

2025年1月

## エンゲージメント・レポート vol.5

これはSOMPOアセットマネジメント（以下、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・レポートの第五弾です。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	運輸業界に属する企業
これまでに対話した 主な内容	議決権行使結果／基準
	政策保有株

### 対話の目的

近年、下記のような事項について、プロアクティブに対話の機会を設ける企業が増えている。

- ・自社の事業や経営方針に対する投資家の理解を深めること
- ・コーポレートガバナンスや議決権行使判断について投資家と意見交換を行うこと
- ・非財務情報等に対して投資家が求める情報開示の目的や内容等に関する情報収集を行うこと

当社では、このような意識を持って当社に定期的に対話を申し出てくださる企業とも継続してエンゲージメントを行ってきた。今回はこれに該当する企業とのエンゲージメント活動を紹介する。

この活動はスチュワードシップ・コードが求める「当該企業の状況を的確に把握すべきである」「投資先企業と認識共有を図るとともに、問題の改善に努める出来である」等の要請に応える意義のある活動だと位置付けている。今後もこのような対話にも積極的に取り組んでいきたい。

### 当社の課題認識

**議決権行使に対する当社の体制等についての浸透**：担当アナリストがファンダメンタルズリサーチ、議決権行為判断、エンゲージメントを「三位一体」で行う体制を取っている機関投資家は多くはない。この体制下で議決権を行使しているため、当社の賛否には個々の企業特有の状況やファンダメンタルズを十分に考慮できていることを企業にお伝えする必要があると考えている。

**政策保有株に対する企業と投資家の考え方の相違**：当該企業は相応の規模の政策保有株を保有しており、期中に買い増し等を行うケースも散見される。そのため、政策保有株と企業価値等との関係について当該企業と当社の間で考え方が異なっていること、政策保有株に関する問題点を投資家としてどのように考慮しているか等について、企業と対話する必要があると考えている。

## 株価パフォーマンスおよび各種データ



### <各種データ>

	2021年3月末	2024年12月末
当社が算出する		
企業価値	100	96.81287
株価	74	121
実績PBR	1.05倍	1.67倍
実績ROE	-	0.069912
実績DOE	0.013875	0.018785
TOPIX		
実績PBR	1.43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3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。

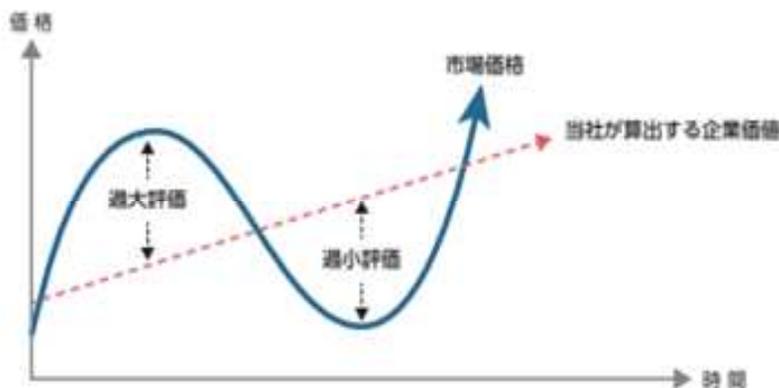
## エンゲージメントにおける2つの目的

### 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前年秋に開催されたESGミーティング後の対話（2021年3月）

当社

2050年カーボンゼロについて。フォアキャストとバックキャストのバランスや技術的ブレイクスルーについての考え方は

フォアキャスト3割、バックキャスト7割のイメージである。CO2フリー水素には技術的ブレイクスルーが必要だろう

企業

当社

TCFDにおける「機会」やインターナル・カーボンプライシングについての考え方は

ともに課題だが、前者については今後追加すべき事項があれば追加していく。後者については現時点では導入を考えていない

企業

当社

**サステナビリティボンド**について。コストや投資家層について、従来の社債との違いをどう評価しているか

満足できる額を起債できたので、コストに見合ったリターンはあった。資金用途を投資家に伝えていく必要があるが、客観的に確認できる指標が重要だろう。普通の社債に比べて、投資家層が広い実感はある

