



遊休不動産を活用したレンタルスペースを提供する「空間再生流通企業」

会社概要

貸会議室など運営施設は全国で 275 カ所

企業などが保有する遊休不動産を、付加価値を与えることで再生し、貸会議室や宿泊施設として提供する「空間再生流通」事業が主力。不動産の多くは自社保有せず、業務委託契約や賃貸借契約などで確保する「持たざる経営」が特徴。全国で展開する運営施設は 275 カ所に上る。

業績の動向

26/2 期は売上高、営業利益ともに過去最高を見込む

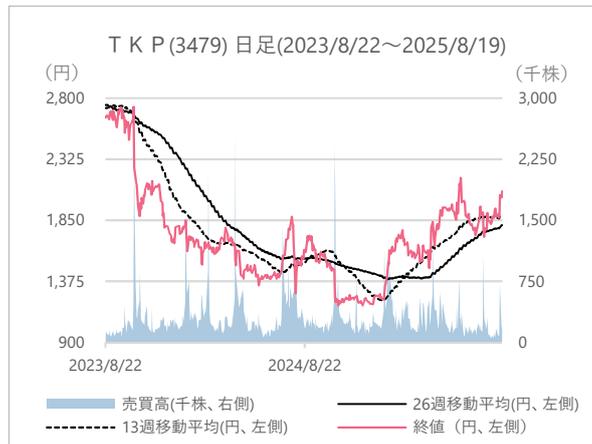
16/2 期から 20/2 期までは 5 期連続の増収、営業増益だったが、新型コロナウイルス感染（以下コロナ）拡大の影響により 21/2 期、22/2 期は営業赤字を計上した。コロナの終息に伴い 23/2 期からは営業黒字を取り戻し、26/2 期の計画ではリリカラ、ノバレーゼの連結子会社化が寄与することもあり、売上高、営業利益ともに過去最高を見込む。

株価・関連指標の動向

株価は 1000～3000 円程度で一進一退

株価は 19 年 6 月に 5920 円の上場来高値を付けた。コロナ禍の 20 年 3 月に上場来安値となる 915 円まで下げた後は 1000～3000 円程度で一進一退。コロナ前に 50 倍を上回っていた PER は足元で 20 倍程度。PBR は一貫して 1 倍超で推移。

株価チャート



株価・指標

(表示単位未満四捨五入)

株価(25/8/19 終値)	2,077.0 円
年初来高値(25/8/15)	2,200.0 円
年初来安値(25/1/14)	1,215.0 円
連結 PER(26/2 期会社予想)	22.89 倍
連結 PBR(最新実績)	2.01 倍
基準 BPS	1,035.29 円
予想配当利回り(26/2 期会社予想)	0.00 %
1 株当たり年間予想配当金	無配
普通株発行済株式数	42,439 千株
普通株時価総額	881 億円

Not Rated

本資料は正確性、客観性を重視したスポンサードリサーチレポートであり、レーティングは付与していません。本資料の配布は日本国居住者のみを対象としております/This material is only intended to be distributed to residents in Japan.

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 24/2 期(実績)	36,545	-27.6%	4,607	28.9%	4,862	58.8%	7,321	-	175.03
連 25/2 期(実績)	59,208	62.0%	5,915	28.4%	5,825	19.8%	3,789	-48.2%	90.73
連 26/2 期(予想)	104,000	75.7%	9,000	52.2%	8,000	37.3%	3,600	-5.0%	90.73

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

貸会議室を軸に、遊休不動産を活用した空間再生流通事業を営む

- (1) 会社概要
- (2) 沿革
- (3) 経営方針

2. 事業内容

- (1) 事業内容
- (2) 事業体制
- (3) 空間再生流通事業
- (4) リリカラ事業
- (5) ノバレーゼ事業
- (6) 財務政策、資金需要、資金調達
- (7) 設備投資等の概要

3. 業界環境・事業戦略

- (1) 業界環境
- (2) 競合状況
- (3) 事業戦略
- (4) 中期経営計画およびその進捗
- (5) SWOT 分析

4. 業績・財務分析

- (1) 業績と財務指標
- (2) ROIC の分析
- (3) ROE の分析

5. 株価と株価関連指標の関係

- (1) 業績と株価・関連指標の動向
- (2) 株主総利回り (TSR) の算出





- (3) 株主資本コストの算出

6. 当面の業績動向

26/2 期は売上高、営業利益とも過去最高を更新する見込み

- (1) 25/2 期通期の業績実績
- (2) 26/2 期の業績計画
- (3) 株主還元

7. 主な非財務情報

- (1) 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
- (2) コーポレートガバナンス体制
- (3) 政策保有株式の状況
- (4) サステナビリティの取り組み

8. 大株主の状況、リスク等

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

9. 財務関連データおよび指標

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

Appendix 1 ～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

Appendix 2 ～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
- (3) 具体的な活用方法





Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向





1. 会社概要・沿革

貸会議室を軸に、遊休不動産を活用した空間再生流通事業を営む

(1) 会社概要

企業などが保有する遊休不動産を活用して付加価値を与え、貸会議室などのフレキシブルスペースや宿泊施設として提供する空間再生流通事業を主力とする。単にスペースを転貸するだけでなく、スペースの利用に付随する料理・飲料の提供、備品レンタル、宿泊施設、移動手段の手配、イベントの制作・運営サポートなどの様々なサービスを利用顧客に応じてワンストップで提供するサービス業としての側面も持つ。全国で展開する運営施設は275カ所あり、貸会議室の利用顧客は年間約3万社（25年2月末時点）に上る。

不動産の多くは自社保有せず、賃貸借契約などで確保する「持たざる経営」が特徴。普通借家契約、途中解約条項を付加した定期借家契約、業務委託契約などを組み合わせることで、固定家賃の支払いリスクを低減している。

同社の社名の由来は元来、創業者である河野貴輝社長の氏名を冠した“Takateru Kawano Partners”の頭文字としていたが、会社の成長に伴い、現在は“Total Kukan（空間）Produce”の略称としている。

図表1-(1)-1.契約形態

空間再生流通事業：ビジネスモデル

(C) TKP Corporation

収益性の源泉は、景気後退時等に安価な賃料で仕入れた物件群にある。また、普通借家契約や、途中解約条項を付加した定期借家契約、業務委託契約等を組み合わせ、固定家賃支払リスクを低減させている

▼契約形態

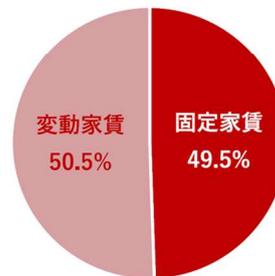
※2025年2月末時点

契約形態	契約の主な特徴	施設数
業務委託契約	売上歩合での賃料支払い等 様々な条件設定が可能	139施設 (50.5%)
普通借家契約	6ヵ月前予告での 解約が可能	44施設 (16.0%)
定期借家契約	途中解約に 制限が多い	75施設 (27.3%)
所有権	固定賃料が発生しない	17施設 (6.2%)

TKPの持たざる経営

貸会議室については
全施設が賃貸の契約による
運営。ホテルは経済合理性
をみて一部所有も実施

▼費用形態(施設数ベース)



ガーデンシティ大阪梅田：2,152坪



市ヶ谷カンファレンスセンター：4,058坪



新橋カンファレンスセンター：2,813坪

(出所)会社資料「事業計画及び成長可能性に関する事項」より



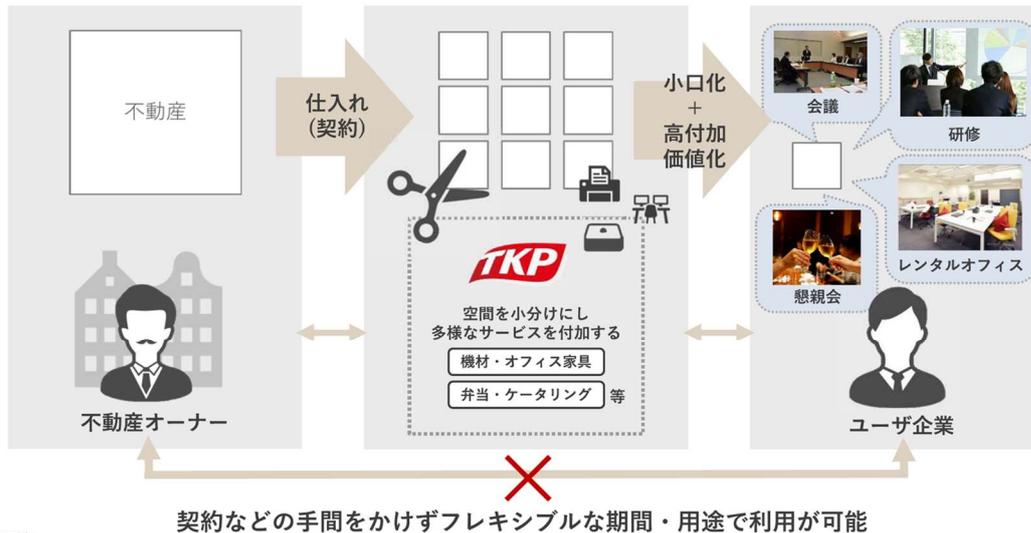


図表1-(1)-2.持たざる経営

(C) TKP Corporation

空間再生流通事業：ビジネスモデル

不動産を保有せずに賃貸借・業務委託等の契約で確保し、小分けして周辺サービスを付加することで、ワンストップで総合的な空間サービスを提供する※



※一部ホテルは所有

10

(出所)会社資料「事業計画及び成長可能性に関する事項」より

(2) 沿革

同社の事業は、2005年に創業者で現社長の河野貴輝氏が、東京都港区六本木の、取り壊しの決まったビル空きスペースを格安で借り受け、その1フロアを「TKP 六本木会議室」として貸し出したことから始まる。同時に、ポータルサイト「TKP 貸会議室ネット」「貸オフィスネット」を立ち上げ、インターネットで集客し、事業を拡大してきた。11年、東日本大震災の影響でホテルやイベントホールが使用されなくなったことを契機に、ホテルの宴会場ビジネスの再生に着手。同年4月に「TKP ガーデンシティ品川」を開業し、ホテル内宴会場の運営を開始。13年、貸会議室に付帯して、料理や飲料を提供する「料飲」サービスの内製化を目的として、常盤軒フーズを設立。同年、企業の保有する保養所をリノベーションし、宿泊研修に特化したブランドである「レクトーレ」の提供を開始。14年にはアパホテルのフランチャイズ経営に進出し、第1号店となるアパホテル<TKP 札幌駅前>を開業。翌15年には経営破綻した温泉旅館をリノベーションした「石のや」を静岡県伊豆長岡温泉に開業し、温泉旅館事業に参入するなど、貸会議室にとどまらず、宿泊施設の運営などにも事業を拡大している。17年、東証マザーズ市場（東証市場区分変更により22年より東証グロス市場に変更）に上場し、同年、日経CNBCが主催する「今年の優秀IPO企業」で最優秀賞を受賞した。

21年にはコロナ禍の貸会議室需要減少で苦しむなか、同社が運営する全国の貸会議室をコロナの職域ワクチン接種会場として無償提供。合計150万回のワクチン接種に貢献した。

【レンタルオフィス事業への参入】

同社は従前より、相互送客や共同出店などのシナジーを目的として、月貸しのレンタルオフィス事業への参入を図っている。19年にレンタルオフィスブランドの「リージャス」を展開するIWGから、日本法人与台湾法人を買収





し、同事業のフランチャイズ経営を開始した。しかし、フランチャイズによる経営は事業の柔軟性が確保できないことなどから、23年に日本法人を三菱地所へ、台湾法人をIWGへそれぞれ売却し撤退。その後は直営ブランドによる進出を目指し、24年にシステムソフト、および APAMAN からレンタルオフィスやコワーキングスペースを展開する「fabbit」事業を承継し、再進出を図っている。

【M&A・業務資本提携による事業規模拡大】

同社は M&A を積極的に活用し、事業を拡大してきた。19年、配膳人材派遣を営む有限会社品川配ぜん人紹介所の完全子会社化に始まり、20年にはブライダル事業を営むエスクリと資本業務提携（25年に持分法適用関連会社化）。23年、経営コンサルティング業の識学と資本業務提携。同年、インテリア事業を営むリリカラを持分法適用関連会社化（24年に連結子会社化）。24年、ブライダル事業を営むノバレーゼを持分法適用関連会社化（同年、連結子会社化）。同年、空きスペースのシェアリングサービスを手掛けるスペースマーケットを持分法適用関連会社化。25年には音響・照明・映像演出の設計・施工を手掛けるインターメディアグループを完全子会社としたほか、仕出し料理事業やケータリング事業、弁当宅配事業を展開するハークスレイとの業務提携を発表し、ハークスレイのグループ会社である味工房スイセンを持分法適用関連会社とした。





図表1-(2)-1. 会社沿革

年月	概要
2005年8月	東京都港区浜松町二丁目7番17号に設立、ポータルサイト「TKP貸会議室ネット」の運営を開始
2006年10月	本社機能を東京都中央区日本橋茅場町三丁目7番3号に移転
2008年7月	株式会社コンピニステーション（現・株式会社コンステ）設立
2010年9月	株式会社TKPテレマーケティング（現・株式会社TKPコミュニケーションズ）設立
2011年	展開する貸会議室が100施設を突破
2013年1月	株式会社常盤軒フーズを設立
2013年2月	本社機能を東京都新宿区市谷八幡町8番地に移転
2013年11月	「TKPホテル&リゾート」ブランドの立ち上げ、宿泊型研修施設「レクトレ」ブランドを提供開始
2014年5月	第一種旅行業免許取得
2014年8月	同社運営のアパホテル第1号店として、アパホテル<TKP札幌駅前>開設
2015年1月	会議室完備の温泉旅館「石のや」ブランドを提供開始
2016年	展開する貸会議室が200施設を突破
2017年3月	東京証券取引所マザーズ市場へ上場
2017年4月	都市型研修シティホテルとして「バイサイドホテル アジュール竹芝」の運営を開始
2017年9月	株式会社メジャース（現・株式会社イチガヤ）を子会社化
2019年5月	レンタルオフィスブランド「リージャス」をグローバルに展開するIWG plc, の日本法人、日本リージャスホールディングス株式会社を子会社化
2019年7月	有限会社品川配せん人紹介所を子会社化
2019年9月	IWG plc, の台湾法人、臺北雷格斯諮詢服務有限公司他12社を子会社化
2020年7月	株式会社エスクリとの業務・資本提携を開始
2022年4月	東京証券取引所の市場区分見直しに伴い東京証券取引所グロス市場へ移行
2022年12月	独自ビジネスホテルブランド「TKPサンライフホテル」を博多にて運営開始
2023年1月	株式会社識学との資本業務提携を開始
2023年2月	日本リージャスホールディングス株式会社及び臺北雷格斯企業管理諮詢股份有限公司の全株式譲渡を実施（日本および台湾におけるリージャス事業を売却）
2023年8月	リリカラ株式会社を持分法適用関連会社化
2023年7月	株式会社識学と連携し組成した「新進気鋭スタートアップ投資事業有限責任組合」へLP出資決定
2024年6月	リリカラ株式会社を子会社化
2024年6月	株式会社ノバレーゼを持分法適用関連会社化
2024年9月	株式会社スペースマーケットを持分法適用関連会社化
2024年12月	株式会社ノバレーゼを子会社化
2025年2月	会社分割（簡易吸収分割）により、株式会社システムソフト、APAMAN株式会社およびApaman Network株式会社からシェアオフィスブランド「fabbit」事業を承継

(出所)有価証券報告書(25/2期)で当研究所作成

(3) 経営方針

同社は経営方針を以下のように定めている。

- ・企業理念





図表1-(3)-1.企業理念



(出所)会社ホームページより

・行動指針

図表1-(3)-2.行動指針



(出所)会社ホームページより

・ロゴ

図表1-(3)-3.会社ロゴ



(出所)会社ホームページより

同社ロゴのモチーフは、19世紀のフランス人画家、ウジェーヌ・ドラクロワが描いた代表作「民衆を導く自由の女神」の中で、女神が振りかざす旗をイメージしており、顧客、社会、そして社員をよりよい方向へと導く革命のシンボルを表現している。ロゴマークの色である「赤」は、モチーフと同様、情熱と革命を象徴している。





2. 事業内容

(1) 事業内容

同社の事業セグメントは、24/2 期までは空間再生流通事業の単一セグメントであったが、リリカラ、ノバレーゼの連結子会社化に伴い、25/2 期より空間再生流通事業、リリカラ事業、ノバレーゼ事業の 3 つを報告セグメントとして展開している。

【空間再生流通事業】

「フレキシブルスペース」、「ホテル・宿泊研修」、「料飲・バンケット」、「イベントプロデュース」、「BPO」の 5 つの領域から構成されている。単にスペースを転貸するだけでなく、スペースの利用に付随する料飲、備品レンタル、宿泊施設、移動手配、イベントの制作・運営サポート等の様々なサービスを利用顧客に応じてワンストップで提供する。25/2 期の全体に占める空間再生流通事業の構成比は、売上高（外部顧客への売上高、以下同）71%、セグメント利益 93%（セグメント利益は全体の営業利益と一致、以下同）。

【リリカラ事業】

24 年 6 月より連結子会社としたリリカラが運営するインテリア事業、スペースソリューション事業および不動産投資開発事業を領域とする。25/2 期の全体に占めるリリカラ事業の構成比は、売上高 29%、セグメント利益 7%。

【ノバレーゼ事業】

24 年 12 月より連結子会社としたノバレーゼが展開するブライダル事業およびレストラン特化型事業を領域とする。なお、損益計算書の連結は 26/2 期からのため、25/2 期の同社の売上高、およびセグメント利益には反映されていない。

各事業の詳細については、後述の 2-(3)～2-(5)を参照されたい。

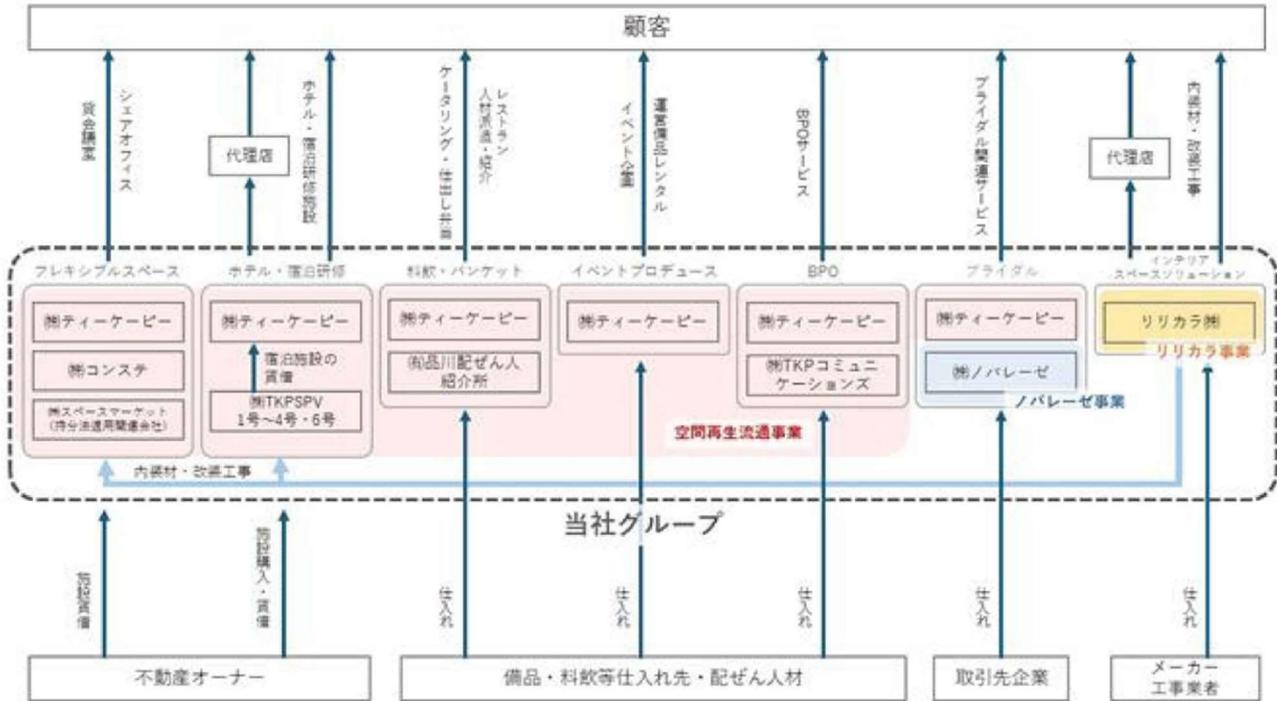
(2) 事業体制

同社グループは、同社と連結子会社 24 社および持分法適用関連会社 3 社により構成される。





図表2-(2)-1 事業系統図



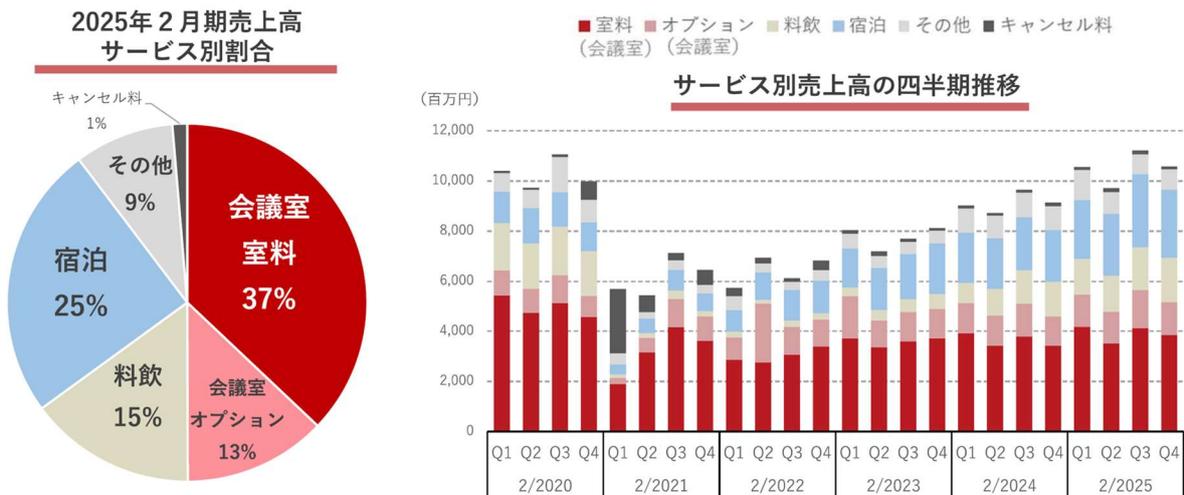
(出所)会社資料「有価証券報告書(25/2期)」

(3) 空間再生流通事業

フレキシブルスペース、ホテル・宿泊研修、料飲・バンケット、イベントプロデュース、BPO の 5 つの事業領域から構成される。

売上高の約 4 割は貸会議室の室料が占める。室料のコストは固定賃料が多くを占めるため、限界利益率が高く、事業全体の収益性への寄与度が高い。

図表2-(3)-1. 空間再生流通事業の売り上げ構成



※TKP貸会議室・宿泊事業の売上高

※リリカラ事業および2023年2月に売却したリージャス事業を除いた連結業績

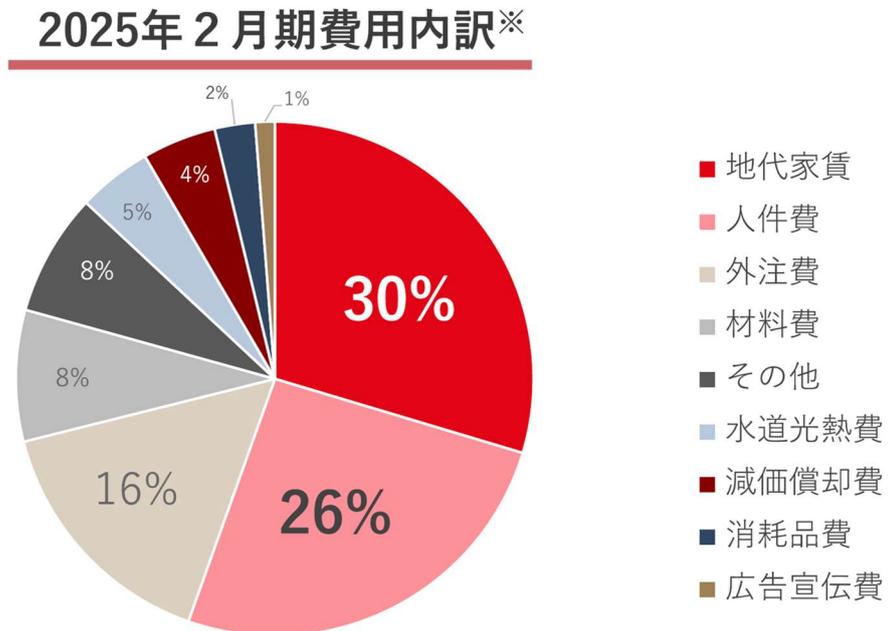
(出所)会社資料「事業計画及び成長可能性に関する事項」(25年5月)より





コスト構造においては、貸会議室やホテル・宿泊研修施設の事業運営に係る地代家賃と人件費が全体の約6割を占める。

図表2-(3)-2. 空間再生流通事業のコスト構造



※TKP貸会議室・宿泊事業の費用（原価・販管費）の内訳

(出所)会社資料「事業計画及び成長可能性に関する事項」(25年5月)より

【フレキシブルスペース】

同社の祖業であり、貸会議室・シェアオフィス・宴会場を管理・運営する。

同社グループの管理運営する施設は、東京・札幌・仙台・千葉・横浜・名古屋・大阪・広島・福岡等の大都市圏を中心に、全国に拠点ネットワークを展開しており、具体的な用途としては、会議、セミナー、講演会、研修、人材採用、試験会場、懇親会、展示会、レンタルオフィス等多岐にわたる。

