

2026年1月

エンゲージメント・レポート vol.8

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、対話事例をご紹介するエンゲージメント・レポートの第八弾です。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	小売業界に属する企業
テーマ	株価に対する意識の希薄さ
	不採算事業の改善策の策定／撤退

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幅に割安な水準にあり、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

株価に対する意識の希薄さ：当該企業においては、ガバナンスに対する意識は高いと考えているが、社外取締役の長期在任や保守的な社風による経営判断の遅れ等、足元ではやや詰めの甘さが目立つと当社では評価している。また、DOEの導入やFCFの使途等に関する明確な方針が欠如しており、バランスシートやキャッシュアロケーションに関する方針開示も十分とは言えない。その背景には経営陣の自社の株価に対する意識の希薄さがあるのではないかと当社では考えている。

不採算事業の改善策の策定／撤退：コロナ禍での事業環境の変化への対応や新規事業推進が不十分で、市場は成長ドライバーを評価しきっていない。不採算事業の立て直しまたは撤退に対する判断も遅延している。不採算事業に様々なリソース配分を行うあまり、そのことが新規ブランド開発における変革の遅さや、市場における競争力強化に向けた具体的な戦略の欠如につながり、株式市場における評価が高まらない原因ではないか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11月末
当社が算出する 企業価値	100	103
株価	76	84
実績PBR	2.01倍	1.72倍
実績ROE	—	11.4%
実績DOE	0.0%	2.7%
TOPIX 実績PBR	1.43倍	1.67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。

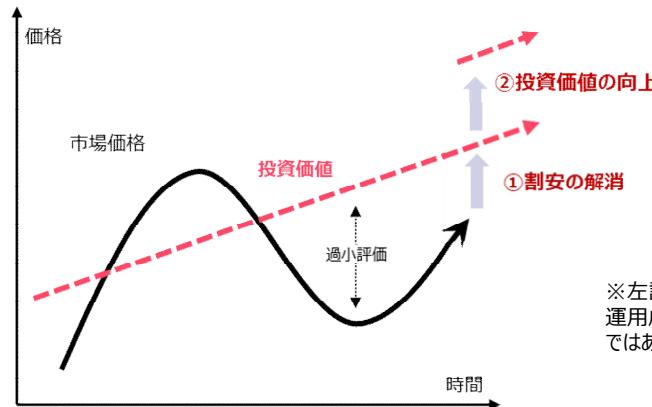
エンゲージメントにおける2つの目的

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、株式市場が自社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**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ガバナンスに関する広範な対話（2022年3月）

当社

取締役会の人数が絞られていること、社外取締役が半数を占めること等から、先進的な取組みを行っていると評価している。一方、**1名の社外取締役は任期が12年超になろうとしている**。当社としては貢献度等に関して通常以上の説明を求めたい。

企業

属性としては金融業界出身の女性ということで**取締役会の多様性には大いに貢献している**と考えている。ただ、**経営への貢献度についてはいっそうの情報開示を考えたい**。

当社

当社の運用手法についてご説明申し上げる。また、株主還元については配当の予見性等の観点からDOEをお勧めしている。

企業

運用手法の説明を受けるのは初めてで新鮮だ。また、PLと同様にBSを重視していることを理解した。DOEについては取締役会に報告する。

当社

統合報告書の発行が途絶えており、ESGに対する取組が不透明であると感じている。特に、業界特性的にサプライチェーン管理はどうなっているか。

企業

サプライチェーン管理生産工場から人権侵害が無い旨の誓約書を受領している。材料調達等のカバーできていない範囲については、今後対応していく方針である。

当社

最後に自社の株価に対する見解をお伺いしたい。決算説明会の内容や役員報酬KPI等を拝見して、**取締役陣の株価に対する意識が希薄**であるように感じている。

企業

自社の株価については再評価の余地があると考えている。COVID-19の前後で当社の製品に対する需要が全く元に戻るとは思っていないが、当社の製本を必要とする顧客は多い。自社ECマースでの一時的なトラブル等も評価が高まらない理由の1つではないか。役員報酬については取締役会に報告する。

②議決権行使ならびに中期経営計画に関する対話（2022年12月）

当社

剰余金処分案は当社の定める数値基準（ROE8%もしくはDOE2%）には未達だったが、COVID-19の影響で従業員を含む他のステークホルダーへの配分も減少していることを考慮し、賛成した。

当社

賛成していただいて感謝する。今期についてはどうだろうか。

企業

期初計画を達成すれば、ROE基準をクリアするので賛成するだろう。ただ、当社としてはDOEの採用をご検討いただきたい。また、12年超の社外取締役については、過去の投資家ミーティングでの発言等を総合的に判断して賛成した。

