



2024年6月

エンゲージメント・レポート vol.3

これは当社が実施している投資先企業との対話について、対話事例をご紹介しますエンゲージメント・レポートの第三弾です。当社の投資哲学やアクティブ・オーナーシップ活動へのご理解をより深めていただくとともに、企業の価値向上や持続的成長を焦点とする当社の対話が投資リターンの拡大に繋がっていることを具体的に実感していただく一助となりましたら幸いです。

企業	運輸業
テーマ	株主還元の強化／資本蓄積の抑制
	適切な価格転嫁の実施

対話の目的

当該企業の当時の株価水準は、当社が算出する企業価値と比較して大きく割安な水準にあり、それは上記テーマに起因すると考えた。そのため、これらの課題解消を促進し、「株式市場の評価（株価）」と「当社が算出する企業価値」の乖離を縮小することを対話の目的とした。

当社の課題認識

株主還元の強化／資本蓄積の抑制：過去において、同社はいわゆる安定配当を続けていたため、株主資本が年を追うごとに蓄積し、収益力が直近のピークにあった時点でもROEは8%に届くことはなかった。株式市場からの評価が循環的に高まる局面もあったが、エンゲージメントを開始した時点の割安状態が解消されるためには、株主還元の強化と資本蓄積の抑制が必要であると当社では考えた。

適切な価格転嫁の実施：短期的にはコスト増に対する価格転嫁の遅れからピーク時よりもマージンは低い水準にあったことに加え、中長期的には将来に向けた諸コスト上昇も株式市場では懸念されていた。そのため、コスト増に合わせた適切な価格転嫁を実施することで適正マージンを確保し、取引先だけでなく、従業員や株主も含めて付加価値をバランスよく分配することが望ましいと当社では考えた。



株価パフォーマンスおよび各種データ



<各種データ>		
	2022年6月末	2024年4月末
当社が算出する		
企業価値	100	118
株価	53	103
PBR	0.46倍	0.83
TOPIX		
PBR	1.15倍	1.51

出所：Bloomberg

※当社が算出する企業価値および株価は、2022年6月末時点の適正株価を100とした場合のそれぞれの相対値を示しています

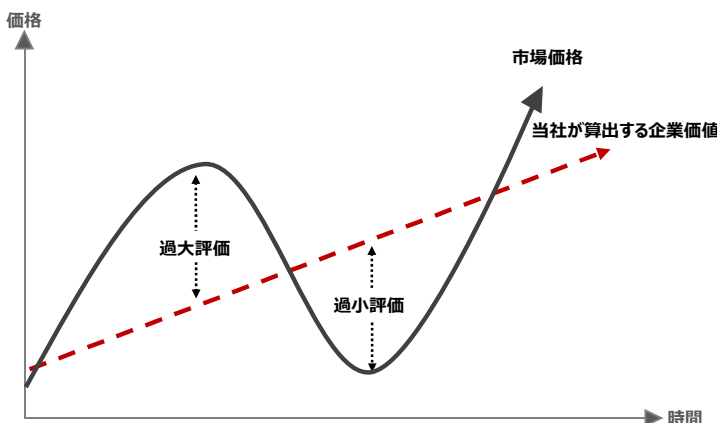
エンゲージメントにおける2つの目的

目的1：割安の源泉（過小評価）の解消

当社は当社が算出する企業価値と比較して、株式市場での価値評価が割安である企業に投資します。では、どうして株価が割安となるのか。それは、当社が企業価値に中長期的な収益力を織り込んでいるのに対し、株式市場が目先の業績に注目しがちであること、資本政策やガバナンスの変化も十分には織り込んでいないことがあること等が理由だと考えています。このように、**当社の企業価値と株式市場の評価が乖離する原因を「割安の源泉」と**呼んでいます。そして、「**割安の源泉**」が解消されれば、**株式市場の評価は当社が算出する企業価値に近づいていく**と考えられます。

目的2：当社が算出する企業価値の増価

当社は、ファンダメンタルズ分析に基づいて企業価値を算出しています。例えば、ある企業に対して、必要以上に現預金を積み上げて有効な投資や株主還元を行わない可能性が高いため、中長期的にROEが低下すると予想しています。しかし、企業が最適な財務レバレッジを勘案して経営計画を策定・実行した場合には、バランスシートや収益性の変化を通じてROEが上昇し、当社が算出する企業価値が高まることも考えられます。以上のような、**企業が自らの企業価値を高める行動につながるエンゲージメントを「当社が算出する企業価値の増価」と**呼んでいます。





エンゲージメントの経緯



①問題意識の共有（2022年6月）

- ・同業他社と比較して収益力をどのように認識しているか
- ・当社としては株主還元を強化する余地があると考えているが、その点についてはどのように認識しているか。DOEの採用についてはどう考えるか

- ・他社比較では、収益力で劣るケースと収益力では見劣りしないながらも事業資産回転率では劣るケースの2種類があると認識している
- ・株主還元については低収益からの改善が必要と認識している。また、将来の環境関連投資を考えれば、見た目ほどキャッシュリッチではないと認識している