フレキシブルスペースの利用顧客は業種や規模を問わず多種多様であり、利用の多くをリピーターが占めている（売上高の約90%）点も同社グループの強みである。

不動産を仕入れるにあたり、物件オーナーと契約形態として、通常の固定賃料による賃貸借契約・定期賃貸借契約のほか、運営受託契約として変動賃料による契約など、賃料水準等の状況に応じてリスクの低減を図りつつも、オーナー側にもメリットが生まれるような賃借条件を提案している。

契約形態別の収益性については、運営受託契約による施設は、施設における売上高の一定割合をオーナーに支払うこととなるため、稼働率にかかわらず利益率はほぼ一定となり、売上高が低迷した場合でも損失を抑制することが可能。一方で、通常の固定賃料を支払う契約による施設は、施設の稼働率が低下しても定額の賃貸借料が継続的に発生するリスクがある反面、売上高が損益分岐点を大きく超えた場合には、売上高の増加とともに利益率が高くなるという特徴がある。このようななか、同社グループは以下のとおりマルチブランドを展開することで、様々な利用顧客のニーズに応えている。





図表2-(3)-3. 会議室ブランドと使用用途



(出所)有価証券報告書(25/2)期より





図表2-(3)-4. ブランド別の出店状況(25/2期末時点)

ブランド名	概要	施設数	室数	面積(坪)
CIRQ	ブライダル施設のバンケット	60	219	33,464
ガーデンシティPREMIUM(GCP)	大型・新型のオフィスビル	33	356	19,131
ガーデンシティ(GC)	大型・中古ホテルバンケット	42	510	27,695
カンファレンスセンター(CC)	大型・中古のオフィスビル	57	709	29,319
ビジネスセンター(BC)	大型・中古のオフィスビル	23	180	4,665
スター会議室	小型・中古のオフィスビル	25	59	1,298
会議室小計		240	2,033	115,570

(出所)会社資料「2025年2月期通期決算説明会」(25年4月)で当研究所作成

【ホテル・宿泊研修】

貸会議室・宴会場を利用する顧客からのニーズに応える派生サービスとして、ビジネスホテルやリゾートホテル、企業の宿泊研修に特化した施設等、多様な形態の宿泊施設を提供する。具体的には、アパホテルのフランチャイズとして展開する、会議室設備を併設した新スタイルのビジネスホテル「TKP アパホテル」、企業の保養所をリノベーションし宿泊研修に特化した「レクトーレ」、既存の施設をリノベーション・アップグレードし、全室温泉完備で会議室も併設する「石のや」等を運営する。各物件は施設の規模や、税制メリットなどの経済合理性を勘案した上で、賃借のほか、同社、もしくは同社連結子会社である特別目的事業体（SPV:Special Purpose Vehicle）により所有している。

図表2-(3)-5. 宿泊施設の出店状況

貸会議室事業の周辺事業として2013年に開始したホテル・宿泊研修事業は、30施設(開業前含む)を運営。アパホテルのフランチャイズ事業を中心に、貸会議室事業とシナジーの強い宿泊研修施設等を展開中



アパホテル 全17施設 3,157室
ビジネスホテル (フランチャイズ)

アパホテル最大のフランチャイジーとして全17棟を運営。宴会場や会議室を併設したハイブリッドで収益性の高いビジネスホテル



アパホテル大阪梅田



GRAND LECTORE 全8施設 346室
LecTore セミナーホテル

企業が所有していた低稼働な保養所を再生しシェアリング。観光地を中心としているため、企業の研修需要に加えて個人の旅行需要も取り込み可能



グランレクトーレ湯河原



石のや/ISHINOYA 全3施設 67室
ラグジュアリー旅館

既存の高級旅館や施設をリノベーションしてオープンしたTKPのラグジュアリーブランド



ISHINOYA熱海



AZUR 全2施設 432室
TKP サンライフホテル



アジュール竹芝



TKPサンライフホテル

アジュール竹芝
東京都職員共済組合より運営を受託しているシティホテル

TKPサンライフホテル
もともと併設の会議室を運営していたビジネスホテルにて宿泊サービスの運営を開始

※施設数・室数は2025年2月末時点

(出所)会社資料「事業計画及び成長可能性に関する事項」(25年5月)より

【料飲・バンケット】

同社グループの料飲施設を活用し、会議室用の弁当・ケータリングサービス、当該サービスをもとにした懇親会・パーティー等のプランニングを担う。また、レストラン・カフェを運営するほか、配膳スタッフの派遣・紹介等のサービスも





提供している。

【イベントプロデュース】

会議室の利用に加え、企業の大型イベント、セミナーや展示会等において、マーケティングプロデュースサービスとともに、クラウド型イベント管理システムを提供し、企業のイベント運営を総合的に支援する。

また、医療業界に特化した学会運営に関するコンサルティングや運営サポート、イベント機材のレンタルサービスなども手掛ける。

【BPO】

コールセンターを運営するテレマーケティングサービスのほか、採用代行サービスやイベントの事務局代行サービス等も提供する。

(4) リリカラ事業

【インテリア】

壁装材、カーテン、床材を中心とする内装材商品の仕入れおよび販売を手掛けており、主としてリリカラ株式会社が独自で開発した商品「リリカラ」をメーカーに製造委託し、代理店あるいは一部内装工事業者等に販売する。

【スペースソリューション】

オフィス空間および施設のインテリア設計・施工、プロジェクト管理、家具・間仕切り・事務用品等の提案・販売、不動産売買・賃貸の仲介を担う。

【不動産投資開発】

買い取り再販を通じて不動産価値の最大化を図る「バリューアッド事業」、多様なアセットタイプで開発する「開発事業」、都心の集合住宅・オフィスなど、市場ニーズに対応した物件を保有し賃貸する「不動産賃貸事業」の3つの事業モデルを軸に、既存事業とのシナジーを生かして、独自の物件を提供する。

(5) バレーゼ事業

【ブライダル事業】

挙式・披露宴を予定している顧客に、会場の案内から当日の企画、引出物や料理の選定など、結婚式に関わる全てをプロデュースする「婚礼プロデュース部門」、全国にドレスショップを展開し、婚礼衣装をレンタル・販売する「婚礼衣裳部門」、婚礼飲食や宴会飲食を提供するほか一部の婚礼施設において平日にランチ・ディナーを提供する「レストラン部門」の3部門を手掛ける。

○婚礼プロデュース部門

挙式・披露宴に関する様々なアイテムを用意し、オーダーメイド型挙式を通じて「オリジナル感」を演出する。「1会場 1バンケット」を基本として挙式・披露宴会場を貸し切ることにより、新郎新婦をはじめとして参列顧客に対





してプライベート感を演出する「ゲストハウス・ウエディング」を提供している。

20 代後半から 30 代前半の世代を中心とした顧客層をターゲットとしており、都会的な雰囲気や自然に囲まれた開放的な雰囲気等を演出するシンプルでスタイリッシュなゲストハウスを特徴として打ち出し、それらを複数のブランド（図表 2-(5)-1）に分類して出店している。

図表2-(5)-1.結婚式場ブランド一覧

ブランド名	特徴
モノリス	都市部でアクセスの良いロケーションに展開する、シンプルでモダンな都市型ゲストハウスブランド。洗練された都会的なイメージと高級感を演出する、スタイリッシュなデザインとダイナミックな空間構成が特徴。
アマンダン	郊外で自然の景観に囲まれた地域を対象に展開する、リゾート型ゲストハウス。眼前の海や緑あふれる大自然など、都心部にはない景観の優位性を空間構成に取り入れている。海外リゾートのようなプライベート感と非日常を感じさせる建築と空間が特徴。
再生会場	歴史的、文化的な価値の認められる由緒ある建造物に、同社の開発・運営手法を投入しリノベーション(再生)した事例のブランド。建物が有する特徴を可能な限り活かし、その土地の文化や景観に合わせて物件を最適化している。モダン建築との融合により、旧来なかった付加価値を与え、歴史に残る輝きや趣のある空間を提供している。
フレアージュ	旧来型の結婚式場やホテルなどをM & Aによって取得し、初期投資を抑えリーズナブルな販売価格でサービスを提供するビジネスコンセプトのブランド。同社のノウハウを用いて改装・リブランディングすることで、顧客のニーズに応え、集客力のある会場を生み出している。
キラリゾート	豊かな自然が感じられるリゾート地に展開し、日常の喧騒から離れた滞在型のウエディングトラベルを提供する。雄大な自然に囲まれ、その土地ならではのロケーションを活かしたデザイン邸宅が特徴。

(出所)ノバレーゼ有価証券報告書(24/12期)で当研究所作成

○婚礼衣裳部門

「NOVARESE（ノバレーゼ）」と「ecruspose（エクリュスポーゼ）」の 2 つのブランドでドレスショップを展開し、パリ、ミラノ、ロンドン、ニューヨークなど世界中からドレスを買い付け、ウエディングドレスやタキシード、和装のレンタル・販売を担っている。トレンドを取り入れたハイクオリティなラインアップをそろえていることも特徴。

挙式・披露宴の場所別により、自社施行と他社施行に分類している。自社直営施設および婚礼プロデュース事業における業務提携先で催す挙式・披露宴へ婚礼衣装等をレンタル・販売することを自社施行としており、それ以外を他社施行としている。なお、他社施行のうち、婚礼衣裳部門が業務提携するホテル、専門式場、ゲストハウスなどから顧客を紹介された場合には、紹介先に対して個別に取り決めた紹介手数料を支払う。

○レストラン部門

婚礼会場において、結婚式や宴会飲食のほか、平日にはレストランも営業している。婚礼・宴会の料理・飲料の提供にとどまらず、二次会や宴会の総合的なプランニングおよびアドバイスも提供している。

・婚礼飲食

会場のコンセプトや結婚式のスタイル、参列ゲストの嗜好に合わせて選べるフレンチコースと和洋折衷コースを複数の価格帯で提供している。また、料理人・パティシエのスキルや経験によって、提供する料理やデザートの高品質、原価率、作業効率に差が生じることのないよう「婚礼統一メニュー」を導入し、全国的に安定的な水準の料理を





提供できる体制を整えている。

・一般飲食

一部の店舗では、平日に婚礼会場を活用してレストランを営業している。ランチ・ディナーを提供することによって、来店した顧客が婚礼料理をイメージしやすくなるなど、婚礼プロデュース部門への寄与も想定している。

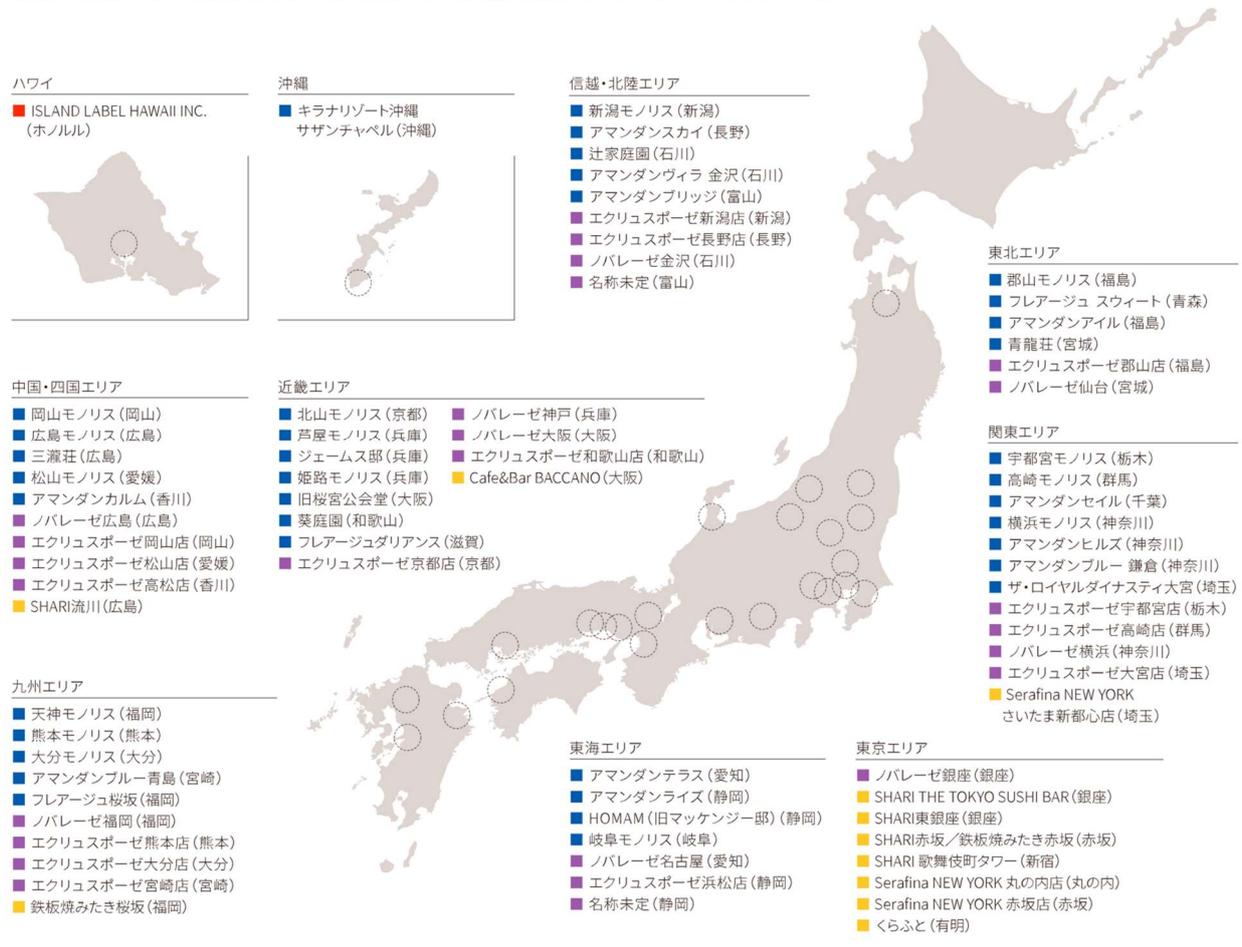
【レストラン特化型事業】

ブライダル事業とは別に、高級店からカジュアルレストランまで幅広い顧客に飲食を提供している。料理の質ならびにサービスレベルの維持と向上を通じて、ブライダル事業のレストラン部門における全体レベルの底上げにも貢献している。

図表2-(5)-2.出店状況

店舗一覧

国内外76店舗に広がる営業基盤、人口25万人以上の都市を対象に展開しています（※2025年2月14日時点）



■ 直営ゲストハウス:38店舗 ■ レストラン特化型施設:11店舗 ■ ドレスショップ:26店舗 ■ 海外(フォトウェディング・スパ):1店舗 ※開業予定含む

(出所)ノバレーゼホームページより





(6) 財務政策、資金需要、資金調達

同社グループでは、フレキシブルスペース・宿泊施設に適した不動産を適時、機動的に取得するための資金を営業キャッシュフローで賄うほか、金融機関からの借り入れにより手元流動性を保っている。オフィスビル等の不動産に関しては賃貸借契約を締結し、原則、土地・建物を直接保有しないことで設備投資を抑制する運営を心掛けている。一方、宿泊施設は一部を自社保有しており、25/2 期末時点では全施設の 6%にあたる 17 施設を保有している（詳細は 5 ページの図表 1-(1)-1 を参照）。

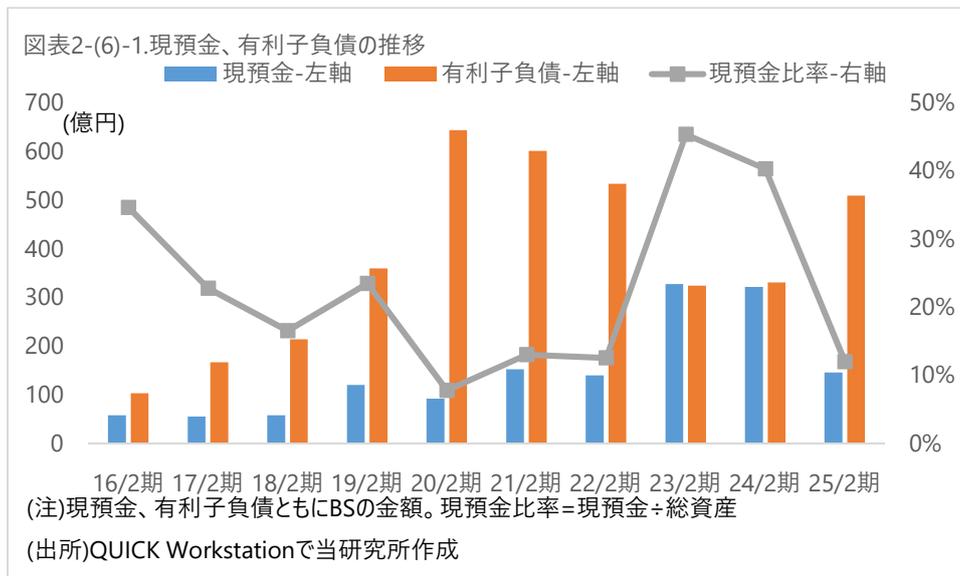
また、資金調達コストの低減に努める一方、金利スワップ等の手法を活用し、金利変動リスクのヘッジにも努めている。

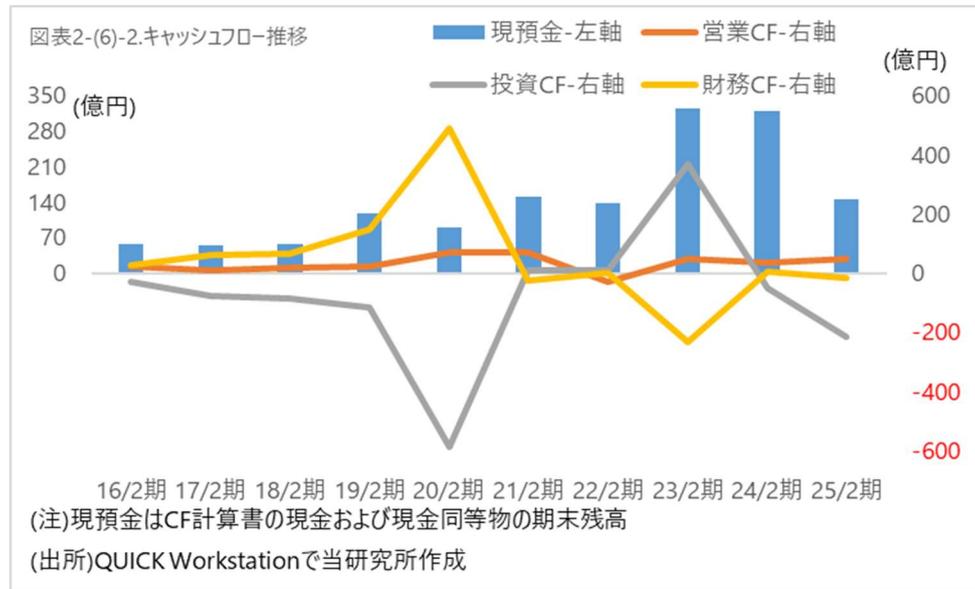
同社の現預金と有利子負債を見ると、有利子負債が現預金を上回るネットデットとなっている。足元の現預金は 145 億円であり、事業の運営に必要となる手元流動性を確保しながら、事業拡大に伴う物件の仕入れにも対応できる体制を整えている。

なお、後述するが、同社は 19 年にリージャスを買収する過程において、公募増資（428 万株）および第三者割当増資（72 万株）による資金調達を実施した。

当座貸越契約、貸出コミットメント契約

同社では、運転資金を効率的に調達するため、取引金融機関と当座貸越契約および貸出コミットメント契約を締結している。25/2 期末の当座貸越極度額と貸出コミットメントの総額は 63 億 5000 万円。25/2 期末の借り入れ実行残高は 29 億円。





(7) 設備投資等の概要

25/2 期において実施した同社グループの設備投資は総額で 161 億 5000 万円。その主なものは同社が運営するホテル・宿泊研修施設の新設・改修に伴う建物および構築物である。

また、今後予定されている主な設備の新設計画は図表 2-(7)-1 の通り。

図表2-(7)-1.重要な設備の新設等

会社名 事業所名	所在地	セグメントの名称	設備の内容	投資予定金額		資金調達方法	着手および完了予定年月		完成後の 増加能力
				総額 (百万円)	既支払金額 (百万円)		着手	完了	
同社 貸会議室	東京都ほか	空間再生流通事業	貸会議室 宴会場	742	-	自己資金および 借入金	25年3月	26/2期中	975坪
同社 アパホテル<大分駅前> (仮称)	大分県	空間再生流通事業	宿泊施設	3,385	1,390	自己資金および 借入金	24年3月	25年11月	255室
ノバレーゼ HOMAM (旧マッケンジー邸)	静岡県	ノバレーゼ事業	挙式・ 披露宴会場	971	11	自己資金および 借入金	25年5月	26年2月	324坪
ノバレーゼ アマンダブリッジ(仮称)	富山県	ノバレーゼ事業	挙式・ 披露宴会場	966	3	自己資金および 借入金	25年4月	26年3月	413坪

(出所)有価証券報告書(25/2期)で当研究所作成

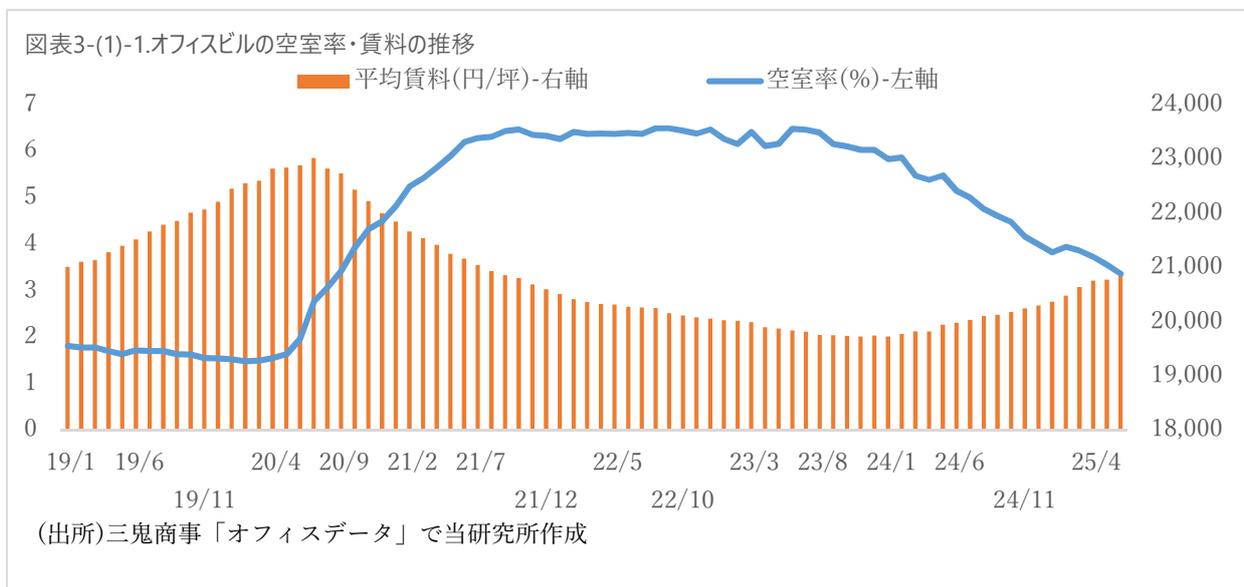




3. 業界環境・事業戦略

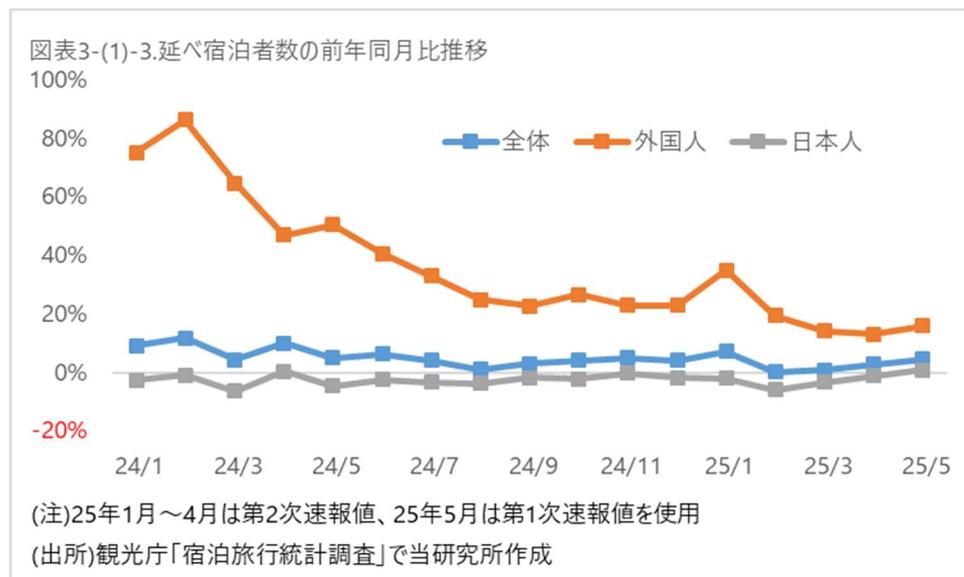
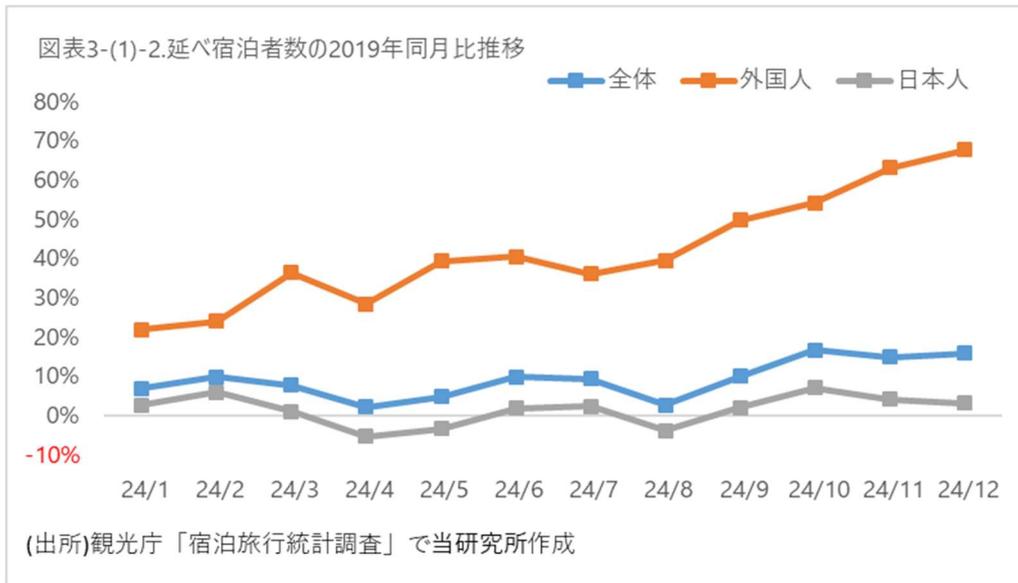
(1) 業界環境