企業

当社

**政策保有株**について。「銘柄ごとに現状と目的、効果を社外取締役の方々に説明して議論してもらっている」ということだが、**議論の内容を公開できる事例はあるか**

そのような開示ができる事例はない

企業

当社

リスクマネジメントについて。主力事業とそれ以外の事業で注意を払っている点は何か。議論を主導するのは誰か

リスクマネジメント全般については、社内外の取締役から提言が行われている。主力事業では、過去の経験を踏まえた変更点が追加されている。主力以外の事業やIT分野では、中途採用を進めている

企業

## ② 企業側資料を元に、議決権行使基準を中心とした対話（2021年12月）

企業側資料では、「業績」「ESG経営について」「中長期的な企業価値向上を支えるガバナンス」等の説明が行われた。また、前回まで未作成であったスキルマトリックスのページが追加された。

当社

ポストCOVID-19コロナの事業の方向性について社外取締役はどのような議論をしているのか

主力事業やそれ以外の事業に対して何か異論が出ているということはない。主力事業に関連した技術を知財化し、新ビジネスにつなげてはどうかという意見はいただいている

企業

議決権行使専任者はいるのか

企業

当社

担当アナリストが議決権行使の賛否を判断する体制になっており、議決権行使専任者はいない。担当アナリストは、ファンダメンタルズリサーチ分析、議決権行使判断、エンゲージメントの実施をシームレスに行う「三位一体」の運用体制となっている

気候変動への対応等に関連して、プライム企業用に行使基準を設定することは考えているか

企業

当社

基本的にユニバース企業のほとんどがプライム企業なので、プライム企業用に行使基準を設定することは考えていない。気候変動については、ESG面での対応が企業価値にネガティブな影響を与えると判断される場合は反対票を投じる可能性がある

1名の取締役に対して反対した理由を教えてください

企業

当社

当該候補者の出身母体の関係である。出身母体全体と企業全体の関係を重視しており、当該候補者本人が在職中に御社と関係がなかった場合でも原則反対する

### ③ 前対話以降の変更点、議決権行使基準等を中心とした対話（2022年12月）

企業側資料では、主な変更点・新たな取組として、1名の社外取締役が投資家・アナリスト向けラウンドミーティングに初めて登壇したこと、株主との対話を通じて得られた意見の取締役会への報告、知財や人権についての取組等が紹介された。

当社

政策保有株と地方創生との関係性についての考え方を教えていただきたい。これらの企業の株式を保有することでどのような利点が発生しているか。また、時間軸についても確認したい

経済交流や地方創生の取り組みにおいて、より効果的な連携と実証実験を行なうために、これらの企業の株式を保有するという判断を行った。政策保有株の検証は毎年行っているが、縮減目標の開示は相手先もあり、難しいと認識している

企業

当社

持ち合い先が御社の株式を売却したいと言ってきた場合、どのような対応をしているか

最終的には売却に応じている。ただし、売却の相談を受けた部署で政策保有株の理解が十分でなく、過去にはお断りしたケースもあったと認識している。

企業

剰余金処分案での ROE 基準は業種関係なく一律適用か

企業

当社

業種関係なく一律適用である。ただし、バランスシートの状況やクレジットリスク等の企業のサステナビリティを考慮して、実勢に則した判断を行っている（ROE等が規準未満でも賛成することがある）

### ④ 前対話以降の変更点、人材投資等を中心とした対話（2023年12月）

企業側資料では、主な変更点・新たな取組として、新たに設定された中期経営計画に関連した数値、マテリアリティの明確化、スキルマトリックスの充実化、人材関連での新たな取組ならびに情報開示の充実化等が紹介された。

