

セラク

6199 東証スタンダード / サービス業

企業システムの保守・運用や IT インフラ構築などが主力。人材育成に強み

会社概要

採用力×教育力×営業力が競争力の源泉

企業システムの保守・運用や IT インフラ（基盤）のシステム構築などを事業基盤として、市場成長性が高く、収益性の向上が期待できるクラウドシステムを中心とした運用・定着支援、導入支援などを展開する。同社は未経験者を採用し、エンジニアに育て、営業力で獲得した案件にアサインするのが強み。採用力×教育力×営業力を競争力の源泉としている。

業績の動向

中長期成長ビジョンでは営業利益の拡大を優先課題とする

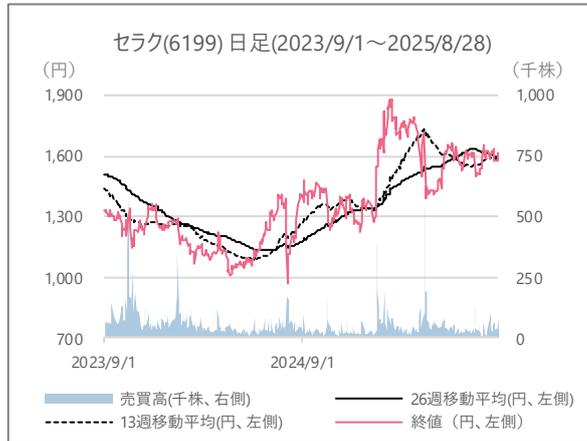
16年7月の上場以降の業績は、人材採用の積極化などによる一過性の減益はあったが、おおむね右肩上がりである。同社は27/8期に向けて中期成長ビジョンを推進中。営業利益、時価総額、売上高を経営目標として設定した。当面は営業利益の拡大（27/8期に40億円）を優先課題として取り組む。

株価・関連指標の動向

PBRは2倍台で推移、株価は回復基調

業績拡大への期待などから株価は20年～21年にかけて上昇。PBRも一時は10倍近くになった。その後は22/8期に減益となるなど、期待値が下がったとみられ、株価、PBRともに下落した。足元、PBRは2倍台で推移し、株価は回復基調だ。

株価チャート



株価・指標

(表示単位未満四捨五入)

株価(25/8/28 終値)	1,613.0 円
年初来高値(25/2/12)	1,898.0 円
年初来安値(25/1/14)	1,250.0 円
連結 PER(25/8 期会社予想)	12.44 倍
連結 PBR(最新実績)	2.47 倍
基準 BPS	653.78 円
予想配当利回り(25/8 期会社予想)	0.82 %
1 株当たり年間予想配当金	13.2 円
普通株発行済株式数	13,681 千株
普通株時価総額	221 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 23/8 期(実績)	20,858	16.8%	1,944	119.4%	2,156	50.4%	1,472	52.4%	105.35
連 24/8 期(実績)	22,221	6.5%	2,273	16.9%	2,317	7.5%	1,575	7.0%	114.24
連 25/8 期(予想)	24,500	10.3%	2,550	12.1%	2,550	10.0%	1,720	9.2%	129.68

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

採用力×教育力×営業力が競争力の源泉

- (1) 会社概要
- (2) 会社沿革
- (3) 経営理念

2. 事業内容

デジタルインテグレーション事業を中核に事業を展開

- (1) 事業内容
- (2) デジタルインテグレーション事業
- (3) みどりクラウド事業、機械設計エンジニアリング事業
- (4) 主要顧客
- (5) 収益構造
- (6) 財政政策、資金需要、資金調達
- (7) 研究開発活動、設備投資等の状況

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
- (4) PBR、PER の同業他社との比較

6. 当面の業績動向

25/8 期は 10% 増収、12% 営業増益を計画

- (1) 25/8 期 3Q の業績実績
- (2) 25/8 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) サステナビリティ
- (3) 人材育成・社内環境整備
- (4) コーポレートガバナンス

8. 大株主の状況、リスク等

- (1) 大株主の状況
- (2) トップマネジメント
- (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（通期）、付随資料
- (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

採用力×教育力×営業力が競争力の源泉

(1) 会社概要

同社グループは、「IT 技術教育（人材育成）によりビジネスを創造し、社会の発展に貢献する」という経営方針のもと、従前から手掛ける企業システムの保守・運用や IT インフラ（基盤）のシステム構築から、先進技術で企業のデジタル化を支援する DX（デジタルトランスフォーメーション）関連事業までを融合したデジタルインテグレーション（DI）を中核に、みどりクラウド、機械設計エンジニアリングの 3 つの事業セグメントを展開している。これらの事業では、3000 名を超える自社エンジニアに加え、1000 社以上のビジネスパートナー（協力会社）と連携して幅広い IT サービスを提供している。

IT サービスの提供形態は、企業が抱える問題に対して IT を用いた解決策を提案し、成果物を納品する「ソリューションサービス」と、直接クライアント先で技術提供を行う「オンサイトサービス」の 2 つに大別できる。

同社は、企業システムの保守・運用や IT インフラ（基盤）のシステム構築などを収益の柱としつつ、市場成長性が高く、収益性の向上が期待できるクラウドシステムを中心とした運用・定着支援、導入支援を展開している。

図表1-(1)-1. 事業方針



(出所)会社ホームページ





IT 業界の対象領域は幅広く、企業によって求められるスキルも様々。IT 業界を 5 つの領域に分類すると、同社は情報処理サービスを中心に展開し、WEB やソフトウェアまで事業を展開する総合 IT 企業である。同社の主力である情報処理サービス領域での職種やスキルは以下の通り。IT 業界では、これまで人が担っていた業務を進化が著しい AI（人工知能）が代替するのではないかとされているが、人にしか担えない部分は多く、IT 技術職へのニーズは強い。国も高度な専門知識と技術を持つ IT プロフェッショナル人材の育成のため、ITSS（IT スキル標準）という指標を設けるなど、IT 技術者の育成を後押ししている。

図表1-(1)-2. IT業界マップと情報処理サービス領域での職種・スキル



職種名	システムエンジニア (SE)	インフラエンジニア	プロジェクトマネージャー	データサイエンティスト	ITコンサルタント
スキル	顧客折衝力、課題解決能力、プログラミング言語スキル、提案力、マネジメントスキル	OS・ネットワーク・サーバなどの知識、スキル、設計スキル、ヒアリングスキル、ビジネススキル	幅広いプロジェクトマネジメントスキル	データサイエンス、データエンジニアリング、ビジネス	IT知識、物流、会計、人事、経営戦略などの幅広い業務知識、ロジカルシンキング、分析力、提案力
言語	Java、PHP、Python、C言語など	Python、Shell、GO、Javaなど	システムエンジニア同等の言語知識	SQL、Python、Rなど	なし (あればより良い)

(出所)会社ホームページ

同社は、IT 業界の未経験者を中心に採用を行い、システムエンジニアやインフラエンジニアなど IT エンジニアに育てる独自の教育プログラムを持つ。IT エンジニアとして基本的な IT スキルを入社から 1～2 カ月で身につけさせている。この「教育型人材創出モデル」によって、同社は大手 Sier（システム構築事業者）が請け負う大型案件





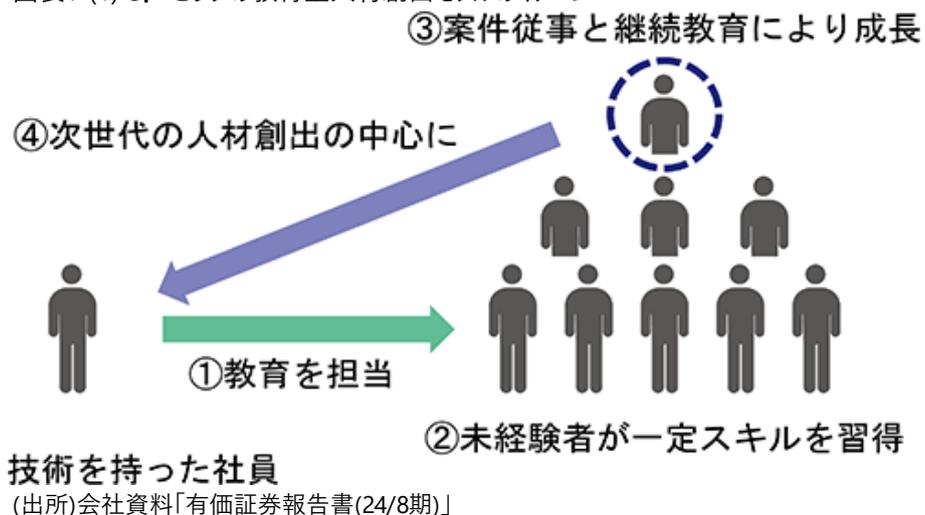
や大手企業での IT 運用案件で発生するエントリーレベルの業務に経験の浅いエンジニアを送り出す。こうした大型案件や IT 運用案件ではエントリーレベルの業務が一定量発生するが、大手 Sler にとっては自社の人員ではコストが合わず、また、IT 運用には一定技術を持った人員が長期的に必要となるため、人員を外部調達することが一般的。同社では自社の IT エンジニアに加え、協力会社とも連携することで各種案件に対応している。

実務経験や継続的な教育によって高度なスキルを身につけたエンジニアは、エンドクライアント（実際にサービスを利用する顧客）向けのソリューション案件やチーム型案件のリーダーなどとしてキャリアアップする。このほか、人材育成を担当したり、同社の新たな IT ビジネスの創出を担当したりといった、様々なキャリアがある。

各部門の事業活動と新商品開発から得られた技術やノウハウを蓄積し、教育プログラム「セラク情熱大学」として提供することで、技術力向上を図っている。

同社は人材育成力を強みとして、営業活動を積極的に展開することにより各人材の技術レベルにあった業務を獲得することによって、事業規模や事業領域を拡大させてきた。このような採用、教育、営業の三位一体のビジネスモデルを採用することにより、就業時から段階的にその時のスキルに合った業務内容で従事できる体制を整備している。

図表1-(1)-3. セラクの教育型人材創出モデルのイメージ



採用力×教育力×営業力が競争力の源泉

成長業界である IT 領域に移動を促す採用活動を展開する。同社では、IT 業界は未経験だが社会経験があり成長ポテンシャルの高い人材を採用する。

【採用力】

- ・新卒採用だけでなく、通年、全国規模、正社員雇用で採用活動を展開
- ・研修制度や魅力あるサービスを手掛けていることが入社意欲に作用

【教育力】





- ・入社後 2～3 カ月で案件へのアサインを可能とする初期教育プログラムを確立
- ・案件で使用する実機環境を再現した実践プロジェクト型研修を充実
- ・ノウハウ・技術を社内でシェアしスキルアップを促す「セラク情熱大学」

【営業力】

- ・新規取引先を年間 100 社以上開拓
- ・大手 Sier 各社との安定的な取引基盤
- ・IT 運用に課題を持つ幅広い業種・業態で取引先を分散

東京、大阪、名古屋の三大都市圏に加え、札幌、福岡など各地の事業拠点をベースに日本全国で事業活動、採用活動を展開している。

図表1-(1)-4. 事業拠点



(注)25年5月1日付でセラクCCCが存続会社としてマインドを吸収合併
(出所)会社資料「有価証券報告書(24/8期)」

同社では、営業力を駆使して大手企業から各種案件を獲得。こうした案件に対応するため、複数のパートナー企業と協力をしたチーム体制を構築している。毎月 5000 件を超えるリソース（IT エンジニア）の提案をパートナーから受け取り、これによって同社のサービス提供能力を一層強化している。また、実践プロジェクト型の研修をパートナーにも提供することで、同社とパートナーの技術力と実行力の向上を図っている。



図表1-(1)-5. IT人材プラットフォーム (IT TALENT PLATFORM)



(出所)会社ホームページ

(2) 会社沿革

同社は 1987 年、現・代表取締役の宮崎龍己氏により設立された。91 年にテレマーケティング代行業務を開始したが、当時はインターネットの黎明期を迎えていたことなどを背景に、94 年にパソコンネットワーク「サンネット」を開発。マイクロソフト社の「Windows95」が発売された 95 年にはインターネット事業部を開発し、97 年にシステム開発業務に本格参入した。2000 年代に入りブロードバンドが普及し始めたことなどから 02 年にネットワークソリューション事業部を設立。そのため、ネットワークエンジニアの募集を開始したが、当初は十分な人材を確保できず、札幌、大阪、福岡など全国各地に支社を開発することで採用の間口を広げた。また、資格取得を支援するなど未経験からの人材育成に努めた。

米アップル社の iPhone が日本でも発売され、スマートフォンが普及し始めたのを受け、09 年に Android や iPhone 向けアプリの各種リリースを開始した。13 年、セールスフォースジャパンが扱う顧客管理・営業管理システム Salesforce 運用支援事業を開始した。同年、名古屋、横浜等に支店を開発し、事業を拡大。さらに低価格施設園芸向けモニタリングシステムの「みどりクラウド」の発売を開始。16 年に東証マザーズ、翌 17 年に東証 1 部に上場した（現在は東証スタンダードに上場）。18 年には経済産業省が「DX レポート」を公開するなど政府が DX 化を推進し始めたことなどを背景に、19 年に DX 本部を設立し、DX 領域を強化。20 年にはコロナ禍で増加するリモートワークに対応した DX 技術支援サービスを開始した。22 年には、ChatGPT が公開されたのを受け、23 年には企業向け ChatGPT 活用サービス「NewtonX」をリリースするなど時代の流れに合わせたサービスを迅速に提供している。

近年は他社との協業・提携等も強化しており、21 年に NTT データと協業し、Salesforce 定着化支援を起点としたビジネス変革支援サービスを開始。22 年にはりそなホールディングス社設立の DX 支援子会社へ出資し、合併事業へ参加。同年、人事・労務システム「COMPANY」を開発・販売している Works Human Intelligence との協業を強化。23 年には業務プロセスデジタル化システムで国内首位の「イントラマート」を手掛ける NTT データイントラマート社と提携し、クラウド BPM（ビジネスプロセスマネジメント）領域に進出している。



図表1-(2)-1. 会社沿革

年月	事項
1987年12月	東京都豊島区に設立
1991年1月	テレマーケティング代行サービス業務を開始
1994年11月	パソコンネットワーク「サンネット」を埼玉県大宮市（現・さいたま市）に開設
1995年10月	インターネット事業部（現・SI本部）を開設し、コンテンツ制作業務を開始
1997年4月	インターネット事業部にてシステム開発業務へ本格参入
2001年7月	業務拡張のため、本社を東京都新宿区に移転
2002年9月	ネットワークソリューション事業部（現・SI本部）を開設
2004年11月	札幌支社を開設
2006年1月	大阪支社を開設
2006年5月	福岡支社を開設
2007年11月	本社においてISO27001（ISMS：情報セキュリティマネジメントシステム）取得
2008年9月	システムソリューション事業部（現・SI本部）を開設
2008年11月	業務拡大により東京本社・別館（東新宿オフィス）を開設
2009年5月	AndroidやiPhone向けアプリの各種リリースを開始
2010年10月	How to動画専門C to Cマーケットサイトcomoco.tvサイトを公開
2011年7月	業務拡大により東京本社・別館（東新宿オフィス）を西新宿本社9階へ増床・移転
2011年7月	Androidを組み込んだ鏡型情報端末「スマート洗面台」を発表
2011年9月	中国遼寧省瀋陽市に海外子会社「世科信息技术（瀋陽）有限公司」を設立
2012年4月	札幌ウェブオペレーションセンターを設立
2012年8月	中小企業のIT活用を総合的に支援する「IT侍」をリリース
2013年1月	iPhone向けゲームアプリ「元祖天ぷら侍」をリリース
2013年5月	Androidを使った近未来型家庭菜園「スマート野菜工場」を発表
2013年9月	移動通信インフラサービス部（現・SI本部）を開設
2014年5月	名古屋支社を開設
2014年7月	横浜支社を開設
2014年9月	刈谷支店を開設
2014年10月	低価格施設園芸向けモニタリングシステム「みどりクラウド」を発表
2015年7月	ITインフラ事業部がISO9001（QMS：品質マネジメントシステム）取得
2016年7月	東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場
2017年6月	南島原農業IT研究所を開設
2017年7月	奥出雲農業IT研究所を開設
2017年11月	東京証券取引所市場第1部へ上場市場を変更
2018年3月	「みどりクラウド」が日本GAP協会の「推奨農場管理システム」認定を取得
2018年4月	ピーズエンジニアリング（現：セラクビジネスソリューションズ）の全株式を取得し子会社化（現連結子会社）
2018年9月	セラクECA（現：セラクCCC）を設立（現連結子会社）
2019年9月	東京大学と「人材のパフォーマンス予測・最大化」に関する共同研究を開始
2019年9月	女性向け動画メディアを運営する「C Channel」に出資
2020年2月	24時間365日体制で運用を行うIoT/クラウドサポートセンターを東京都内に開設
2020年4月	畜産業向けIoTサービス「ファームクラウド」を全国展開開始
2020年5月	リモートワークに対応したDX技術支援サービスを開始
2020年5月	国内第2位の青果卸R&Cホールディングスと青果流通におけるスマート農業の活用に関する業務提携
2020年9月	日本マイクロソフトと協力し年間200名以上のMicrosoft Azure技術者を育成

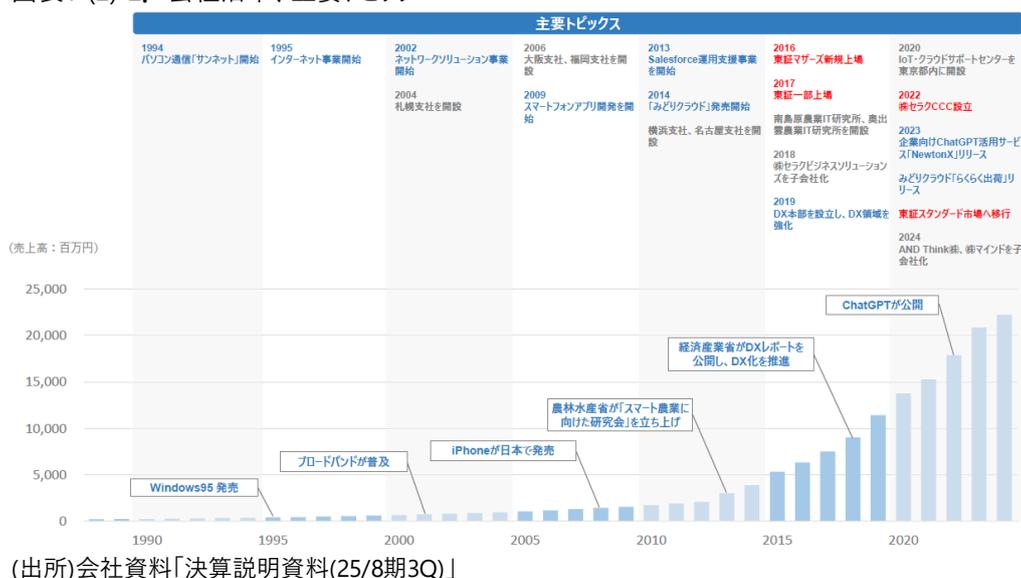




2021年3月	NTTデータと協業しSalesforce定着化支援を起点としたビジネス変革支援サービスを開始
2021年4月	従業員の健康増進、メンタルヘルスクエアと生産性改善を目的とする、クラウド型デジタルヘルスクエアサービスの提供開始
2021年4月	農林水産省「革新的営農支援モデル開発」事業にてみどりクラウドとAIを活用した青果流通支援プロジェクトが採択
2021年5月	Tableau Softwareとのパートナー契約締結
2021年7月	ネットイヤーグループと協業し、Pardotの定着化支援事業を強化
2021年8月	社員の健康を守るクラウドサービス「バイタルプログラム」のベータ版をリリース
2021年10月	施設園芸用資材において高いシェアを持つ東都興業社と業務提携
2022年2月	りそなホールディングス社設立のDX支援子会社へ出資し、合併事業へ参加
2022年4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより東京証券取引所市場第一部からプライム市場へ移行
2022年4月	WalkMe社と国内初のカスタマーサクセスパートナー契約を締結
2022年6月	未上場IT企業へのセカンダリー投資事業を開始
2022年8月	会社分割によりセラクCCCへクラウドシステムの運用、定着化支援事業を承継
2022年11月	Solution PartnerとしてWorks Human Intelligenceとの協業を強化
2023年1月	セールスフォース・ジャパンと協業、Tableau活用人材育成サービスを開始
2023年3月	青果流通デジタルサービス「みどりクラウドらくらく出荷」の提供を開始
2023年4月	AIによる青果出荷量予測を実現、主要産地の出荷量予測情報の提供を開始
2023年5月	農業情報学会2023年度年次大会で「みどりクラウド」が開発奨励賞を受賞
2023年6月	「みどりクラウドらくらく出荷」が日本DX大賞SX・GX部門優秀賞を受賞
2023年8月	ChatGPTの企業向けサービス「NewtonX」をリリース
2023年9月	NTTデータイントラマート社と協業し、クラウドBPM領域に進出
2024年1月	Salesforce NavigatorプログラムにおいてExpert認定を獲得
2024年3月	九州エリアに国内2拠点目となるマネージドサービスセンターを開設
2024年4月	「みどりクラウドらくらく出荷」が食流機構で優良事例として選出
2024年5月	AND Thinkの全株式を取得し子会社化（現連結子会社）
2024年7月	マインドの全株式を取得し子会社化（現連結子会社）
2024年8月	セラクCCCがNTTデータイントラマート社とディベロップメントパートナー契約を締結

(出所)会社資料「有価証券報告書(24/8期)」で当研究所作成

図表1-(2)-2. 会社沿革、主要トピック





(3) 経営理念

図表1-(3)-1. 理念(PHILOSOPHY)

経営理念		
<p>一、永続的に発展する企業を目指す</p> <p>一、変化にチャレンジする</p> <p>一、世の為人の為に、貢献する</p> <p>一、社員の幸福を追求する</p>		
経営ビジョン	経営方針	行動方針
持続可能な社会の実現に貢献する	IT技術教育(人材育成)によりビジネスを創造し、社会の発展に貢献する	新しい商品、サービス、仕組を創造し、実現し続けることに価値を置く集団である
		
<p>「セラク」という社名は、経営理念を中核とし、当社の根底に流れる思想を具現化し、表現したものです。セラクの語源は「静楽」にあります。「静楽」を親しみやすく「セラク」にしていますが、本来のこの二文字にはそれぞれ次のような意味が込められ、経営に組み込む姿勢を示しています。</p>		
<p>静</p> <p>SEI</p>	<p>青+争でできた文字で、「青」は水を表し、「争」は動きを表しています。小川のような水の流れも大河となり、やがて大海に注ぎます。そして大海のような何物にも侵されていない大きな状態になると、それは「静」であるということです。セラクも「静」の字の大河のように、海のように、大きく強く成長していこうという志を表しています。</p>	
<p>楽</p> <p>RAKU</p>	<p>心の円満な状態を表し、株主、クライアント、パートナー、社員といった、すべてのステークホルダーの皆様との関係が円満であろうとの考えを表しています。</p>	
<p>「天から落ちた一滴の水は小川となり、小川は多くの者の幸せを育みながら、やがて大河と成る。大河はさらに大海へと注ぎ、自らを確立する。」</p>		

(出所)会社ホームページで当研究所作成





2. 事業内容

デジタルインテグレーション事業を中核に事業を展開

(1) 事業内容

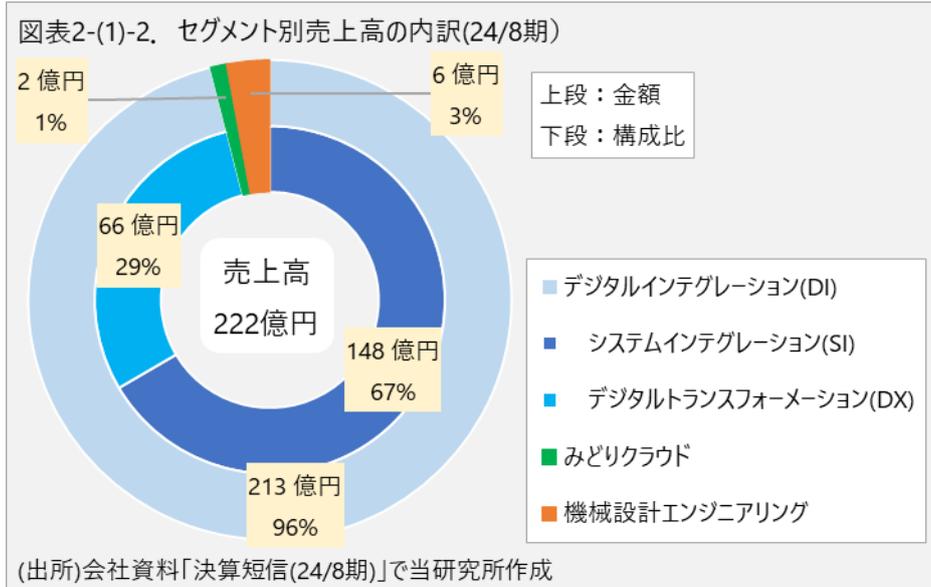
企業の IT インフラや IT システムを支える SI（システムインテグレーション）サービス、クラウドサービスでのカスタマーサクセスソリューションや AI/サイバーセキュリティ/RPA などの先進技術で企業のデジタル化を支援する DX（デジタルトランスフォーメーション）サービス、農業 IoT サービス「みどりクラウド」、機械設計エンジニアリングサービスを展開する。SI サービス、DX サービスを合わせたデジタルインテグレーション（DI）事業が中核事業。これらの事業を通じて、情報通信、製造、金融、地方自治体など、約 800 社に及ぶ幅広い顧客にサービスを提供している。

図表2-(1)-1. 同社の事業領域



(出所)会社ホームページ





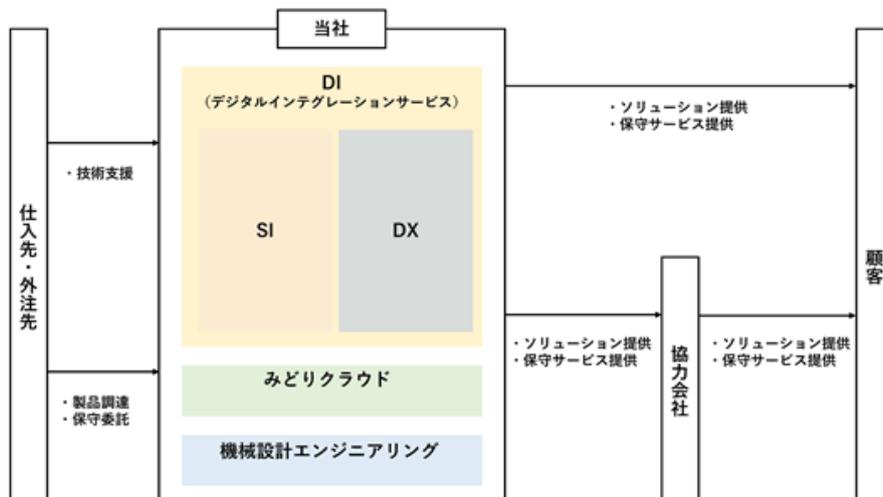
同社グループは、同社（セラク）と子会社 3 社で構成されている。同社グループの事業内容と各社が担当するセグメントとの関連は以下の通り。