同社が手掛けるフレキシブルオフィスに係る事業環境は、三鬼商事が公表しているオフィスデータが参考になる。図表 3-(1)-1 は東京ビジネス地区（千代田区・中央区・港区・新宿区・渋谷区）におけるオフィスの平均空室率と平均賃料の推移である。空室率では、コロナ以前の 19 年は 1% 台と非常に低水準であったが、コロナ禍による企業のリモート化等を背景として、21 年から 23 年にかけて 6% 台で推移。その後は出社回帰などの流れを受け低下傾向であり、足元では 3% 台まで低下している。平均賃料においても、20 年に一時 23,000 円台まで上昇した後、23 年に 19,000 円台まで低下。その後、足元では 17 カ月連続で上昇しており、20,000 円台を回復している。総じて、コロナ禍以前の水準には戻っていないものの、需給のタイト化が緩やかに進んでいると言えよう。



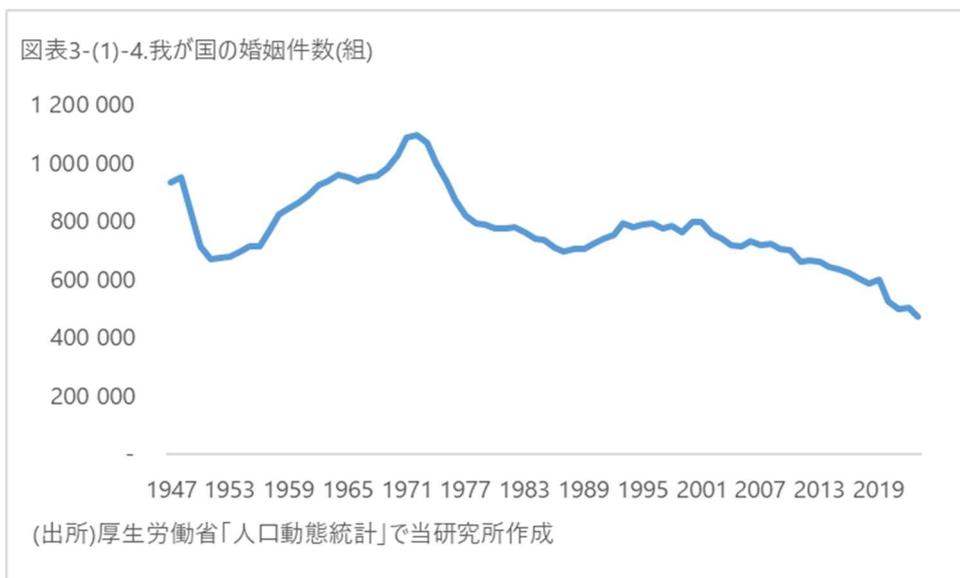
また、ホテル事業に係る環境においては、観光庁が公表している宿泊旅行統計調査が参考になる。図表 3-(1)-2 は、2024 年の延べ宿泊者数の 2019 年同月比の推移である。全体では、コロナ以前と比較して全ての月で 19 年を上回っており、内訳を見ると、日本人宿泊客はマイナスに沈む月がある一方、外国人宿泊客は常に 20% 以上の増加を維持している。また、図表 3-(1)-3 は、延べ宿泊者数の前年同月比の推移である。日本人宿泊客は横ばいから微減が続いているが、外国人宿泊客が増加を続けているため、全体では増加している。総じて、外国人宿泊客の旺盛な需要が全体を下支えしていると言えよう。





また、同社が M&A により事業領域としているブライダルに係る事業環境は、厚生労働省による「人口動態統計」が参考になる。図表 3-(1)-4 は、我が国の婚姻組数の推移である。第一次ベビーブーム世代が 25 歳前後を迎えた 1970 年代前半に 100 万組を突破した後は、急速に減少に転じた。90 年代にかけて一時持ち直したものの、その後は再び緩やかな減少に転じ、2023 年は 47 万組と過去最低となっている。





(2) 競合状況

同社への取材などをもとに選定した 5 社を同業他社として財務比較を行った。対象企業は、ビジネスモデルや事業領域などを基準に、同社と比較的近い企業を選んだ。

図表3-(2)-1.競合他社との業績比較

単位：金額(百万円)、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			ROE	純利益率	総資産回転率	財務レバレッジ	ROA	経常利益率
				売上高	営業利益	営業利益率						
2353 日駐	24/7期	32,693	6,461	7.5%	10.8%	19.8%	38.0%	15.6%	0.9	2.6	18.3%	20.3%
4666 パーク24	24/10期	370,913	38,697	8.4%	8.4%	10.4%	27.3%	5.0%	1.2	4.4	11.7%	9.6%
6547 グリーنز	24/6期	40,969	5,019	6.9%	9.8%	12.3%	74.1%	11.9%	1.6	3.8	19.2%	11.8%
8934 サンフロンティア	25/3期	103,174	21,279	14.4%	12.5%	20.6%	14.7%	13.7%	0.5	2.1	10.1%	19.8%
9616 共立メンテ	25/3期	228,933	20,491	6.0%	8.0%	9.0%	15.7%	6.4%	0.8	3.1	7.5%	9.4%
3479 TKP	25/2期	59,208	5,915	14.2%	12.8%	10.0%	9.3%	6.4%	0.6	2.5	5.8%	10.0%
平均値		139,315	16,310	9.6%	10.4%	13.7%	29.8%	9.8%	0.9	3.1	12.1%	13.5%
中央値		81,191	13,476	8.0%	10.3%	11.3%	21.5%	9.2%	0.9	2.9	10.9%	10.9%
順位：6社中		4位	5位	2位	1位	5位	6位	4位	5位	5位	6位	4位

(注1)10期CAGR(年平均成長率)は会計基準変更などを考慮していない

(注2)ROE=親会社株主利益÷期首・期末平均自己資本

(注3)ROA=経常利益÷期首・期末平均総資産

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

収益力を測る代表的な指標である営業利益率、ROE、ROA は、いずれも 5~6 位となった一方、10 期 CAGR (年平均成長率) では、売上高が 2 位、営業利益が 1 位と、成長率は高水準を示す結果となった。

(3) 事業戦略

同社の事業は、「再生」をビジネスモデルとしている。取り壊し予定のビルを会議室として貸し出したことをきっかけに、企業の持つ遊休保養所を有効活用した「レクトーレ」や、破綻した旅館をリノベーションした「石のや」などを手掛け、不動産の価値再生により業績を伸ばしてきた。「再生」というテーマは不動産にとどまらず、同社の事業





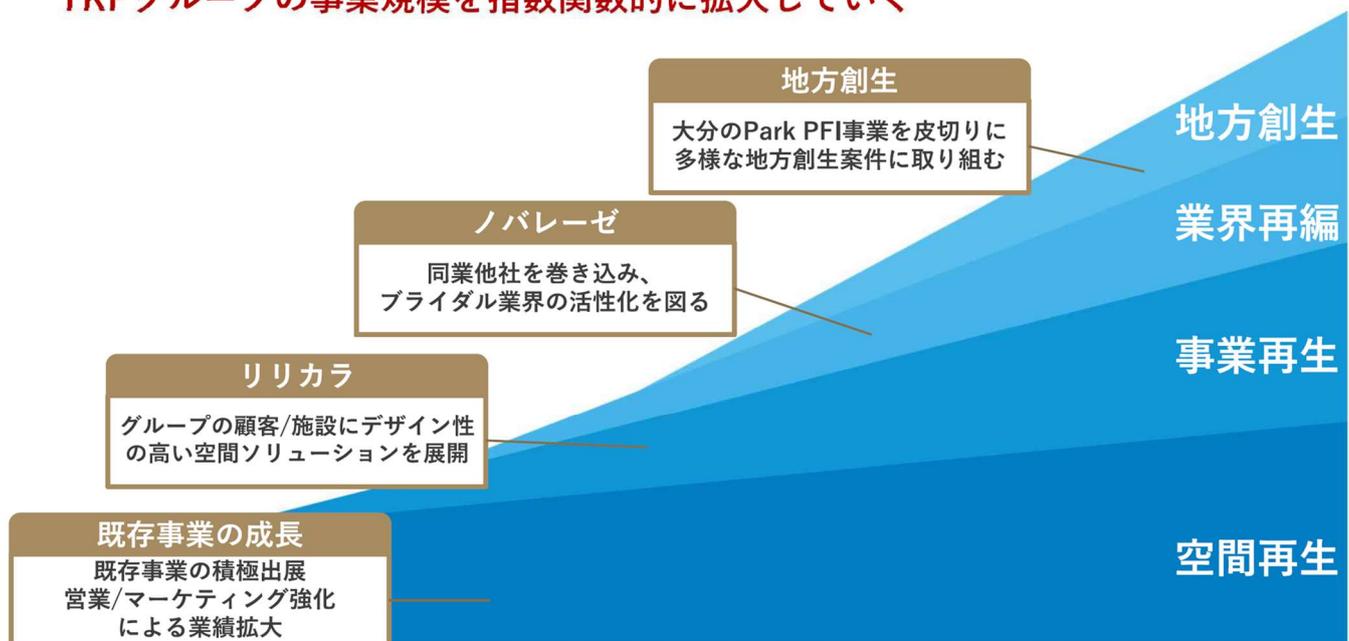
戦略の根幹となっている。リリカラおよびノバレーゼの連結子会社化は、既存事業とのシナジーのほか、業績が伸び悩むリリカラの事業再生や、市場規模が縮小傾向にあるブライダル業界の活性化も目論んでいる。また、23年から始まった識学との資本業務提携では、企業向けセミナー等を手掛ける識学との業務上シナジーのほかに、企業への共同投資を通じて、識学の持つ企業再生のノウハウの吸収も意図している。

また、25年には大分県別府市の Park-PFI 事業（都市公園において飲食店、売店等の公園施設の設置または管理を委託する民間業者を公募により選定する事業）である「上人ヶ浜公園整備運営事業」の設置等予定者に選定された。同事業によりリゾート型複合施設「SHONIN PARK」を7月にオープンした。この事業を皮切りに、多様な地方創生案件にも取り組むことで、成長を加速させていく方針。

図表3-(3)-1.再生を軸にした施策展開

再生を軸にした重層的な施策展開

既存事業の成長を軸としながら、政策投資の種まき施策を重層的に進めていくことで、**TKPグループの事業規模を指数関数的に拡大していく**



(出所)会社資料「事業計画および成長可能性に関する事項」(25年5月)より

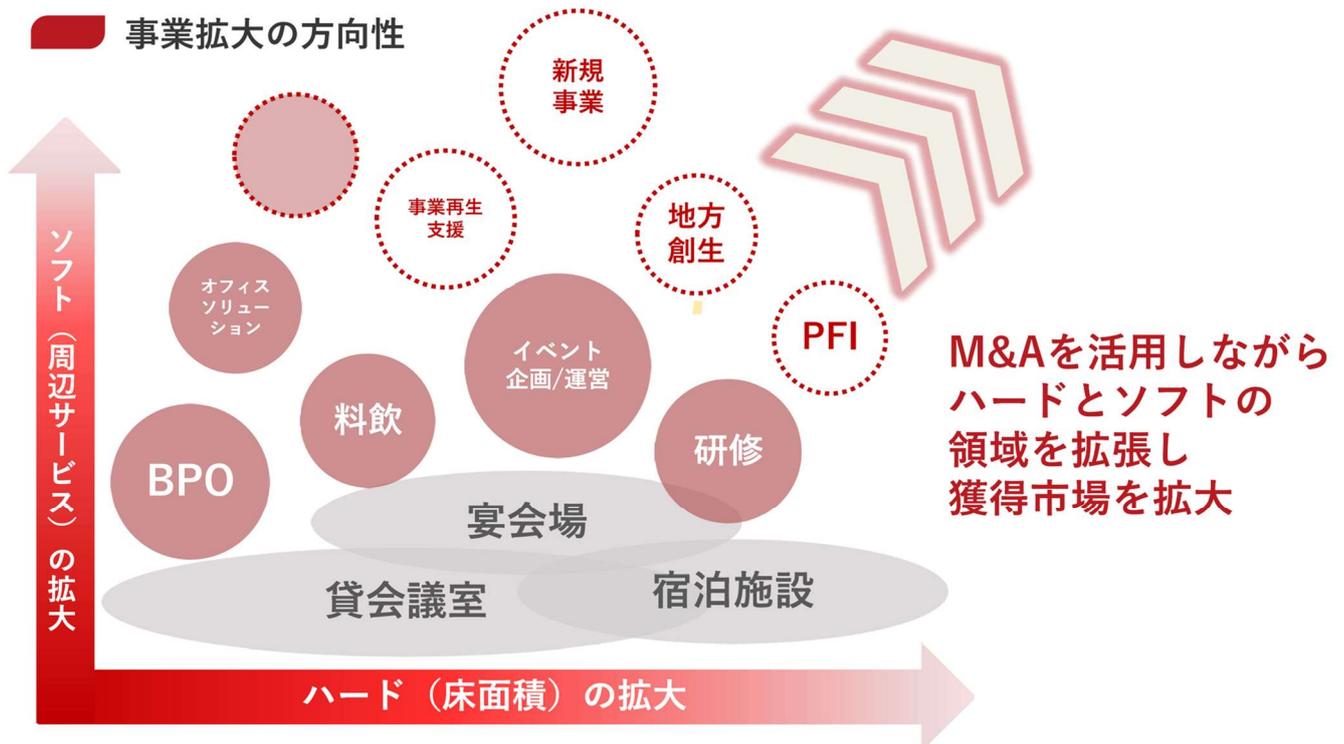
(4) 中期経営計画およびその進捗

同社は23年、24/2期から26/2期の3カ年にわたる中期経営計画を策定した。長引くコロナ禍でオフィスの流動性が高まるなか、新規の大量供給が発生したことは同社の不動産開発にとって追い風であり、同社が獲得可能な最大市場規模を7,000億円と見込んだ。このような認識のなか、①貸会議室の床面積を積極拡大しながら周辺事業を取り込み、シェアを拡大 & 対象市場を拡張する、②経営効率の最適化を推進し、過去最高の利益を達成する、③積極性と合理性のバランスがとれた成長投資を柔軟に実施し、中長期的な企業価値向上への投資機会を逃がさない、の3点を基本方針として策定した。事業拡大の方向性として、M&Aを活用しながらハード（床面積）とソフト（周辺サービス）の領域を拡張し、獲得市場の拡張に努める。





図表3-(4)-1. 事業拡大の方向性



(出所)会社資料「2023年2月期通期決算および新中期経営計画説明会」(23年4月)

計画最終年度となる26/2期は売上高575億円、営業利益94億円、経常利益91億円、ROE10%を目標としていた。25年8月開示の26/2期計画では、売上高は1040億円と中計を上回る見通しだが、営業利益は90億円、経常利益は80億円と中計を下回る見通し。この差異は、中計時点ではリリカラやノバレーゼなどのM&Aを計画に織り込んでいなかったことが主因である。

貸会議室事業、および宿泊事業における事業別の戦略は以下の通り。

【貸会議室事業】

25/2期に懇親会を含めた貸会議室需要がコロナ前水準に完全回復するとの認識のもと、貸会議室市場の継続的拡大を見込み、東京・大阪を中心に会議室面積を年間1万坪のペースで出店する計画。また、料飲の需要回復に伴う内製化およびDX戦略・営業力強化による事業の運営効率化・高付加価値化を推進し、収益力の最大化を目指す。

また、ダイナミックプライシング導入によるプライシング最適化と、顧客ポータル開設による会議室予約の自動化といったサービスの高付加価値化にも取り組んでいる。

定量的な目標では、26/2期に坪当たり売上高41,000円、有効会議室面積79,000坪を計画していたが、25年5月、同社ニーズにマッチするスペースの流出が想定より少ないとして、有効会議室面積の目標を従来計画比14%減の68,000坪に下方修正した。25/2期4Qの実績は、それぞれ35,812円、61,896坪である。

なお、同社は26/2期より有効会議室面積の算出方法を変更しており、それに伴い実績値も遡及修正されているが、本レポートでは遡及修正前の数値を記載している。





【宿泊事業】

3 年間でアパホテルブランドを含めたビジネスホテルを中心に 10 施設を目安に出店を目指す。施設の仕入れ形態は賃貸契約/保有をその時々々の経済合理性を見て決定する。石のやほかりゾートホテルではリニューアルを通じたブランド力強化でインバウンド需要獲得を図る。ビジネスホテル、再生型高付加価値リゾートホテル/旅館を中心に事業を拡大し、宿泊サービスを貸会議室に次ぐ第二の柱に成長させる方針。

定量的な目標では、26/2 期に年間売上高 128 億円、運営施設数 32 施設を計画していたが、25 年 5 月、出店計画が好調に進んでいることや、25/2 期に計画を上回る売上高を実現したことなどから、計画を上方修正。年間売上高を従来計画比 6%増の 136 億円、運営施設数を同 1 施設増の 33 施設の計画とした。25/2 期末では、それぞれ 105 億円、30 施設（開業前施設含む）である。

(5) SWOT 分析

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3-(5)-1. SWOT各項目の洗い出し

	強み（Strengths）	弱み（Weaknesses）
内部要因	<ul style="list-style-type: none"> ○持たざる経営 ○不動産市況に応じた柔軟な物件仕入れ ○拠点ネットワークの規模 ○安定した顧客基盤 	<ul style="list-style-type: none"> ○ホテル経営によるバランスシート（BS）の拡大
外部要因	機会（Opportunities）	脅威（Threats）
	<ul style="list-style-type: none"> ○タイトなオフィス市況 ○インバウンド需要の増加 	<ul style="list-style-type: none"> ○景気後退等による需要減少 ○人材確保の難化 ○結婚式需要の減少

(出所)会社資料、ヒアリングなどで当研究所作成

強み（Strengths）：生かすべき強み

・持たざる経営：同社は不動産を保有せず契約の形で確保する「持たざる経営」を特徴とし、アセットライトな経営によるリスク軽減を実現している

・不動産市況に応じた柔軟な物件の仕入れ：物件の契約にあたっては、普通借家契約や途中解約条項を付加した定期借家契約、業務委託契約(売り上げに応じた変動賃料での契約等)を組み合わせ、家賃支払いリスクを低減している。

・拠点ネットワークの規模：20 年にわたり空間再生流通事業を営んでいる同社は、275 の施設、165,677 坪の契約面積を全国に保有し(25/2 期末時点)、幅広い地域・顧客へのサービス提供を可能としている。





・安定した顧客基盤：同社は法人顧客のリピーターが多いことも特徴である。年間利用企業数は約 30,000 社であり、売上高の上位 500 社で法人利用売り上げの約 50%を、上位 2,500 社で約 75%を占めている。リピート率は約 90%と高水準であり、安定した顧客基盤を保有している。

弱み (Weaknesses) : 克服すべき課題

・ホテル経営によるバランスシート (BS) の拡大：同社は不動産を保有しない「持たざる経営」を標榜しているが、ホテルにおいては収益性の観点から一部を自社保有している。ホテル事業を拡大した場合は BS が拡大化し、「持たざる経営」の強みを生かせなくなる可能性がある。これに対し同社は、ブランド力の高い「アパホテル」を中心に経営することで、常にホテルの売却を行える状況を維持している。

機会 (Opportunities) : 捉えるべき機会

・タイトなオフィス市況：都心のオフィス市況は、空室率の低下と賃料の上昇が継続し、タイトな状況となっている。同社のフレキシブルオフィス事業への追い風になると考えられる。

・インバウンド需要の増加：長引く円安などを背景に、我が国ではインバウンド需要の高まりが継続している。特に同社のホテル事業への追い風になると考えられる。

脅威 (Threats) : 回避・対処すべき脅威

・景気後退や感染症等による需要減少：同社の事業は景気動向に左右され、また、コロナ等の感染症が再流行した場合、需要の減少は避けられない。コロナによって定着したリモートワークも、同社事業の需要後退要因となり得る。これに対し同社は、柔軟な契約形態を生かして固定費を低減し、損益分岐点を引き下げることで、需要後退局面においても収益性を維持するスキームを有している。

・人材確保の難化：労働人口の減少や専門人材の不足が脅威として挙げられる。これに対して同社は、毎年 100 名程度の新卒を採用しており、そのうちの約 3 割を外国人学生から採用することで、多様な人材の確保に努めている。

・結婚式需要の減少：ブライダル業界は、婚姻組数の減少、および結婚式を行わない「ナシ婚」や、家族や親族のみが式に参加する「家族婚」など、結婚式需要の多様化に伴い市場規模の縮小が懸念される。これに対し同社グループは、結婚式需要が比較的堅調である地方都市を中心に展開することで、需要の取り込みを図っている。





4. 業績・財務分析

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。

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。





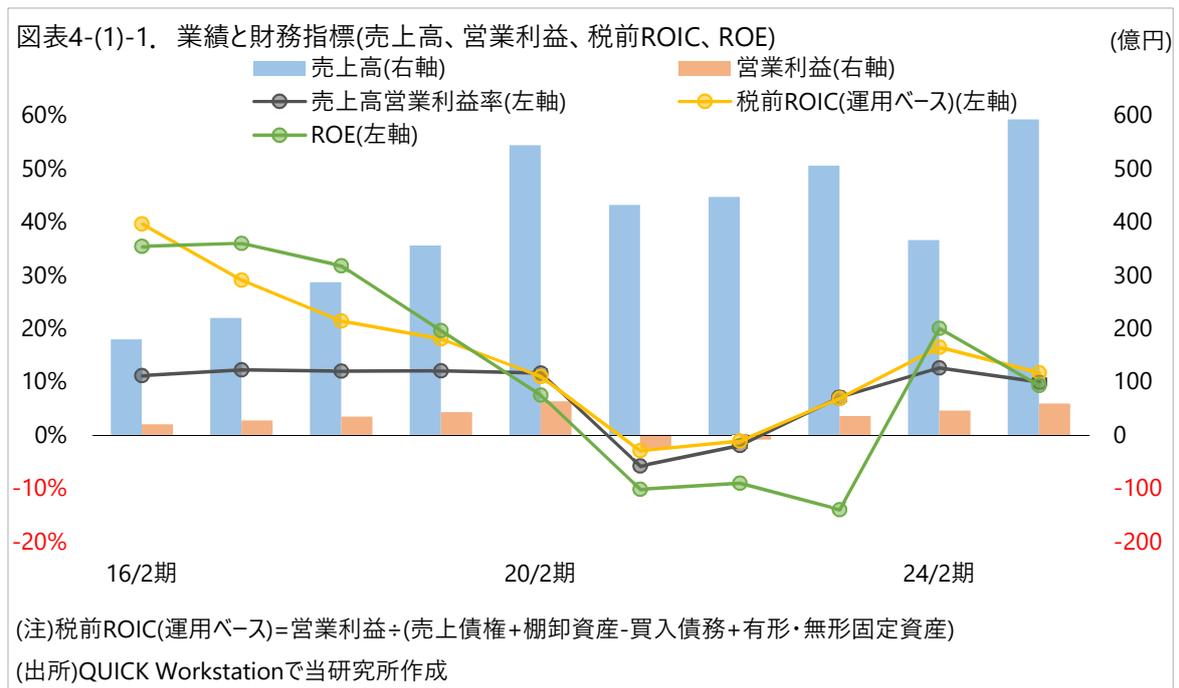
(1) 業績と財務指標

図表 4-(1)-1 に 16/2 期から 25/2 期までの同社の売上高・営業利益と売上高営業利益率、税前 ROIC、ROE の推移を示した。

売上高、営業利益ともに 20/2 期まで成長を続けるも、コロナ禍の 21/2 期に初の減収、営業赤字に転じた。

その後、コロナの終息に伴い、23/2 期に営業黒字、24/2 期に最終黒字を回復し、直近の 25/2 期ではリリカラの連結効果などにより、売上高、経常利益で過去最高を更新した。

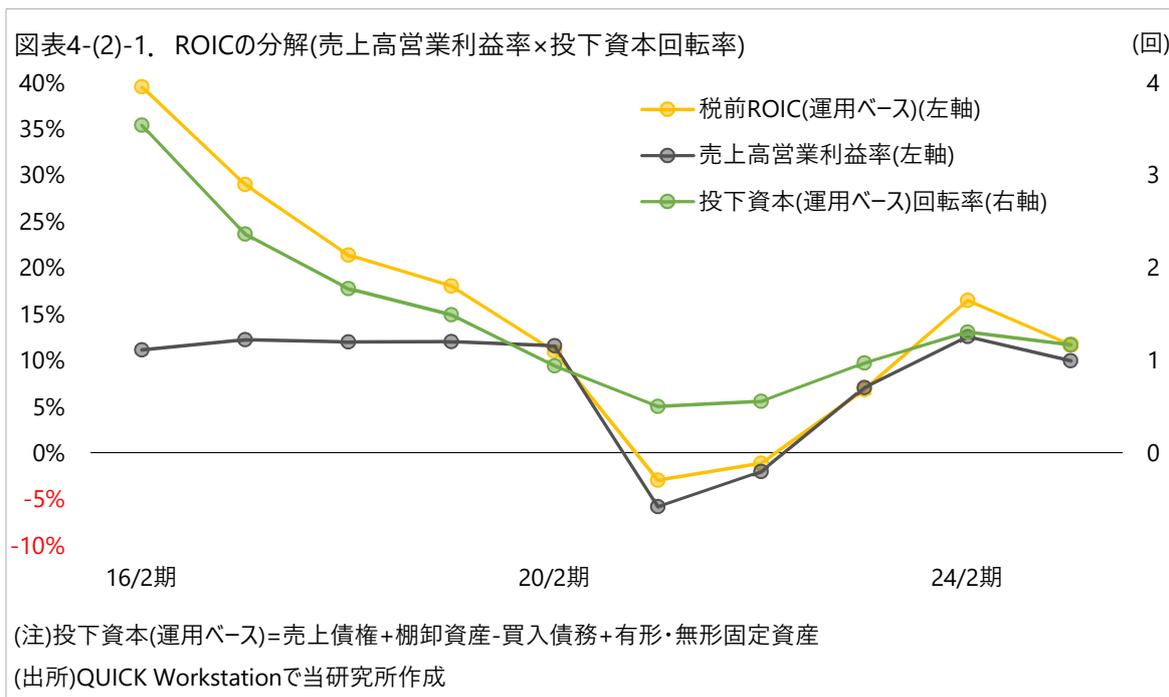
一方、ROIC では、16/2 期をピークに 21/2 期まで低下の一途をたどっていたが、その後は下げ止まって回復基調にある。直近の 25/2 期は、リリカラの連結化に伴う営業利益率の悪化などにより、ROIC はやや悪化している。





