



産業用特殊空調システム世界的メーカー、EV・半導体向けが成長領域

会社概要

工場向け除湿機や有害物質の除去・回収装置が主力

製造工程で除湿や、有害物質の除去・回収が必要な工場向け装置が主力製品の産業用特殊空調システムメーカー。食品、製薬など一般的な工場に加え、美術館・博物館など用途は幅広く、電気自動車(EV)に使われるリチウムイオン電池や、半導体の製造などの成長分野にも展開する。海外売上比率が24/12 期に 67%と高く、グローバル市場に顧客基盤を持つ。

業績の動向

25/12 期は 3 期連続減益を予想

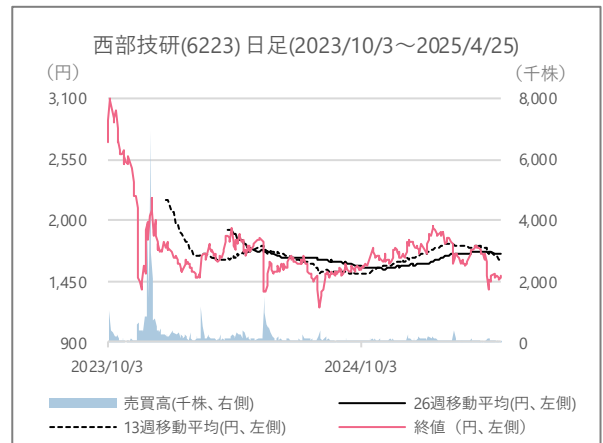
グローバル化に対応し、様々な海外企業を顧客として獲得。売上高の拡大が続くが、24/12 期は 2 期連続の減益となった。25/12 期も増収確保の計画だが、3 期連続の減益を予想している。企業価値向上に向けた施策を本格化し、26/12 期目標 ROE は 13%(24/12 期 11.8%)と高水準を確保する計画だ。

株価・関連指標の動向

上場は 23 年 10 月、PER は 10 倍前後、PBR は 1 倍前後

時価総額は上場(23 年 10 月)直後に 500 億円超の局面もあったが、以降は 300 億円から 400 億円の間での推移が続いている。足元の株価関連指標は、予想 PER が 10 倍前後、実績 PBR が 1 倍前後、予想配当利回りは 4% 台となっている。

株価チャート



株価・指標

(表示単位未満四捨五入)

株価(25/4/25 終値)	1,508.0 円
年初来高値(25/1/17)	1,962.0 円
年初来安値(25/4/7)	1,325.0 円
連結 PER(25/12 期会社予想)	9.83 倍
連結 PBR(最新実績)	1.02 倍
基準 BPS	1,473.98 円
予想配当利回り(25/12 期会社予想)	4.64 %
1 株当たり年間予想配当金	70 円
普通株発行済株式数	20,500 千株
普通株時価総額	309 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 23/12 期(実績)	28,725	15.4%	4,298	-6.7%	4,361	-8.8%	3,431	-12.2%	180.14
連 24/12 期(実績)	32,069	11.6%	4,030	-6.2%	4,190	-3.9%	3,336	-2.8%	162.76
連 25/12 期(予想)	34,632	8.0%	3,552	-11.9%	3,630	-13.4%	3,111	-6.7%	153.34

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

デシカント除湿機や、有害物質の除去装置を製造販売

- (1) 同社グループの製品別・地域別売上高
- (2) 製造・販売・サービス体制
- (3) 沿革
- (4) 経営理念

2. 事業内容

ハニカムローターをコア技術に展開

- (1) 同社製品の心臓部であるハニカムローター
- (2) デシカント除湿機
- (3) VOC 濃縮装置
- (4) 全熱交換器
- (5) その他の製品
- (6) 業界別の概況

3. 業界環境・事業戦略

環境関連技術の高さが競争力の源泉

- (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

売上高は拡大基調、収益性は高水準を確保

- (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

25/12 期は増収だが、利益は減少の見通し

- (1) 24/12 期通期の業績実績
- (2) 25/12 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) サステナビリティ経営の推進

