っています。

2 番目は自律を主とした、自律と他律の絶妙なバランスです。表現を変えると「透明性の高いコーポレートガバナンス・システム」です。

3 番目はステークホルダーとのエンゲージメントです。本当にいい会社になりたいと思っていたら、いろいろな人の意見を聞いて、改善すべきところは改善する。これは経営のスタンスで述べているようなことを短くキーワードとしてまとめたものであるとご理解ください。

実はオムロンは創業から 85 年たっているのですが、当初はファミリー経営でした。今は 2 代目のプロパー社長ですが、創業者自身がベンチャー企業からグローバル企業に進化しようとした際に、創業家による求心力から企業理念経営、ガバナンス、エンゲージメント、の 3 つを経営の柱に据えたわけです。そうすれば、きっとグローバルに事業展開をするときにも良い意味での遠心力になるという想いがあったからです。

このような企業スタンス、企業価値を支える基盤を置いて、では実際に長期的な企業価値創造のためのドライバーというのはどういうものがあるかというのを書き出しました。

2011 年当時、私がつくったときには 8 項目だったのですが、それ以降、改善したものを追加して今やマテリアルなものだけでも 15 項目になりました。もちろん細かいものも含めれば 20 でも 30 でも列挙できます。

但し、これら 15 項目に優先順位はありません。順不同と考えてください。最後に、少しだけ補足しますが、①は企業理念をきちんと浸透させないといけないということです。

②監督と執行の分離は当然です。オムロンは何故指名委員会等設置会社に移行しないのか聞かれますが、オムロンの企業規模、あるいは事業の状況や「経営重心」からすると、監査役会設置会社がベストであると信じているからです。

海外の投資家と面談した際に、企業経営者が監査役会設置会社を選択している理由を説明できないケースが多いようです。ポイントは独任制をもった監査役の存在です。そのうえで、取締役会がモニタリングとマネジメントをうまくバランスさせ、業務執行を適切に監視、監督するわけです。

そして、任意の機関として 3 つの諮問委員会とコーポレートガバナンス委員会を常設しています。コーポレートガバナンス委員会は、買収防衛策を導入しないと宣言している当社に被買収提案がなされたときに、社外の役員が独立委員会に昇格して、その提案の是非を検討するための委員会です。資料の中ほどに書いています。

③は割愛し、④長期ビジョン、10年の長期ビジョンと、それを区切った3年、4年の中期経営計画、そして1年の短期計画は全部連動させています。同じKPI、具体的には売上高、売上総利益率、営業利益、ROIC、ROE、EPSを目標にしています。そういう意味では⑨にあるP/LとB/Sを両立したバランスのよい経営をやろう。言葉を変えると、キャッシュフロー経営を相当に意識しています。ROIC経営と言われますが、それはP/Lだけではなく、バランスシートも意識した経営を意味します。現在は無借金（ネットキャッシュ）ですが、事業を評価するROICのみならず、経営に対する評価としてROEもKPIにしています。

⑤は、ステークホルダーとの共存共栄を目指した長期の視点の経営を目指すのであれば、少なくとも中期業績連動の株式インセンティブを持つ必要があるので、2014年度からスタートした中期インセンティブ制度を改定して2017年度から今の制度にしました。相当に詳しい評価方法を統合レポートに開示していますし、この資料の中にも織り込んでいます。後でご覧いただきたいと思います。

⑧マトリックス経営。オムロンは事業部門制をとっていますが、完全事業部門制ではありません。中長期の成長のための投資は、CEOの山田の権限にしています。ですから、売上げが減ったために経費を削ろうとしたときに、一般の販管費はいくらでも事業部門長の判断で削れますが、中長期の成長のための投資、R&Dや設備投資は、事業部門長のみの判断では削れません。CEOと議論した上で、必要ないという認識が共有されたら削減するわけです。

それから⑭グローバル統合リスクマネジメント力というのを挙げています。私も取締役としてグローバルリスクマネジメントをモニタリングしていますが、相当な投資をしています。池尾先生が先週ネットで「そもそもバリュエーションの良い企業のガバナンスを投資家は見ていない」というコメントを発信されていましたが、私も全く同感ですし、ガバナンスを考慮しない投資判断はナンセンスであり、投資家として論外の行動であると感じます。

そもそもESGのリテラシーとか、ESGを管理するシステムができない企業は、最初から投資対象として外さなければ駄目です。ですから、ESGインテグレーションとリターンの相関関係は何となくあるのだけれども、因果関係は検証できないとおっしゃるのですが、本音でESG投資がされていないのですから至極当然のように感じます。つまり、リターンが良ければ目をつぶるのであれば、結果としてESGの良い企業がアウトパフォームす

ることはあり得ないはずですが、トラックレコードがないとか、結果的にアカデミアの実証研究がそこまで至っていないということはありますが、企業は本音でコーポレートガバナンス責任を果たし、投資家は本気でスチュワードシップ責任を果たすようになれば、絶対に ESG の良い企業のほうがアウトパフォームすると私は信じています。