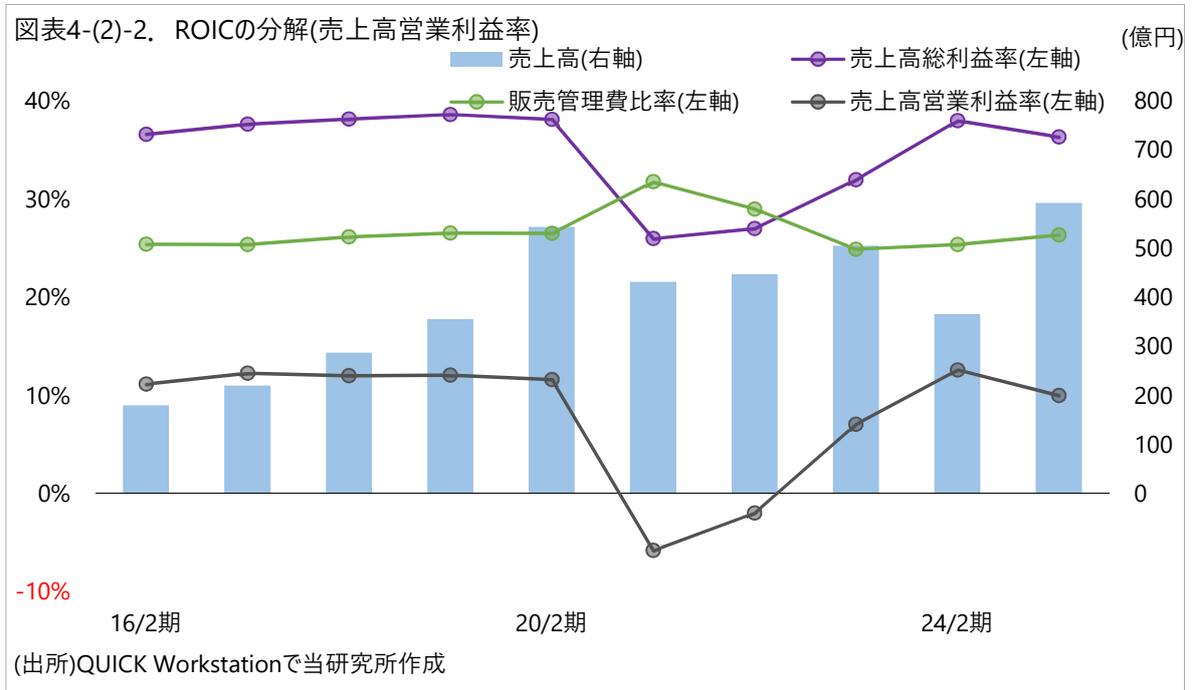
(2) ROICの分析

ROICを売上高営業利益率と投下資本回転率に分けたものが図表4-(2)-1。16/2期から20/2期までの間、売上高営業利益率は安定的に推移していた一方で、ホテル事業拡大によって固定資産が増大したため、投下資本回転率は一貫して悪化。ROICも悪化を続けていた。その後、21/2期と22/2期はコロナの影響で営業赤字となったが、23/2期には営業黒字を回復し、24/2期にはコロナ前水準までROICが回復している。その間、投下資本回転率は下げ止まり、改善が見られる。直近の25/2期はリリカウの連結化に伴い営業利益率が低下したほか、ホテル事業拡大による固定資産の増加に伴う投下資本回転率の悪化も影響し、ROICも低下した。

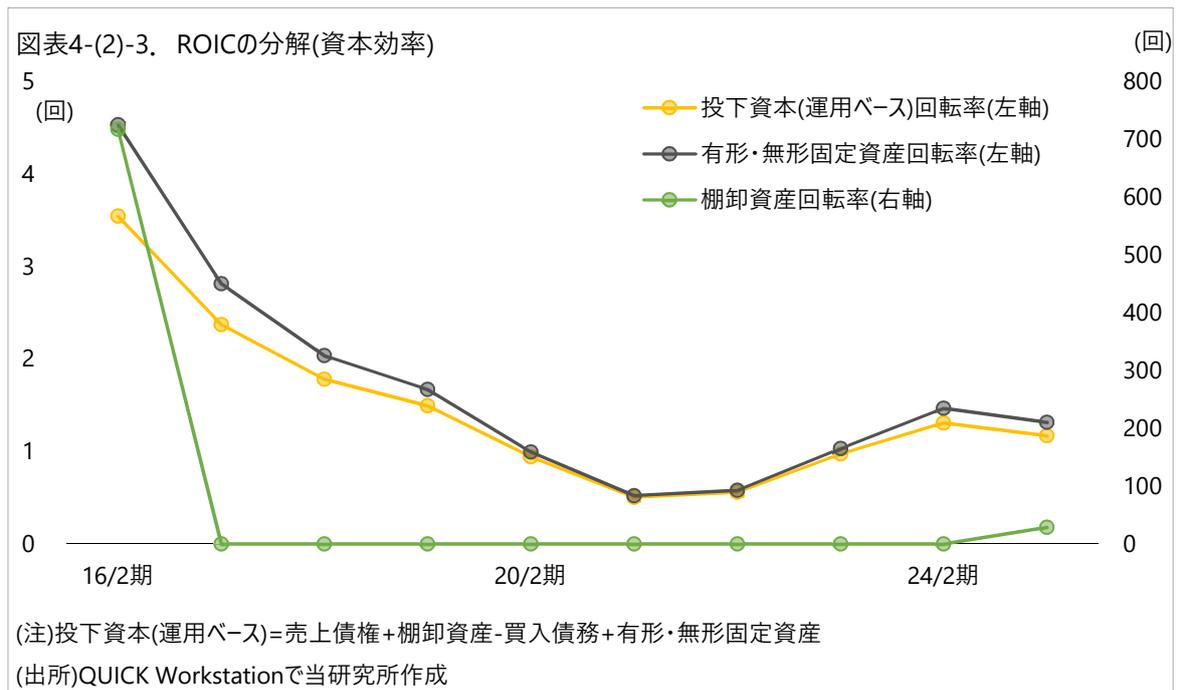




売上高営業利益率を売上総利益率と販管費率に分解したものが図表 4-(2)-2。売上高総利益率、販売管理費比率ともに、20/2 期までは安定して推移していたが、21/2 期はどちらも悪化し、営業赤字に転落。その後はどちらの指標も回復を見せており、足元ではコロナ禍前の水準まで回復している。



投下資本回転率を有形・無形固定資産回転率と棚卸資産回転率に分解したものが図表 4-(2)-3。同社は貸会議室やホテルを主たるサービスとすることから、棚卸資産は原則発生しない。そのため 17/2 期から 24/2 期にかけて棚卸資産回転率はゼロだった。25/2 期に棚卸資産が発生しているのは、リリカラとノバレーゼの連結化に伴うものである。





(3) ROEの分析

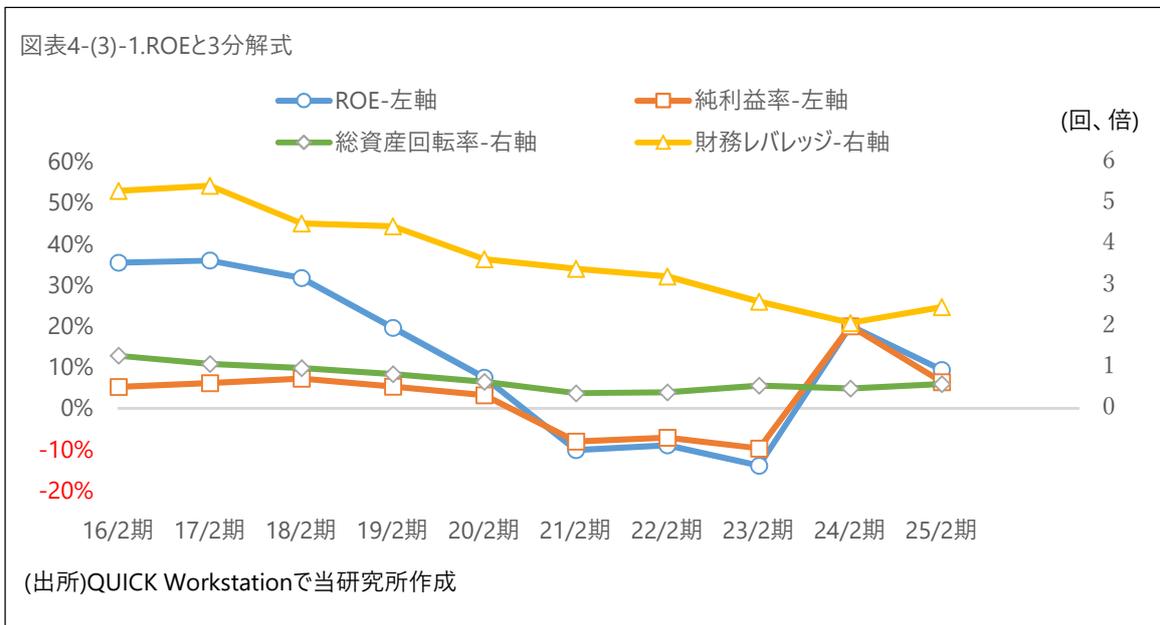
続いて、ROEについて解説する。図表 4-(3)-1 では ROE の 3 分解式を、図表 4-(3)-2 では ROE と投下資本（運用ベース）、自己資本および売上高親会社株主利益率（売上高当期利益率）の推移を、図表 4-(3)-3 では、売上高親会社株主利益率の代わりに自己資本比率の推移を示した。図表 4-(3)-4 では、自己資本回転率と投下資本回転率の推移を示した。

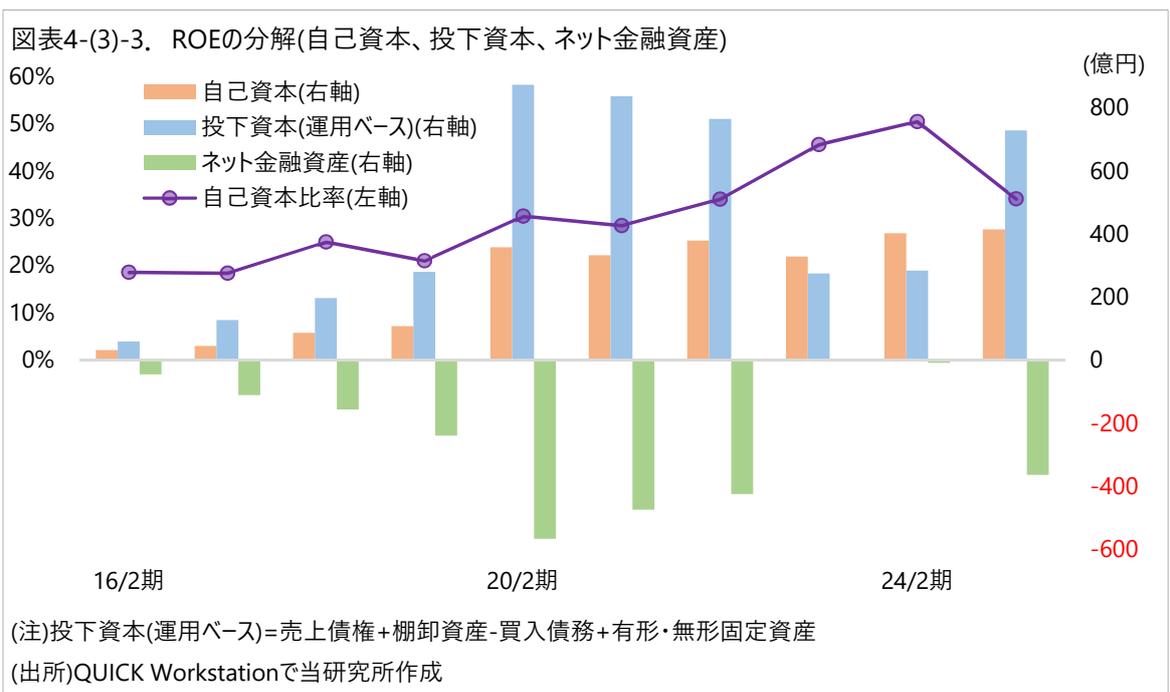
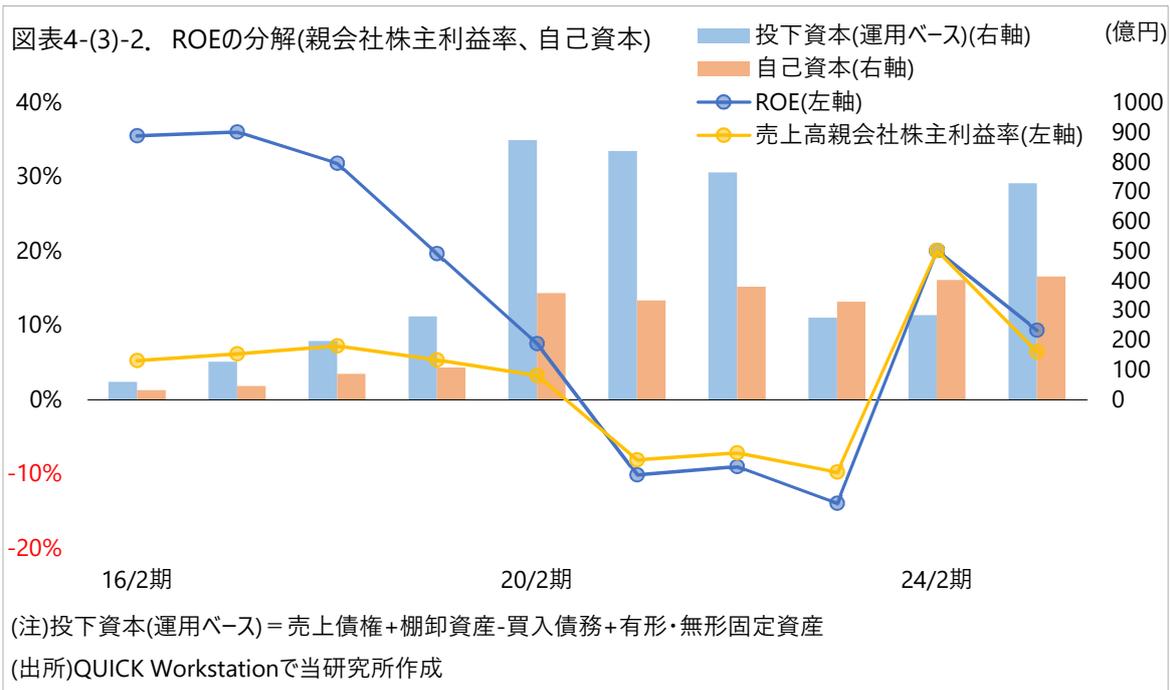
同社の ROE は 25/2 期に 9.3% だった。16/2 期から 18/2 期までは 30% 台で推移していたことから、低下したことになるが、これは主に財務レバレッジと総資産回転率の低下に起因する。

同社の自己資本は、16/2 期の 31 億円から 25/2 期には 413 億円まで増加しており、それに伴って自己資本比率の上昇と、財務レバレッジの低下が発生している（図表 4-(3)-1、4-(3)-3 参照）。20/2 期は特に大きく自己資本が増えている（前期比 250 億円増）が、これはリージャス事業買収に伴い公募増資を行ったことに起因する。また、23/2 期は自己資本が減少したにもかかわらず自己資本比率が上昇しているが、これはリージャス事業売却で得た資金を長期借入金の返済に充てていることが背景にある。

自己資本回転率は、21/2 期まで投下資本回転率に伴って低下していることが見て取れる（図表 4-(3)-4 参照）。投下資本回転率の低下は、ホテル事業の拡大に伴い売上高を上回るペースで土地等の有形固定資産が増加したことが主因。20/2 期においては、リージャス買収に伴うのれんの計上にも起因している。

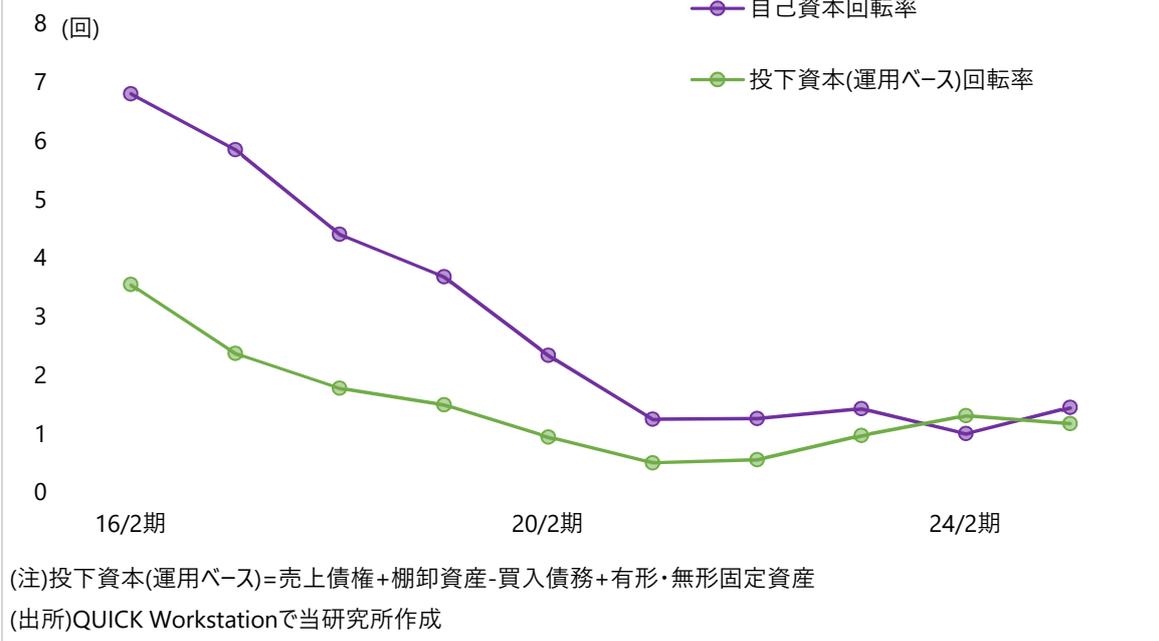
純利益率は 25/2 期に 6% であり、16/2 期から 18/2 期と比べても遜色ない水準である。







図表4-(3)-4. ROEの分解(資本効率)





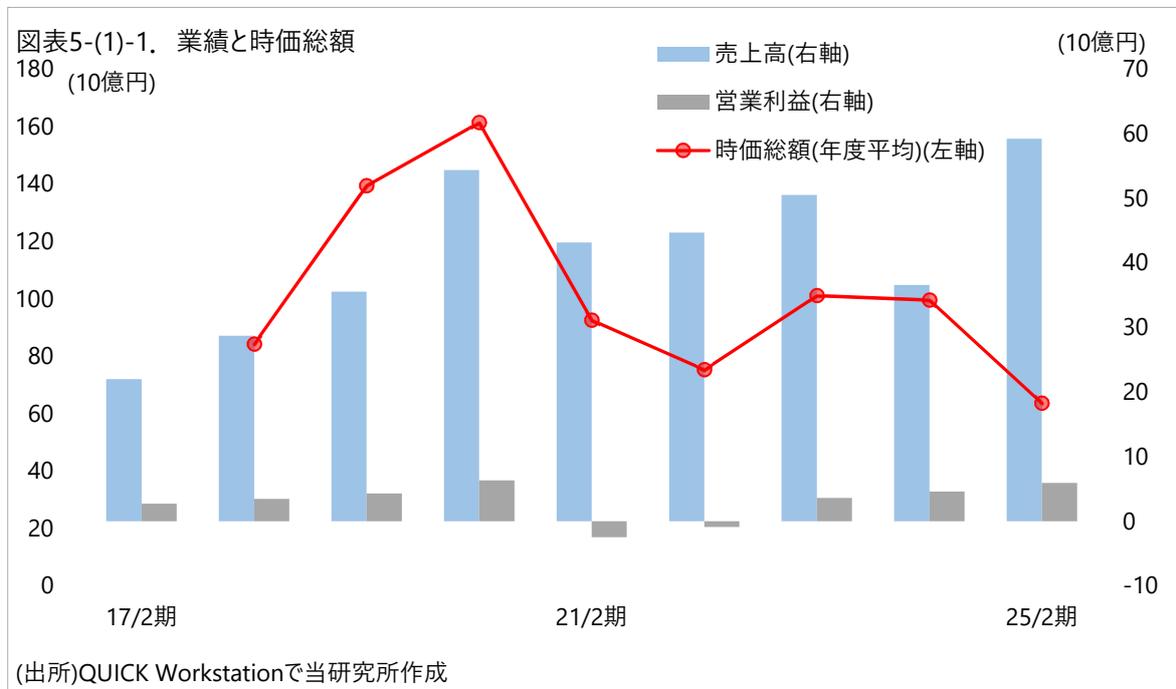
5. 株価と株価関連指標の関係

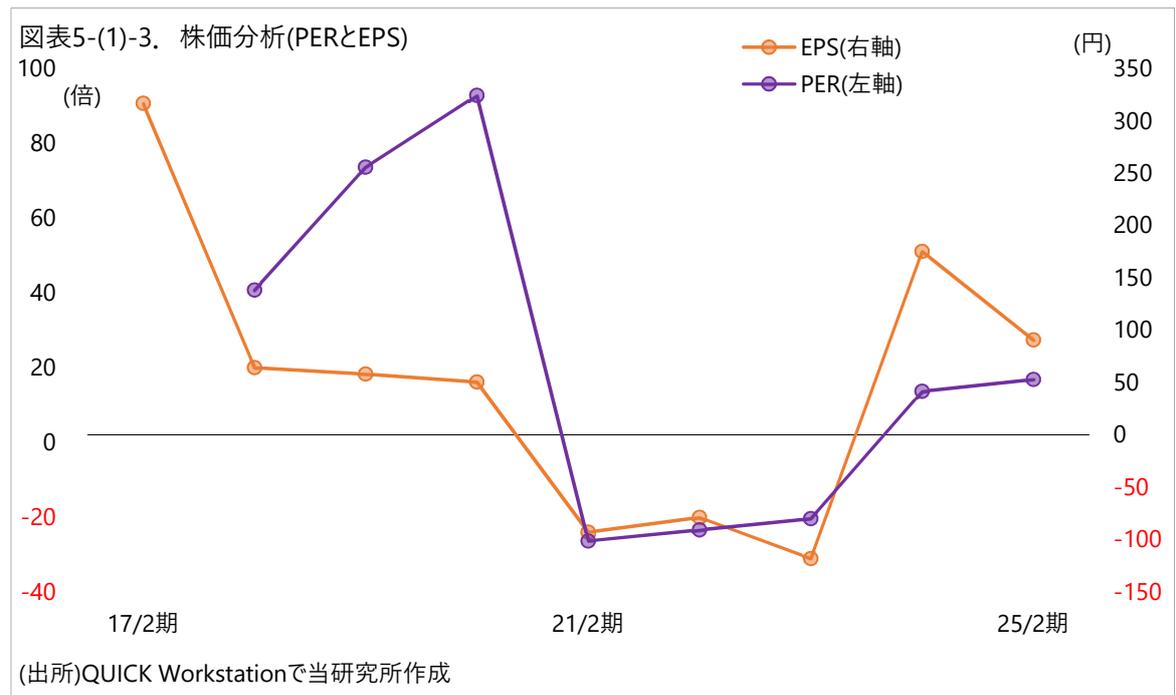
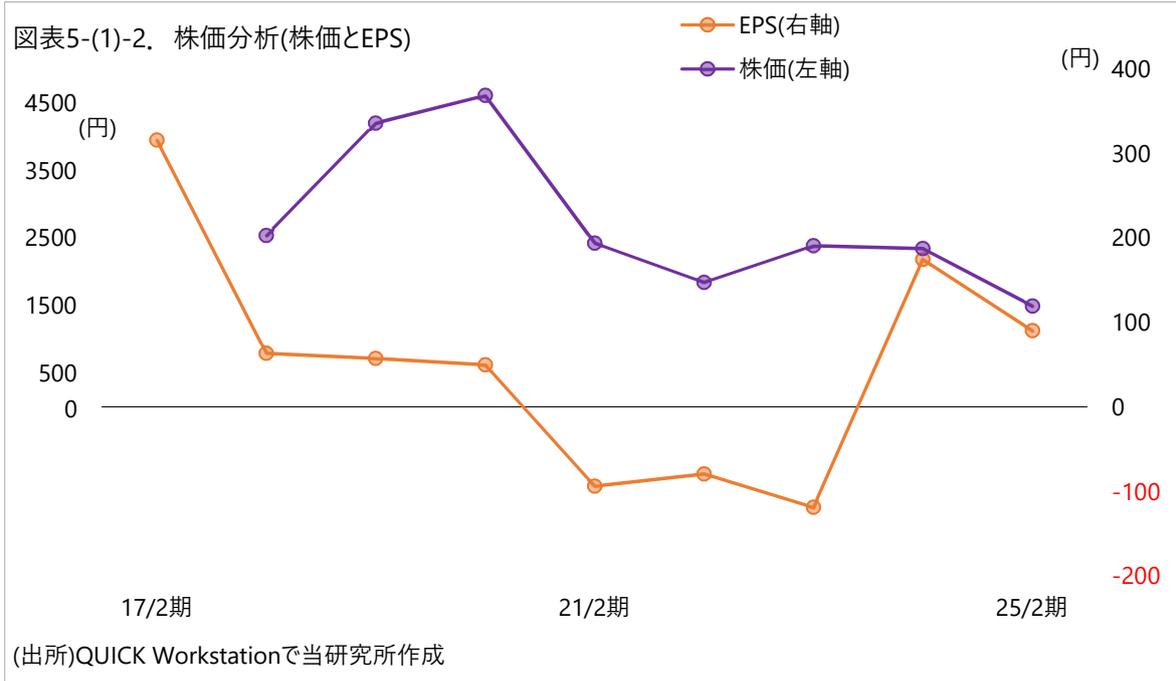
(1) 業績と株価・関連指標の動向

