



エネルギー分野に強みを有する独立系のシステム開発企業

会社概要・沿革

電力の系統制御システム開発から事業を開始

1976年に電力分野に強みを有する独立系のシステム開発企業として設立され、電力の系統制御システム開発から事業を開始した。通信や公共、交通、製造業などへ対応領域を拡大しながらも、電力・ガスのエネルギー分野は主力の事業領域分野であり続けている。

業績動向

24/3期から3カ年の中期経営計画を始動

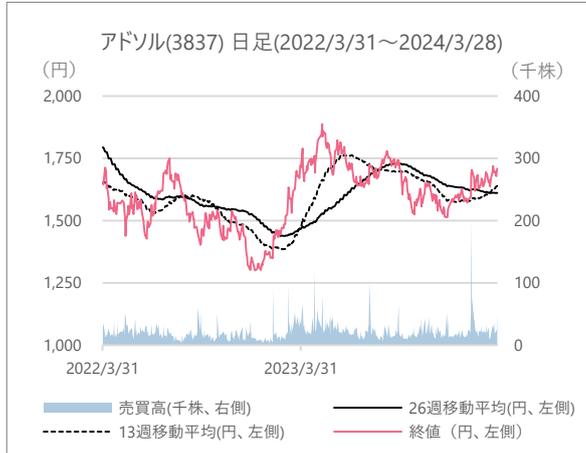
26/3期を最終年度とする3カ年の中期経営計画を24/3期から始動した。「エンタープライズ DX/モダナイゼーション」をベースロード（安定成長の支えとなる事業）に、「次世代エネルギー」「スマートインフラ/スマートライフ」の2つの事業を成長ドライバーとする。26/3期は、売上高150億円、営業利益15億円以上、営業利益率10%以上を目指す。

株価動向からみたポイント

5期平均のTSRは6.3%のプラス

投資家に対する総合的なリターン（株式の値上がり益＋配当金）を測定する株主総利回り（TSR）をみると、19/3期～21/3期までプラス、22/3期～23/3期はマイナス。後半期のマイナスはあったが、5期平均ではTSRは6.3%のプラスを確保した。

株価チャート



株価・指標

(表示単位未満四捨五入)

株価(24/3/28 終値)	1,678.0 円
昨年来高値(23/5/9)	1,910.0 円
昨年来安値(23/1/6)	1,296.0 円
連結 PER(24/3期会社予想)	16.27 倍
連結 PBR(最新実績)	2.24 倍
基準 BPS	748.33 円
予想配当利回り(24/3期会社予想)	2.50 %
1株当たり年間予想配当金	42 円
普通株発行済株式数	9,395 千株
普通株時価総額	158 億円

業績データ 会計基準：日本基準

(%は前期比増減率)

決算期	売上高(百万円)		営業利益(百万円)		経常利益(百万円)		純利益(百万円)		EPS(円)
連 22/3 期(実績)	12,247	-9.4%	1,088	-15.4%	1,130	-14.0%	784	-12.6%	84.61
連 23/3 期(実績)	12,842	4.9%	1,210	11.3%	1,244	10.0%	841	7.2%	90.41
連 24/3 期(予想)	14,000	9.0%	1,430	18.1%	1,476	18.6%	961	14.2%	103.13

注：予想は会社予想。ただし、予想 EPS は会社予想純利益をベースに当研究所で算出している





Contents

1. 会社概要・沿革

エネルギー分野に強みを有する独立系のシステム開発企業

- (1) 会社概要：電力の系統制御システム開発から事業を開始
- (2) 会社沿革：システム業界の発展とともに歩んできた老舗企業

2. 企業理念・経営理念、事業体制

国内 5 拠点、ベトナム 3 拠点、米国を加えた事業体制を確立

- (1) 企業理念・経営理念
- (2) 事業体制
- (3) 海外展開：オフショア開発体制
- (4) 産学連携

3. 事業内容、事業環境

社会インフラと先進インダストリーの 2 事業に加え、ソリューション事業を展開

- (1) 事業内容
- (2) GIS（地理情報システム）とは
- (3) コスト構造
- (4) ビジネスモデル
- (5) 研究・開発
- (6) 分野別売上高・取引先
- (7) 資金需要、調達資金

4. 業界動向、同業他社比較

国内のソフトウェア投資は拡大が続く見通し

- (1) 国内ソフトウェア投資の動向
- (2) 競合・同業他社との比較：利益成長率は上位に食い込む
- (3) SWOT：強み／弱み、機会／脅威

5. 業績動向、中期経営計画、業績を見通す上でのポイント

- (1) 新・中期経営計画
- (2) 24/3 期 3Q 累計業績





- (3) 24/3 期通期計画
- (4) 会社計画の傾向、業績をみるうえでのポイント

6. 業績分析：ROIC と ROE

- (1) ROIC（収益性）の分析
- (2) ROE の分析

7. 株価関連指標と株価、株主還元

- (1) 株主還元について：基本方針
- (2) 株主総利回り（TSR）
- (3) 株主資本コストの算出
- (4) PBR、PER の競合・同業他社との比較

8. ESG・コーポレートガバナンス、サステナビリティ

- (1) コーポレートガバナンス体制
- (2) 東証の要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」
- (3) サステナビリティの取り組み、重要課題（マテリアリティ）

9. トップマネジメント、大株主の状況、事業等のリスク

- (1) トップマネジメント
- (2) 大株主の状況
- (3) 主な事業等のリスク

10. 財務関連データおよび指標

- (1) 損益計算書（通期）、付随資料
- (2) 損益計算書（四半期）
- (3) 貸借対照表、キャッシュフロー計算書
- (4) 財務分析

Appendix1～株主総利回り分析の補足解説（ファイナンス理論）

- (1) 株主総利回り(TSR)の分析について（ファイナンス理論）
- (2) 実際のマーケットにおける株主還元（配当、自己株取得）の考え方

Appendix2～株主資本コストの見方





- (1) 株主資本コストとは
- (2) QUICK 株主資本コストの算出法

Appendix3～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向





1. 会社概要・沿革

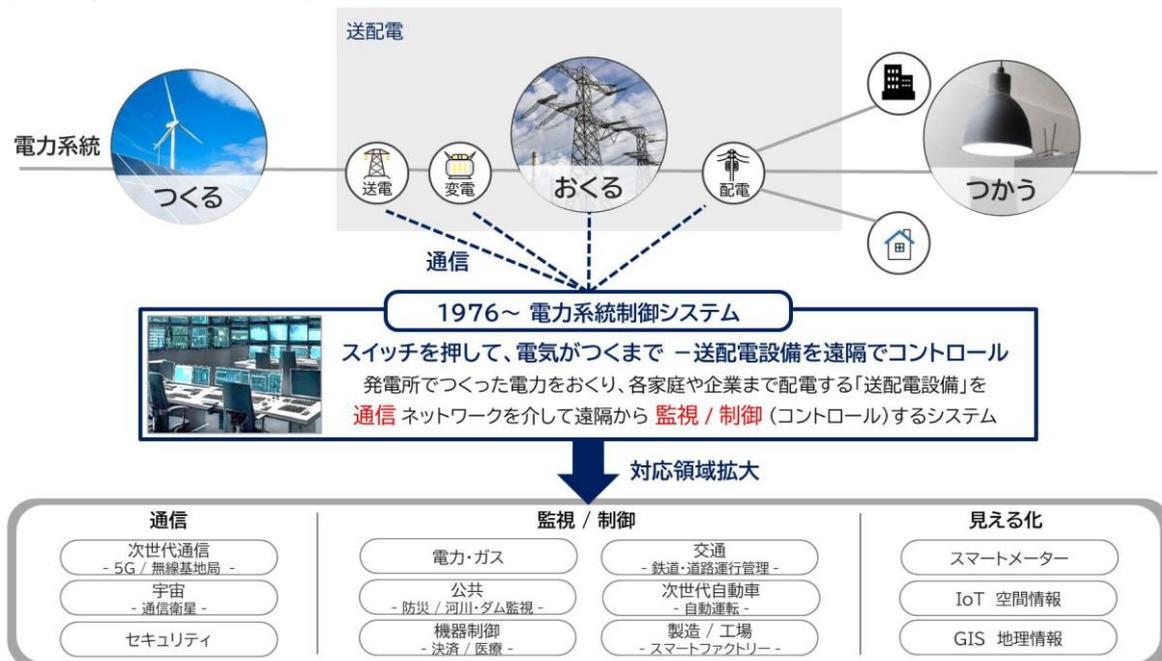
エネルギー分野に強みを有する独立系のシステム開発企業

(1) 会社概要： 電力の系統制御システム開発から事業を開始

1976年に電力分野に強みを有する独立系のシステム開発企業として設立し、電力の系統制御システム開発から事業を開始した。電力系統制御システムとは、発電所でつくった電気を各家庭や企業に届けるまでの変電・送電・配電設備を、通信ネットワークを介して、コンピュータで遠隔監視・制御（コントロール）するシステムのこと。この電力系統制御システムで培った「通信」「監視」「制御」技術が強みに、対応領域を拡大してきた。監視・制御技術は、鉄道や道路、航空などの交通分野の運行管理をはじめ、様々な業界・領域で、遠隔での設備監視・コントロールに活用されている。近年は、監視・制御技術を応用した設備や機器の使用状況などの「見える化」が進んでおり、電力・ガスの使用状況をリアルタイムで見える化するスマートメーターや、IoT 関連システムの開発に取り組んでいる。通信技術は、5G など最新の通信ネットワーク基盤を支える ICT システムの開発に加え、安心・安全な通信を支えるセキュリティ・ソリューションも提供している。

電力・ガスのエネルギー分野は現在でも主力の事業領域であり続けているほか、自動車、道路、鉄道、航空、宇宙、情報通信、防災、医療など、社会インフラのシステム構築を数多く手掛ける ICT 企業として事業基盤を築いている。社名であるアドソル日進のアドソルは、Advanced Solution（アドバンスト・ソリューション）を意味し、「デジタル社会の“あした”をリードするイノベーションカンパニー」を、スローガンとして掲げている。

図表1-1. 事業領域の拡大と進化



(出所) 会社ホームページ





図表1-2. サービスを提供する領域



(出所) 会社ホームページ

(2) 会社沿革：システム業界の発展とともに歩んできた老舗企業

日本における情報システム業界のあゆみはコンピュータの産業利用の歴史に重なる。1950年代から60年代が国内のコンピュータ産業の草創期にあたる。大学などが研究目的などで利用し始めたほか、国内メーカーがコンピュータの開発を進めた。企業では金融業界や電力業界など、計算処理が多い産業界の企業などがコンピュータを利用するために計算部門を立ち上げ、のちに計算部門などが母体となってシステム子会社として独立するに至った。こうした情報システム子会社には親会社向けサービスで培ったノウハウをもとに外販に乗り出す企業もあった。また、企業の情報システム子会社以外にも60年代には企業のコンピュータ利用を支援する情報システム企業も数多く設立された。

現在上場する情報システム企業を見ると、TIS（3626、TISの源流企業の一社であるインテック、創立時は富山計算センター）64年、野村総合研究所（4307）65年、SCSK（9719、源流企業の一社であるCSK、設立時はコンピューターサービス）68年、オービック（4684、設立時は大阪ビジネス）68年などは、産業が立ち上がった頃から息長く活動する。こうした時代背景の中で産声を上げたのが同社である。同社の設立は76年。企業のコンピュータ利用が盛んになり始めた時代であり、社歴は半世紀近くに及ぶ。情報システム業界の発展とともに歩んできた老舗企業の一社といえよう。

同社の事業は電力系統制御システムから始まり、現在も主要な事業領域であるエネルギーに加え、モビリティ・交通、メディカル・ヘルスケア、通信、ペイメント（決済）、防災の各事業領域に広がっている。さらには、注力分野でもあるGISをはじめとしたソリューションの提供にまで事業領域を進化させている。





図表1-4. 会社沿革

1976年	日進ソフトウェアを設立
84年	スーパーミニコンOS開発に着手
91年	米国Lynx Software Technologies社製の「LynxOS」を販売開始
2003年	商号をアドソル日進に改称
06年	ZigBee Allianceに加盟
07年	東京証券取引所JASDAQ（スタンダード）へ上場
07年	ZigBee通信ユニットがZigBee2006仕様認証製品に認定
07年	タッチタグ・スターキットの販売を開始
08年	ISO27001の認証を取得
09年	大学病院に「MRI検査室入退管理システム」を納入
10年	自動検知による次世代セキュリティシステムを共同開発
10年	先端IT活用推進コンソーシアムの発足企業として参画
11年	ZigBee/PLCハイブリッド端末を開発
11年	早稲田大学 先進グリッド技術研究所（デマンドレスポンス技術研究会）に発足企業として参画
12年	スマートジャパンアライアンスの立上げ企業として参画
12年	スマートコミュニティ・アライアンス(JSCA)に参画
12年	EMS新宿実証センター（経済産業省・早稲田大学）での、スマートメーター・デマンドレスポンス技術開発実証実験に参画
13年	ベトナムIndividual Systems社と、業務提携契約を締結
14年	早稲田大学ACROSS（スマート社会技術研究会）に、発足企業の一社として参画
14年	日本プロセスと、業務資本提携契約を締結
15年	米国Lynx Software Technologies社と、「LynxSECURE」の日本国内総代理店契約を締結
16年	東京証券取引所 市場第二部へ市場変更
16年	米国サンJoseに、R&Dセンター機能を有する子会社「Adsol-Nissin SanJose R&D Center, Inc.」を設立
16年	東京証券取引所第一部に指定
16年	ベトナム3S社/Unitec社と、業務提携契約を締結
17年	名古屋工業大学の、「サイバー攻撃の防御技術」での産学共同研究に参加
17年	日本検査キューエイと、「情報セキュリティ」で協業を開始
17年	慶應義塾大学と、「GISとIoTの融合」での産学共同研究・開発を開始
18年	国内初となる、IoT向け無線通信方式「LoRa」専用パケットキャプチャーの販売を開始
18年	米国Lynx Software Technologies社と、「組み込み型IoTソリューション」に関する国内独占・包括契約を締結
18年	立命館大学と、「組み込みマルチコアOS」に関する共同研究を開始
19年	立命館大学と、「IoTセキュリティ分野を主とする科学技術の発展」を目的とした産学連携協定を締結
19年	パリュールHRと、資本・業務提携契約を締結
20年	アジア地域でのシステム開発を推進する連結子会社「アドソル・アジア」を設立
21年	シュナイダーエレクトリック社と、SIパートナー契約を締結（日本初）
21年	SYSホールディングスと、業務提携契約を締結
22年	東京大学と、共同研究を開始（宇宙・衛星データ関連他）
22年	日本電産と、位置情報ソリューション事業で提携
22年	東京証券取引所プライム市場に移行
23年	名古屋オフィスを開設
23年	ベトナム Techzen社（ダナン）と資本・業務提携契約を締結
23年	ベトナム ダナン大学（University of Da Nang）と産学連携協定、および共同研究に関する協定を締結

（出所）有価証券報告書、会社ホームページで当研究所作成





2. 企業理念・経営理念、事業体制

国内 5 拠点、ベトナム 3 拠点、米国を加えた事業体制を確立

(1) 企業理念・経営理念

企業理念

私たち アドソル日進は、高付加価値サービスの 創造・提供を通じて
お客様の満足と 豊かな社会の発展に 貢献します

経営理念

- 一、私たちは お客様に「魅力と満足」を提供します。
- 一、私たちは 健全な経営を通じて「伝統と信頼」を築きます。
- 一、私たちは 創意と熱意により「事業と業務の革新」に挑戦します。
- 一、私たちは 「技術と能力」を磨き チームワークで 総合力を発揮します。
- 一、私たちは 「会社の発展」「社員の幸福」「株主の利益」をともに追求します。

(2) 事業体制

同社の事業推進体制は、国内に 5 拠点を有するほか、ベトナムの 3 拠点を加えたグローバル分散開発体制を確立、米国には R&D 拠点を設けている。海外オフショア開発は 100% 子会社であるアドソル・アジアが統括しており、国内関連会社を含めてアドソル・グループを形成する。

同社グループは、子会社 2 社、関連会社 2 社により構成される。子会社については、米国サンノゼ・シリコンバレーに Adsol-Nissin San Jose R&D Center, Inc. を 2016 年 12 月設立。Adsol-Nissin San Jose R&D Center, Inc. には、先進的なセキュリティ技術の調査・研究を委託している。20 年 1 月にはアドソル・アジアを設立し（20 年 4 月営業開始）、アジア・アセアン圏での社会インフラ事業や先進インダストリー事業向けのシステム開発を委託している。アドソル・アジアは特定子会社に該当する。関連会社は、受託ソフトウェア開発を主な事業とする中国大連運籌科技有限公司とヒューマンテクノシステムホールディングス。ヒューマンテクノシステムホールディングスには、社会インフラ事業、先進インダストリー事業向けのシステム開発の一部を委託する。なお、Adsol-Nissin San Jose R&D Center, Inc.、大連運籌科技有限公司、ヒューマンテクノシステムホールディングスは、重要性が乏しいことから、連結対象または持分法の適用対象としていない。





図表2-1. 関係会社の状況

名称	住所	資本金	主な事業内容	議決権または被所有割合 (%)	関係内容
Adsol-Nissin San Jose R&D Center, Inc.	米国カリフォルニア州	150,000ドル	先進セキュリティ技術に関する調査・研究・サポート	100.0	先進セキュリティ技術に関する調査・研究委託先企業
アドソル・アジア	東京都港区	8,000万円	アジア・アセアン圏での、ICTシステムの開発、サービスの提供	100.0	社会インフラ事業、先進インダストリー事業向けの委託先企業
大連運籌科技有限公司	中国遼寧省大連市	1,000千人民元	ソフトウェア、ハードウェア開発	25.0	社会インフラ事業向けの委託先企業
ヒューマンテクノシステムホールディングス	福岡市博多区	8,000万円	同社グループ会社の事業活動の管理、経営指導	21.9	社会インフラ事業、先進インダストリー事業向けの委託先企業

(出所) 有価証券報告書で当研究所作成

国内拠点

国内には、東京本社、関西支社、九州支社、名古屋オフィス、仙台開発センタの 5 拠点を持つ。各々の拠点が主にその地域の顧客向けにサービスを提供している。名古屋オフィスは、ここ数年来の中部地区への対応強化の一環で 23 年 4 月に開設した。中部地区に拠点を整備したことで、既存拠点と合わせて国内の主要地域をカバーする体制を確立した。中部地区は、主力領域であるエネルギー企業や、グローバルに展開する製造メーカーの拠点多い地域。中期的には、成長の原動力の一つとして、関西支社、九州支社と並ぶビジネスボリュームを持つ拠点へと育てる方針（図表 2-2 参照）。

図表2-2. 事業領域の拡大と進化



(出所) 中期経営計画の説明資料

(3) 海外展開：オフショア開発体制

海外では、オフショア開発拠点としてのベトナムと、R&D 開発拠点として米国・サンノゼに進出している。ベトナム





ムには 3 拠点（ハノイ、ダナン、ホーチミン）にオフショア開発体制を構築しており、多数の技術者を擁する。国内とベトナムの技術者と連携することで、効率的な開発プロセスと高品質な成果物を提供する仕組みを実現している。

図表2-3. グローバル展開



(出所) 会社ホームページ

オフショア開発

オフショア開発とは、海外に子会社を設立して開発を行ったり、開発を現地の企業に委託したりすること。主な目的は技術者の確保やコストメリットの享受。開発工程のうち一部を切り出して海外企業に任せるなど、国内拠点と連携して開発を効率化するという使い方がなされる。オフショアは、システム開発以外にもソフトウェアのテストやデータ入力、コールセンターなどのサポート業務にも活用される。オフショアと似た仕組みにニアショアがある。ニアショアとは人材確保などを目的に国内の地方に拠点を設けたり、地方の会社などに業務を委託したりすること。オフショアと違い時差や言葉の壁がないほか、首都圏や大阪、名古屋といった大都市に比べるとシステム会社が少なく人材の採用がしやすい。人件費や委託費用も抑えられることが多い。

オフショア拠点としては、かつては人口が多くて人材を確保しやすい、賃金が安い、地理的に近いなどの理由から中国が多かったが、近年ではベトナムやフィリピンなどが注目されている。IT 企業が集積するインドもオフショア拠点として知られる。地理的に近く、優秀なエンジニアが比較的リーズナブルに調達できるアジア地域が好まれるようだ。同社はベトナムをオフショア拠点と位置付ける。現地での開発をマネジメントする「ブリッジ SE」を育成するなど、開発体制の整備を進めている。

情報システム関連の企業が海外に進出する目的は、大きく 4 パターンに分類できると考えられる（図表 2-4 参照）。同社は 1、2、4 のパターンに該当する。（1）国内の企業向けに、開発案件などに必要なエンジニアを確保するほか、賃金格差を利用したコストメリットの享受などを目的とする。（2）国内の顧客が海外進出するのに合わせて、顧客の海外拠点でのシステム整備などを支援する。（3）自社製品やサービスなどを海外の顧客





に販売・提供する。海外に子会社を設立するほか、地場企業との合併や買収などにより展開する。(4) 海外の製品やサービス、最新の技術動向の収集、調査などを目的とする。

図表2-4. 主な進出目的と顧客

	目的	特徴	主な顧客
1	リソース確保・コスト削減	国内の開発案件などに必要な技術者を確保するほか、コストダウンなどを目的とする。	国内企業
2	システム支援	顧客が海外進出するのに合わせて、顧客の海外拠点でのシステム整備などを支援する。	国内企業の現地法人など
3	販路整備	海外の顧客に自社製品やサービスなどを販売・提供する。現地に子会社を設立するほか、地場企業との合併や買収により展開する。	海外企業
4	研究開発・調査	海外の製品やサービス、最新の技術動向の収集・調査、研究開発などを目的とする。	顧客なし

(出所) 各種資料で当研究所作成

ベトナムでの取り組み

オフショア開発拠点として整備を進めるベトナムでの取り組みを見てみたい。ハノイ拠点では、3S Intersoft 社と16年に業務提携。3S Intersoft 社は、IoT・センサー関連技術に強みを持つ。同社専用のプロジェクトルームを設置しており、日本の開発拠点と常時接続し、拠点間シームレス開発環境・体制を構築している。

ダナン拠点では、UNITECH 社と16年に業務提携。UNITECH 社はベトナム国内（官公庁ほか）へのサービス提供に強みを持つ。同社専用のプロジェクトルームを設置しており、日本の開発拠点と常時接続し、拠点間シームレス開発環境・体制を構築している。Techzen 社とは23年に資本・業務提携。Techzen 社は同社の元社員（ベトナム人留学生として来日）が22年に帰国後に設立した。2社と同じく、同社専用のプロジェクトルームを設置しており、日本の開発拠点と常時接続し、拠点間をシームレスにつなぐ開発環境・体制を構築している。

図表2-5. ベトナム3拠点



(出所) 会社ホームページ





(4) 産学連携

同社は産学連携にも取り組んでおり、国内外の大学・研究機関との共同研究や企業との連携のほか、AI 研究所や米国の 100% 子会社「アドソル日進サンノゼ R&D センタ」での活動を通じて、「DX」「AI」「IoT」「セキュリティ」などの最先端技術を活用したキーテクノロジーの創造、強化・拡充に取り組んでいる。国内では東京大学、慶應義塾大学、早稲田大学、立命館大学と連携。海外ではベトナムのダナン大学と協力関係を結ぶ。

一例として東京大学、早稲田大学、ベトナム・ダナン大学との取り組みを紹介する。

東京大学との取り組み：東京大学大学院工学系研究科航空宇宙工学専攻「中須賀・船瀬研究室」と、「宇宙を推進力とする経済成長とイノベーション」をテーマとした共同研究を推進する。

【「宇宙」×「IT」×「問題解決」で、未来を創る】をキーコンセプトに、①「宇宙データ・衛星データ」を活用した社会問題解決の研究、②「宇宙×IT」人材育成の研究に取り組む。このほか、同大学で 22 年に新規開講した講座「実践宇宙データ活用」において、AI・IoT 分野で全面協力している。

早稲田大学との取り組み：早稲田大学では、早稲田大学先進グリッド技術研究所（所長：林泰弘理工学術院教授）と経済産業省が早稲田大学内に EMS（エネルギーマネジメントシステム）新宿実証センターを開設し、標準通信規格によるデマンドレスポンス技術開発に向け、産官学を挙げた研究を行っている。同社は、住宅メーカー、エネルギー企業、電機メーカー等 26 社による、スマートメーターと連携した、スマートハウス・ビル等の電力ピークカット／ピークシフトをリアルタイムで制御する技術開発に参画している。