当社

こちらについても感謝する。ただ、今期から新たな社外取締役として女性に入っていただいた。今後も多様性を考慮しつつ、ガバナンスを強化する。彼女はブランディングや経営に強みがあり、既に計画中の新中計に対しても、長期目線で建設的な発言を行っている。

企業

その新中計では、収益体质の強化や中期的な成長ストーリーが必要だと考えている。また、バランスシートやキャッシュアロケーションについても言及いただきたい。

企業

現中計で取り組んでいる不採算店舗の削減、人員規模の適正化は計画通りに進んでおり、新中計につなげていきたい。また、体制の変更に伴い、在庫管理力は向上しており、バランスシートにも気を配っていきたい。ただ、どちらかと言えば、成長重視の内容になるとを考えている。

③新中期経営計画ならびに不採算事業に関する対話（2023年6月）

当社

具体的な経営計画の発表が行われたが、成長ドライバーの予見性が低いと感じている。不採算事業への対処方法や新ビジネスの立ち位置等についても懸念が残る。

企業

不採算事業の問題点やその問題点を踏まえた上で新ビジネスへの取組等について、ポイントを絞った情報開示が出来るように取り組みたい。

当社

想定フリーキャッシュフローの開示は有難いが、DOEの採用や財務の方針開示等には至っていない。キャッシュフローが想定を下回った場合の優先順位はどうなっているか。

企業

会社としてのインフラ整備が最優先だと考えている。DOEについては継続的に議論している。

当社

バランスシートの方針や保有すべきキャッシュの水準等についても開示をお願いしたい。

④新中期経営計画ならびに株価水準に関する対話（2023年11月）

当社

新計画では、売上成長と比較して利益成長が鈍いように見えるが、その理由は何か。また、不採算事業の方向性が良く分からぬことも懸念している。

企業

利益については保守的に見ている点もあるが、労働コストの増加も織り込んでいる。不採算事業の基本方針は立て直しである。足元で商品性の見直しを行っているが、まだ効果は見えない。ただし、社内では撤退の議論もしている。

当社

同業他社では新ビジネスの立ち上げや業態開発が利益増につながっている事例も見られるが、どのように認識しているか。

企業

同様の認識はある。他社が行っている尖ったマーケティングが出来ていない認識もある。過去の反省を踏まえて、外部人材の登用やマーケティング改善に取り込んでいる。ただ、全社的な経営判断が遅れた点は否めない。

当社

外部からは、保守的な社風や横並び意識が経営のスピード不足を生んでいるように見える。不採算事業についても整理不足を感じている。

⑤株価バリュエーションならびに不採算事業に関する対話（2024年12月）

当社

貴社の株価が割安な水準に在るのはPER（株価収益率）に由来していると分析している。その要因は①成長ドライバーならびに②収益性の持続性への懸念だと考えている。

企業

確かに、基幹事業以外での結果が乏しいことは成長性への懸念につながっているだろう。ただし、COVID-19以降、当社が得意とする価格帯での販売力が株式市場で評価されていないという側面もあると考えている。

当社

今回も不採算事業について確認したい。不採算事業は基幹事業とは異なる商品性、価格帯であるので、顧客ニーズの吸い上げがうまく行っていないのではないか。また、外部人材の登用についての考え方を教えて欲しい。

企業

不採算事業の成長性については競合他社を参考にトップダウンで決めている。顧客ニーズ吸い上げの仕組み改善については、一部の部署で人材登用を検討している。

当社

M&Aについてはどのように考えているか。

企業

基幹事業の周辺では検討しているが、M&A時のバリュエーションを重視している。

⑥社外取締役との対話（2025年2月）

当社

中期経営計画では成長に拘りがあるとのことだったが、株式市場での1つの評価指標であるPERでは同業他社比で低い水準に留まっている。この件について、取締役会ではどのような議論が行われているか。

企業

基幹事業ではなく、不採算事業が問題視されていると認識している。結果が出るまでの時間をいただきたい。

当社

施策の効果が出るまでに時間がかかるることは理解できるが、その間は情報開示等によってPER等の期待値をコントロールするのも取締役会の仕事だと考えている。その点については現状の貴社には物足りなさを感じている。

