

2026年8月

エンゲージメント・レポート vol.10

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・レポートの第十弾です。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	建設セクターに属する企業
テーマ	情報開示拡充による業績予見性の向上
	資本効率を意識した資本政策の強化

対話の目的

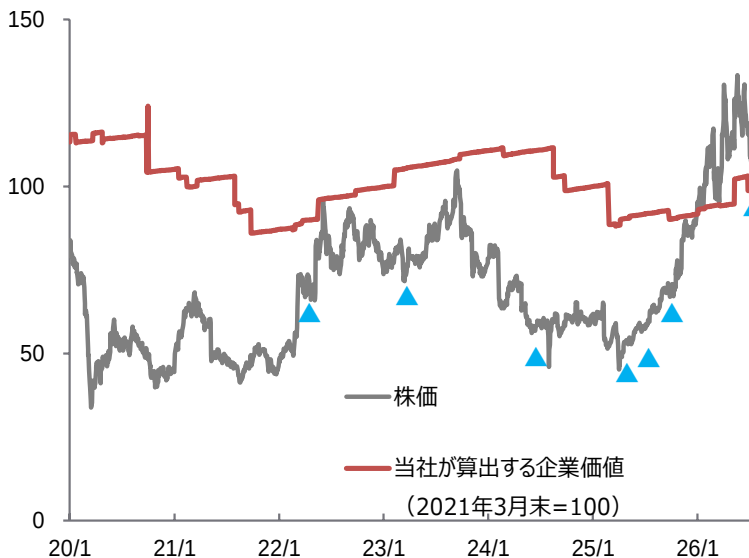
当該企業の当時の株価水準は、当社が算出する投資価値と比較して大幅に割安な水準にあり、それは上記テーマに起因すると考えた。そのため、これらの課題解消を促進し、「株式市場の評価（株価）」と「当社が算出する投資価値」の乖離を縮小することを対話の目的とした。

当社の課題認識

業績見通しの予見性（ビジビリティ）の低さと資本コストの上昇：当該企業は、過去の大型案件において度重なる追加コストを計上しており、これが短中期および長期の業績見通しに対する予見性を著しく低下させている。リスク見積もりの甘さが露呈する形となり、株式市場からの信頼が損なわれた結果、資本コストが大きく上昇していると当社は評価している。市場との認識ギャップを埋めるためには、リスクを適切に評価・マッピングして管理する体制の構築と、その透明性の高い非財務情報開示への転換が急務であると当社では考えている。

資本コスト低減に向けた株主還元の見直し：当該企業は、ビジネスモデル上、高い業績ボラティリティを抱える一方、バランスシートは堅固である。しかし、株主還元が配当性向に連動するため、配当が株価のアンカーとして機能しにくいという課題を有しており、足元の短期業績悪化局面では株価は割安な水準に陥っていた。この状況を改善し、市場からの信頼を回復するためには、DOE（自己資本配当率）の導入、株価低迷局面での機動的な自社株買い等を実施することで、資本コストを低減させることが必要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	2026年7月末
当社が算出する		
企業価値	100	96
株価	62	103
実績PBR	0.82倍	1.30倍
実績ROE	1.2%	10.0%
実績DOE	0.7%	3.0%
TOPIX		
実績PBR	1.45倍	1.82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。

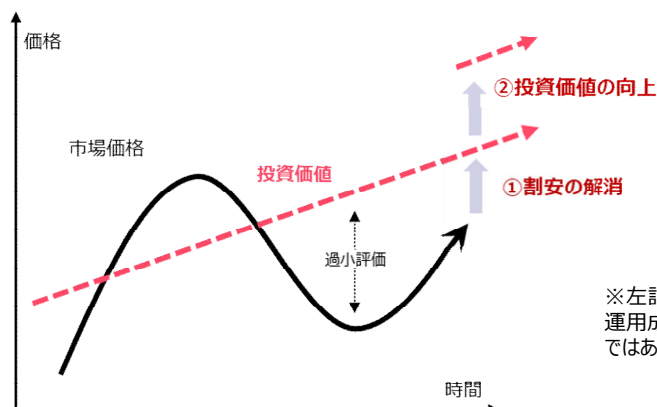
エンゲージメントにおける2つの目的

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ています。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株価の割安感に関する認識の共有（2022年5月）

当社

当社の見解では、貴社の株価が割安に放置されている要因は、短中期および長期の業績見通しに対する予見性（ビジビリティ）の低さにあると考えている。現在、進出している新規分野の市場拡大や長期的な粗利益率の安定性といった非財務情報を拡充して開示することで、市場の認識を改善できるのではないかと考えている。

指摘された背景には納得感がある。新規事業は市場から見られているほど小規模ではなく、むしろ需要は堅調である。市場との認識ギャップを埋めるための非財務開示については、資本政策の変更よりも着手しやすく、前向きに検討したい。