デジタルインテグレーション事業：同社、子会社のセラクビジネスソリューションズ、セラク CCC、AND Think、の 4 社が手掛ける。

みどりクラウド事業：同社が手掛ける。

機械設計エンジニアリング事業：同社、子会社のセラクビジネスソリューションズが手掛ける。

図表2-(1)-3. 事業系統図



(出所)会社資料「有価証券報告書(24/8期)」





図表2-(1)-4. 関係会社の状況

名称	住所	資本金 (百万円)	主要な事業の内容	議決権の所有 割合又は 被所有割合(%)	関係内容
連結子会社					
セラクビジネスソリューションズ	東京都新宿区	100	機械設計受託業務、3DCAD教育、機械製図教育、機械設計技術者派遣事業	100	役員の兼任 有
セラクCCC	東京都新宿区	100	クラウドシステムの運用・定着化支援事業などのIT関連事業	100	役員の兼任 有
AND Think	愛知県名古屋市	20	ITソフトウェア受託開発事業、その他IT関連事業	100	役員の兼任 有

(注)セラクビジネスソリューションズ、セラクCCCは特定子会社

(出所)会社資料「有価証券報告書(24/8期)」などで当研究所作成

(2) デジタルインテグレーション事業

デジタルインテグレーション事業は、IT インフラソリューションが主力であり、IT システムの構築・運用・保守などを手掛ける。IoT クラウドサポートセンターでは 24 時間 365 日体制でクラウドインフラや IoT サービスの運用を提供し、企業の ICT 環境のクラウド化を幅広く支援している。DX 領域では様々なクラウドシステムの運用・定着化支援を軸としたカスタマーサクセスソリューションサービスを提供する。企業の AI 活用を支援するなどのサービスも展開する。

図表2-(2)-1. 事業内容 SI領域

- ITインフラの構築から運用・保守までワンストップで対応可能
- 外部環境に左右されにくく、当社の収益基盤として着実に成長

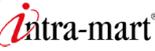
ソリューション概要		事業特性	
	<ul style="list-style-type: none"> ■ ITインフラの設計構築、運用 社会・企業のITインフラ基盤の構築と安定運用をベースに、最新のネットワーク、IoT、セキュリティに対応したIT設計構築を支援 	継続性	ITシステムは継続的な運用が必要となるため、 一度受注すると長期的に業績貢献
	<ul style="list-style-type: none"> ■ セキュリティマネージドサービス ファイアウォールやUTM、不正侵入検知・防御システム、Webサイト改ざん検知、メールセキュリティなどのセキュリティソリューションを提供 	安定性	リーマンショック、東日本大震災、コロナ禍など、 外部環境の急変時にも需要が安定
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 品質保証サービス 標準化されたテストメソッドを活用し、効率的かつ品質の高いソフトウェアテストサービスを提供 	競争優位性	
	<ul style="list-style-type: none"> ■ ITアウトソーシング ネットワーク構築、IT機器の管理・セキュリティ対応など、企業のIT人材のリソース不足に対して、専門性の高いエンジニアがトータルサポート 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 運用・保守案件から高い専門性が求められる案件まで幅広く対応可能 ・ 大手Sierの大規模案件や一次請け案件を保有 ・ 実際の案件同等の環境、条件でのITインフラの構築・運用のトレーニングを行える環境を整備 	

(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」



図表2-(2)-2. 事業内容 DX領域

- 成長性の高いクラウドシステムを中心に運用・定着支援を展開
- Salesforceの定着運用支援では、システム活用を起点とした営業力強化の支援によって差別化

	主要取扱サービス	競争優位性
定着運用 支援	顧客管理・営業管理システム  セールスフォースジャパン FY24売上成長率+18.8%	<ul style="list-style-type: none"> • Salesforce Partner NavigatorプログラムにおいてManaged Service分野でExpert認定を取得 • 10年以上の支援実績（500社以上）を背景に、CRM活用からセールスイネーブルメント領域（営業力強化）まで一気通貫でサポート • NTTデータ社を中心とした協業体制 • 自社イベント中心に大企業を中心とした年間5,000件以上のリード獲得力   
	人事・労務システム  国内No.1シェア（18.7%）	<ul style="list-style-type: none"> • Works Human Intelligence社（以下、WHI社）のSolution Partnerとして認定（認定社数は7社） • WHI社から提供される研修環境を活用した独自のトレーニングプログラムによるハイスキル人材の育成 • 国内最大級のエンジニア数  
	業務プロセスデジタル化システム  国内シェアNo.1（27.9%）	<ul style="list-style-type: none"> • NTTデータイントラマート社とカスタマーサクセス文脈で協業 • カスタマーサクセスだけでなく、2024年7月にマインド社の株式取得を行ったことで、開発から定着運用支援まで一気通貫でサポート
クラウド & ソリューション	<ul style="list-style-type: none"> • IoT/クラウドサポートセンター • サイバーセキュリティ • クラウドインフラリユース 	<ul style="list-style-type: none"> • 専門知識を持ったエンジニアによる24時間365日のサポート体制 • 運用保守に留まらない潜在的なリスクや課題解決に向けた改善提案

*Salesforce Partner Navigator プログラム：特定分野におけるSalesforceパートナーの専門能力を知識・経験・品質から総合評価し、認定するプログラム
 *Managed Service分野：システムの活用戦略立案から実運用までをトータルでサポートする運用・定着サービス領域

(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」

SI 領域の事業内容

①IT インフラ分野のサービス

コンピューターやネットワークシステム、サーバーなどの IT インフラの設計・構築・運用・保守まで IT システムのライフサイクルの各フェーズに対しサービスを提供する。

・ネットワーク設計構築・運用：中小・中堅企業から、数万人規模の大企業のネットワーク設計構築・障害対応、設定変更などの運用を行っている。また、コンピュータウイルス対策やネットワークへの不正侵入・盗聴による情報漏えいなどを防ぐための高度なセキュリティ対策なども提供している。

・サーバー設計構築・運用：企業内や顧客へのサービス提供のために利用される各種サーバーシステムの設計構築と運用を行う。また、コスト削減・省電力化を実現するとして注目されるサーバーの仮想化は得意分野であり、エンジニアは資格の取得を進めている。

・IT インフラ機器のリプレース：パソコンやサーバー、ネットワーク機器などの IT インフラに関する機器にはメーカー保証が定められている。利用者数が最も多い OS の Windows は数年間隔で新しいバージョンがリリースされ、旧バージョンのサポートが終了することから、IT インフラ機器の入れ替えは企業にとって必須となる。同社では数台の小規模なリプレース作業から数千台規模の大規模な機器のリプレース作業までに対応するほか、パソコンだけでなく、サーバーやネットワーク機器などあらゆる IT インフラ機器のリプレースに対応する。

②IT インフラ事業でのオンサイト（常駐）サービス

主に企業の情報システム部門や、Sier にエンジニアが常駐し、顧客社内や商用ネットワーク、サーバーの設計構





築、運用保守業務を行う。IT インフラの分野では、24 時間 365 日安定稼働させることが求められるため、運用保守業務では、高度な専門知識までは求められないまでも、技術マニュアルを読みこなした上での障害対応や設定変更などの運用技術力のあるエンジニアが必要となる。このサービスは、業務の性質上、多人数のチーム体制によってサービスを提供する割合が多く、また先行して事業拡大に着手したことから、同社では最も社員数の多い主力サービスとなっている。

③スマートソリューション事業におけるソリューションサービス

業務システムや WEB システムの設計・開発を行っている。また、ソフトウェアやハードウェアの検証専門の部門を有しており、より質の高いシステムを提供している。

④スマートソリューション事業におけるオンサイトサービス

システム開発は大規模になればなるほど開発に関わる多数のエンジニアが必要となり、自社の社員だけでなく協力会社のエンジニアと共に開発する必要が生じる。同社は、未経験者を中心に採用も積極的に行い、クライアントの要望にあったスキルのエンジニアをクライアント先に常駐させるサービスを行っている。比較的大規模な、WEB システムやスマートフォン用アプリ、Java を用いた業務系システムや検証業務などを行っている。また、オンサイトサービスで習得したノウハウを自社サービスの品質向上、サービス拡大にも繋げている。

⑤ウェブマーケティングコミュニケーション事業におけるサービス

クライアントから直接依頼があった以下のような案件を社内で制作している。

- ・ウェブサイト制作及びディレクション：コーポレートサイト、EC サイト、各種 WEB サイトのコンテンツ企画及びデザイン制作、ディレクション

- ・ウェブサイト運用：WEB サイトやメールマガジンなどの定期的、定型的なコンテンツ制作、更新、EC サイトや付随する顧客データベースの構築・管理、メール配信、アクセス解析などを行うためのウェブシステムの運用

- ・ウェブマーケティング：インターネット上での商品や自社サービスの認知拡大や販売促進、インターネット広告などオンラインプロモーションの企画、運営

⑥ウェブマーケティングコミュニケーション事業におけるオンサイトサービス

主に広告代理店や Sier、メーカーなど直接クライアント先に常駐しウェブマーケティングコミュニケーション事業の業務を行う。企業にとって消費者との最大の接点であるウェブサイトやソーシャルメディア、また、それらの媒体への誘導を行うネット広告やプロモーション企画の運営はニーズが堅調に拡大している。





⑦RPA

企業内での反復・定型的作業について、システムの自動化支援を行う。それぞれのビジネスにおける課題の洗い出しから実証実験、本番導入、24 時間 365 日の稼働監視などの運用フェーズをはじめ、データを活用した AI 構築のサポートまでワンストップで提供する。

DX 領域の事業内容

⑧サイバーセキュリティ

企業向けセキュリティサービスの提供と 24 時間 365 日稼働の IoT クラウドサポートセンターによる管理・運用サービスを行っている。複雑化する企業ネットワークは様々なりリスクに晒されており、安全なデータ運用を実現するには、セキュリティ対策の強化が必須となっている。サイバーセキュリティに関するスキルと知識、ノウハウを備えたエンジニアがサービスを提供し、スペシャリストによる各種環境の診断からコンサルティング、対策の立案、導入支援、社員教育まで万全なセキュリティ体制の構築を支援する。

⑨クラウド&ソリューション

企業の IT 環境をクラウド化するための設計構築、クラウド環境の運用・監視サービスを提供している。24 時間 365 日稼働の IoT クラウドサポートセンターでは遠隔で企業システムの管理・運用を行っている。

⑩カスタマーサクセスソリューション

クラウド型の CRM（顧客管理システム）・SFA（営業支援システム）「Salesforce.com」、大手法人向け統合人事システム「COMPANY」等を中心としたクラウドシステムの定着化・運用支援サービスを提供している。導入時の構築から既存環境への移行、運用マニュアルの作成、導入後のユーザー管理、カスタマイズといった旧来からのシステム活用支援だけでなく、データ活用やマーケティングの強化など、より効率的かつ効果的な利用ができるよう定着化や運用の支援を行っている。

Salesforce.com は、運用(常駐・リモート)支援や定着・活用支援、Salesforce 活用研修などのサービスを提供する。COMPANY は、Works Human Intelligence 社（以下 WHI 社）の統合人事システムであり、同社は WHI 社からオフィシャルパートナーに認定されている。これまでに数多くの企業への導入・活用支援を手掛けた。WHI 社のホームページに掲載されているオフィシャルパートナーは 7 社あり、同社の COMPANY 技術者は協業パートナーの中で最多の 150 名超を擁する。

⑪法人向け ChatGPT 導入・活用支援サービス

企業における AI 活用による業務変革に貢献する、安心安全に ChatGPT を利用するための法人向けサービス「NewtonX」の導入・活用支援サービスを行っている。





図表2-(2)-3. 事業内容 NewtonX

- Salesforceなど他サービスとの連携を通じて、クラウドサービスにおけるAI活用の機能を開発中
- DX領域のクラウドシステム定着支援のノウハウを活用したカスタマーサクセスが強み

NewtonX

- ・ 安心安全にChatGPTを利用するための法人向けサービス
- ・ 月額10万円から利用可能

競争優位性

カスタマーサクセス	クラウドシステムのカスタマーサクセス支援のノウハウを活用した伴走支援・コーチング
サービス	情報漏洩防止や再学習防止などの高いセキュリティ性

今後の事業展開

AI活用 (既存機能)	×	開発中 Salesforceなどの クラウドサービスとの連携
----------------	---	--------------------------------------

セラクCCCの顧客や拡大するクラウドサービス・カスタマーサクセス市場への事業展開によって、更なる成長を目指す

(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」

顧客ニーズ	搭載機能
セキュリティ・コンプライアンス	<ul style="list-style-type: none"> ■ 個人情報、禁止ワード検知 入力時に個人情報や予め設定された入力禁止ワードを自動検知 ■ 認証ルール設定 シングルサインオンによるログインや、IPアドレス制限、多要素認証等の設定が可能
回答精度	<ul style="list-style-type: none"> ■ 誤回答抑制機能 独自の調整により古い情報や事実ではない情報の出力を抑制 ■ データ取り込み 個人チャットに手元にあるドキュメントをアップロードすることで、その情報に基づいた回答の生成が可能
生産性	<ul style="list-style-type: none"> ■ ナレッジコネク NewtonX上に専用のナレッジベースを用意することで、その情報に基づいた回答の生成が可能 ■ その他 チャット共有機能や質問文テンプレート機能を搭載

導入事例

同社が提供するサービスについて、いくつか導入事例を取り上げる。

自治体向け案件では、自治体が自ら行っていた運用を同社が請け負うことで、運用の負担を軽減した。自治体では、従来、システム運用は各拠点独自のやり方で対応してきたが、どの拠点でも運用を担う職員の負担は大きく、また対応方法にもバラつきがあり精度に差があった。それを解消するべく全拠点のシステム運用を1ヶ所に集約させ、運用業務を同社に依頼した。システム監視、障害対応、問い合わせ対応、パッチ適用という煩雑な作業を24時間365日の体制で行う。システムは常に安全稼働できており、安定したサービスの提供が可能になった。業務の集中化により職員の負担が軽減できただけでなく、コスト削減にもつながった。また週次・月次レポート作成の自動化が実現できたことから、人為ミスが減り業務効率も向上した。

図表2-(2)-4. 事例 マネージドサービス、ITインフラ・クラウド

顧客プロフィール	
企業名	自治体
業種	自治体
概要	自治体のLGWAN、DC、拠点の総合運用保守を提供。約480拠点、ユーザ15,000人規模のシステムの監視～障害対応、問い合わせ対応等、総合的な運用をマネージドサービスセンターで対応。
相談内容	480拠点、ユーザ約15,000名規模のシステムの運用保守を任せたい。
支援詳細	24時間365日体制で、システム監視、障害対応、問い合わせ対応、パッチ適用を実施。月に800件発生するアラートを切り分け、300件の対応を実施。脆弱性調査やWebフィルタリングの設定対応、週次・月次レポート作成など、総合的な運用を支援。
支援体制	シェアードサービス+管理者2名

(出所)会社ホームページで当研究所作成





通販サイト運営企業向け案件では、オンサイトとリモートを組み合わせ、社内システムの運用改善と低コスト化を実現した。顧客企業では、EC サイトを中心とした通信販売事業が拡大するにつれシステムは複雑になり、また運用にかかる負担もコストも大きくなっていった。そこで運用コストと運用体制の見直しを図り、同社に依頼した。社内システムのインフラ運用を同社に任せることで運用品質は向上し、これまで通常の業務と兼務でインフラ運用を任されてきた社員の業務負担を軽減させる成果があった。システム安全稼働のための運用はリモート、万一の際の迅速なトラブル対応は常駐と使い分け、品質を落とさずシステム運用を実現できた。

図表2-(2)-5. 事例 マネージドサービス、ITインフラ・クラウド

顧客プロフィール	
企業名	通販サイト運営企業
業種	ECマース事業
概要	オンサイト（常駐）とリモート（マネージドサービス）を組み合わせることで、作業品質の担保とコストを抑えた体制を実現。
相談内容	社内システムの運用コストを改善したい 運用体制を見直したい
支援詳細	現状把握、改善案の提示、実行 社内システムのインフラ運用（サーバ、ネットワーク）ヘルプデスク運用
支援体制	運用改善、引継ぎフェーズ／1～8人 約1年 運用フェーズ／14人（PM、サーバ運用チーム、ネットワーク運用チーム、ヘルプデスク）

(出所)会社ホームページで当研究所作成

システム開発・運用を担う Sler 向け案件では、自治体が使用するサーバーや周辺機器の老朽化に伴うリプレースを実施することになった。サーバーだけでも 150 台にも及ぶ大規模なプロジェクトであり、自社のエンジニアだけでは難しいことから同社が支援というかたちで参画した。30 名 1 チーム体制でインフラ構築に取り組んだ。

図表2-(2)-6. 事例 ITインフラ運用、クラウド運用

顧客プロフィール	
企業名	Sler
業種	Sler
概要	自治体向けサーバ150台および、それに伴う周辺機器の老朽化のため、リプレースを実施。
相談内容	サーバの老朽化のため、リプレース作業が必要。大規模なプロジェクトのため、できる限りチーム体制で支援してほしい。
支援詳細	サーバのリプレース インフラ・アプリ 設計～テスト
支援体制	セラク参画者：30名（PM、インフラ基盤チーム、アプリチーム）

(出所)会社ホームページで当研究所作成

(3) みどりクラウド事業、機械設計エンジニアリング事業

みどりクラウド事業

IT を用いて農業・畜産・水産の DX 化を支援する「みどりクラウド」「ファームクラウド」などのプラットフォームサービス、青果流通を効率化する「みどりクラウド らくらく出荷」サービス、一次産業をはじめとした各産業分野の個別



課題を解決するソリューションサービスを展開している。

図表2-(3)-1. 事業内容 みどりクラウド

- ITを用いて農業・畜産のDX化を支援するサービス
- 集出荷業務のDX化を実現する「らくらく出荷」に注力しており、複数JAで導入準備を進行中

サービス	概要
 <p>らくらく出荷</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年リリースした集出荷における計数・伝票作成と記入作業をラベル（QRコード）の貼付と読取によってデジタル化し、省力化するシステム 個体識別番号を付与することでロット単位でのトレーサビリティを実現
 <p>みどりクラウド</p>	<ul style="list-style-type: none"> IoTデバイスによって作物の生育環境や状況を自動で計測・記録し、圃場の見える化を実現 他社製品との連携による自動制御や、アプリを使った遠隔操作を実現 年間作付計画から日々の農作業までの記録・管理を支援
 <p>ファームクラウド</p>	<ul style="list-style-type: none"> IoTデバイスによって畜舎の環境を計測、記録し、畜舎環境や設備の異常を検知 他社製品との連携による自動制御や、アプリを使った遠隔操作を実現

競争優位性

- QRコード活用によるミスの削減、省力化
- 現場に合わせた運用を実現する高いカスタマイズ性

導入事例

導入先 JAひろしま

導入前の課題 手作業の伝票作成等による負担が大きく、注力すべき栽培指導に充てる時間が圧迫されていた

省力化効果*

- 生産者の出荷負担：24%低減
- JAでの集出荷負担：85%低減
- 作業ミス発生リスク：70%低減

同様の課題を抱えるJAも多く、JAひろしまの成功事例をもとに複数JAで導入準備を進行中

*記載の導入効果はJAひろしままでの実績であり、業務フローによって効果は異なる

(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」

①みどりクラウド

施設園芸農家向けに農業 IoT サービス「みどりクラウド」のサービスを提供している。設置端末である「みどりボックス」の販売と取得したデータの蓄積・分析・アラートなどを提供するクラウドサービス「みどりクラウド」、GAP（農業生産工程管理）認証取得に対応した農作業記録・管理サービス「みどりノート」などの販売・サービス提供を通じて、農作業のIT化と生産性向上を支援している。

②ファームクラウド

畜産業向けに開発されたIoTサービスであり、畜舎環境の遠隔モニタリングを可能にするサービス。温度・湿度・二酸化炭素濃度といった一般的な環境指標を可視化するだけでなく、アラート機能を標準装備しており、異常発生時にはスマートフォンでのプッシュ通知やメールにて、そのアラート連絡を受け取ることができ、飼育や経営に役立てることで収益性を高める。

③みどりクラウド・らくらく出荷

これまで手書き伝票が基本であった青果流通の現場に、バーコードやクラウドシステム、スマートフォンアプリなどを組み合わせたデジタル技術を導入し、農業者や出荷団体にとって負担となっていた集荷・出荷における計数・伝票発行作業を大幅に省力化するサービスを提供している。

④IoTソリューション/AI/データサイエンス

・IoTソリューション：センサー選定、組み込み、クラウドによるデータ蓄積・可視化までをワンストップでプロデュースし、様々な産業におけるIoT化をクラウドサービス×ソリューションで実現する。「みどりクラウド」で培った技術を活





用し、畜産業等の一次産業分野をはじめ、製造、建築などの分野へ IoT サービスを展開しており、様々な課題の解決、業務改善、新しいビジネス価値の創造などに繋げている。

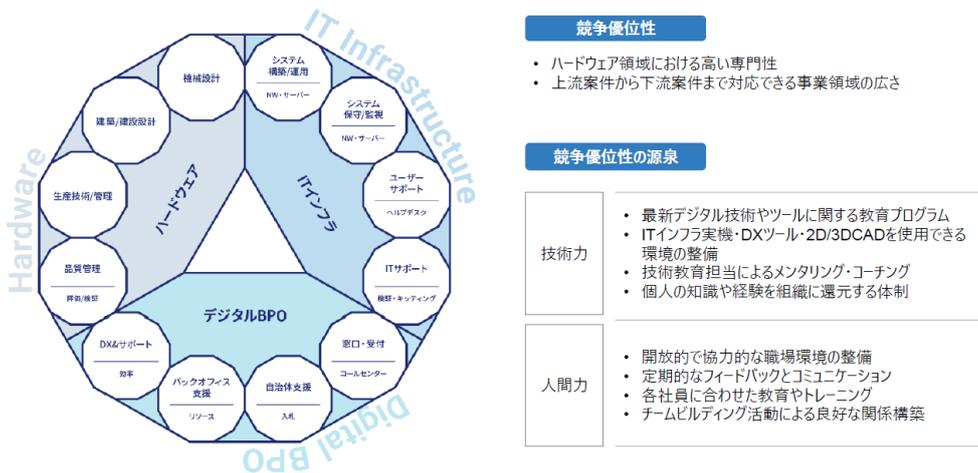
・AI/データサイエンス：高い専門性を備えたデータ・サイエンティストが、統計モデルや機械学習、データ分析等の手法を駆使して、ビッグデータを整理・活用し、共通点を探りながら、有益な知見を抽出する。データ分析からコンサルティングまでワンストップでサポートする。

機械設計エンジニアリング事業

3DCAD 分野の技術提供、機械・金型などの受託設計サービス、通信建設・情報通信分野への技術提供を行っている。

図表2-(3)-2. 事業内容 機械設計エンジニアリング

- 当該セグメントは100%子会社の(株)セラクビジネスソリューションズが対象
- ハードウェア領域の技術力を強みとして、事業領域および事業展開エリアを拡大



(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」

競争優位性	
	<ul style="list-style-type: none"> ハードウェア領域における高い専門性 上流案件から下流案件まで対応できる事業領域の広さ
競争優位性の源泉	
技術力	<ul style="list-style-type: none"> 最新デジタル技術やツールに関する教育プログラム ITインフラ実機・DXツール・2D/3DCADを使用できる環境の整備 技術教育担当によるメンタリング・コーチング 個人の知識や経験を組織に還元する体制
人間力	<ul style="list-style-type: none"> 開放的で協力的な職場環境の整備 定期的なフィードバックとコミュニケーション 各社員に合わせた教育やトレーニング チームビルディング活動による良好な関係構築

(4) 主要顧客

同社は大手 Sier 各社との安定的な取引基盤を有するほか、IT 運用に課題がある幅広い業種・業態の企業など数多くの取引先を持つ。収益が特定の顧客に偏らず分散しているのが同社の特徴である。





図表2-(4)-1. 主要取引先

1	アイシン・インフォテックス	41	ソニー・ミュージックソリューションズ	81	富士ソフト
2	IDデータセンターマネジメント	42	ソフトバンク	82	富士通エフサス
3	i-NOS	43	ダイキンエアテクノ	83	富士通コミュニケーションサービス
4	旭情報サービス	44	タイトー	84	富士通ネットワークソリューションズ
5	アマゾンジャパン	45	ダイトロン	85	フロンテッジ
6	アルパインマーケティング	46	タカラトミー	86	ホンダモーターサイクルジャパン
7	イオン銀行	47	TISシステムサービス	87	マイナビ
8	伊藤忠テクノソリューションズ	48	帝京大学	88	みずほリサーチ&テクノロジーズ
9	インターネットイニシアティブ	49	帝京平成大学	89	三菱総研DCS
10	インフォメーション・ディベロップメント	50	DTS	90	三菱電機インフォメーションシステムズ
11	インプレス	51	テレビ東京コミュニケーションズ	91	三菱電機インフォメーションネットワーク
12	AIT	52	電通テック	92	三菱ふそうトラック・バス
13	エスアンドアイ	53	電通パブリックリレーションズ	93	ヤクルト本社
14	SFIRリーシング	54	東映アニメーション	94	ヤマハ
15	SCSKシステムマネジメント	55	東芝ITサービス	95	ユニアデックス
16	NECソリューションイノベータ	56	東芝情報システム	96	読売広告社
17	NECネクサソリューションズ	57	独立行政法人交通安全環境研究所	97	楽天カード
18	NECネットエスアイ	58	独立行政法人高齢・障害・求職者雇用支援機構	98	ラック
19	NSSLICサービス	59	独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構	99	りそな銀行
20	エヌ・ティ・ティ・アドバンステクノロジー	60	独立行政法人放射線医学総合研究所	100	WOWOW
21	エヌ・ティ・ティ・コミュニケーションズ	61	凸版印刷	他200社 順不同、敬称略	
22	NTTデータ	62	トヨタシステムズ		
23	オークローンマーケティング	63	豊田自動織機ITソリューションズ		
24	小田急エージェンシー	64	豊田通商システムズ		
25	小田急百貨店	65	トランスコスモス		
26	カインズ	66	日産自動車		
27	カブコン	67	日鉄ソリューションズ		
28	京セラコミュニケーションシステム	68	日本アイ・ピー・エム		
29	KDDIウェブコミュニケーションズ	69	日本経済広告社		
30	KDDIエンジニアリング	70	日本コムシス		
31	国土交通省関東地方整備局	71	日本システムウエア		
32	コニカミノルタジャパン	72	日本電気		
33	コムテック	73	ネットイヤーグループ		
34	CTCシステムマネジメント	74	ネットワンシステムズ		
35	CTCテクノロジー	75	パナソニックライフソリューションズ社		
36	JALブランドコミュニケーション	76	日立産機システム		
37	ジェイ・スポーツ	77	日立システムズ		
38	シスコシステムズ合同会社	78	日立製作所		
39	女子美術大学	79	日立ハイテクソリューションズ		
40	セールスフォース・ドットコム	80	ふくおかフィナンシャルグループ		