ちょっと時間をオーバーしましたが、私が議論のためにお伝えしたかったメッセージは以上です。

最後をお願いしたいことがあります。本日は当社の株主でもある機関投資家の CIO がお集まりですが、貴社の機械・精密や Tech セクター担当に、「オムロンの経営の特徴をどのように認識しているか」聞いてみてください。その上で、この参考資料を渡して、他の投資先企業のエンゲージメントにも使えるパートがあるのではないかと問いかけていただくようお願いします。そして、彼ら・彼女から出された意見やコメントを当社の IR チームにもフィードバックしてください。もちろん私に直接でも結構ですので、よろしくお願いたします。

池尾座長： どうも大変ありがとうございました。それでは、ただいまからお話いただいた内容を踏まえて自由討論ということで、質問でも結構ですが、そのパートに入りたいと思います。どなたからでも結構ですが、いかがでしょうか。

安藤氏： 正直申し上げますと、私が目指す企業経営を 100 点とすると、多少甘いかもしれませんが、今のオムロンは 80 点くらいの評価で及第点であると考えています。

それでは、足りない 20 点を埋める課題は何かというと 3 つあります。ひとつは更にイノベーションを起こさなければいけないという点です。二つ目はダイバーシティの促進です。これは女性の活躍推進ということではなく、グローバル 117 カ国で事業展開をしているにもかかわらず、依然として日本人のトップが半分以上いるという点です。三つ目は、もちろん ROIC 経営は機能しているのですが、やはり経営そのものに対する評価は ROE であるので、常に ROIC を 10% 以上にキープしつつ、意味のあるかたちで財務レバレッジを効かせて、ROE の向上を目指すという積極的な財務戦略の強化です。

池尾座長： 今おっしゃっていただいた点は 3 番目に関わりますが、無借金経営だともっとレバレッジをかけたほうがいいのではないですかと、よく言われるのではないかと思います。

うのですが。

安藤氏： はい。私がよく投資家から言われたのは、「金利が極めて安いから、デットを調達して自社株買いをすべき。すぐに ROE が上がるのに何故実行しないのか」という意見です。

これに対して、私が「オムロンは事業価値、株主価値、ブランド価値をサステイナブルに向上させることを目指して経営しているので、そのような数値のみの改善を目的としたオペレーションでは、株主価値は一時的に高まるかもしれないが、事業価値は全く変わらない」と答えると、そこで対話は途切れます。

それからもう一つ、コーポレートガバナンス・コードが導入された直後、多くの企業が配当額を上げ、自社株買いを行って株主還元を強化しました。このように持続性のない場当たり的な対応は企業価値向上にとってナンセンスであり、百害あって一利なしであり、真の長期投資家や ESG 投資家からは経営リテラシーのかけらもないと見做されます。少なくとも株主還元を強化するのであれば向こう 3 年くらいの展望やそれを実践するための方針を持つべきです。

ですから、私は事業価値、株主価値、ブランド価値（あるいは社会的価値）をバランスよく最大化するのが経営者の責務であると考えています。投資家には、是非そういう経営者の矜持を評価していただきたいし、仮に評価していただけないのだったら株主になっていただかなくても良いと割り切っています。

藏本氏： 今回の池尾先生の話に絡みまして安藤さんからお話があった、ペイアウトレシオとか株主還元の話というのは、結局は経済学的なアプローチでいうと、エージェンシーコストがすごく高くなってしまっているということだと思います。

だから、私は企業の皆さんと話をするときには、資本コストの開示、WACC の開示とか ROIC の開示も一つですが、どこまで内部者が実際にちゃんと詰めて、プロジェクトスクリーニングをしているか、そしてそれを開示するかという点が重要だと考えます。まさに将来のキャッシュフロー創出の根源となるわけですから。

この点において、ほかの会社さんは安藤さんのようにファシリテートできる人でないといくら社外取締役に入れても取締役会の議論をうまく回して活性化できないと思います。

安藤さんにもう少し発行体企業に対してグッドプラクティス、成功事例をいかに広げて

いただくかという意味で、今後もっと企業の皆さんに情報発信していただきたいなと思います。

安藤氏： 例えば、CFOは社内の重要ポストですが、日本企業の場合にはCFOと言いながら経理の最高責任者に過ぎず、欧米では当たり前のCEOと対等の権限を持って事業ポートフォリオマネジメントまで口を出せるCFOは極めて少ないのが実態です。やはりCEOとCFOには上下関係があり、ましてやIRの担当役員もCEOやCFOに直言できる人材も稀です。

一方で、私はオムロンが素晴らしい経営を目指している企業であることを信じ、愛しているからこそ、社内では担当や立場を超えて愛情表現の発露としてストレートな物言いをしてきたつもりです。実際には、投資の経験のある方を例えばCFOとかCEOのアドバイザーに迎え入れるぐらいの度量がある企業も少しずつ増えてきています。

