

2025年5月

エンゲージメント・レポート vol.6

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・レポートの第六弾です。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	食品業界に属する企業
テーマ	低水準に留まっている株主還元 バランスシートに関する説明の強化

対話の目的

当該企業の当時の株価水準は、当社が算出する投資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「当社が算出する投資価値」の乖離を縮小することを対話の目的とした。また、対話について、通常のIR面談の他に、多様な形態で実施した。

当社の課題認識

低水準に留まっている株主還元：当該企業は以前は財務体質に余裕が乏しかったが、ヒット商品の貢献や収益性改善の取組の成果からバランスシートが改善傾向にある。しかしながら、低い配当性向の状態を継続しており、株主還元が不十分であるように当社では評価していた。そのため、自社株買いや増配を通じた株主還元の水準引き上げを行うことが割安の源泉を解消することにつながると当社では考えている。

バランスシートに関する説明の強化：上述のように収益性が改善する一方で低い水準の株主還元が継続したことに加え、資産売却により株主資本が大きく積み上がったことにより、10%台にまで改善したROEが維持できないことが想定された。将来のバランスシート、特に貸方について会社が考えるべき資本と負債のバランスを示すことはROE悪化懸念の払拭や株主還元の期待の向上に繋がり、割安源泉の解消に繋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3月末	2025年4月末
当社が算出する		
企業価値	100	145
株価	99	116
実績PBR	1.44倍	1.03倍
実績ROE	9.4%	6.6%
実績DOE	1.7%	2.7%
TOPIX		
実績PBR	1.43倍	1.35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

※当社が算出する投資価値および株価は、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。

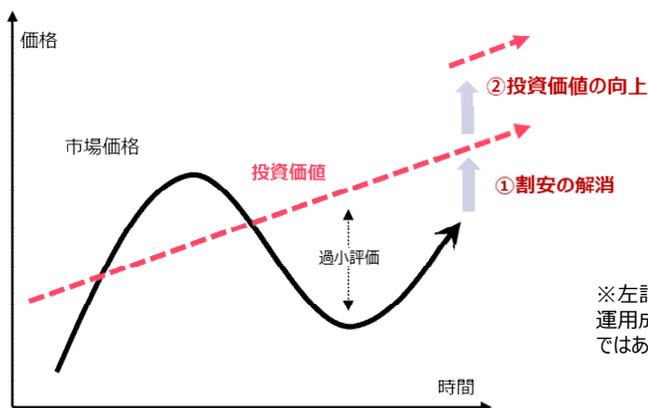
エンゲージメントにおける2つの目的

目的1：割安の源泉（過小評価）の解消

当社は、当社が算出する投資価値と比較して、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。それは当社が投資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、**当社の投資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投資価値に近づいていく**と考えられます。

目的2：当社が算出する投資価値の増価

当社は、ファンダメンタルズ分析に基づいて投資価値を算出します。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、当社が算出する投資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「当社が算出する投資価値も増価」**することにあります。



※左記はあくまでイメージであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

エンゲージメントの経緯

①株主総会議案の確認と課題認識の共有（2023年6月）

当社

株主総会の議案について確認したい。今回の取締役選任議案では社内取締役が増員されることになっている。当社のガイドラインでは、**合理的な理由がない増員は反対**することになっている。

全社に占める海外部門の利益貢献が急速に高まっており、**海外事業に豊富な知見を有する社内取締役を登用**することにした。

企業

当社

スキルマップを見ると、社内取締役で「グローバル」にドットが付いている取締役が他にもいるが。

海外事業の拡大を図るためには、当該取締役の他に**海外事業への高い専門性を有する人材が必要**であると判断した。当該選任者は海外子会社での代表経験や単体での海外本部長の経験がある。

企業

※企業側の説明を受け、当該議案には賛成票を投じている。

当社

中計期間3か年の**投資**について伺いたい。過去対比で大きな投資計画になっているが、本当に売上に繋がるのか？**過去、長期間にわたり趨勢的に資産回転率が低下していることを踏まえると、収益に繋がらない懸念**がある。

工場が老朽化する一方、過去はバランスシートも悪いために投資できなかったが、**ようやく更新投資が出来てきたという背景があり、回転率は悪化**した。一方で、**資産当たり利益は上昇**している。計画では成長分野や海外についての投資も含まれており、それらは規律をもった投資を行う予定である。

企業

当社

投資規律については甘い印象がある。また、使いきれなかった投資枠は還元にあわす等の**何らかの基準を開示してもよいのではないか**。

前向きに検討したい。

企業

② IR取材とキャッシュアロケーションに関する対話（2023年12月）
当社

総資産に対し、現預金の保有が過大だと考えている。現状、PBRが1倍を割れているが、保有現預金の範囲内での自己株式取得でPBR1倍の達成も机上では可能である。過大にある手元資金の活用方法を明確にすべきではないか？

本社建替えも予定されており、現状キャッシュが潤沢にある会社と考えていない。投資は基本的に中計で公表している内容から変更はない。

企業
当社

会社目標であるROE10%達成のためにはある程度の純利益を積み上げる必要があるが、現計画の投資でそれを充たすリターンが確保できるのか。

成長投資で利益を積み上げ、ROE10%を目指すのが基本方針である。とは言え、株主還元も考えていない訳ではない。

企業
③ 当該企業からの依頼による株主総会議案に特化した対話（2024年4月）
当社

今年度の株主総会での議案については、当社としては問題となる事象はないものと考えている。ただし、諸事情から純資産が積み上がっているため、ROEやDOEのハードルが高くなっていることはお伝えしたい。今後は、適正なキャッシュ水準や負債と自己資本の比率、目指す格付け等についても開示して欲しい。