8. 大株主の状況、リスク等

- (1) 大株主の状況～資産管理会社を含め代表取締役社長が 35% 保有
- (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)
- (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

デシカント除湿機や、有害物質の除去装置を製造販売

工場の作業工程では湿度管理や有害物質の除去を必要とする場合がある。同社ではこうしたニーズに応えるため、デシカント除湿機や VOC 濃縮装置、それらを組み合わせたシステムなどを製造販売している。

同社の主力製品は、吸湿材に湿気を吸着させて空気を除湿するデシカント除湿機や、VOC 濃縮装置などである。この VOC 濃縮装置は、工場の作業過程で発生する大気汚染の原因となるベンゼンやトルエン等を総称した揮発性有機化合物(Volatile Organic Compounds、以下 VOC)を選択的に VOC 濃縮ローターに吸着させ、排出ガスを無害化したり、回収して再利用したりするために使うものである。ハニカム構造(ハニカムは蜂の巣という意味)の素材を同心円状に重ねたハニカムローター(回転体)により、表面に含浸させた吸着剤で空中の湿気や VOC などを吸着・除去するのが同社製品の基本的な原理となっている。国内だけでなく中国、欧州、韓国、米国などグローバルに事業を展開する(24/12 期海外売上比率は 67%)。

(1) 同社グループの製品別・地域別売上高

同社グループ(同社および同社の関係会社)は、同社、連結子会社 10 社の計 11 社で構成。デシカント除湿機や VOC 濃縮装置の製造、販売、据付工事等のサービスを主な事業として取り組んでいる。なお、同社グループの事業は空調事業の単一セグメントであり、以下の図表は売上高を製品別・地域別に区分したものである。なお、地域別売上高で日本以外の海外売上比率は 23/12 期 75%、24/12 期 67%。

主力製品のデシカント除湿機の主な需要先は車載バッテリー工場、食品、医療・薬品、ペロブスカイト電池工場、リチウムイオンキャパシタ工場など。地域別には日本だけでなく、ヨーロッパ、米国、中国、韓国など幅広く展開し、エナジーデバイス関連の市場を中心に伸長している。VOC 除去装置の需要先は半導体・半導体材料、車載バッテリー工場、塗装、印刷、タイヤ製造など。地域別にはデシカント除湿器とほぼ同様だが、エナジーデバイスに加え、半導体関連の伸びが牽引している。全熱交換器は商業施設、ビル、公共施設、病院、研究施設などで、国内向けが主体となっている。

24/12 期が 23/12 期に比べ、海外売上比率が低下したのは、景気低迷に伴う投資案件の減少による中国の販売低迷によるものだ。

図表1-(1)-1. 製品別売上高 (百万円、%)

	23/12期	24/12期	前年比
デシカント除湿機	18,551	19,661	106.0
VOC濃縮装置	7,305	9,572	131.0
その他	2,868	2,835	98.8
合計	28,725	32,069	111.6

(出所)会社資料(24/12期決算説明)で当研究所作成





図表1-(1)-2. 地域別売上高 (百万円、%)

	23/12期	24/12期	前年比
日本	7,189	10,688	148.7
中国	11,606	6,851	59.0
韓国	2,056	3,404	165.5
中国・韓国以外のアジア	1,763	1,725	97.9
ヨーロッパ	2,546	5,616	220.5
米国	2,683	3,221	120.1
米国以外の北米	248	240	96.5
その他	629	321	51.1
合計	28,725	32,069	111.6