但し、CEOが投資家ときちんと対話して、虚心坦懐に自社の課題を認識し、そのうえでCFOやIRオフィサーを活用することがもっと重要です。

また、現CEOが自身の経験から、次世代やその次の世代の経営幹部として期待する人材には自分の苦勞を味合わせたくないということで、いろいろな社外研修に派遣しているケースが多くなってきました。例えば、伊藤邦雄先生が一橋大学財務リーダーシッププログラムを運営され、CFOの養成に力を入れておられますが、3つコースでそれぞれ45名ほどの幹部候補生が座学で経営を学んでいます。私も毎年度講義を受け持っていますが、企業同士の横の連携も人脈もできますので経営を学ぶための機会として極めて有効です。

2015年6月にコーポレートガバナンス・コードがスタートして、もう3年以上経っています。経営者が真に経営者に求められる素養を自分の経験で理解して、次世代の、あるいは、その次の世代の経営者を養成しようとしていますので、3~5年経つと日本企業の経営はかなり変わってくると確信しています。投資家は、企業がそのような人材育成の努力をしているかどうかチェックしていただきたいと考えます。そして、次の経営者、その次の経営者をどうやって選びますか、どうやって教育しますかということを質問していただくと必ずや経営者の気づきにもなるはずです。

人材研修の話聞いてもバリエーションに関係ないとか、ましてや誰が担当役員でも、同じだという先入観を変える時期に来ています。例えば、当社は毎年1月の3Q決算発表のときに、次年度の代取、取締役、監査役、上級執行役員を公表し、プレスリリースを机

上配布していますが、投資家やセルサイドアナリストから質問されたことは皆無です。オムロンは現在 CEO と CTO が代表取締役ですが、このことには経営としての重要なメッセージが込められているのです。投資家は、誰がやっても同じでしょう、所詮はローテーション人事でしょうと思われるのですが、当社は違います。人財配置さえも企業価値創造のための主要なファクターなのです。

ですから、改訂コーポレートガバナンス・コードにおいて CEO の選解任があれだけクローズアップされたことにより日本企業がさらに進化し、グローバルな評価を高めていくためには CEO の経営リテラシーを上げないといけません。

そして、日本企業の経営陣は任期についての内規を持っている企業が多いので、私は、この「任期制」は絶対に変えるべきであると考えています。

藏本氏： 安藤さんのところにご相談に来られる他社の方はいらっしゃいますか。私が企業の皆さんとの面談での経験では、どのように取締役会の議論を活性化させ、経営力のアップグレードを進めていくかを現場レベルでは悩んでいるけれど、立場も年齢も上の方々は、一世代前の感覚でコーポレートガバナンスの議論に頑固な立場をとっていらっしゃる方が多いと感じるのですが。

安藤氏： 私がこの半年ぐらいにお会いした企業はもう名だたる企業ばかりです。私がお会いするのは、そのほとんどが経営企画担当役員です。事業部門がものすごく強くて、CEO が経営全体のコントロールをできない、どうしたらオムロンのように分権を前提とした中央集権的なマネジメントができるのだろうかということを知りたいのです。

ですから、投資家も企業の経営幹部と面談した際は、事業ではなく経営で課題になっていることは何ですかと問いかければ、たぶん悩みを聞くことができ、他社の事例を紹介してヒントを与えることができます。

池尾座長： いかがですか。

榊田氏： いまお話を伺っていて、私が運用会社でやっているエンゲージメント活動の課題が浮かび上がってきました。それはなぜかということ、2年半前からスタートしたのですけれど、やはり中長期的に企業さんの価値創造のストーリーをしっかりと対話しています。

それを ESG なら ESG のエレメントに分解して、リスク要因を考慮した対話をパッシブでやっています。

一方、従来からずっとやっているアクティブ運用のエンゲージメントスタイルはどうしても決算、財務情報のところに偏りがちで、このギャップがまだまだ埋まらない。やはり中長期に価値創造をわれわれが理解して、ご参考になるようなアプローチを活用して、非常に短期の株価、次の決算をどう予想するかというところのブリッジを相当なくしていかないといけない。実際の対話の現場におられて、その辺をどのように感じられているか。

安藤氏： 説明の中で投資家のショートターミズム、経営のショートターミズムに触れましたが、そういう意味で、私は四半期決算は百害あって一利なしと言い切っています。せめて半期ごとぐらいで十分です。あるいは、選択制でも良いと考えます。企業が四半期で情報を開示したいというのであれば任意で行えば良いのです。

例えばコンシューマー系ビジネスで、月次の売上げが非常に重要で、通期を見通せないみたいな企業があるので、そういう企業は四半期で開示したら良いです。そのかわり企業側はフェア・ディスクロージャー・ルールに基づいて適時開示を徹底しないと駄目です。もちろん投資家の方から反対が多いというのはよく理解していますし、コンサルタント、アカデミアでも四半期開示がショートターミズムを助長しているエビデンスはないとおっしゃる方はいますが、企業経営者は 100 人いたら 100 人が四半期開示はショートターミズムを助長していると言うはずですよ。企業経営者が、そのような主張をするのですから、四半期開示はないほうが良いと考えます。