(出所)会社ホームページ(25年7月15日時点)で当研究所作成

(5) 収益構造

収益・費用の計上基準

同社の顧客との契約から生じる収益に関する主要事業での主な履行義務の内容、当該履行義務を充足する通常の時点（収益を認識する通常の時点）は以下の通り。なお、同社の収益・費用の計上基準は IT 業界で一般的なものである。

IT サービスの契約形態として、派遣契約、準委任契約、請負契約がある。同社では、オンサイト（客先常駐）



サービスは主に派遣契約と準委任契約、ソリューションサービスは主に請負契約でサービスを提供する。

①オンサイトサービス

主に派遣契約、準委任契約での技術者の時間稼働による技術提供サービス。派遣契約、準委任契約から生じる履行義務は、契約期間内の労働時間の経過により充足されるものであることから、一定の期間にわたり収益を認識している。

②ソリューションサービス

主に請負契約での成果物の納品による技術提供サービス。請負契約から生じる履行義務は、技術提供に応じて一定の期間にわたり履行義務が充足されるものであることから、履行義務の充足に係る進捗度に基づき収益を認識している。

一定の期間にわたり履行義務が充足される契約では、履行義務の充足に係る進捗度を見積もり、進捗度に基づき一定の期間にわたり収益を認識している。履行義務の充足に係る進捗度の見積りの方法は、見積総原価に対する発生原価の割合（インプット法）で算出している。また、進捗度を合理的に見積もることができず、その履行義務を充足する際に発生する費用の回収を見込んでいる場合には、原価回収基準により収益を認識している。

契約の取引開始日から完全に履行義務を充足すると見込まれる時点までの期間がごく短い請負契約では、代替的な取り扱いを適用し、完全に履行義務を充足した時点で収益を認識している。

③みどりクラウド事業

みどりクラウド事業では、IT を用いて農業・畜産・水産の DX 化を支援する「みどりクラウド」、「ファームクラウド」などのプラットフォームサービスや一次産業をはじめとした各産業分野の個別課題を解決するソリューションサービスを提供する。設置端末である「みどりボックス」の販売は製品を顧客に引き渡した時点で顧客が製品に対する支配を獲得し、履行義務が充足されると判断しているが、出荷時から顧客への引渡し完了までの期間が通常の期間であると考えられるため、製品の出荷時点で収益を認識している。また、顧客に対して施設園芸農家と畜産業向けにクラウドサービスを提供し、製品利用料を受け取る。契約から生じる履行義務は、サービス提供期間の経過に応じて充足されるものであることから、一定の期間にわたり収益を認識している。

また、いずれの契約もその取引引きの対価は履行義務を充足してから1年以内に受領しており、重要な金融要素は含まれていない。

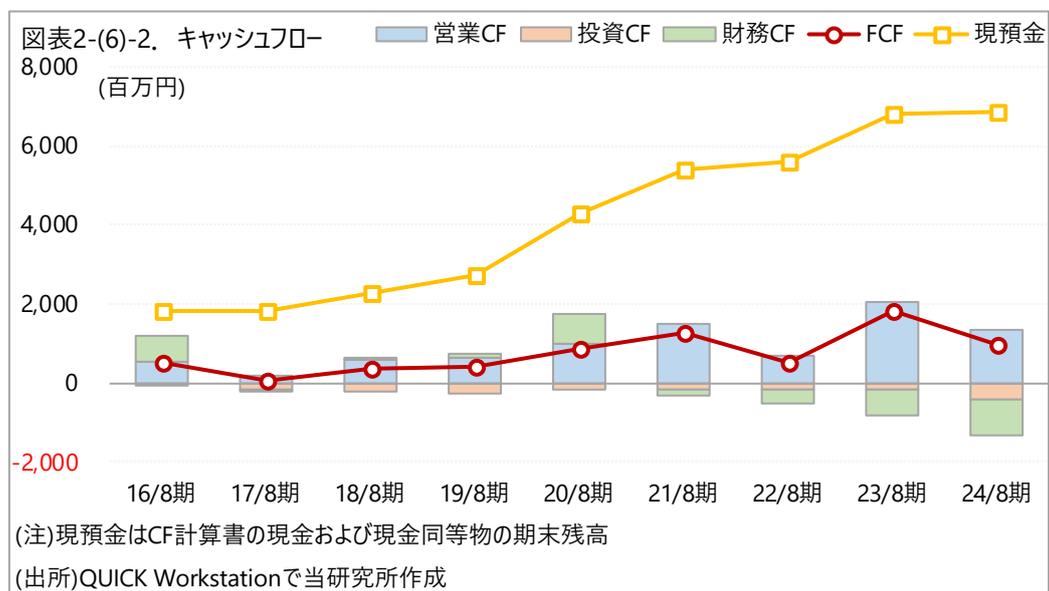
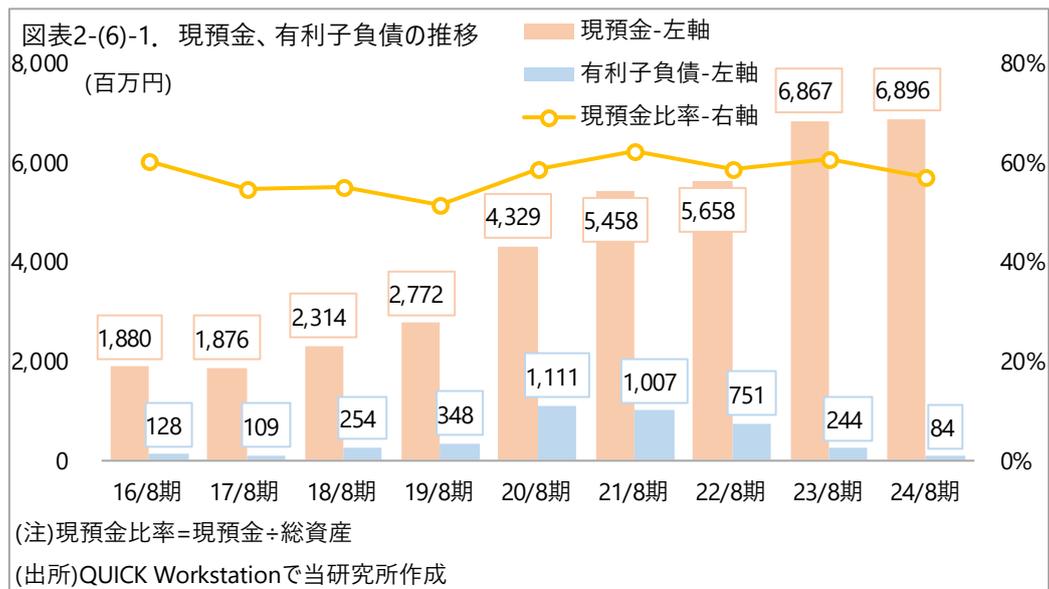
(6) 財政政策、資金需要、資金調達

資本の財源、資金の流動性





同社グループでは、収益基盤の安定化と持続的な成長を図るために、収益源の多様化を実現するため、新規事業の創出と拡大に加え、業務提携、M&A などの新たな事業・サービスへの提携・投資に積極的に取り組む方針。同社グループの運転資金需要のうち主なものは、サービスを拡大していくための採用費、開発に係る人件費、研究開発費になる。投資を目的とした資金需要は、主に M&A、設備投資などによるもの。これらの資金需要は自己資金により充当することを基本的な方針としているが、M&A などの戦略的投資については、必要に応じて金融機関からの借り入れにより調達する。



(7) 研究開発活動、設備投資等の状況

研究開発活動、設備投資の状況について、投資額やどのような取り組みをしているかを確認する。同社グルー





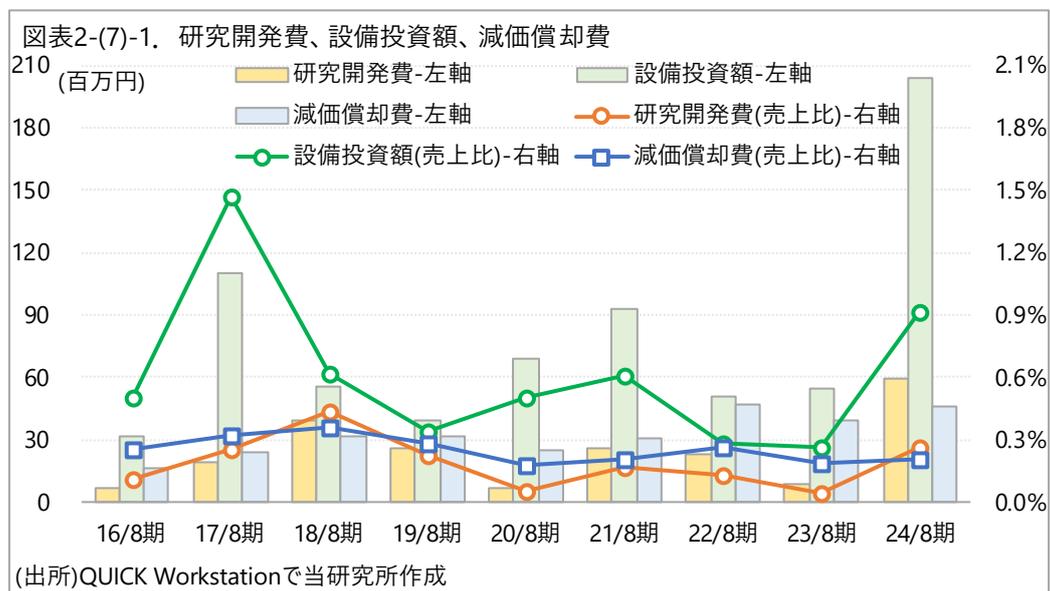
プの 24/8 期の研究開発費の総額は 59 百万円だった。

・みどりクラウド事業

スマート農業分野における食農データプラットフォーム構築のほか、「みどりクラウド らくらく出荷」のシステム、サービス開発、みどりモニタ/ボックスの機能開発を行った。

【設備投資等の概要】

24/8 期は、事業規模の拡大や経営効率化を目的に、総額 2.0 億円の設備投資を実施した。主な投資は、本社増床などに伴う建物、工具、器具、備品などで 1.7 億円だった。なお、重要な設備の除却、売却はなかった。



3. 業界環境・事業戦略

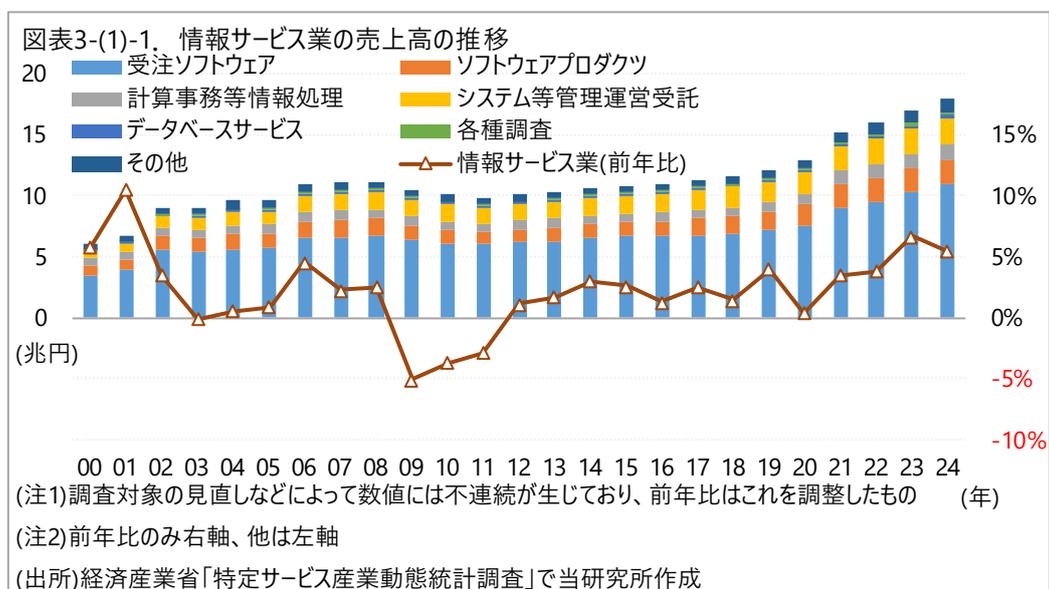
(1) 業界環境

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（注）。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。市場規模を含めて、情報サービス市場の長期的な傾向を確認するのに参考になる。

2000年以降の情報サービス業の売上高を確認する。リーマンショック後の09年～11年は、企業業績の悪化などによる投資減によってマイナス成長を記録したが、12年以降は成長が続く。20年は新型コロナ禍で投資の先送りや凍結があったため、成長率こそ低下したが、微増を確保した。直近24年は5.5%増で13年連続の増加となった。24年の市場規模は全体で18兆円弱。このうち、同社のデジタルインテグレーション事業に近い受注ソフトウェアは11兆円、システム等管理運営受託は2.2兆円だった。

（注）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。なお、経済産業省による特定サービス産業動態統計調査は24年12月調査で終了した。サービス業の動態統計については、特定サービス産業動態統計調査とサービス産業動向調査（総務省）が統合され、25年1月分より「サービス産業動態統計調査」（総務省）が実施されている。



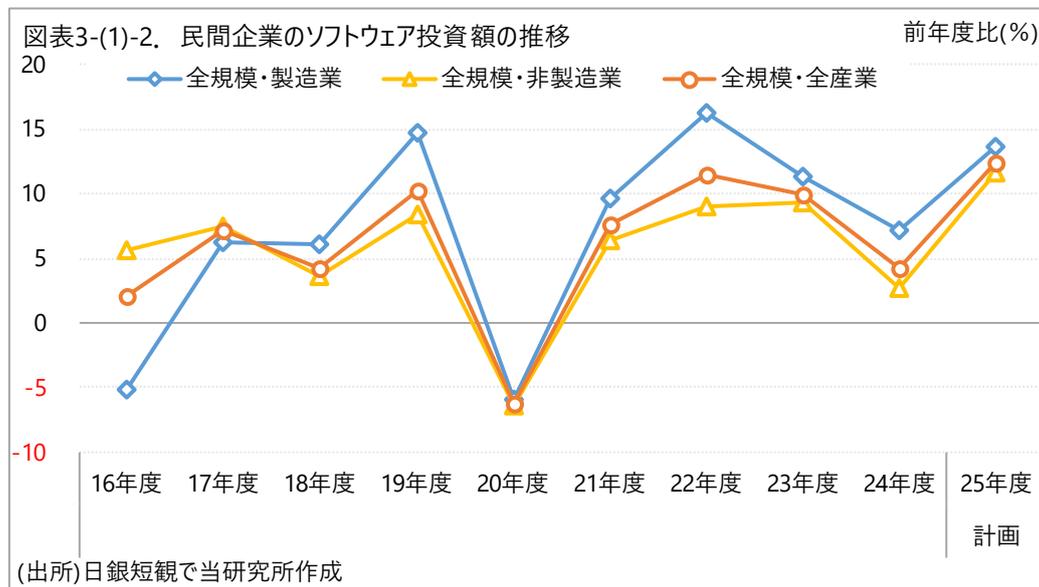
民間企業のソフトウェア投資額～国内のソフトウェア投資は拡大が続く見通し

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だ。24年度の企業のソフトウェア投資額（25年6月調査）は、全規模・全産業が前年度比4.2%増加した。21年度から増加が続いており、4年連続の増加だった。25年度は、全規模・全産業が前年度比12.4%増となる計画。製造業は同13.7%増、非製造業は同11.7%増となる計画。いずれも24年度に比べ伸び率が拡大する見通し。



(2) 競合状況

同社のROEは20%超と高い資本収益性を誇る。ただし、同業他社も同様の傾向

ここでは同社への取材をもとに選定した、事業領域が近い同業4社との財務比較を行った(注)。同社のROEは24/8期に21.6%だった。ROEは特別利益など一過性の要因で高まることもあるが、同社は継続的に高ROEとなっており資本収益性が高い。ただし、ボードルア(4413)は40%を超え、サークレイス(5029)、ジャパニクス(9558)の2社も20%超である。営業利益率は同社が10.2%でボードルアに次ぐ2位だった。

(注) 10期CAGR(年平均成長率)以外は直近の本決算ベース。各社ともに上場から日が浅く、10期CAGRはテラスカイ(3915)と同社の2社比較。



図表3-(2)-1. 同社と情報サービス4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)

コード	社名	決算期	売上高	営業利益			ROE			ROA		10期CAGR	
				営業利益率	純利益率	総資産回転率	財務レバレッジ	経常利益率	売上高	営業利益			
3915	テラスカイ	25/2期	247	15	5.9%	9.2%	4.1%	1.3	1.7	8.5%	6.5%	31.2%	24.6%
4413	ボードルア	25/2期	116	25	21.1%	40.8%	15.4%	1.5	1.8	31.7%	21.1%	-	-
5029	サークレイス	25/3期	38	2	5.3%	20.7%	4.8%	2.3	1.9	12.1%	5.4%	-	-
6199	セラク	24/8期	222	23	10.2%	21.6%	7.1%	1.9	1.6	19.9%	10.4%	19.1%	24.9%
9558	ジャパニアス	24/11期	112	9	8.4%	24.7%	6.4%	2.4	1.6	21.4%	9.1%	-	-
	平均値		147	15	10.2%	23.4%	7.6%	1.9	1.7	18.7%	10.5%	25.1%	24.8%
	中央値		116	15	8.4%	21.6%	6.4%	1.9	1.7	19.9%	9.1%	25.1%	24.8%
	首位との差		-25	-2	-10.9P	-19.2P	-8.4P	-0.4	-0.3	-11.8P	-10.7P	-12.1P	-
	平均値との差		75	8	0.0P	-1.8P	-0.5P	0.0	-0.1	1.2P	-0.1P	-6.0P	0.2P
	順位：5社中		2位	2位	2位	3位	2位	3位	5位	3位	2位	2位/2社	1位/2社

(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。ボードルアはIFRS適用

(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。IFRS適用会社の経常利益は税引前利益で代用

(注4)10期CAGRの「-」表示：ボードルア、サークレイス、ジャパニアスは10期分の業績が取得できない

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

テラスカイ (3915)：2006年、クラウドによるシステム開発および販売を目的として、設立。セラクと同様にクラウド型顧客管理ソリューションサービス「Salesforce」に関する人材が豊富で、導入実績は2万件と国内トップクラス。コンサルティング、設計・開発、運用保守、その先の内製化支援までワンストップで提供している。主要株主はNTTデータ等。25/2期の売上構成比は、ソリューション事業93%、製品事業7%。従業員数1404名。直近決算期の25/2期は、主力のソリューション事業でSalesforceの導入開発事業などが伸びたことから、売上高、営業利益ともに大幅に増加した。営業利益率は前期の2.7%から5.9%に改善した。

ボードルア (4413)：2007年、ニキティスの100%子会社としてネットワークインテグレーション事業を事業目的として設立。ITシステムの中でもITインフラの設計構築に特化した事業を行っている。成長市場である先端技術分野（ワイヤレス、ネットワーク仮想化、クラウドなど）に強みを持つ。未経験者からの人材育成にも注力。主要取引先はソフトバンク等。25/2期の売上構成比は、ITインフラストラクチャ事業100%。従業員数2238名。直近決算期の25/2期は、専門領域であるITインフラ技術で対応力を強化したことに加え、M&Aによる上乗せもあり、売上高、営業利益ともに大幅に増加した。営業利益率はほぼ前期並みの21.1%（前期は21.6%）だった。

サークレイス (5029)：2012年、パソナグループ（25/3期末筆頭株主）およびTquila International PTE Ltd.の合併会社として設立。「Salesforce」のほか、クラウド型計画管理ソリューション「Anaplan」、「AWS」、「Microsoft」などのクラウドテクノロジーの導入・活用を通じて、顧客企業の業務設計、システム構築、データ活用等を展開する。また、ServiceNowに関する導入のコンサルティング、開発、構築、運用保守、人材育成に至るまで一貫してサポートする事業を、子会社アオラナウ社を通じて提供する。主要取引先は金属加工のアマダ等。25/3期の売上構成比は、コンサルティング事業85%、アオラナウ事業15%。従業員数356名。直近決算期の25/3期は、中長期的な戦略的ビジネス基盤の拡大に向けた体制強化のほか、継続的な社員募集費や業





務委託費の増加などで販管費が膨らんだが、売上高の拡大で吸収、営業損益は前期の赤字から黒字に転じた。営業利益率は 5.3%（前期は-2.9%）。

ジャパニアス（9558）：1999 年、IT・通信業界およびものづくり業界（加工組立型産業に関わる一般器具製造業、電気機械器具製造業、輸送用器具製造業）へのオンサイト型開発支援を目的として設立。ソフトウェア、インフラ、メカトロニクス、エレクトロニクスの 4 分野を事業の軸に大手メーカーを中心とした数多くのプロジェクトに参画。24/11 期の売上構成比は、先端エンジニアリング事業 100%。従業員数 1704 名。直近決算期の 24/11 期は、IT インフラ整備や DX などに対する投資需要に加え、業界内での IT 人材不足も相まって、1 割強の増収となった。また、稼働率の改善や 1 人当たり売上高の向上に取り組んだことで売上総利益率が改善。人材増強、各種システムの新規導入などで販管費が増加したが、営業利益は 1 割強増加した。営業利益率はほぼ前期並みの 8.4%（前期は 8.5%）だった。

（3） 事業戦略

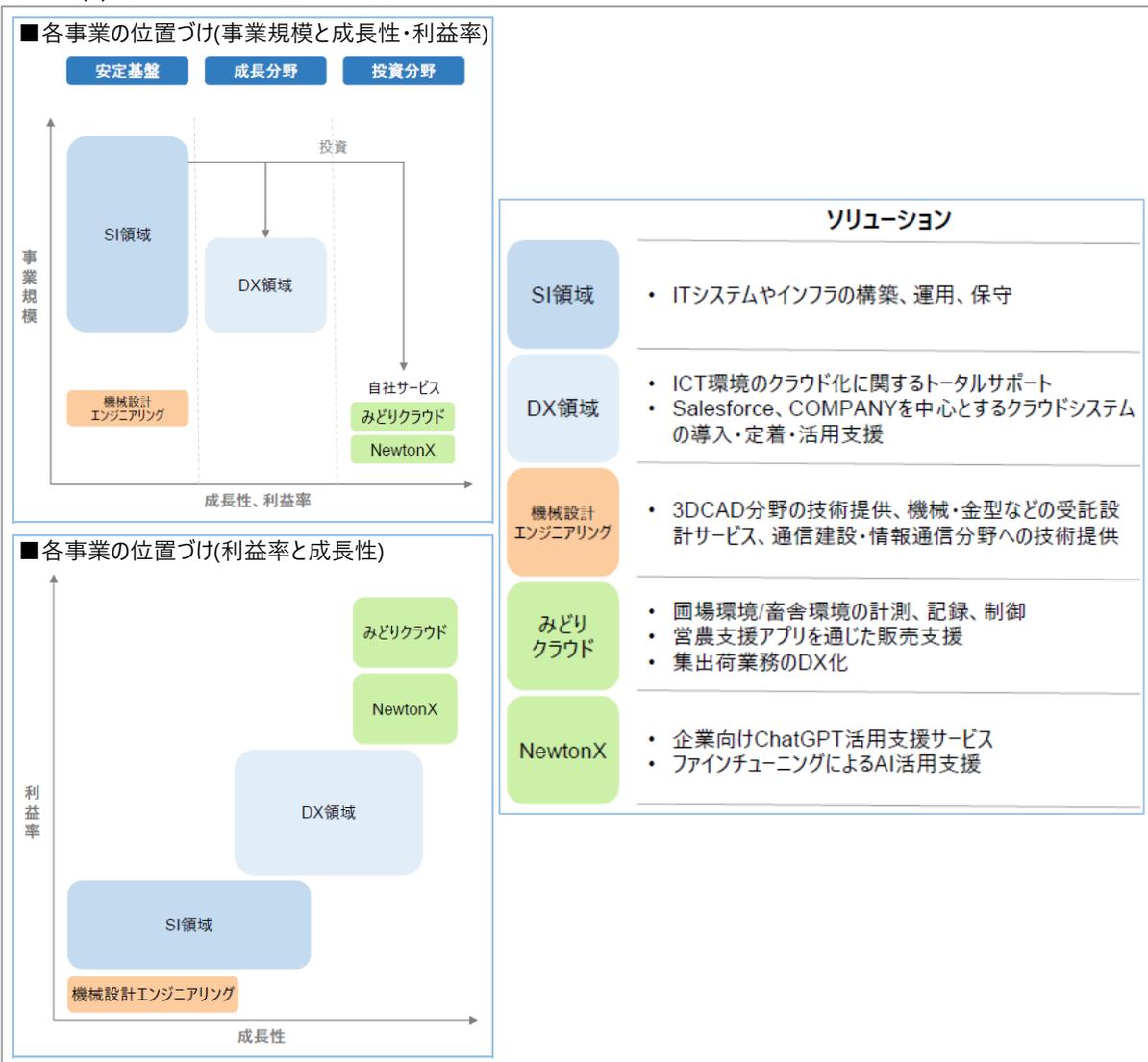
同社は、「IT 技術教育（人材育成）によりビジネスを創造し、社会の発展に貢献する」を経営方針に掲げている。具体的には、同社グループの強みである採用力と IT 技術教育により IT 人材を創出し、顧客の IT プロジェクトを支援する。加えて、同社の IT 技術の教育ノウハウを広く社会に還元することで IT エンジニアのスキルアップや付加価値創出を行う企業として社会の発展に努める。また、「みどりクラウド」をはじめとした IT 技術力を生かした独自商品サービスや新商品を開発・展開する。DX（デジタルトランスフォーメーション）領域で社会課題を解決する IT ビジネスを広く展開することで、企業価値の向上を目指している。

同社では最も事業規模が大きく、安定的な収益が見込まれる SI 領域を収益基盤としつつ、DX 領域や自社サービスといった成長性の高い分野への投資を積極的かつ継続的に行っている。「中長期での利益の最大化」を実現する事業ポートフォリオを形成する考え。





