

2026年6月

エンゲージメント・レポート vol.9

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・レポートの第九弾です。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	不動産業界に属する企業
テーマ	資本政策の明確化
	事業資産回転率に対する方針の明確化

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

不明確な株主還元姿勢と最適資本構成の欠如：過去において当該企業は自社株買いを実施してきたものの、単発的であり、会社としての資本政策や最適資本構成の全体像が明確に示されていなかった。そのため、実施しても市場で十分に評価・消化されず、株主還元の予見可能性が低い状況にあるのではないかと当社では考えている。

資本効率（ROE）改善への道筋と政策保有株の存在：東証からのPBR改善要請がある中、ROEの向上は急務であったが、その具体的な道筋に不透明さがあった。また、純資産の12～13%を占める多額の政策保有株式が存在しており、これらの売却と資金の有効活用（株主還元や成長投資へのアロケーション）の計画を明確にすることを通じて、事業資産回転率を高めることが割安の源泉の解消には不可欠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11月末
当社が算出する		
企業価値	100	123
株価	75	160
実績PBR	1.40倍	1.84倍
実績ROE	7.3%	8.2%
実績DOE	2.2%	2.7%
TOPIX		
実績PBR	1.45倍	1.75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。

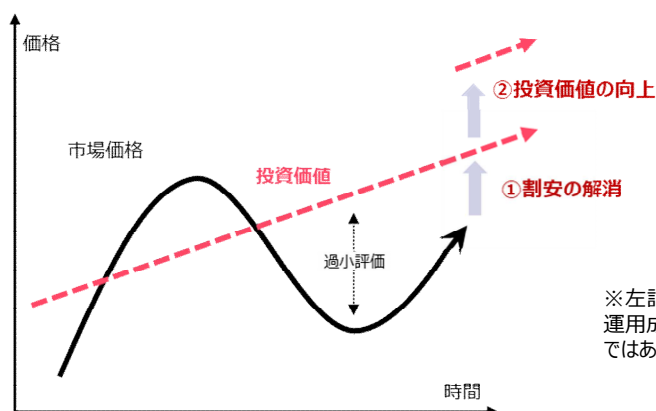
エンゲージメントにおける2つの目的

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株主還元と資本効率に関する初期対話（2023年11月）
当社

現行の株主還元方針は「配当性向30%+機動的な自社株買い」だと認識しているが、変更は検討しているか。それとも投資が優先であり、ROEや資本効率は二の次という位置づけか。

企業

自社株買いと配当のバランスなどを議論している最中である。来年には方針を示したい。また、過去5年は総還元50%続けており、株主還元を軽視しているつもりはない。

当社

まずは会社としての資本政策をしっかりと示して欲しい。そうでないと、自社株買いが単発のイベントとして消化されることは過去の株価動向がそれを示している。最適資本構成、ROEの考え方、政策保有株削減の方針などをはっきり示す方が良いと考えている。

企業

投資家の意見として承知した。取締役会にも伝えたい。

当社

配当政策に関する基本的な考え方は配当性向なのか。貴社には安定基盤事業があるので、DOEを導入するという考えはあるか。

企業

現在は配当性向だが、社内ではDOEも議論にはなっている。個人投資家にもわかりやすい方がいいとも考えている。何らかの形で、安定配当の意思は示したい。

②長期経営計画の見直しと株主還元強化（2024年6月）

対話に先立つ2024年5月に企業側から長期経営計画が発表された。業績目標は従来計画を据え置きのまま、株主還元方針が見直され、2024年度の総還元性向は引き上げられた。

「長期経営計画」を公表し、株主還元方針を見直し、**2030年度まで毎年+3円増配の「累進配当」を導入した**。また、今後3年間は「最低500億円の自社株買い」をコミットする。

企業

当社

累進配当で減配リスクをなくす観点や、単発的で、脈絡のない自社株買いからコミットメントに変わったため、**株式市場が織り込めるようになった点は大いに評価**できる。ところで、3年間という期間設定の背景は何か。

とりあえず見込める期間が3年だったということであり、それ以降には自社株買いをしないというメッセージではない。

企業

当社

還元見直しの背景や考え方のポイントについて確認したい。また、貴社の海外事業は今後は投資フェーズから回収フェーズに移行すると認識しているが、その点は株主還元に影響を与えるものなのだろうか。

今回の見直しに当たっては、貴社を含む**投資家との協議を反映した結果**である。累進配当については、**過去の減配時におけるネガティブなフィードバックがあったことも考慮**した。海外資産については認識の通りで、来期以降、売却を加速したい。追加の自社株買いについては適宜検討していく。