ただ、ちょっと言い過ぎになりますが、投資家からガバナンスについて、報酬について、あるいは社外役員の独立性について聞かれます。投資家自身のシステムが余りに脆弱なので、投資家も胸を張って質問できないでしょう。まさにコーポレートガバナンス責任とステークホルダーシップ責任は裏表です。

例えば自分がやっていないことを相手に対して要求して説得力があるかという点です。それからガバナンスに関する投資家からの質問が増えていますが、かなり外形的な、あるいは公開情報で分かるようなことの再確認も多いです。

安藤氏： 投資家も統合報告を出したらいかがでしょうか。企業は報酬インセンティブについてもいろいろ聞かれますし、相応の情報開示をしています。投資家サイドのイン

インセンティブ体系は知りたいところです。投資家はどのようなフィロソフィーで、どのぐらいのタイムホライズンで、どういうときに自身のインセンティブが最大化かについてのヒントを与えていただければ、対話のときに信頼関係を醸成することができますし、インベストメント・チェーンの中で同じ船に乗っていることができ、安心感も得られます。

藏本氏： 最近アセットオーナーの方から、ファンドマネージャーの報酬インセンティブのみならず、運用会社の役員の報酬インセンティブも説明してほしいという要請を受けました。

安藤氏： そうです。だから企業に対する投資家と同じ関係性が、投資家もアセットオーナーに対して責任を負うという形になっていますので。

藏本氏： インベストメント・チェーンでつながっているわけですから、当然の問題意識だと思います。

安藤氏： まさに、企業も投資家もアセットオーナーもチェーンを構成する当事者だからですし、それぞれが対話することによって課題改善のための努力を惜しまなければ劇的に変わるはずですよ。

池尾座長： いかがですか。どうぞ。

松尾氏： 私は別に専門ではないのですが、この委員会是对話に関することですので、投資家のショートターミズムというのがピンとこないです。ファンドマネージャーは、3年周期ぐらいの中期的にもものを見られているのかなと想定しているのですが、ショートターミズムという感じなのでしょうか。

安藤氏： 日本の機関投資家にとって日本株は持つべきアセットです。ですから、弊社でも半年ごとに株数が大きく動くということはありません。だからこそ日々の対話というのは足元の状況によって売るという選択肢がそもそもないので、面談回数が経過観察の一環として一つの KPI になっている気がします。



一方、海外投資家は、例えばアメリカの投資家だったらアメリカ株を運用しているチームと、アメリカ以外のエリアを担当しているチームがあります。グローバルなエリアを対象としているチームにとって日本株は選択肢のひとつに過ぎません。ヨーロッパ株のほうが日本株より魅力的であれば、日本株を売却してヨーロッパ株に資金を移します。ですから日本の機関投資家はターンオーバー、実質オムロンの場合は機関投資家の顔触れはほとんど変わりません。その点、グローバルな投資家の方というのは、結果としてはターンオーバーが3年～5年程度になります。

しかしながら、私がショートターミズムについて申し上げたのは、対話がショートタームな話題に終始する傾向があり、経営の参考になることが少ないという意味であり、担当者ベースでは日本の機関投資家も海外の投資家も同じです。もちろん、ここにおられるCIOや本部長クラスは全然違いますので、そういう方をCEOに引き合わせたいと考えています。因みに、大場会長は、かつて東京海上アセットマネジメントの社長をやっておられましたけれども、CEOとの対話は極めて示唆に富む内容でした。

繰り返しになりますが、運用のターンオーバーがショートタームだという意味ではなく、対話の中身が極めて短期的な事業の足元の状況になってしまっていると感じます。

藏本氏： 昔からそういう傾向にあるのは否定できないと思います。ただ、海外でもナンバーゲームといって、決算発表の当日に市場予想よりも上か下かで株価が振れる現象は広くみられることです。変にAIとかロボティクスが入ってくると、ますますそういう短期的なマーケットのボラティリティが、むしろ人以上に高まってしまう可能性があります。だから、「あいつはけしからん」という議論よりはマーケットを全体としていかにコントロールして市場をエフィシエントにするためのレギュレーションを、たぶん各国とも今は考えているところだと思います。

安藤氏： 投資家によるエンゲージメント活動への企業側からの期待を一言で申し述べると、企業はきちんと説明責任を果たしますので、その上で経営の改善につながるような示唆に富んだ具体的なアドバイスをいただきたいという点に尽きます。そうすると企業と投資家は、必ずWin-Winの関係が構築できます。例えば、当社は対話を通じて頂戴した宿題を次にお会いするときまでにはやるのかやらないのか、やるとしたらどういう時間軸でやるのかということを確認するようにしています。2002年5月からの全ての面談記録