企業

当社

資本政策についてはどのように取り組んでいるか。政策の変更は市場に対して自社の自信を示す強力な手段になり得ると考えている。

過去に収益多様化を目的とした投資で業績が低迷したことがあり、そうした低迷期に投資家が株主還元への懸念を抱くことも理解している。体系的な進捗開示を進めたい。

企業

②資本政策の変化（2023年2月）

当社

今回、業績ボラティリティの大きな貴社が期中に自社株買いを実施した。しかも小規模ではない。これにはどのような背景があったのか。

これが全てではないが、今期を含む将来的な業績見通しに明るさが出てきたことが背景にある。

企業

当社

資本政策の前向きな変化は投資家としては心強く感じる。ただし、**これが一過性のものであれば意味がない**。資本コストや内部留保資金のアロケーションについて、常に検討を続けていただきたい。

懸念は承知した。**資本政策および業績動向について、体系的でかつ投資家が進捗を把握できるような情報開示**を目指していきたい。

企業

③リスク管理体制と資本コスト上昇に対する問題意識の共有（2024年8月）

前回の対話以降、過去の大型案件で追加コストが相次いで発生し、株価は再び低迷している。

当社

『十分にリスクを見積もった』との説明があったにも関わらず、**度重なる追加コストの計上により、市場からの信頼が損なわれ、資本コストが大きく上昇している**と見ている。当初からリスクを大きめに見積もり、結果として業績が上振れるようなコミュニケーションへと転換する必要があるのではないか。

ご指摘は重く受け止めている。リスクの見積もりは難しいが、株式市場とのコミュニケーションの在り方を検討したい。

企業

当社

貴社のバランスシートは非常に強固で、足元の手元資金の水準も潤沢にある。**自社株買いを実施することで、自社の株価が割安であるという認識を株式市場に対して示すという選択肢もある**と思っている。加えて、貴社が考える適正なキャッシュの水準を開示してはどうだろうか。

自社株買いも検討したが、案件のリスク要因が依然として残っており、先の見通しが完全に立つ状況ではないため、決断には至らなかった。また、**適正なキャッシュ水準は年間売上高の2～3ヶ月分**と考えており、現在の保有額には将来の戦略投資枠も含まれているため、適切な水準と認識している。少なくとも過剰とは思っていない。

企業

当社

キャッシュの水準については承知した。その点はぜひ**広く株式市場に伝えて**いただきたい。

④ 資本コストの低減とリスク管理・開示強化に関するCFOとの対話（2025年4月）

当社

業績や外部環境が厳しい時こそ、能動的に資本コストを低減させる施策や自社株買い等を行なうことが重要だと考えている。リスクを織り込んだ保守的な前提を初めから設定するなど、対応の余地があるのではないか。**取締役会では、これらの点についてどのような議論がなされているか。**

企業

資本コストについては、前回の面談でも厳しいご意見をいただき、社内でも課題として深く認識している。現在は自己資本比率 50%以上を維持することを目標としているが、この比率をどこまで下げることが出来るかについては、継続的にシミュレーションを実施している。資本政策や ROE 向上策は次期中期経営計画に盛り込む形で議論を進めている。

当社

なぜ 50%が適正水準なのか。40%や60%ではない理由や、定量的・定性的な背景があれば教えて欲しい。

企業

大規模プロジェクトを遂行する上で、どの程度の財務バッファを持つべきかをシミュレーションしている。その中で、取引先や顧客に対する信用、事業継続性の観点から、現時点では 50%という水準が必要と判断している。理論的な裏付けについては、現在さらに精緻化を行っている段階である。**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。

当社

ROE が資本コストを長期間にわたって下回っており、株主価値を損なっている状態が続いていると捉えている。この状況に対し、どのような問題意識を持ち、どのような具体策を検討されているか。

企業

ROE が資本コストを長期的に下回っている点は、我々も大きな課題と捉えている。そのため、次期中期経営計画に向けて、主力事業を中心とした収益改善ストーリーの再構築に取り組んでいる。**情報開示を強化し、リスクを適切に評価・管理しながら利益を上げていくストーリーの確からしさを、投資家に伝える取り組みも並行して進めている。**

当社

業績の低迷が続いている現状を受けて、**社外取締役からはどのような意見**が出たか。社外の視点で、特に厳しい指摘や構造的な問題に関する議論はあったか。

企業

社内外問わず、重大な経営課題として認識している。社外取締役からも、業績の要因分析や背景について議論が行われており、「**仕方がない**」といった受け止めは**一切ない**。また、個別案件ごとの問題点に留まらず、共通する構造的要因についても、取締役会の中で議論を重ねている。

当社

契約内容における不確実性が高まっている中で、受注時の採算について、以前に比べてどう変化しているか。リスクの多様化が利益水準の低下につながっているという可能性はないか。

企業

過去からの方針として、受注時の採算は慎重に見積もっており、その基準自体は大きく変わっていない。ただし、リスクの多様化に応じて、案件ごとに設定する条件は変化させている。**会社全体で見たリスク分散にも留意しており、影響の大きい重要リスクを洗い出してマッピング**を行っている。