図表3-(3)-1. 中長期の利益最大化を目指す経営方針



(注)出所の決算説明資料を組み合わせ、当研究所が一つの図表に加工した(出所)会社資料「決算説明資料(24/8期通期、25/8期3Q)」で当研究所作成

(4) 中期経営計画およびその進捗

中期成長ビジョン

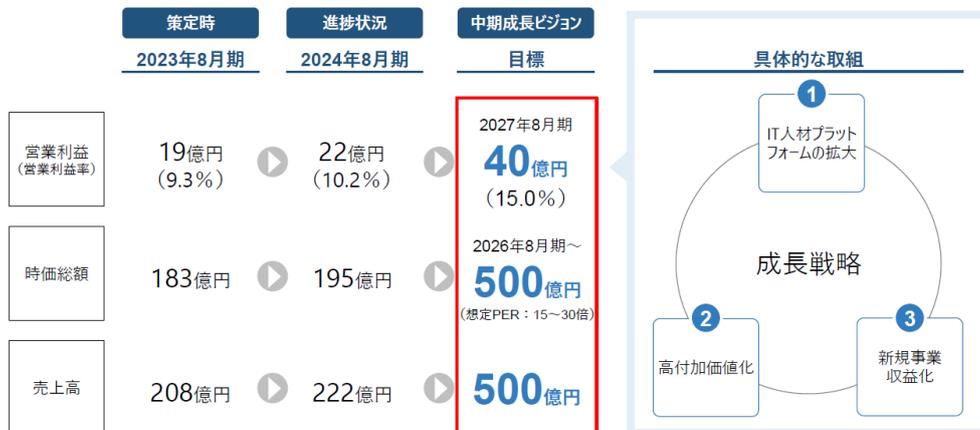
同社は中期成長ビジョンを推進中。経営目標として営業利益、時価総額、売上高の目標値を設定している。営業利益は 27/8 期に 40 億円（営業利益率 15.0%）に引き上げる計画で、時価総額は 26/8 期以降に 500 億円（想定 PER15～30 倍）を目指す。売上高は 500 億円を目標としている。当面は営業利益の拡大を優先課題として取り組む。





図表3-(4)-1. 中期成長ビジョン

- 営業利益、時価総額、売上高の目標値を設定
- 当面は営業利益の増益を優先課題として取り組みを進行



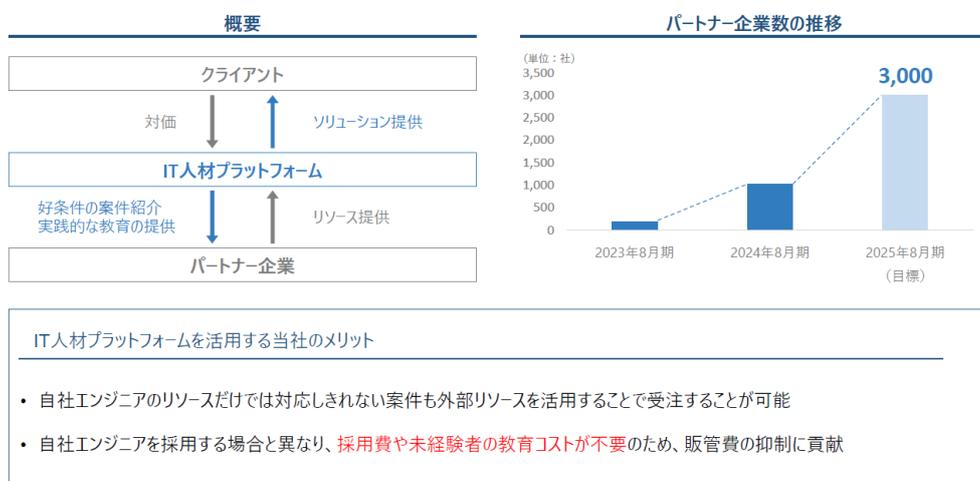
(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」

中期成長ビジョンを実現する具体的な取り組みとして、①人材プラットフォームの拡大、②高付加価値化、③新規事業収益化——を成長戦略として掲げた。

①人材プラットフォームの拡大。自社エンジニアのリソース（人員）だけでは対応しきれない案件も外部リソースを活用することで受注することが可能になる。自社エンジニアを採用する場合と異なり、採用費や未経験者の教育コストが不要になることから、販管費の抑制に貢献する。そのため、パートナー企業数を KPI（重要指標）の一つに据えた。パートナー企業から供給されるエンジニアの稼働数を増加させ、将来の成長に向けた基盤とする。

図表3-(4)-2. 成長戦略①IT人材プラットフォームの拡大

- プラットフォーム拡大に向けて、パートナー企業数を当面の重要指標として設定
- パートナー企業に所属するエンジニアの稼働数を増加させ、将来の成長に向けた基盤拡大に注力



(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」

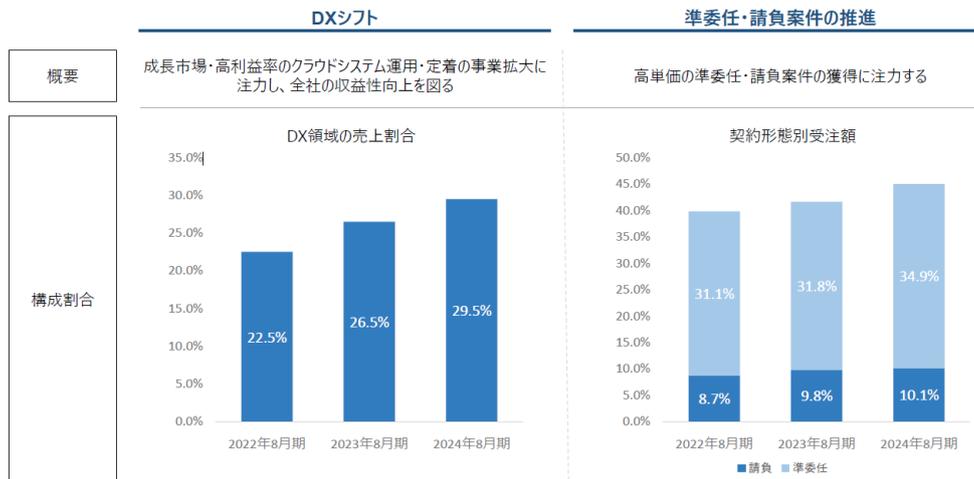




②高付加価値化。既存ビジネスから DX 領域にシフトするほか、準委任・請負案件の推進により、収益性の高い案件の獲得につなげる。DX シフト、準委任・請負案件の推進の両施策ともに順調に進捗しており、引き続き高付加価値化を推進する。

図表3-(4)-3. 成長戦略② 高付加価値化

- DXシフト、準委任・請負案件の推進により、収益性の高い案件獲得に注力
- 両施策ともに順調に進捗しており、引き続き高付加価値化を推進



(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」

③新規事業収益化。みどりクラウドは先行投資負担などから、みどりクラウドセグメント全体では営業赤字が拡大しているが、「みどりクラウド らくらく出荷」は利益率の高いビジネスモデルであることから、営業活動に注力している。

一方、「NewtonX」は AI 市場での競争環境が厳しくなっていることから、サービスの方向性を見直す。同社が得意とする、Salesforce など他サービスとの連携を通じた既存サービスでの AI 活用機能を組み込んだ。既に開発を終えており、新サービス「AZUSA (アズサ)」をリリースした。AZUSA は、システム管理者・担当者・推進者が担う定着・活用業務の最大化を実現する Salesforce 特化の生成 AI。Salesforce 社認定のコンサルティングパートナーの中で、カスタマーサクセスに特化したベンダーとして認定を取得している子会社セラク CCC を通じて提供する。





図表3-(4)-4. 成長戦略③新規事業収益化

- 「みどりクラウドらくらく出荷」は利益率の高いビジネスモデルとなっており、営業活動に注力中
- 「NewtonX」は市場環境の変化を受けて、サービスの方向性を見直し

	みどりクラウドらくらく出荷	NewtonX
サービス概要	集出荷における計数・伝票作成と記入作業をラベルの貼り付けと読取によってデジタル化し省力化するシステム	-
収益モデル	初期導入費用+ (流通ラベル数×単価)	-
短～中期成長目標	<p>JAへの導入に注力し、流通ラベル数の増加を図る</p> <p>導入リードタイムは長期化しているものの、導入/トライアルJA数は着実に増加</p> <p>2025年8月期</p> <p>2029年8月期</p>	<p>類似サービスが多く、想定よりも競争環境が激化していることからサービスの方向性を見直し</p> <p>変更前 安心安全にChatGPTを利用するための法人向けシステムの提供</p> <p>変更後 Salesforceなど他サービスとの連携を通じて、既存サービスにおけるAI活用の機能を開発中</p>

(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」

IT 市場へのアプローチの考え方

同社では、IT 技術の活用を軸に社会課題の解決に貢献する事業を展開しており、成長可能性が高い領域にいち早く参入することで、独自のポジショニングを確立する方針。

図表3-(4)-5. 市場に対するセラクのアプローチ

- IT技術の活用を軸に、社会課題の解決に貢献する事業を展開
- 成長可能性が高い領域にいち早く参入し、独自のポジショニングを確立

市場		当社	
社会課題	概要	ソリューション	特徴
IT人材不足	<ul style="list-style-type: none"> 2030年に国内で最大約80万人のIT人材が不足 新卒のIT人材供給は年間最大6.4万人に留まる 	SI領域	<ul style="list-style-type: none"> IT人材を自社で創出し、長期的な活躍を実現する仕組みを確立 上流～下流まで幅広い案件に対応可能
ITシステムのクラウド移行	<ul style="list-style-type: none"> 企業ITシステムのクラウド化が進行 Salesforce市場は全世界で年25%の市場成長 	DX領域	<ul style="list-style-type: none"> カスタマーサクセス分野への早期参入によるノウハウの蓄積 Salesforce社やWHI社からの認定、大手SIer企業との協業
農業の生産性向上	<ul style="list-style-type: none"> 農業人口は減少の一途 非効率な作業も多く、生産性向上が課題 	みどりクラウド	<ul style="list-style-type: none"> 環境モニタリング、自動制御によって農作業の生産性向上 集出荷業務をQRコードの活用によって省力化
生成AIのビジネス活用	<ul style="list-style-type: none"> AI活用による生産性向上や業務のAI化が進行 年平均50%以上の市場規模拡大が継続 	NewtonX	<ul style="list-style-type: none"> 社内で蓄積したカスタマーサクセスに関するノウハウ 情報漏洩防止や再学習防止などの高いセキュリティ性

(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」

クラウド市場は引き続き拡大する見通しで、同社は「カスタマーサクセス」を主軸に、拡大する市場での事業拡



大に注力する。

図表3-(4)-6. DX領域の成長性

- カスタマーサクセスビジネスのリーディングカンパニーとして高成長率、高収益性を実現
- ポテンシャルの高いSaaSプロダクトにおいて運用定着のノウハウを横展開することで事業拡大を目指す



現在は集出荷の領域での事業拡大に注力するが、既存サービスをベースとしたサービス拡充や市場拡大も視野に入れる。

図表3-(4)-7. みどりクラウドの対面市場と成長シナリオ

- 現在は集出荷デジタル化領域における事業拡大に注力
- 既存サービスをベースとしたサービス拡充、市場拡大も視野に入れており、成長可能性は高い





図表3-(4)-8. AI活用の取り組み

- 「AI SHIFT (AI技術の活用)」に取り組む (2026年8月完了予定)
- これにより売上利益の向上と、継続的な事業成長を目指す



M&A の考え方

同社と親和性の高い企業との共創型 M&A を目指しており、非連続的な事業拡大の実現に向けて、好条件の案件は積極的に検討する。

図表3-(4)-9. M&A方針

- 当社と親和性の高い企業との共創型M & Aを目指す
- 非連続的な事業拡大の実現に向けて、好条件の案件は積極的に検討





(5) SWOT 分析

同社について、企業の内部要因と外部要因を分析し、「強み (Strengths)」、「弱み (Weaknesses)」、「機会 (Opportunities)」、「脅威 (Threats)」について整理した。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"> ○ 採用力×教育力×営業力 ○ DX・クラウドなど成長領域への事業展開 ○ 大規模なエンジニア体制 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 新規サービス立ち上げの収益性 ○ PM (プロジェクトマネージャー) 人材の不足 ○ 同業大手と比較した相対的なブランド力
外部要因	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
	<ul style="list-style-type: none"> ○ DX・AI市場の継続的な拡大 ○ ITエンジニア不足 	<ul style="list-style-type: none"> ○ AI関連市場の競争激化 ○ IT人材の獲得競争と人件費の高騰 ○ 業界内の競争激化と値下げ圧力 ○ IT業務がAIに置き換わる可能性

(出所)会社資料、ヒアリングなどで当研究所作成

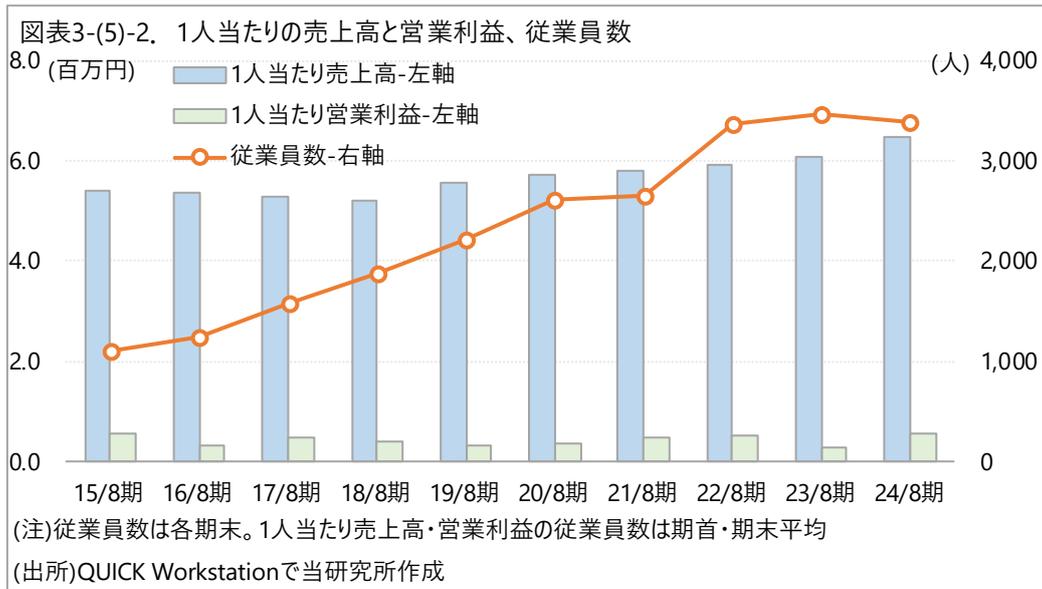
強み (Strengths) : 生かすべき強み

・採用力×教育力×営業力：初心者からの育成に強みがあり、未経験者や若手人材を短期間で育成し、ITエンジニアとして現場に輩出する独自の研修・教育システムを確立している。これが事業の根幹となっており、採用競争が激しいIT業界において、安定的に人材を確保している。大手SIer各社との安定的な取引基盤を持つほか、新規取引先を開拓しており、採用・教育によって育てた初級エンジニアをアサインすることができる。

・DX・クラウドなど成長領域への事業展開：従来のシステムインテグレーション (SI) 事業に加え、Salesforceの導入・定着支援やクラウドの運用支援など、利益率が高く市場が拡大しているDX (デジタルトランスフォーメーション) 領域へ事業の軸足をシフトさせている。企業のIT投資の中でも特に成長性の高い分野でのビジネスを拡大している。

・大規模なエンジニア体制：社内に3000名を超えるエンジニアを擁する大規模な体制に加え、数多くのビジネスパートナーと協力関係を結ぶことから、大手顧客の多様なニーズに対応できる規模といえる。





弱み (Weaknesses) : 克服すべき課題

・新規サービス立ち上げの収益性：技術革新の早い IT 業界において、新しい技術を用いた新規サービスの開発が重要になるが、先行投資負担から短期的には赤字になる可能性がある。みどりクラウド事業は成長期待の高い事業だが、現在は営業赤字となっており、新規事業の立ち上げには一定のリスクが付きまとう。

・PM (プロジェクトマネージャー) 人材の不足：同社は高付加価値化へのシフトを経営戦略の一つとしており、収益性の高い上流工程の案件獲得などに注力している。しかし、プロジェクトの上流工程に行くほど業務知識や技術力、マネジメント能力が求められる。このうち、同社は数多くのエンジニアを統括するマネジメント能力が必要な PM が不足している。未経験者の採用が多いため、アソシエイト (経験 3 年未満の初級エンジニア) が多く、PM 育成が急務となっている。PM を育成するために PMP 取得支援を行っているが、試験の難度が高く、PM が充足するには至っていない。

・同業大手と比較した相対的なブランド認知度：国内の Sler など同業大手と比べ、企業規模や知名度、ブランド認知度の面で差が見られる。同社の企業・地方自治体向けというビジネスモデルの特性上、必ずしもこれらが受注に直結するわけではない。営業力は強いものの、同業大手が有する広範な顧客基盤やブランド力は、新規顧客への提案機会の獲得やコンペにおいて、同社にとって不利な要因となる可能性がある。

機会 (Opportunities) : 捉えるべき機会

・DX・AI 市場の継続的な拡大：あらゆる業界で DX (デジタルトランスフォーメーション) 化が加速しており、企業の IT 投資は DX を中心に拡大傾向にある。特に AI 市場は急成長が見込まれ、生成 AI などを活用した業務効率化や新サービスの開発需要は高い。

・IT エンジニア不足：IT エンジニアの不足は社会的な課題となっており、企業の DX 推進を支援するパートナー





への支援要請の拡大が期待される。

脅威(Threats)：回避・対処すべき脅威

・AI 関連市場の競争激化：AI 市場はさらなる拡大が見込まれる一方で、競争環境は激しさを増している。同社は AI サービスとして NewtonX を展開するが、類似サービスが多くサービスの方向性を見直している。安心安全に ChatGPT を利用するための法人向けシステムを提供する現行サービスから、新サービスでは Salesforce など他サービスとの連携を通じて、既存サービスにおける AI 活用の機能を開発中だ。

・IT 人材の獲得競争と人件費の高騰：IT 業界は慢性的な人材不足に直面しており、エンジニアの採用競争の激化と、それに伴う人件費や採用コストの上昇につながる。必要な人材を確保できない場合、事業や業績に悪影響を与える可能性がある。

・業界内の競争激化と値下げ圧力：IT サービス業界は競合他社が多く、価格競争のリスクがある。顧客企業の業績悪化や戦略転換により、IT 投資の縮小やコストダウン要求を受ける可能性があり、同社の収益性に直接的な下方圧力をかける脅威となる。

・IT 業務が AI に置き換わる可能性：これまで人が担っていた IT 業務を AI が代替するようになると、同社が強みを持つ初級エンジニアの業務が減少、またはなくなる可能性がある。同社では、依然として人手による対応が必要な業務が多く、短期的な脅威とはみなしていないが、長期的なリスク要因としては認識している。長期的な脅威に対処するため AI に代替される可能性が低い、高付加価値ビジネスへのシフトを進めている。

・景気変動による IT 投資の抑制リスク：景気が後退すると、企業が IT 投資を抑制・延期する可能性があるが、同社の SI 領域での運用・保守サービスは、景気変動の影響を受けにくい安定性も持っている。



4. 業績・財務分析

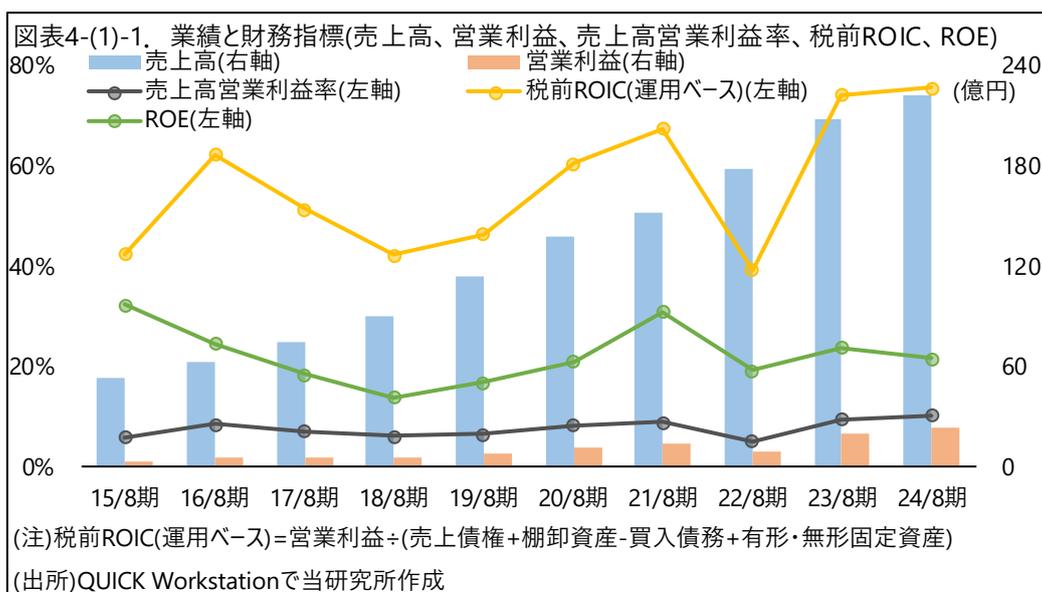
同社の長期業績を ROIC と ROE で分析する。第 1 に、ROIC（投下資本利益率、投下資本は運用ベースを使用）と成長性の組み合わせは、事業の成果を見る上で重要な指標である。ROIC（運用ベース）が資本コストを上回ることがまず大事で、その上で投下資本が増えて利益が成長することで、企業価値が創造される。

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

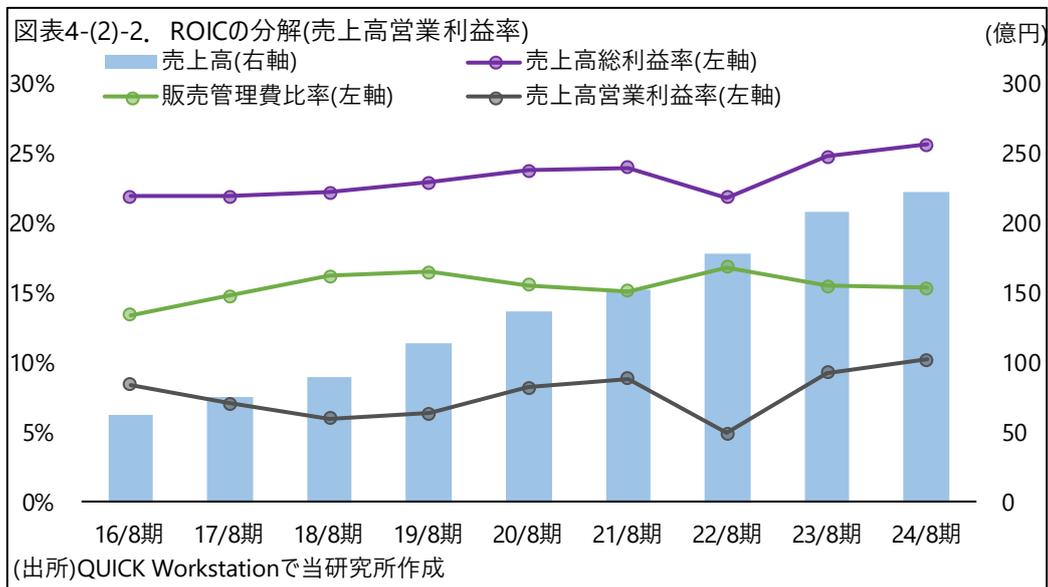
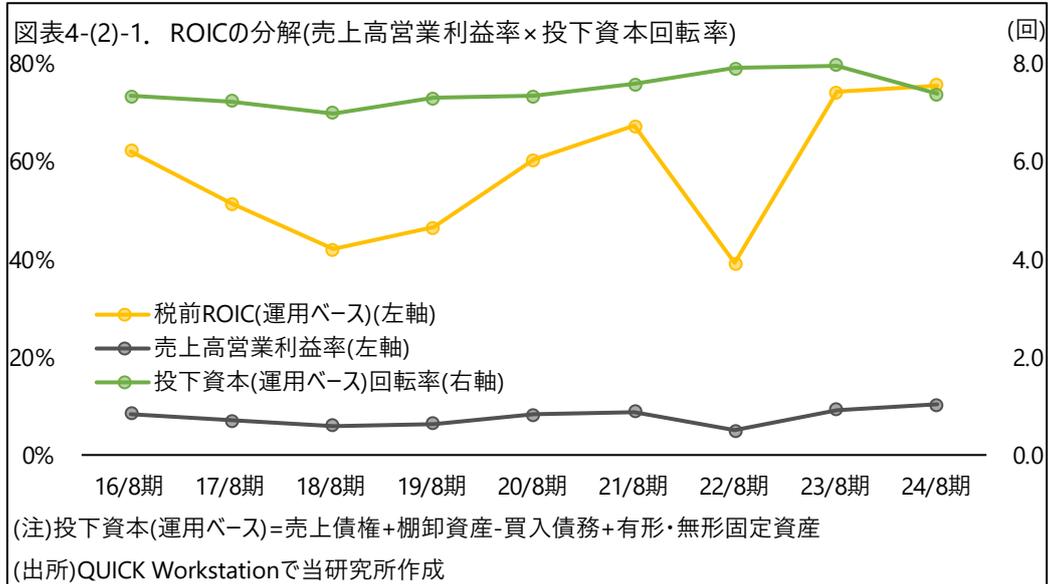
同社は 16 年 7 月に上場したため、15/8 期以降の業績（16/8 期決算発表に合わせ前期 15/8 期も開示）を見ると、業績は右肩上がりである。売上高は 15/8 期の 53 億円、営業利益は同 3.1 億円から、24/8 期は売上高が 222 億円で 4 倍強、営業利益は 23 億円で 7 倍強に拡大した。営業利益率は、15/8 期の 5.8% から 24/8 期は 10.2% に上昇した。なお、22/8 期は営業減益だったが、成長を目指した先行投資として、過去最高のエンジニア採用を行ったため。採用強化によって採用・教育コストが増え、販管費がかさんだ。採用エンジニアが稼働するにつれ稼働率が上がり翌 23/3 期は増益に転じた。

