

2025年8月

エンゲージメント・レポート vol.7

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・レポートの第七弾です。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	サービス業界に属する企業
テーマ	消極的な株主還元
	中長期的な事業戦略の明確化

対話の目的

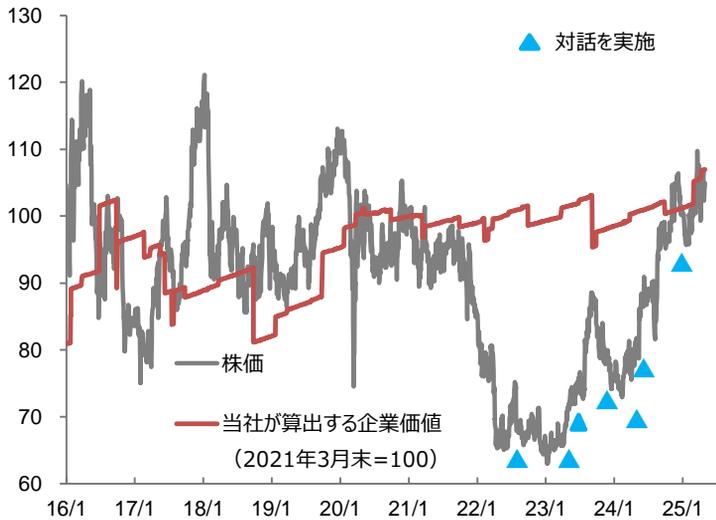
当該企業の当時の株価水準は、当社が算出する投資価値と比較して大きく割安な水準にあり、それは上記テーマに起因すると考えた。そのため、これらの課題解消を促進し、「株式市場の評価（株価）」と「当社が算出する投資価値」の乖離を縮小することを対話の目的とした。

当社の課題認識

予想される余剰キャッシュの蓄積：当該企業のビジネスモデルは労働集約型であり、巨額な設備投資を必要とするものではないため、安定的な業績の下ではキャッシュが積み上がりやすい構造にある。そのため、適切なキャッシュアロケーションが実施されなければ資本効率が悪化しやすい。しかしながら、当該企業は株主還元には消極的であるため、増配または自社株買いの実施やDOEの採用を通じた株主還元のビジビリティ向上が割安の源泉の解消には必要であると当社では考えている。

短期的な業績変動と中期的な収益力の峻別：近年の当該企業の業績は、安定的な収益力を示し、かつ改善傾向にあったが、COVID-19の影響下では収益力が悪化した。このため、株式市場では、その収益力悪化が短期的業績の変動に過ぎないものなのか、あるいは中期的な収益力の低下を意味するものなのか、判断しかねる状況が続いている。加えて、コスト上昇も加わった結果、現在進行中の中期経営計画は未達成に終わる公算が高まっている。そうした状況を踏まえ、値上げを含む事業戦略の明確化が割安の源泉の解消には必要であ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7月末
当社が算出する		
企業価値	100	110
株価	97	98
実績PBR	1.91倍	1.51倍
実績ROE	9.0%	7.9%
実績DOE	2.6%	2.7%
TOPIX		
実績PBR	1.43倍	1.50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。

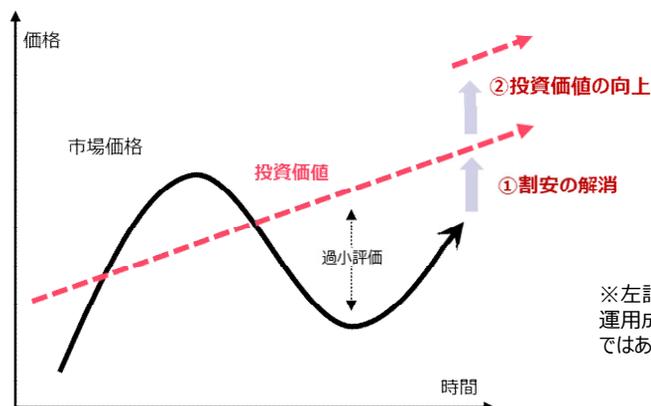
エンゲージメントにおける2つの目的

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株主還元方針に関する認識の共有（2022年8月）

当社

従来から伺っている株主還元方針だが、今回、**経営陣が変わったことで変化が生じる可能性はあるか**。また、**自社株買い**についてはどうだろうか。

安定配当重視の考えの元、配当性向を目標にすることを検討しており、現中期経営計画にも盛り込まれている。**新経営陣は就任から日も浅く、議論は熟していない**。自社株買いについては過去に実施経験もあり、手法として否定するものではない。