その結果、リスク度が高く準備が不十分と判断された領域については、個別に対応策を検討・実行している。この**リスクマッピング**については、**今後は対外的に説明・開示していくことも視野**に入れ、本年度中の整理・検討を目指している。

⑤ 特定案件のリスク対応状況と市場コミュニケーションの強化（2025年5月）

当社

特定案件について、遅延状況や追加コストの影響等へのリスク対応状況を教えて欲しい。また、インフレやプロジェクト遅延が顕在化する中、どのようにリスク抑制策を講じているか

企業

特定案件については2026年に進展する見込みで、部分的なコスト影響については顧客と継続的に協議している。また、対策として、発注先企業に対する財務スクリーニング・プロセスを導入したほか、自社で直接労働者を雇用・管理する直用体制を強化し、現場フォローを徹底している。

当社

株価が企業価値に対して低迷している現状を放置することは、アクティビスト対応などに多大な時間とコストを奪われるリスクを伴う可能性がある。市場に対し『これ以上株価は下がらない』という自信を示す自社株買いや下限配当の設定、DOEの導入といった、信頼回復に向けた施策を先に提示するという考えはあるだろうか。

企業

過去に下方修正を繰り返してきた経緯から、市場より非常に厳しい視線が注がれていることは深く認識している。まずは業績という「結果」で信頼を取り戻すことが最優先と考えている。その上で、株主還元や市場とのコミュニケーションについては、従来の枠組みにとらわれず、より資本効率を意識した政策への移行を役員会で検討しており、市場に明確なメッセージを伝えていけるよう見直しを進めていく。

⑥資本コストと市場コミュニケーションに関する再度の対話（2025年8月）

当社

現状のキャッシュ水準やキャッシュアロケーションについての考え方を改めて確認したい。

企業

手元のキャッシュ水準は一見すると潤沢に見えるが、契約上の前受金による増加分やリスクに対するバッファ等も含まれており、自由に使える資金は見た目ほど多くない。

当社

当社では投資価値の算出に当たり、各社の割引率を個別に評価している。株主軽視と判断される会社には割引率を上乗せすることもあり、その場合は当社が算出する投資価値が低下する。結果として、株式を売却する可能性も出てくるが、それは本意ではない。資本コストを意識する内容の中計にも盛り込んで頂けると有難い。

企業

中期経営計画に向けた資本政策の見直しに着手している。その中で、資本効率を意識した資本政策を役員会で検討中であり、従来の「自己資本比率50%」から、40%などの可能性も含めて検討している。

⑦ROE水準ならびに収益力に関する対話（2026年4月）

当社

目標であるROE10%はハードルが高いと考えている。分母については主力事業の案件が大型化していくため、一定程度の確保が求められる。その一方で、分子である純利益を底上げしていく必要がある。どのように対応するお考えか。

分子については、主力事業の立て直しを実施し、2025年度それなりの成果が出る見込みである。対応の結果、利益の変動を抑えられるようになってきている。

企業

当社

貴社は事業環境が良いときはROE10%を達成できると考えているが、景気の変動を均した後の実力値として考えた場合どうか。

受注時の採算を引き上げるだけでなく、**リスク管理の徹底が不可欠**と考えている。新規事業の案件の大型化が進む中で、担当できる企業はかなり少なくなっている。そのため、買い手に対する交渉力は高まっていると考えており、収益力は高まっていくと想定している。

企業

新中期経営計画の発表（2026年5月）

当該企業から中期経営計画が発表されたが、業績が改善し始めたタイミングでDOEを導入し、株主還元を通じた資本コスト引き下げ策が採用され、当社のエンゲージメントの内容に対する回答が得られた。

エンゲージメントの成果とその先

本件は、業績ボラティリティの高さと保守的なバランスシート経営により株価が低迷していた当該企業に対し、数年にわたりCFOをはじめとする経営陣と粘り強く対話を継続した結果、一定の成果を挙げた事例である。

当社は一貫して、市場の信頼を回復するための抜本的な資本政策の見直し（自社株買いやDOEの導入など）についての対話を重ねてきた。対話の過程では、リスク要因の残存を理由に会社側が慎重な姿勢を崩さない膠着期もあったが、直近発表された新中期経営計画において、業績の改善局面に合わせてDOEが導入された。これは、株主還元を通じて資本コストを引き下げるといふ、当社の長年のエンゲージメントに対する明確な回答であった。

今回の株主還元の拡充と資本政策の変化は、当該企業が資本効率を強く意識し始めた証左であり、市場との対話姿勢の改善として高く評価できる。一方で、大型案件における構造的なリスク管理体制が利益水準に与える影響が完全に払拭されたかについては、今後の進捗を注視していく必要がある。当社としては、今回のDOE導入をエンゲージメントの一つの成功の区切りとしつつも、さらなる企業価値向上に向けた最適なキャッシュアロケーションの探求や、収益改善ストーリーの実効性について、引き続き建設的な対話を継続していく方針である。

※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