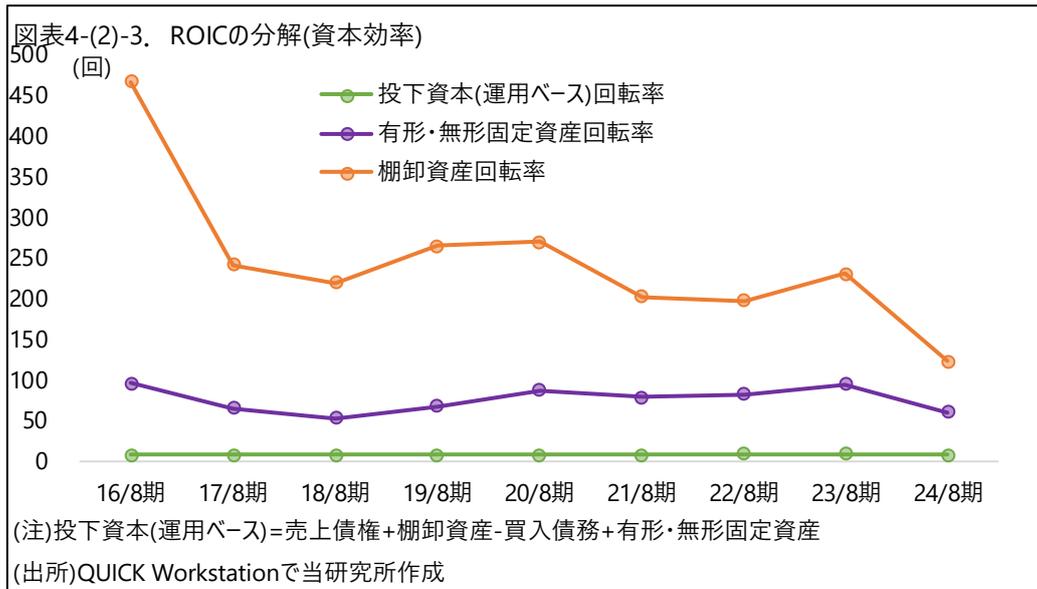




(2) ROIC の分析

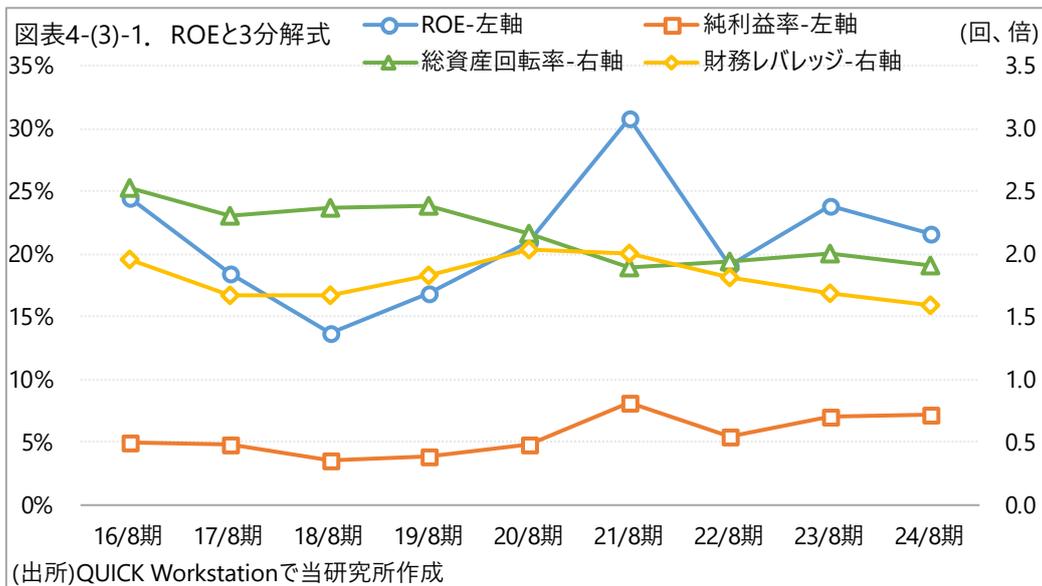
ROIC を売上高営業利益率と投下資本回転率に分けたものが図表 4-(2)-1、営業利益率を売上総利益率と販管費率に分けたものが図表 4-(2)-2。長期的な傾向をつかむための参考にされたい。

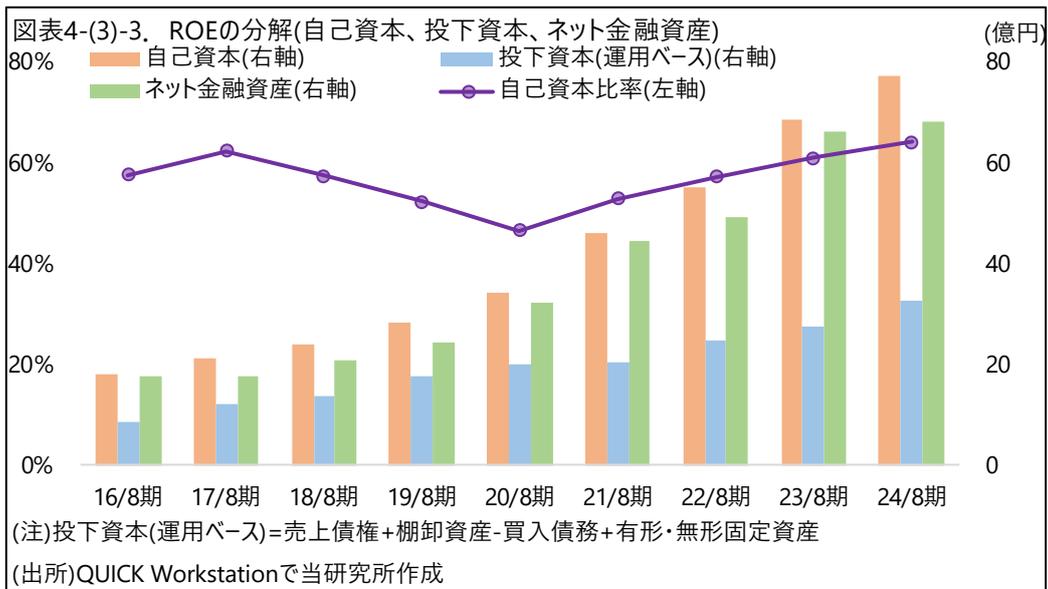
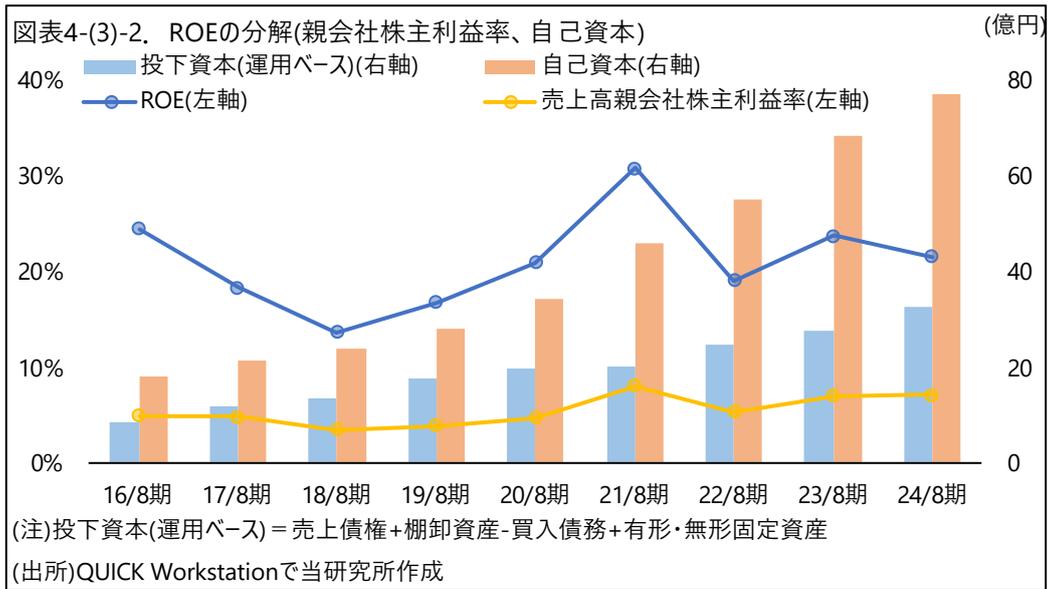


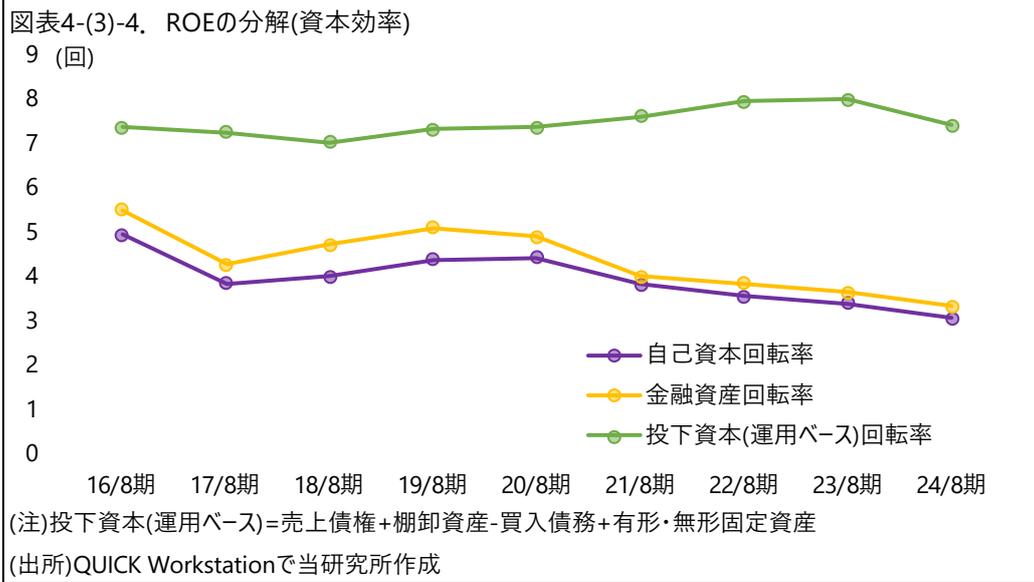


(3) ROE の分析

同社のROEは24/8期に21.6%だった。17/8期～19/8期は20%を下回り、21/8期は30%を上回ったが、おおむね20%台で推移しており、高い資本収益性を誇る。ROEを純利益率、総資産回転率、財務レバレッジに3分解すると、総資産回転率は低下傾向だが、純利益率が改善傾向を示している。財務レバレッジは1.5倍～2.0倍程度で推移している。





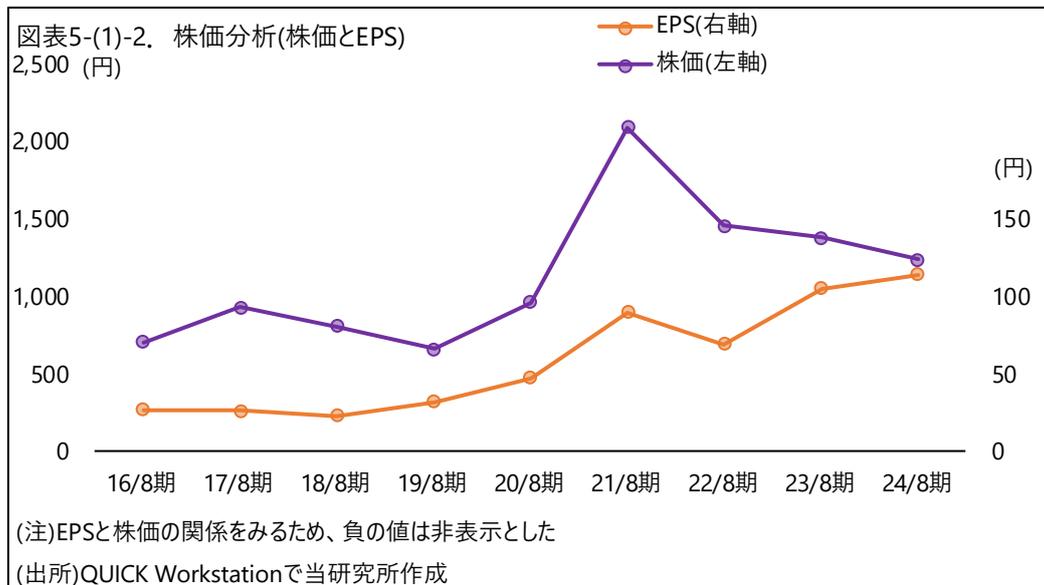
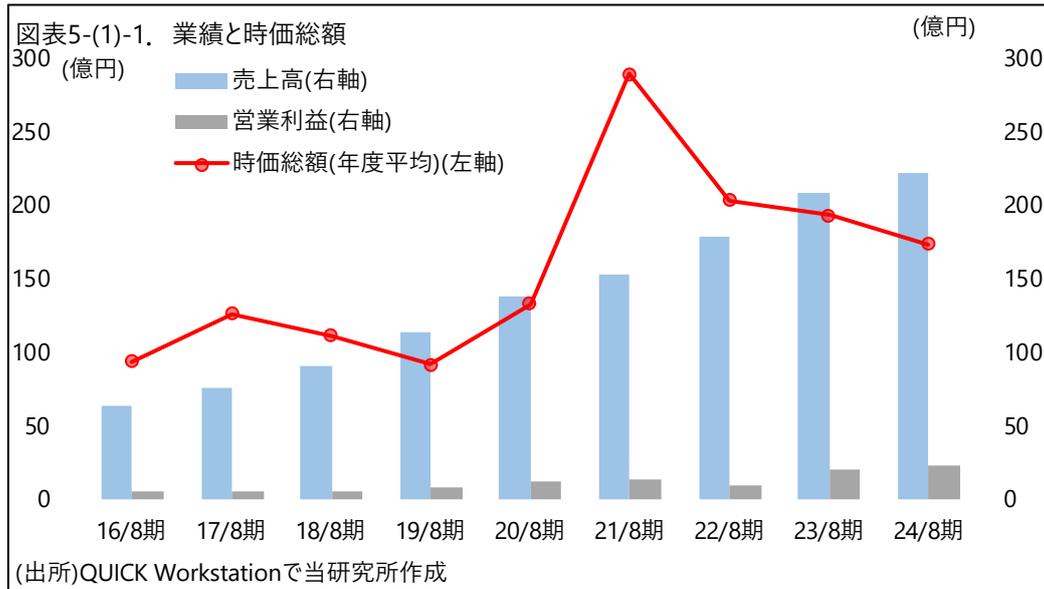


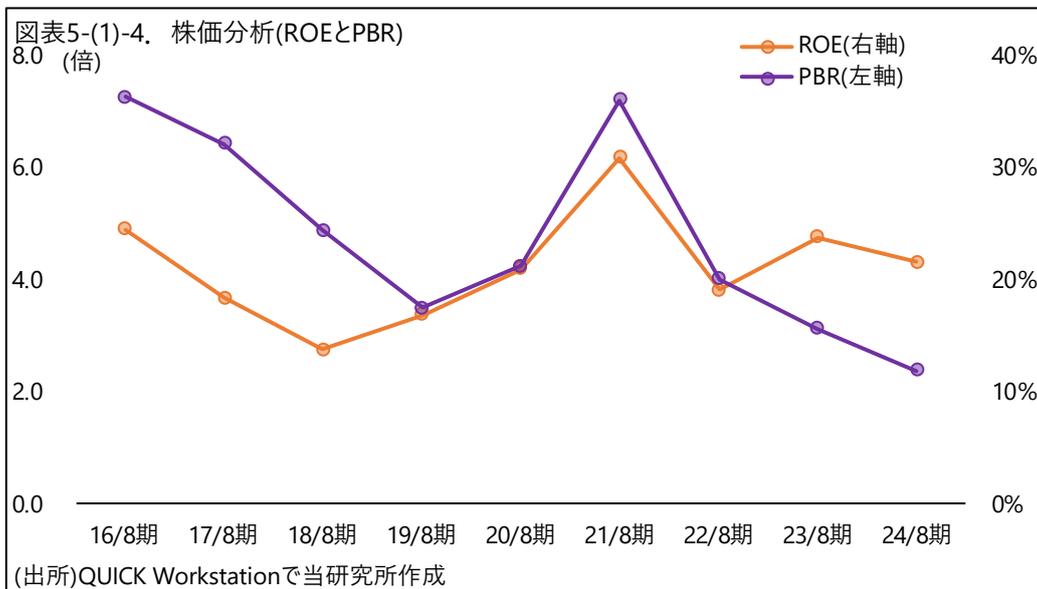
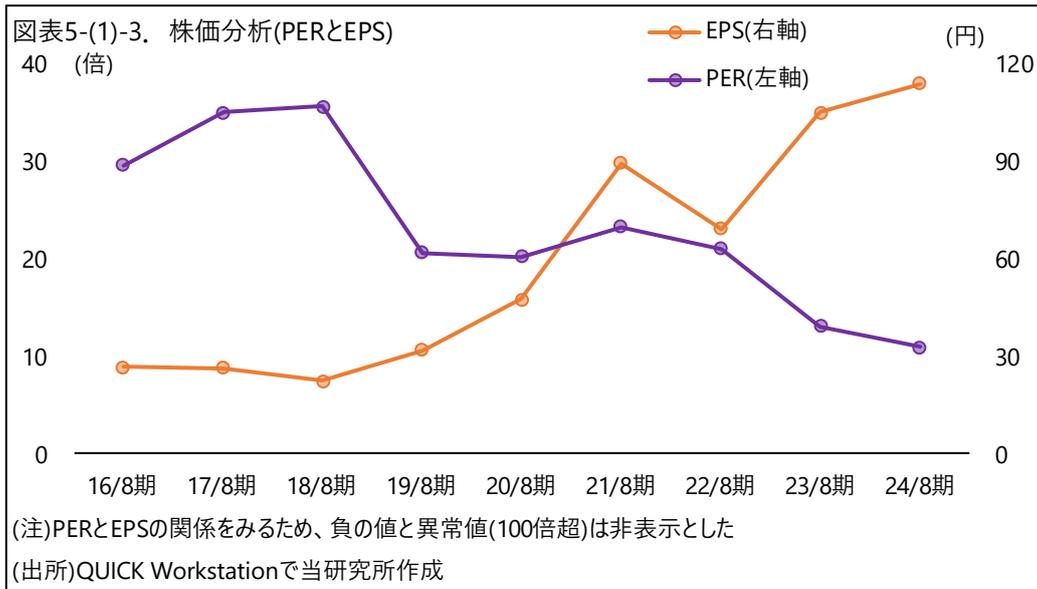


5. 株価と株価関連指標の関係

(1) 業績と株価・関連指標の動向

図表 5-(1)-1～5-(1)-4 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。業績拡大に反して、時価総額は上場後から伸び悩んだが、20/8 期から上昇トレンドに入り、21/8 期には時価総額は 300 億円に迫った。ただ、22/8 期に営業減益になったことなどから、24/8 期にかけて時価総額は減少した。25/8 期は増加に転じている。





(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。

同社の TSR は、20/8 期、21/8 期がプラス、22/8 期～24/3 期はマイナスだった。前半 2 期がプラス、後半 3



期がプラスだったが、21/8期的大幅なプラスが5期平均（幾何平均）リターン、5期累積リターンを押し上げた。TSRを33業種別のサービス業と比較すると、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）では、同社のTSRは20/8期と21/8期の株価上昇が寄与し、サービス業のリターンを上回った。

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=19/8期

	20/8期	21/8期	22/8期	23/8期	24/8期	5期平均	5期累積
セラク	46.1%	118.5%	-29.9%	-4.6%	-9.4%	14.1%	93.7%
配当利回り	0.7%	0.6%	0.4%	0.7%	0.9%	0.7%	6.4%
株価変化	45.4%	117.9%	-30.4%	-5.3%	-10.4%	13.4%	87.3%
33業種別:サービス業	3.7%	28.3%	3.1%	-6.5%	15.6%	8.2%	48.2%
配当利回り	1.5%	1.6%	1.1%	1.5%	1.9%	1.5%	-
株価指数変化	2.2%	26.7%	1.9%	-8.0%	13.7%	6.7%	-
セラク-33業種別:サービス業	42.4	90.2	-33.0	1.9	-25.0	5.9	45.5
TOPIX	1.6%	18.8%	8.0%	9.3%	28.9%	12.9%	83.7%
配当利回り	2.6%	2.7%	2.3%	3.0%	3.0%	2.7%	-
株価指数変化	-0.9%	16.0%	5.7%	6.4%	25.9%	10.2%	-
セラク-TOPIX	44.5	99.8	-38.0	-13.9	-38.3	1.1	10.0

(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

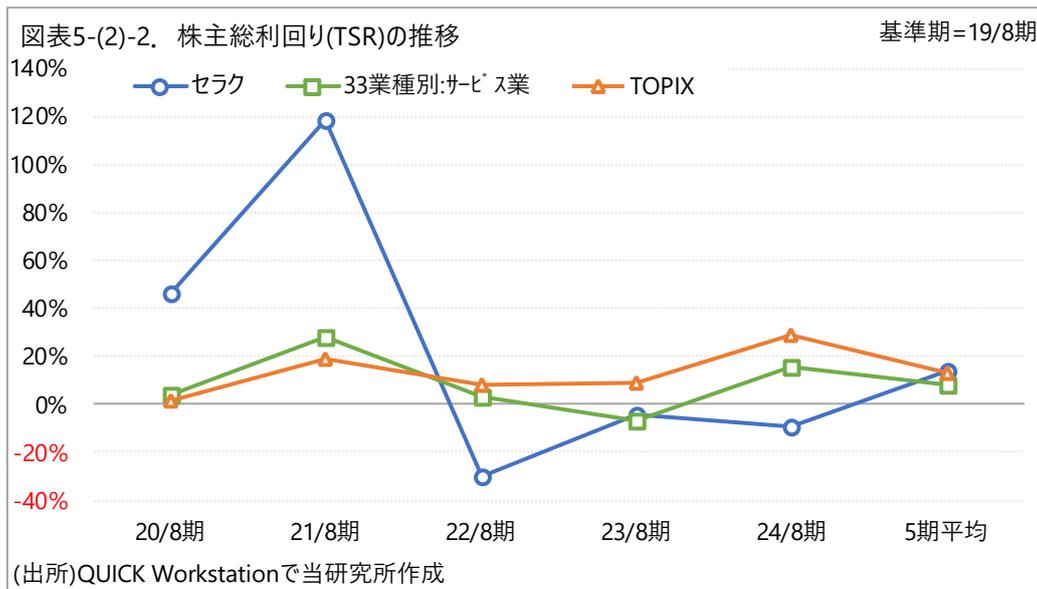
(注6)株価および株価指数は各期の月末終値の平均

(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。

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。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。

8 期平均（16 年 7 月上場のため 10 期末満）の株価変化は 6% のプラスであり、BPS の積み上げによる効果が 16% のプラス、株式市場からの評価の変化である PBR の変化は 9% のマイナスだった。

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。

図表5-(2)-3. 株主総利回り(TSR)の分解

	17/8	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8 (期)	平均	
									8期	5期
株主総利回り(TSR)	32%	-13%	-18%	46%	119%	-30%	-5%	-9%	6%	14%
配当利回り	0%	0%	0%	1%	1%	0%	1%	1%	0%	1%
株価の変化	32%	-13%	-18%	45%	118%	-30%	-5%	-10%	6%	13%
株価変化の分解(1)BPSとPBR										
BPSの変化	-71%	13%	366%	22%	33%	19%	24%	17%	16%	23%
ファンダメンタルの影響	18%	7%	10%	20%	33%	18%	23%	14%	14%	22%
親会社株主利益	20%	15%	18%	23%	36%	21%	27%	23%	18%	26%
配当	-2%	-7%	-7%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%
自己株取得／増資	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-4%	-0%	-1%
それ以外の効果	-75%	6%	325%	1%	0%	1%	1%	2%	2%	1%
PBRの変化	352%	-23%	-82%	19%	63%	-42%	-24%	-23%	-9%	-8%
配当の影響(理論値)	2%	7%	7%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%
自己株取得／増資の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%	1%
株式市場での評価の変化(注2)	345%	-28%	-84%	17%	61%	-43%	-25%	-28%	-11%	-10%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+BPS変化)	-71%	13%	367%	23%	34%	20%	25%	17%	16%	24%
株価変化の分解(2)EPSとPER										
EPSの変化	-72%	-14%	466%	49%	88%	-22%	52%	11%	17%	30%
親会社株主利益	15%	-14%	41%	49%	90%	-22%	52%	7%	17%	29%
自己株取得／増資	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	0%	1%
それ以外の影響	-75%	-0%	300%	0%	-1%	-0%	-0%	-0%	-0%	-0%
PERの変化	368%	1%	-85%	-2%	16%	-10%	-38%	-19%	-10%	-12%
配当の影響(理論値)	-0%	-0%	-0%	-1%	-1%	-0%	-1%	-1%	-0%	-1%
自己株取得／増資の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-4%	-0%	-1%
株式市場での評価の変化(注2)	369%	1%	-85%	-1%	17%	-10%	-37%	-15%	-9%	-11%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+EPS変化)	-71%	-13%	466%	49%	88%	-22%	53%	12%	18%	30%
参考資料										
ROE	18%	14%	17%	21%	31%	19%	24%	22%	-	-
DPS(円)	3	3	3	5	6	9	10	13	-	-
配当性向	9%	12%	10%	10%	6%	12%	10%	11%	10%	11%
総還元性向	9%	12%	10%	10%	6%	12%	10%	49%	15%	24%
DOE(配当÷自己資本)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	-	-

(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

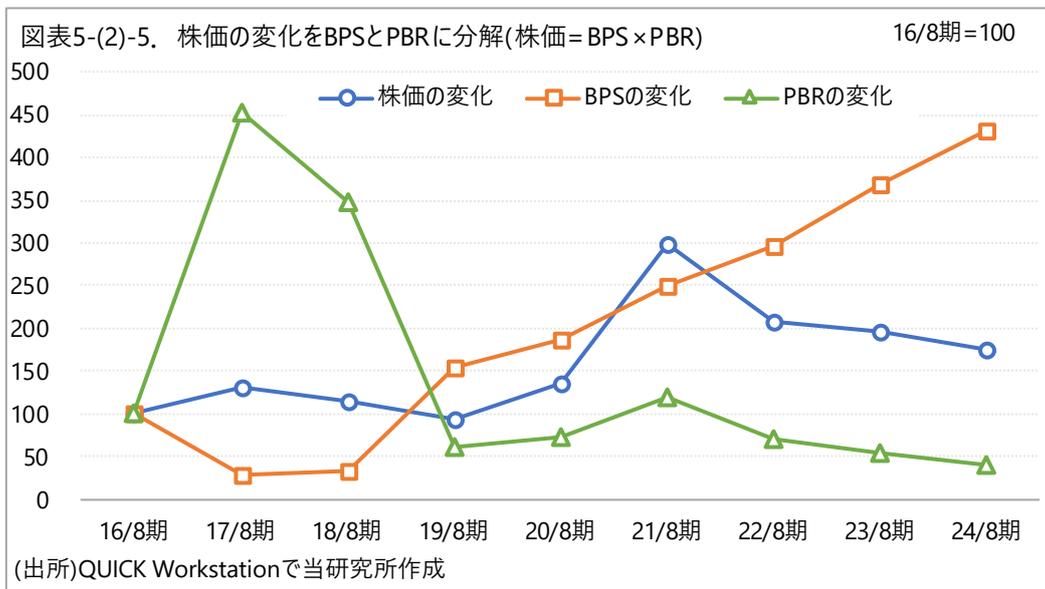
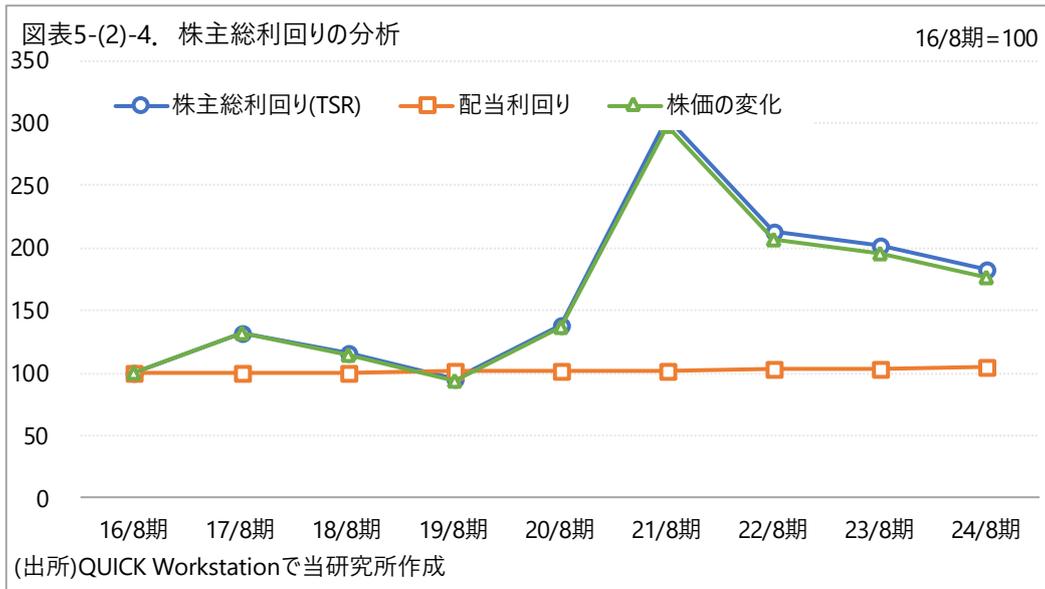
(注2)株式市場での評価の変化には、配当と自己株取得の影響以外を含む

