

2024年8月

エンゲージメント・レポート vol.4

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、対話事例をご紹介するエンゲージメント・レポートの第四弾です。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頂くとともに、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頂く一助となりましたら幸いです。

企業	機械メーカー
テーマ	株主還元における予見性の改善
	事業ポートフォリオ整理および情報開示の改善

対話の目的

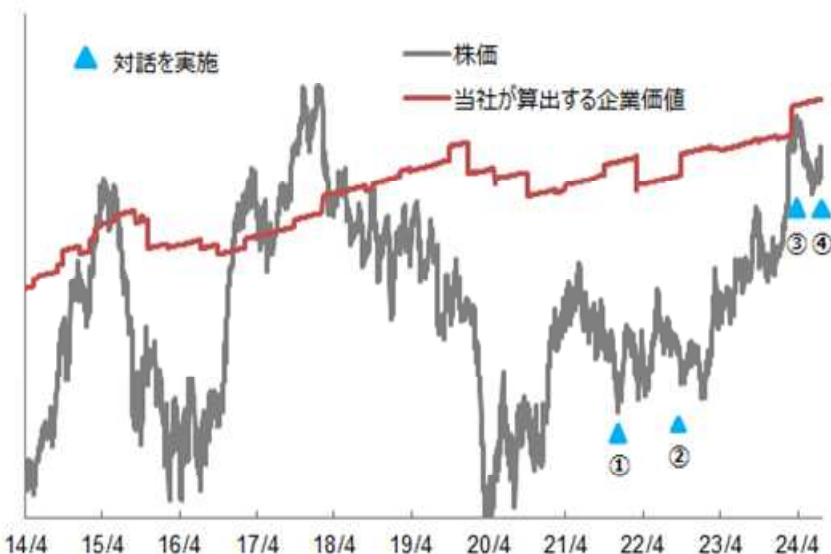
当該企業の当時の株価水準は、当社が算出する企業価値と比較して大きく割安な水準にあり、それは上記テーマに起因すると考えた。そのため、これらの課題解消を促進し、「株式市場の評価（株価）」と「当社が算出する企業価値」の乖離を縮小することを対話の目的とした。

当社の課題認識

株主還元における予見性の改善：当該企業が属する業界は景気との連動性が高く、業績のボラティリティも高い傾向にある。そのような特性を持つ当該企業だが、株主還元目標を配当性向に定めた過去の中期経営計画において、事前には株主還元強化の意向を示していたにもかかわらず、事後的には配当性向の目標数字を単純に適用して減配を行ったことがある。そのことで低下した株式市場からの信認を株主還元の予見性を改善させることを通して回復することが、割安の源泉の解消につながると当社では考えている。

事業ポートフォリオ整理および情報開示の改善：非常に多岐にわたる事業を行っている反面、一部の事業説明会を除いて、事業ごとの収益性や競争優位性等についての今後の投資計画や成長性等に関する情報開示が不足している。そのため、今後の事業ポートフォリオの整理やその内容・方針についての情報開示を通して株式市場からの当該企業への理解度を高めることが、割安の源泉の解消につながると当社では考えている。

株価パフォーマンスおよび各種データ



<各種データ>

	2021年12月末	2024年7月末
当社が算出する		
企業価値	100	114
株価	64	94
実績PBR	0.65倍	0.78倍
実績ROE	5.5%	5.3%
実績DOE	1.6%	2.4%
TOPIX		
実績PBR	1.31倍	1.46倍

出所：Bloomberg

PBR：株価自己資本倍率
ROE：自己資本利益率
DOE：自己資本配当率

※当社が算出する企業価値および株価は、2021年12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。

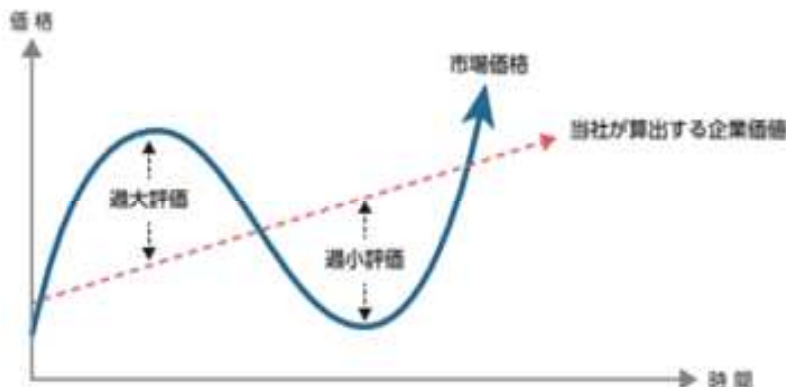
エンゲージメントにおける2つの目的

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、なぜ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ます。ここに、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ために将来ROEが低下する、と予想している企業があるとします。しかし、当該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将来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。このように、当社のエンゲージメントの目的は**企業が自社の企業価値を高める行動を選択することであり、その結果として「当社が算出する企業価値も増価」**することにあります。



エンゲージメントの経緯

①問題意識の共有（2021年12月）

当社

前回の中期経営計画では**株主還元強化**を掲げていながら、**減益局面**で定めていた**配当性向水準**を単純に適用して**減配**し、**株式市場がネガティブな反応**を引き起こしたことがある。