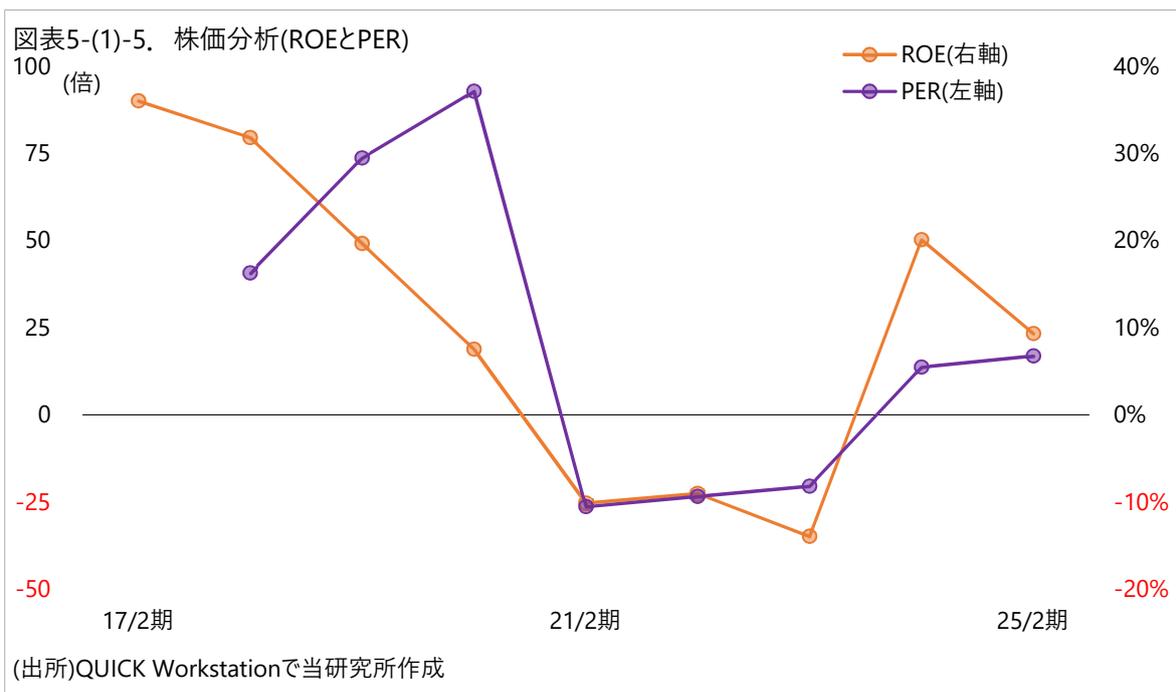
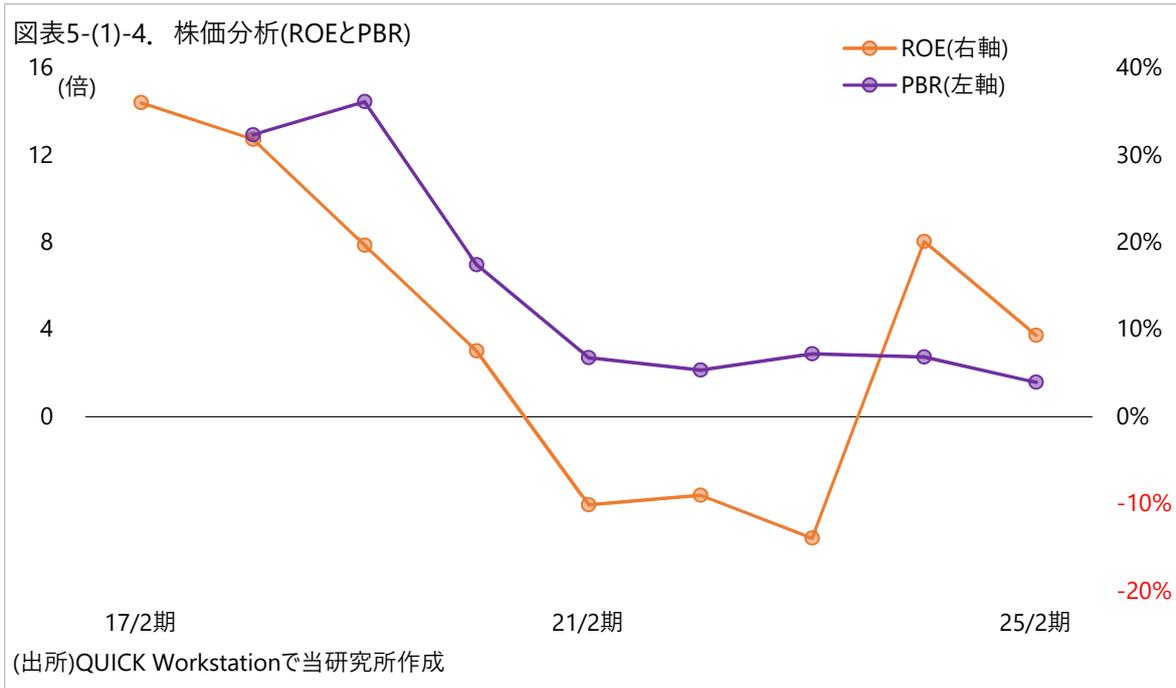
図表 5-(1)-1~5-(1)-5 に業績と株価および時価総額、株価関連指標との関係を示した。

17/2 期から 20/2 期にかけて EPS は低下しているものの、株式を上場した 18/2 期からは PER の上昇によって時価総額が増加し、20/2 期にピークとなる 1600 億円台を付けた。その後はコロナ禍の業績悪化に伴って時価総額は減少したが、23/2 期に営業黒字への復帰に伴って再び 1,000 億円台を回復した

25/2 期は増収、営業増益だったが、一方で時価総額は減少している。これは親会社株主利益の減少が影響した可能性がある。同社は 24/2 期に日本リージャス事業売却に伴う損失への税効果会計の適用で法人税等調整額の繰り戻しが発生しており、その反動から 25/2 期は親会社株主利益が押し下げられている。







(2) 株主総利回り (TSR) の算出

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。企業が業績連動の役員報酬を決める際に営業利益などの利益、ROE などと並んで TSR を採用するケースも増えている。

同社の TSR を分析した。なお、当研究所の TSR は有報の内容をアレンジしている。また、同社はこれまで配当





を実施していないため、TSR=株価変動である。

同社の TSR は、23/2 期がプラスだったが、残り 4 期はマイナスだった（図表 5-(2)-1 参照）。TSR は自社のパフォーマンスを見るだけでなく、同業他社や所属する業界、TOPIX などと比較するのが有効とされる。33 業種別の不動産と比較すると、23/2 期は不動産を上回ったが、それ以外は下回ったことから、5 期平均（5 期累積は個別企業と株価指数とで計算方法が異なるため参考値）の TSR も不動産を下回った。表には TOPIX との比較も掲載した。

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ことになる。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、有報は各期ともに累積リターンを記載しているが、当研究所は各期のリターンを記載している（5 期累積のみ併記）。

配当を支払うと理論的には配当に見合うだけ株価が下がる（正確には権利落ち日に下がる）が、配当利回りに着目する投資家がいるため、配当利回りは株価を支える効果があると考えられる。

図表5-(2)-1. 株主総利回り(TSR)

基準期=20/2期

	21/2期	22/2期	23/2期	24/2期	25/2期	5期平均	5期累積
T K P	-47.4%	-23.9%	29.5%	-1.8%	-36.2%	-20.1%	-67.5%
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
株価変化	-47.4%	-23.9%	29.5%	-1.8%	-36.2%	-20.1%	-67.5%
33業種別:不動産業	-14.0%	20.6%	5.2%	12.3%	25.0%	8.9%	53.2%
配当利回り	1.8%	2.3%	2.3%	3.0%	2.8%	2.4%	-
株価指数変化	-15.8%	18.4%	2.9%	9.3%	22.2%	6.5%	-
T K P - 33業種別:不動産業	-33.4	-44.5	24.3	-14.1	-61.2	-29.0	-120.6
TOPIX	4.3%	21.8%	1.8%	22.8%	21.5%	14.0%	92.9%
配当利回り	2.6%	2.5%	2.5%	3.2%	2.7%	2.7%	-
株価指数変化	1.7%	19.3%	-0.7%	19.6%	18.8%	11.3%	-
T K P - TOPIX	-51.7	-45.7	27.7	-24.6	-57.6	-34.2	-160.4

(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)会社の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)会社の5期平均は各期のTSRの幾何平均、5期累積は(5期分の配当+5期目の株価)÷基準期株価

(注4)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5)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

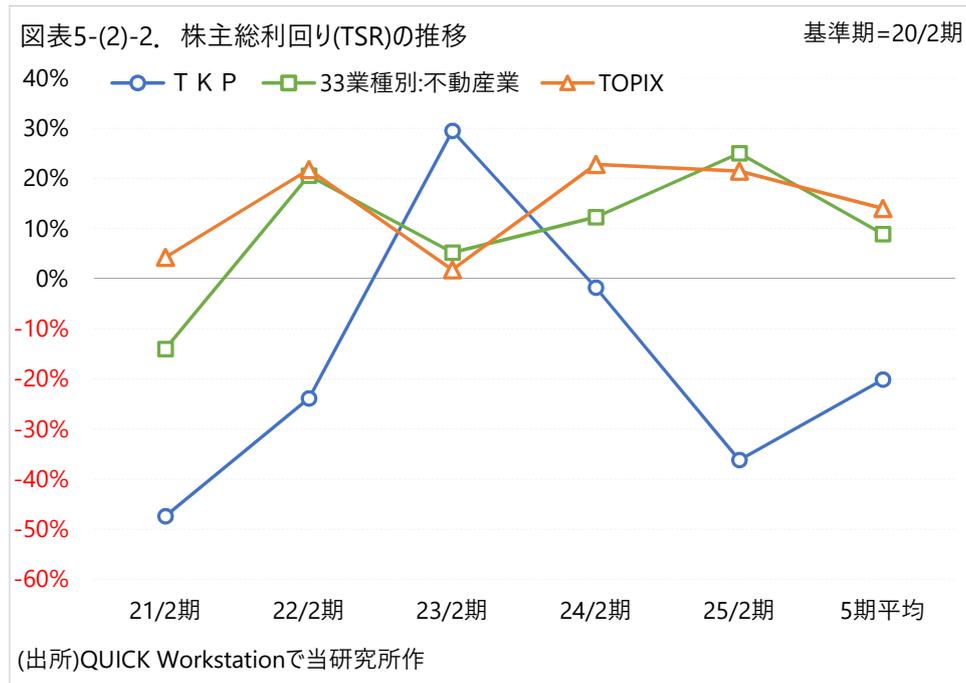
(注6)株価および株価指数は各期の月末終値の平均

(注7)5期累積は基準期からの累積または基準期との比較

(注8)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する（算出方法、理論の詳細は Appendix1 参照）。

株価は、(1) BPS×PBR、(2) EPS×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5-(2)-3. 株主総利回り(TSR)の分解

	19/2	20/2	21/2	22/2	23/2	24/2	25/2	平均	
	(期)							7期	5期
株主総利回り(TSR)	65%	10%	-47%	-24%	30%	-2%	-36%	-7%	-20%
配当利回り	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
株価の変化	65%	10%	-47%	-24%	30%	-2%	-36%	-7%	-20%
株価変化の分解(1)BPSとPBR									
BPSの変化	24%	190%	-8%	4%	-13%	22%	7%	21%	2%
ファンダメンタルの影響	22%	223%	-10%	-10%	-13%	22%	7%	20%	-1%
親会社株主利益	22%	16%	-10%	-10%	-13%	22%	9%	4%	-1%
配当	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
自己株取得/増資	0%	178%	0%	0%	0%	0%	-2%	15%	-0%
それ以外の効果	2%	-10%	2%	15%	-0%	-0%	0%	1%	3%
PBRの変化	33%	-62%	-43%	-27%	50%	-20%	-41%	-24%	-21%
配当の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
自己株取得/増資の影響(理論値)	0%	-64%	0%	-0%	-0%	-0%	2%	-13%	0%
株式市場での評価の変化(注2)	33%	5%	-43%	-26%	50%	-20%	-42%	-12%	-22%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+BPS変化)	24%	190%	-8%	4%	-13%	22%	7%	21%	2%
株価変化の分解(2)EPSとPER									
EPSの変化	-9%	-20%	-	-	-	-	-46%	-	-
親会社株主利益	-9%	-8%	-	-	-	-	-48%	-	-
自己株取得/増資	0%	-13%	-	-	-	-	4%	-	-
それ以外の影響	-0%	-0%	-	-	-	-	-0%	-	-
PERの変化	81%	37%	-	-	-	-	18%	-	-
配当の影響(理論値)	0%	0%	-	-	-	-	0%	-	-
自己株取得/増資の影響(理論値)	0%	15%	-	-	-	-	-4%	-	-
株式市場での評価の変化(注2)	81%	20%	-	-	-	-	23%	-	-
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+EPS変化)	-9%	-20%	-	-	-	-	-46%	-	-
参考資料									
ROE	20%	7%	-10%	-9%	-14%	20%	9%	2%	-2%
配当性向	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
総還元性向	0%	0%	0%	0%	0%	0%	76%	8%	12%
DOE(配当÷自己資本)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

(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。配当を実施すると 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。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であり、ここではそれ以外の効果として一くくりしている。PBR の変化は、配当の影響と自己株取得の影響を





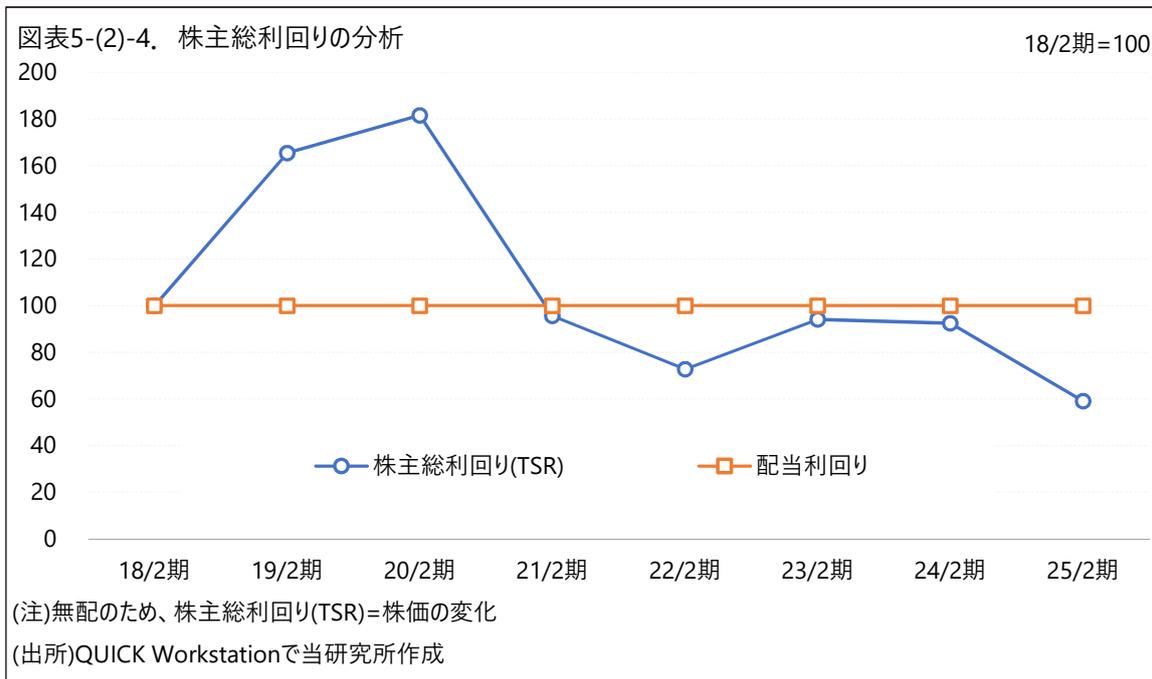
理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。

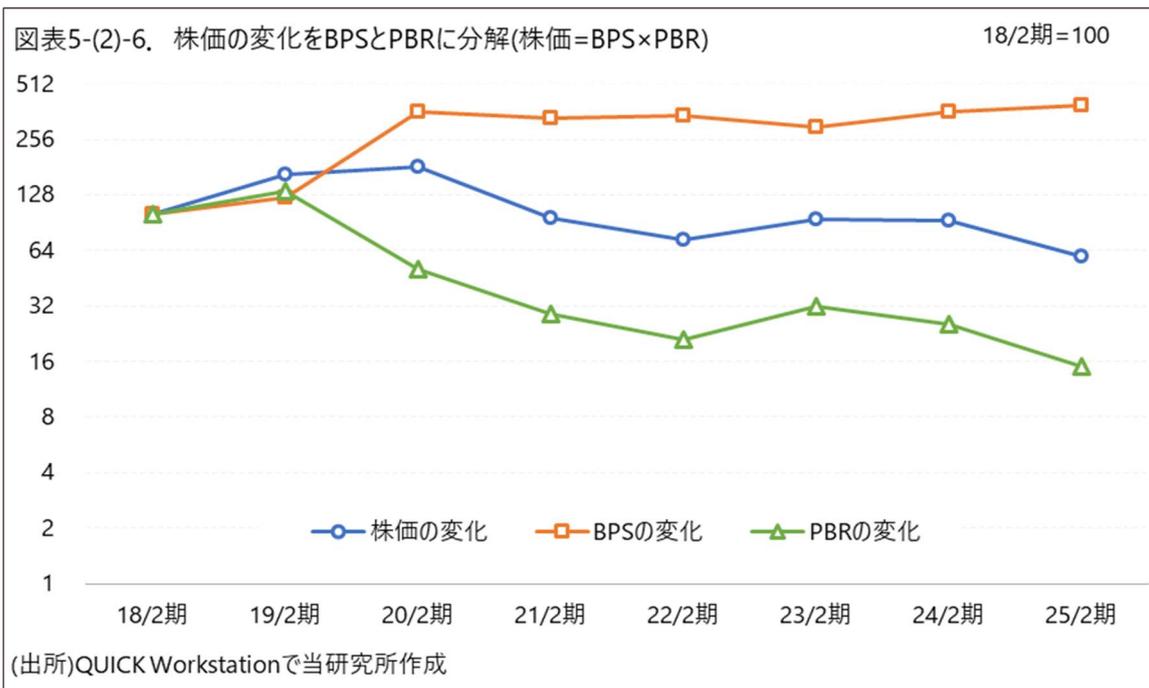
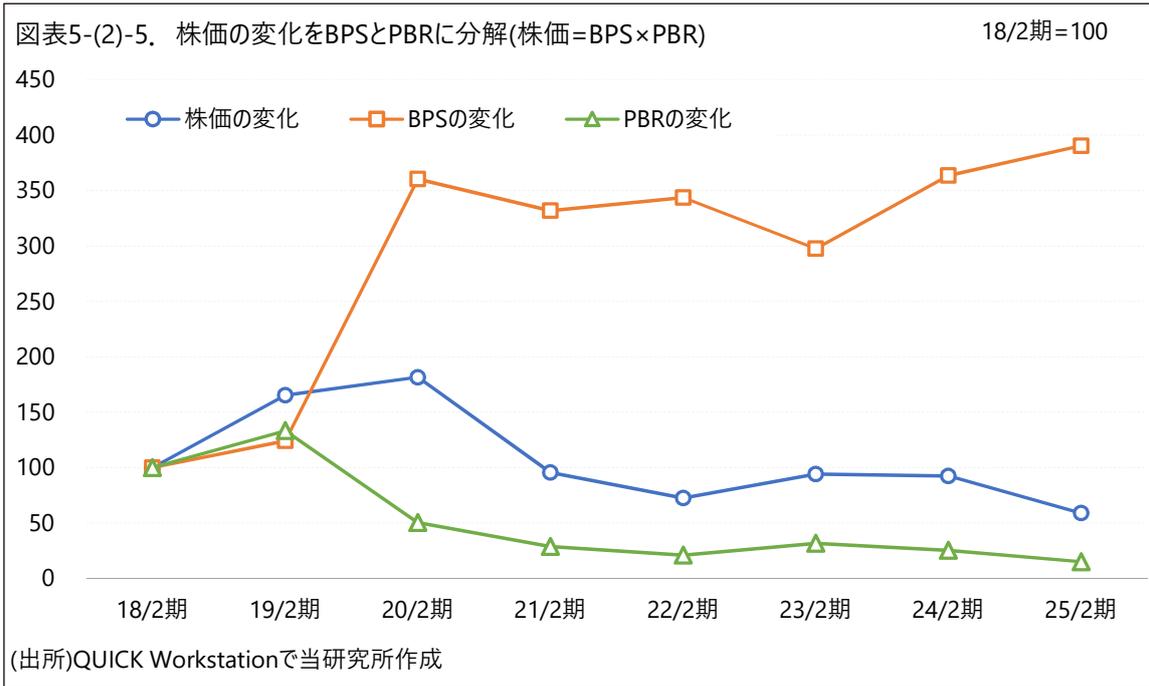
7 期平均の株価変化は 7%のマイナスであり、BPS による効果が 21%のプラス、株式市場からの評価である PBR の変化が 24%のマイナスだった。BPS による変化をさらに見ると、自己株取得/増資の影響が 15%である。同社は 20/2 期にリージャス事業買収に伴う増資により、自己資本が大幅に増加（前期比 250 億円増）しているため、この影響が大きい。

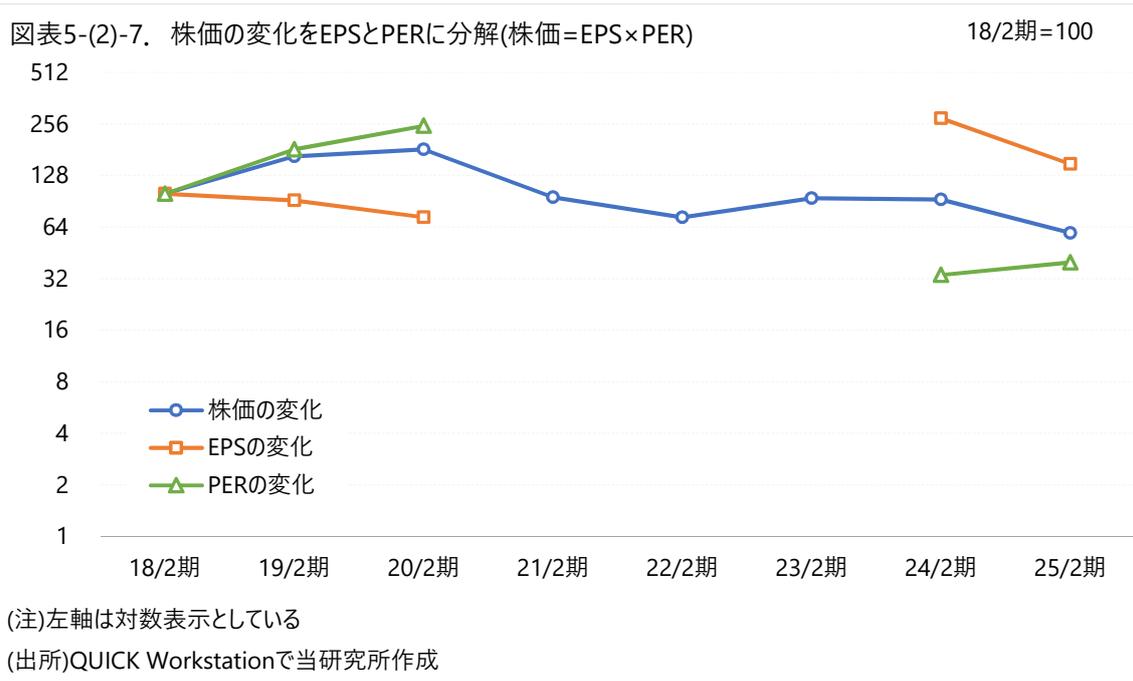
直近 2 期での BPS の増加の主因は親会社株主利益の増加である。ただし、25/2 期は自社株取得によって BPS の増加が抑制された。

なお、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

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 である。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 株主資本コストも掲載した。

CAPM でみた株主資本コストは 8.0% (直近 12 カ月平均)。20 年 5 月以降では、22 年 3 月から 25 年 1 月までは 8%~9% 程度で推移していたが、直近では減少傾向にある。WACC (有利子負債はグロスで計算) は 4.6% である。なお、負債コストは 25/2 期の支払い利息を期首・期末平均の有利子負債で除算する簡便法を用いた。