(出所)会社資料(24/12期決算説明)で当研究所作成

(2) 製造・販売・サービス体制

同社グループは、国内外のグループ各社と連携しながら、グローバルに製品・サービスを提供している。

図表1-(2)-1. グループ内連携



(出所)会社ホームページ





図表1-(2)-2. 関係会社の状況

名称	住所	注記参照	主要な事業の内容
Seibu Giken DST AB	スウェーデン	2、5	主にヨーロッパでのデシカント除湿機などの製造・販売事業
Seibu Giken America, Inc.	アメリカ	2	米州での全熱交換器などの製造・販売事業
西部技研環保節能設備(常熟)有限公司	中国	2、5	中国での VOC濃縮装置などの製造・販売事業
迪思特空气处理设备(常熟)有限公司	中国	2	中国でのデシカント除湿機などの製造・販売事業
西部技研DRエンジニアリング	福岡県古賀市		環境整備装置(主にドライルーム)の販売代理業
Seibu Giken DST Poland SP. ZO.O	ポーランド		デシカント除湿機の製造事業およびポーランドでのデシカント除湿機の販売事業
Seibu Giken DST America, Inc.	アメリカ		米州でのデシカント除湿機の販売事業
Seibu Giken DST East Africa	ケニア	4	アフリカ全土におけるデシカント除湿機の販売事業
Seibu Giken Korea Co., Ltd.	大韓民国	2、5	韓国におけるVOC濃縮装置およびデシカント除湿機などの販売事業
Seibu Giken & Kumyoung Environment, Inc.	アメリカ	2、6	米州での環境整備装置(主にドライルーム)の設置工事

(注1)同社グループは空調事業の単一の報告セグメントのため、「主要な事業の内容」欄には、各関係会社が行う具体的な事業内容を記載

(注2)特定子会社

(注3)有価証券届出書または有価証券報告書を提出している会社はない

(注4)債務超過会社であり、24年12月末時点で債務超過額は37百万円

(注5)連結会社相互間の内部売上高を除く連結売上高に占める割合が10%超

(注6)Seibu Giken & Kumyoung Environment, Inc.は24年10月8日に設立

(出所)会社資料(有価証券報告書)で当研究所作成

(A)製造体制

国内工場がマザー工場となって、基幹部品であるハニカムローターを作製し、海外工場で組み立てるのが基本となっている。国内における生産工場は、本社が所在する福岡県古賀市に、第一工場(除湿ローター)、第二工場(各種ハニカムフィルターを中心とした小型製品)、第三工場(デシカント除湿機の組み立て)を置き、宗像工場(福岡県宗像市)で VOC 濃縮ローターおよび VOC 濃縮装置の組み立て、湘南事業所(神奈川県高座郡寒川町)で全熱交換器の生産を行っている。なお、全熱交換器とは室内と室外の空気を交換する換気装置の一種で、換気によって失われる空調エネルギーの全熱を交換回収する省エネルギー装置を指す。

海外の生産工場は7拠点。スウェーデン(スパンガ)、ポーランド(グディニャ)に主にデシカント除湿機を生産する工場、アメリカ(ペンシルバニア州)に主に全熱交換器を生産する工場、中国(江蘇省常熟市)に主に VOC 濃縮装置を生産する工場およびデシカント除湿機を生産する工場(3カ所)を展開している。

(B)販売体制

福岡県にある本社に営業本部を設置。東京・大阪・名古屋に営業拠点を置き、国内市場の顧客開拓・販売を行っている。





海外では、スウェーデン、アメリカ、中国、ポーランド、アフリカ、韓国などの各子会社との連携のもと、ヨーロッパ、アメリカ、アジアをはじめ、約 50 カ国に販売網を拡大。各地域への直接営業に加え、代理店を設置し、グローバルな販売体制を構築している。

(C)サービス体制

国内では、据付工事、メンテナンス、ローター交換まで提供。同社の製品は、工場などの設備として長い期間使用されることも多く、簡単に改修できない巨大プラントへの導入などもある。そのような環境下で安定した性能を維持管理し、トラブルを未然に防ぐためにも定期的なメンテナンスが重要となる。交換や改修のタイミングなどについても随時提案を行っている。また、他社製ローターを使用中であっても、同社製ローターへの交換を可能としている。

海外のなかでも、とくに中国では専任人材の採用により、競合他社との差別化を図り、サービス事業の拡大に取り組んでいる。今後は、海外の各種ローターの交換需要にも積極的に対応できる体制構築に注力していくとしている。