企業
当社

新経営陣の株主対応の考え方を確認したい。IR資料についてもIR担当から改善を進言してはどうか。

株主にはよりフレンドリーになると考えている。IR資料の改善については承知した。

企業

②継続的な株主還元に関する対話と事業戦略に関する対話（2023年5月）

今回のIR資料は新経営陣の元で作成したもののだが、今後も少しずつ改善を進めていきたいと考えている。

企業
当社

IR資料の改善については有難く思っている。株式市場はこのような変化に目を止めるところがあるので、**株価バリュエーションに好影響が出てくる可能性もあるだろう**。**業界に関係なく、優れたIR資料を参考に独自の分かりやすい資料を作成して欲しい**。

当社

足元実績の配当性向の水準は中期経営計画の目標を上回っているが、見直す計画はあるか。同様にDOEについてはどうか。

配当性向は安定配当のための目安であり、減配は望んでいない。DOEについてだが、まだそこまで多様な手法に関する議論に至っていない。

企業
当社

東証からの「資本コストを意識した経営」についてはどのような議論が行われているか。現中期経営計画ではROE目標を掲げているが、余剰資本を見直すことも含まれているか。

ROE目標は基本的には利益の積み上げで達成する方針である。資本の側で調整を行う可能性は低い。ただし、自社株買いという手法を排除するものではない。

企業
当社

株価バリュエーションが切り下がっている。これは主力事業の成長期待が低下していることの現れと考える必要はあるか。また、事業戦略の中でも値上げについての考え方を教示いただきたい。

足元で伸び悩んでいるのは確かだが、COVID-19による経済活動の低迷の影響であり、主力事業にはまだ伸びシロがあるとの認識である。値上げについては一律的なものではなく、新サービスの導入で代替させる方針である。なお、最低価格の引き上げは行っている。

企業

③事業戦略および自社株買いに関する対話（2023年8月）

当社

再度、値上げに関する考え方を確認したい。株式市場は事業戦略が見えにくい点を懸念しているものと認識している。

一律的なものにはならない。特に法人は契約体系がそれぞれ異なるので困難である。新規顧客には最低単価に関する計算式を適用しており、既に単価は上昇している。既存顧客よりも新商品販売に注力している。

企業

当社

再度、自社株買いに関する考え方を確認したい。非常に久しぶりに自社株買いを実施した背景を教示いただきたい。

以前から検討はしていたものの、株価水準等を考慮した結果である。また、新社長の意向も影響している。新社長としては、不透明だったCOVID-19後の業界環境が落ち着いてきたことも考慮したようだ。

企業
当社

キャピタルアロケーションについての情報開示も一歩前進したと評価するが、まだ掘り下げる余地があると思っている。自己資本や手元キャッシュの必要水準等はどの程度であると試算しているのか。

配当性向、設備投資水準、M&A予算については目標値を有しているが、必要自己資本や必要キャッシュについては特段の目標はない。

企業

④ 膠着する対話 I <株主還元等> (2023年11月)

当社

今回も値上げに関する方針を確認したい。直近の動きや見通しはどうなっているか。

引き続き一律的な値上げは考えていない。新規獲得契約は緩やかながらも単価が上昇している。今後は高付加価値製品の構成引き上げによるミックスの改善を目指す。

企業
当社

今回も自社株買いを含む株主還元の方針を確認したい。今後の方針等に変化はあるか。

自社株買いについては機動的に実施する。配当性向の目処に変更はなく、安定重視の考え方である。

企業

当社

引き続きDOEも検討して欲しい。さらに、5年計画の3年目に当たる中期経営計画について確認したい。現状の延長線では計画達成は困難であると認識している。また、取締役の報酬KPIとは連動しているのか。

来期以降に見直す可能性は残っている。株式連動報酬等についても検討すべき課題だと認識している。

企業

⑤ 膠着する対話Ⅱ <中期経営計画の見直し等> (2024年2月)