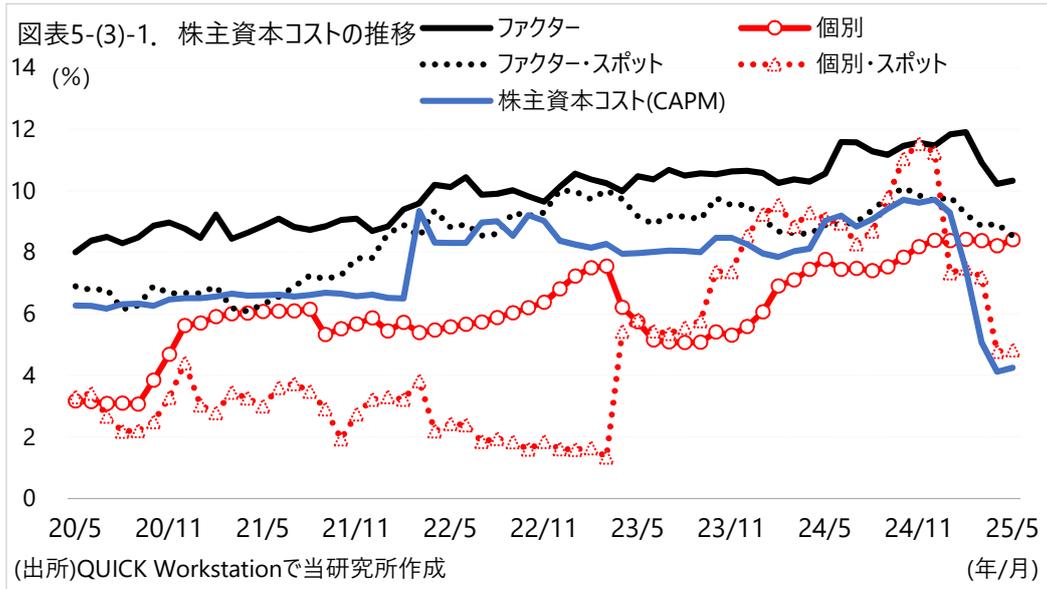
CAPM は、QUICK 算出のマーケット期待収益率 (配当込み TOPIX の年率換算リターン-リスクフリーレート)、リスクフリーレート (新発 10 年物日本国債)、対配当込み TOPIXβ 値 (60 カ月) から算出している。

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。

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すぎない。

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。







6. 当面の業績動向

26/2 期は売上高、営業利益とも過去最高を更新する見込み

(1) 25/2 期通期の業績実績

25/2 期通期の連結業績は、売上高が前期比 62% 増の 592 億円、営業利益が同 28% 増の 59 億円だった。リリカウの連結効果が寄与したが、TKP 単体でも売上高では過去最高を更新した。

主力の貸会議室事業は、対面での会議やセミナー、研修等の需要の高まりを取り込み、高稼働で推移。特にコロナ禍から回復が遅れていた飲食を伴う懇親会の受注水準は、通年で回復基調となり大きく改善し、第 4Q の 3 カ月間でコロナ禍以前の水準に回復した。ホテル・宿泊研修事業においても、旅行や出張等のビジネス利用に加え、インバウンド需要の急速な回復・増加により、高稼働および高単価で推移した。なお、純利益では、24/2 期において、日本リージャス事業の売却に伴う損失への税効果会計適用により、法人税等調整額の繰戻しが発生した反動から、25/2 期は同 48% 減の 38 億円だった。

図表6-(1)-1.業績動向

(百万円)

	25/2 期					前年同期比増減率	
	1Q	2Q	3Q	4Q	累計	4Q	通期
売上高	10,562	9,717	19,850	19,077	59,208	+108.7%	+62.0%
売上総利益	4,363	3,769	6,920	6,457	21,510	+100.8%	+54.9%
売上比	41.3%	38.8%	34.9%	33.8%	36.3%	△1.3pt	△1.7pt
販管費	2,670	2,728	5,187	5,008	15,595	+97.4%	+68.1%
EBITDA	2,038	1,419	2,280	2,004	7,743	+95.2%	+30.1%
営業利益	1,692	1,041	1,732	1,448	5,915	+113.4%	+28.4%
売上比	16.0%	10.7%	8.7%	7.6%	10.0%	+0.2pt	△2.6pt
経常利益	1,762	859	1,511	1,691	5,825	+167.5%	+19.8%
親会社株主に帰属する 四半期/当期純利益	1,873	549	892	474	3,789	△42.9%	△48.2%

(出所)会社資料「2025年2月期通期決算説明会」(25年4月)で当研究所作成

(2) 26/2 期の業績計画

26/2 期通期の連結業績見通しについて会社側は、8 月 14 日に、4 月公表の期初計画を上方修正した。計画値は、売上高が期初計画比 10 億円増の 1040 億円（前期比 76% 増）、営業利益が同 20 億円増の 90 億円（同 53% 増）、純利益が同 4 億円増の 36 億円（同 5% 減）。主力の空間再生流通事業において、コロナ禍のリモートワークから出社勤務へ戻る「オフィス回帰」のトレンドや、会議やセミナー、研修等を対面で実施する需要の高まりを受け、収益性の高い期間貸し案件の受注が好調となった。また、コロナ禍で外注化したオペレーションを再び内製化したことによる原価率の改善が進捗していること、およびグループ子会社の事業も好調に推移していることなども反映した。なお、純利益では、25/2 期において、台湾リージャス事業の売却に伴う損失への税効果会計適用により、法人税等調整額の繰戻しが発生した反動から、25/2 期比では減益となる計画である。





図表6-(2)-1.業績見通し (百万円)

	25/2期実績	26/2期		
		予想	前期比増減額	前期比増減率
売上高	59,208	104,000	+44,792	+75.7%
営業利益	5,915	9,000	+3,085	+52.2%
(営業利益率)	10.0%	8.7%	△1.3pt	
経常利益	5,825	8,000	+2,175	+37.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,789	3,600	△189	△5.0%

(出所)会社資料「決算短信(25/2期)」および「業績予想の修正に関するお知らせ」(25年8月)で当研究所作成

(3) 株主還元

同社は、内部留保の充実を図り、M&A や不動産開発等を含む事業拡大に向けた投資や、経営基盤の強化に充当し、より一層の業容拡大および企業価値最大化を実現することが株主に対する最大の利益還元につながるとの考えから、創業以来、利益配当を実施していない。しかしながら、株主への利益還元については重要な経営課題であると同社は認識しており、今後、経営成績および財政状態を総合的に勘案し、利益配当を検討していく方針。

なお、機動的かつ柔軟な利益還元の一環として、同社は自己株式の取得に取り組んでいる。25年には1月から3月にかけて214万株・34億円、4月から6月にかけて180万株・35億円の自社株買いを実施した。

また、株主優待も実施しており、保有株数に応じて同社施設の優待宿泊券を贈呈している。

図表6-(3)-1.株主優待

保有株式数	優待内容
100株～500株未満	10,000円券×1枚
500株～1,000株未満	10,000円券×3枚
1,000株～2,000株未満	10,000円券×5枚
2,000株～4,000株未満	10,000円券×10枚
4,000株以上	10,000円券×20枚

(出所)会社ホームページで当研究所作成





7. 主な非財務情報

(1) 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

東証が要請する「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、同社は東証グロス上場企業であるため、開示要請の対象外である。同社のコーポレートガバナンスに関する報告書（25年6月発行）では、具体的な言及はないが、同社は不動産の多くを自社保有しない「持たざる経営」を標榜しており、アセットライトな経営により資本コストの低減を図っている。

(2) コーポレートガバナンス体制

同社は、25年5月30日開催の定時株主総会において、監査等委員会設置会社への移行を内容とする定款の一部変更が決議されたことにより、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行している。取締役の職務執行の監査等を担う監査等委員を取締役会の構成員とすることで、取締役会の監督機能の一層の強化とより機動的な意思決定の実現により、コーポレートガバナンスの充実を促進することを目的としている。また、過半数の社外取締役の選任を実施することで、多角的な視点からの意見交換が進むとともに、経営判断の客観性、公平性が確保され、経営環境の変化に迅速に対応し、透明、公正かつ果敢な意思決定および効率的かつ適正な業務を執行するための最適な体制であると同社は考えている。多様性の観点では、女性取締役が3名（社外）である。

図表7-(2)-1. コーポレートガバナンス体制、取締役・監査役の状況

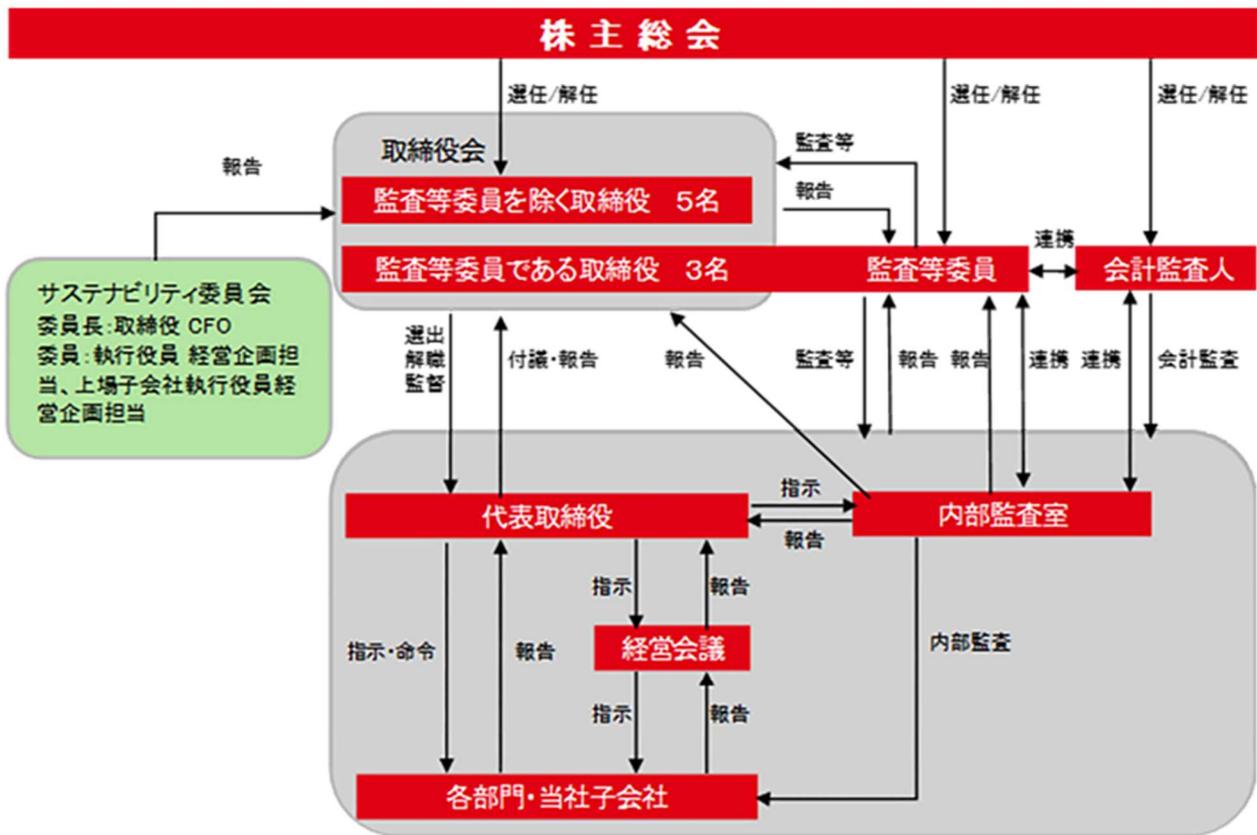
組織	組織形態	監査等委員会設置会社
取締役(監査等委員除く)	定款上の取締役の員数	8名
	定款上の取締役の任期	1年
	取締役会の議長	社長
	取締役の人数	5名(女性1名)
	社外取締役の人数	2名
	取締役へのインセンティブ付与	ストックオプション制度の導入、その他
	監査等委員会	定款上の監査等委員の員数
監査等委員の人数		3名(女性2名)
常勤委員		1名
社内取締役		0名
社外取締役		3名(女性2名)
独立社外取締役	独立社外取締役の人数	4名(女性2名)
その他	買収防衛策の導入の有無	なし

(出所)会社資料「コーポレートガバナンスに関する報告書(25年6月発行)」で当研究所作成





図表7-(2)-2. コーポレートガバナンス体制の模式図



(出所)会社ホームページ

(3) 政策保有株式の状況

同社は、投資株式の保有目的が「純投資」と「純投資以外」とで次のように区分している。「純投資」は、株式価値の変動または株式に係る配当によって利益を受けることを目的とする投資とし、それ以外の投資を「純投資以外」としている。

「純投資以外」の投資株式については、取引先との関係強化を目的として、同社グループ全体の企業価値向上に資することを条件に保有している。

また、同社は投資管理について定めた規程に基づき、経営企画・経理担当執行役員を投資管理責任者と定めている。定期的に時価や取引先企業の財務状況等を把握し、個別銘柄ごとに、保有目的が適切かどうかや、保有に伴う便益やリスクを検証し、取締役会に投資先の状況を報告することで、保有の適否を判断することとしている。

直近 25/2 期末時点では、上場政策保有株式の貸借対照表上額は 17 億円で、連結純資産に占める割合は 3.8%となっている。





図表7-(3)-1. 政策保有株式の保有状況①

25年2月末時点

	銘柄数 (銘柄)	貸借対照表上額 (百万円)	株数増加銘柄		株数減少銘柄	
			銘柄数	取得価額 (百万円)	銘柄数	売却価額 (百万円)
非上場株式	6	3,237	2	3,235	1	17
非上場株式以外の株式	4	1,707	-	-	2	1,980

(出所)有価証券報告書(25/2期)で当研究所作成

図表7-(3)-2. 政策保有株式の保有状況②

銘柄 コード	銘柄名	株数(株)		貸借対照表上額 (百万円)		保有目的、業務提携等の概要、定量的 な保有効果および株式数が増加した理由	同社株式 の保有の 有無
		25/2期	24/2期	25/2期	24/2期		
7049	識学	716	431	860,500	860,500	空間再生流通事業等における営業上の取引関係の維持・強化のため	無
2173	博展	335	349	620,000	310,000	空間再生流通事業等における営業上の取引関係の維持・強化のため 株式分割	無
2196	エスクリ	333	537	1,700,000	1,700,000	空間再生流通事業等における営業上の取引関係の維持・強化のため	無
9831	ヤマダホールディングス	322	322	748,200	748,200	空間再生流通事業等における営業上の取引関係の維持・強化のため	無

(出所)有価証券報告書(25/2期)で当研究所作成

(4) サステナビリティの取り組み

① サステナビリティの考え方

同社は、「空間再生流通企業（遊休資産を再生し、シェアリングすることで社会に価値を創造する）」の企業理念のもと、事業を通じて持続可能な社会の実現を目指す方針。空間シェアリングビジネスのリーディングカンパニーとして培ってきた既存事業のノウハウを生かし、今後はアジア各国をはじめとした海外からの人・企業の流れを商機に換え、さらなる付加価値向上を目的とした提携・M&A に注力するとともに、以下のサステナビリティ方針に基づいた企業活動を推進するとしている。

また、これらの活動をウェブサイト等により適切に開示し、社内外のステークホルダーとの対話を通じて継続的な改善を図ることで、サステナビリティ経営の透明性と信頼性の向上に努める方針である。

(a) サービス×イノベーション

顧客や時代のニーズが変化する中で、新たな価値を創出し続けるため、技術革新を断続的に取り入れつつ、組織全体で変革を図りながら、高品質なサービスを開発・提供する。サービスの高品質化にとどまらず新たなビジネスを生み出していくため、多様な人材の活躍を促し、従業員のスキル向上や知財戦略の強化を通じてイノベーションを推進する。これらの取り組みにより、同社社員行動指針に掲げる同社の目標「IT・金融ツールを活用して社会の価値を創造する革命企業」を体現し続ける。

(b) 人材育成・人権尊重





人が経営の根幹と考え、同社社員行動指針（※）を実現できる人材を育成することに努める。従業員の Well-being を重視し、従業員一人ひとりが働きやすく、個々の能力を最大限に発揮できる職場環境を整備することで、従業員満足度とエンゲージメントの向上に努める。

※同社社員行動指針:

- ①スピード重視 チャンスは Get！ 挑戦・撤退の決断
- ②Yes We Can！ 顧客満足の最大化・感動を与える
- ③常に創造！改善！革命！

(c) 空間シェアリングによる環境配慮

同社は、気候変動への対応や循環型社会の実現、また生物多様性への配慮が世界的な課題であることを認識している。コアビジネスである空間シェアリングは、社会全体の温室効果ガス削減および資源消費の削減、生物多様性への負の影響の低減につながるものと考えている。遊休スペースを活用し、新たな価値を付与した空間をシェアリングサービスとして提供することで、環境に配慮した持続可能なビジネスの実現を目指す。

(d) 地域社会との共生

同社が持つ全国各地の拠点ネットワークを活用し、地域の発展や社会課題の解決に貢献する。空間シェアリングサービスを通じて、遊休スペースから地域経済や文化の発展に寄与する空間を創出し、地域の活気と魅力を高め、地域住民や利用者にとっての新たな価値を創造することを目指す。そのために様々なステークホルダーとの広範なコミュニケーションと協働を推進することで共存共栄の関係性を構築し、共に豊かな地域社会を築いていくことを目指す。

(e) コンプライアンス

事業活動に関連する法令・規則を把握し遵守することの重要性を理解し、確実に実行する。また、教育・研修を通じ、役員および従業員一人ひとりの法令遵守意識の向上や企業倫理の浸透を図る。さらに、社会規範や企業の社会的責任について理解を深め、企業活動全般においてコンプライアンスを実践していく。

② サステナビリティの推進体制

同社は、サステナビリティ経営の推進にあたり、グループのサステナビリティの取り組みを体系的かつ継続的に展開するため、25年2月に同社取締役 CFO を委員長とする「サステナビリティ委員会」（以下、同委員会）を設置した。同委員会は、多岐にわたる経営課題に企業として継続的に対応していくためグループ横断的な組織として機能するものである。具体的にはサステナビリティ課題への対応に関する全体計画の立案、各部署への戦略立案や指示、進捗状況のモニタリング、達成状況の評価について、取締役会で定期的に報告・提言する。



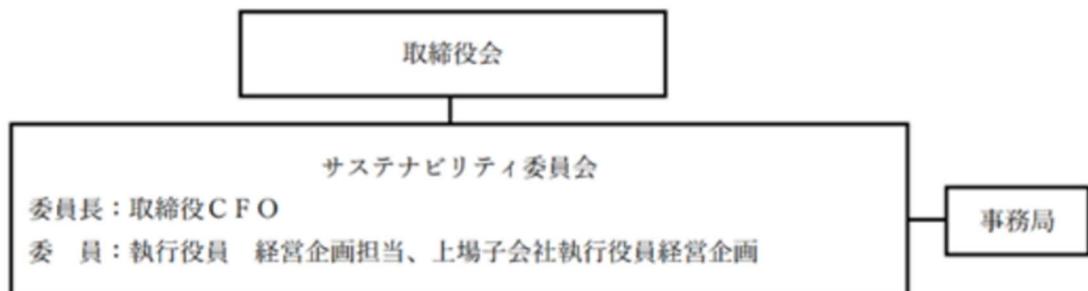


また、持続可能な社会の実現、および持続的な成長と中長期的な企業価値・株主価値の最大化を実現するため、基盤としてコーポレートガバナンスを位置付けており、経営の透明性・公平性・迅速性の維持向上や適切な情報開示に努めている。

同社グループ全体に影響を及ぼす重要事項については、取締役会において決定するとともに、適宜必要な委員会等を設置し、グループ全体のサステナビリティ推進ならびに企業品質向上に向けた活動を統治していく。

サステナビリティ関連のリスクおよび機会に対するガバナンス体制は以下の通り。

図表7-(4)-1. サステナビリティ推進体制



(出所)有価証券報告書(25/2期)

③ マテリアリティと取り組み

同社グループは、国際ガイドライン（GRI、ISO26000 等）や取引先からの要請を踏まえて抽出した 101 の重要課題（マテリアリティ）候補の中から、「ステークホルダーにとっての重要度」と「自社にとっての重要度」の 2 軸で定量的に評価し、優先的に取り組むべき 7 つの項目を下記の通り特定し、その取り組みを以下にまとめている。





図表7-(4)-2. マテリアリティと取り組み

重要課題	取り組み
ダイバーシティ推進	<ul style="list-style-type: none"> ・ダイバーシティに関する研修の継続実施 ・男女待遇格差の是正 ・認定取得(くるみん・えるぼし) ・障がい者従業員の雇用の推進 ・定年の引き上げ、再雇用制度の整備
コンプライアンス	<ul style="list-style-type: none"> ・コンプライアンス研修の実施と受講の徹底 ・内部通報制度の有効な運用
イノベーション	<ul style="list-style-type: none"> ・イノベーションを実現するための人材育成 ・社内提案制度の実施
ステークホルダーとの繋がり	<ul style="list-style-type: none"> ・ビジネスパートナー(ビル管理会社、取引先業者等)との定期面談
情報セキュリティ	<ul style="list-style-type: none"> ・情報セキュリティに関する研修 ・個人情報保護方針の策定、保護の徹底 ・サイバー攻撃、ハッカー対策やウイルスなどの情報技術の脅威に対する防衛策の実施
気候変動への対応	<ul style="list-style-type: none"> ・省エネ設備の導入 ・省エネ補助金制度の活用
人材開発・確保	<ul style="list-style-type: none"> ・従業員エンゲージメント調査の実施 ・職種別、階層別、テーマ別研修の実施 ・社内公募制、ジョブローテーションの実施

(出所)有価証券報告書(25/2期)で当研究所作成

④ リスク管理

同社グループの持続可能な企業運営方針として定めた「サステナビリティ方針」を実現し、公平公正かつ透明性の高い企業活動を推進するため、サステナビリティに関する組織横断的リスク状況の監視および全社的な対応は、取締役会とその委任を受けた「サステナビリティ委員会」が担う。

⑤ 指標および目標

特定した重要課題に関連するサステナビリティ指標（KPI）および目標については、以下の通り。なお、下記の指標は主にティーケーピー単体のものを記載しているが、同社は今後グループ会社の指標および目標についても検討していく方針。





図表7-(4)-3. サステナビリティ指標(KPI)と目標

重要課題	KPI	目標	期限
ダイバーシティ推進	男性育児休業取得率	85%以上	毎年
	女性管理職比率	30%以上	2030年まで
	男女賃金差異(女性/男性)	80%以上	2030年まで
コンプライアンス	コンプライアンス研修	年1回以上 100%受講	-
イノベーション	創業社長自らによる次世代育成研修	年1回以上	-
情報セキュリティ	情報セキュリティ研修	年1回以上 100%受講	-
	社外に公表すべき重大な情報漏洩発生件数	0件	-
人材開発・確保	1人あたりの研修回数 (コンプライアンス・情報セキュリティ研修除く)	年1回以上	-

(出)所有価証券報告書(25/2期)で当研究所作成





8. 大株主の状況、リスク等

(1) トップマネジメント

創業者であり代表取締役社長の河野貴輝氏（1972年10月生）は、慶應義塾大学商学部卒業後、1996年に伊藤忠商事に入社し、為替証券部にて指数先物、為替先物などの資金運用を担当。98年には伊藤忠商事が設立した日本オンライン証券（現・三菱UFJスマート証券）の設立に参画した。その後、2000年に伊藤忠商事を退職後、イーバンク銀行（現・楽天銀行）にて執行役員営業本部長等を歴任。2005年にイーバンク銀行を退職後、同年8月にティーケーピーを設立した。

貸会議室事業の展開にあたっては、2000年代初頭のITバブル崩壊を契機に「地に足の着いたリアルなビジネスをやりたい」との思いに至ったことが影響している。ティーケーピー設立当初は、それまでの金融・証券全般の知識や経営企画立案、資金集め、営業支援といった経験を生かし、IPOを目指す経営者のコンサルタントになるのが自然な道と考え開業した。しかし、やはり自身で実業を手掛けたいと考える折に、前述の通り取り壊しの決まったビルの情報を手に入れ、貸会議室事業の展開に至った。

【外部からの評価】

2007年：「EY Entrepreneur Of The Year Japan 2007」スタートアップ部門 受賞

2010年：「EY Entrepreneur Of The Year Japan 2010」アクセラレーティング部門 セミファイナリスト

2011年：週刊ダイヤモンド「2011年度経営大賞（Frontier of the year2011）」受賞

2012年：「2012 アパコーポレート大賞」受賞

2014年：中小企業IT経営力大賞 2014「IT経営実践認定企業」認定

2017年：株式会社ダイヤモンド/ダイヤモンド経営者倶楽部「IPO賞」受賞、一般社団法人アジア経営者連合会「優秀経営者賞」受賞、「EY Entrepreneur Of The Year 2017 Japan」（アクセラレーティング部門）大賞受賞 日本代表に選出

2018年：「2018 アパコーポレート大賞」受賞、「EY World Entrepreneur Of The Year 2018」世界大会出場、第44回経済界大賞 優秀経営者賞 受賞





(2) 大株主の状況

大株主の推移は図表 8-(2)-1 の通り。

直近 25/2 期末時点で大株主 10 位までが所有する割合は 75.21%。

なお、筆頭株主のリバーフィールドは代表取締役社長・河野貴輝氏の資産管理会社である。

図表8-(2)-1. 過去5期間の大株主推移

順位	21/2期	22/2期	23/2期	24/2期	25/2期		
	大株主名	大株主名	大株主名	大株主名	大株主名	所有株式 株(千株)	所有割合 (%)
1	リバーフィールド	リバーフィールド	リバーフィールド	リバーフィールド	リバーフィールド	21,152	52.73
2	河野貴輝	河野貴輝	井門コーポレーション	井門コーポレーション	日本カストディ銀行 (信託口)	2,565	6.39
3	日本カストディ銀行 (信託口)	日本カストディ銀行 (信託口)	日本カストディ銀行 (信託口)	河野貴輝	井門コーポレーション	2,543	6.34
4	井門コーポレーション	井門コーポレーション	河野貴輝	日本カストディ銀行 (信託口)	河野貴輝	1,845	4.60
5	INDUS JAPAN LONG ONLY MASTER FUND, LTD	MLI FOR CLIENT GENERAL OMNI NON COLLATERAL NON TREATY-PB	日本マスタートラスト信託銀行 (信託口)	日本マスタートラスト信託銀行 (信託口)	THE BANK OF NEWYORK 133612	1,041	2.59
6	日本マスタートラスト信託銀行 (信託口)	THE BANK OF NEW YORK 133612	MLI FOR CLIENT GENERAL OMNI NON COLLATERAL NON TREATY-PB	THE BANK OF NEW YORK 133612	日本マスタートラスト信託銀行 (信託口)	379	0.94
7	MLI FOR CLIENT GENERAL OMNI NON COLLATERAL NON TREATY-PB	MSIP CLIENT SECURITIES	MSIP CLIENT SECURITIES	野村信託銀行 (投信口)	住友生命保険相互会社	195	0.48
8	日本カストディ銀行 (信託口9)	日本マスタートラスト信託銀行 (信託口)	THE BANK OF NEW YORK 133612	NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS- MARGIN(CASHPB)	BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG(FE-AC)	183	0.45
9	THE BANK OF NEW YORK MELLON 140042	JP JPMSE LUX RE CITIGROUP GLOBAL MARKETS L EQ CO	NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS- MARGIN(CASHPB)	MORGAN STANLEY & CO.LLC	細野廣美	172	0.42
10	野村信託銀行(信託口)	BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNYM FOR BNYM GCM CLIENT ACCTS M ILM FE	EUROCLEAR BANK S.A./N.V.	日本カストディ銀行 (信託口)	BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT ACCOUNTS M LSCB RD	109	0.27