当社

スキルマトリックスで「法務」を追加した理由教えて欲しい。また、監査等委員以外に「法務」スキルを有する取締役がない現状についての対応策はあるか

コンプライアンスリスクマネジメントから企業法務を独立した項目とし、法務の重要性を反映させた。将来的に取締役会に法務スキルを持つ人材を加えることを検討している

企業

**当社**

政策保有株の拡大についての社外取締役の反応はどのようなものか。また、いくつかの企業の政策保有株を売却したことに対する社外取締役の反応は

社外取締役などから「シナジーや収益を説明できない保有は減らすべき」という意見が出ている。また、売却企業については、政策保有株式を保有することについての検証過程で議論している

**企業**
**当社**

リスクリングの取り組み状況について教えて欲しい。また、現在のリスクリングの取り組みは、社員の自主性に依存しているのか

社内では10年以上前から公募制が定着しており、成長分野やシステム分野への人材転換を進めている。リスクリングについては、社員の自主性だけでなく、事業ポートフォリオに基づき成長分野やシステム分野への受け皿を設けるなどの計画的対応も行っている

**企業**

私個人としては、御社は日本で最もリスクリングで成果を上げている企業の1社だと評価している

有難い言葉をいただいた。経営陣に報告しておく

### ⑤「資本コストや株価を意識した経営」、不祥事等を中心とした対話（2024年12月）

企業側資料では、主な変更点・新たな取組として、「資本コストや株価を意識した経営」に向けた対応の開示、スキルマトリックスの改訂、社外取締役への情報提供の充実化、株主総会招集通知記載の充実化等が紹介された。

**当社**

説明資料によると、政策保有株の企業数が増えている。新規取得や買い増しを行った経緯・要因を教えて欲しい

新規取得と買い増しについては、いずれも事業連携や協業の強化が目的である

**企業**
**当社**

御社の末端社員にまで株式売却の重要性が浸透していることを情報開示資料の記載に加えることは可能か

現在は営業担当者から株式売却の相談が本部に必ず届く仕組みがあり、全社的に理解を深める取り組みを行っている。政策保有株に対する社内の意識は変わってきているが、外部の人には伝わっていないことは経営陣にも伝えたい

**企業**

当社

資本コストを事業部や社員にどのように浸透させる計画か教えて欲しい

現状資本コストの説明や浸透は進んでおらず、まずはROAに注力しており、資本コストは今後の課題と認識している

ROA改善のための現場での取り組みの具体例を統合報告書に記載して欲しい

そういったことも検討していきたい

企業

今回はグループ企業で不祥事が発生したことを申し訳なく思っている。次回の株主総会での対応予定を聞くことは可能だろうか

企業

当社

当社では、不祥事については、企業価値への影響、社会的な影響度、事後処理等をチェックポイントとしている。その観点から、今回は株主総会で何かしらの議案に反対するには至らない可能性が高いと考えている

ただし、御社にはリーダーとして業界を牽引して欲しいと思っているので、非常に残念である。また、今回はグループ企業で発生した不祥事なので、他のセグメントで同様の事例がないか、しっかりと確認して欲しいと思っている

それについては同様の認識を持っている。不祥事が発生したセグメントを含めて、全社的に体制等の見直し等を行うことを指示している

企業

## 企業との対話を経て見えて来たもの

以上のように、当該企業とは5年連続で非財務情報等に関する対話を継続してきた。企業の取組や関心も年を経るごとに変化しており、初年度に対話したTCFDについては当該企業の取組が進展したために話題の中心から外れる一方で、人的資本への注目とともに人材への取組に関心が移っている様子が分かる。また、企業側からの当社の議決権行使基準に関する質問でも、当社の基本方針を理解していただけのためか、方針や体制に関する質問から個別具体的なことに対話の内容は移行している。

このようなエンゲージメントの変遷の中で、政策保有株に関する見解の擦り合わせはなかなか進展していないように当社では受け止めている。企業の課題や取組は尽きることがないので、次年度にはまた新たな話題が浮上している可能性はあるが、政策保有株に関する対話は粘り強く継続していきたいと考えている。

※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](mailto: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