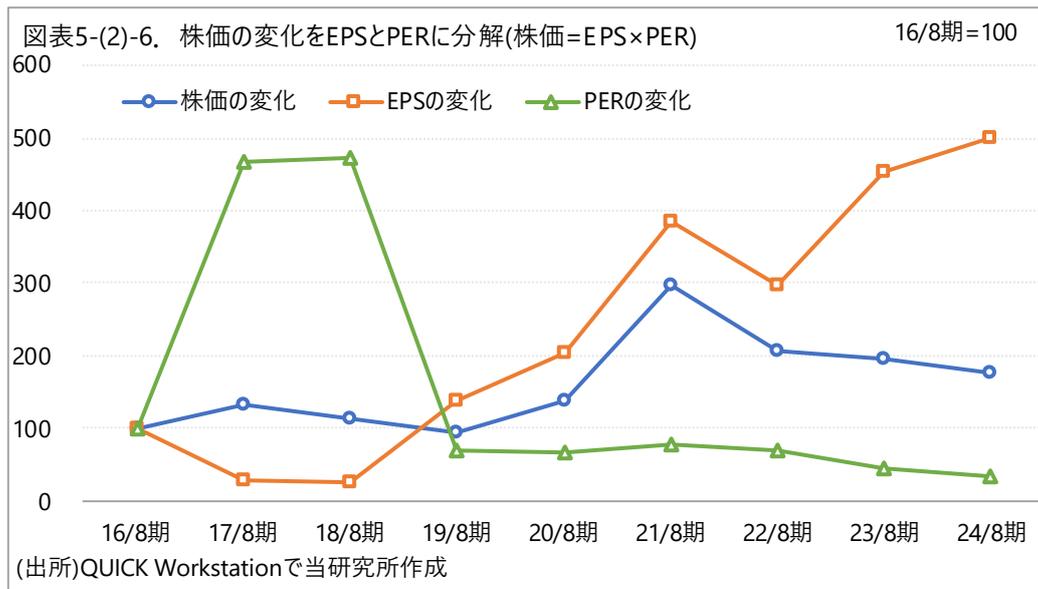
(注3)詳細な算出法については巻末の解説を参照

(注4)参考文献：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







(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 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。

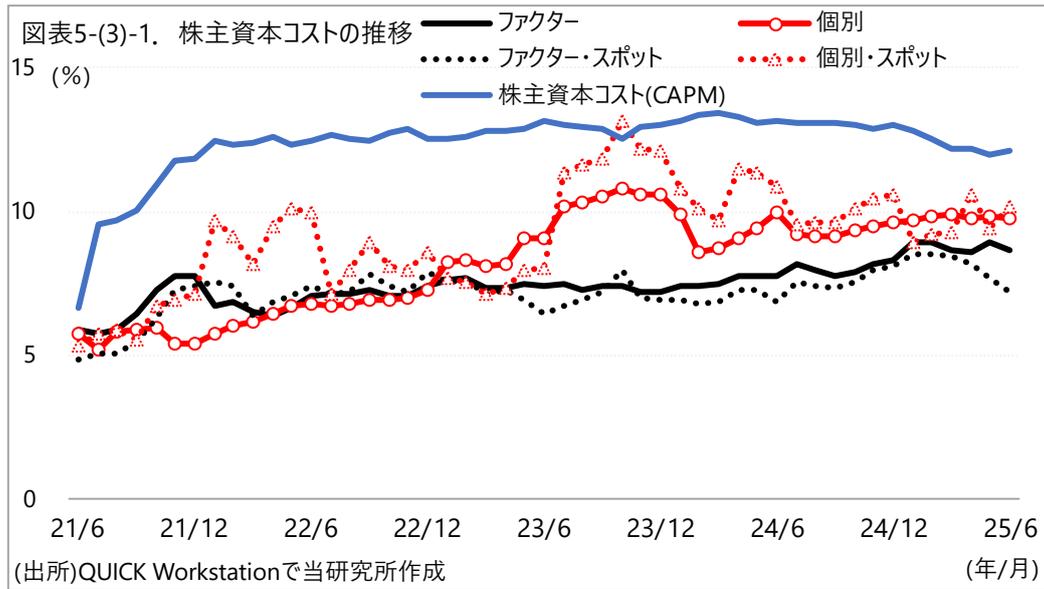
QUICK 株主資本コストについての算出方法、見方については、巻末の「Appendix2～株主資本コストの見方」をご覧ください。

CAPM を用いて算出した株主資本コストは 12.7%である。株主資本コストは短期的な変動を平準化するため、足元の数値ではなく直近 12 カ月平均を採用した。CAPM ベースの株主資本コストは、概ね 12%台で推移している。負債コストは、24/8 期の支払利息を期首・期末の平均有利子負債で除する簡便法を用いて計算し、0.4%と想定した。WACC（加重平均資本コスト）は、有利子負債はグロス（現預金を差し引かない総額）を用いて計算し、12.5%と算出した。

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。

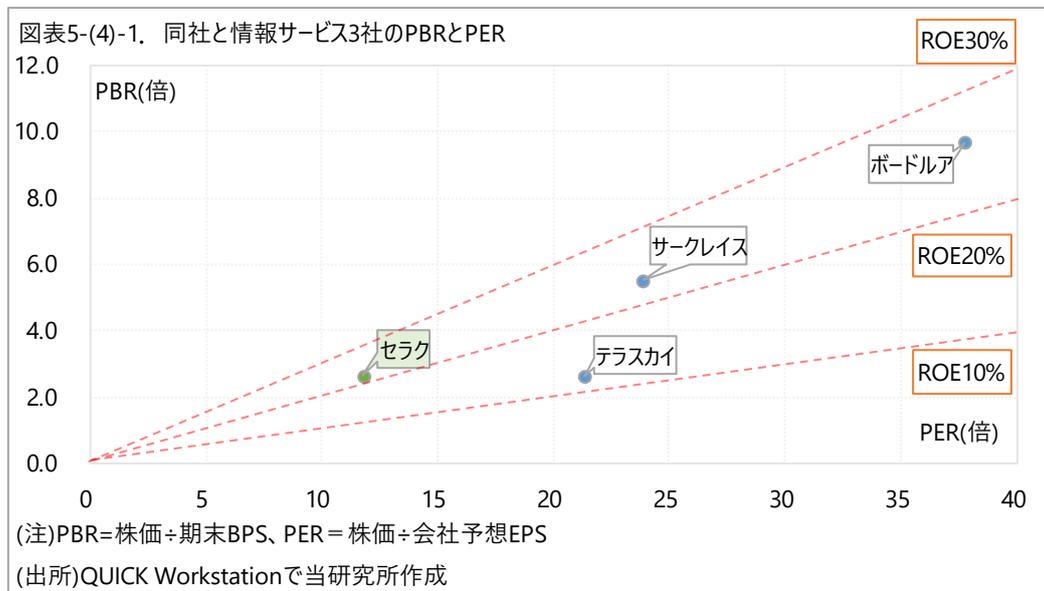
資本コストの推計値は目安として、投資家が想定する資本コストの水準を、対話などを通じて確認することが大切だろう。





(4) PBR、PER の同業他社との比較

同業他社との比較で対象とした同業 3 社と同社の PBR と PER を示した。PER と PBR の交点は ROE (ROE=PBR÷PER。財務比較で用いた ROE とは計算式が異なる点に注意) となる。ROE のラインを図表に示した。ROE が 8%を上回ると PBR が上昇する傾向があるとされる。同社は ROE が 20%を超えており、成長期待を示すとされる PER が 10 倍前半にとどまるものの、PBR は 2 倍を上回る。



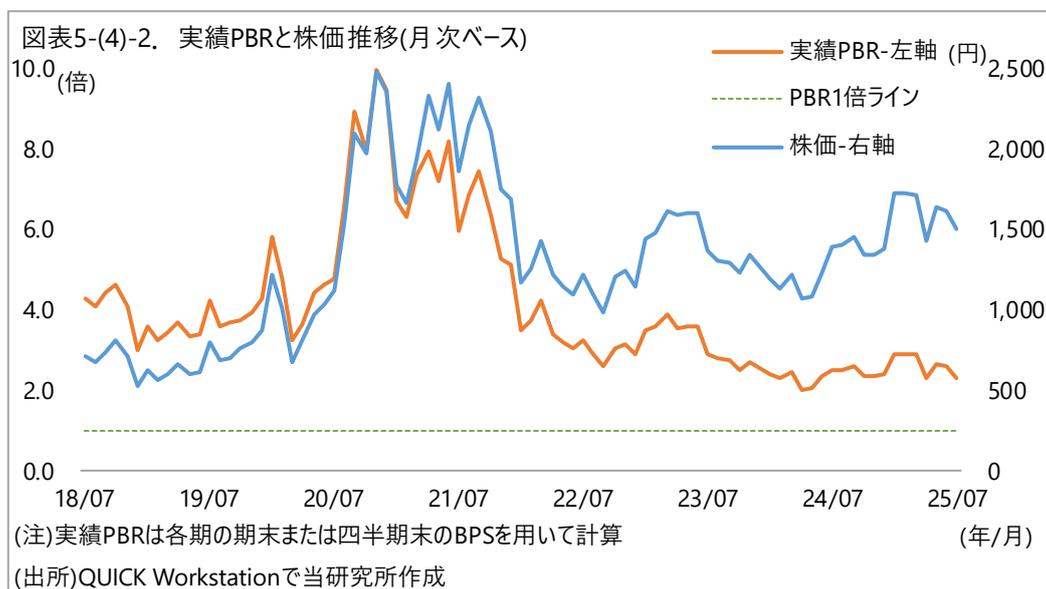
過去からの株価推移

業績拡大への期待などから株価は 20 年～21 年にかけて大きく上昇し、20 年 10 月には上場来高値を付け





た。PBR も一時は 10 倍近くに評価が高まった。その後は 22/8 期に減益となるなど、期待値が下がったとみられ、株価、PBR ともに下落した。PBR は 2 倍程度まで調整した後は落ち着いた動き（直近の BPS ベースで計算。同業他社比較の数値とは異なる）。株価は 24 年央から回復基調だ。



6. 当面の業績動向

25/8 期は 10%増収、12%営業増益を計画

(1) 25/8 期 3Q の業績実績

3Q 累計は 13%増収、12%営業増益

25/8 期 3Q 累計の連結業績は売上高が前年同期比 13%増の 185 億円、営業利益が同 12%増の 20 億円だった。みどりクラウド、機械設計エンジニアリングは伸び悩んだものの、主力のデジタルインテグレーションセグメントが伸長。先行投資費用などを吸収した。

図表6-(1)-1. 業績動向

(百万円)

	24/8期 3Q累計	25/8期 3Q累計	25/8期	
			増減額	増減率
売上高	16,450	18,545	2,095	12.7%
売上原価	12,241	13,649	1,408	11.5%
売上総利益	4,209	4,895	687	16.3%
(売上総利益率)	(25.6%)	(26.4%)	0.8P	-
販管費	2,422	2,886	464	19.2%
(販管費率)	(14.7%)	(15.6%)	0.8P	-
営業利益	1,786	2,009	223	12.5%
(営業利益率)	(10.9%)	(10.8%)	-0.0P	-
経常利益	1,803	2,051	248	13.7%
親会社株主利益	1,151	1,315	164	14.2%

(注)金額は百万円未満切り捨て。増減額・増減率・比率は当研究所計算(出所)会社資料「決算短信(25/8期3Q)」で当研究所作成

デジタルインテグレーションセグメント

SI 領域では底堅い IT 投資需要のもと、エンジニア育成を通じたサービス拡充による付加価値向上、DX 領域では Salesforce、COMPANY の定着運用支援が好調に推移したことに加え、ビジネスパートナーの活用の推進により規模拡大が進んだ。

みどりクラウドセグメント

「みどりクラウド らくらく出荷」の拡販にリソースを集中していることから、減収、営業損益は赤字幅が拡大した。「みどりクラウド らくらく出荷」は JA への営業活動を積極的に行ったことで、新たに複数の JA で導入が決まった。現在、複数の JA でトライアル実施/検討中のステータスとなっており、引き続き JA への導入を働き掛ける。なお、営業損益段階では赤字が拡大したが、営業外収益として「みどりクラウド らくらく出荷」の導入に係る補助金収入を計上した。

機械設計エンジニアリングセグメント





案件獲得や稼働率は堅調に推移したが、売上高はほぼ横ばいとどまり、人件費を中心とする販管費が増加したことから、セグメント利益は半減した。

図表6-(1)-2. セグメント別の業績動向

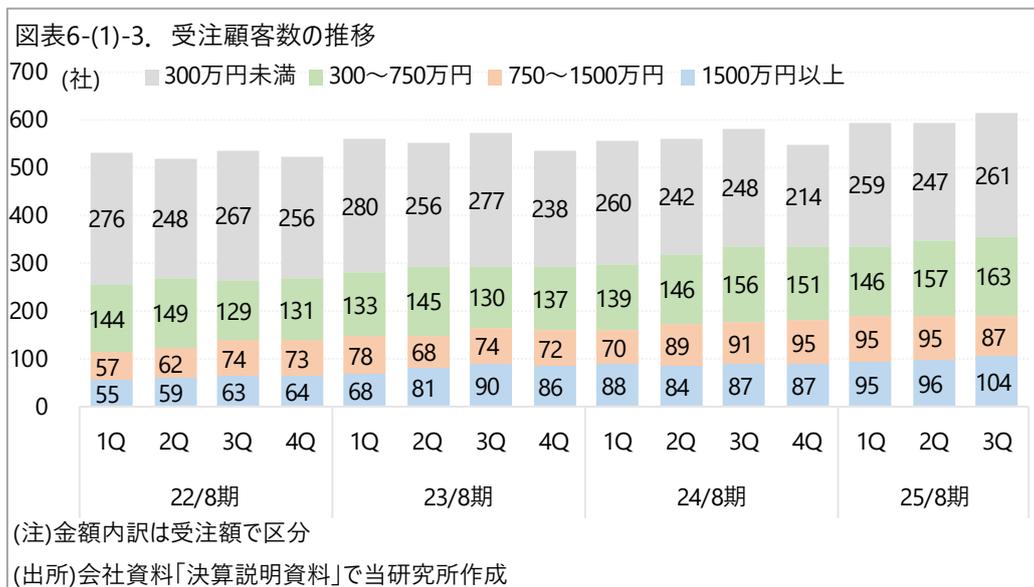
(百万円)

	24/8期	25/8期	25/8期	
	3Q累計		3Q累計	増減額
売上高	16,450	18,545	2,095	12.7%
デジタルインテグレーション	15,741	17,860	2,118	13.5%
SI(システムインテグレーション)	10,951	12,201	1,250	11.4%
DX(デジタルトランスフォーメーション)	4,790	5,658	868	18.1%
みどりクラウド	223	200	-22	-10.1%
機械設計エンジニアリング	485	484	-0	-0.1%
営業利益	1,786	2,009	223	12.5%
デジタルインテグレーション	1,788	2,054	266	14.9%
みどりクラウド	-50	-78	-28	-
機械設計エンジニアリング	35	17	-18	-50.9%
全社費用	12	15	3	21.1%

(注1)金額は百万円未満切り捨て。増減額・増減率・比率は当研究所計算
(注2)セグメント売上高は外部顧客、セグメント利益の合計は営業利益と調整
(注3)全社費用は、主に報告セグメントに帰属しない一般管理費
(出所)会社資料「決算短信(25/8期3Q)」で当研究所作成

受注顧客数

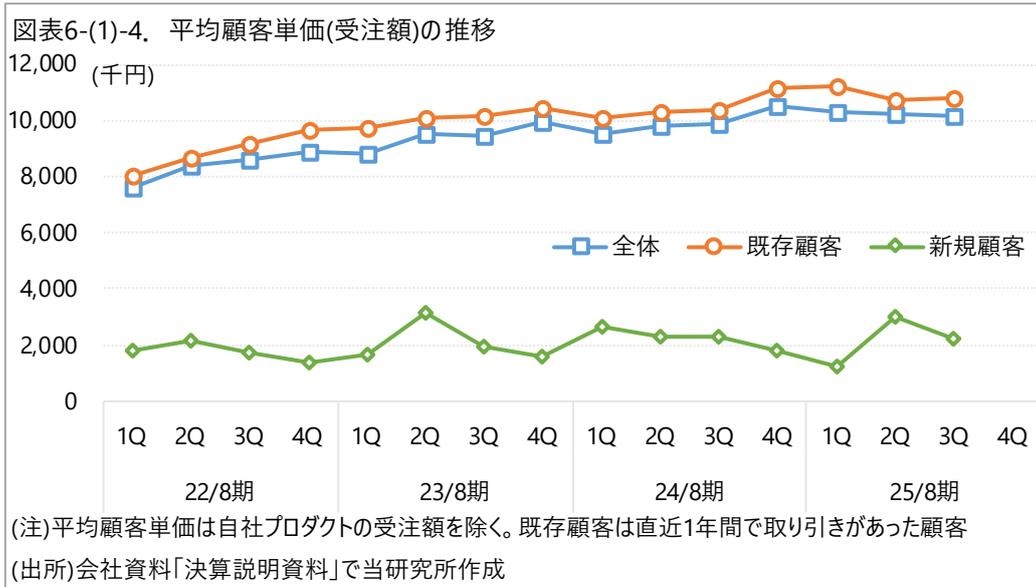
受注顧客数の推移を見ると、既存顧客との取引拡大と並行して、新規顧客の獲得にも注力したことから、25/8 期 3Q の顧客数は前年同期の 582 社から 33 社増の 615 社となった。



平均顧客単価

25/8 期 3Q の平均顧客単価は前年同期に比べると若干上昇した。



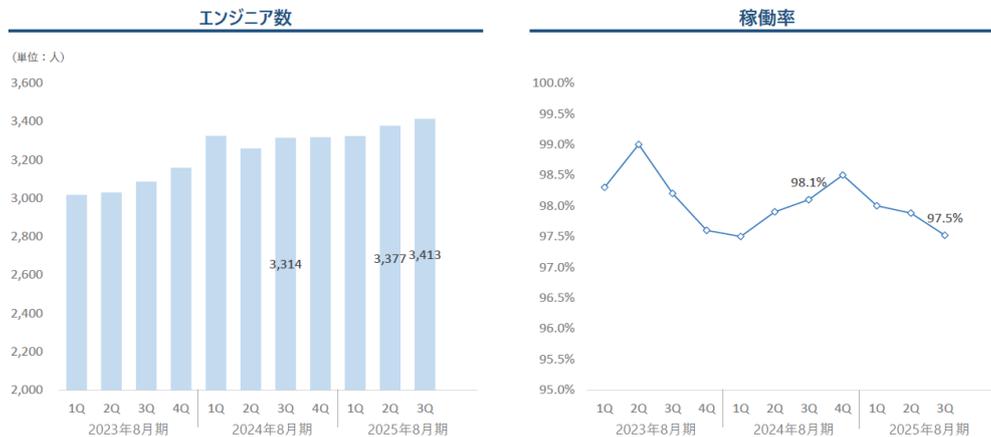


エンジニア数と稼働率

エンジニア数は増加傾向にあり、25/8 期 3Q のエンジニア数は 3413 人となった。前年同期の 3314 人から増加した。

図表6-(1)-5. エンジニア数・稼働率推移

- エンジニア数は増加傾向
- 案件切り替えのタイミングで多少の上下はあるものの、稼働率は安定して高い水準で推移



* 2024年6月期以降のエンジニア数は自社エンジニアと稼働パートナーエンジニアを合算した数値
(出所)会社資料「決算説明資料(25/8期3Q)」

* 稼働率算出の対象は初期研修期間を除く自社エンジニア

(2) 25/8 期の業績計画

10%増収、12%営業増益の通期計画を据え置き





25/8 期通期の連結業績について会社側は、売上高 245 億円（前期比 10% 増）、営業利益 26 億円（同 12% 増）の期初公表の計画を据え置いた。情報産業分野では、業務効率化ニーズの高まりや DX に向けた戦略的投資など、潜在的な企業の IT 投資意欲は引き続いており、今後も同分野における需要は堅調に推移すると見込まれる。このような事業環境の中、プロジェクトマネジメント（PM）ができる人材の教育・育成や、ビジネスパートナーとの連携・活用のほか、IT 先端領域の技術力向上、サービス拡充に注力する。

図表6-(2)-1. 業績見通し

(百万円)

	24/8期 実績	25/8期 計画	
		増減額	増減率
売上高	22,221	24,500	2,278 10.3%
営業利益 (営業利益率)	2,273 (10.2%)	2,550 (10.4%)	276 0.2P -
経常利益	2,317	2,550	232 10.0%
親会社株主利益	1,575	1,720	144 9.2%

(注)金額は百万円未満切り捨て、増減額・増減率・比率は当研究所計算
(出所)会社資料「決算短信(24/8期通期、25/8期3Q)」で当研究所作成

IR カレンダー

26 年 8 月までの主な IR イベントを示した。25/8 期の決算発表は 10 月中旬に予定されている。

図表6-(2)-2. IRカレンダー(25年9月～26年8月)

第1四半期			第2四半期			第3四半期			第4四半期		
9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
	● 決算発表			● 第1四半期 決算発表			● 第2四半期 決算発表			● 第3四半期 決算発表	
		● 定時株主総会									
・25年10月中旬：25/8期決算発表 ・11月中旬：定時株主総会 ・26年1月中旬：26/8期1Q決算発表 ・4月中旬：26/8期2Q決算発表 ・26年7月：26/8期3Q決算発表											

(注)都合により予告なく変更される場合がある

(出所)会社ホームページで当研究所作成

(3) 株主還元

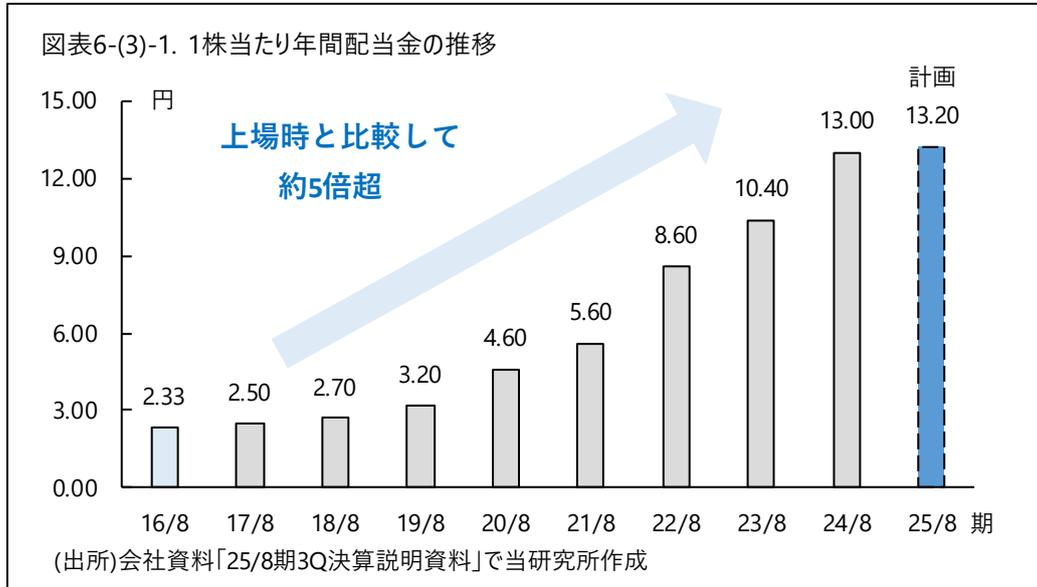
同社は、経営体質の強化と今後の事業展開、株主に対する利益還元を勘案して安定的に配当を行う考え。

1 株当たり年間配当金については、21/8 期から業績連動配当を導入。中期経営計画の達成状況に応じて、5.6 円から 32.6 円まで引き上げることを目標としている。親会社株主に帰属する当期純利益から、各省庁や地方公共団体から受け取る補助金、給付金、助成金などについて税効果を調整した金額を除外した金額（調整後の親会社株主に帰属する連結純利益）を基準に「業績連動配当」を算出し、「安定配当」（5.6 円）と





合算したものをベースに利益配当を行っている。内部留保資金の用途については、運転資金および設備投資などに充当し、事業基盤の安定と企業価値の向上に努めていく。なお、25/8期の1株当たり年間配当金は業績連動配当に加えて、自己株式消却に伴い増配を予定。引き続き、自己株式取得による株主還元や個人投資家との対話機会の充実に取り組む方針だ。



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」を要請。自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その内容や市場評価に関して取締役会で分析・評価し、改善に向けた具体的な取り組み等を投資家にわかりやすく説明することが求められている。

同社では、資本コストや株価を意識した経営に向け、ROE・PBRを重要な指標として位置付けている。具体的な数値目標は今後策定でき次第開示するが、引き続き収益力・資本効率の向上を図っていく。配当については業績連動型配当を導入しており、安定配当に加え、業績の成長に応じた増配を行う方針だ。

なお、同社は現在、政策保有株式としての上場株式は保有していないが、今後、取得・保有する場合には取引先との関係強化による企業価値の向上を目的とする方針だ。また、取締役会において、保有する上での中長期的な経済合理性や取引先との総合的な関係の維持・強化の観点から保有効果等について個別に検証等を行い、継続して保有する必要がないと判断した株式の売却を進めるなど、縮減に努めていく。

(2) サステナビリティ

ガバナンス

同社グループでは、持続可能な社会の実現と企業価値の向上に対して、前述の経営理念のもと、サステナビリティへの取り組みを強化している。取締役会はサステナビリティ全般に関するリスクおよび機会の監督に対する責任と権限を有しており、適宜対応方針および実行計画について活発な協議を行っている。

戦略

同社は、社会課題への取り組みを推進することで、グループとして長期的な成長基盤を構築し、社会的価値の創造と社会の発展に寄与している。

これまで、ITインフラ分野を中心にIT人材の育成を積極的に行ってきた。持続可能かつ強固なITセキュリティの構築や顧客ニーズに合わせたサービスの提供など、IT社会におけるシステムの安全な運用を支えるだけでなく、IT未経験者を独自の教育モデルや研修システムによってIT技術者へ転換するなど、社会全体が抱えるIT人材不足という大きな課題に対してアプローチしている。技術領域を積極的に広げ、AIやIoTなど先端技術領域において新たなイノベーションを創出。独自サービスとして、企業におけるAI活用による業務変革を推進すべく、安心安全にChatGPTを利用するための法人向けサービス「NewtonX」の導入・活用支援サービスも行っている。