ベトナム・ダナン大学との取り組み：23 年に産学連携協定（MOU）、「スマート大学の実現」をテーマとした共同研究に関する協定（MOA）を締結した。メタバースと教育システムの融合について共同研究を行うとともに、高度 IT 人材の育成に向けてインターンシップ・プログラムやシンポジウム、ワークショップなどの取り組みを推進している。なお、教育システムには、同社グループの独自教育ソリューション「StudyArts（スタディアーツ）」を活用している。



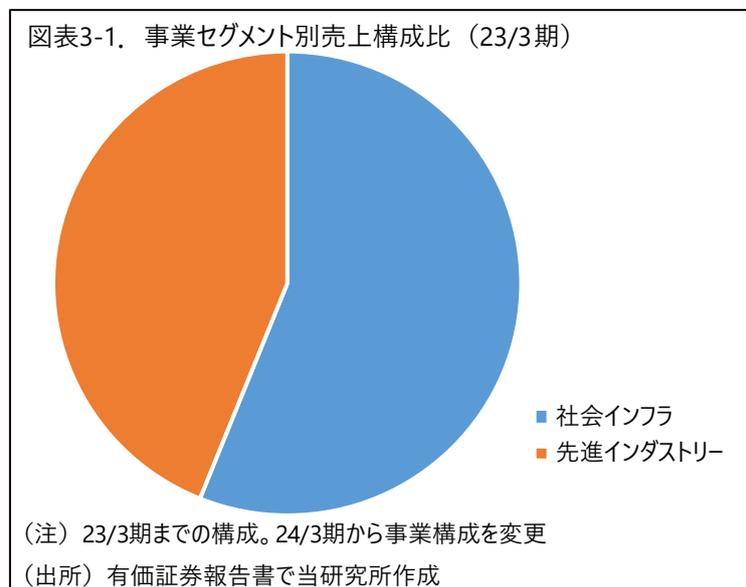


3. 事業内容、事業環境

社会インフラと先進インダストリーの2事業に加え、ソリューション事業を展開

(1) 事業内容

社会インフラ事業と先進インダストリー事業の2事業を展開するほか、全社横断的なソリューション事業を展開する。社会インフラ事業と先進インダストリー事業は各々が蓄積した技術の中核に、顧客の事業特性と情報システムのライフ・サイクルに合わせて、コンサルティングから保守に至るワンストップ・ソリューションを提供している。両事業が融合、連携して、国内の有力なメーカー、システム・インテグレーション企業、エンド・ユーザを対象に、製品・ソリューションや技術・サービスを提供するほか、デバイス制御（センシング、OS を含む）からネットワーク、大規模インフラ、クラウドシステムまでをカバーする総合エンジニアリング企業として、その全域をワンストップで提供している。



社会インフラ事業

人々の暮らしに欠かせない社会インフラ領域でシステム・インテグレーション・サービスを展開する。エネルギー（電力・ガス）、交通・運輸、公共、通信・ネットワーク向けに、社会インフラの基盤となる ICT システムの開発や、持続可能な社会の実現に貢献する次世代エネルギーシステム、次世代通信や宇宙・衛星データ利活用などのテーマに取り組む。





図表3-2. 社会インフラ事業の事業領域

事業領域	関連システム
エネルギー（電力・ガス）	自由化・分社化対応（託送・顧客管理）、発電・送電設備、VPP（バーチャルパワープラント）、スマートメーター、マイクログリッド
交通・運輸	鉄道：運行管理、沿線情報、予約発券システム 道路：交通情報、設備監視・制御 航空：キャリア向けDX案件、気象情報管理 宇宙：衛星通信、設備監視・制御、衛星データ利活用
公共	ダム・河川監視、広域防災システム、緊急医療、社会保険関連システム
通信・ネットワーク	通信監視・制御、無線基地局システム

（出所）会社ホームページの説明で当研究所作成

【エネルギー（電力・ガス）】

電力・ガスの「つくる」「おくる」「うる」「つかう」の全領域での ICT システム開発に加え、脱炭素・GX（グリーントランスフォーメーション）に貢献する ICT システムを提供。

【交通・運輸】

交通インフラ（道路・鉄道・航空）や宇宙・衛星分野でのシステム開発やデジタルデータ利活用コンサルティング、通信セキュリティに関する ICT システムを提供。

【公共】

官公庁・地方自治体向けに、防災・レジリエンス、ダム・河川管理、感染症対策など、人々の安心・安全な生活に貢献する ICT システムを提供。

【通信・ネットワーク】

5G などの通信ネットワーク基盤を支える ICT システムの開発、通信テクノロジーを活用した新たな ICT サービスの創出、次世代通信規格の技術調査・研究など。

先進インダストリー事業

「製造」「サービス」「エンタープライズ」領域で、次世代自動車やキャッシュレス決済、電子カルテなどの ICT システムを提供するとともに、顧客の DX をサポートする。

図表3-3. 先進インダストリー事業の事業領域

事業領域	関連システム
製造	自動車：次世代自動車（EV・自動運転）、コネクティッドカー スマートファクトリー：設備機器（FA・ロボット・製造ライン）、現場管理システム（工程・資材）
サービス	ペイメント：クレジットカード、決済基盤、キャッシュレス決済
エンタープライズ	メディカル・ヘルスクエア：医療・介護機器、医療情報システム、電子カルテ、地域医療

（出所）会社ホームページの説明で当研究所作成



**【製造】**

「自動運転」や「つながる車」などの次世代自動車、産業機器や工業製品に関わる ICT システムに加え、生産管理システムなど、製造業の DX・スマートファクトリー化を実現する ICT システムを提供。

【サービス】

暮らしに密接な決済（クレジットカード、キャッシュレス）に関わる ICT システムに加え、デジタルデータを活用した新たな ICT サービスの創出につながる DX サービスを提供。

【エンタープライズ】

超高齢社会を支える医療・介護機器や電子カルテなどの医療情報システムに加え、大手企業の社内業務改革・デジタル化に活用・展開する DX サービスを提供。

ソリューション事業

地図アプリなどで活用が進む「GIS：地理情報システム」、無線・センシングの技術やノウハウを活かした「IoT：空間情報」、そしてそれらを支える「セキュリティ」まで、ワンストップでサポートする。ソリューション事業は、全社横断的な戦略的事業に位置付ける。

GIS では、店舗情報マッピングサービス「COCOYA」を提供するほか、米国 Esri 社の GIS プラットフォームである ArcGIS（同社は ESRI ジャパンの正規代理店・開発パートナー）などを扱う。

IoT では、現場を見える化することで生産性向上や業務改革に貢献する「位置情報ソリューション」を提供。ソリューションには、工場・倉庫などの現場管理に活用できる高精度測位ソリューション「uLocation-Q」、IoT 技術でヒトやモノの位置情報を収集・活用し、現場変革をサポートするソリューション「uS1GMA」がある。

セキュリティでは、米国 Lynx Software Technologies 社の日本総合代理店として、IoT ソリューション「LynxSECURE」を提供する。

(2) GIS（地理情報システム）とは

GIS とは、Geographic Information System の略称で、地理情報システムと訳される。GIS は、地図にさまざまなデータを重ねて見える化し、分析・解析することで、業務の改善や社会課題の解決につなげることのできるシステム。GIS は、地図データ化や、地図化可能な表データを描画し、2D、3D などで地図として表示する、複数の地図データを重ね合わせて、近接関係、重なり、経路、集約、補完などの空間的な分析を行うといったことができる。

GIS の活用例

GIS がどのような業界や業務で活用されているのかを示したのが図表 3-4。エリアマーケティングや防災・災害対策、屋内測位（インドアマッピング）に活用される。このほか、電力・ガス設備管理、設備立地計画などの公益





サービス、道路の維持管理、鉄道路線管理、森林資源管理、水資源管理、河川管理、都市計画、固定資産管理など幅広い領域で活用されている。

同社では、100名を超えるGISコンサルタント、GISエンジニア、GISデータサイエンティストなどの専門家による高レベルなテクノロジーとノウハウを活かし、社会を支えるGISシステムの開発から保守までワンストップで提供する。

図表3-4. GISの特徴、同社が提供するソリューション

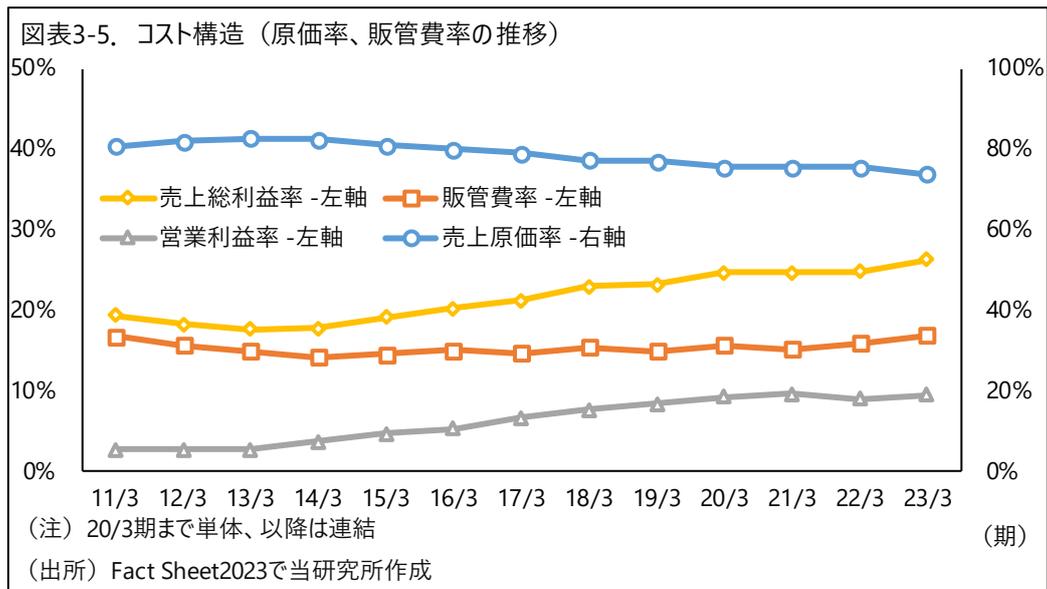
GISでできること	
ビジュアライゼーション機能	地図データ化や、地図化可能な表データを描画し、2D、3Dなどで地図として表示する。
空間的な分析機能	複数の地図データを重ね合わせて、近接関係、重なり、経路、集約、補完などの空間的な分析を行う。
データ作成・更新機能	作図や、CAD等のデータを読み込んで地図データ化、住所からの地図データ変換、分析結果としての地図データ生成が可能。
地図データの表示・編集機能	地図に触れる、操作することが可能なほか、地図の移動・拡大、対象の選択、データの入力が可能。
GISの活用例	
エリアマーケティング	GISは様々なデータを集計・分析することで店舗の最適な新設場所を選定したり、地域のポテンシャルや特性を数値化したりできるため、マーケティング業務で活用されている。
防災・災害対策	GISは災害、疫病、事故などの情報を地図上に展開し、可視化・分析することが可能で、BCP策定に役立つ情報の生成と共有が可能。
屋内測位（インドアマップング）	インドアマップングとは、屋内に存在する人やモノの位置を測定し、所在をリアルタイムで把握することができるIoT技術。この技術にもGISが活用されている。
GISソリューション	
高度GISテクノロジー	100名を超えるGISコンサルタント、GISエンジニア、GISデータサイエンティストなどの専門家による高レベルなテクノロジーとノウハウを活かし、社会を支えるGISシステムの開発から保守までワンストップで提供する。
GISによる課題解決・提案力	年間100件の導入実績から培ったコンサルティング力により、顧客のDX課題を共に考え、IT×OTにおける最適な地図データの選定と、問題を解決するGISプラットフォームの選定・検討・構築を実施。
アライアンス企業との強いリレーションシップ	多岐にわたるGIS事業のトップ企業とのビジネス連携と戦略的アライアンスにより、シナジー効果をもたらす提案とサービスを提供。

(出所) 会社ホームページの解説で当研究所作成

(3) コスト構造

同社のコスト構造を確認する(図表 3-5)。売上原価と販管費の推移(20/3期まで単体)をみると、売上原価は長期的に低下傾向が見て取れる。原価率(図表の右軸)は11/3期~15/3期にかけて80%台で推移していたが、その後は徐々に低下。直近23/3期は74%まで低下した。販管費率(図表の左軸)は11/3期の17%から緩やかに低下したが、ここ数期は上昇傾向にあり、23/3期はほぼ11/3期並みの17%だった。営業利益率(図表の左軸)は11/3期の2.6%から継続的に改善しており、23/3期は9.4%となった。売上原価率の低下が営業利益率の上昇の原動力といえる。

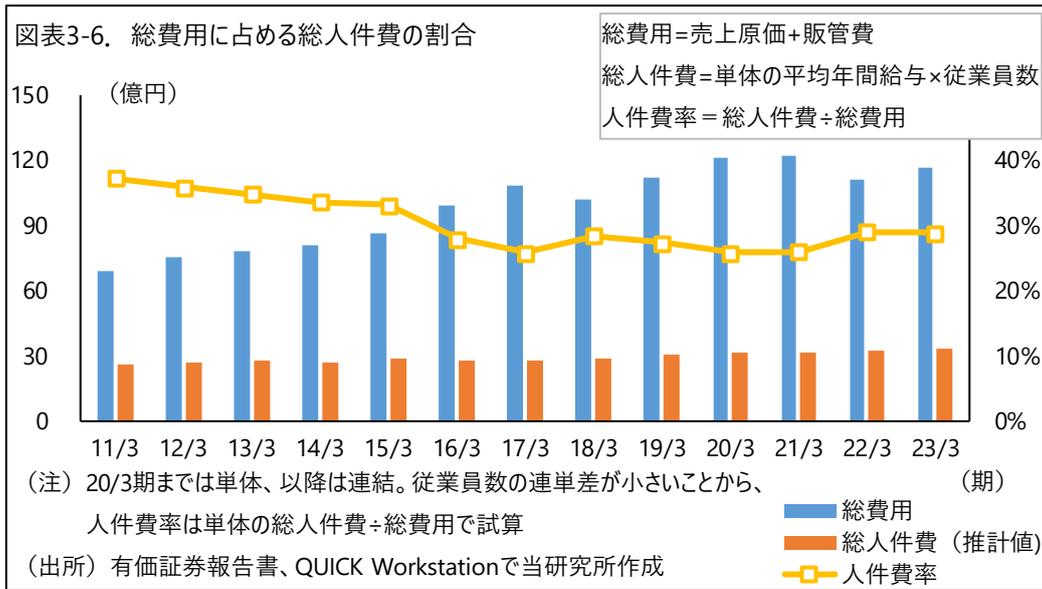




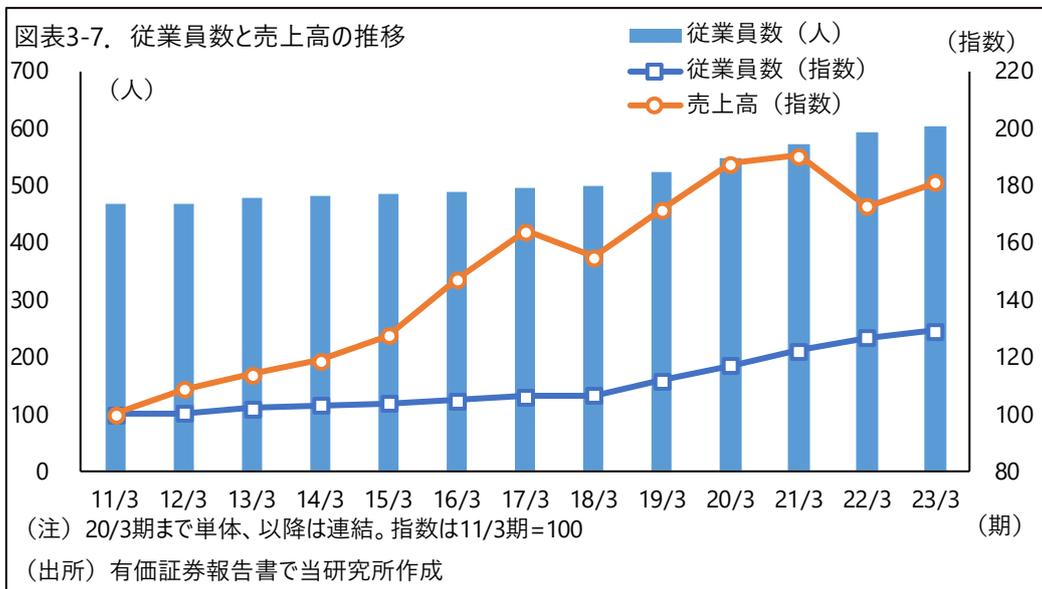
情報システム企業で費用の大きなウェイトを占めるのは人件費。主な分類は、システム開発など製造段階で発生する労務費と、営業や管理、広報など間接部門の給与手当などである。労務費は売上原価、給与手当などは販管費に計上される。これらの人件費（連結）のうち、販管費への計上分は直近期に至るまで継続的に確認できるが、売上原価への計上分は確認できない（一般的には開示されない）。なお、単体は20/3期まで労務費が製造原価明細書に掲載されていたが、以降は製造原価明細書が省略されており、単体についても直近分が確認できない。

ここでは、有価証券報告書に記載されている単体の年間平均給与から、全体の人件費を推計してみる。単体の従業員数（期末）×平均年間給与で計算した。23/3期の全体の人件費は34億円だったが、実際の総人件費とは差が生じるとみられる（単体の製造原価明細書が開示されていた11/3期～20/3期は、単体の労務費+販管費の給与・賞与の合計が推計値より大きい。21/3期～23/3期は不明だが同様とみられる）。推計した人件費は、総費用に占める割合の傾向をつかむための利用にとどめておく。同社は連結決算だが、23/3期末の単体の従業員数599名に対し、連結は603名と連単差が小さい。連結と単体の人件費総額の差も小さいと仮定し、23/3期の単体の人件費を用いて連結の総費用に占める割合を計算すると29%だった。11/3期の36%から低下したが、直近2期は上昇した。





従業員数と売上高の関係も見ておきたい。図表3-7をみると、11/3期を起点に売上高は8割ほど伸びたが、従業員数は3割ほどの増加に抑えられている。人員増に頼らず、売上高を伸ばしたことが読み取れる。ただ、20/3期以降で見ると、売上高が伸び悩む一方で従業員数は増加傾向が続いた。売上高の伸び悩みは、コロナ禍で企業の発注先送りなどの事態に直面し受注獲得に苦戦したため。従業員数の増加は、ポストコロナ禍を含め、成長に向けた先行投資と位置付ける。

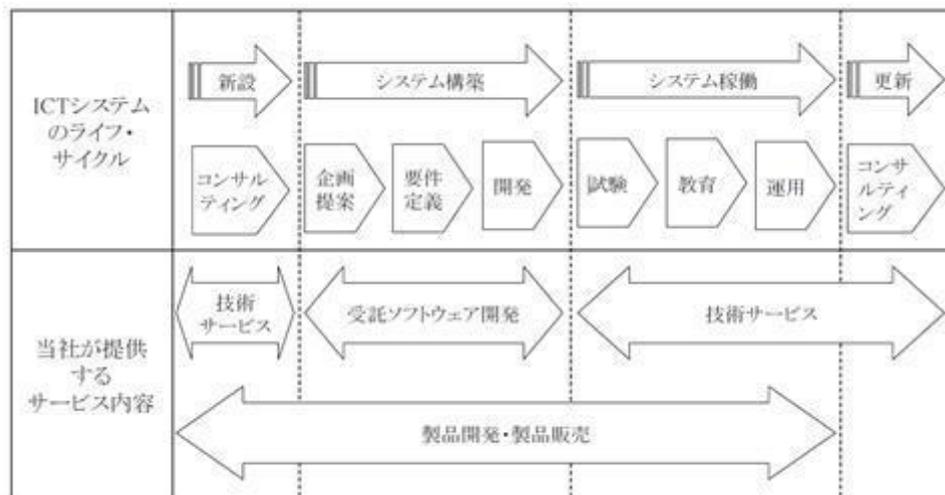




(4) ビジネスモデル

同社グループは、ICT システムのライフ・サイクルに応じて、ICT システムの開発やソリューションを提供する。一般に、ICT システムのライフ・サイクルは、システムの新設、更新に関するコンサルティングの提供、システムの企画提案から要件定義、開発に至る迄のシステム構築に加え、システムの稼動に関連する試験、教育、運用などのサポートの工程により構成される。ICT システムのライフ・サイクルと同社グループが提供するサービス内容との関係は図表 3-8 の通り。

図表3-8. ICTシステムのライフ・サイクルと同社グループが提供するサービス内容との関係



(出所) 有価証券報告書 (23/3期)

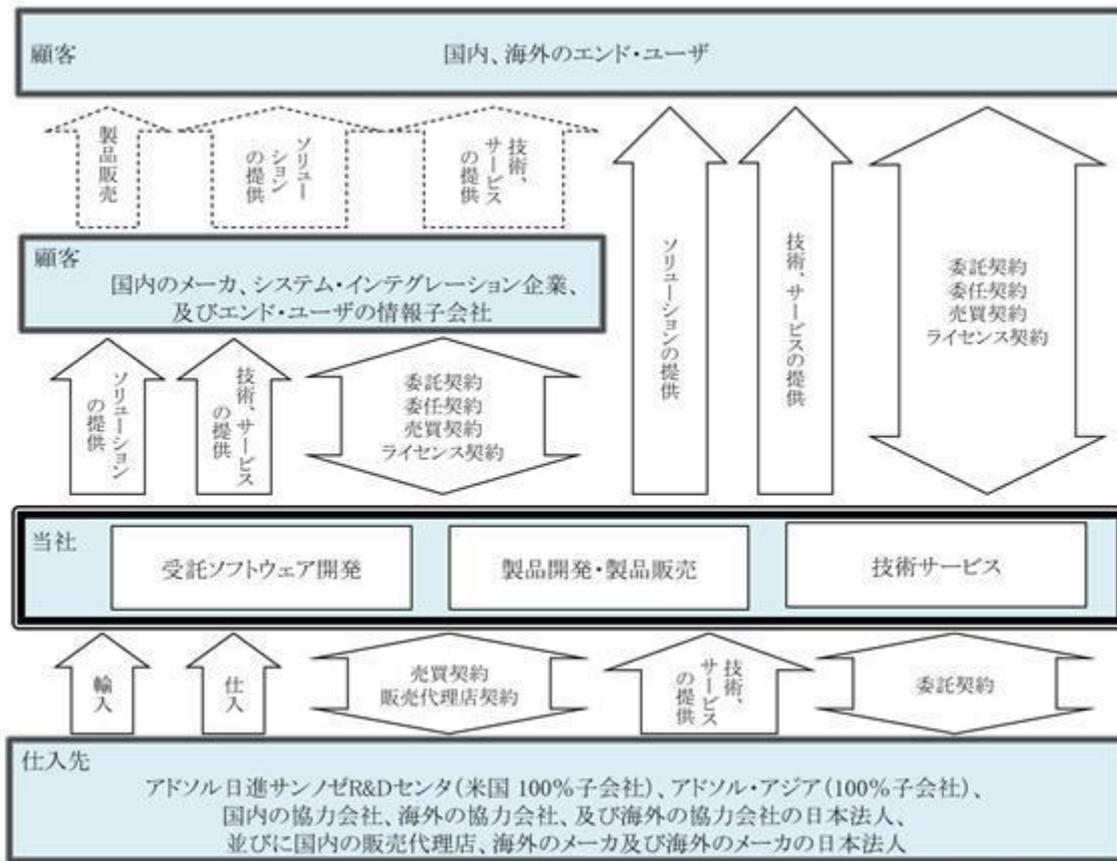
同社グループが顧客に ICT ソリューションを提供する際、主に開発、試験、運用等の工程において同社グループのみでは不足する開発パワーの一部を委託契約により、国内・海外の協力会社から技術・サービスの提供を受けている。特に、製品開発・製品販売を提供する場合は、国内の販売代理店、米国、台湾を中心とする海外のハードウェアやソフトウェアのベンダに加え、海外のハードウェアのベンダの日本法人から売買契約、販売代理店契約などにより、ハードウェア製品、ソフトウェア製品の輸入・仕入を行う、加えて、顧客ニーズに合致させた最適ソリューションとして同社グループ独自技術を加えたシステム化製品を提供している。

セキュリティ・ソリューション「LynxSECURE」の提供に際しては、米国子会社 Adsol-Nissin San Jose R&D Center, Inc.、米国 Lynx Software Technologies 社と連携し、顧客へのサービスとサポートを図っている。同社グループが顧客に技術・サービスを提供する方法としては、委託契約、委任契約、売買契約、ライセンス契約などに基づき、国内のエンド・ユーザへ直接提供する方法と、国内のメーカー、システム・インテグレーション企業、エンド・ユーザの情報子会社を経由して国内、海外のエンド・ユーザへ提供する方法とがある。事業系統図によって示すと、図表 3-9 の通り。