当社

今回も値上げの方針について確認したい。一律的な値上げが困難であることはこれまでの対話で理解したが、実施率が低いのではないか。サービス業の中でも価格転嫁が進んでいない業界の一つだと言われているが。

法人契約は個別性が強く、個人契約は新商品での対応を実施していることはこれまでも述べた通りである。大口の業界からは値引き要請すら来ている状況である。

企業
当社

中期経営計画について確認したい。達成の可能性が低下する中で、定量目標が放置されているのではないか。なぜその目標を立てるに至ったのかの背景や根拠が不足しているのではないか。

他の投資家からも同様の意見を聞くことがあり、その認識はある。今回の中期経営計画ではその点が不足していると認識している。

企業
当社

発表の1年後に変更点や改善点を元に、中期経営計画の修正を実施する企業もある。現状のように計画を放置しているだけでは株式市場からの経営陣に対する信頼は醸成されにくいと認識している。

放置している意図はない。社内での議論は実施している。

企業
当社

従来からの重ねてのお願いであるが、自己資本や手元キャッシュ水準に関する情報開示の検討状況はどのようになっているか。

格付け会社の基準等を参考にしている。ご指摘の点について、経営陣は考慮していると思う。

企業
当社

考慮しているだけでは株式市場には理解されない。検討したことは開示して欲しい。

⑥ ようやくの前進後の対話 I <株主還元> (2024年5月)
当社

目標配当性向の引き上げや自社株買いの実施について感謝を申し上げる。その中で、DOEについてはどのような議論があったか。その一方で、**中期経営計画**については**動きが見えない**状況である。

目指す配当性向水準は引き上げたが、安定志向は変わらない。DOEについても議論したが、より一般的な指標を採用した。中期経営計画については、最終年度の利益水準も含め複合的に検討している。

企業
当社

今回の発表は、株式市場のディスカウント要因を解消させる可能性があるものとして評価している。今後は中期経営計画についても考慮していただきたい。

⑦ ようやくの前進後の対話 II <事業戦略の明確化> (2024年11月)
当社

今回、値上げの発表を行ったことで**事業の方向性がやや明確化した**と評価しているが、実施の時間軸や転嫁率についてのイメージを教示いただきたい。

時間軸については一年程度であると考えているが、年間契約の顧客もあり、一律的なイメージは困難である。転嫁率は元々の価格設定による濃淡がある。しかし、「ゼロ回答」はほぼないと聞いている。

企業
当社

次期中期経営計画では価格設定を含む事業戦略もそうだが、**最適資本構成やキャピタルアロケーション等の情報開示にも期待している**。計画の考え方の背景も盛り込んでいただきたい。

次期中期経営計画は再来年度を目処に発表することを目指している。水準を引き上げた株主還元については、その時期までは現行の目標を継続する。ご指摘の点についても前向きに検討する。

企業
当社

次期中期経営計画でもこれまでお伝えしたような内容を反映させたいうえで、経営陣の意志が反映された資料が開示されることを期待している。

成功したエンゲージメントのその先へ

当社のエンゲージメントの目的は2ページに書いたように「割安の源泉の解消」と「当社が算出する投資価値の増価」である。当社では、当社のエンゲージメント活動を「市場の評価＝割安度の変化」と「当社の評価＝投資価値の変化」という2つの評価視点から**定量的に**計測している。また、企業とエンゲージメントを行うに当たり、期初にエンゲージメント課題（および中間目標であるマイルストーン）を設定し、その達成の有無について**定性的に**計測している。

今回の紹介企業は、**定量基準で好パフォーマンス**を発揮し、**定性基準**でも「株主還元の強化」「事業戦略の明確化」という**2つのエンゲージメント課題をクリア**しており、**エンゲージメントとして一定の成果を挙げた**ように見える。しかしながら、経過をご覧のとおり膠着期間があったうえに、強化した株主還元は当社の求める水準には届いていない。また、事業戦略、特にキャッシュアロケーションやバランスシートに対する意識もまだ高まっているとは言えないと当社では考えている。その意味で、**当該企業と投資家（株式市場）の間にはまだ認識ギャップが残っている**と言えるだろう。現時点では、当エンゲージメント事例は当社の評価・計測という観点からは「成功」と位置付けできるが、**次なる課題に向けての建設的な対話に終わりは無い**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

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