を録っているのは、それを管理して戦略を検討する際の材料にするためです。当社では、投資家との面談の際には、必ず事前に過去の面談記録を確認したうえで臨みます。

たぶん投資家も面談記録をとっておられるはずですが、私が気になっているのは、投資家サイドの面談記録が社内で共有されていないように感じることです。投資家は担当者毎に個人事業主的傾向があるのですが、スチュワードシップ活動はデータベース化しておくことは意味があることであると考えます。例えば、その情報は GPIF に説明するときにもアピールになり得るはずですが。

1時間の対話の中で経営の気づきになるような示唆、例えば ROIC を目標として公表し始めたのも、CEO と私がアメリカの投資家と会ったときに、そういう示唆があったからです。私が「公開していないのだけれど、実は ROIC は」と説明しようとしたら、その投資家は即座に「もうコメントしないでほしい。そういう非公開情報を聞いてしまったらポジションをロックしないといけないので。もしオムロンが、そんなに重要な情報であると認識しているなら開示すべきである。仮に開示すれば、自分も含めて投資家から高く評価されると考える」と言われたのです。

往々にして、足元の事業状況や当該年度の目標達成可能性を探るみたいな質問であるとか、公開していない情報で重要なことはありませんかというようなことを聞かれることも多かったので、私としては、まさに目からウロコが落ちる思いでした。

池尾座長： もう一つあると。

松尾氏： ありがとうございます。いまご質問したのは、スチュワードシップ・コードの考え方は中長期的な企業価値の向上にあることとの関係で、ショートターミズムということに驚いたからです。

もう一つは対話の話から外れるのですが、ガバナンスの話です。私は社外取締役兼監査等委員をしています。社外取締役には取締役会における議決権がありますので、強いという実感があります。監査等委員は、独任制ではありませんが、監査等委員会という機関を通じて活動していて、特に問題を感じていません。にもかかわらず、やはり独任制の監査役がいいというのは、どういう点にあるのでしょうか。

安藤氏： まず、その前提として、会社法上の位置づけとして、指名委員会等設置会社

の取締役会はモニタリング・ボードであり、監査役会設置会社の取締役会はモニタリング＋マネジメント・ボードですので機能は全く別物です。これを同一と見做す前提で議論しているので論点がずれているように感じます。法定で定められている委員会の過半数が社外取締役だからガバナンスがいいと誤解されていること自体、投資家の担当者レベルでの会社法の理解が極めて乏しいことの証左です。

これだけ二つのコードが重要視されているわけですから、証券アナリストの試験科目に会社法やガバナンス関連を入れないと駄目ではないかと考えます。あるいはそれをしないのであれば、機関投資家ごとに定期的に、特にジュニア層には会社法の社内研修しない限り現状は変えられません。

ですから、例えばオムロンでも、いま売り上げは 8600 億ですけれど、さらに売上高が増え、かつ事業セグメントが広がって経営が多重心になると、おのずとホールディングカンパニー制を採用したうえで、事業部門長に権限を移譲して指名委員会等設置会社に移行する可能性はあります。指名委員会等設置会社の取締役会はモニタリングが主なので、イメージ的には 9 がモニタリングでマネジメントは 1 です。一方で、オムロンも 3 年ぐらい前まで五分五分でしたが、今はモニタリング 7・3 ぐらいになっています。それは CEO が既に 8 期務めていて、取締役会と業務執行の信頼関係が成立しているので、CEO に対する権限を拡大してもいいとの判断です。

誤解を恐れずに申し上げますと、指名委員会等設置会社の取締役会はモニタリング機能が主なので、それぞれの事業会社の不祥事に対する抵抗力が弱いようです。従って、オムロンは、あえて監査役会設置会社の機関設計を選択し、有能な人物を社外取締役・社外監査役に迎え、加えて任意の諮問委員会を設置して監査役会設置会社の弱点を補っているわけです。このほうがオムロンとして、ガバナンスの水準は他の指名委員会等設置会社よりも高いという自信があります。各諮問委員会の構成もこの資料の中にありますのでご参照ください。

池尾座長： どうぞ。

河村氏： 最初の質問と重なってしまうのですが、きょうお話を聞いていて思ったのは、結局、CEO と投資家をつなぐ存在の役割の重要性。企業の持続的な価値向上に向けて CEO をある意味啓蒙していく。そういう人が社内存在しているというのがとても重要だなと。

そうすると、例えばいま CEO の後継者は大変重要になっております。と同時につなぐ人の後継者、安藤さんのような方が出てくるように社内でトレーニングしていく仕組みが実は非常に重要ではないかという気がしました。オムロンの場合、何かそういう仕組みというのはあるでしょうか。

安藤氏： まず CEO の属人的な素養でマネジメントシステムが変わっては駄目だと考えています。今の CEO が退任しても、本日ご説明したようなことが引き継がれるのが理想です。私自身が社外に向かってオムロンにおけるプラクティスを説明しているのは、別にオムロンの PR をしたいからではなく、社員に対して、このようなシステムを採用しているオムロンは社外からの評価が高いことをフィードバックし、良いものを持続していくことに対してのモチベーションを高めたいからに他なりません。