図表3-9. 事業系統図



(出所) 有価証券報告書 (23/3期)

(5) 研究・開発

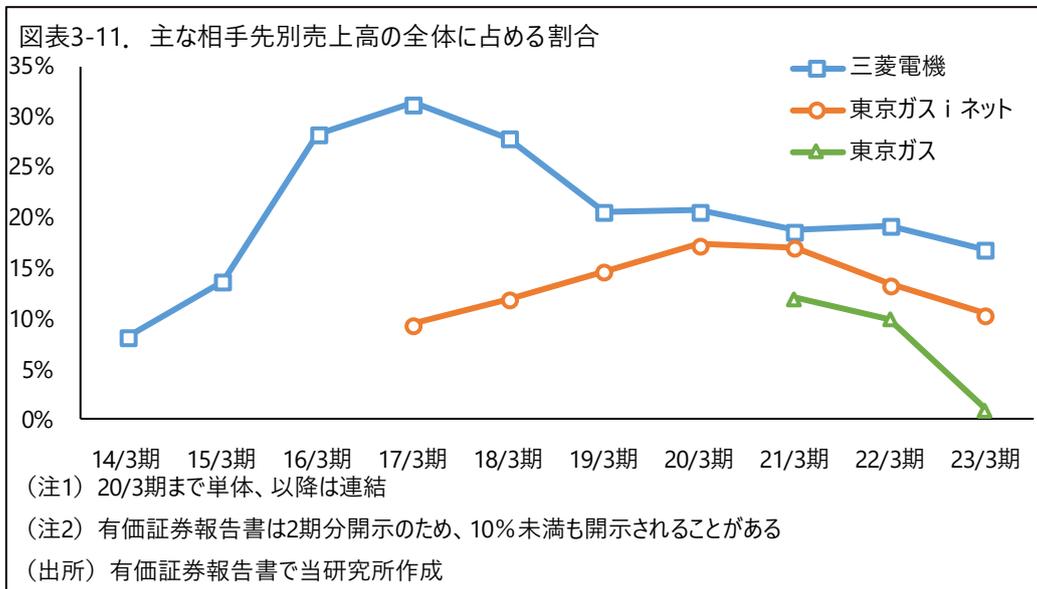
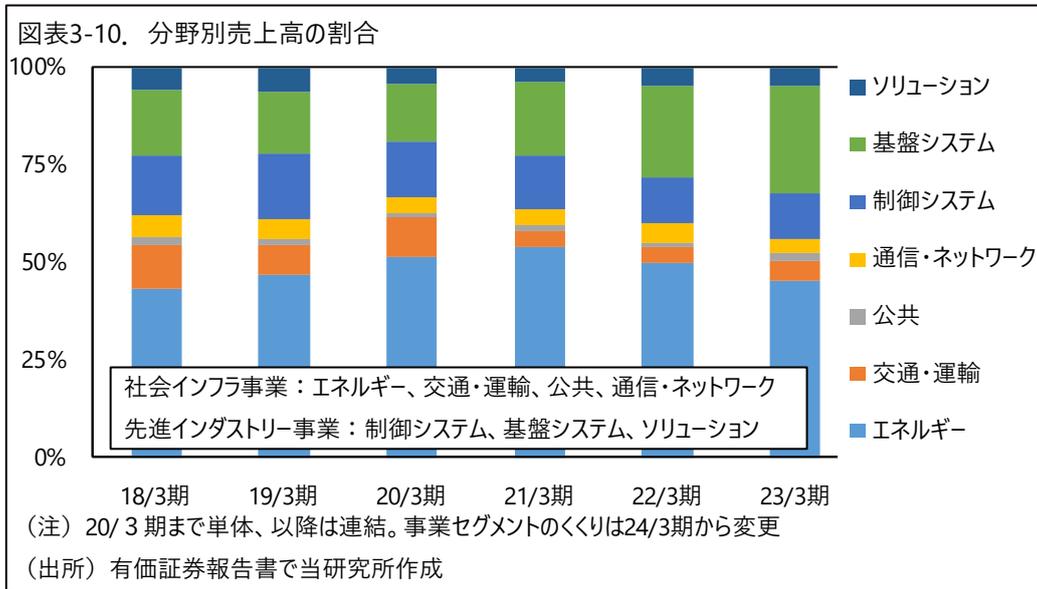
23/3 期の同社グループの研究開発費は前期比 4% 増の 1.6 億円だった。研究開発活動として、国立研究開発法人産業技術総合研究所とともに「AI の品質ガイドライン」策定プロジェクトや「AI の品質評価プラットフォーム」開発プロジェクトに継続して取り組んだ。さらに、産学連携への取り組みとして、東京大学大学院との宇宙・衛星データ関連の共同研究に継続して取り組んだことに加え、新講座「実践宇宙データ活用」において、AI・IoT 分野を中心に支援を行った。立命館大学 (IoT セキュリティや、次世代 IoT 機器向け、組み込み「マルチコア制御システム」)、慶應義塾大学 (GIS) や早稲田大学 (EMS) などの共同研究に継続して取り組んだ。これら研究開発活動の成果として、知的財産権の強化に注力しており、23 年 3 月末日現在、20 件 (前期末比 3 件増) の特許を取得した (23 年 11 月現在では 23 件)。





(6) 分野別売上高・取引先

電力の系統制御システムから事業を開始し、制御系に強みを持つシステム会社として発展してきただけに、電力・ガス向けのエネルギー分野の売上高の割合が高い（図表 3-10）。同社の取引先には、エネルギー業界のほか、こうした業界と関係が深い製造業が並ぶ。特に三菱電機は主要取引先として継続的に名を連ねる。





図表3-12. 主要顧客一覧

1	アジア航測	51	大陽日酸	101	富士通クラウドテクノロジーズ
2	アンリツ	52	竹中工務店	102	富士通 J a p a n
3	イトーキ	53	たけびし	103	富士通ゼネラル
4	ウーブン・コア	54	ダスキン	104	富士通ディフェンスシステムエンジニアリング
5	E S R I ジャパン	55	中電シーティーアイ	105	富士フィルムソフトウェア
6	N E Cソリューションイノベータ	56	中部精機	106	古野電気
7	N E C通信システム	57	中部電力	107	マクニカ
8	N H Kメディアテクノロジー	58	テブシステムズ	108	みずほ情報総研
9	N T Tデータ	59	デンソーテン	109	三井住友カード
10	N T Tデータ関西	60	トインクス	110	三井住友トラスト・システム&サービス
11	N T Tデータ先端技術	61	東京エレクトロン	111	三菱重工業
12	N T Tデータ北海道	62	東京エレクトロン九州	112	三菱電機
13	N T Tドコモ	63	東京エレクトロンテクノロジーソリューションズ	113	三菱電機インフォメーションシステムズ
14	エネサーブ	64	東京エレクトロンデバイス	114	三菱電機ソフトウェア
15	オーグス総研	65	東京ガス	115	三菱電機プラントエンジニアリング
16	大林組	66	東京ガス i ネット	116	三菱 U F J 銀行
17	沖電気工業	67	東京ガスネットワーク	117	村田製作所
18	オプテージ	68	東京電力パワーグリッド	118	LINEヤフー
19	オムロン	69	東京電力	119	ヤンマー
20	オムロンアミューズメント	70	東光東芝メーターシステムズ	120	リコージャパン
21	川崎重工業	71	東芝	121	ルネサスエレクトロニクス
22	関電システムズ	72	東芝ライテック	122	S T N e t
23	紀文フレッシュシステム	73	東邦ガス	123	Y E D I G I T A L
24	キヤノン	74	凸版印刷		他多数 (50音順)
25	Q s o l	75	豊田通商		
26	京三興業	76	トヨタ自動車		
27	K D D I 総合研究所	77	ニコン		
28	K C C Sモバイルエンジニアリング	78	ニシム電子工業		
29	コニカミルタ	79	日鉄ソリューションズ		
30	コベルコシステム	80	日本電気		
31	西部ガス情報システム	81	日本 I B M		
32	新日本ウエックス	82	日本金銭機械		
33	G S ユアサ	83	日本工営		
34	G M Oペイメントゲートウェイ	84	日本光電工業		
35	I & J デジタルイノベーション	85	日本精工		
36	J A L インフォテック	86	日本総合研究所		
37	J R九州システムソリューションズ	87	日本ヒューレット・パッカー		
38	J T B	88	ネクスティエレクトロニクス		
39	J T Bビジネスイノベーターズ	89	野村総合研究所		
40	ジオテクノロジーズ	90	パナソニック		
41	シャープ	91	パナソニック インフォメーションシステムズ		
42	S C R E E N I C T ソフトウェア	92	パナソニック コネクト		
43	S C R E E Nホールディングス	93	パラマウントベッド		
44	三菱電機	94	日立製作所		
45	積水化学工業	95	日立ソリューションズ		
46	セブン銀行	96	日立ソリューションズクリエイト		
47	ゼンリンデータコム	97	日野自動車		
48	ソレキア	98	プイ・テクノロジー		
49	ダイキン工業	99	富士アイティ		
50	大日本印刷	100	富士通		

(出所) 会社ホームページのデータで当研究所作成 (24年3月21日時点)



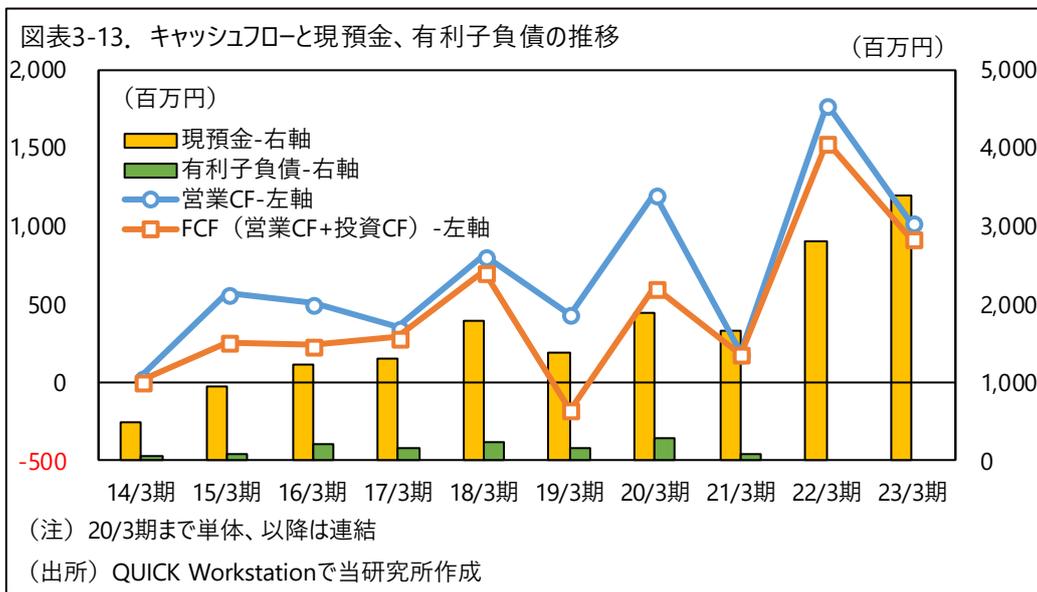


(7) 資金需要、調達資金

同社グループの資金需要として主なものは、運転資金として、システム開発のための人件費（労務費）、外注費、販管費としての人件費、経費などのほか、研究開発投資や、M&A（合併・買収）、資本業務提携といった投資戦略も資金需要としている。

必要となる資金については、内部資金を充当し、必要に応じて有利子負債の調達を実施することを基本としている。運転資金の調達手段の利便性確保を目的として総額 7 億円のコミットメントライン契約を締結しているが、この契約に基づく 23/3 期末の借入残高はなし。

同社のキャッシュフローと現預金、有利子負債の推移（図表 3-13）をみると、FCF は概ねプラスが続いており、現預金が積み上がる構図。有利子負債は返済が進み、22/3 期末からゼロとなっている。





4. 業界動向、同業他社比較

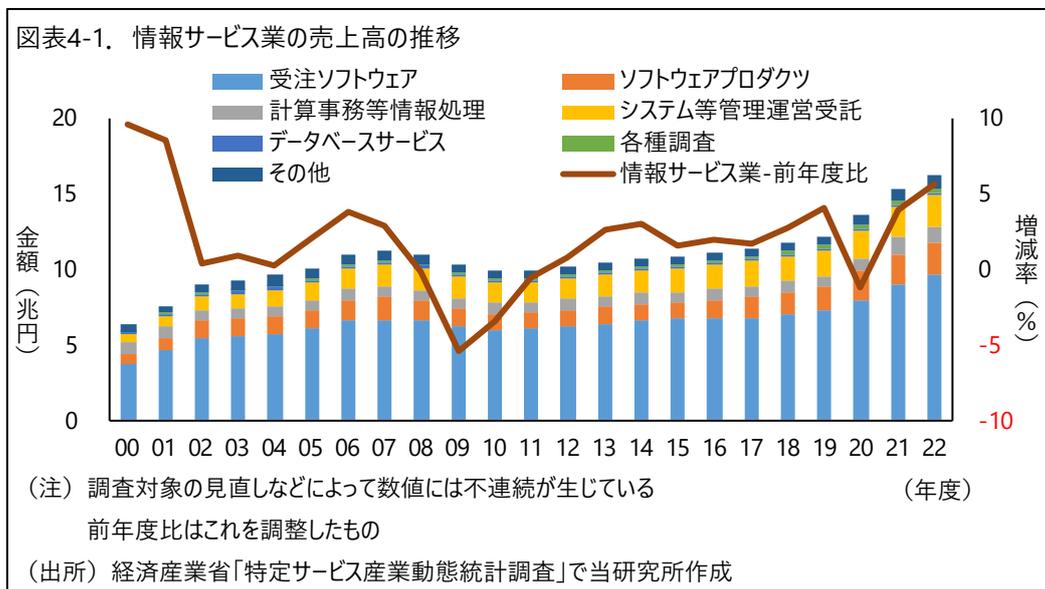
国内のソフトウェア投資は拡大が続く見通し

(1) 国内ソフトウェア投資の動向

情報サービス業の売上高

日本における情報システム業界の市場規模を包括的に捉えた統計として、経済産業省の特定サービス産業動態統計調査がある。同統計は各種の調査を行っているが、情報システム業界に係る統計は情報サービス業の売上高である。受注ソフトウェアやソフトウェアプロダクツ、システム等管理運営受託などに分類された売上高が継続的に調査されている。なお、調査は新規業種の拡充、調査対象の追加・見直しが随時行われており、数値は不連続が生じているが、伸び率は数値の不連続を調整したものが公表されている。市場規模を含めて、情報サービス市場の長期的な傾向を捉えるには参考になる。

2000年度以降で見ると、情報サービス業の全体の売上高は、リーマンショック後の企業業績の悪化などによる投資減が響いた08年度～11年度にマイナス成長を記録。新型コロナ禍で投資の先送りや凍結があった20年度は9年ぶりのマイナス成長だった。落ち込んだのはその時期くらいで概ね成長が続く。直近22年度は5.7%増。5%を上回る成長となったのは01年度の8.6%増以来21年ぶりだった。22年度の市場規模は、全体で16兆円強、うち同社の主な事業領域に係る受注ソフトウェアは10兆円弱となった。



民間企業のソフトウェア投資額

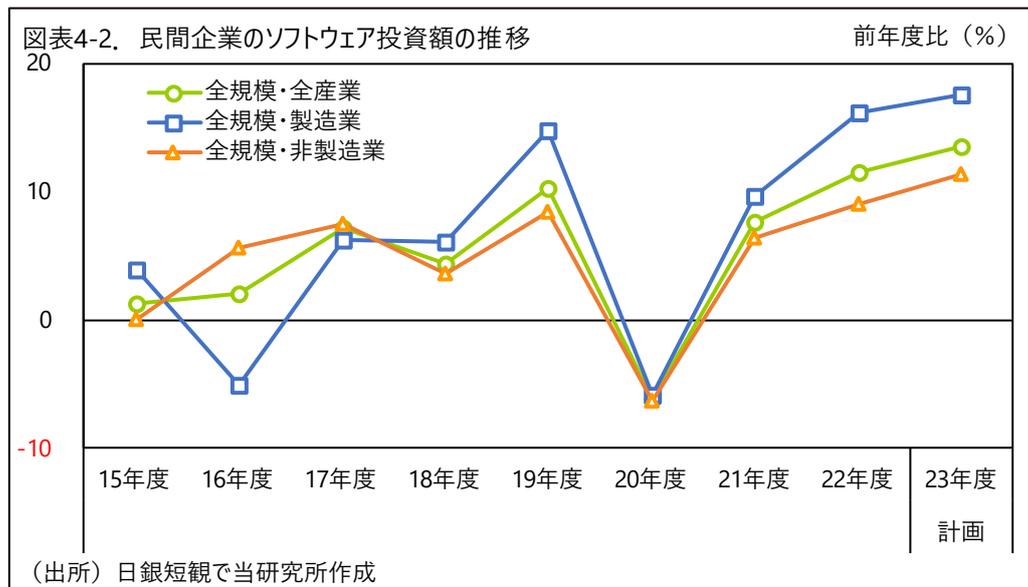
供給サイドの統計である情報サービス業の売上高に対し、需要サイドである企業のソフトウェア投資動向を調査したものが日銀短観の企業のソフトウェア投資額。23年度の企業のソフトウェア投資額（23年12月調査）は全規模・全産業で前年度比13.6%増となる計画。うち、製造業は同17.6%増、非製造業は同11.4%増の





計画。新型コロナ禍の影響が色濃く出た 20 年度からの回復局面が続くだけでなく、増加率は 22 年度からさらに高まる見込み。民間企業の投資意欲は増しているようだ。

業種別にみると、同社の主要顧客業種の一つである、全規模・電気・ガスは同 29.0% 増となる計画で前年度の 21 年度比 7.7% 減から急回復する見通し。全規模・電気機械は同 20.5% 増となる計画で、前年度の 21 年度比 14.9% 増から増加率が高まる見通し。



(2) 競合・同業他社との比較：利益成長率は上位に食い込む

ここでは同社への取材をもとに選定した、競合および同業の 14 社との財務比較を行った（10 期 CAGR 以外は直近本決算ベース）。規模では業界大手との差が大きいが、利益成長率と ROA は上位に食い込んだ。特に営業利益の 10 期 CAGR は 19% と 3 位につけた。





図表4-3. 同社と情報システム14社との業績比較 単位：金額（億円）総資産回転率（回）財務レバレッジ（倍）

	決算期	売上高	営業利益	10期CAGR		営業 利益率	ROE	ROA			ROA
				売上高	営業利益			純利益 率	総資産 回転率	財務レバ レッジ	
2307 クロスキャット	23/3期	138	15	5.9%	16.8%	10.6%	21.9%	7.4%	1.7	1.7	18.9%
2327 N S S O L	23/3期	2,917	317	5.4%	11.0%	10.9%	11.0%	7.5%	0.9	1.6	9.9%
2359 コア	23/3期	228	27	1.3%	14.1%	12.0%	13.7%	8.6%	1.1	1.5	13.5%
3626 T I S	23/3期	5,084	623	4.2%	13.1%	12.3%	18.8%	10.9%	1.1	1.6	13.5%
3837 アドソル日進	23/3期	128	12	4.7%	19.0%	9.4%	13.6%	6.5%	1.5	1.4	14.3%
3844 コムチュア	23/3期	291	41	15.0%	17.6%	14.0%	18.6%	9.3%	1.4	1.4	20.0%
3916 D I T	23/6期	181	20	9.4%	21.4%	11.2%	25.0%	8.0%	2.3	1.4	26.0%
4307 野村総研	23/3期	6,922	1,118	6.6%	9.8%	16.2%	20.7%	11.0%	0.9	2.2	13.3%
4674 クレスコ	23/3期	484	50	9.8%	14.9%	10.3%	14.3%	6.9%	1.4	1.4	15.4%
4687 T D Cソフト	23/3期	352	35	7.5%	17.2%	9.8%	15.7%	7.1%	1.6	1.4	16.9%
8056 ビプロジー	23/3期	3,399	297	2.4%	13.6%	8.7%	15.0%	5.9%	1.2	2.0	10.9%
9600 アイネット	23/3期	350	21	4.9%	3.3%	6.1%	7.7%	3.8%	1.1	1.9	6.6%
9613 N T Tデータ	23/3期	34,902	2,591	10.4%	11.7%	7.4%	11.0%	4.3%	0.8	3.4	5.3%
9719 S C S K	23/3期	4,459	514	4.8%	9.5%	11.5%	14.4%	8.4%	1.1	1.6	12.7%
9753 I Xナレッジ	23/3期	202	15	2.7%	22.5%	7.2%	14.9%	5.1%	1.7	1.7	12.8%
平均値		4,003	380	6.3%	14.4%	10.5%	15.8%	7.4%	1.3	1.8	14.0%
中央値		352	41	5.4%	14.1%	10.6%	14.9%	7.4%	1.2	1.6	13.5%
順位		15	15	11	3	11	12	11	5	13	6

（注1）NSSOL、野村総研、ビプロジー、NTTデータ、SCSKはIFRS適用。他は日本会計基準。DITのみ決算期が異なる

（注2）10期CAGRは会計基準変更、連単変更を考慮していない

（注3）ROE=純利益÷期首・期末平均自己資本

（注4）ROA=経常利益÷期首・期末平均総資産。IFRS適用の経常利益は税引前利益で代用

（出所）QUICK Workstationで当研究所作成

財務比較：営業利益率、ROE、ROA

収益力をみる代表的な指標である、営業利益率、ROE、ROA を順にみると、営業利益率は野村総研の16.2%を筆頭に2桁利益率は9社。同社は9.4%（11位）と2桁利益率に若干届かなかったが、24/3期の会社計画ベースでは10.2%と2桁に乗る見通し。ROEは13.6%で12位。ROEは8%が一つの目安であり、10%超が次の目標となる。同社のROEは十分高いが、同業他社は資本効率性に一段と磨きをかけているといえそうだ。

ROEを3分解すると、ROEは引き上げ余地があることがわかる（時系列でのROE分析は後述）。資産効率性を示す総資産回転率が上位に位置した半面、収益性を示す純利益率と負債活用の程度を示す財務レバレッジの順位が低い。利益率は向上する見通しであることから、財務レバレッジがポイントになりそうだ。財務レバレッジは自己資本比率の逆数であるため、財務健全性と兼ね合いはあるが、他社との比較では活用余地がありそうだ。同社は有利子負債を持たない（23/3期末）が、財務レバレッジが高かったNTTデータや野村総研はM&Aなどで負債を活用している。

ROA（分子は経常利益、IFRS適用会社は税引前利益で代用）は14.3%で6位に食い込んだ。ROAを利益率と総資産回転率に2分解（分解式は、ROEの財務レバレッジを除いたものとほぼ同じなためROE分解を参照。経常利益率は純利益率で代用）すると、総資産回転率が高いことが高ROAに貢献していると解釈





できる。

(3) SWOT：強み／弱み、機会／脅威

同社について、企業の内部要因である「強み（Strengths）」、「弱み（Weaknesses）」、外部要因である「機会（Opportunities）」、「脅威（Threats）」についてまとめてみる。なお、強みと弱み、機会と脅威は、同じことでもどちらの側から捉えるかによって変わる場合があることに留意する。

図表4-4. SWOT分析

	強み (Strengths)	弱み (Weaknesses)
内部要因	技術力 信頼性 人材育成力	少人数 BSマネジメントへの意識 独自製品
外部要因	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
	次世代エネルギー DXの進展	システム内製化 国内依存 競争激化

(出所) 会社資料などで当研究所作成

強み(Strengths)

・技術力

幅広い領域でのビジネスを通じて、顧客企業の業務ノウハウ・メーカー技術双方に精通する。

独自技術の特許化を推進、23 件の特許技術を取得（23 年 11 月末現在）。

・信頼性

数々のプロジェクトを通じて顧客企業からの信頼を獲得し、事業領域を拡大してきた。

創業以来、エネルギー分野を主力の事業領域とする。エネルギー分野の顧客である電力会社、ガス会社とは長年にわたる関係を築いている。

エンジニアの 4 人に 1 人が PMP 資格（プロジェクト・マネジメントのスキルを評価する国際資格）を取得しており、高度なプロジェクト管理により高品質な ICT サービスを提供する。

・人材育成力

人材・教育への投資を重視しており、社員 1 人当たり 5 資格以上を保有するなど技術習得に熱心な社内文化を醸成している。

弱み(Weaknesses)

・少人数

同業大手に比べると人数が少ない（23/3 期末は連結で 603 名）。





・BS マネジメントへの意識

ROE は比較的高く、資本を有効に活用してはいるが、資本コストとの比較を含めた BS への意識を高める余地がある。

・独自製品

自社開発の独自製品のラインナップを増やしつつあるが、同業大手に比べると少ない。

機会(Opportunities)