- ・当社としても収益力にも課題を感じているが、キャッシュ創出力にも改善の余地があると考えている。バランスシートや事業資産回転率の改善に意識があるのであれば、現在は決算説明会資料に入れてほしい。現在は記載がないので。
- ・環境関連投資に関しては2030年の想定をバランスシートに落とし込んで説明すれば議論が先に進むのではないかと考えている。また、サステナビリティ債の発行を含む他人資本活用を通じたリスク分散も考えてはどうか



②前回から継続した対話（2022年11月）

- ・収益力改善に対する取組みや進捗はどうか。各ステイクホルダーに対してリターンを分配できているか
- ・今後の環境関連投資を含めた将来的にあるべきバランスシートに関する検討はどうか。（当社の業績予想シートを見せながら）当社としては10年後のバランスシートをこのように予想している

- ・リーマンショック時に起きた値引き競争の影響が残っており、取引先に対する価格転嫁が遅れている。適正価格への変更に取り組んでいる
- ・環境対応を施した次世代ハードウェアはコストがかかると認識している。一方で、財務リスクをカバーするのは厚い自己資本だけではないとも認識している

③株主還元ならびに株主資本の水準についての対話（2023年3月）

この対話に先んじて行われた2023年2月の会社説明会で、自社株買の実施とDOEの採用という株主還元強化策が会社から公表されている

- ・DOEの数値を導き出した前提と採用に至った背景を教えて欲しい
- ・今後のROEを引き上げるための考え方はどのようなものか
- ・利益率や事業資産回転率の引き上げが順調に進まない場合の株主資本比率や守りたい格付けについての考え方は

- ・DOEの水準は株式市場におけるROEと配当性向の分布を参考に決定した。当社の現状のROEは市場平均を下回るが、株主還元においては先行して市場平均のROE水準を採用した
- ・ROEについては相対的に収益率や資産回転率が高い新規事業への注力による改善を考えている
- ・現在の株主資本比率は高すぎると認識している。比率が多少低下することは考慮に入れている。

会社側のスタンスの変化を認識

- ・DOEの採用や株主資本比率についての考え方を伺い、資本政策に変化が出てきていると認識している
- ・2024年3月期からの新中期経営計画では、今回の説明に加えて、バランスシートに対する考え方も加えていただきたい。例えば、キャッシュ・コンバージョン・サイクル等についても考えを深めて欲しい



④株主還元ならびに価格転嫁への取組みに関する対話（2023年9月）

この対話に先んじて行われた2023年6月の新中期経営計画説明会で、DOEのさらなる引き上げが公表されたことに加えて、価格転嫁においては「消費者物価指数を意識」する旨の文言等が挿入された

- ・株主還元の拡充に加えて、今後の自己資本比率の水準に関する目安等のバランスシートにも言及していただき、感謝している
- ・また、当社がこれまで求めてきた価格転嫁に関する具体的な情報開示を行っていただいたが、「消費者物価指数」「将来における事業のサステナビリティ」「適正賃金の収受」等は業界全体のサステナビリティを高めるものと評価している
- ・今後も価格転嫁への継続的な取組みをお願いしたい。

- ・将来的にサービス提供が出来なくなることを回避し、継続的かつ安定的にサービスを提供していくために、上昇したコストについては適正に転嫁していく
- ・当社が高い競争力を有する分野では特に価格転嫁注力する
- ・従業員や外注先への還元も行い、業界のサステナビリティを高めていきたい

次の課題解決に向けて

収益力ならびに株主還元への会社側の低い意識から、当社の同社に対する議決権行使では剰余金処分案に反対するケースが多かったが、2023年における株主還元強化策を境に別の企業になったように感じている。しかも、単純な株主還元強化策ではなく、目標ROEやバランスシートと連動した中での株主配当の引き上げであるため、その持続性に対する信頼性は高いと評価している。

とはいえ、課題が全て解決したわけではない。会社側には次の目標として「ROICの考え方の導入」がある模様だが、この点に対する開示もお願いしていきたい。また、当社ではこれまでも事業資産回転率と事業負債回転率のギャップによる資金負担が生じている点（キャッシュ・コンバージョン・サイクル等）を指摘してきたが、この点についても今後の投資価値に影響を与えうる要因と考えている。こうした点についても意見交換・ディスカッションに積極的に対応して頂いた同社には感謝を申し上げます。

※本資料は当社のエンゲージメント活動に関連した情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。
また、個別銘柄および株式市場全般の推奨や株価動向の上昇もしくは下落を示唆するものではありません。

【問い合わせ先】

SOMPOアセットマネジメント株式会社 責任投資部 snam_rio@sompo-am.co.jp
TEL 03-5290-3400（代表）（受付時間：平日※の午前9時～午後5時）
※土曜、日曜、祝日、振替休日、国民の休日を除いた日