このほか、農業の分野において、農水産DXプラットフォーム「みどりクラウド」や「ファームクラウド」、農水産ソリューション「みどりクラウド らくらく出荷」を展開。データ活用や生産者支援プラットフォームだけでなく、第一次産業



全体を領域とした総合ソリューションを提供し、農業分野をはじめとする第一次産業の生産性向上や活性化といった社会的課題の解決をIT技術によって果たしていく考えだ。

図表7-(2)-1. 同社とESG・SDGsの関わり



(出所)会社資料「25/8期3Q決算説明資料」

みどりクラウド事業のSDGsへの貢献

前述のみどりクラウド事業は、一次産業のDXを推進し、SDGs（持続可能な開発目標）の達成に多角的に貢献している。

(a) 安定した農業生産と環境負荷の低減

「みどりクラウド」は、栽培環境の定量化や自動制御システムを提供し、気候変動に適応できる安定的な食糧供給を支援している。家畜の飼育においては、「ファームクラウド」を利用して畜舎環境を適正に保ち、家畜の健全な育成と事故による損失の最小化を実現。また、環境を可視化することで、施設園芸における化石燃料の使用を必要最低限に抑え、温室効果ガスの発生削減に貢献している。

(b) 食品等の流通合理化

農作物の集出荷をデジタル化する「みどりクラウド らくらく出荷」は、流通の合理化を通じて安定的な食糧供給を可能にしている。ウェザーニューズとの共同開発による産地出荷量予測は、流通の合理化やフードロスの低減に寄与している。有機農産物の流通においては、市場の物流・決済機能を利用することで、取引の大口化や共同物流を実現し、環境負荷の低い持続可能な農業を促進していく。





「みどりクラウド」は日本 DX 大賞 2023SX・GX 部門優秀賞、農業情報学会 2023 年度開発奨励賞、ASPIC IoT・AI クラウドアワード 2019 など数多くの受賞実績を有し、農林水産省からも 20 年、21 年、23 年と関連した事業やプロジェクトが採択されており、今後の取り組みが期待される。

(3) 人材育成・社内環境整備

同社は変化の速く、大きい IT 業界において、それぞれの領域で活躍できる「主体的に学び、となりの人と共に成長し続ける人材」の育成を目指している。その実現に向けて、包括的な教育体系とナレッジデータベースの整備等による「知の共有」を図るとともに、スキルの可視化による戦略的なローテーションや業務アサインを実施することで、業務経験を通じたスキルアップ・キャリアアップ機会の創出を図っている。また、適切な評価・フィードバックによって社員の成長意欲を醸成するとともに、主体的な学びを支援することで、専門性を有した多様な人材を育成し、組織力の強化を目指している。

リスキリングを通じた IT 人材の創出を継続しつつ、付加価値の高い IT 技術を持つプロフェッショナル人材の育成にも注力し、人材投資を積極的に行うことで、デジタルインテグレーターとして社会やお客様により一層の価値を提供できるよう、経営戦略や人事戦略と一体となった人材育成を促進していく。

同社の IT 人材育成モデル

同社は未経験者を採用して教育を行い、高度な IT 技術者を育成するビジネスモデルを確立している。IT スキルゼロでも約 2 カ月で IT エンジニアとして必要な知識を取得し、以降も継続して教育担当者がサポートする体制を構築。最初から高度な内容の業務に就くことは難しいため、既に安定して運営されている大規模システムや IT インフラの運用監視等からスタート。徐々に経験や技術力を積み上げ、より高度なスキルが求められる案件に参加できるような仕組みを採用している。同社は多くの案件を確保する営業力に加え、人材育成に投資できる資金力、例年 100 名以上の新卒採用ができる組織体制等により、これまで 5,000 名以上の IT エンジニアを創出してきた実績があり、顧客企業から安定的に人材を創出するパートナーとして高く評価されている。

初期教育の充実に加え、永続的な教育プログラムとして「セラク情熱大学」があり、継続して勉強することでより高度な技術、最新技術を継続して学ぶことが可能となっている。日々進化していく IT 業界の動向に合わせて、研修や実務プログラムの内容もアップデートしており、このスピード感も同社の強みとなっている。





図表7-(3)-1. 同社のIT人材育成モデル



(出所)会社資料「25/8期3Q決算説明資料」

競争優位性

案件	<ul style="list-style-type: none"> IT業界未経験者でも活躍できる運用・保守案件を多数保有 大規模案件や高度なスキルが求められる案件も、クライアントとの良好な関係構築や多様な顧客ニーズに対応できるエンジニア育成を通じて受注
教育力	<ul style="list-style-type: none"> 初期教育として、未経験者には1~2か月の研修を実施し、案件にアサイン可能な水準の技術力やビジネススキルを養成 継続教育として、最先端の案件を通じて得られた知見を教育プログラム化し、実践的なノウハウを社内でも共有する「情熱大学」や、開発案件を担えるプロジェクトマネージャー育成を目的とした研修を実施
採用力	<ul style="list-style-type: none"> 例年100名以上の新卒採用を行うことができる組織体制 人材紹介会社との関係構築による豊富な求職者紹介 充実した初期教育を背景に、業界未経験でもキャリアチェンジを実現できることを理由とした高い集客力

社内環境整備

同社は年齢や性別、国籍に関わらず、社員一人ひとりがやりがいと誇りをもって働けるよう、多様な人材の活躍を支援する働きやすい社内環境の整備に努めている。リモートワーク等を含む柔軟な働き方の実現や出産・育児・介護などに対する制度整備を進めるほか、自社サービスを含めた健康経営の推進を行い、社員の健康、幸福を実現することによって、会社の持続的な発展を目指している。

指標および目標

人的資本の充実・強化と併せて、施策を継続的に評価・管理するための指標および目標の設定を検討している。なお、当連結会計年度末現在、人材育成方針および社内環境整備方針に関連して管理している指標に関する目標とその実績は、次の通り。





図表7-(3)-2. 人的資本に関する事項の指標および目標

指標	目標	実績 (24/8期)
女性管理職比率	10.0%以上 (28年8月末までに)	7.0%
一月あたりの労働者の平均残業時間	20.0時間未満を継続	10.6時間
年次有給取得率	70%以上	84.7%
障がい者雇用率	法定雇用率の維持	2.50% (24年8月時点)
ウォーキングキャンペーン参加者数	-	953名 (24年5月開催)
健康管理アプリ*利用者数 (*自社アプリ/ココカラダイアリー)	-	2,381名

(出所)会社資料「有価証券報告書(24/8期)」で当研究所作成

(4) コーポレートガバナンス

同社グループは、株主、顧客、従業員をはじめとする利害関係者に対して、経営責任と説明責任の明確化を図り、企業価値の最大化によるメリットを提供するため、経営と業務執行における透明性の確保並びにコンプライアンス遵守の徹底を進め、同時に、効率的な経営の推進を行うこととしている。こうした取り組みを進める中で、コーポレートガバナンスの一層の充実に努めていく。



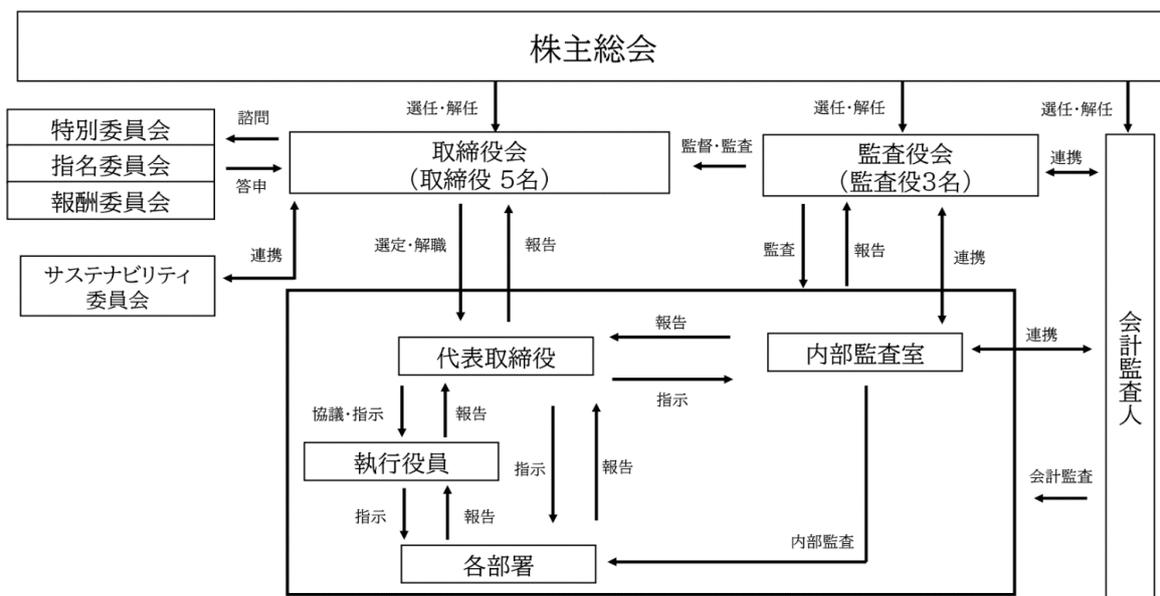


図表7-(4)-1. コーポレートガバナンス体制、取締役等の状況

組織	組織形態	監査役設置会社
取締役	定款上の取締役の員数	7名
	定款上の取締役の任期	2年
	取締役会の議長	社長
	取締役の人数	5名
	社外取締役の人数	2名
	社外取締役のうち独立役員に指定されている人数	2名
	女性取締役の人数	0名
	取締役へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況	ストックオプション制度の導入
	指名委員会または報酬委員会に相当する任意の委員会の有無	あり
	監査役会	定款上の監査役の員数
監査役の数		3名
社外監査役の数		2名
社外監査役のうち独立役員に指定されている人数		2名
独立役員	独立役員の人数	4名
その他	買収防衛策の導入の有無	なし

(出所)会社資料「24年11月26日付コーポレートガバナンス報告書」で当研究所作成

図表7-(4)-2. コーポレートガバナンス体制図



(出所)会社資料「24年11月26日付コーポレートガバナンス報告書」



8. 大株主の状況、リスク等

(1) 大株主の状況

代表取締役の宮崎龍己氏と同氏の弟である専務取締役執行役員営業本部長の宮崎浩美氏、代表取締役の資産管理会社である宮崎およびミヤザキの所有割合を合わせて、56.57%を占める。

図表8-(1)-1. 過去4期および直近上期末の大株主推移

順位	21/8期	22/8期	23/8期	24/8期	25/8期上期		
	大株主名	大株主名	大株主名	大株主名	大株主名	所有株式数(千株)	所有割合(%)
1	宮崎龍己	宮崎龍己	宮崎龍己	宮崎龍己	宮崎龍己	4,880	35.98
2	宮崎浩美	宮崎浩美	宮崎浩美	宮崎浩美	宮崎浩美	1,127	8.31
3	宮崎	宮崎	宮崎	宮崎	宮崎	952	7.02
4	SMBC信託銀行	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)	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)	760	5.61
5	SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT	SMBC信託銀行	SMBC信託銀行	SMBC信託銀行	ミヤザキ	714	5.26
6	日本マスタートラスト信託(信託口)	日本カストディ銀行(信託口)	従業員持株会	従業員持株会	SMBC信託銀行	576	4.25
7	野村証券	従業員持株会	J Pモルガン証券	J Pモルガン証券	SBI証券	258	1.91
8	従業員持株会	吉野明昭	日本カストディ銀行(信託口)	CACEIS BK IICS CLIENTS	従業員持株会	188	1.39
9	吉野明昭	上田八木短資	日本証券金融	吉野明昭	日本カストディ銀行(信託口)	173	1.28
10	GOLDMAN SACHS& CO. REG	志野文哉	野村証券	岩崎泰次	J.P.Morgan Securities plc	136	1.01

(出所)会社資料「有価証券報告書」等で当研究所作成

(2) トップマネジメント

代表取締役の宮崎龍己氏（1957年2月生）は、1980年4月、マーク入社。81年12月、米国クイーンズ大学留学。84年2月、マーク復職。87年12月、セラク設立、代表取締役（現任）。（主要な兼職）セラクCCC代表取締役、宮崎代表取締役。

(3) 事業等のリスク

同社グループの事業展開その他に関してリスク要因となる可能性があると考えられる主な事項を記載している（24/8期有価証券報告書より抜粋）。

(1) 事業環境の変化に伴う同社の優位性低下



同社グループは、IT 技術の中核とし、他領域へ事業を水平展開することでドメインの拡大を図り、各事業領域では、オンサイト型、ソリューション型の技術支援に加え独自の新商品サービスを展開し技術の高度化を図ってきた。しかしながら、事業環境の変化に十分な対応ができなかった場合、もしくは、顧客のニーズを的確に捉えたサービスを提供できなくなった場合やそれ以外の何らかの要因により同社の競争力が低下した場合には、同社の事業戦略、財政状態および経営成績に大きな影響を与える可能性がある。

(2) 景気動向および業界動向の変動による影響

同社グループが提供するサービスは、企業を取り巻く環境や企業経営の効率化などの動きにより、顧客の IT に対する投資抑制策等の影響を受けることから、経済情勢の変化に伴い事業環境が悪化するなどした場合、同社の経営成績に影響を与える可能性がある。

(3) 人材の確保および育成

同社グループが成長に向けてさらなる企業基盤を拡充するためには、関連する技術ノウハウを有する優秀な人材の確保・育成が不可欠である。IT 業界における慢性的な人材不足の中、同社グループでは優秀な人材の確保・育成のために教育制度の充実等、継続した人的資本投資を行っているが、今後退職者の増加や採用の不振等により必要な人材を確保することができない場合には、同社グループの事業および業績に影響を与える可能性がある。

(4) 個人情報を含めた情報管理体制

同社グループはシステム開発や運用、またはサービス提供の遂行過程において、顧客の機密情報やユーザーの個人情報を取り扱う可能性がある。また、社内日常業務を遂行する過程においても、役員および従業員、取引先企業の役職員に関する個人情報に接する機会がある。

同社では、システム上のセキュリティ対策に加え、様々な情報を取り扱うシステム開発・運用サービス業者としての信頼性を高めるため、情報セキュリティマネジメントシステム「ISO/IEC27001（JISQ27001）」を取得している。また、当該公的認証に準拠した「情報セキュリティマニュアル」を整備し、ISMS（情報セキュリティマネジメントシステム）の運営、維持、改善に努めている。しかしながら、こうした取り組みにより将来にわたり情報漏洩を完全に防止できる保証はなく、仮に個人情報その他の機密情報が外部流出するような事態が生じた場合には、同社グループの社会的信用に与える影響は大きく、その代償として同社グループの経営成績にも多大な悪影響が及ぶ可能性がある。

(5) 法的規制

同社グループが提供するサービスのうち、人材派遣サービスは、「労働者派遣事業の適正な運営の確保および





派遣労働者の就業条件の整備等に関する法律」(労働者派遣法)に基づいた労働者派遣事業として厚生労働大臣の許可を受けて行っている。労働者派遣法では、労働者派遣事業の適正な運営を確保するために、同社が労働者派遣事業主としての欠格事由(労働者派遣法第6条)、および、当該事業許可の取消事由(同法第14条)に該当した場合には、厚生労働大臣が事業許可の取消、業務の停止を命じることができる旨を定めている。現時点において認識している限りでは、同社グループにおいてはこれらの法令に定める欠格事由および取消事由に該当する事実はない。しかしながら将来、何らかの理由により許可の取消等が発生した場合には、同社グループの事業運営に大きな支障をきたすとともに、業績および財務状況に大きな影響を与える可能性がある。

また、これまでに施行された労働者派遣法改正法が同社グループ業績に与える影響は限定的であったが、今後の動向によっては、同社グループの業績に影響を与える可能性がある。

同社グループは前述の労働者派遣法のほか、職業安定法、労働基準法等の労働関連法令等により、規制を受けている。法令の変更、新法令の制定、または解釈の変更等が生じた場合、同社グループの事業が制約され、同社グループの業績に影響を与える可能性がある。

図表8-(3)-1. 許認可等の状況

許認可等の名称	有効期限	許認可等の番号	規制法令	所轄官庁等	取消事由等
労働者派遣事業許可	2021年4月1日～ 2026年3月31日	派13-080517	労働者派遣法	厚生労働省	労働者派遣法第6条に定められている条項に抵触した場合

(出所)会社資料「有価証券報告書(24/8期)」で当研究所作成

(6) 派遣・請負エンジニアおよびスタッフに関する業務上トラブルの発生

スタッフによる業務遂行に際して、スタッフの過誤による事故やスタッフの不法行為により訴訟の提起またはその他の請求を受ける可能性がある。同社グループは、スタッフの作業にあたり、事故を未然に防ぐために管理体制を整えているが、上記トラブルによる訴訟内容および請求金額によっては、同社グループの事業および業績に影響を与える可能性がある。

(7) 経営者への依存に関するリスク

同社において、創業者である代表取締役宮崎龍己氏は、同社の経営方針および事業戦略を決定するとともに、ビジネスモデルの構築から事業化に至るまで重要な役割を果たしている。また、今後も同社の業務全般においては、同氏の経営手腕に依存する部分が大きいと考えられる。

同社では、取締役会および事業部会等における役員および幹部社員の情報共有を行っている。また、経営組織の強化など権限委譲を図り、同氏に過度に依存しない経営体制の整備を進めているが、何らかの理由により同氏が業務執行を継続することが困難になった場合には、今後の同社グループの事業展開および業績に影響





を及ぼす可能性がある。

(8) 自然災害や事故

地震等の自然災害や予期せぬ事故等により、同社グループあるいは取引先企業の重要な設備が損壊する等の被害が発生した場合には、同社グループの業績および財務状況に影響を及ぼす可能性がある。



9. 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

図表9-(1)-1. 損益計算書(通期)

単位：百万円

	16/8期	17/8期	18/8期	19/8期	20/8期	21/8期	22/8期	23/8期	24/8期	25/8期 計画
売上高	6,317	7,500	9,017	11,410	13,771	15,263	17,859	20,858	22,221	24,500
(前期比)	18%	19%	20%	27%	21%	11%	17%	17%	7%	10%
売上原価	4,930	5,854	7,009	8,792	10,486	11,596	13,954	15,680	16,521	
(前期比)	16%	19%	20%	25%	19%	11%	20%	12%	5%	
(売上原価率)	78%	78%	78%	77%	76%	76%	78%	75%	74%	
売上総利益	1,386	1,645	2,007	2,617	3,285	3,667	3,904	5,178	5,700	
(前期比)	28%	19%	22%	30%	26%	12%	6%	33%	10%	
(売上総利益率)	22%	22%	22%	23%	24%	24%	22%	25%	26%	
販管費	850	1,112	1,463	1,890	2,150	2,311	3,017	3,233	3,426	
(前期比)	10%	31%	32%	29%	14%	7%	31%	7%	6%	
(販管费率)	13%	15%	16%	17%	16%	15%	17%	16%	15%	
営業利益	536	532	543	727	1,134	1,356	886	1,944	2,273	2,550
(前期比)	73%	-1%	2%	34%	56%	20%	-35%	119%	17%	12%
(営業利益率)	8%	7%	6%	6%	8%	9%	5%	9%	10%	10%
EBITDA	552	556	575	759	1,159	1,387	933	1,983	2,319	
(前期比)	73%	1%	3%	32%	53%	20%	-33%	113%	17%	
(EBITDAマージン)	9%	7%	6%	7%	8%	9%	5%	10%	10%	
ネット金融収支	-1	-1	-	1	0	-3	-2	-1	1	
為替差損益	-2	-	-	-	-	-	-	-	-	
持分法投資損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
経常利益	532	543	525	737	1,165	1,836	1,434	2,156	2,317	2,550
(前期比)	66%	2%	-3%	40%	58%	58%	-22%	50%	7%	10%
(経常利益率)	8%	7%	6%	6%	8%	12%	8%	10%	10%	10%
税前利益	525	541	487	699	1,063	1,820	1,423	2,147	2,317	
(税負担率)	40%	33%	36%	37%	38%	32%	32%	31%	32%	
親会社株主利益	314	360	311	440	654	1,240	966	1,472	1,575	1,720
(前期比)	48%	15%	-14%	41%	49%	90%	-22%	52%	7%	9%
(純利益率)	5%	5%	3%	4%	5%	8%	5%	7%	7%	7%
EPS(円)	26.9	26.5	22.7	32.0	47.5	89.8	69.4	105.4	114.2	
DPS(円)	2.3	2.5	2.7	3.2	4.6	5.6	8.6	10.4	13.0	
配当性向	9%	9%	12%	10%	10%	6%	12%	10%	11%	
BPS(円)	132.9	154.9	175.1	204.1	248.8	331.8	395.2	491.0	572.0	
設備投資額	32	110	56	39	69	93	51	55	204	
減価償却費	16	24	32	32	25	31	47	39	46	
研究開発費	7	19	39	26	7	26	23	9	59	
従業員数(人)	1,242	1,583	1,879	2,219	2,606	2,656	3,373	3,480	3,387	

(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、DPS、配当性向、BPSは会社公表値。EPS、DPS、BPSは株式分割があれば、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

	16/8期	17/8期	18/8期	19/8期	20/8期	21/8期	22/8期	23/8期	24/8期
流動資産	2,926	3,091	3,553	4,480	6,315	7,496	8,260	9,725	10,085
現預金	1,880	1,876	2,314	2,772	4,329	5,458	5,658	6,867	6,896
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0
売上債権	824	1,022	1,163	1,597	1,826	1,821	2,336	2,562	2,740
棚卸資産	20	42	40	46	56	95	86	95	266
固定資産	182	320	641	889	1,026	1,234	1,360	1,527	1,966
有形固定資産	20	76	78	86	134	199	207	222	384
無形固定資産	52	82	110	62	35	22	9	2	127
のれん	0	0	43	34	25	15	6	0	124
投資その他の資産	109	161	452	741	856	1,012	1,143	1,302	1,454
資産合計	3,108	3,411	4,195	5,370	7,342	8,730	9,620	11,253	12,052
流動負債	1,209	1,155	1,582	2,223	2,773	3,235	3,828	4,178	4,124
買入債務	47	22	18	39	57	111	159	130	262
短期借入金・社債	68	41	139	136	106	255	600	183	39
固定負債	104	128	202	335	1,139	879	272	170	165
長期借入金・社債	60	68	111	212	1,005	750	150	61	45
負債合計	1,313	1,284	1,785	2,559	3,912	4,114	4,101	4,349	4,289
自己資本	1,794	2,127	2,409	2,810	3,425	4,612	5,515	6,868	7,732
非支配株持ち分	0	0	0	0	0	0	0	0	0
純資産	1,794	2,127	2,410	2,811	3,429	4,616	5,519	6,904	7,762
運転資本	797	1,042	1,185	1,604	1,825	1,805	2,263	2,527	2,744
投下資本(運用ベース)	869	1,200	1,373	1,752	1,994	2,026	2,479	2,751	3,255
投下資本(調達ベース)	1,922	2,236	2,659	3,158	4,536	5,617	6,265	7,112	7,816
ネット投下資本(調達ベース)	42	360	345	386	207	159	607	245	920
ネットキャッシュ(-はネットデット)	1,752	1,767	2,064	2,424	3,218	4,453	4,908	6,623	6,812
1. 営業キャッシュフロー	546	202	562	655	995	1,467	704	2,027	1,357
売上債権の増減額	-9	-197	-126	-433	-229	5	-515	-225	-121
棚卸資産の増減額	-12	-21	2	-6	-9	-39	9	-9	-165
仕入債務の増減額	14	-24	-4	21	17	53	48	-29	123
2. 投資キャッシュフロー	-35	-164	-220	-255	-160	-186	-176	-195	-404
固定資産の取得	-40	-198	-94	-123	-178	-194	-178	-196	-334
投資その他の資産の取得	-7	-87	-39	-83	-110	-123	-112	-141	-135
3. フリーキャッシュフロー-(1+2)	511	38	342	400	835	1,281	528	1,832	953
4. 財務キャッシュフロー	636	-45	93	57	724	-154	-328	-625	-923
配当	-19	-31	-34	-37	-41	-59	-77	-119	-145
自己株取得	0	0	0	0	0	0	0	0	-601
有利子負債の増減額	-58	-18	124	94	764	-106	-255	-505	-183
現預金の増減額	1,145	-5	434	456	1,559	1,126	198	1,206	29
現預金の期末残高	1,837	1,832	2,266	2,723	4,282	5,409	5,608	6,814	6,844

(注)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(表示なし項目)

	16/8期	17/8期	18/8期	19/8期	20/8期	21/8期	22/8期	23/8期	24/8期
< ROEの3分解式 >									
純利益率	5.0%	4.8%	3.4%	3.9%	4.7%	8.1%	5.4%	7.1%	7.1%
総資産回転率(回)	2.5	2.3	2.4	2.4	2.2	1.9	1.9	2.0	1.9
財務レバレッジ(倍)	2.0	1.7	1.7	1.8	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6
< 資産収益性 >									
ROE	24.5%	18.4%	13.7%	16.9%	21.0%	30.9%	19.1%	23.8%	21.6%
ROA	21.2%	16.7%	13.8%	15.4%	18.3%	22.8%	15.6%	20.7%	19.9%
税前ROIC(運用ベース)	62.4%	51.4%	42.2%	46.5%	60.5%	67.5%	39.3%	74.3%	75.7%
税前ROIC(調達ベース)	37.2%	25.6%	22.2%	25.0%	29.5%	26.7%	14.9%	29.1%	30.5%
税前ROIC(ネット調達ベース)	412.3%	264.7%	154.0%	198.9%	382.5%	741.0%	231.3%	456.3%	390.2%
< 売上比 >									
売上総利益率	21.9%	21.9%	22.3%	22.9%	23.9%	24.0%	21.9%	24.8%	25.7%
販管費率	13.5%	14.8%	16.2%	16.6%	15.6%	15.1%	16.9%	15.5%	15.4%
営業利益率	8.5%	7.1%	6.0%	6.4%	8.2%	8.9%	5.0%	9.3%	10.2%
EBITDAマージン	8.7%	7.4%	6.4%	6.7%	8.4%	9.1%	5.2%	9.5%	10.4%
経常利益率	8.3%	7.2%	5.4%	6.1%	7.7%	11.9%	8.0%	10.3%	10.4%
純利益率	5.0%	4.8%	3.4%	3.9%	4.7%	8.1%	5.4%	7.1%	7.1%
< 効率性 >									
総資産回転期間(月)	4.8	5.2	5.1	5.0	5.5	6.3	6.2	6.0	6.3
売上債権回転期間(日)	47.4	44.9	44.2	44.1	45.4	43.6	42.5	42.9	43.5
棚卸資産回転期間(日)	1.0	1.9	2.1	1.8	1.8	2.4	2.4	2.1	4.0
買入債務回転期間(日)	3.0	2.2	1.0	1.2	1.7	2.6	3.5	3.4	4.3
CCC(日)	45.4	44.7	45.3	44.7	45.5	43.3	41.3	41.6	43.2
1人当たり売上高	5.4	5.3	5.2	5.6	5.7	5.8	5.9	6.1	6.5
1人当たり営業利益	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5	0.3	0.6	0.7
< 財務安全性 >									
手元流動性比率(月)	2.5	3.0	2.8	2.7	3.1	3.8	3.7	3.6	3.7
自己資本比率	57.7%	62.4%	57.4%	52.3%	46.6%	52.8%	57.3%	61.0%	64.2%
流動比率	242.0%	267.6%	224.6%	201.5%	227.7%	231.7%	215.8%	232.8%	244.5%
インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	536.0	532.0	-	-	568.0	339.3	295.7	972.5	-
< 成長性 >									
前期比									
売上高	18.3%	18.7%	20.2%	26.5%	20.7%	10.8%	17.0%	16.8%	6.5%
営業利益	73.5%	-0.7%	2.1%	33.9%	56.0%	19.6%	-34.7%	119.4%	16.9%
親会社株主利益	48.1%	14.6%	-13.6%	41.5%	48.6%	89.6%	-22.1%	52.4%	7.0%
投下資本(運用ベース)	2.2%	38.1%	14.4%	27.6%	13.8%	1.6%	22.4%	11.0%	18.3%
自己資本	133.0%	18.6%	13.3%	16.6%	21.9%	34.7%	19.6%	24.5%	12.6%
総資産	63.1%	9.7%	23.0%	28.0%	36.7%	18.9%	10.2%	17.0%	7.1%