今回の中期経営計画では**配当性向**の引き上げを行った。そこは好印象をもったが、**DOE**は採用に至っていない。**DOE**は**短期業績**ではなく**株主資本を元に配当金額**を定めるので、**配当に対する予見性をより高める指標**であると当社では考えている。

ROEと配当性向の目標値を設定している以上、DOEの目標を決めているに等しいことは当然理解している。一方で、**中期的にターゲットとすることのハードル等への懸念**もあり、**社内での議論はまとまらなかった**。

企業
当社

現状見通せる利益水準や株価バリュエーションを時価総額と比べてみても、**株価は割安な水準**にあると認識している。何が要因と考えているか。

景気動向はあるだろう。また、**事業ポートフォリオ**ならびにそれに関する情報開示も要因だと考えている。なかでも、**事業ポートフォリオの整理**が最大の課題だろう。

企業
当社

直近の**統合報告書**でも、**事業ポートフォリオ**については**社外取締役も指摘**していた。より**社内の議論がクリア**になれば、**中期経営計画期間中**であっても**ブラッシュアップ**したもので**アップデート**するのも**方策**ではないか。

② 前回から継続した対話（2022年6月）

当社

今は配当性向目標を立てていると認識しているが、以前には単純に短期業績と配当をリンクさせて減配したこともある。中期的な考え方について、もう少し詳しく説明して欲しい。

同業他社比で財務体質は堅固であると当社では分析している。その反面、現状の配当性向目標は決して高くはない。この2つを組み合わせると、**資本の蓄積が大きいために将来のROEが上昇しにくいように思える**のだが。

新中期経営計画の最終年度に向けて、配当性向目標を引き上げていく。中期的には安定的、**長期的に株式を保有してもらうのに適した還元方法を考える**。

現状は、経済環境に合わせて業績が振れる状態にある。もう少し安定的に収益を生み出す事業を作り出さないといけない。**新しいセグメント単位での方向性が定まってくれば資本政策を見直したい**。

企業

当社

ROIC（投下資本利益率） 経営を標榜しつつも、事業ごとのROICの開示がない。他の業界では、そのような開示例もあるが、開示についての考え方は。

事業の括り方について整理中である。**今回の新セグメントは同じような性格の業種を集めることが出来たのではない**か。競合関係も含めて開示を考えていきたい。

企業

③ 株主還元ならびに低バリュエーションについての対話（2024年3月）

2024年2月の新中期経営計画説明会で、ポートフォリオ管理の高度化、ROIC目標、キャッシュアロケーション、株主還元強化等が発表されている

当社

これまでお願いしてきた**DOEの採用**については感謝を申し上げたい。今回の中期経営計画では**どのようにコングロマリットを解消するのか**。解消に向けた投資方針はどのように考えればよいか

中期経営計画の最終年度では、ROEが未達でもDOE目標は達成したい。**DOE目標は今中期経営計画に限らず、長期目線で維持したい**。

これまで行ってきた事業別のROIC管理を社外にも開示することで、社外からの企業価値判断の透明性が高まると考えている。**投資方針では、2030年度のROIC目標を達成するかどうかを重要視している**。

企業

当社

実績ROEの平均が資本コストを上回っているにもかかわらず低バリュエーションと認識している。成長性が評価されていないからではないか。

ご指摘の通り、成長性をうまく説明できていなかったことが低バリュエーションの原因と考えている。説得力のある成長力戦略の提示とROIC目標達成の実績を出していきたい。ROICは役員報酬のKPIにも採用しており、経営陣の意識を高めていく。

企業

④ 新中期経営計画に対する株式市場の反応に関する対話（2024年6月）

当社

新中期経営計画は意欲的な内容だと評価しているが、足もとの株価は軟調に推移している。低調な短期受注実績をカバーする中期的な施策が不透明と評価されているのではないか。

重点投資分野が複数のセグメントに点在している。これらの収益性、成長性を含め、開示を分かりやすくする必要があるのでないか。

中期計画に対する重点投資分野の利益寄与等については、今後、説明できるように固めていきたい。

投資家からはスピード感についての指摘を受けることも認識しているのでなるべく早いスピードで指摘された点の改善を進めていきたい。

企業

課題解決に向けた取組の継続

2024年2月に発表された新中期経営計画について、当社では意欲的な内容と考えており、なかでも、株主還元の予見性を高めるDOEの採用を評価している。一方、株式市場も一定のポジティブな評価を当該企業の計画に与えたと考えており、それが2024年前半に「株価」と「当社が算出する企業価値」が乖離を縮めた（2ページのグラフを参照）源泉であると分析している。

しかし、その後再び「株価」と「当社が算出する企業価値」の差がやや拡大しているが、投資家（＝株価）の信頼が定まらない要因は中期経営計画に対する説明不足にあると考えている。株式市場の特性を考えれば「投資家が納得する実績」を出すことも必要条件の一つと認識しているが、会社側にできる自助努力策として、より分かりやすい説明をなるべく早く開示していただきたいと考えている。会社側に対しては、これまでも当社の要望等を受け入れていただき感謝している部分も多い。今後も課題解決に向けた取組を継続して行うことを期待している。

※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