・次世代エネルギー

主力事業領域とするエネルギー分野では、従来型エネルギーインフラにおけるシステム更新やデジタル化、新エネルギーインフラにおける再生可能エネルギーなどの投資テーマがあり、システム需要の増大期待がある。

・DX の進展

デジタルデータの利活用など企業の DX 推進の動きが強まる。

脅威(Threats)

・顧客のシステム内製化

内製化の進展により、従来型の受託ビジネスは縮小する可能性がある。

・国内依存

景気悪化などで国内市場が停滞するとカバーするのが難しい。海外は米国、ベトナムに進出しているが、米国は主に R&D 拠点、ベトナムはオフショア拠点として位置付けており、海外顧客を対象としたビジネスは展開していない。

・競争激化

システムの受託開発を主力とする国内企業は数多い。他分野を主力とする企業でも収益機会が多いとみれば、同社が得意とするエネルギー領域などへの参入企業が増え、競争が激化するおそれがある。





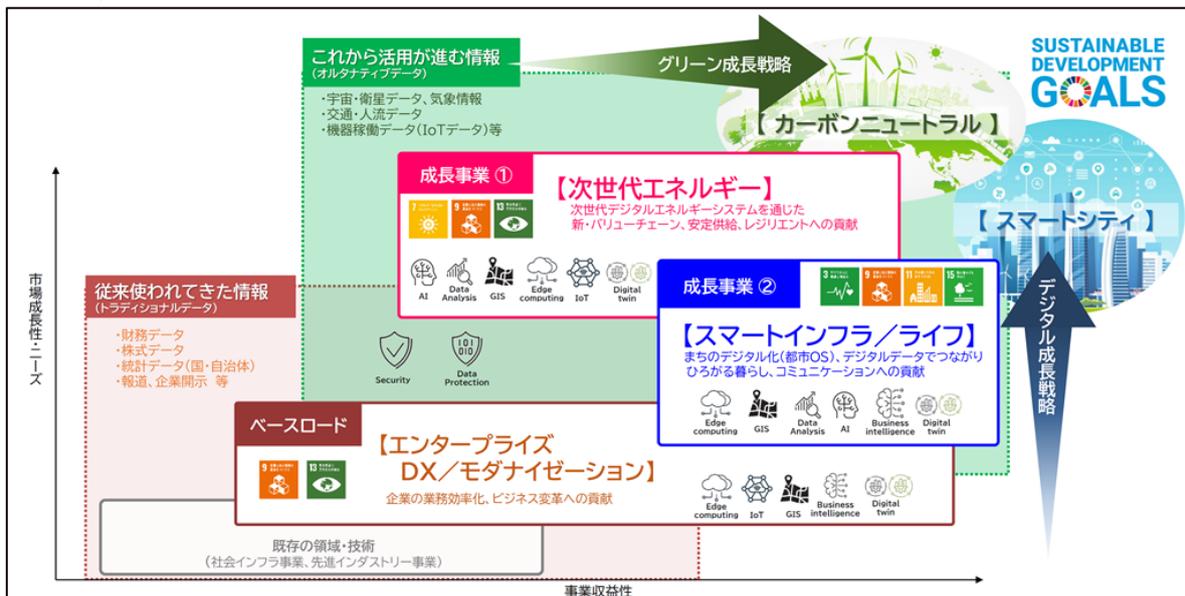
5. 業績動向、中期経営計画、業績を見通す上でのポイント

(1) 新・中期経営計画

同社は 26/3 期を最終年度とする 3 カ年の新・中期経営計画を 24/3 期から始動した。中計期間の 3 カ年だけでなく、2030 年を視野に「サステナブルな社会の実現、人々の暮らしの発展に向け、同社が、どの領域で、どのようにして、培ってきた技術や強みを活かし、進化させながら、貢献していくのか」を議論し、この戦略フレームワークにまとめた。既存のビジネスから進化・発展させた「エンタープライズ DX/モダナイゼーション」をベースロード（安定成長の支えとなる事業）に、「次世代エネルギー」「スマートインフラ/スマートライフ」の 2 つの事業を成長ドライバーとする。

最終年度となる 26/3 期は、売上高 150 億円、営業利益 15 億円以上、営業利益率 10% 以上を目指す。株主還元では連続増配を堅持し、23/3 期までの 13 期連続増配から 26/3 期まで 16 期連続の増配を目指す。配当性向は従来の 35% から 40% に引き上げた。企業戦略では、企業価値、株主価値向上につながる経営高度化戦略として投資や人的資本への施策に一層取り組む。

図表5-1. 中期事業戦略



(出所) 会社ホームページ

1. 「新・中期経営計画」のポジショニング

30 年以降の持続的成長を見据え、サステナブルな社会の実現に貢献する「事業戦略」と、企業価値・株主価値の向上につながる「企業戦略」の両軸で推進する。

2. 「新・中期経営計画」の概要

(1) スローガン





デジタル社会の“あした”をリードするイノベーションカンパニー

(2) 事業戦略の概要

- ・成長事業への対応強化 : 次世代エネルギー
: スマートインフラ／スマートライフ
- ・ベースロードビジネスの拡充 : エンタープライズ領域の DX／モダナイゼーション
- ・エリア戦略 : 中部地区での展開
- ・アライアンス戦略 : グローバル・アライアンス（日米欧）によるソリューション展開

(3) 企業戦略

- ・企業価値・株主価値の向上につながる経営高度化戦略の推進
(投資／M&A、人的資本／エンゲージメント、グローバル、研究開発・R&D、サステナビリティ)

(4) 業績目標

図表5-2. 中期経営計画の業績目標 単位：百万円

	23/3期	24/3期		26/3期		
	実績	期初計画	修正計画	目標値	増減額	増減率
売上高	12,842	13,600	14,000	15,000	2,157	16.8%
営業利益	1,210	1,300	1,430	1,500 以上	289	23.9%
営業利益率	9.4%	9.6%	10.2%	10.0% 以上	-	-

(注1) 24/3期の期初計画は中計発表時の数値。修正計画は24年2月公表

(注2) 26/3期の増減額、増減率は23/3期との比較

(出所) 会社資料で当研究所作成

(5) 株主還元

配当金額：連続増配

配当性向：40%以上（5ポイント引き上げ）

成長事業①：「次世代エネルギー」への取り組み

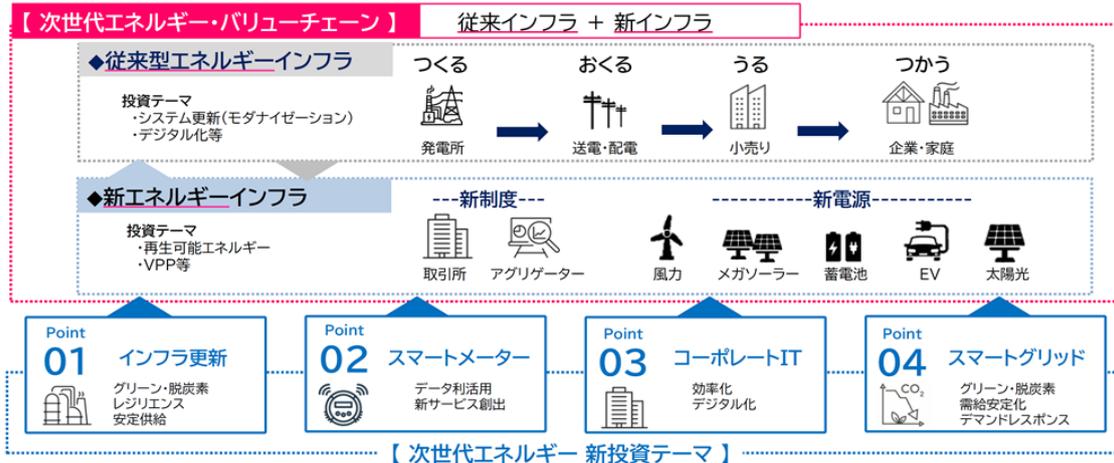
エネルギー・インフラ・システムは、発電など、いわゆる「作る」領域にはじまり、そのエネルギーを「送り」、「売り」、企業や家庭などで「使う」という流れで構築・運用されている。同社は、これらの局面で使われるシステムのソフトウェア開発に携わる。16年の電力自由化を契機に、電力取引所や、メガソーラー、EV など、新たな電源の活用を加えた、「新・エネルギーインフラ」が誕生し、「次世代エネルギー・バリューチェーン」が形成された。スマートメーターのデータを活用した新たなビジネスの創出や、スマートグリッドなど、中長期にわたる、投資テーマが登場している。

従来型のエネルギーインフラについても、「システム更新」や「DX・デジタル化」などをテーマとした投資が継続する見込み。こちらは、ベースロードとして取り組んでいく。



図表5-3. 次世代エネルギーへの取り組み

創業来のエネルギーシステム対応を基盤に、増加する**エネルギーインフラ投資**(従来型 & 新エネルギー & 次世代エネルギー)を積極的に取り込み、**事業拡大**を通じてカーボンニュートラルの実現に貢献



(出所) 会社ホームページ

成長事業②：「スマートインフラ／ライフ」への取り組み

同社では道路、鉄道、航空、宇宙、防災や通信などの社会インフラシステムのシステム提供を手掛けてきた。先進インダストリー領域では、日本企業が展開する決済・クレジットカード、メディカル・ヘルスケアなど、生活に密接なサービス・システムを提供している。これまでに培ったノウハウを融合することで公共領域を中心としたセーフティタウンや、MaaS などのスマート交通、都市のレジリエンス、生活インフラサービスなどの領域での事業に取り組む。

図表5-4. 「スマートインフラ／ライフ」への取り組み

社会インフラシステム(B2B)に、生活に密接するICTシステムで培ったノウハウを融合し、豊かな生活に貢献する「**スマートインフラ／ライフ・システム** (B2B2C)」の対応を強化し、スマートシティの実現に貢献



(出所) 会社ホームページ

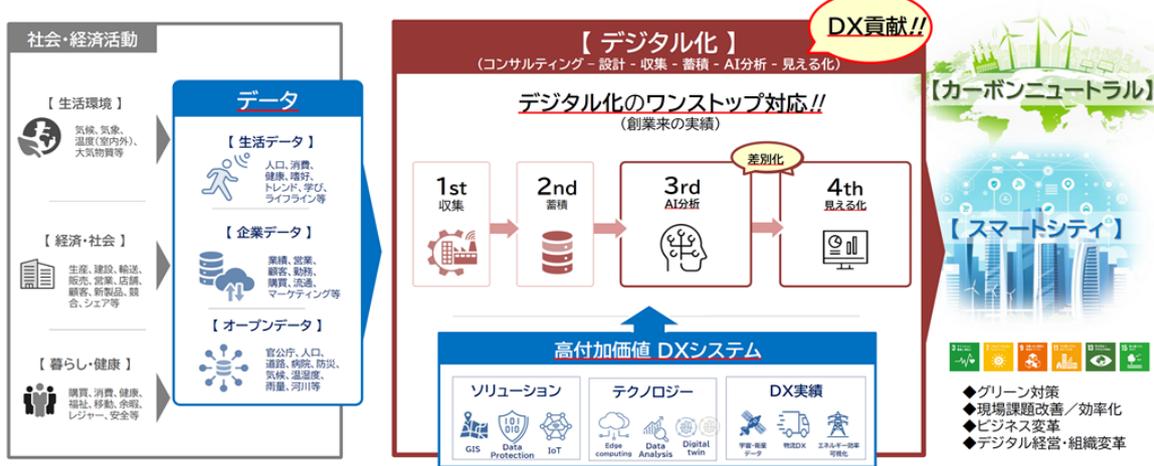
ベースロード：「エンタープライズ DX／モダナイゼーション」への取り組み

「デジタルデータ」の利活用をテーマに掲げる。顧客には、事業活動で日々生み出される様々なデータを収集・

分析し、経営課題の解決やビジネス変革に活用したいというニーズが多くあるが、データ収集や可視化の面で多くの課題がある。同社は IoT によるデータ収集から可視化・分析まで、ワンストップで対応する技術力とノウハウを培ってきた。これに、同社オリジナルソリューションや AI などのテクノロジー、アライアンス（協業）によるシナジーを加えた DX システムを提供する。また、コンサルティングやシステム上流設計が重要になるとみており、この対応と合わせて、デジタルデータ利活用とモダナイゼーションの両面で顧客の DX に貢献する考え。

図表5-5. ベースロード：「エンタープライズDX／モダナイゼーション」への取り組み

様々な「デジタルデータ」の利活用と、経営課題解決に応える「DXシステム」のワンストップ提供を通じて、お客様のデジタル経営やビジネス変革に貢献



(出所) 会社ホームページ

(2) 24/3 期 3Q 累計業績

24/3 期 3Q 累計の連結業績は、売上が前年同期比 9%増の 104 億円、営業利益が同 23%増の 12 億円となり、3Q 累計として過去最高を更新した。社会インフラ事業でのエネルギー分野（電力・ガス関連）や航空・宇宙分野、先進インダストリー事業での製造分野やサービス分野（決済関連）向けの DX 案件などが伸長した。契約条件の見直し（値上げ交渉）やコンサルティングなどの上流工程の対応拡大に加え、品質強化施策に継続して取り組んだことなどにより、売上総利益率が改善。30 年以降の持続的な成長に向けた戦略投資とコストコントロールの両立にも取り組み、営業利益率は同 1.2 ポイント上昇した。3Q 累計の受注高は、同 11%増の 107 億円、3Q 末の受注残高は前年同期末比 14%増の 29 億円。



図表5-6. 業績動向 (単位：百万円)

	23/3期 3Q累計	24/3期 3Q累計		
		増減率	増減額	
売上高	9,463	10,359	9.5%	896
事業別				
社会インフラ	5,537	6,039	9.1%	502
先進インダストリー	3,925	4,319	10.0%	394
うち、ソリューション事業	724	747	3.2%	23
営業利益 (営業利益率)	933 (9.9%)	1,151 (11.1%)	23.4%	218
事業別				
社会インフラ	1,071	1,172	9.4%	101
先進インダストリー	676	893	32.1%	217
経常利益	952	1,180	23.9%	228
親会社株主利益	634	779	22.9%	145

(出所) 決算短信などで当研究所作成

(3) 24/3 期通期計画

同社は 24/3 期通期の連結業績の計画を上方修正した(2月7日)。売上高は 136 億円→140 億円(前期比 9%増)、営業利益は 13 億円→14 億円(同 18%増)とした。電力・ガスをはじめ、航空、宇宙などの社会インフラ関連システムや、業務効率化、DX システム対応が堅調に推移したことが売上高の増額要因。利益面では、契約条件の見直しやコンサルティングなどの上流工程の対応拡大に加え、品質強化策などが奏功し、売上総利益率が向上する見込み。全社員を対象とした処遇改定、人材育成、生成 AI への取り組み、ベトナムでのオフショア開発体制の強化、製品・ソリューション開発やプロモーション、オフィスファシリティの拡充など戦略投資の増加の影響を上回る見通し。

図表5-7. 業績計画 (単位：百万円)

	23/3期 実績	24/3期 計画		
		増減率	増減額	
売上高	12,842	14,000	9.0%	1,158
営業利益 (営業利益率)	1,210 (9.4%)	1,430 (10.2%)	-	220
経常利益	1,244	1,476	18.6%	232
親会社株主利益	841	961	14.3%	120

(出所) 決算短信などで当研究所作成

(4) 会社計画の傾向、業績をみるうえでのポイント

会社の業績計画(期初、上期決算発表時)と実績は図表 5-8 の通り。過去 10 期(14/3 期～23/3 期)の期初計画と実績を比べると、すべての項目(売上高、各段階利益)で計画を達成したのは 8 期、同じく未達に終わったのが 1 期。残りの 1 期は売上高がやや未達だったが、各段階利益は達成した。未達だった 22/3 期はコロナ禍による案件先送りなどが響いた。過去 10 期では、計画を達成した 8 期は上期決算発表時点では計





画を据え置く一方、未達だった1期は上期発表時点で計画を引き下げている。

過去10期の傾向ではあるが、期初段階で公表した通期計画は概ね達成されている。売上高、利益項目ともに計画を達成した期でも上期時点では計画を修正せず、着実な計画達成を目指すようである。コロナ禍のような想定外の事態がなければ、業績計画に対する下振れリスクは比較的小さいとみられる。

図表5-8. 過去の会社計画と達成状況

単位：百万円

	売上高	営業利益	経常利益	親会社株主利益
14/3期 期初計画	8,400	250	245	147
上期決算発表時の計画	8,400	250	245	147
実績	8,436	304	300	167
達成率	100%	122%	122%	114%
15/3期 期初計画	9,000	380	375	225
上期決算発表時の計画	9,000	380	375	225
実績	9,038	408	409	229
達成率	100%	107%	109%	102%
16/3期 期初計画	9,350	430	434	260
上期決算発表時の計画	9,350	430	434	260
実績	10,460	541	549	289
達成率	112%	126%	126%	111%
17/3期 期初計画	10,500	600	605	363
上期決算発表時の計画	10,500	600	605	363
実績	11,634	767	777	531
達成率	111%	128%	128%	146%
18/3期 期初計画	11,700	800	808	470
上期決算発表時の計画	11,700	800	808	470
実績	10,997	832	857	553
達成率	94%	104%	106%	118%
19/3期 期初計画	11,500	880	890	564
上期決算発表時の計画	11,500	880	890	564
実績	12,194	1,012	1,012	687
達成率	106%	115%	114%	122%
20/3期 期初計画	12,600	1,100	1,108	703
上期決算発表時の計画	12,600	1,100	1,108	703
実績	13,315	1,213	1,236	824
達成率	106%	110%	112%	117%
21/3期 期初計画	13,500	1,220	1,244	826
上期決算発表時の計画	13,500	1,220	1,244	826
実績	13,518	1,285	1,314	898
達成率	100%	105%	106%	109%
22/3期 期初計画	14,200	1,350	1,381	910
上期決算発表時の計画	12,500	1,200	1,234	830
実績	12,247	1,088	1,130	784
達成率	86%	81%	82%	86%
23/3期 期初計画	12,800	1,120	1,153	786
上期決算発表時の計画	12,800	1,120	1,153	786
実績	12,842	1,210	1,244	841
達成率	100%	108%	108%	107%
24/3期 期初計画	13,600	1,300	1,340	897
上期決算発表時の計画	13,600	1,300	1,340	897

(注1) 期初計画を達成した場合は緑色、未達だった場合はオレンジ色で示す

(注2) 期初計画発表以降、上期決算発表以降に修正された計画は記載していない

(注3) 達成率は、期初計画に対する比率

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成





不採算案件の発生

情報システム業界における業績のかく乱要因は、不採算案件の発生。不採算案件が発生すると、利益を押し下げるだけでなく、当該案件への対応にエンジニアがとられるため、新たな受注機会を逃すなど機会損失につながる可能性がある。同社の財務諸表上では、完成工事補償引当金、工事損失引当金に計上される。

完成工事補償引当金は、工事契約における完成工事のうち、完成工事の品質に関する補償費用の支出が見込まれる場合に当該費用見込額を完成工事補償引当金として計上される。工事損失引当金は、工事契約における未引渡し工事のうち、損失の発生が高く、工事損失額を合理的に見積ることができる工事などについては、損失発生に備えるため、当該損失見込額を工事損失引当金として計上される。なお、23/3 期末時点では、完成工事補償引当金、工事損失引当金ともに発生しておらず、貸借対照表に計上されていない。





6. 業績分析：ROIC と ROE

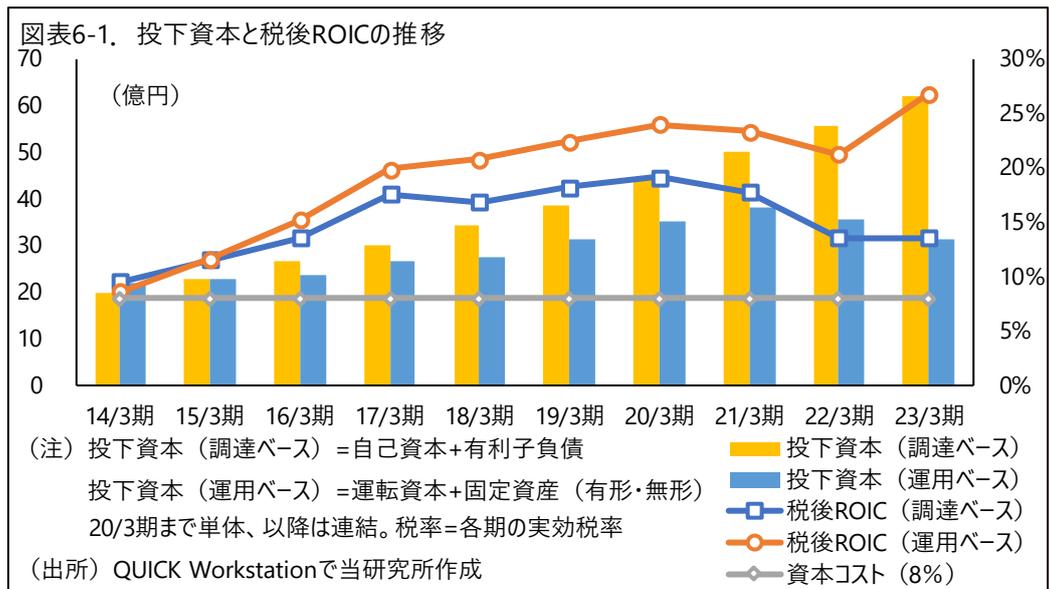
同社の長期業績を ROIC と ROE で分析する。第 1 に、ROIC（投下資本利益率、投下資本は運用ベースを使用）と成長性の組み合わせは、事業の成果を見る上で、重要な指標である。ROIC（運用ベース）が資本コストを上回ることがまず大事で、その上で投下資本が増えて利益が成長することで、企業価値が創造される。この両者において、同社は高い成果を達成してきた。なお、ROIC の分母となる投下資本は、運用ベース（運転資本 + 有形・無形固定資産。運転資本 = 売上債権 + 棚卸資産 - 仕入債務）、調達ベース（自己資本 + 有利子負債）、ネット調達ベース（自己資本 + 有利子負債 - 金融資産）がある。調達した資本を事業に投資し、そこから得られた収益を計測する。事業の収益性を見る目的では、運用ベースが有益である。一方、経営者として株式、負債の投資家から預かった資金の運用パフォーマンスは調達ベースが示す。第 2 に、ROE は、自己資本が生む利益であり、ROIC に加えて資本構成（有利子負債、自己資本）、金融資産の多寡の影響を受ける。同社の ROE は 2 桁に達するが近年は低下傾向にある。

（1） ROIC（収益性）の分析

投下資本（調達ベース、運用ベース）と税後 ROIC（調達ベース、運用ベース）の推移を示したのが図表 6-1。同社の業績の特徴は、収益性が高い点である。税後 ROIC（運用ベース）は 23/3 期に 26.8% だった。過去の実績をみても高水準で推移する。なお、税後 ROIC の計算には各期の法定実効税率を用いた。WACC（加重平均資本コスト）はやや高めの 8%（後述の 7-3 で算出する CAPM は直近値で 6.5%。これを基にした WACC よりハードルレートとして高めに設定）と仮定すると、23/3 期の EVA スプレッド（ROIC - WACC）は 19% のプラスである。過去の業績についても WACC が 8% の仮定の下では資本コストを上回る。プラスの EVA スプレッドにより、企業価値の増大につながったと考えられる。