私が社外に向かって発信したメッセージがブーメランのように社員に戻ってきて、結果として社員にとっての自信につながれば良いですし、その意味でも当社の社外取締役を 10 年間も務めていただいた富山和彦さんにオムロンのガバナンスの評価についてコメントしていただくことは本当にありがたいです。

また、IR 担当役員の後継ももちろんですが、財務・経理のリテラシーが足りなかったのが社外研修に出しました。コミュニケーションスキルは IR オフィサーの必要条件ですが、今はバリュエーションや ESG も語れなかったら役に立たないからです。そして、優秀な将来の幹部候補生を短期間、IR のチームに入れる。1 年でもいいと思いますが、できれば 2 年ぐらい。そういう努力をしています。そういうものが、CEO も同様ですが、次世代の再生産になるのだ。

そのときに社内のメンバーだけで無理であれば、社外のプロフェッショナルリティの高い人を採用します。松古もその 1 人です。IR に 3 人採用しましたが、1 人はバリュエーションの分かる女性でした。松古はサステナビリティです。もう 1 人はどちらかという IR をやってきましたが、なかなか自分の実力を発揮できないと。外のプロフェッショナルを入れてきて融合するという。

例えば、オムロンの経営の特徴はこんなものだったときに、役員の方が無反応であったと同じように、プロパーで育った社員というのは、自分の会社の強みと課題が分からないです、言ってやらないと。一番いいのは隣の席に他社から来る人がいたら。それでわれわれもここ 3 年ぐらい技術者をもものすごく強引に大量採用しています。それがいい意味

で社内の人材の活性化にもつながりました。一から教育するのはなかなか難しいので、過渡期は外から人を採る。そういうことをやりながら人材の厚みを増やして行って、将来の候補者を捻り出していくというのを意識しています。

それができるのもオムロンの中で IR の機能が非常に重要だという認識があるから、そこに投資しようということになるので、そういう理解がない企業の IR、CSR の担当者は本当に悩んでいます。優秀だったらヘッドハントしますから、その人を活用できます。

所属している企業でなかなか恵まれない IR、CSR の人材っていっぱいいます。その意味では採用し放題です（笑）。

藏本氏： それではマーケット全体の底上げにつながらないのではないですか。

安藤氏： マーケットの底上げにはつながるのではないですか。

大場会長： いやいや、集中してしまう。

安藤氏： 人材を抜かれた企業は、危機感を持ち、再構築するにはコストがかかるということを理解するのです。

私が情報開示や IR の質を向上させるための予算の増額の必要性に言及すると、他企業の IR オフィサーは「経営陣に言えない」と答えることが多くあります。ですから、経営情報開示や IR 活動に対する認識を上げないといけないので、私は人が流動化することは全体の底上げにつながると確信しています。従って、オムロンを退社して転職すれば、それはまたその会社の底上げになりますし、私は穴があれば社内はもちろん他企業からも人材を補充します。

IR や CSR の評価が、売上高や利益額といった単一の評価軸でなくて、人材の再構築コストでちゃんと判断することが肝要です。その人がいなくなったら同等の実力のある人を採用するのにいくらかかかるのかということのを常に認識しておくことです。かつてはオムロンでも相当バトルがありました。人事部長が平然と「売り上げも利益も上げていないのに、なぜボーナスの評価が高いのか」と決めつけたので、私は屈せずに「一緒に CEO の意見を聞きに行こう」とやり返しました。そうすると人事部長は「もう結構です。安藤さんの賞与査定を飲みます」とコメントしました。

藏本氏： 要は CEO をいかにつかむかということですね。

安藤氏： CEO に例えば IR や SDGs の重要性を腑に落ちて理解してもらうのは本当に重要です。CEO が相対するステークホルダーは、お客さまや社員と会うというのが優先されますので。従って、IR に時間を割いてもらったときに、株主ではないけれど CEO に気づきを与えるような相手、すなわち ESG 評価機関やガバナンス関係のコンサルタントとの対話をアレンジすることも CEO との信頼関係が無ければ実現することはできません。CEO から「なぜ訪問するのか」と問われたときに明確な理由や効果を示して納得してもらえなければ、CEO にとって絶好の学びの機会を喪失していることになります。私は「今回は面談してください。満足のいく効果が得られなければ次回から会っていただきません」と言ってチャレンジします。そして、対話の結果が良ければ、次はアカデミアや統合報告を推進する団体のトップとの面談を企画したのです。

IR オフィサー自身が、グローバルな潮流を意識していないと敵的な一手は打てませんし、社外にきちんとした人脈を持っていないと実現できませんので、それはそれで日々の情報収集やインフルエンサーとの関係構築は極めて重要です。

荻原氏： いいですか。

大場会長： どんどん言ってください。

荻原氏： 先ほど社内でエンゲージメントの記録を共有せよというのは、おっしゃるとおりです。われわれはマイルストーン管理という言葉を使っていて、すべての記録を統計のようになっています。