(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

	24/8期				25/8期				24/8期		25/8期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q 計画	上期	下期	上期	下期 計画
売上高	5,364	5,461	5,625	5,771	6,200	6,095	6,250	5,955	10,825	11,396	12,295	12,205
(前年同期比)	7%	6%	6%	7%	16%	12%	11%	3%	7%	7%	14%	7%
売上原価	4,054	4,082	4,105	4,280	4,487	4,531	4,631		8,136	8,385	9,018	
(前年同期比)	8%	9%	3%	2%	11%	11%	13%		8%	3%	11%	
(売上原価率)	76%	75%	73%	74%	72%	74%	74%		75%	74%	73%	
売上総利益	1,310	1,378	1,521	1,491	1,712	1,565	1,618		2,688	3,012	3,277	
(前年同期比)	3%	-0%	15%	23%	31%	14%	6%		2%	19%	22%	
(売上総利益率)	24%	25%	27%	26%	28%	26%	26%		25%	26%	27%	
販管費	784	785	853	1,004	944	968	974		1,569	1,857	1,912	
(前年同期比)	1%	0%	10%	11%	20%	23%	14%		1%	11%	22%	
(販管費率)	15%	14%	15%	17%	15%	16%	16%		14%	16%	16%	
営業利益	525	594	667	487	768	597	644	541	1,119	1,154	1,365	1,185
(前年同期比)	6%	-1%	22%	59%	46%	1%	-3%	11%	3%	35%	22%	3%
(営業利益率)	10%	11%	12%	8%	12%	10%	10%	9%	10%	10%	11%	10%
ネット金融収支	-	-	1	-	-	2	-		-	1	2	
為替差損益	-	-	-	-	-	-	-		-	-	-	
持分法投資損益	-	-	-	-	-	-	-		-	-	-	
経常利益	529	596	678	514	775	613	663	499	1,125	1,192	1,388	1,162
(前年同期比)	-17%	-8%	21%	65%	47%	3%	-2%	-3%	-12%	37%	23%	-3%
(経常利益率)	10%	11%	12%	9%	13%	10%	11%	8%	10%	10%	11%	10%
税前利益	526	596	680	515	775	613	663		1,122	1,195	1,388	
親会社株主利益	300	469	382	424	481	437	397	405	769	806	918	802
(前年同期比)	-26%	4%	13%	53%	60%	-7%	4%	-4%	-10%	31%	19%	-0%
(純利益率)	6%	9%	7%	7%	8%	7%	6%	7%	7%	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



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）。

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、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。

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

(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： $\doteq a$)

(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。



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

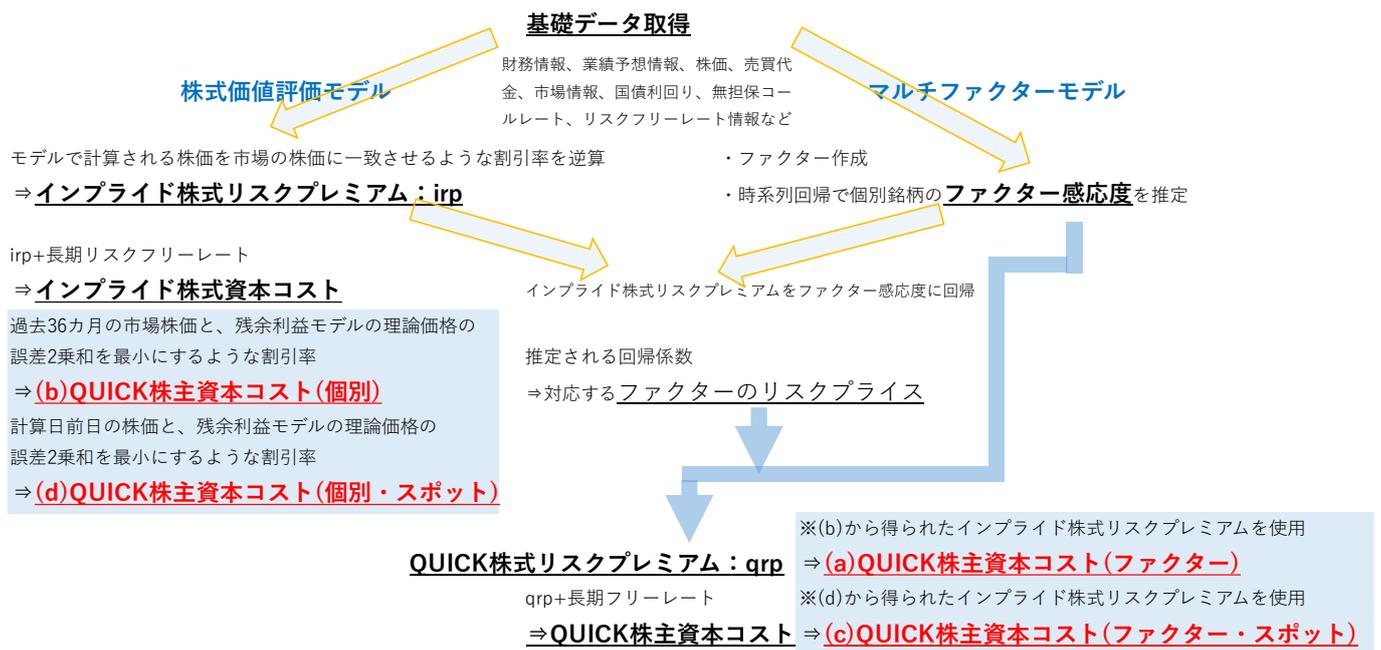




プライド株主資本コストから長期リスクフリーレートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリーレートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）とする。

- (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

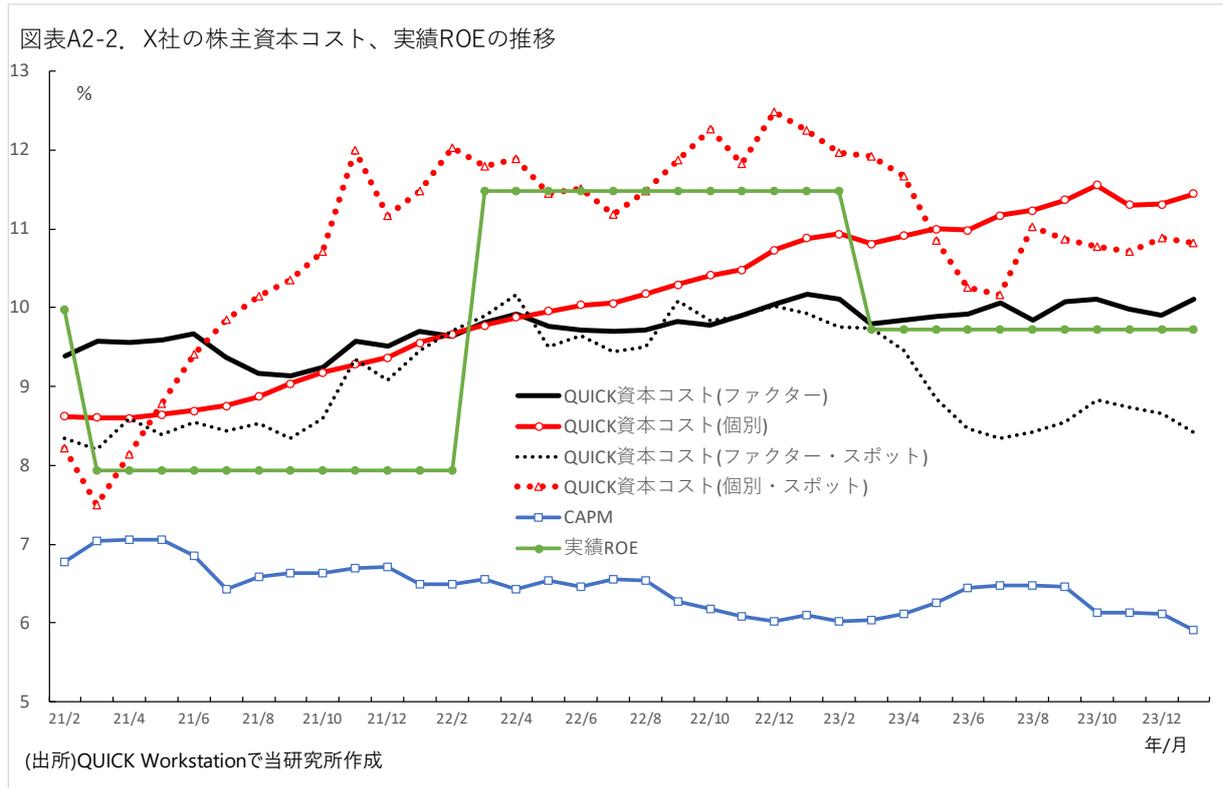


(出所)QUICK資料で当研究所作成

(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

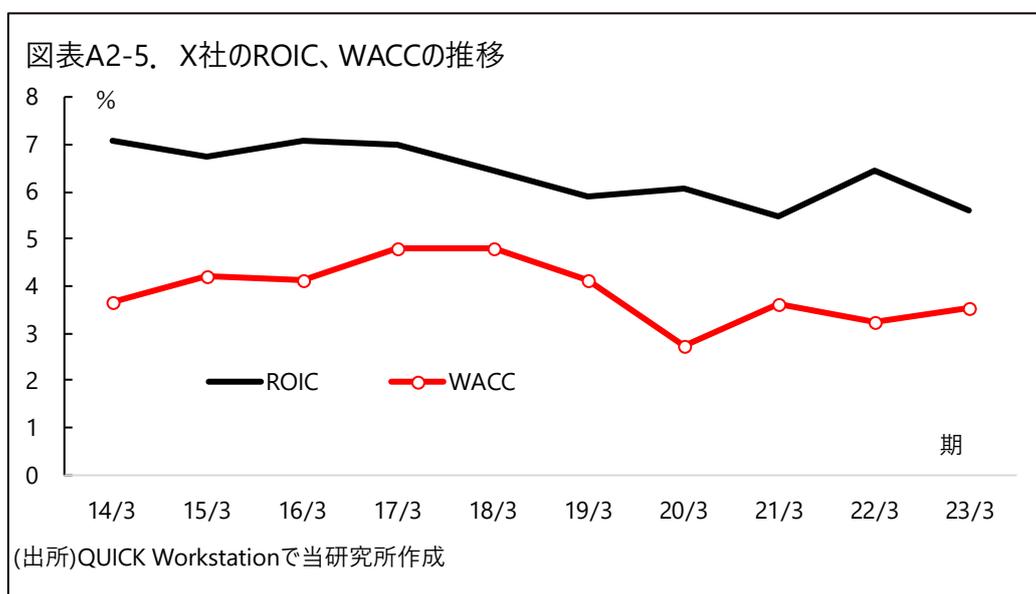




(1) で ROE と株主資本コストを比較することが一般的としたが、本レポートでは ROE に加え、投下資本利益率 (ROIC) と WACC (Weighted Average Cost of Capital) の比較も行なってみた (図表 A2-5)。ROIC は $(1 - \text{実効税率}) \times (\text{営業利益}) \div (\text{株主資本} + \text{有利子負債})$ で計算。WACC は企業全体の資本コストを算出する際に用いられるもので、株主資本コスト (CAPM による算出) と負債コストの加重平均で計算した。

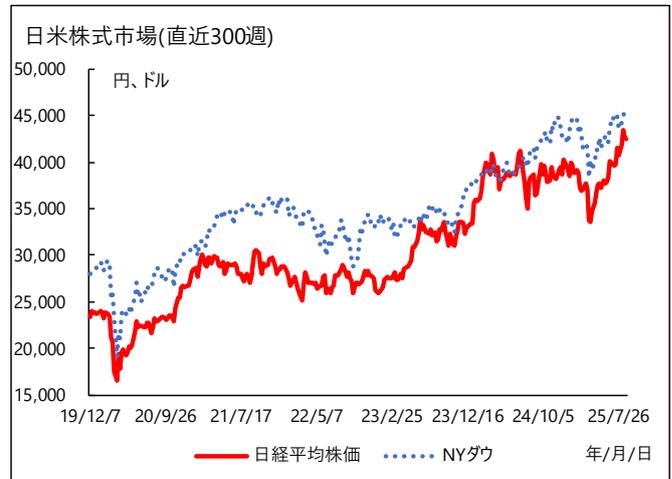
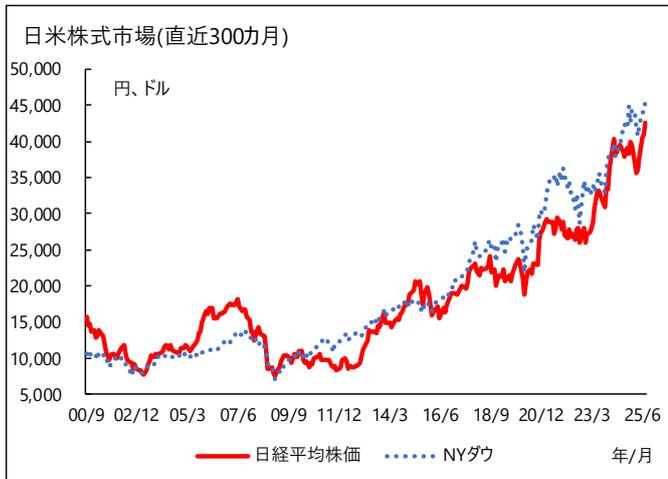
ROIC は、企業が投資者から集めた資金を用いて取得した投下資本から得られるリターンの割合。ROIC が WACC を上回る場合、企業価値は投下資本を上回る。逆に ROIC が WACC を下回る場合は、企業価値は投下資本を下回り、投資者から調達した資金の価値を毀損していることになる。

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みることができる。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。

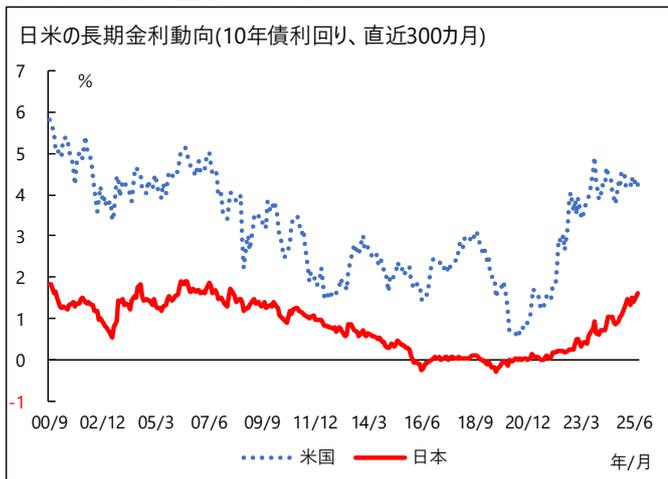


Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

○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

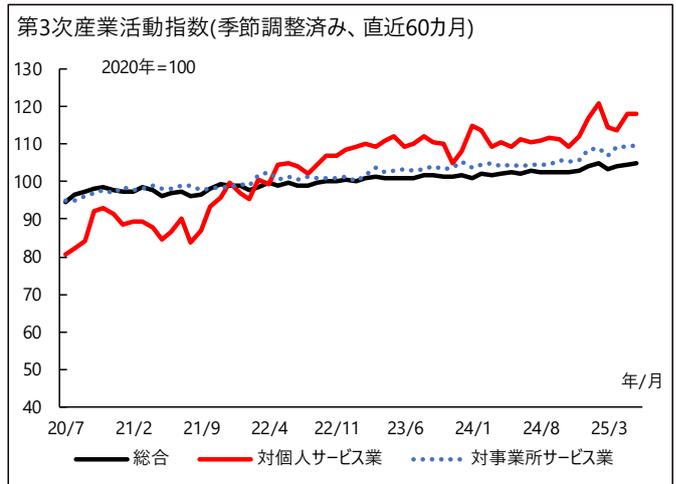


※上記の図表に関し、直近300カ月の計測期間は00年9月～25年8月、直近300週の計測期間は19年12月7日～25年8月27日
 ※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

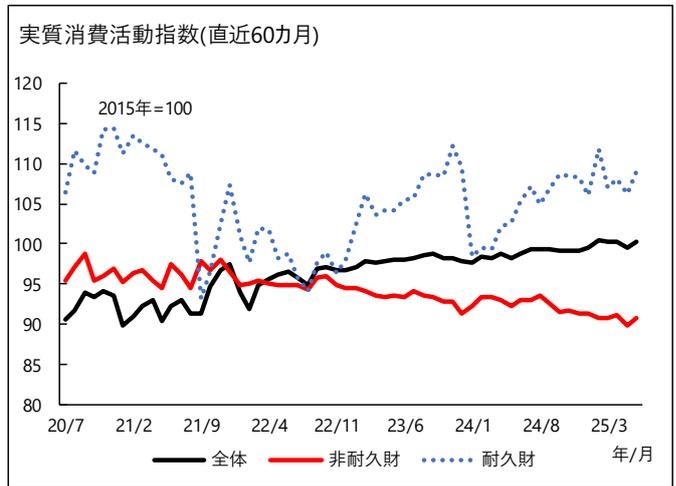
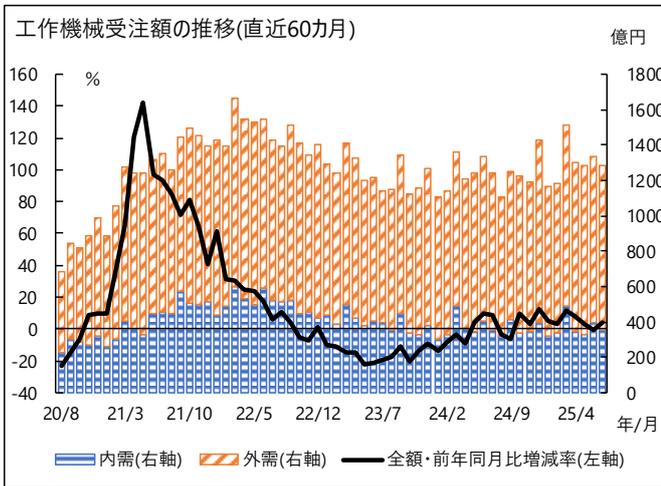




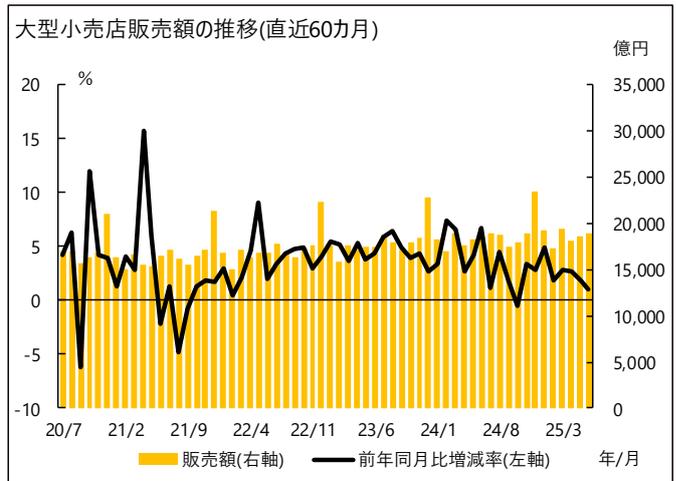
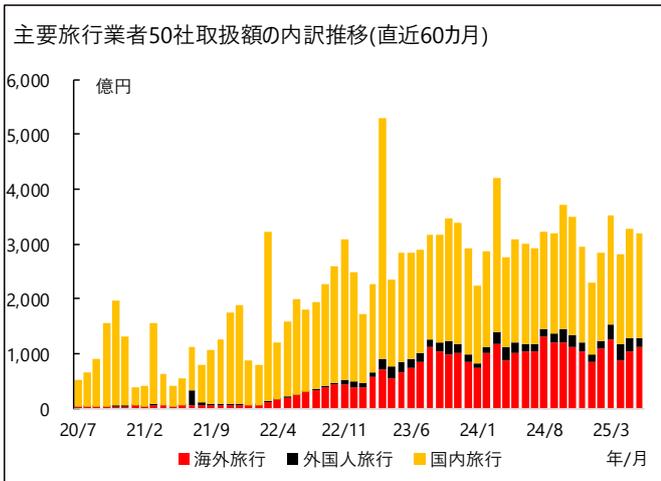
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



○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



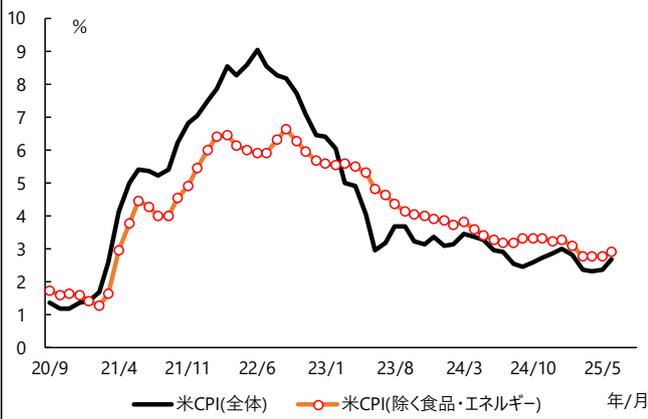
※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成



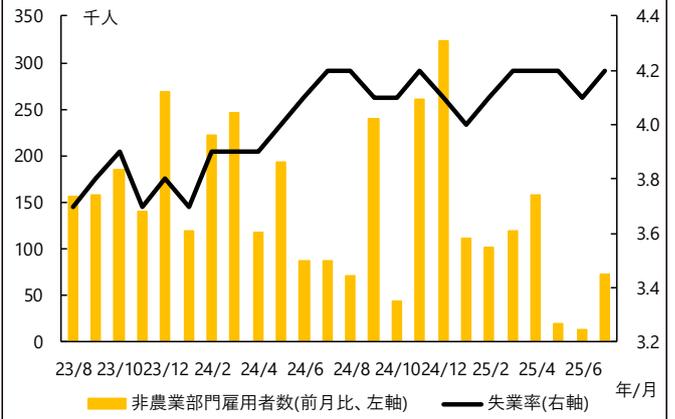


○米国の物価と労働環境

米CPIの推移(前年同月比増減率、直近60カ月)



米労働環境の動向(直近24カ月)



○主な商品の価格動向

エネルギーの代表商品である原油、金融商品としての性格も併せ持つ金

WTI原油価格の推移(NYMEX、直近150週)



金価格の推移(COMEX、直近150週)



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

銅価格の推移(LME、直近150週)



ニッケル価格の推移(LME、直近150週)



※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21日から25年8月27日まで

※上記の図表は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

	プライム		スタンダード		グロース	
市場別企業数	1,622		1,574		604	
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	95	5.9	285	18.1	4	0.7
0.5倍以上1倍未満	526	32.4	564	35.8	23	3.8
1倍以上2倍未満	565	34.8	421	26.7	144	23.8
2倍以上	436	26.9	304	19.3	433	71.7

ご参考：レポート対象企業
セラク(6199) スタンダード 2.46倍
(注)データは25年8月27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25/8/27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)		458,765	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
2	三菱UFJ (8306)		271,463	3	2	4	6	18	9	5	5	2	
3	ソニーG (6758)		251,958	16	11	6	4	4	2	3	2	3	
4	SBG (9984)		226,600	4	4	3	3	2	7	6	15	10	
5	日立 (6501)		185,187	34	26	38	26	30	21	19	14	5	
6	任天堂 (7974)		173,700	30	12	20	12	8	15	11	12	12	
7	三井住友FG (8316)		156,881	9	9	14	15	27	26	10	16	8	
8	ファストリ (9983)		150,614	14	21	9	10	6	17	8	8	6	
9	NTT (9432)		142,888	2	3	2	2	5	5	2	3	9	
10	キーエンス (6861)		137,583	13	5	5	5	3	3	4	4	7	
11	リクルート (6098)		135,278	41	22	17	9	12	4	13	10	4	
12	三菱商 (8058)		130,980	20	19	15	22	33	25	18	11	18	
13	伊藤忠 (8001)		130,738	43	37	35	32	26	24	16	17	11	
14	三菱重 (7011)		126,849	64	108	93	93	128	166	86	69	25	
15	東京海上 (8766)		123,486	26	34	25	29	34	34	23	24	15	
16	みずほFG (8411)		121,138	11	17	18	30	38	40	29	29	19	
17	SB (9434)		110,683	-	-	8	8	19	16	12	19	21	
18	KDDI (9433)		107,502	5	7	7	7	13	11	7	9	16	
19	中外薬 (4519)		107,124	61	41	30	13	7	19	24	18	13	
20	三井物 (8031)		96,906	37	40	36	40	40	33	20	20	20	
21	東エレク (8035)		95,907	62	39	60	35	20	6	21	7	14	
22	JT (2914)		94,060	6	6	13	19	29	31	26	23	23	
23	信越化 (4063)		91,171	23	20	29	18	11	8	15	6	17	
24	ホンダ (7267)		87,595	10	8	12	14	23	22	25	21	24	
25	アドテスト (6857)		87,302	279	308	247	109	92	76	95	47	26	
26	三菱電 (6503)		76,625	28	31	42	42	37	50	48	38	34	
27	富士通 (6702)		74,394	98	88	84	68	43	36	39	36	33	
28	武田 (4502)		69,860	24	18	37	11	21	29	17	27	29	
29	第一三共 (4568)		67,553	70	67	46	17	10	23	9	22	22	
30	ゆうちょ銀 (7182)		66,797	8	10	11	20	32	37	32	31	37	

ご参考：レポート対象企業	1,934	セラク (6199)	220	1,966	2,118	2,282	2,048	1,296	1,594	1,886	1,916	1,903
--------------	-------	------------	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

(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。