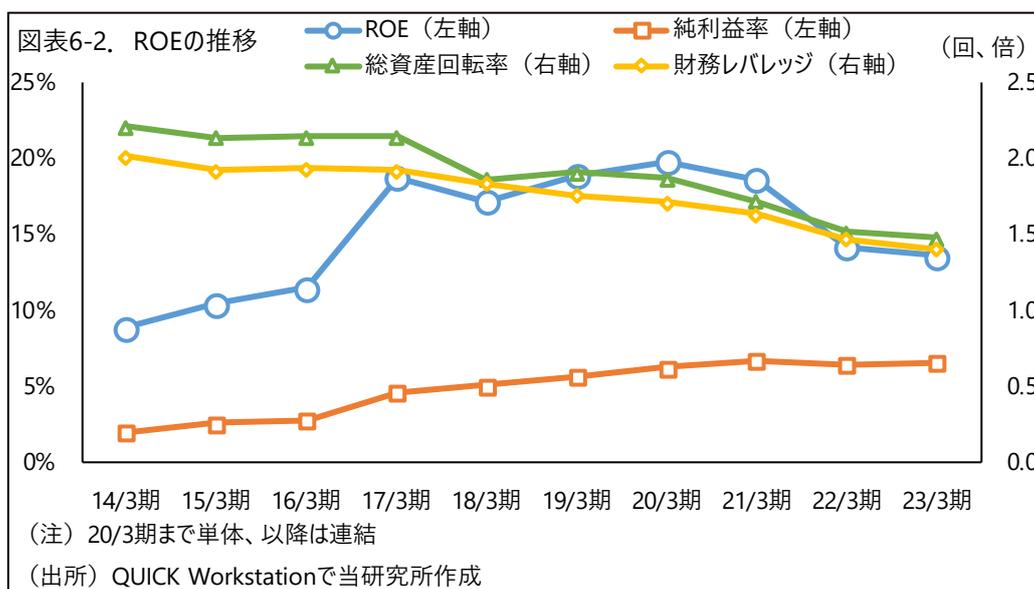
投下資本は、調達ベースと運用ベースで差が広がっている。これは利益成長に伴って資本蓄積が進む一方、事業へ投資される資本がそれほど増えていないためとみられる。近年では運用ベースの投下資本は減少傾向を示しているが、少ない資本で効率的に利益を稼げるようになったともいえる。ただ、税後 ROIC（調達ベース）は伸び悩んでおり、この点は検討の余地がありそうだ。





(2) ROE の分析

同社の ROE は 23/3 期に 13.6%となり、一般に企業が越えるべきハードルとされる 8%を上回り、次に目安となる 10%も上回る。同業他社との比較では改善余地があるとの分析であった。ここでは時系列でみていく。ROE の推移をみると、14/3 期の 8.8%から 20/3 期には 19.8%と 20% 目前まで上昇した。この間、ROE 上昇に貢献したのは、純利益率の上昇である。純利益率は 14/3 期に 2.0%だったのが、20/3 期は 6.2%に上昇した。その後はほぼ横ばい圏で推移しているが、ROE は低下傾向にある。原因は総資産回転率と財務レバレッジにある。総資産回転率は長期的に低下が続いており、財務レバレッジも同様に低下傾向。純利益率の上昇に伴って自己資本の蓄積が進んだ。ROIC 分析でみたように少ない投下資本で稼ぐ力があることから、総資産に占める現預金の割合は、14/3 期の 13%から 23/3 期は 36%まで高まった。現預金の割合が高まることで総資産回転率は低下し、有利子負債の返済も進んだことなどから、財務レバレッジも低下した。



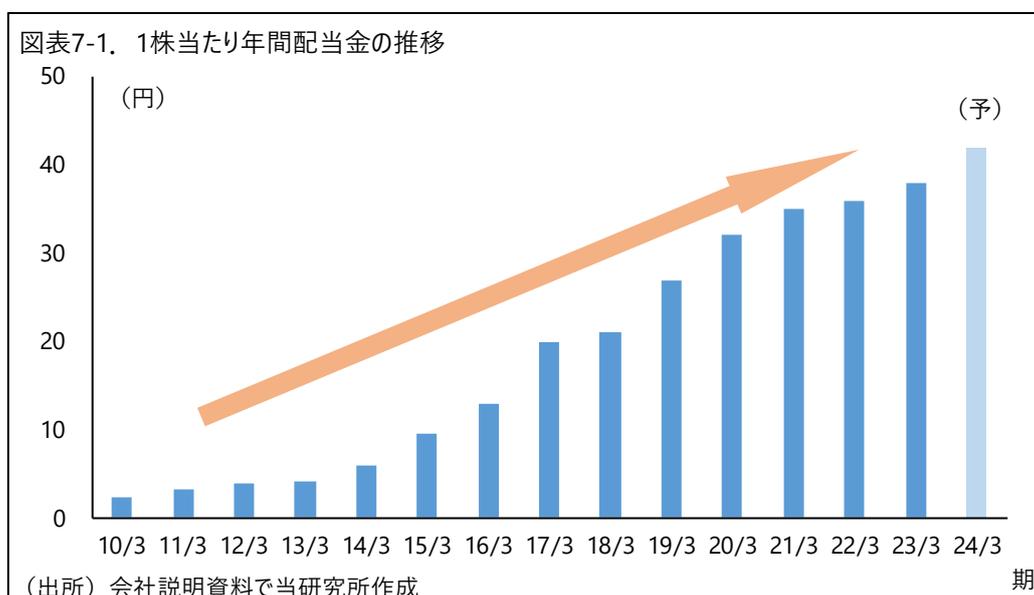


7. 株価関連指標と株価、株主還元

(1) 株主還元について：基本方針

株主還元については、持続的成長と企業価値向上のための積極的な戦略投資を図るとともに、業績に裏付けられた成果の配分として、連続増配、配当性向 40%以上、年 2 回（中間・期末）としている。

配当性向の目標は従来 35%だったが、23 年 5 月に発表した中期経営計画で、40%以上に引き上げた。連続増配にも継続して取り組んでおり、創立 50 周年に当たる 26/3 期に 16 期連続増配を果たすべく、安定収益を創出する事業運営を図る方針。外部評価としては、日本経済新聞社が新たに公表を開始した「日経連続増配株指数」の構成銘柄にも選定されている。



24/3 期は 24 年 2 月 7 日に公表された通期業績予想の上方修正を受け、1 株当たり期末配当金の計画を期初 20 円→23 円に増額。上期末実績 19 円と合わせ、年間で 42 円となる見通し（配当性向は 40.7%）。

自己株式の取得

近年の自己株式取得は以下の通り。

図表7-2. 自社株買い履歴

買付期間		株式数 (万株)	買付総数 (百万円)
開始	終了		
08/5/30	08/5/30	4.30	55.94
12/2/21	12/2/21	4.87	39.98
12/12/7	12/12/7	2.00	17.80
17/11/8	17/11/30	5.59	68.51
17/12/1	17/12/19	6.41	80.49

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成





(2) 株主総利回り (TSR)

投資家から注目される指標として、株主総利回り (TSR: トータルシェアホルダーリターン) がある。TSR は、投資家に対する総合的なリターン (株式の値上がり益 + 配当金) を測定する指標。業績だけでなく株価を含めた経営の成果を示すものとして、有価証券報告書にも記載されている。同社の TSR を分析した (図表 7-3、7-4)。なお、当研究所の TSR は有報の内容をアレンジしている (注 7-1)。

同社の TSR は、19/3 期～21/3 期までプラス、22/3 期～23/3 期はマイナスである。TSR を配当利回りと株価変化に分けると、前半 3 期は株価上昇が大きなリターンをもたらし、後半 2 期は一転して株価下落がリターンをマイナスに追いやった。株式投資である以上、TSR は株価変化の影響が大きい。5 期平均 (幾何平均) でみると TSR6.3%のうち、配当利回り 1.8%、株価変化 4.5%となっており、配当利回りも TSR の向上に貢献していることがわかる。

図表には比較指標として 33 業種別の情報・通信業と TOPIX も記載した。前半 3 期は同社の TSR が情報・通信業、TOPIX をアウトパフォームしたが、後半 2 期はどちらに対してもアンダーパフォームする結果となった。

(注 7-1) 有報記載の TSR は、直近期末の 5 期前を基準期とし、基準期末の株価からの累積リターン (1 株当たり配当金の合計 + 株価変動率) を示す。直近期の TSR は、(直近期末の株価 + 直近期まで 5 期分の 1 株当たり配当金の合計) ÷ 基準期末の株価で計算される。基準期を 100 とし、100 を上回れば投資家にプラスの成果をもたらしたとなる。TSR は、基準期の翌期～直近期まで 5 期分が記載されている。有報の TSR に対し当研究所は、期末の株価ではなく各期の月末終値平均を採用している。これには期末の一時点の株価の高低による TSR への影響を小さくする狙いがある。また、累積リターンではなく、各期のリターンを記載している (5 期累積のみ併記)。

図表7-3. 株主総利回り (TSR)

基準期: 18/3期

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	5期平均	5期累積
アドソール日進	42.9%	21.2%	31.6%	-22.6%	-23.2%	6.3%	37.9%
配当利回り	2.2%	1.8%	1.7%	1.3%	1.9%	1.8%	13.6%
株価変化	40.7%	19.3%	29.9%	-23.9%	-25.1%	4.5%	24.3%
33業種別:情報・通信業	3.1%	7.1%	24.1%	9.1%	2.7%	8.9%	53.4%
配当利回り	2.1%	2.6%	3.2%	2.2%	2.4%	2.5%	-
株価指数変化	1.0%	4.5%	20.9%	6.9%	0.4%	6.5%	-
アドソール日進 - 33業種別:情報・通信業	39.8	14.1	7.5	-31.6	-26.0	-2.7	-15.5
TOPIX	1.2%	-3.1%	8.2%	18.4%	2.1%	5.1%	28.4%
配当利回り	2.1%	2.4%	2.7%	2.4%	2.6%	2.4%	-
株価指数変化	-0.9%	-5.5%	5.6%	16.0%	-0.5%	2.7%	-
アドソール日進 - TOPIX	41.7	24.3	23.3	-41.0	-25.4	1.1	9.5

(注1) 会社名、33業種別 (東証33業種別株価指数)、TOPIXの欄は株主総利回り (TSR)

(注2) TSRは配当利回り + 株価変化。33業種別とTOPIXのTSRは各々の配当込み株価指数の変化率

(注3) 株価指数変化は33業種別とTOPIXの各々の株価指数 (配当なし) の変化率

(注4) 株価指数の配当利回りは参考値。配当込み株価指数と株価指数 (配当なし) の各々の変化率の差で計算

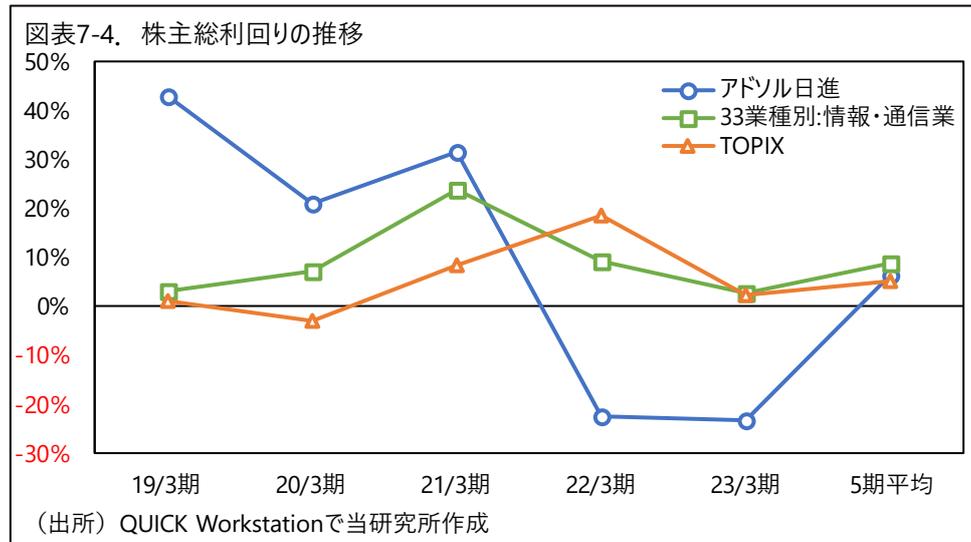
(注5) 株価および株価指数は各期の月末終値の平均

(注6) 5期累積は基準期からの累積または基準期との比較

(注7) 会社名 - 33業種別、会社名 - TOPIXは各々のTSRの差

(出所) 有価証券報告書、QUICK Workstationで当研究所作成





同社の TSR をさらに詳しく分析してみたい（算出方法、理論の詳細は Appendix1 参照）。TSR のうち株価変化を要因分解したものが図表 7-5。株価は、(1) $BPS \times PBR$ 、(2) $EPS \times PER$ で表せることを利用した。株価は株式市場からの評価に依存し、企業側からはコントロールしにくいものに映るが、BPS や EPS は企業業績を反映する。つまり、企業側の努力次第でコントロールできる要素といえる。





図表7-5. 株主総利回り (TSR) の分解

	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	平均	
	(期)										10期	5期
株主総利回り (TSR)	111%	55%	45%	55%	20%	43%	21%	32%	-23%	-23%	28%	6%
配当利回り	4%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%
株価の変化	107%	52%	42%	53%	18%	41%	19%	30%	-24%	-25%	26%	4%
株価変化の分解 (1) BPSとPBR												
BPSの変化	7%	18%	7%	15%	12%	13%	13%	17%	12%	12%	12%	13%
ファンダメンタルの影響	6%	7%	7%	12%	7%	12%	12%	12%	8%	7%	9%	10%
親会社株主利益	9%	12%	12%	20%	18%	20%	21%	20%	15%	14%	16%	18%
配当	-3%	-4%	-5%	-7%	-6%	-7%	-7%	-7%	-6%	-6%	-6%	-7%
自己株取得	0%	0%	0%	0%	-3%	0%	0%	0%	0%	0%	-0%	0%
それ以外の効果	1%	10%	-0%	3%	4%	2%	0%	5%	4%	4%	3%	3%
PBRの変化	93%	29%	33%	32%	5%	24%	6%	11%	-32%	-33%	12%	-8%
配当の影響 (理論値)	-1%	1%	2%	4%	4%	5%	6%	6%	5%	4%	4%	5%
自己株取得の影響 (理論値)	0%	0%	0%	0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
株式市場での評価の変化 (注2)	96%	27%	31%	27%	-2%	18%	-0%	5%	-35%	-36%	8%	-13%
ファンダメンタル・リターン (配当利回り+BPS変化)	11%	21%	9%	18%	14%	16%	14%	19%	13%	14%	15%	15%
株価変化の分解 (2) EPSとPER												
EPSの変化	45%	30%	26%	80%	5%	22%	19%	8%	-13%	7%	21%	8%
親会社株主利益	45%	37%	26%	84%	4%	24%	20%	9%	-13%	7%	22%	9%
自己株取得の影響	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
それ以外の影響	0%	-6%	0%	-2%	-0%	-1%	-1%	-1%	-0%	-0%	-1%	-1%
PERの変化	43%	17%	13%	-15%	12%	15%	1%	20%	-13%	-30%	4%	-3%
配当の影響 (理論値)	-4%	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-2%	-2%	-2%
自己株取得の影響 (理論値)	0%	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	-0%	0%
株式市場での評価の変化 (注2)	48%	21%	16%	-13%	16%	18%	2%	22%	-11%	-29%	7%	-1%
ファンダメンタル・リターン (配当利回り+EPS変化)	49%	33%	29%	83%	7%	25%	21%	10%	-12%	9%	23%	10%
参考資料												
ROE	9%	10%	11%	19%	17%	19%	20%	19%	14%	14%	15%	17%
配当性向	30%	37%	40%	34%	34%	36%	36%	36%	43%	42%	37%	38%
総還元性向	30%	37%	40%	34%	61%	36%	36%	36%	43%	42%	39%	38%
DOE (配当÷自己資本)	3%	4%	5%	6%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%

(注1) 株価は年度の各月末値平均。BPSは期末ベース、PBR=株価÷BPS。PERは完全予想ベース、PER=株価÷実績EPS

(注2) 株式市場での評価の変化には、配当と自己株取得の影響以外を含む

(注3) 詳細な算出法については巻末の解説を参照

(注4) 分析で参考にした文献：山口勝業、「わが国産業の株式期待リターンのサプライサイド推計」、証券アナリストジャーナル (2005.9)

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

まず、(1) BPS と PBR についてみていく。BPS の変化を、親会社株主利益と配当、自己株取得を合わせたファンダメンタルの影響と、それ以外の効果に分解した。親会社株主利益は黒字であれば BPS の増加要因となる。14/3 期～23/3 期に至るまでプラスとなっている。配当を行うと BPS の減少要因となるため、無配以外はマイナスとなる。自己株取得も実施すると減少要因。自己株取得を実施した 18/3 期はこの要素がマイナスだった。それ以外の効果は、その他の包括利益累計額などファンダメンタルの影響以外で BPS に影響を与える項目だが、ここではそれ以外の効果として一括りにしている。PBR の変化は、配当の影響と自己株取得の影響を理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。

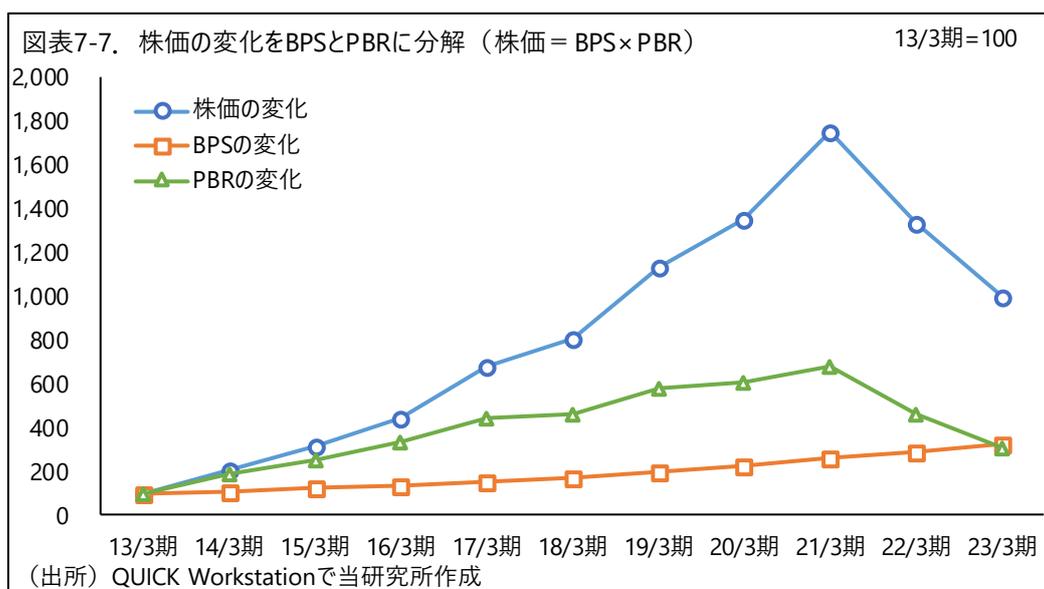
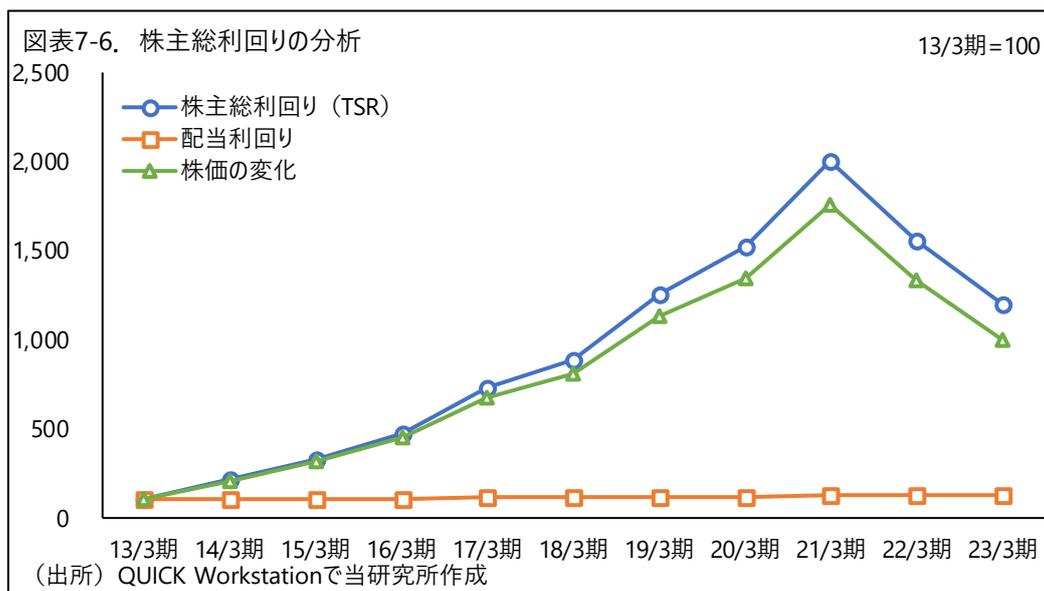
5 期平均の株価変化は 4% のプラスだが、直近 2 期の株式市場での評価の変化のマイナスが響き、PBR の変

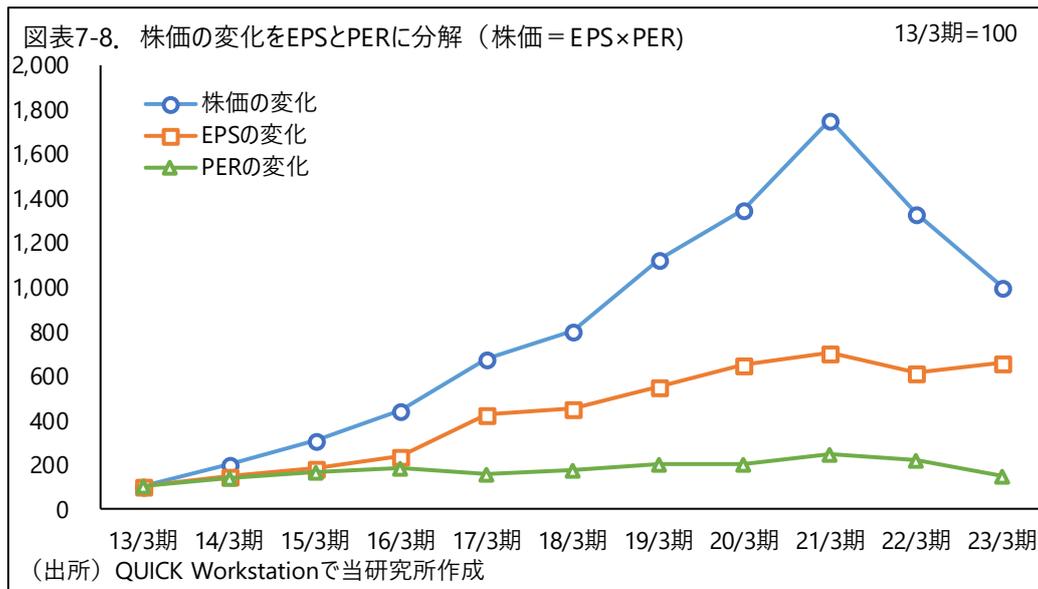




化はマイナスだった。このマイナスを親会社株主利益でカバーしたことがわかる。配当利回りと BPS 変化を合わせてファンダメンタル・リターンと呼ぶ。ファンダメンタル・リターンは、企業が株主に提供するリターンを意味し、企業が利益をあげて配当を支払いつつ、株主の持ち分である BPS を増やすという企業活動から見たリターンといえる。

(2) EPS と PER は、(1) とほぼ同じ考え方である。EPS の変化を、主な変化要因である親会社株主利益、自己株取得の影響と、それ以外の効果に分解した。親会社株主利益は増益ならプラス、減益ならマイナスとなる (BPS と異なり、黒字でも減益ならマイナスとなることに注意)。PER の変化も、配当の影響と自己株取得の影響を理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。ファンダメンタル・リターンは、配当利回りと EPS 変化の合計で表す。



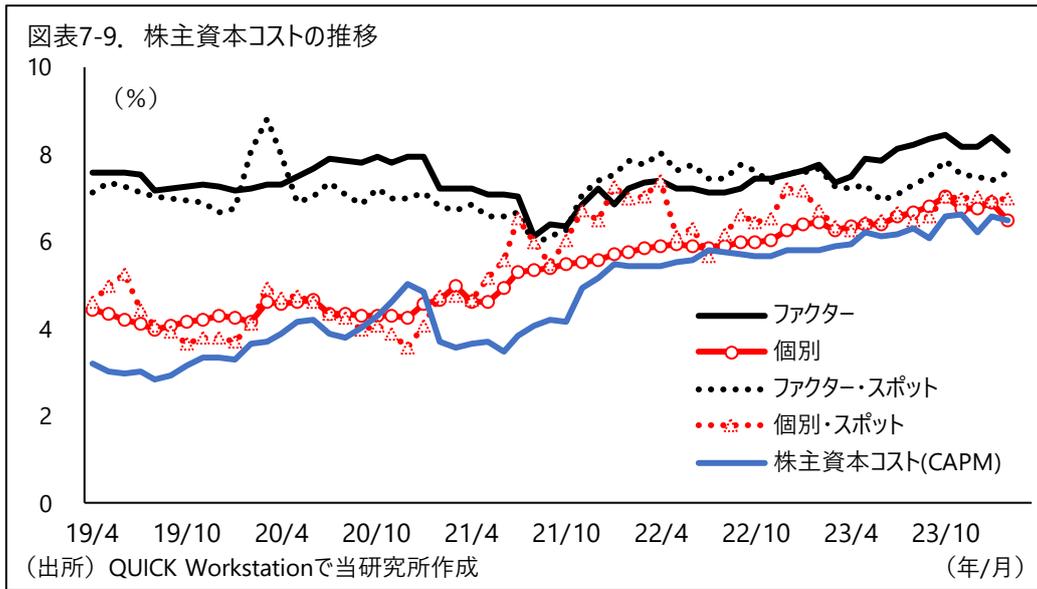


(3) 株主資本コストの算出

これまで ROIC や ROE を分析したが、ROIC や ROE は投資家が想定する資本コストを上回って初めて価値が創造され、投資家に報いたことになる。ROE に対応する資本コストは株主資本コストであり、ROIC に対応する資本コストは WACC となる。株主資本コストの算出方法には様々あるが、実務でよく使われるのが CAPM である。ここでは、CAPM に加え、QUICK が独自に算出している QUICK 株主資本コストも算出した (図表 7-9 参照)。CAPM は、QUICK 算出のマーケット期待収益率 (配当込み TOPIX の年率換算リターン-リスクフリーレート)、リスクフリーレート (新発 10 年物日本国債)、対配当込み TOPIXβ 値 (60 カ月) から算出している。CAPM でみた株主資本コストは直近値で 6.5%。19 年 4 月以降ではやや上昇傾向となっている。QUICK 株主資本コストについての算出方法、見方については、巻末の「Appendix2～株主資本コストの見方」をご覧ください。なお、同社は 22/3 期以降、有利子負債がないことから、株主資本コスト = WACC である。