ここで思うことがいくつかあります。どこの会社でもガバナンス、責任投資の担当者、企業調査の担当者、この二つのアナリストがいます。

今回、企業調査部のアナリストに依頼して、自分たちがコミュニケーションをしていく中で、その進捗を記録するようにしています。マイルストーンというのは企業の方々のコミットメントに対して、それがどれぐらい進捗しているか、ということです。

先ほど経営に気づきを与えるような対話という話が出ましたが、具体的にはどういうもの

があるのかなど。この質問の背景は、先ほど ROE とか ROIC とか、いわゆるある意味表面的な株主の価値を高めていこうという議論はすでに出尽くして、特に新しいものも何もなくなっていると思う。

一方で、企業調査のアナリストが話すエンゲージメントというのは、事業に偏っていて、それはエンゲージメントとして意味があるのだろうか。経営の方々と対話をして、投資家が気づきを与えるようなものというはなくなってきたように感じるが、意味のある対話で最新の事例をご教示願いたい。

安藤氏： そうですね。事業に関してはたぶんご指摘のとおりかと思います。ただ、投資家として企業のあるべき姿について具体的なイメージを持っていれば、経営の課題や弱点は指摘できると考えます。例えば日本企業の他社ではこういう管理をやっているけれども、御社も取り入れてみたらどうですかと提案して、次に会うときに何故取り入れなかったのかという点を深堀していくのも良いと思います。

グローバルな経験がある投資家であれば、例えばオムロンは日本企業ですけど、競争相手はドイツのシーメンス、フランスのシュナイデル、あるいはアメリカのロックウェル・オートメーションなので、グローバルな競合企業はこういう企業価値向上の取り組みをすすめていて、このような開示を自発的にやっていますというような情報はものすごく経営の気づきになります。

日本企業の情報開示と IR は、依然として日本スタンダードです。事業の競争相手は海外企業なのに言われたことしかやろうとせず、他社を研究したうえでの自発的開示はあまりありません。こういう情報開示をしたら、あのグローバル企業で評価されたように、そして、日本企業では初めての取り組みなので、極めて効果的なことではないかというような事例はいっぱいあると思います。

荻原氏： 投資家が提案する中で、なるほどと感じられたことはありますか。

安藤氏： そうですね。経営とかマネジメントシステムに関する指摘は、受け手の企業の立場からも示唆に富んでいると感じることが多いです。例えば、当社はチーフマーケティングオフィサーを置いていないけれども、それは置いたほうがいいのではないかと問われたときには、CEO は真剣に置くべきか否かを検討しました。結果として、すぐにチー

マーケティングオフィサーを置くということはありませんでしたが、それに類したことは重いテーマから比較的軽いテーマまでたくさん存在しています。

梶田氏： 今の話、まさに実感としてわかります。実はわれわれパッシブのエンゲージメントにかなりリソースを割くメリットはそこにあります。例えばオムロンさんのように、業界のトップのレベルで ESG が進んでいる会社にもエンゲージメントさせていただきます。そうするといわゆる現在最高水準、ここまで来ていますよ、と把握できる。

一方その水準にない企業さんを底上げするにはエンゲージメントが必要です。対話にいきますと相当課題が見つかる。そうして、例えばオムロンさんの取り組みなどを念頭に置きながら横比較をしてお話すると、かなりすんなり課題認識してもらえます。

そうすると、次に同じようにその水準にいけない企業さん同士が横連携して、うちにも来てくれということにもなることがいま起きています。

ですから、いまおっしゃった、まさに他社事例をうまく使うと底上げをやりやすいなどというのが実感としてあります。

安藤氏： きょうお話しするときにプレゼンテーションのためだったら、資料はせいぜい 10 ページでいいのですが、100 ページ近いフルバージョンをお渡しているのはオムロンの企業価値創造の全体像をお示ししたかったからです。とことんご覧いただいて、例えばこれをオムロンの資料を渡して、「投資先企業に同様の切り口で作成したら何ページぐらいになるのか。オムロンにあって、その企業にない項目、一方でオムロンよりすすんでいる取り組みは何か。それらを次の面談まで教えてください」というエンゲージメントもありではないでしょうか。

実はスチュワードシップ・コードが導入された 2014 年の 2 月の前、2013 年の夏から秋にかけて、いろいろな機関投資家の方からどういうスチュワードシップ活動をしたらいいか全く分からないので教えてほしいということで、個別に 8 社で講演をさせていただいた経験があります。そのときにも同様の資料を渡して、例えばさっき申し上げた三つのレイヤーでどう認識するかということスケルトンにして、これを埋めてくださいと依頼すれば、その企業がどういう理念で経営されているのかがわかります。こういうフォーマットを活用すれば横展開ができます。

出てきた回答に対し、「オムロンという会社ではこんなことを書いている。ではなぜに



御社でこれできていないのか。できていないけれどやるつもりはあるのか」という問いかけをして、企業の強みと課題を洗い出していけば、立派にスチュワードシップ責任を果たしたことになります。