企業

ご意見は承った。当社として、資本コストを意識した経営を行っていきたい。

当社

成長に拘るのであれば、基幹事業だけでは限界があるのではないか。不採算事業は成長のパートとなりうるのか。事業形態の見直し等は検討しているか。

企業

取締役会でも成長のためには基幹事業以外の事業が必要だと考えている。不採算事業については、事業形態の変更を含むあらゆる選択肢を議論している。

当社

⑦統合報告書に関する対話（2025年2月）

当社からの主なメッセージは以下の通り。

- ・社長のメッセージが要約に留まっており、メッセージ性・リーダーシップなどが感じられなかった。
 - ・今回の統合報告書では、読み手として株主/投資家を意識しているということだが、編集方針の欄を設けてそれを述べるのも1つの手である。
 - ・CFアロケーションは記載があるが、BSの議論が無いので補完できる余地があると思う。
 - ・価値創造の源泉として記載のある「ヒト・モノ・ウツワ」の3要素のうち、ビジネスモデル上、基幹事業ではヒトの関与が重要だが、不採算事業ではそうでもないため、説明がうまく出来ていない印象を持った。不採算事業では、会社としての3要素の価値観は変えないまま他の2要素を強くすることを通じて事業を立て直すという発想もあるのではないか。
- ・今回は株主価値等に触れるページを増やした。
- ・社員の価値、能力、意識の強さを再認識したので、当社としての強みをはつきりさせるために人的資本の絡む記述を増やした。

企業

⑧CEO、CFOとの対話（2025年3月）

当社

貴社はROEやPBRの水準は高いが、PERが低位に留まっており、それが株価が割安であることの源泉だと認識している。これについてのお考えを伺いたい。

CEO

当社

当社が属する業界は縮小方向にあるため、その影響もあるだろう。しかし、その中でもブランド力を生かしてシェアを獲得できると思っている。

CEO

シェア拡大は重要だが、業界自体が縮小しており、その重石を払しょくできるには至っていない。中期経営計画等との整合はさておき、社長の個人的な数十年先のビジョンを伺いたい。

稀にではあるが、個人的な超長期ビジョンを社内で語ることもある。「高いブランド認知度を持って、衣食住の1分野に留まらず幅広く価値提供ができる企業を目指したい」というものである。ただ、そのための道筋はいくつもあり、具体的なイメージにはまだ遠い。

当社

外部から貴社を見るに、不採算事業への意識は高い一方で、株価や株価バリュエーションへの意識が相対的に低いように見える。TSR（株主総利回り）や貴社の強みである従業員とのエンゲージメントを役員報酬のKPIにしてはどうか。

企業

確かに、TSRを役員報酬のKPIに導入することは株価への意識を高めることにつながるかもしれない。検討したい。

⑨不採算事業からの撤退に関する対話（2025年11月）

当社

この対話に先んじて行われた2025年11月の会社説明会で、不採算事業からの撤退方針が公表されている。

不採算事業からの撤退方針を公表されたが、よく決断されたと思っている。セルサイドレポートでは来期に向けた利益の段差等の指摘が多いが、本質はそこではないことは強調したい。基幹事業の成長に一点集中できることのメリットを投資家にアピールできるのではないか。

企業

ご指摘の通りだと思っている。当社の全社内取締役は、不採算事業を手掛け別会社の取締役を兼任していた。従来は不採算事業の立て直しに割いていた時間や思考を基幹事業に振り向けることが出来るようになる。

当社

不採算事業からの撤退方針を受けて株価も幾分か上昇している。

企業

確かに株価は上昇しているが、株価の絶対水準はまだ十分ではないと認識している。「同意なき買収」が増えているので、そこは意識していきたい。

当社

そのように考えておられることは投資家として心強い。従来は不採算事業の存在により、結果的に外部者が経営への介入に二の足を踏んでいた可能性がある。不採算事業からの撤退は株価上昇の必要条件であって、十分条件ではない。今後は経営のスピードをさらに上げる必要があるだろう。

企業

そのような発想はなかった。ご指摘いただきて有難い。また、トップと対話の機会を持っていただきたい。

成功したエンゲージメントのその先へ

本エンゲージメントは、長年の懸案であった不採算事業の整理という重要なマイルストーンを達成し、株価が市場をアウトパフォームするなど、定量的・定性的に一定の成果を挙げた。これは、当社が提起した「中長期的な成長戦略の明確化」と「資本効率の向上」という課題に対する具体的な行動と評価と言える。

しかしながら、市場のPERが低位に留まる背景には、成長ドライバーへの信頼性や収益持続性への疑問が残る。経営陣の株価評価への意識の希薄さや、新規事業開発における変革のスピード不足は引き続き課題であり、経営陣のパフォーマンス向上に向けた具体的な仕組み作りや、情報開示による市場との対話を通じた期待値コントロールの努力が求められる。

今後は、不採算事業からの撤退によって獲得された経営資源や時間をいかに基幹事業の成長戦略に集中させ、資本コストを意識した経営と株主還元方針の明確化、そして新たな価値創造に向けたリーダーシップの発揮を通じて、市場からの評価をさらに高めていくことが期待される。当社は、引き続き建設的な対話を通じて、企業の持続的な成長と企業価値向上を支援していく所存である。

※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】

S O M P O 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