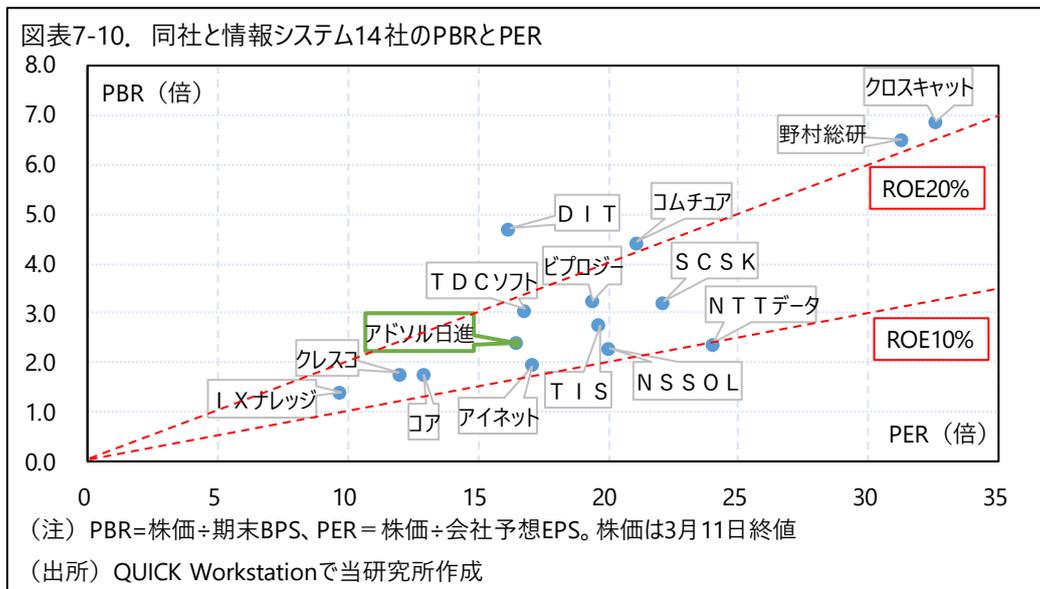
CAPM や QUICK 株主資本コストを示したが、これらの資本コストは推計値に過ぎない。CAPM で用いられるリスクフリーレートは国内の低金利を反映してとても低い位置にある。10 年物国債の利回りは足元で 1%を下回る。外国人投資家からすれば、リスクフリーレートは日本国債ではなく、本国のレートを用いて計算するのが適しているかもしれない。日本でも日銀が金融政策を正常化し、金利水準が上昇すれば、国債の金利は上昇するとみられる。マーケット期待収益率も期間の取り方で変わりうる。したがって、資本コストの推計値は目安として、投資家が想定する資本コストの水準を、対話などを通じて確認することが大切だろう。





(4) PBR、PER の競合・同業他社との比較

競合・同業他社の比較で用いた情報システム 14 社と同社の PBR と PER をプロットしたものが図表 7-10。この交点は ROE (ROE=PBR÷PER) となる。ROE10%と 20%のラインを図表に示した。ROE は NTT データ (9.9%) を除くと 10%を上回っており、同社は 14.7%である。ROE が 8%を上回ると PBR が上昇する傾向があるとされており、同社を含め情報システム各社ともに PBR は 1 倍を上回る。



8. ESG・コーポレートガバナンス、サステナビリティ

(1) コーポレートガバナンス体制

同社のコーポレートガバナンスに関する基本的な考え方は、企業価値の持続的な増大こそが企業としての最大の使命と認識しており、その実現の為に企業統治の充実、株主に対する説明責任に積極的に取り組むことを経営上の最も重要な課題と位置づけている。

同社グループは経営の意思決定・監督機関としての取締役会とその意思決定に基づく業務執行体制として経営会議を設け、経営の意思決定と業務執行の分離・確立を図るガバナンス体制を構築。気候変動などの地球環境問題への配慮や人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇など、サステナビリティ関連のリスクおよび機会の監視および管理についても、このガバナンス体制で実施している。

取締役、監査役会の体制の推移は図表 8-1 の通り。

図表8-1. 取締役会・監査役会

		単位	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期
取締役	合計	人	7	7	7	7	8
	うち、女性	人	1	1	1	1	1
	うち、外国人	人	0	0	0	0	0
	業務執行取締役	人	4	4	4	4	4
非業務執行取締役	人	0	0	0	0	0	
社外取締役（うち、独立役員）	人	3(3)	3(3)	3(3)	3(3)	4(4)	
監査役	合計	人	3	3	3	3	3
	うち、女性	人	0	0	0	0	0
	うち、外国人	人	0	0	0	0	0
	社外監査役（うち、独立役員）	人	2(1)	2(1)	2(1)	2(1)	2(1)
取締役会議長	役職	取締役社長	取締役社長	取締役社長	取締役会長	取締役会長	
取締役会開催回数	回	17	17	17	17	18	
取締役会出席率	%	97	98.8	99.4	99.4	100	
取締役の任期	年	1	1	1	1	1	
平均在任期間	年	4.9	5.2	5.9	6.9	6.8	

（出所）ESGデータブックで当研究所作成

同社は、サステナビリティ方針に基づく取り組みの進捗を測るべく、KPI 設定に関する議論を継続的に行っている。現時点において、人材育成および社内環境整備について、以下の非財務 KPI の目標を設定し、目標達成に向けた取り組みを推進。多様な人材の確保に向け、新卒採用においては、特に女性や外国人の採用に注力している。

図表8-2. 非財務KPIの目標

テーマ	指標	実績	目標
		21/3期～23/3期平均	
人材の多様性確保	女性 新卒採用比率	25.90%	25%以上
	外国籍 新卒採用人数	0.7名/年	数名/年
	経験者 採用人数	5.6名/年	15名/年

（出所）有価証券報告書で当研究所作成





(2) 東証の要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」

東京証券取引所は23年3月、プライム市場およびスタンダード市場の全上場会社を対象に、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を実施。23年12月末時点でプライム市場の49%（815社）、スタンダード市場の19%（300社）が開示（検討中を含む）。プライム市場3月期決算企業に限ると、59%（673社）が開示するなど、23年7月時点の31%から倍近くまで増加している。

同社は要請に対する具体的な開示等を行っていないが、23年5月に公表した中期経営計画「New Canvas2026」（24/3期～26/3期）では、企業戦略として企業価値・株主価値向上を掲げており、PBRのさらなる向上にも触れている。

(3) サステナビリティの取り組み、重要課題（マテリアリティ）

顧客へのソリューション提供やDXを推進

同社は企業の社会的責任を全うすることが、企業価値向上につながるとの認識のもと、全ての行動の基本となる方針として、「サステナビリティ方針」を策定。サステナビリティ関連のリスクおよび機会への対処はサステナビリティ方針に基づき実施している。

21年12月、「気候関連財務情報開示タスクフォース」（TCFD：Task Force on Climate-related Financial Disclosures）の提言に対する賛同を表明。賛同企業・団体などで構成される「TCFD コンソーシアム」に加盟している。同社はエネルギー（電力・ガス）をはじめとした「暮らしと社会を守る」社会インフラと、「日本のモノづくり」を支えるICTシステムやソリューションの提供を通じて、「ステークホルダーとの価値共創」に取り組むとともに、「環境経営」を推進しているが、これらの取り組みを一層強化し、持続可能な社会の実現に貢献する考え。

22年7月には、経済産業省から「DX認定事業者」認定を取得。DXプロジェクトの推進にあたっては「DXビジネス推進部」が中心となり「新サービスの創出」や「業務改革」に貢献するDXコンサルティングに取り組んでいるほか、22年4月に新設した「デジタル・テクノロジー事業部」のもと、DXイノベーションのワンストップ提供に注力する。

フランスを拠点に世界100カ国以上で事業展開するシュナイダーエレクトリック社とは、日本初のSIパートナーとして「インダストリーDX」、「VPP（バーチャルパワープラント：仮想発電所）・マイクログリッド」、「エネルギーマネジメント」を中心に協業を推進。23年には、全世界のパートナー企業400社の中から6社のみが選ばれる「シュナイダー・サステナビリティ・インパクトアワード」を受賞するなど、着実に成果も上げている。

このほか、ニデック（旧日本電産）とのDXアライアンス体制の構築、東京大学大学院工学系研究科との宇宙・衛星データに関する共同研究など、オープンイノベーションによるDXの価値共創に取り組む。今後も「コンサルティング」、「高速開発モデル」、「マーケティング」、「アナリティクス」、「デジタル技術」、「データ利活用」などによるDX・デジタル化を実現し、顧客のビジネス変革の早期実現、持続可能な社会（SDGs）の達成に貢献する方針。





人材育成

同社では、「人材こそが最重要資本である」という認識のもと、人材育成に注力。高度 IT 人材を「AI や DX 等の IT 先端技術に通じた人材」と定義し、200 人の育成を目標に取り組んでいる。AI 研究所を中心とした啓蒙活動に加え、社内の教育体制を整備し、全社で選抜した社員を対象とした「AI リテラシー研修」の開催や社内の各組織が主催するセミナー、勉強会の実施、先端技術に関する資格取得奨励の強化等を通じて、技術力の向上、習得を推進。社員の保有資格数は 1 人当たり平均 5 資格以上であり、中でも、高品質なシステム・インテグレーション・サービスの提供に向けて取得を推奨している PMP（Project Management Professional：プロジェクト管理の国際標準資格）は、社員技術者の 4 人に 1 人が保有。さらに、DX への対応を強化するため、「DX コンサルタント」、「データサイエンティスト」、「AI エンジニア」等の育成にも注力している。

また、ベトナムを中心としたオフショア開発体制の強化・確立を進める中、日本国内の大学を卒業したベトナム人留学生の積極採用、外国籍社員の帰国後の起業支援・提携など、ベトナムにおける高度 IT 人材育成を推進。高度 IT 人材育成のさらなる加速を目的として、ベトナム中部最大規模の国立総合大学であり、幅広い領域で優秀な人材を輩出するダナン大学との産学連携協定および「スマート大学の実現」をテーマとした共同研究に関する協定（MOA）を締結。今後、同大学との共同研究を通じて、ベトナム経済発展および日本における「高度 IT 人材不足」という社会的課題の解決にも貢献する方針。





9. トップマネジメント、大株主の状況、事業等のリスク

(1) トップマネジメント

代表取締役会長兼 CEO である上田富三氏（1951 年生）は 74 年、竹菱電機（現たけびし）入社。78 年に紀陽コンピュータシステム設立。代表取締役就任。スターリングシステムの常務取締役を経て、91 年、日本インフォメーション・エンジニアリング（現 SCSK）入社。2004 年に同社に入社。F&B ソリューション事業部長、取締役、常務取締役を経て、10 年に代表取締役社長に就任。21 年現職に就任。

代表取締役社長兼 COO である篠崎俊明氏（1966 年生）は 89 年、同社に入社。2010 年、I&C ソリューション事業部長に就任。12 年、エンジニアリング・ソリューション事業部長、13 年、社会システム事業部長、15 年に取締役社会システム事業部長に就任。18 年に常務取締役、20 年専務取締役を経て、21 年、現職に就任。

(2) 大株主の状況

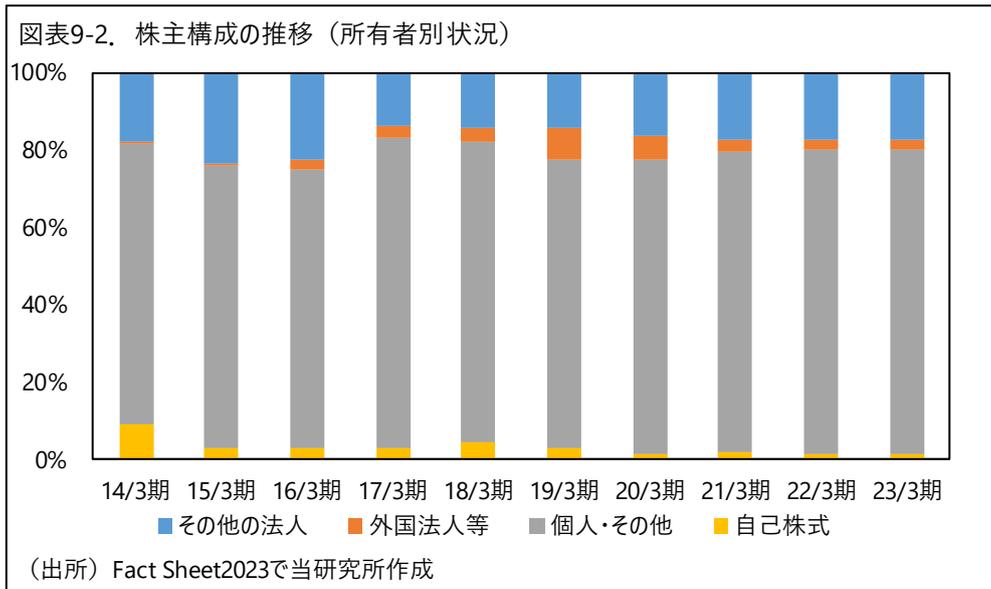
大株主の状況は図表 9-1 の通り。同社では、従業員の経営参画意識の醸成と福利厚生（資産形成）とを兼ねて、従業員持株会制度を運営。同社従業員のうち、持株会に参加している社員は 57%と高く、また株主構成においても従業員持株会が第 2 位に位置するなど、従業員の経営参画意識の醸成につながっている。

図表9-1. 大株主の状況 23年9月30日現在

氏名または名称	所有株式数(株)	発行済株式（自己株式を除く）の総数に対する所有株式数の割合（%）
日本マスタートラスト信託銀行（信託口）	1,248,300	13.40
アドソル日進従業員持株会	657,900	7.06
日本プロセス	494,000	5.30
日本カस्टディ銀行（信託B口）	321,700	3.45
インテック	316,300	3.39
日本カस्टディ銀行（信託口）	189,900	2.04
みずほ銀行	186,000	2.00
バリューHR	171,700	1.84
上田 富三	138,800	1.49
三菱UFJ銀行	138,000	1.48
計	3,862,600	41.45

（出所）四半期報告書で当研究所作成





(3) 主な事業等のリスク

以下のリスク要因は同社グループの経営成績や事業活動等に影響を及ぼす可能性がある。

顧客の投資計画に係るリスク

顧客の投資計画の実行は、経済環境や収益動向等に影響を受け、顧客の ICT 投資が凍結・延期・削減される可能性がある。

対応策：特定の事業セグメントや特定の顧客に過度に依存しないバランス経営を図るとともに、事業セグメントごとの主要顧客別戦略を推進。

プロジェクトに係るリスク

受注時におけるコスト見積の誤り、品質管理、および工程管理等に問題が生じた場合は、技術者の追加投入や賠償等が発生することにより、採算性が低下する可能性がある。納期の遅れによる遅延損害金、納品できなかった場合の損害賠償責任等の発生。

対応策：「ISO9001：品質マネジメント・システム」に準拠した品質保証推進活動。品質保証推進の専任組織を中心とした全社横断的な各品質向上施策の推進。プロジェクト・マネジメントの国際的な資格である「PMP 資格」の取得を推進し、有資格者によるプロジェクト管理、品質管理、およびリスク・マネジメントの強化。

協力会社の活用に係るリスク

協力会社との協業が計画通り推移しない場合、最先端技術を活用した ICT システムの提供や旺盛な ICT 投





資ニーズに応える開発体制の提供が難しくなる。

対応策：協力会社との円滑なアライアンス体制の維持・強化に努める。

海外オフショア開発に係るリスク

地政学リスクや災害、人件費の高騰等により、安定した発注ができなくなる。

対応策：海外オフショア開発を推進する 100%子会社「アドソル・アジア社」を中心に、開発委託国の多様化や開発拠点の整備・拡充。

情報漏洩に係るリスク

万が一、情報漏洩等の事故等が生じた場合、損害賠償責任や信用失墜の恐れがある。

対応策：「ISO27001：情報セキュリティ・マネジメント・システム」、「JIS Q 15001:プライバシー・マーク」の各認証を取得し、運用を徹底。開発業務に従事する技術者を対象としたセキュリティ教育等に注力。

情報システムの障害発生等に係るリスク

同社グループは事業の特性上、多数のコンピュータ機器を利用していることから、大規模な災害・停電、システムまたはネットワークの障害、不正アクセスやコンピュータ・ウイルス等による被害が発生した場合、プロジェクトの中止や延期に伴う損害賠償責任や信用失墜等が発生する可能性がある。

対応策：外部のデータセンタを活用し、データの保全、電源確保、対不正アクセスの対策を講じている。

知的財産権に係るリスク

現在または将来利用する技術と抵触する特許権等の知的財産権を第三者が既に取得している可能性も否定できず、万一そのような事態が発生した場合には、当該知的財産権侵害に関する提訴を受け、同社グループに損害賠償義務等が発生する。

対応策：同社グループが保有する独自技術については、特許権の取得に取り組み、あわせて第三者の知的財産権侵害を回避すべく特許事務所等に適時確認する施策を推進。23年11月時点で23件の特許を取得。

有能な人材の確保・育成に係るリスク

有能な人材の確保・育成が著しく停滞した場合、または退職者が増加した場合は、受注活動の停滞やプロジェクトの進捗遅延および中止につながる可能性がある。

対応策：多様性に配慮した採用活動の推進。階層別・職種別の教育研修体系を整備し、専門知識・実





務知識や最先端技術の習得をキャリア形成とともに育成。

労務管理に係るリスク

プロジェクトにおいて、予期しえないシステム障害への対応、開発遅延対等により、追加的な労働時間の発生やストレスによる健康不良等が社員の健康問題や労務問題につながる可能性がある。

対応策：プロジェクト管理と連動した労務管理の徹底、有給休暇の取得推進、テレワーク奨励など「働き方改革」に注力。

法令遵守に係るリスク

同社グループが事業活動を行うにあたり、「個人情報保護法」、「労働者派遣事業の適正な運営の確保および派遣労働者の保護等に関する法律」等の関連法令の適用を受けている。これらの法令に違反した場合、罰則の適用を受ける可能性がある。

対応策：「企業行動規範」の制定や従業員の意識向上と周知徹底の推進、公益通報保護や内部通報制度の確立による未然防止、顧問弁護士と連携した法的リスク回避体制の確立・推進。

自然災害・パンデミック発生に係るリスク

地震・台風・集中豪雨等の自然災害や新型コロナウイルス等のパンデミックの発生はプロジェクトにおける納期遅延等につながる可能性がある。

対応策：事業活動に中断が生じた場合でも、確実に復旧するための対応方針を定めているほか、同社グループオリジナルのリモート開発ツールを活用することで、テレワークや分散開発を推進。





10. 財務関連データおよび指標

業績データおよび指標データ。同社の会計基準の変更や収益認識基準の影響額の調整などは行っていない。

(1) 損益計算書（通期）、付随資料

< 損益計算書 >

単位：百万円

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期 計画
売上高	8,436	9,038	10,460	11,634	10,997	12,194	13,315	13,518	12,247	12,842	14,000
(前期比)	4%	7%	16%	11%	-5%	11%	9%	2%	-9%	5%	9%
売上原価	6,942	7,320	8,352	9,171	8,480	9,374	10,031	10,188	9,224	9,477	
(前期比)	4%	5%	14%	10%	-8%	11%	7%	2%	-9%	3%	
(売上原価率)	82%	81%	80%	79%	77%	77%	75%	75%	75%	74%	
売上総利益	1,494	1,717	2,108	2,462	2,516	2,820	3,284	3,329	3,023	3,364	
(前期比)	5%	15%	23%	17%	2%	12%	16%	1%	-9%	11%	
(売上総利益率)	18%	19%	20%	21%	23%	23%	25%	25%	25%	26%	
販管費	1,189	1,309	1,566	1,695	1,683	1,808	2,070	2,044	1,935	2,154	
(前期比)	-1%	10%	20%	8%	-1%	7%	14%	-1%	-5%	11%	
(販管費率)	14%	14%	15%	15%	15%	15%	16%	15%	16%	17%	
営業利益	304	408	541	767	832	1,012	1,213	1,285	1,088	1,210	1,430
(前期比)	43%	34%	33%	42%	8%	22%	20%	6%	-15%	11%	18%
(営業利益率)	4%	5%	5%	7%	8%	8%	9%	10%	9%	9%	10%
EBITDA	325	431	593	848	917	1,110	1,308	1,375	1,182	1,327	
(前期比)	37%	33%	38%	43%	8%	21%	18%	5%	-14%	12%	
(EBITDAマージン)	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	
ネット金融収支	-3	1	7	10	16	15	17	20	25	33	
為替差損益	-2	0	0	0	0	-13	0	0	0	0	
持分法投資損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
経常利益	300	409	549	777	857	1,012	1,236	1,314	1,130	1,244	1,476
(前期比)	44%	36%	34%	42%	10%	18%	22%	6%	-14%	10%	19%
(経常利益率)	4%	5%	5%	7%	8%	8%	9%	10%	9%	10%	11%
税前利益	297	407	549	777	851	1,013	1,235	1,343	1,137	1,240	
(税負担率)	44%	44%	47%	32%	35%	32%	33%	33%	31%	32%	
親会社株主利益	167	229	289	531	553	687	824	898	784	841	961
(前期比)	45%	37%	26%	84%	4%	24%	20%	9%	-13%	7%	14%
(純利益率)	2%	3%	3%	5%	5%	6%	6%	7%	6%	7%	7%
EPS (円)	19.9	26.4	32.5	59.2	61.3	75.9	90.0	97.3	84.6	90.4	
配当性向	30%	36%	40%	34%	34%	36%	36%	36%	43%	42%	
BPS (円)	233.3	274.9	292.6	337.2	378.0	428.6	482.4	563.6	629.5	704.0	
設備投資額	29	40	29	25	94	568	62	27	167	129	
減価償却費	21	23	52	81	85	98	95	90	94	117	
研究開発費	50	39	116	151	155	162	169	206	149	156	
従業員数 (人)	482	485	489	496	498	522	547	571	592	603	

(注) 20/3期まで単体、以降は連結。EBITDA=営業利益+減価償却費。税負担率=(法人税等+調整額)÷税前利益
(出所) QUICK Workstationで当研究所作成





(2) 損益計算書 (四半期)

< 損益計算書 >

単位：百万円

	23/3期				24/3期				23/3期		24/3期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q 計画	上期	下期	上期	下期 計画
売上高	3,051	3,185	3,227	3,379	3,395	3,440	3,524	3,641	6,236	6,606	6,835	7,165
(前年同期比)	1%	-1%	8%	11%	11%	8%	9%	8%	0%	10%	10%	8%
売上原価	2,264	2,328	2,337	2,548	2,452	2,498	2,552		4,592	4,885	4,950	
(前年同期比)	1%	-1%	2%	9%	8%	7%	9%		-0%	6%	8%	
(売上原価率)	74%	73%	72%	75%	72%	73%	72%		74%	74%	72%	
売上総利益	787	857	889	831	943	942	971		1,644	1,720	1,885	
(前年同期比)	2%	-0%	28%	18%	20%	10%	9%		1%	23%	15%	
(売上総利益率)	26%	27%	28%	25%	28%	27%	28%		26%	26%	28%	
販管費	579	534	486	555	605	571	529		1,113	1,041	1,176	
(前年同期比)	8%	10%	13%	15%	4%	7%	9%		9%	14%	6%	
(販管費率)	19%	17%	15%	16%	18%	17%	15%		18%	16%	17%	
営業利益	207	323	403	277	338	371	442	279	530	680	709	721
(前年同期比)	-11%	-14%	54%	27%	63%	15%	10%	1%	-13%	42%	34%	6%
(営業利益率)	7%	10%	12%	8%	10%	11%	13%	8%	8%	10%	10%	10%
ネット金融収支	2	16	0	15	2	17	0		18	15	19	
為替差損益	0	0	0	0	0	0	0		0	0	0	
持分法投資損益	0	0	0	0	0	0	0		0	0	0	
経常利益	210	339	403	292	340	399	441	296	549	695	739	737
(前年同期比)	-14%	-12%	54%	22%	62%	18%	9%	1%	-13%	38%	35%	6%
(経常利益率)	7%	11%	12%	9%	10%	12%	13%	8%	9%	11%	11%	10%
税前利益	210	336	403	291	340	399	441		546	694	739	
親会社株主利益	147	223	264	207	220	261	298	182	370	471	481	480
(前年同期比)	-12%	-17%	45%	25%	50%	17%	13%	-12%	-15%	35%	30%	2%
(純利益率)	5%	7%	8%	6%	6%	8%	8%	5%	6%	7%	7%	7%