本日のプレゼン資料は、事後投資顧問業協会のホームページで公開していただいても構いませんし、出典さえ明確にいただければ多少加工していただいても構いません。

最後になりますが、議決権行使結果の個別開示がスタートしましたが、私は何のための個別開示なのかが判然としません。極論ですが、経営者の選任にノーと突き付けたら、その株を売らなければいけないのではないですかと問いたい。従って、外形的な判定項目で1個バツだったら反対するのでは、アセットオーナーは満足しないはずです。なぜなら、反対したにもかかわらず、なぜ株を持ち続けているのですかという理由を説明しなければいけなくなるからです。

議決権行使と投資判断に利益相反がないように組織的なファイアウォールを設けるのはいいですが、所詮投資家もトップは1人ですから、きちんと連携をして、例えば面談記録を共有しておいてほしいと考えます。往々にして、議決権行使の担当者は忙しい忙しいと言いますが、それはせいぜい2月後半から6月ぐらいまでで、ほかの8カ月は何をやっているのですかと言いたいのです。

極端なことを言いましたが、議決権行使と投資判断をどういうふうにリンクさせるか。投資家に質問すると、「私は議決権行使の担当で投資判断をしていません」、運用担当者は「議決行使は口を出せません」と答えます。企業側から見ると全くおかしい話です。少なくとも会長、取締役会議長の、あるいはCEOの選任に反対するのだったら株を売らなければ辻褄があいませぬ。

藏本氏： その辺に関しては、安藤さんの視線が私に刺さってきている気がするので、一言だけ申し上げておくと、特にバリューマネージャーにとっては変われば上がる駄目な会社に投資をするというのが一つのコンセプトなので、そういう意味で言うと、株を持った上で反対して相手に気づきを与えるというアプローチもある。

もう一つは、ここは投資顧問業協会なので四半期開示に関する話をちょっとしておきたいと思います。いま有価証券報告書の見直しプロジェクトが進んでいますけれども、MD&Aがキーコンセプトで、社内で社長が見ているタイムホライズンに合った対外開示が必要だというのがプリンシプルだと私は思います。

これは私の推測ですが、対外的に開示できる進捗 KPI をちゃんと定めている会社はそんなにはないのではないかと。それがまさに経営のマネジメントスキルのコアであるにもかかわらずです。そういうのがなくて、社内では某社のように今月の数字をどうつくるのだと社内の営業会議で詰めている社長が、対外的には中長期で株主をみると言われてもそれでは投資家も納得しないでしょう。

オムロンさんみたいないい会社さんに自由度をあげるソフトローアプローチも重要ですが、おいたをする悪い会社に対しハード・ロー・アプローチをうまく組み合わせないと適切なシステムとすることは難しく、四半期開示に関しても同様だと思います。

安藤氏： 議決権行使に関して、投資家は議決権行使の判断と投資判断をきちんとリンクさせてくださいと申し上げましたが、企業側も役割分担があつて、決算説明会の資料をつくっているのが IR のチームで、有価証券報告書は経理、株主招集通知は総務がつくっている企業が依然として多くあります。

実は、私が情報開示実行委員長に就任する 2011 年の 6 月までオムロンもそうでしたが、非財務情報の開示は IR オフィサーの下で一元管理する方式に変更しました。

一般論ですが、IR の資料はものすごくわかりやすいけれど、株主招集通知は白黒で細かな無味乾燥な文章が並んでいる。これだけステークホルダーからのコーポレートガバナンス責任に対する要求水準が上がってくると、組織分担すら変えていかなければいけない時代が来ています。

池尾座長： そろそろ時間になりました。最後に特にお聞きしたいことがあれば。

安藤氏： セルサイドアナリストの役割を何とか改善してください。企業がいくら言っても駄目ですから。エンゲージメントを通じて投資家から企業の経営改善にプラスになるような指摘がほしいというのが期待だとすれば、私はオムロンに関するセルサイドアナリストレポートは全部読んでいますけれど、正直ほとんど参考になりません。

存在意義がないと言っているわけではなく、企業と投資家間の情報の仲介者としては非常に重要なので、もう少し ESG の観点を入れて、半年に 1 回ぐらいはインデプスレポートを書かないならフィー払わないぐらいのことを言ってください。

大場会長： バイサイドに対しても。

安藤氏： 企業が言ったって、セルサイドは「投資家のために書いている」と主張するので、バイサイドからセルサイドアナリストを啓発していただきたいのです。

池尾座長： それでは、議論がようやく佳境に入ってきた感じですが、予定の時間となりましたので、この辺で本日の研究会は終了したいと思います。

この場でのご議論については、こういうことをやっていますと協会のホームページに掲載する予定です。掲載する内容につきましては事前に皆さまにお目通しいただいた上で掲載していくということです。

次回の研究会の開催につきましては、協会事務局より改めてご連絡申し上げます。

本日は誠にありがとうございました。