企業

当社

DOEについてはどうか。

DOEも検討したが、安定性、大きくぶれないという意味では、あまり大差ないと考えている。個人投資家向けの分かりやすさ等も考慮した。

企業

③政策保有株削減と自社株買いの加速（2025年7月）

対話に先立つ2025年5月に企業側から政策保有株削減に関する定量目標が公表された。また、自社株買いも500億円から1,000億円へと目標水準の引き上げが公表され、ROE目標についても従来と比較して踏み込んだ発言がなされた。

当社

自社株買いの目標水準を引き上げた背景を教えてください

ROE向上のためである。従来の目標値では足りないと判断した。もちろん、今後の投資計画やバランスシートの形も考慮した。

企業

当社

政策保有株について伺いたい。今回、削減ペースの定量目標を設定したが、売却の目処はどれくらい立っているか。先方企業の反応はどうか。また、**売却して得た資金の使途はどのように考えているか。**

親密先企業については同意を得ている。先方企業nにとっても売却を進める必要がある。前倒しもあり得ると考えている。**売却金額の一部は自社株買いの原資になると考えている。**

企業

当社

ROEについてだが、個人的には、**株価にROE上昇期待が織り込まれ始めているように感じている。**今後の株式市場とのコミュニケーションはより大事になってくるだろう。

ROE目標についてはよりマネジメントの意思を強めた。今後もしっかりコミュニケーションを取っていきたい。

企業

④さらなる資本効率向上と期待値コントロール（2026年2月）

2025年度期中には数回の自社株買いが実施された。また、期中の説明会では、ROE目標や株主還元についての確認が行われた。

当社

今回、追加的な自社株買いを行うに至った背景について伺いたい。ポジティブに評価しているが、株式市場の期待値が高くなりすぎるのではないかと懸念も感じている。

企業

原資は政策保有株と海外事業からの回収が上振れた分と思って欲しい。また、株式市場からの期待値についても認識している。自社株買いのペースはきちんと守りつつ、今回のような上振れ場合に投資案件とのバランスをみながら追加的な自社株買いを実施したい。

当社

政策保有株について確認したい。計画比ではどのように推移しているか。また、方針に変更はあるか。ゼロを目指す可能性はあるか。

企業

株数ベースでは予定通りで、時価ぶれ分だけ金額では上回っている。ただ、ここから株数を増やす可能性はある。社内では、2030年度辺りでゼロに出来ないかという議論を行っている。社外取締役からも指摘を受けている。

当社

ROE目標について確認したい。M&Aについてはどのように考えているか。分母側の取り組みは順調に進んでいるが、分子側はどのように推移しているか。

企業

主力事業は好調がさらに加速しており、大きなドライバーになっている。ただ、それだけでは不十分であるので、資本効率改善のために資産の入れ替えを実施したい。従来から取り組んでおり、パイプラインも積み上がってきている。

当社

社外取締役は投資家と対話の機会を持っているか。その他、足元で大きな変化があった事象があれば教えていただきたい。

企業

社外取締役のラージミーティングへの参加は先日も実施したが、投資家とのワン・オン・ワンの対話はまだ行っていない。ただ、機会があれば今後やっていきたいし、やりたいたいという人もいる。また、最近の顕著な変化は従業員持株会への加入比率が大幅に上昇したことがある。サポート率を引き上げたことが直接的なきっかけだが、社内では株価について質問される機会がかなり増えた。

決算説明会（2026年5月）

株主還元、ROE目標、政策保有株削減等についての確認が行われた。また、経営陣の報酬に占める株式報酬比率や変動報酬比率を高めている点、従業員の持株会加入率が9割まで上昇した点についても、強調して公表された。

エンゲージメントの成果と今後の展望

本エンゲージメントを通じて、当該企業は「累進配当の導入」「複数年にわたる自社株買いのコミットメント」「政策保有株式の削減定量目標の策定」という、資本効率向上に向けた重要なマイルストーンを次々と達成した。対話を通じて、経営陣のROE目標に対するコミットメントは力強いものとなり、それを裏付ける具体的なアクション（期中の機動的な追加自社株買いなど）が実行されている。

これは、当社が提起した「最適資本構成の提示」と「株主還元の予見可能性向上」という課題が解決されたことを示す具体的な成果と考える。また、従業員の持株会加入率が9割に達するなど、社内全体の株価や資本コストに対する意識醸成も進んでいる。

今後は、本業の事業ドライバーによる「分子（利益）」の拡大と、海外資産の回転や政策保有株売却による「分母（資本）」のコントロールの両輪が、計画通りに機能していくかが注目点と考えている。株式市場の過度な期待値を適切にコントロールしながら、持続的な企業価値向上を実現していくため、当社は引き続き建設的な対話を継続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】

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