(注) 計画は直近。4Q計画=通期計画-3Q累計実績、下期計画=通期計画-上期実績

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成





(3) 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

<貸借対照表、キャッシュフロー計算書>

単位：百万円

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期
流動資産	2,879	3,230	3,696	4,168	4,378	4,398	4,963	5,489	5,155	6,244
現預金	504	942	1,219	1,318	1,793	1,372	1,899	1,675	2,806	3,391
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
売上債権	1,956	1,819	2,014	2,340	2,359	2,773	2,810	3,616	2,179	2,620
棚卸資産	215	282	283	310	159	188	154	106	85	142
固定資産	998	1,348	1,478	1,509	1,778	2,250	2,650	2,652	2,914	3,093
有形固定資産	540	543	545	535	594	596	631	615	626	611
無形固定資産	23	34	198	152	98	565	496	449	511	534
のれん	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資その他の資産	434	770	734	821	1,085	1,088	1,522	1,586	1,776	1,947
資産合計	3,877	4,578	5,175	5,678	6,156	6,649	7,613	8,141	8,069	9,338
流動負債	1,148	1,447	1,614	1,651	1,725	1,726	2,165	2,029	1,351	1,945
買入債務	463	426	541	495	530	549	640	582	483	554
短期借入金・社債	40	65	62	40	180	140	205	87	0	0
固定負債	765	676	908	895	932	921	893	781	749	715
長期借入金・社債	20	22	150	110	70	30	87	0	0	0
負債合計	1,913	2,123	2,523	2,547	2,658	2,648	3,059	2,810	2,101	2,661
自己資本	1,961	2,445	2,604	3,054	3,389	3,901	4,436	5,214	5,846	6,557
非支配株主持ち分	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
純資産	1,964	2,454	2,652	3,130	3,497	4,001	4,554	5,331	5,968	6,676
運転資本	1,708	1,675	1,756	2,155	1,988	2,412	2,324	3,140	1,781	2,208
投下資本（運用ベース）	2,271	2,252	2,499	2,842	2,680	3,573	3,451	4,204	2,918	3,353
投下資本（調達ベース）	2,021	2,532	2,816	3,204	3,639	4,071	4,728	5,301	5,846	6,557
ネット投下資本（調達ベース）	1,577	1,677	1,809	2,036	2,096	2,869	3,121	3,713	3,040	3,166
ネット金融資産	444	855	1,007	1,168	1,543	1,202	1,607	1,588	2,806	3,391
1. 営業キャッシュフロー	37	572	506	353	814	436	1,208	187	1,781	1,020
売上債権の増減額	-134	137	-195	-325	-18	-413	-37	-805	1,435	-439
棚卸資産の増減額	-72	-67	-2	-25	149	-28	33	49	20	-57
仕入債務の増減額	34	-36	115	-46	35	18	90	-57	-99	71
2. 投資キャッシュフロー	-25	-314	-264	-63	-103	-611	-596	-6	-241	-99
有形・無形固定資産の取得	-20	-23	-235	-23	-99	-572	-50	-22	-172	-129
投資その他の資産の取得	-4	-6	-9	-38	-1	-35	-25	-5	-69	-7
3. フリーキャッシュフロー（1+2）	12	258	242	290	711	-175	612	181	1,540	921
4. 財務キャッシュフロー	-97	180	34	-190	-235	-245	-85	-481	-410	-336
配当	-39	-60	-88	-165	-189	-198	-273	-313	-343	-334
自己株取得	0	0	0	0	-149	0	0	0	0	0
有利子負債の増減額	-57	28	125	-62	100	-80	123	-205	-87	0
現預金の増減額	-85	437	276	99	474	-421	526	-300	1,130	584
現預金の期末残高	504	942	1,219	1,318	1,793	1,372	1,899	1,675	2,806	3,391

(注) 20/3期まで単体、以降は連結

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成





(4) 財務分析

<財務分析>

単位：百万円（表記なし項目）

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期
<ROEの3分解式>										
純利益率	2.0%	2.5%	2.8%	4.6%	5.0%	5.6%	6.2%	6.6%	6.4%	6.5%
総資産回転率（回）	2.2	2.1	2.1	2.1	1.9	1.9	1.9	1.7	1.5	1.5
財務レバレッジ（倍）	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
<資産収益性>										
ROE	8.8%	10.4%	11.4%	18.8%	17.2%	18.8%	19.8%	18.6%	14.2%	13.6%
ROA	7.9%	9.7%	11.3%	14.3%	14.5%	15.8%	17.3%	16.7%	13.9%	14.3%
税前ROIC（運用ベース）	13.9%	18.0%	22.8%	28.7%	30.1%	32.4%	34.5%	33.6%	30.6%	38.6%
税前ROIC（調達ベース）	15.3%	17.9%	20.2%	25.5%	24.3%	26.3%	27.6%	25.6%	19.5%	19.5%
税前ROIC（ネット調達ベース）	19.9%	25.1%	31.0%	39.9%	40.3%	40.8%	40.5%	37.6%	32.2%	39.0%
<売上比>										
売上総利益率	17.7%	19.0%	20.2%	21.2%	22.9%	23.1%	24.7%	24.6%	24.7%	26.2%
販管費率	14.1%	14.5%	15.0%	14.6%	15.3%	14.8%	15.5%	15.1%	15.8%	16.8%
営業利益率	3.6%	4.5%	5.2%	6.6%	7.6%	8.3%	9.1%	9.5%	8.9%	9.4%
EBITDAマージン	3.9%	4.8%	5.7%	7.3%	8.3%	9.1%	9.8%	10.2%	9.7%	10.3%
経常利益率	3.5%	4.5%	5.2%	6.7%	7.7%	8.3%	9.3%	9.9%	9.3%	9.7%
<効率性>										
総資産回転期間（月）	5.4	5.6	5.6	5.6	6.5	6.3	6.4	7.0	7.9	8.1
売上債権回転期間（日）	81.7	76.2	66.9	68.3	78.0	76.8	76.5	86.8	86.4	68.2
棚卸資産回転期間（日）	9.4	12.4	12.3	11.8	10.1	6.8	6.2	4.7	3.8	4.4
買入債務回転期間（日）	23.4	22.2	21.1	20.6	22.1	21.0	21.6	21.9	21.1	20.0
CCC（日）	67.7	66.5	58.1	59.5	66.0	62.6	61.1	69.5	69.1	52.6
1人当たり売上高	17.6	18.7	21.5	23.6	22.1	23.9	24.9	24.2	21.1	21.5
1人当たり営業利益	0.6	0.8	1.1	1.6	1.7	2.0	2.3	2.3	1.9	2.0
<財務安全性>										
手元流動性比率（月）	0.8	1.0	1.2	1.3	1.7	1.6	1.5	1.6	2.2	2.9
ネットデット	-444	-855	-1,007	-1,168	-1,543	-1,202	-1,607	-1,588	-2,806	-3,391
自己資本比率	50.6%	53.4%	50.3%	53.8%	55.1%	58.7%	58.3%	64.0%	72.5%	70.2%
流動比率	250.8%	223.2%	229.0%	252.5%	253.8%	254.8%	229.2%	270.5%	381.6%	321.0%
<成長性>										
前期比										
売上高	4.4%	7.1%	15.7%	11.2%	-5.5%	10.9%	9.2%	1.5%	-9.4%	4.9%
営業利益	43.4%	34.2%	32.6%	41.8%	8.5%	21.6%	19.9%	5.9%	-15.3%	11.2%
経常利益	44.2%	36.3%	34.2%	41.5%	10.3%	18.1%	22.1%	6.3%	-14.0%	10.1%
投下資本（運用ベース）	8.5%	-0.8%	11.0%	13.7%	-5.7%	33.3%	-3.4%	21.8%	-30.6%	14.9%
自己資本	7.0%	24.7%	6.5%	17.3%	11.0%	15.1%	13.7%	17.5%	12.1%	12.2%
総資産	3.2%	18.1%	13.0%	9.7%	8.4%	8.0%	14.5%	6.9%	-0.9%	15.7%

(注1) 20/3期まで単体、以降は連結。資産収益性、効率性で使用のBS項目、従業員数は期首・期末平均

(注2) ROAは経常利益ベース。売上債権回転期間は売上高ベース。棚卸資産回転期間、買入債務回転期間は売上原価ベース

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成





Appendix1～株主総利回り分析の補足解説（ファイナンス理論）

（１） 株主総利回り(TSR)の分析について（ファイナンス理論）

本文の株主総利回り（TSR：Total Shareholder Return）の分析に関して、以下が補足解説である。この解説は、完全資本市場を仮定するファイナンス理論に基づいている。また、本分析においては以下の文献を参考にしている。山口勝業、「わが国産業の株式期待リターンのサプライサイド推計」、証券アナリストジャーナル（2005.9）

また、図表 A1-1 には、仮想企業における配当、自己株取得による各種指標への影響シミュレーションを示している（PBR=2 倍、1 倍、0.5 倍のケース別）。

株主総利回り（TSR） = 配当インカム・リターン + キャピタル・リターン（株価変動リターン）

株価変動によるキャピタル・リターンは、以下の（A）と（B）の 2 通りに分解できる。

（A）キャピタル・リターン = BPS 成長率と PBR 変動率（株価 = BPS × PBR）

（B）キャピタル・リターン = EPS 成長率と PER 変動率（株価 = EPS × PER）

ファイナンス理論に基づくと、株価は配当によって配当分だけ下落する（配当落ち）。また、株価は自己株取得によって影響を受けない（株式価値に中立）。

配当は BPS、自己株取得は BPS と EPS に影響する。また、上記の株価変化の想定の下で、PBR、PER にも影響する。以下、影響度についてまとめてみる。

（A）株価変動を BPS と PBR に分けるケース

（A）株主総利回り（TSR） = 配当インカム・リターン + （BPS 成長率 + PBR 変動率）

配当、自己株取得による株主総利回り（TSR）、その構成要素への影響について考える。

（1）配当による影響

（a）配当利回り

- ・配当支払いによって配当インカム・リターンは上昇する。
- ・配当インカム・リターンは、配当利回り（配当 ÷ 株価）である。

（b）BPS

- ・配当により BPS は減少する。減少率は、配当 ÷ BPS（= DOE、株主資本配当率）である。
- ・配当利回りが DOE に比べて低い場合は（= PBR が 1 倍超）、（A）式における「配当インカム・リターン + BPS 成長率」（ファンダメンタル・リターン）が低下する。その低下分だけ、理論値での PBR が上昇し、株主総利回り（TSR）は不変である。その逆の場合は（= PBR が 1 倍未満）、そのファンダメンタル・リターンが上昇し、PBR が低下し、株主総利回り（TSR）は不変となる。





(c) PBR

・PBR は株価÷BPS で、分母の BPS は上記 (b) のように減少する。

・また、分子である株価は市場で変動し、それによっても PBR が変化する。この PBR の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。

・PBR の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PBR の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けるを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。

・ファイナンス理論に基づく PBR の変化（理論値）とは、株価は配当分だけ下落すると想定し（配当落ち）、その場合の PBR の変化である。計算は、以下の通り。

・PBR への影響は、分子である株価の配当による減少率（配当利回り）と分母である BPS の配当による減少率（= DOE）の差によって決まる。

$$\begin{aligned} \text{配当による PBR への影響} &= ((1 - \text{配当利回り}) \div (1 - \text{DOE})) - 1 \\ &\doteq -\text{配当利回り} + \text{DOE} \end{aligned}$$

・配当利回り < DOE（= PBR が 1 倍超）の場合、PBR が上昇し、配当利回り > DOE の場合（= PBR が 1 倍未満）、PBR が低下する。配当利回り = DOE の場合（= PBR が 1 倍）、PBR は不変である。

・上記の理論値において、配当による株主総利回り（TSR）への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

トータル・リターンへの影響：ゼロ

配当インカム・リターンへの影響：+配当利回り

キャピタル・リターンへの影響：-配当利回り

（BPS の成長率への影響：-DOE）

（PBR への影響（理論値）：-配当利回り+DOE）

・なお、後述するように、PBR の変化のうち、自己株取得による変化（理論値）も同様に算出する。そして、実際のデータからそれらの理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。

(2) 自己株取得による影響

(a) 配当利回り

・配当利回りへの影響はない。

(b) BPS

・BPS への影響は、自己株取得株数の発行済株式数に対する比率（a）、PBR によって決まる。

$$\text{自己株取得による BPS への影響} = ((1 - a \times \text{PBR}) \div (1 - a)) - 1$$





$$= (a \div (1-a)) \times \underline{(1-PBR)}$$

・下線部を見ると、BPS の増加／減少は、PBR=1 が分岐点となることが分かる。PBR > 1 であれば BPS が減少、PBR < 1 であれば増加、PBR = 1 であれば不変となる。

・また、a は 1 より十分に小さい場合が多いと考えられることから、

$$a \div (1-a) \doteq a$$

$$\text{自己株取得による BPS への影響} \doteq a \times (1-PBR)$$

(c) PBR

・PBR は株価／BPS で算出され、分母の BPS は上記 (b) のように増加／減少する。

・一方、実際の市場では株価が変動し、PBR が変化する。この PBR の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。

・PBR の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PBR の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。

・ファイナンス理論に基づく PBR の変化（理論値）とは、自己株取得によって株価は変わらないと想定し、その場合の PBR の変化である。それは分母である BPS の変化率によって決まる。計算は、以下の通り。

$$\text{自己株取得による PBR への影響} = (1 \div (1 + \text{自己株取得による BPS への影響})) - 1$$

$$\doteq - \text{自己株取得による BPS への影響}$$

$$\doteq a \times (PBR - 1)$$

・PBR > 1 の場合、BPS が減少して PBR が上昇し、PBR < 1 の場合、BPS が増加して PBR が低下し、PBR = 1 の場合、BPS、PBR が共に不変となる。

・上記の理論値において、自社株買いによる株主総利回り（TSR）への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

配当インカム・リターンへの影響：なし

キャピタル・リターンへの影響：なし

$$(\text{BPS の成長率への影響}) : \doteq a \times (1-PBR)$$

$$(\text{PBR への影響 (理論値)}) : \doteq a \times (PBR - 1)$$

a：自己株取得株数の発行済株式数に対する比率

・PBR の影響については、配当、自己株取得による影響（理論値）を算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場による評価の変化」が含まれると考える。

(B) 株価変動を EPS と PER に分けるケース





(B) 株主総利回り (TSR) = 配当インカム・リターン + $\frac{\text{EPS 成長率} + \text{PER 変動率}}{\text{株価}}$

配当、自己株取得による株主総利回り (TSR)、その構成要素への影響について考える。

(1) 配当による影響

(a) 配当利回り

- ・配当支払いによって配当インカム・リターンは上昇する。
- ・配当インカム・リターンは、配当利回り (配当 ÷ 株価) である。

(b) EPS

- ・EPS への影響はない。

(c) PER

- ・PER は株価 ÷ EPS で算出され、分母の EPS は変わらない。
- ・分子である株価は市場で変動し、それによって PER が変化する。この PER の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。

・PER の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PER の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化 (理論値)」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。

・ファイナンス理論に基づく PER の変化 (理論値) とは、株価は配当分だけ下落すると想定し (配当落ち)、その場合の PER の変化である。計算は、以下の通り。

- ・PER への影響は、分子である株価の配当による減少率 (配当利回り) で決まる。

配当による PER への影響 = - 配当利回り

- ・上記の理論値において、配当による株主総利回り (TSR) への影響はゼロ (中立) である。

<まとめ>

株主総利回り (TSR) への影響：なし

配当インカム・リターンへの影響：+ 配当利回り

キャピタル・リターンへの影響：- 配当利回り

(EPS の成長率への影響：なし)

(PER への影響 (理論値)：- 配当利回り)

・なお、後述するように、PER の変化のうち、自己株取得による変化 (理論値) も同様に算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。

(2) 自己株取得による影響

(a) 配当利回り





・配当利回りへの影響はない。

(b) EPS

・EPS への影響は、自己株取得の発行済株式数に対する比率 (a) によって決まる。

$$\text{EPS への影響} = 1 \div (1-a) - 1$$

$$= a \div (1-a)$$

$$\approx a \text{ (} a \text{ が } 1 \text{ よりも十分に小さい場合が多いと考えられるため)}$$

(c) PER

・PER は株価÷EPS で算出され、分母の EPS は上記 (b) のように増加する。

・一方、実際の市場では株価が変動し、PER が変化する。この PER の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。

・PER の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PER の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。

・ファイナンス理論に基づく PER の変化（理論値）とは、自己株取得によって株価は変わらないと想定し、その場合の PER の変化である。それは分母である EPS の変化率によって決まる。計算は、以下の通り。

$$\text{自己株取得による PER への影響} = (1 \div (1 - \text{自己株取得による EPS への影響率})) - 1$$

$$\text{EPS への影響} = 1 \div (1-a) - 1, \text{ を代入すると}$$

$$= 1 \div (1 \div (1-a)) - 1$$

$$= -a$$

・上記の理論値において、自社株買いによる株主総利回り (TSR) への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

配当インカム・リターンへの影響：なし

キャピタル・リターンへの影響：なし

(EPS の成長率への影響： $\approx a$)

(PER への影響（理論値）： $-a$)

・PER の影響については、配当、自己株取得による影響（理論値）を算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場による評価の変化」が含まれると考える。





図表A1-1. 仮想企業での配当、自己株取得による影響（ファイナンス理論）
～PBR=2倍、1倍、0.5倍のケース別～

				PBR		
				2.0x	1.0x	0.5x
自己株取得・配当 前	売上高	a	億円	2,000	2,000	2,000
	親会社株主利益	b	億円	100	100	100
	自己資本	c	億円	1,000	1,000	1,000
	ROE	d=b/c	%	10.0%	10.0%	10.0%
	株式数	e	億株	1.0	1.0	1.0
	EPS	f=b/e	円	100.0	100.0	100.0
	BPS	g=c/e	円	1,000	1,000	1,000
	株価	h	円	2,000	1,000	500
	時価総額	i=e*h	億円	2,000	1,000	500
	PER	j=h/f	倍	20.0	10.0	5.0
	時価総額/親会社株主利益	k=i/b	倍	20.0	10.0	5.0
	PBR	l=h/g	倍	2.0	1.0	0.5
	時価総額/自己資本	m=i/c	倍	2.0	1.0	0.5
自己株取得	自己株取得金額	n	億円	50	50	50
	% of 自己資本	n/c	%	5%	5%	5%
	% of 時価総額	n/i	%	3%	5%	10%
	自己株取得株数	o=n/h	億株	0.025	0.05	0.1
	% of total	o/e	%	3%	5%	10%
自己株取得 後	時価総額	p=i-n	億円	1,950	950	450
	変化率	p/i-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%
	株数	q=e-o	億株	0.98	0.95	0.90
	変化率	q/e-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%
	株価	r=p/q	円	2,000	1,000	500
	変化率	r/h-1	%	0.0%	0.0%	0.0%
	自己資本	s=c-n	億円	950	950	950
	変化率	s/c-1	%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	BPS	t=s/q	円	974	1,000	1,056
	変化率	t/g-1	%	-2.6%	0.0%	5.6%
	EPS	u=b/q	円	102.6	105.3	111.1
	変化率	u/f-1	%	2.6%	5.3%	11.1%
	ROE	v=b/s	%	10.5%	10.5%	10.5%
	変化率	v/d-1	%	5%	5%	5%
	PER	w=r/u	倍	19.5	9.5	4.5
	変化率	w/j-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%
	PBR	x=r/t	倍	2.05	1.00	0.47
変化率	x/l-1	%	2.6%	0.0%	-5.3%	
配当支払	DPS	y	円	20	20	20
	配当総額	z=y*e	億円	20	20	20
	配当利回り	aa=y/h	%	1.0%	2.0%	4.0%
	DOE	ab=y/g	%	2.0%	2.0%	2.0%
配当支払 後	株価	ac=h-y	円	1,980	980	480
	変化率	ac/h-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%
	時価総額	ad=i-z	億円	1,980	980	480
	変化率	ad/i-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%
	自己資本	ae=c-z	億円	980	980	980
	BPS	af=ae/e	円	980	980	980
	変化率	af/g-1	%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
	PBR	ag=ac/af	倍	2.02	1.00	0.49
	変化率	ag/l-1	%	1.0%	0.0%	-2.0%
	EPS	f	円	100.0	100.0	100.0
	PER	ah=ac/f	倍	19.8	9.8	4.8
変化率	ah/j-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%	

(注) 完全資本市場を仮定するファイナンス理論にもとづくシミュレーション

(出所) 当研究所作成





(2) 実際のマーケットにおける株主還元（配当、自己株取得）の考え方

ファイナンス理論（完全資本市場を仮定）では、配当、自己株取得ともに、事業価値を増やすものではなく、株主総利回り（TSR）への影響がない（株主にとって価値中立）。

企業価値・株主価値を増やすのは、WACCを上回るROICを期待できる事業である。

一方、実際の株式市場では、株主還元（配当、自己株取得）を投資家が評価する場合も多い。これは、情報の非対称性（投資家は経営者ほどには企業の内部状況を知らない）があるために、配当、自社株買いが株主総利回り（TSR）を高める可能性が考えられる。以下が、その考え方である。

(1) シグナリング理論

配当：経営者が先行きの企業業績に自信を持っていることのシグナル

自己株取得：経営者が現状の株価が割安と考えていることのシグナル

(2) フリーキャッシュフロー理論／エージェント理論

経営者は株主（プリンシパル）の代理人（エージェント）として株主価値を最大化する経営を求められている。しかし、情報の非対称性によって、投資家は経営者がそれから外れた経営をしても、完全には知ることができない。例えば、企業に余剰資金（フリーキャッシュフロー、FCF）があるとWACCより低い事業に投資をして、株主価値を毀損するかもしれない。この価値毀損がエージェントコストである。

配当や自社株買いによってFCFが株主へ還元されれば、余剰資金が減少して経営者の裁量が制限され、エージェントコストが下がり、株主価値が高まる。

この考えに基づくと、潤沢な余剰資金（持ち合い株を含む）を持つ企業で、投資機会（WACCを上回るROICを期待できる事業）が少ない場合、株主還元を増やすことでエージェントコストを下げ、株主価値を高めることができる。

言い換えれば、こうしたネットキャッシュ企業では、エージェントコストが高く（経営者の裁量が大きく）、保有するキャッシュの市場価値が簿価より低く評価されている。そのキャッシュが株主還元に使われることで簿価と同水準の価値が実現し、株主価値が高まると言える（毀損されていた価値の回復）。

一方、余剰資金が多い企業、成熟期にある企業でも、経営者が株主価値を最大化するために有効活用することを期待されれば、エージェントコストは高くない。「株主還元だけを増やせば良い」というわけではなく、将来の投資計画を含めて、キャッシュフローの用途について投資家へ説明することで、情報の非対称性を縮小し、エージェントコストを下げ、株主価値を高めることができる。

また、株式市場が株主還元を評価するとすれば、それが経営者の意識変化を示し、株主価値増大の主役である事業価値向上への対応を期待していると考えられる。このため、会社は株主還元策だけでなく、事業資産の価値向上策を含めた方針を示すことが大事であろう。





Appendix2～株主資本コストの見方

(1) 株主資本コストとは

株主資本コストとは、企業が事業を行うために調達した資本にかかるコストのうち、株主より出資を受けて調達した資本に対するコストを指す。投資家の観点からみると、投資家が要求をする最低限の要求収益率と定義することもできる。つまり、株主の期待収益率と考えられる。東京証券取引所が上場企業に要請する「資本コストや株価を意識した経営」でも重要視されており、企業・投資家ともに重要視していかなばならない指標の 1 つと言えよう。算出法は複数あり、各々の算出値には、ばらつきがある。ただ、株主資本利益率（ROE）が株主資本コストを上回れば、企業価値が向上するというのがほぼ一致している概念だ。