次回の決算説明会ではバランスシートに関する何らかの方針を発表する。

企業
当社

社外取締役の多様性については各方面で関心が高まっており、当社でも求めていきたいと考えている。その中では、在籍年数の多様性も必要だと考え、企業のみなさまにお伝えしている。極端な例えだが、全員が一年目であれば社外取締役の監督機能も落ちるだろう。

その点についてはあまり議論をしていなかった。考慮に入れることを検討したい。

企業

④ 情報開示が改善した後の対話（2024年6月）

当社

株主総会議案については当初考えた通り、全議案に対して賛成票を投じた。

株主総会については承知した。

企業
当社

先般の説明会では資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を発表いただいたが、特にネットD/Eレシオを通じて**会社が考える理想の資本と負債の比率を提示したことで、将来の株主還元に対する信頼感が高まった**。会社として収益力・効率性向上に向けて着実に前進していると認識している。

会社は**保守的だった時代から、明確に変わった**。ただ、まだまだ保守的な人間が多い。**株式市場に対する社内の理解が乏しいのでIRが啓蒙活動を行っている**。それと共に、従業員に株式を報酬として与えている。これらの活動から、利益額ではない効率性への意識が高まっている。

企業
当社

より資本市場を意識した経営になっており、それが実際に数値として出てきはじめてと実感している。

⑤当該企業からの依頼による統合報告書に特化した対話（2024年12月）

当社

当社からの主なメッセージは以下の通り。

- ・**人的資本について**。人的資本についてトップダウン的な事は理解できた。長期ビジョンの折り返し地点という事で、各ビジョンの達成した事と今後の課題を記載していただいているが、そこに人材を絡めた内容があればなお良かった。
- ・**トップのコメント**。分かりやすい内容になっており、親しみやすい人柄が出ている。
- ・**社外取締役座談会が率直な内容**になっており、社外取締役の経営への関与やどのような問題意識を有しているかという点についての理解が進んだ。
- ・**重要技術・知財と価値創造ストーリーとの関係**。歴史と現状についての理解が進んだ。その将来的な広がりや想起出来るような内容や表現方法があればなお良かった。

ご指摘は社内に持ち帰って検討する。また、**機会があれば、弊社取締役や本部長層向けにご講演いただき、対話を行いたい**と考えている。例えば、これからの当社への期待、日本の食品企業全体の今後の成長性に関する見解、投資家が期待する情報開示等について、対話を行いたい。

企業

⑥当社から当該企業の経営陣に向けた投資価値分析に関する対話（2025年3月）

当社

当社の日本株運用におけるリサーチ、投資判断等について説明した上で、

- ・**日本の食品業界に対する見方**
- ・**当該企業に対する見方**

の2点について、株式市場が下している評価と中長期投資家である当社の評価を切り分ける形で、当社の見解を披露した。

海外及び成長領域が、当社の低い成長期待改善のドライバーになり得るとの見解をいただいたが、**どのような開示があれば、成長が業績予想に織り込まれ、期待を高めることができるのか？**

当社

成長領域について、関連する市場の環境及び成長性について触れるのは大前提である。そのうえで、**ファクトを伴った厳密な効果効能等が分かるような内容**があれば良い。また、経済状況や価格等の外部要因と内部要因を切り分け、内部要因について何らかのKPIを設定したうえで、**その進捗を継続的に開示**することが大事だと思う。

貴社からのメッセージのなかで、我々が属する業界の競争環境は非常に厳しいとの指摘をいただいたが、**収益性を高める方策として、他の業界の売上構成比を拡大させることもあり得ると理解して良いか。**

企業

企業

当社

収益性向上の方策としては、①現在の主力領域よりも**高収益業種の割合を増やす**、②**低収益業種の中でもポジショニングを引き上げる**等が考えられる。業種ミックスを変えることが収益性向上に繋がる可能性はあるが、その中でもポジショニングも重要になると考えている。

IRとしてどのような事を開示もしくはアピールすれば良いのか。

企業
当社

まずは自社の価値を把握したうえで、**市場との認識ギャップがあると思われる点を洗い出し、そのギャップを解消させることが肝要だ**と考える。

本日は貴重なご講演や対話、準備も含めて誠にありがとうございました。今後も継続的な対話をお願いしたい。

企業

さまざまな形態の対話を行うためには

以上のように、当該企業とは、「株主総会議案に特化した対話」「統合報告書に特化した対話」「当社と当該企業の経営陣の投資価値に関する対話」等の様々な形態による対話を行ってきた。これには当社からの依頼もあれば、当該企業からご依頼いただいたものもあり、当社と当該企業間で「建設的な対話」を行う準備が双方で整っているからこそその関係だと考えている。

また、これらの対話の他に、ここでは記載を省いたファンダメンタルズリサーチに関する対話も行っているが、これらすべての当社のメインスピーカーは当該企業ならびに業界の担当アナリストであり、当社が標榜している「「ファンダメンタルズリサーチ」「議決権行使」「投資先企業とのエンゲージメント」を三位一体で行う」ことが実践できていることをご紹介できたものと思う。実際には、対話の形式によって日本株式グループリーダー、日本株式シニアアナリスト、責任投資部リード・エンゲージメント・マネージャーが担当アナリストに同席してフォローしているが、これも「スチュワードシップコード原則7」に記されているところの「エンゲージメント活動を適切に行うための実力」が当社に備わっていることの例示になったのではないかと考えている。

※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
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