(出所)QUICK Workstation、有価証券報告書(25/2期)で当研究所作成

(3) 事業等のリスク

有価証券報告書（25/2 期）から作成した、同社グループの経営成績および財務状況に影響を及ぼす可能性のあるリスクと、それに対する同社の主要な取り組みは図表 8-(3)-1 の通り。





図表8-(3)-1. 事業等のリスク

(1)特に重要な事業等のリスク

リスク項目	リスクの内容	主要な取り組み	影響度	蓋然性
固定資産の減損	<ul style="list-style-type: none"> 取得した固定資産につき、当初想定していた成果や利益が見込めず、減損する必要性が生じる 特に、M & Aにおいて、以下のような事象が発生した際に、買収時に発生したのれんおよび無形資産や取得した有価証券等を減損する必要性が生じる (1)買収した事業において継続的な需要を維持することが困難な場合 (2)同社グループのサービスと買収した事業との間でシナジー効果が得られない場合 (3)買収時に想定しなかった重大な問題点が買収後に発見された場合 	<ul style="list-style-type: none"> 各事業の施設における稼働率向上施策や固定費削減等経営効率化に向けた施策の実施 同社グループのサービスと親和性の高い企業との業務・資本提携やM & Aを実施することでシナジー効果を発揮させる 事前に財務・税務・法務等詳細なデューデリジェンスを実施 経営会議等において買収価格の適切性に関する審議を実施 買収後のシナジー実現に向けたフォローアップや定期的なモニタリング 	大	中
原材料費の高騰	<p>同社グループが運営する施設、レストラン、ブライダル事業やインテリア事業において使用する食材や水道光熱費、内装材の価格が高騰、または調達が困難になる</p>	<ul style="list-style-type: none"> 適切なマーケティングと価格設定 仕入れ先の多様化 	中	高
感染症の流行、自然災害、不景気等に伴う需要の減少	<p>以下のような事象が発生した際の、フレキシブルスペースおよびブライダル事業等の利用キャンセルおよび新規予約の減少が発生する可能性</p> <ul style="list-style-type: none"> 新型コロナウイルス感染症を例とするような治療方法が確立されていない感染症の流行 大地震等の自然災害の発生 景気後退により、企業および一般消費者が支出を抑える動きが広がった場合 	<p><家賃を柔軟に減額することが可能な体制></p> <ul style="list-style-type: none"> 定期借家契約では、契約期間中の解約が基本的に不可能な中、同社では全契約の約4割を短期間(半年等)で解約可能な契約としている。 <市況に応じた柔軟なサービス提供> 左記のような状況となった場合、同社の既存の枠組み・不動産を活用した新サービスを組成し、新たな需要への対応を実施 	大	中

(2)その他の重要な事業等のリスク

リスク項目	リスクの内容	主要な取り組み	影響度	蓋然性
フレキシブルスペース事業の物件・スペース確保の難化	<ul style="list-style-type: none"> 不動産市況その他の要因により新規物件が計画どおりに確保できない 既存物件の賃貸借契約が計画どおりに延長できない 	<ul style="list-style-type: none"> 新規物件の確保については、不動産オーナーのニーズを的確に把握 既存物件の賃貸借契約の延長については、不動産オーナーによる再開発計画の進捗等を的確に把握し、延長交渉を実施 	大	低
運営する事業の業界における競争激化	<ul style="list-style-type: none"> 競争激化に伴う販売単価の低下により利幅が縮小する 競合に対応するための各種方策実施に伴うコストが増加する 	<ul style="list-style-type: none"> マルチブランド戦略により競合他社よりも幅広い顧客層を取り込む 付随する多様なサービスを展開 顧客ニーズに応じた付加価値の高いサービスの開発による差別化 	中	中
個人情報の取り扱い	<p>個人情報を含む顧客および取引先の機密情報が、外部からの不正アクセスや社内管理体制の不備、災害の発生等により外部への漏洩、消滅、改ざんや不正利用が発生した場合に社会的信用を失い、顧客の利益が減少する</p>	<ul style="list-style-type: none"> 情報の取り扱いに関わる社内規定の整備 定期的な従業員教育の実施 システムのセキュリティ強化 インシデントが発覚した際の対応フローの整備 	中	中
採用の難化	<p>サービス業界における採用環境が悪化し、採用計画が達成できず、グループ全体の事業計画に支障が出る</p>	<ul style="list-style-type: none"> 採用活動と企業ブランディングの強化 人事制度の見直し/改定や研修の充実化 	中	中

(出所)有価証券報告書(25/2期)で当研究所作成



9. 財務関連データおよび指標

(1) 損益計算書

図表9-(1)-1. 損益計算書(通期)

単位：百万円

	17/2期	18/2期	19/2期	20/2期	21/2期	22/2期	23/2期	24/2期	25/2期	26/2期 計画
売上高	21,978	28,689	35,523	54,343	43,138	44,685	50,504	36,545	59,208	103,000
(前期比)	23%	31%	24%	53%	-21%	4%	13%	-28%	62%	74%
売上原価	13,707	17,738	21,801	33,620	31,927	32,611	34,354	22,659	37,697	
(前期比)	20%	29%	23%	54%	-5%	2%	5%	-34%	66%	
(売上原価率)	62%	62%	61%	62%	74%	73%	68%	62%	64%	
売上総利益	8,271	10,950	13,722	20,722	11,210	12,073	16,149	13,885	21,510	
(前期比)	26%	32%	25%	51%	-46%	8%	34%	-14%	55%	
(売上総利益率)	38%	38%	39%	38%	26%	27%	32%	38%	36%	
販管費	5,576	7,501	9,433	14,404	13,708	12,957	12,574	9,278	15,595	
(前期比)	22%	35%	26%	53%	-5%	-5%	-3%	-26%	68%	
(販管费率)	25%	26%	27%	27%	32%	29%	25%	25%	26%	
営業利益	2,694	3,449	4,289	6,317	-2,497	-883	3,575	4,607	5,915	7,000
(前期比)	34%	28%	24%	47%	-	-	-	29%	28%	18%
(営業利益率)	12%	12%	12%	12%	-6%	-2%	7%	13%	10%	7%
EBITDA	3,134	4,084	5,102	8,530	806	2,392	6,727	5,870	7,635	
(前期比)	30%	30%	25%	67%	-91%	197%	181%	-13%	30%	
(EBITDAマージン)	14%	14%	14%	16%	2%	5%	13%	16%	13%	
ネット金融収支	-110	-137	-152	-423	-594	-547	-522	-252	-306	
為替差損益	2	4	0	26	-22	0	143	110	0	
持分法投資損益	0	0	0	0	0	0	0	412	32	
経常利益	2,552	3,200	4,053	4,752	-2,321	-1,585	3,062	4,862	5,825	6,000
(前期比)	38%	25%	27%	17%	-	-	-	59%	20%	3%
(経常利益率)	12%	11%	11%	9%	-5%	-4%	6%	13%	10%	6%
税前利益	2,360	3,392	3,152	4,231	-2,804	-3,420	-2,877	4,764	5,915	
(税負担率)	43%	39%	40%	55%	-	-	-	-	35%	
親会社株主利益	1,352	2,071	1,893	1,739	-3,503	-3,211	-4,936	7,321	3,789	3,200
(前期比)	45%	53%	-9%	-8%	-	-	-	-	-48%	-16%
(純利益率)	6%	7%	5%	3%	-8%	-7%	-10%	20%	6%	3%
EPS(円)	0.0	64.0	58.1	50.3	-93.2	-79.1	-118.3	175.0	90.7	
DPS(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
配当性向	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
BPS(円)	0.0	264.0	327.5	951.0	876.1	907.2	785.7	959.6	1,030.7	
設備投資額	6,769	9,498	9,441	9,808	4,922	1,510	1,311	1,404	16,150	
減価償却費	440	635	813	2,213	3,303	3,275	3,152	1,263	1,720	
研究開発費	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
従業員数(人)	827	1,103	1,307	1,712	1,425	1,181	873	1,071	2,897	

(注1) 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

(注2) EPS、配当性向、BPSは会社公表値。株式分割があれば、当研究所が遡及修正

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成





(2) 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

図表9-(2)-1. 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

単位：百万円

	17/2期	18/2期	19/2期	20/2期	21/2期	22/2期	23/2期	24/2期	25/2期
流動資産	8,489	9,715	16,747	16,847	21,373	22,803	38,301	37,436	35,274
現預金	5,494	5,706	11,967	9,131	15,195	13,931	32,661	32,069	14,528
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0
売上債権	2,165	2,879	3,355	4,114	3,318	3,558	3,464	3,915	12,637
棚卸資産	0	0	0	0	0	0	0	0	4,127
固定資産	15,650	24,815	34,318	100,704	95,573	88,477	33,788	42,235	86,119
有形固定資産	10,822	17,021	24,959	39,049	38,735	35,564	23,765	24,414	51,870
無形固定資産	64	273	254	44,960	42,196	37,883	783	836	12,869
のれん	0	0	112	39,290	37,102	34,817	90	76	5,813
投資その他の資産	4,763	7,521	9,103	16,694	14,641	15,029	9,239	16,984	21,379
資産合計	24,140	34,530	51,066	117,551	116,946	111,280	72,089	79,672	121,394
流動負債	5,284	7,971	9,299	20,171	26,955	20,156	12,467	10,584	32,786
買入債務	400	591	672	917	706	678	588	797	8,808
短期借入金・社債	2,673	3,994	5,580	7,944	11,903	8,807	6,856	5,568	13,711
固定負債	14,385	17,904	31,003	61,581	54,849	51,377	26,753	28,852	43,148
長期借入金・社債	13,934	17,364	30,331	56,353	48,114	44,493	25,487	27,419	37,123
負債合計	19,669	25,875	40,302	81,752	81,804	71,533	39,221	39,437	75,934
自己資本	4,428	8,607	10,700	35,712	33,221	37,842	32,821	40,155	41,341
非支配株持ち分	42	43	50	67	1,846	1,854	0	0	4,005
純資産	4,470	8,655	10,763	35,798	35,142	39,746	32,868	40,235	45,459
運転資本	1,765	2,288	2,683	3,197	2,612	2,880	2,876	3,118	7,956
投下資本(運用ベース)	12,651	19,582	27,896	87,206	83,543	76,327	27,424	28,368	72,695
投下資本(調達ベース)	21,035	29,965	46,611	100,009	93,238	91,142	65,164	73,142	92,175
ネット投下資本(調達ベース)	32,148	45,617	70,555	155,175	138,060	130,511	64,846	74,060	128,481
ネットキャッシュ(-はネットデット)	-11,113	-15,652	-23,944	-55,166	-44,822	-39,369	318	-918	-36,306
1. 営業キャッシュフロー	1,096	1,995	2,485	6,989	7,022	-2,892	4,849	3,722	5,095
売上債権の増減額	-593	-637	-485	-638	792	-237	-163	-451	-802
棚卸資産の増減額	-6	-27	0	0	0	0	0	0	0
仕入債務の増減額	-22	70	81	509	-211	-28	129	209	-96
2. 投資キャッシュフロー	-7,705	-8,515	-11,283	-58,718	1,140	1,228	36,963	-5,006	-21,300
固定資産の取得	-7,576	-10,564	-11,171	-13,912	-5,494	-1,972	-1,570	-2,971	-16,990
投資その他の資産の取得	-776	-983	-1,656	-4,104	-572	-462	-259	-1,567	-840
3. フリーキャッシュフロー(1+2)	-6,609	-6,520	-8,798	-51,729	8,162	-1,664	41,812	-1,284	-16,205
4. 財務キャッシュフロー	6,310	6,735	15,064	49,082	-2,191	292	-23,162	692	-1,336
配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自己株取得	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,870
有利子負債の増減額	6,283	4,583	15,013	25,756	-4,786	-7,317	-21,305	544	1,540
現預金の増減額	-305	211	6,261	-2,835	6,063	-1,264	18,729	-592	-17,540
現預金の期末残高	5,494	5,706	11,967	9,131	15,195	13,931	32,661	32,069	14,528

(注1)ネットキャッシュ=手元流動性-有利子負債

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





(3) 財務分析

図表9-(3)-1. 財務分析

単位：百万円(表記なし項目)

	17/2期	18/2期	19/2期	20/2期	21/2期	22/2期	23/2期	24/2期	25/2期
< ROEの3分解式 >									
純利益率	6.2%	7.2%	5.3%	3.2%	-8.1%	-7.2%	-9.8%	20.0%	6.4%
総資産回転率(回)	1.1	1.0	0.8	0.6	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6
財務レバレッジ(倍)	5.4	4.5	4.4	3.6	3.4	3.2	2.6	2.1	2.5
< 資産収益性 >									
ROE	36.0%	31.8%	19.6%	7.5%	-10.2%	-9.0%	-14.0%	20.1%	9.3%
ROA	12.5%	10.9%	9.5%	5.6%	-2.0%	-1.4%	3.3%	6.4%	5.8%
税前ROIC(運用ベース)	29.1%	21.4%	18.1%	11.0%	-2.9%	-1.1%	6.9%	16.5%	11.7%
税前ROIC(調達ベース)	15.7%	13.5%	11.2%	8.6%	-2.6%	-1.0%	4.6%	6.7%	7.2%
税前ROIC(ネット調達ベース)	10.8%	8.9%	7.4%	5.6%	-1.7%	-0.7%	3.7%	6.6%	5.8%
< 売上比 >									
売上総利益率	37.6%	38.2%	38.6%	38.1%	26.0%	27.0%	32.0%	38.0%	36.3%
販管費率	25.4%	26.1%	26.6%	26.5%	31.8%	29.0%	24.9%	25.4%	26.3%
営業利益率	12.3%	12.0%	12.1%	11.6%	-5.8%	-2.0%	7.1%	12.6%	10.0%
EBITDAマージン	14.3%	14.2%	14.4%	15.7%	1.9%	5.4%	13.3%	16.1%	12.9%
経常利益率	10.7%	11.8%	8.9%	7.8%	-6.5%	-7.7%	-5.7%	13.0%	10.0%
純利益率	6.2%	7.2%	5.3%	3.2%	-8.1%	-7.2%	-9.8%	20.0%	6.4%
< 効率性 >									
総資産回転期間(月)	11.1	12.3	14.5	18.6	32.6	30.6	21.8	24.9	20.4
売上債権回転期間(日)	31.0	32.1	32.0	25.1	31.4	28.1	25.4	36.8	51.0
棚卸資産回転期間(日)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0
買入債務回転期間(日)	11.0	10.2	10.6	8.6	9.3	7.7	6.7	11.2	46.5
CCC(日)	20.1	21.9	21.5	16.5	22.2	20.3	18.6	25.7	24.5
1人当たり売上高	29.0	29.7	29.5	36.0	27.5	34.3	49.2	37.6	29.8
1人当たり営業利益	3.6	3.6	3.6	4.2	-1.6	-0.7	3.5	4.7	3.0
< 財務安全性 >									
手元流動性比率(月)	3.1	2.3	3.0	2.3	3.4	3.9	5.5	10.6	4.7
自己資本比率	18.3%	24.9%	21.0%	30.4%	28.4%	34.0%	45.5%	50.4%	34.1%
流動比率	160.7%	121.9%	180.1%	83.5%	79.3%	113.1%	307.2%	353.7%	107.6%
インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	23.1	24.0	20.7	14.5	-4.2	-1.6	6.6	17.3	16.9
< 成長性 >									
前期比									
売上高	22.5%	30.5%	23.8%	53.0%	-20.6%	3.6%	13.0%	-27.6%	62.0%
営業利益	34.4%	28.0%	24.4%	47.3%	-	-	-	28.9%	28.4%
親会社株主利益	44.6%	53.2%	-8.6%	-8.1%	-	-	-	-	-48.2%
投下資本(運用ベース)	114.6%	54.8%	42.5%	212.6%	-4.2%	-8.6%	-64.1%	3.4%	156.3%
自己資本	43.5%	94.4%	24.3%	233.8%	-7.0%	13.9%	-13.3%	22.3%	3.0%
総資産	45.3%	43.0%	47.9%	130.2%	-0.5%	-4.8%	-35.2%	10.5%	52.4%

(注1)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。EBITDA=営業利益+減価償却費

(注3)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

(注4)インタレスト・カバレッジ・レシオ=(営業利益+受取利息・配当金)÷支払利息・割引料

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





(4) 損益計算書 (四半期、半期)

図表9-(4)-1. 損益計算書(四半期)

単位：百万円

	24/2期				25/2期				24/2期		25/2期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	上期	下期	上期	下期
売上高	9,022	8,728	9,653	9,142	10,562	9,718	19,850	19,078	17,750	18,795	20,280	38,928
(前年同期比)	-32%	-30%	-26%	-23%	17%	11%	106%	109%	-31%	-24%	14%	107%
売上原価	5,274	5,404	6,056	5,925	6,198	5,949	12,929	12,621	10,678	11,981	12,147	25,550
(前年同期比)	-40%	-37%	-32%	-26%	18%	10%	113%	113%	-39%	-29%	14%	113%
(売上原価率)	58%	62%	63%	65%	59%	61%	65%	66%	60%	64%	60%	66%
売上総利益	3,748	3,324	3,597	3,216	4,363	3,769	6,921	6,457	7,072	6,813	8,132	13,378
(前年同期比)	-14%	-15%	-12%	-16%	16%	13%	92%	101%	-14%	-14%	15%	96%
(売上総利益率)	42%	38%	37%	35%	41%	39%	35%	34%	40%	36%	40%	34%
販管費	2,000	2,313	2,427	2,538	2,670	2,728	5,188	5,009	4,313	4,965	5,398	10,197
(前年同期比)	-36%	-27%	-25%	-16%	34%	18%	114%	97%	-32%	-21%	25%	105%
(販管费率)	22%	27%	25%	28%	25%	28%	26%	26%	24%	26%	27%	26%
営業利益	1,747	1,011	1,170	679	1,692	1,041	1,733	1,449	2,758	1,849	2,733	3,182
(前年同期比)	44%	42%	39%	-16%	-3%	3%	48%	113%	43%	12%	-1%	72%
(営業利益率)	19%	12%	12%	7%	16%	11%	9%	8%	16%	10%	13%	8%
ネット金融収支	-70	-55	-66	-61	-63	-58	-100	-85	-125	-127	-121	-185
為替差損益	0	0	110	0	0	0	0	0	0	110	0	0
持分法投資損益	0	345	47	20	52	-97	-191	268	345	67	-45	77
経常利益	1,758	1,234	1,237	633	1,762	860	1,511	1,692	2,992	1,870	2,622	3,203
(前年同期比)	66%	107%	89%	-16%	0%	-30%	22%	167%	81%	33%	-12%	71%
(経常利益率)	19%	14%	13%	7%	17%	9%	8%	9%	17%	10%	13%	8%
税前利益	1,694	1,251	1,242	577	1,823	1,041	1,811	1,240	2,945	1,819	2,864	3,051
親会社株主利益	4,628	1,084	777	832	1,873	549	893	474	5,712	1,609	2,422	1,367
(前年同期比)	-	-	-	-	-60%	-49%	15%	-43%	-	-	-58%	-15%
(純利益率)	51%	12%	8%	9%	18%	6%	4%	2%	32%	9%	12%	4%

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





Appendix 1 ～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)の分析に関する補足解説を行う。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）。

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

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。

$$(A) \text{ キャピタル・リターン} = \text{BPS 成長率} \times \text{PBR 変動率 (株価} = \text{BPS} \times \text{PBR)}$$

$$(B) \text{ キャピタル・リターン} = \text{EPS 成長率} \times \text{PER 変動率 (株価} = \text{EPS} \times \text{PER)}$$

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

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

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、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。

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

- ・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、

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

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

(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。

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

- ・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

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

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

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

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

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。

$$\text{配当による PER への影響} = - \text{配当利回り}$$

- ・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。

$$\begin{aligned} \text{EPS への影響} &= 1 \div (1-a) - 1 \\ &= a \div (1-a) \\ &\asymp a \text{ (} a \text{ が 1 よりも十分に小さい場合が多いと考えられるため)} \end{aligned}$$

(c) PER

- ・PER は株価 \div 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。

$$\begin{aligned} \text{自己株取得による PER への影響} &= (1 \div (1 - \text{自己株取得による EPS への影響率})) - 1 \\ \text{EPS への影響} &= 1 \div (1 - a) - 1, \text{ を代入すると} \\ &= 1 \div (1 \div (1 - a)) - 1 \\ &= -a \end{aligned}$$

・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： $\asymp a$)
- (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)

自己株式取得・配 当支払の前後	項目・式(記号)・単位			ケース別：PBR		
				2倍	1倍	0.5倍
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	1	1
	EPS	f=b/e	円	100	100	100
	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	
自己株取得	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	0.9
	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	%	0.00%	0.00%	0.00%
	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	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	0.49
	変化率	ag/l-1	%	1.0%	0.0%	-2.0%
	EPS	f	円	100	100	100
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基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。

(a) 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

(b) フリーキャッシュフロー理論／エージェンシー理論

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シーコストである。

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、エージェンシーコストが下がり、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シーコストを下げ、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、エージェンシーコストが高く（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、エージェンシーコストは高くない。「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、エージェンシーコストを下げ、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、株主価値増大の主要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。





Appendix 2 ～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係るコストのうち、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。投資家の観点から見ると、投資家が要求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ねばならない指標の 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 か月の市場株価と、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

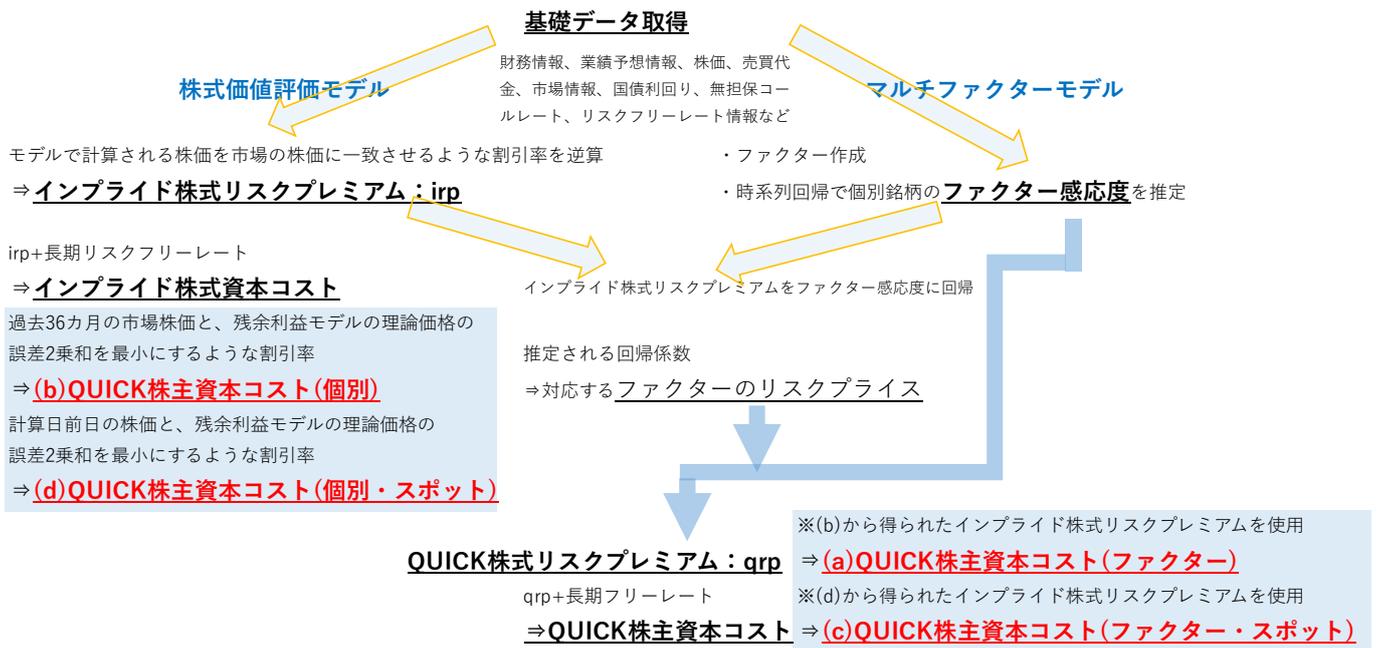




プライド株主資本コストから長期リスクフリーレートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリーレートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）とする。