(2) QUICK 株主資本コストの算出法

株主資本コストの算出法としては、比較的算出が簡便な方法として CAPM（Capital Asset Pricing Model）を用いた手法が挙げられる。リスクフリーレート（一般的に 10 年物国債利回り）+ ベータ（個別資産の市場全体に対する感応度）×マーケットリスクプレミアム（投資家が資金を安全資産から、リスク資産に向ける際に要求する超過収益率）で示されるのが一般的だ。

さらに、ここでは QUICK 株主資本コストを紹介する。QUICK 株主資本コストは QUICK が株価との関連性を高め、精緻な結果を追求したモデルである。CAPM による手法よりも優れた分析というよりも、多面的な分析が可能な手法と言えるだろう。以下の手順で算出した 4 つの指標より構成される。

(a) QUICK 株主資本コスト（ファクター）→ (b) で得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (b) で求めたインプライド株主資本コストから長期リスクフリーレートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリーレートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター）とする。

(b) QUICK 株主資本コスト（個別）→株式評価モデル（残余利益モデル）によって算出した株価について、市場の株価をよりよく説明する割引率を逆算した、インプライド株主資本コストの推定値。過去 36 カ月の市場株価と、各月末時点で入手可能であった業績予想値を用いて算出する残余利益モデルの理論価格を一致させる（誤差 2 乗和を最小にする）割引率。

(c) QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）→ (d) から得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数とし、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (d) で求めたインプライド株主資本コストから長期リス

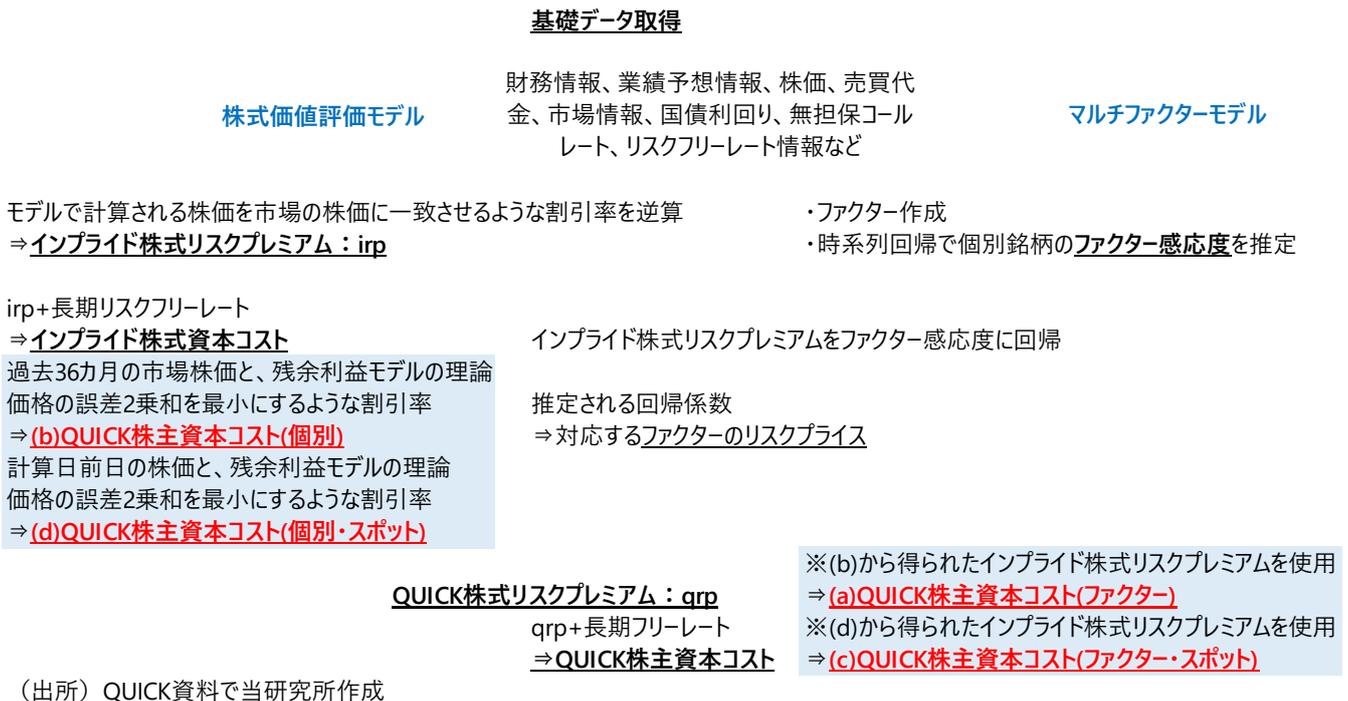




クフリーートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリーートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）とする。

(d) QUICK 株主資本コスト（個別・スポット）→株式評価モデル（残余利益モデル）によって算出した株価について、市場の株価と一致するような割引率を逆算した、インプライド株主資本コストの推定値。計算日前日の株価と、計算日までに入手可能な業績予想を用いて算出する残余利益モデルの理論価格を一致させる（誤差 2 乗和を最小にする）割引率。なお、この手順を図式化したものが図表 A2-1 である。

図表A2-1. QUICK株主資本コストの算出の流れ



図表A2-2. 要因・期間別のQUICK資本コスト

要因	期間	直近
	中長期 過去36カ月の市場価値	計算日前日の市場価値
市場全体	(a)ファクター	(c)ファクター・スポット
個別銘柄	(b)個別	(d)個別・スポット

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成



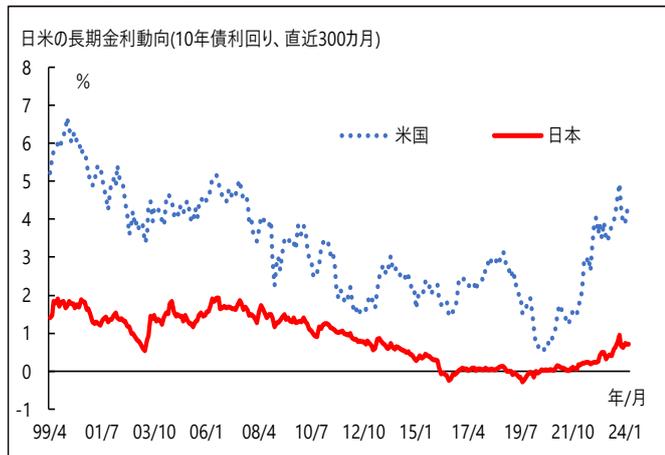


Appendix3～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

○日米の株式市場の推移



○日米の長期金利の動向



○円/ドル相場と日米金利差

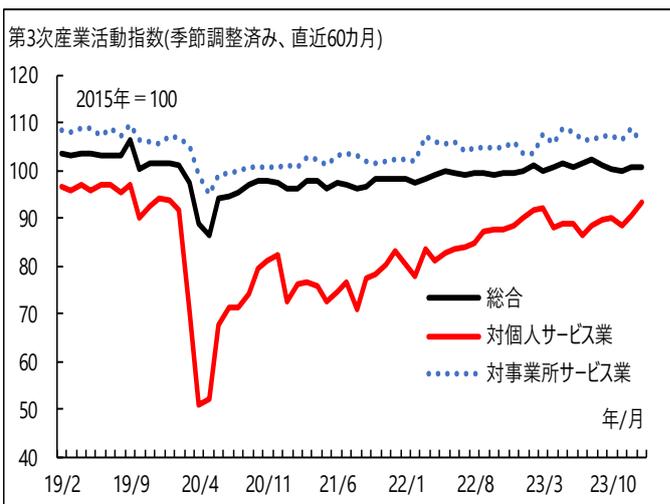


※上記の図表に関し、直近300カ月の計測期間は99年4月～24年3月、直近300週の計測期間は18年7月7日～24年3月26日
(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

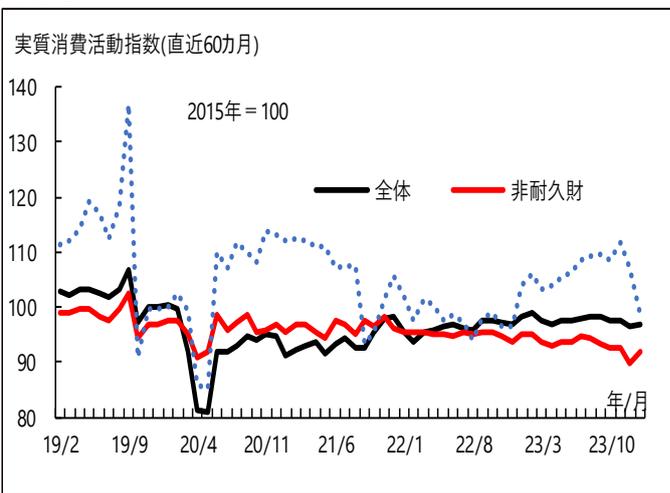
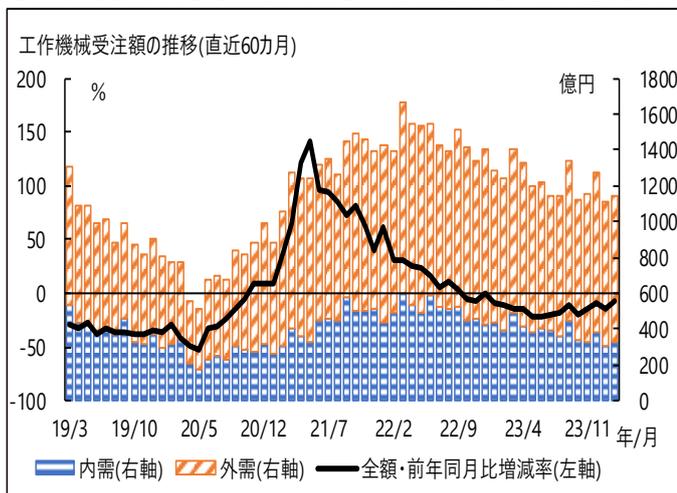




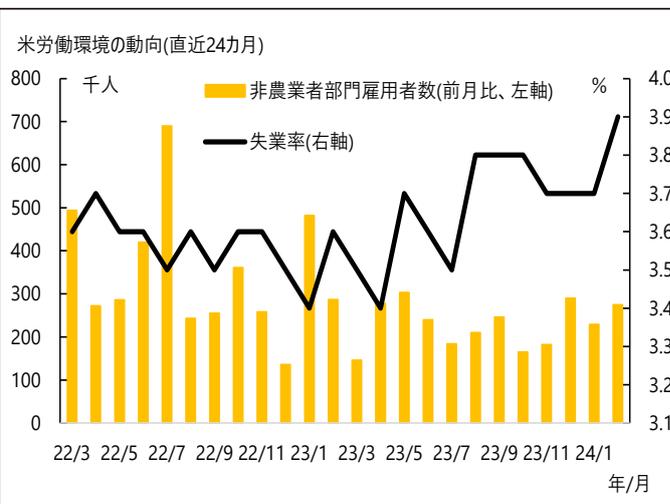
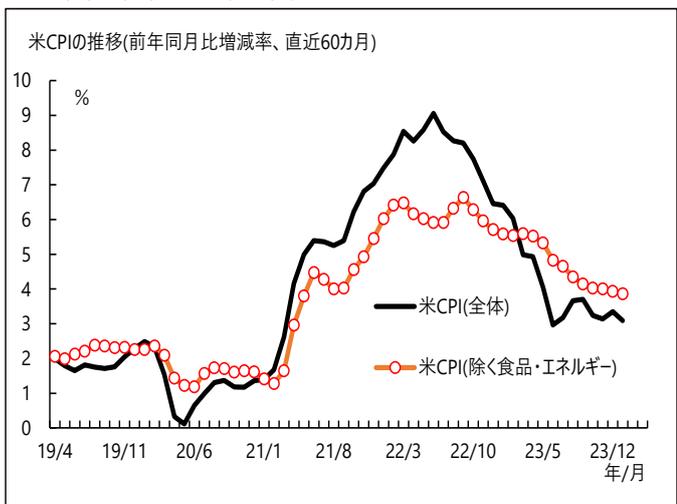
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



○設備投資の先行指標である工作機械受注と、消費活動の推移



○米国の物価と労働環境



(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

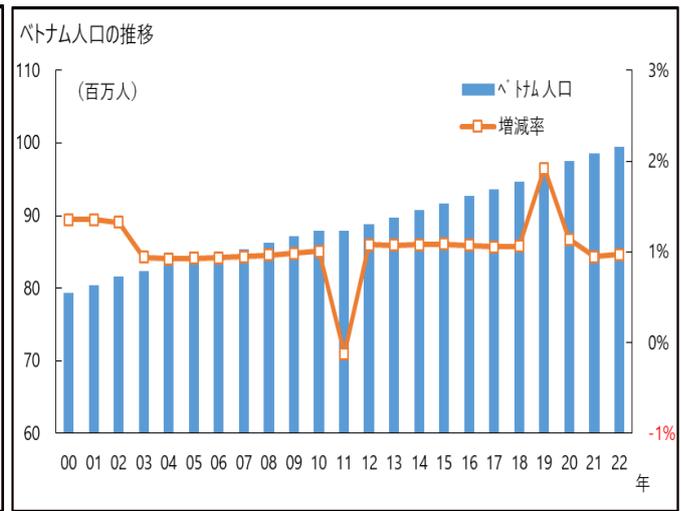




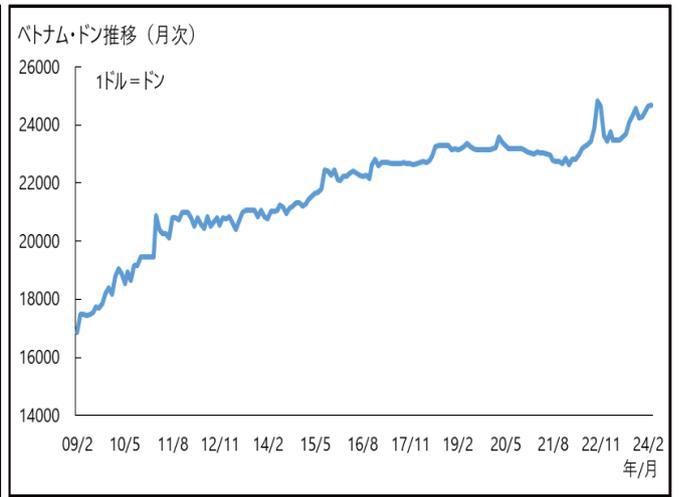
○ベトナムの株式市場の推移



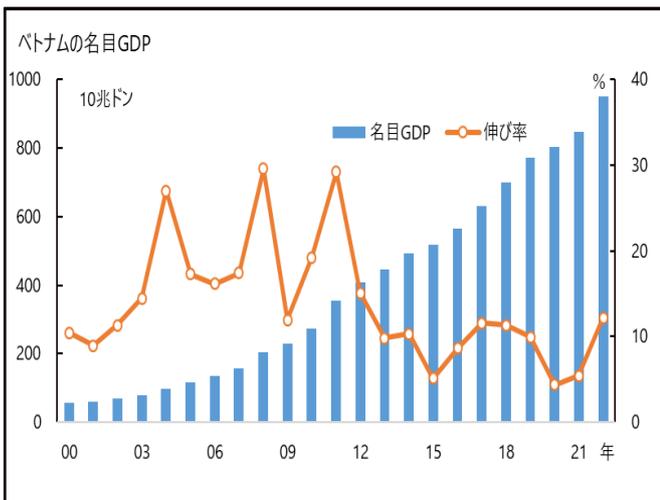
○ベトナムの人口の推移



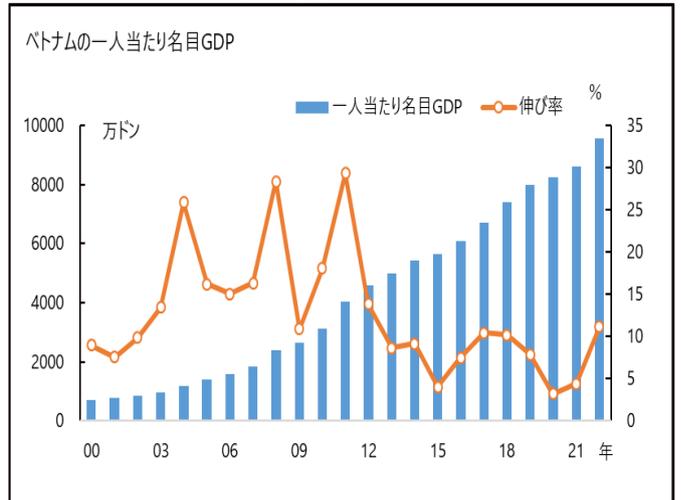
○ベトナム・ドン/米ドル相場



○ベトナムの名目GDP



○ベトナムの一人当たり名目GDP



(出所) QUICK Workstationで当研究所作成





○株式市場での位置
東証市場別PBR分布状況

市場別企業数	プライム		スタンダード		グロース	
	1,659		1,617		553	
PBR分布状況	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比
0.5倍未満	100	6.0	291	18.0	3	0.5
0.5倍以上1倍未満	547	33.0	613	37.9	36	6.5
1倍以上2倍未満	563	33.9	426	26.3	128	23.1
2倍以上	449	27.1	287	17.7	386	69.8

ご参考：レポート対象企業
アドソル日進(3837) プライム 2.24倍
(注)データは24年3月25日現在
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

国内上場企業の時価総額順位 (億円、位)

順位	直近日の順位(24/3/25現在)			各年末順位									
	企業名	コード	時価総額	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
1	トヨタ	(7203)	624,864	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
2	三菱UFJ	(8306)	194,998	2	3	2	4	6	18	9	5	5	
3	東エレクト	(8035)	182,616	98	62	39	61	35	20	6	21	7	
4	キーエンス	(6861)	171,145	21	13	5	5	5	3	3	4	4	
5	NTT	(9432)	165,707	3	2	3	2	2	5	5	2	3	
6	ソニー	(6758)	164,591	25	16	11	6	4	4	2	3	2	
7	ファストリ	(9983)	149,978	17	14	21	9	10	6	17	8	8	
8	三菱商事	(8058)	148,313	30	20	19	15	22	33	25	18	11	
9	信越化学	(4063)	135,114	34	23	20	29	18	11	8	15	6	
10	SBG	(9984)	134,975	8	4	4	3	3	2	7	6	15	
11	日立	(6501)	128,088	29	34	26	38	26	30	21	19	14	
12	三井住友FG	(8316)	119,722	10	9	9	14	15	27	26	10	16	
13	リクルート	(6098)	110,237	61	41	22	17	9	12	4	13	10	
14	三井物産	(8031)	107,798	41	37	40	36	40	40	33	20	20	
15	任天堂	(7974)	107,778	49	30	12	20	12	8	15	11	12	
16	KDDI	(9433)	103,944	5	5	7	7	7	13	11	7	9	
17	伊藤忠	(8001)	103,683	47	43	37	35	32	26	24	16	17	
18	ホンダ	(7267)	99,211	9	10	8	12	14	23	22	25	21	
19	中外薬	(4519)	98,225	50	61	41	30	13	7	19	24	18	
20	SB	(9434)	97,907	-	-	-	8	8	19	16	12	19	
21	第一三共	(4568)	93,886	72	70	67	46	17	10	23	9	22	
22	東京海上	(8766)	93,797	26	26	34	25	29	34	34	23	24	
23	デンソー	(6902)	91,717	13	18	16	24	36	25	13	27	26	
24	OLC	(4661)	90,122	37	48	36	21	16	17	14	14	13	
25	JT	(2914)	79,420	4	6	6	13	19	29	31	26	23	
26	みずほFG	(8411)	77,295	11	11	17	18	30	38	40	29	29	
27	武田	(4502)	69,072	16	24	18	37	11	21	29	17	27	
28	HOYA	(7741)	66,945	60	59	66	43	34	22	18	30	28	
29	ゆうちょ銀	(7182)	61,119	7	8	10	11	20	32	37	32	31	
30	ダイキン	(6367)	59,810	40	33	33	31	25	14	12	22	25	

ご参考：レポート対象企業

2148	アドソル日進 (3837)	158	2061	1933	2219	1781	1681	1400	1916	2120	2142
------	---------------	-----	------	------	------	------	------	------	------	------	------

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



データの説明

- ・株価高安値：表示期間中の株式分割等の影響は調整済み。市場変更があった場合には市場変更後の高安値を表示
- ・PER（予想）・PBR（実績）：PER は株価収益率、PBR は株価純資産倍率の略。PER（予想）＝株価÷EPS（予想）。PBR（実績）＝株価÷BPS（実績）。“－”（ハイフン）の表示は EPS・BPS がゼロもしくはマイナスの場合、EPS・BPS が非常に少額で PER200 倍・PBR20 倍を上回る場合、EPS の予想値がない場合、変則決算のため PER（予想）の算出が不適当な場合など
- ・EPS（予想）・BPS（実績）：EPS（予想）は予想 1 株当たり利益の略で、普通株主に帰属しない配当を控除した予想純利益を用いて算出。“－”（ハイフン）は利益予想がない場合。この算出に用いる株式数は QUICK が日々算出する直近の普通株発行済株式数（自己株式除く）を使用。BPS（実績）は直近実績の 1 株当たり純資産の略で、QUICK が日々算出する 1 株当たり純資産を使用。株式分割等の影響は遡及修正している。
- ・配当利回り：1 株当たり年間予想配当金÷株価。“－”（ハイフン）は配当金予想がない場合、変則決算の場合
- ・年間予想配当金：株式分割等の権利落ちがあった場合には遡及修正した 1 株当たり配当金を表示。“－”（ハイフン）は会社予想がない場合、変則決算のため年間配当金としての表示が不適当な場合
- ・普通株発行済株式数：QUICK が日々算出する直近の普通株発行済株式数（自己株式含む）を表示
- ・普通株時価総額：株価×上記の普通株発行済株式数
- ・株価チャート：表示期間中の株式分割等の影響は遡及修正済み。また、市場変更があった場合は新旧両市場の株価を連続的に描画している。
- ・業績データ：会計基準の変更などに伴う過年度決算数値の遡及修正は会社が開示している範囲内で反映している。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。米国会計基準、国際会計基準において非継続事業が発生した場合は、原則として純利益を除き継続事業ベースの数値を表示

財務関連データおよび指標

業績データおよび指標の傾向を分析するが、原則として、同社の会計基準の変更や収益認識基準の影響額の調整などは行わず、分析している。

株式会社 QUICK からのお知らせ

- ・本資料は、本資料の対象会社、株式会社 QUICK および野村インバスター・リレーションズ株式会社の 3 社間の契約に基づき、株式会社 QUICK が作成したものです。
- ・本資料の執筆者は、対象会社の公表済み事実・情報、並びに一般に入手可能な情報の範囲で、正確性・客観性を重視して分析を行い、本資料が読者にとって有益なものとなることを目的として、本資料を作成しております。ただし、株式会社 QUICK は本資料の作成に当たり対象会社からスポンサー料を受領しているため、本資料の執筆者は対象会社から独立した立場にありません。
- ・なお、株式会社 QUICK は本資料の正確性・客観性を確保する態勢を整備しており、対象会社は事実誤認による記載についてのみ本資料の訂正を要求できるよう定めております。



有価証券の保有に関する開示

株式会社 QUICK または本資料の執筆者は、対象会社の発行する有価証券を保有していません。

免責事項

- ・本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としており、投資勧誘を目的とするものではありません。株式・債券等の有価証券の投資には、損失が生じるおそれがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。
- ・本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて株式会社 QUICK の一部門である QUICK 企業価値研究所が作成したものです。同研究所は、同研究所が基にした情報およびそれに基づく同研究所の要約または見解の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。本資料に記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更される可能性があります。
- ・本資料を参考に投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、株式会社 QUICK は、理由の如何を問わず、一切責任を負いません。

著作権等

本資料に関する著作権を含む一切の権利は、株式会社 QUICK または情報源に帰属しており、理由の如何を問わず無断での複製、転載、転送、改ざんおよび第三者への再配布等を一切禁止します。

野村インバスター・リレーションズ株式会社からのお知らせ

- ・本資料は、株式会社 QUICK、野村証券株式会社、野村インバスター・リレーションズ株式会社が共同で企画し、株式会社 QUICK が作成、野村インバスター・リレーションズ株式会社が配信をしています。よって、本資料は、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。使用するデータおよび表現等の欠落・誤謬等につきましては、当社はその責を負いかねますのでご了承ください。
- ・本資料は、株式等についての参考情報の提供を唯一の目的としております。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断でおこなってください。なお、本資料は金融商品取引法に基づく開示資料や外国証券情報ではありません。本資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願いいたします。