- (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

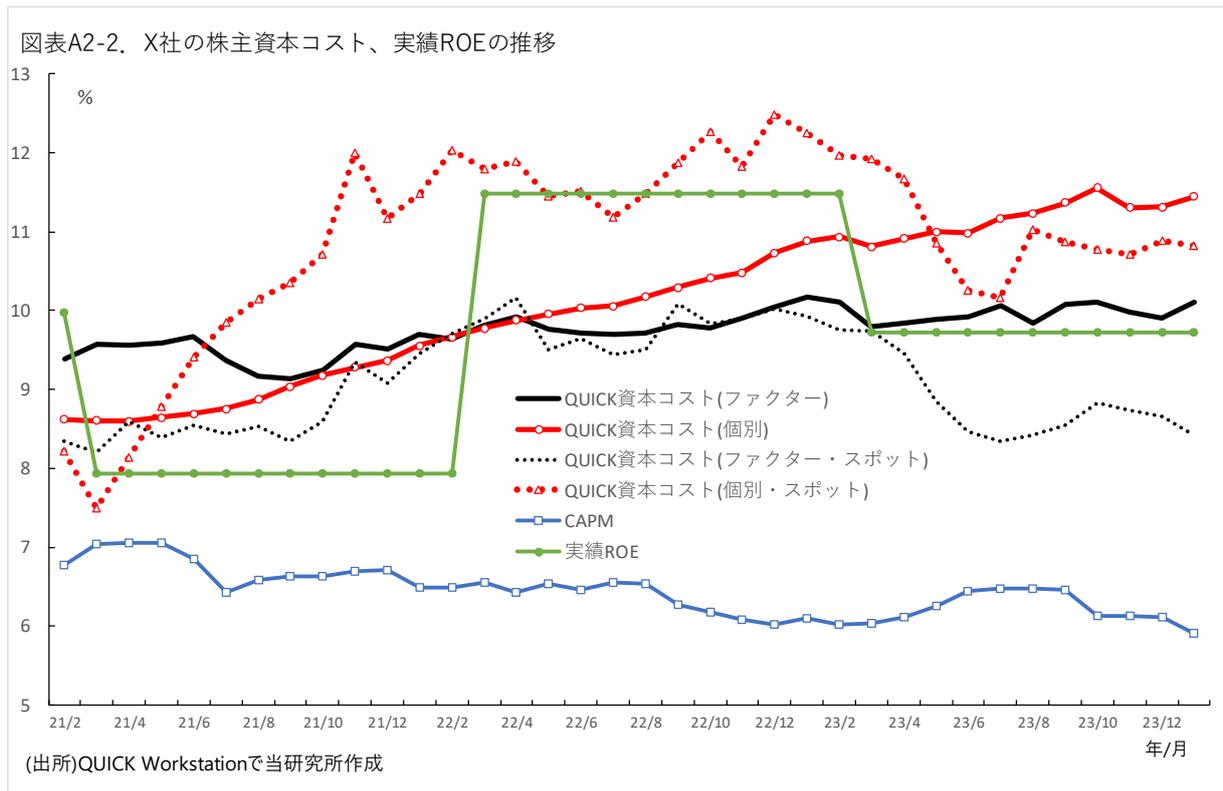


(出所)QUICK資料で当研究所作成

(3) 具体的な活用方法

(2) による算出法に従い、対象企業を X 社として作成したのが、図表 A2-2。株主資本コストは自己資本利益率（ROE）と比較するのが一般的であり、参考として CAPM も加えてみた。時系列でどのように推移したかが分かるようになっている。





さらに QUICK 株主資本コストは、多様な見方ができる。図表 A2-3 をみていただきたい。4 つの QUICK 株主資本コストは期間（中長期、直近）と要因（市場全体、個別銘柄）に分けることができ、多様な見方の分析が可能となる。

図表A2-3. 要因・期間別のQUICK資本コスト

要因 \ 期間	中長期	直近
	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資料で当研究所作成

実際の事例として X 社のデータを入力したのが図表 A2-4。これを見ると、株主資本コストは市場全体および個別銘柄要因が中長期および直近でみて、どのように動くかが分かる。つまり、市場全体と個別銘柄の要因を比べることが可能だ。

図表A2-4. X社の要因・期間別のQUICK資本コスト

要因 \ 期間	中長期	直近
	過去36カ月の市場価値	計算日前日の市場価値
市場全体	10.10%	8.42%
個別銘柄	11.45%	10.82%

(出所)QUICK資料で当研究所作成

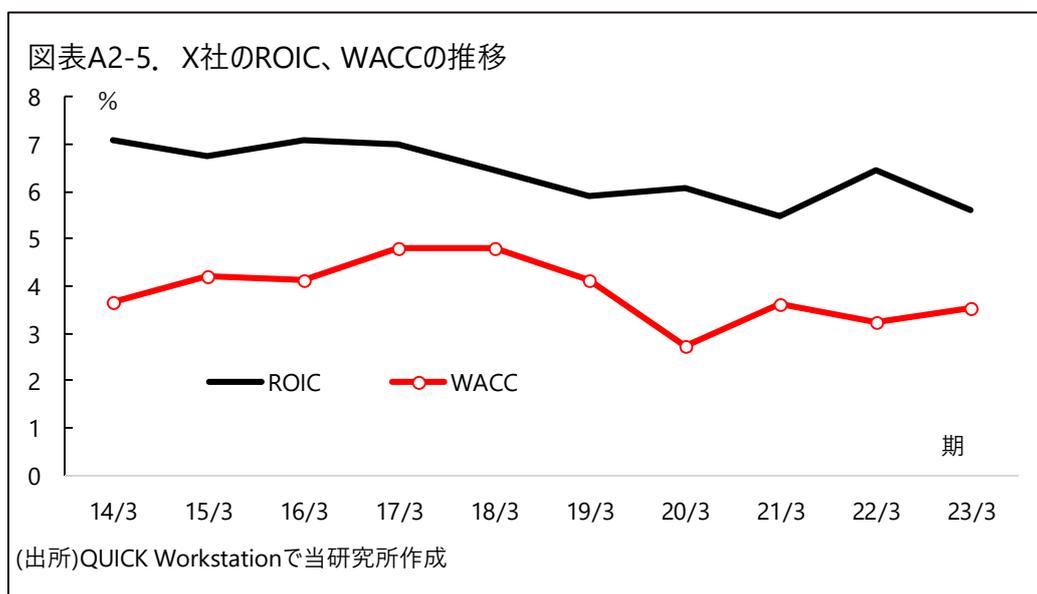




(1) で ROE と株主資本コストを比較することが一般的としたが、本レポートでは ROE に加え、投下資本利益率 (ROIC) と WACC (Weighted Average Cost of Capital) の比較も行なってみた (図表 A2-5)。ROIC は $(1 - \text{実効税率}) \times (\text{営業利益}) \div (\text{株主資本} + \text{有利子負債})$ で計算。WACC は企業全体の資本コストを算出する際に用いられるもので、株主資本コスト (CAPM による算出) と負債コストの加重平均で計算した。

ROIC は、企業が投資者から集めた資金を用いて取得した投下資本から得られるリターンの割合。ROIC が WACC を上回る場合、企業価値は投下資本を上回る。逆に ROIC が WACC を下回る場合は、企業価値は投下資本を下回り、投資者から調達した資金の価値を毀損していることになる。

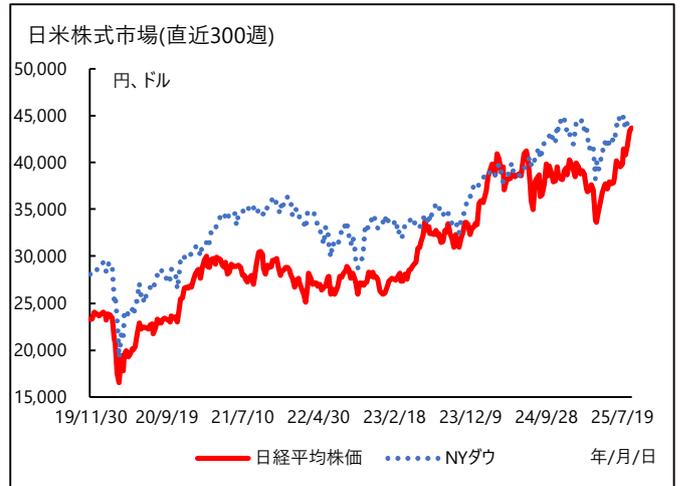
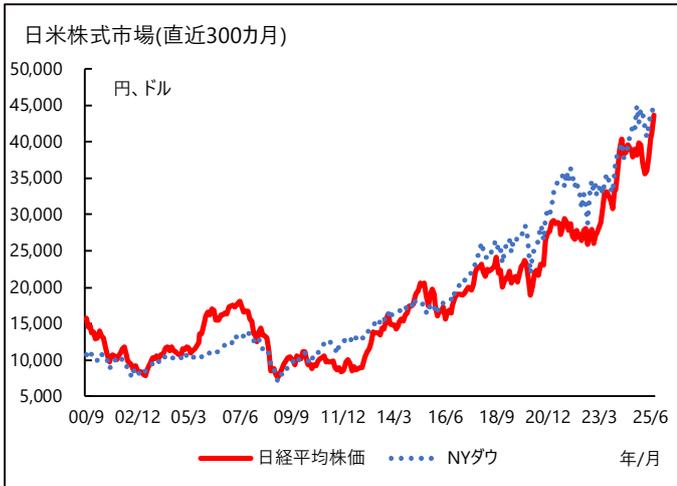
ここで、QUICK 株主資本コスト、ROE、ROIC による分析で分かることを整理すると、企業価値向上のために、資本コストは十分に引き下げられているかが、市場要因および個別銘柄要因で見ることができる。また、ROIC の分析を加えることで、株主資本コストの観点から調達による運用資産の効率性が十分かなどが検証できる。



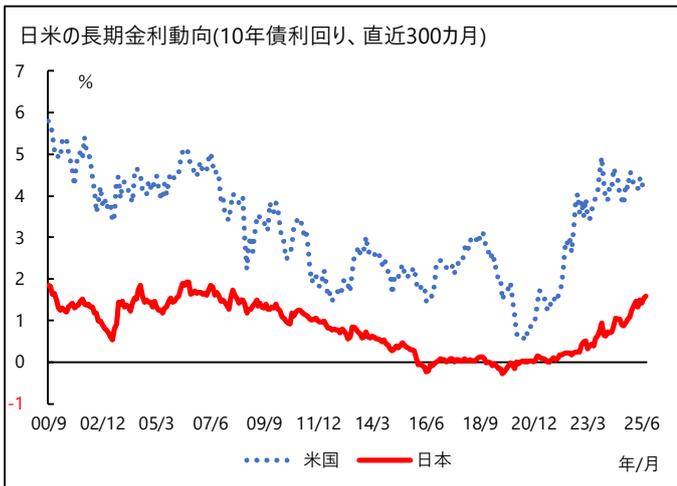


Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

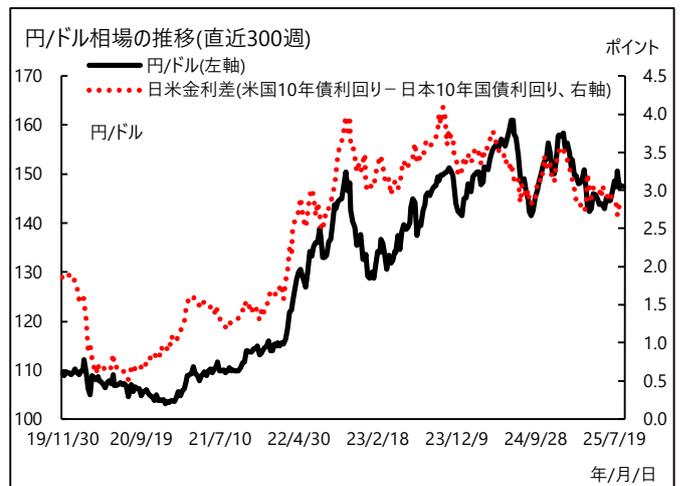
○日米の株式市場の推移



○日米の長期金利の動向



○円/ドル相場と日米金利差

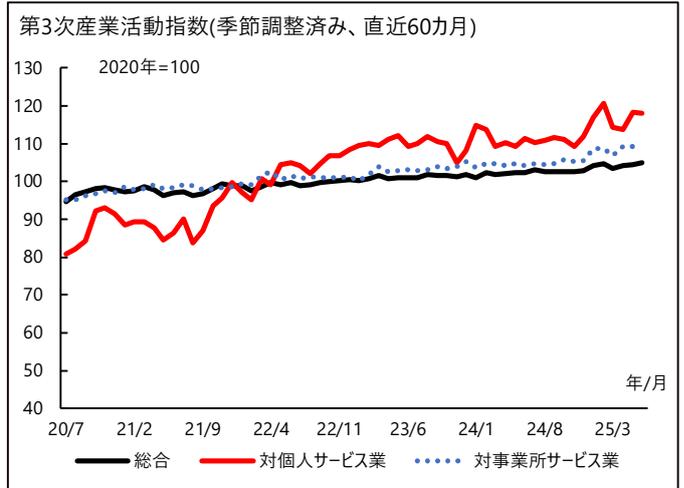


※上記の図表に関し、直近300カ月の計測期間は00年9月～25年8月、直近300週の計測期間は19年11月30日～25年8月18日
※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

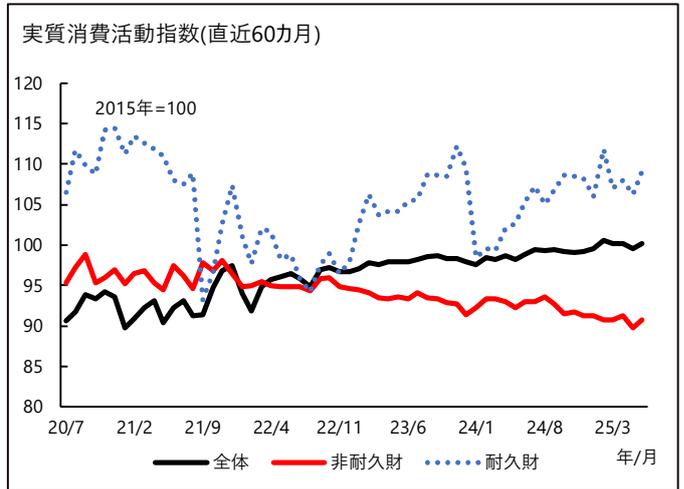
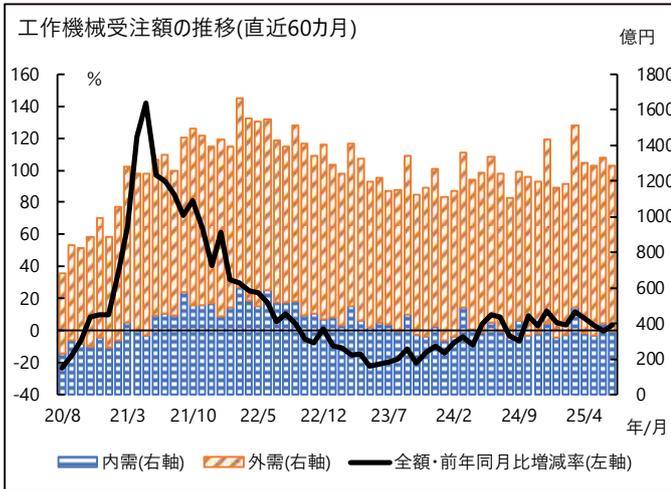




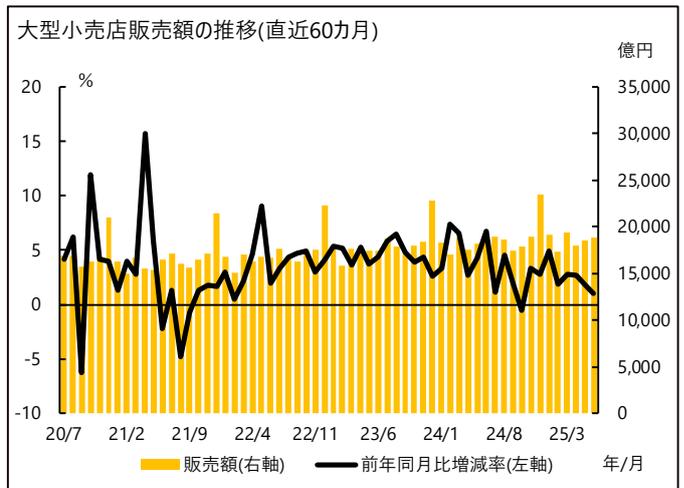
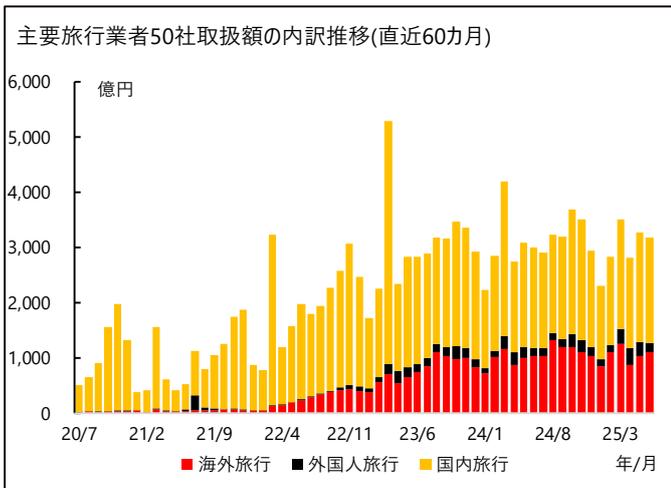
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



○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



○主要旅行業者50社の取扱額、大型小売店販売額

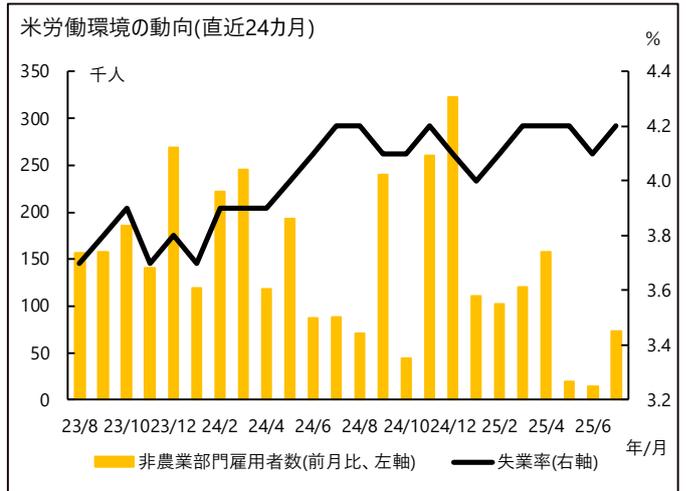
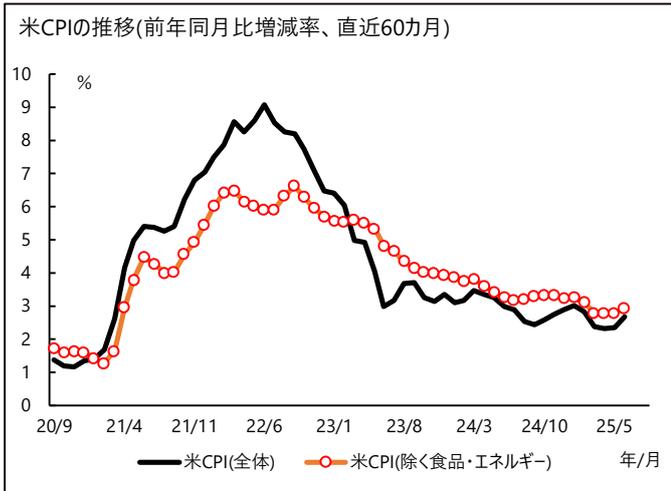


※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成



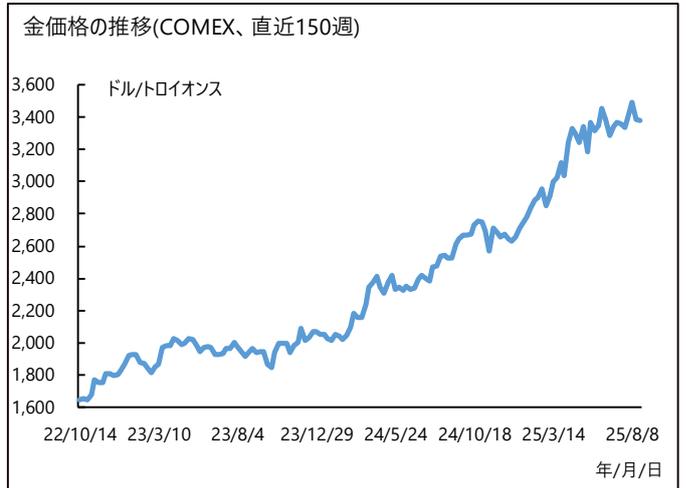
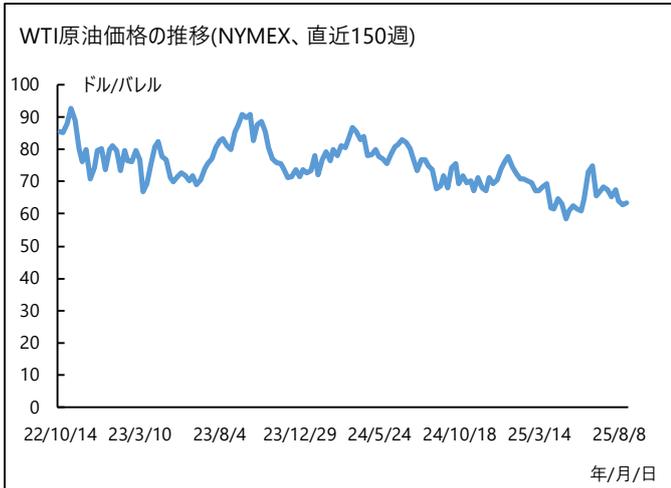


○米国の物価と労働環境

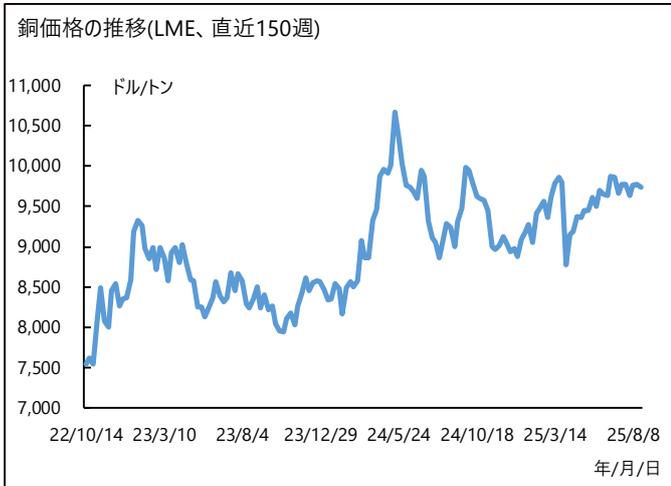


○主な商品の価格動向

エネルギーの代表商品である原油、金融商品と産業材としての性格も併せ持つ金



幅広い産業・製品に使用される銅、ステンレス鋼製造や、幅広い産業で使用されるニッケル



※上記の商品価格に関する4つの図表の計測期間は22年10月14日から25年8月18日まで

※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

※本資料のご利用に際して重要な事項を最終の2ページに記載しておりますので、必ずご確認下さい。





○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		グロス	
	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比
市場別企業数	1,622		1,573		605	
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	101	6.2	291	18.5	4	0.7
0.5倍以上1倍未満	522	32.2	562	35.7	25	4.1
1倍以上2倍未満	564	34.8	431	27.4	142	23.5
2倍以上	435	26.8	289	18.4	434	71.7

ご参考：レポート対象企業

TKP(3479) グロス 1.96倍

(注)データは25年8月18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)

※計測データは25/8/18現在				各年末順位									
順位	企業名	コード	時価総額	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
1	トヨタ (7203)		458,528	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
2	三菱UFJ (8306)		279,186	3	2	4	6	18	9	5	5	2	
3	ソニーG (6758)		257,247	16	11	6	4	4	2	3	2	3	
4	SBG (9984)		245,563	4	4	3	3	2	7	6	15	10	
5	日立 (6501)		195,495	34	26	38	26	30	21	19	14	5	
6	任天堂 (7974)		190,323	30	12	20	12	8	15	11	12	12	
7	三井住友FG (8316)		161,886	9	9	14	15	27	26	10	16	8	
8	ファストリ (9983)		158,697	14	21	9	10	6	17	8	8	6	
9	NTT (9432)		149,046	2	3	2	2	5	5	2	3	9	
10	リクルート (6098)		145,241	41	22	17	9	12	4	13	10	4	
11	キーエンス (6861)		137,777	13	5	5	5	3	3	4	4	7	
12	三菱重 (7011)		133,360	64	108	93	93	128	166	86	69	25	
13	伊藤忠 (8001)		129,549	43	37	35	32	26	24	16	17	11	
14	三菱商 (8058)		129,047	20	19	15	22	33	25	18	11	18	
15	東京海上 (8766)		126,832	26	34	25	29	34	34	23	24	15	
16	みずほFG (8411)		121,917	11	17	18	30	38	40	29	29	19	
17	SB (9434)		118,006	-	-	8	8	19	16	12	19	21	
18	KDDI (9433)		111,104	5	7	7	7	13	11	7	9	16	
19	中外薬 (4519)		105,109	61	41	30	13	7	19	24	18	13	
20	東エレクト (8035)		99,255	62	39	60	35	20	6	21	7	14	
21	三井物 (8031)		95,541	37	40	36	40	40	33	20	20	20	
22	JT (2914)		94,200	6	6	13	19	29	31	26	23	23	
23	信越化 (4063)		92,104	23	20	29	18	11	8	15	6	17	
24	ホンダ (7267)		87,806	10	8	12	14	23	22	25	21	24	
25	アドテスト (6857)		87,800	279	308	247	109	92	76	95	47	26	
26	三菱電 (6503)		77,745	28	31	42	42	37	50	48	38	34	
27	富士通 (6702)		73,835	98	88	84	68	43	36	39	36	33	
28	第一三共 (4568)		71,644	70	67	46	17	10	23	9	22	22	
29	武田 (4502)		71,371	24	18	37	11	21	29	17	27	29	
30	HOYA (7741)		67,321	59	66	43	34	22	18	30	28	27	

ご参考：レポート対象企業

982	TKP (3479)	860	-	801	574	507	670	988	636	924	1,181
-----	------------	-----	---	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-------

(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、適時性など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。