(3) 沿革

同社の創業者である隈利實(くま・としみ)氏は 1951 年より九州大学工学部に研究助手として勤務した。同氏は実験や論文作成の実験室から脱却して実際に世に役立つ製品の開発を行いたいと考え、大学勤務の傍ら、企業からの研究を受託するようになった。62 年に福岡県福岡市において企業からの研究受託を目的とし、同社の前身である隈研究所を創業した。65 年に他企業からの委託研究を主眼に置いた西部技術研究所(現在の西部技研)を設立。これが同社のルーツで、事業の原点としている。74 年に連続ハニカム成形技術を確立して以降、空気処理のための機器と、それに関わるサービスとソリューションの提供により、国内だけでなくグローバルな市場においても、ビジネスを展開してきた。今後は、これからの人類にとって必要不可欠な命題である「クライメイト・ニュートラル(気候中立)な未来の実現」に向けても歩みを進めていくとしている。





図表1-(3)-1. 西部技研の沿革

年月	概要
1965年7月	西部技術研究所を設立。
1972年4月	西部技研に商号変更。
1974年3月	コルゲーション(注1)の製法および連続成形機(注2)完成により全熱交換器を商品化。
1979年4月	福岡県粕屋郡篠栗町に本社・工場を建設。
1981年4月	吸湿性を有するアルミシートを使用した全熱交換器「HI-PANEX」の商品化。
1984年4月	活性シリカハニカム除湿ローター「SSCR」の商品化。
1985年11月	スウェーデン(スパンガ)のDST Sorptionsteknik ABと業務提携開始。
1986年9月	超低露点シリカゲル・ゼオライトハイブリッド除湿ローター「SZCR」(注3)の商品化。
1988年1月	疎水性ゼオライト(注4)を用いた溶剤濃縮ローター「UZCR」の商品化。
1993年10月	スウェーデンのDST社の全株式を取得し、Seibu Giken DST ABに商号変更(100.0%所有、連結子会社)。
1995年10月	福岡県粕屋郡古賀町(現古賀市)に本社を移転し、工場を建設。
2001年7月	アメリカ(メリーランド州)にSeibu Giken America, Inc.を設立(100.0%所有、連結子会社)。
2002年2月	マイクロガスタービン排熱駆動型新デシカント空調機「E-SAVE」(注5)の商品化、本格販売を開始。
2002年2月	標準除湿機ドライセーブ「New-SGP」の商品化。
2003年1月	福岡県古賀市に第二工場を建設。
2004年11月	福岡県古賀市に第三工場を建設。
2005年9月	中国上海に駐在員事務所を開設。
2007年1月	中国(江蘇省常熟市)に西部技研環保節能設備(常熟)有限公司を設立(100.0%所有、連結子会社)。
2009年2月	中国(江蘇省常熟市)に迪思特空气处理设备(常熟)有限公司を設立(100.0%間接所有、連結子会社)。
2010年2月	中国(江蘇省常熟市)に西部技研環保節能設備(常熟)有限公司自社工場を建設。
2012年4月	アメリカ(ペンシルバニア州)にSeibu Giken DST America, Inc.を設立(100.0%間接所有、連結子会社)。
2012年11月	特殊ガラス繊維(注6)を用いた除湿ローター「D-MAX」の商品化。
2013年7月	ポーランド(グディニャ)にSeibu Giken DST Poland SP ZO.O.を設立(100.0%間接所有、連結子会社)。
2014年7月	福岡県古賀市に西部技研DRエンジニアリングを設立(100.0%所有、連結子会社)。
2016年11月	高性能VOC濃縮ローター「V-MAX」の商品化。
2017年7月	タイ(バンコク)に駐在員事務所を開設。
2017年11月	ケニア(ナイロビ)にSeibu Giken DST East Africaを設立(100.0%間接所有、連結子会社)。
2018年1月	福岡県古賀市に西部技研イノベーションセンターを建設。
2018年5月	本社社屋内に企業内保育所として、はにかむ保育園を開園。
2018年11月	神奈川県高座郡寒川町に湘南事業所を開設。
2018年12月	室内CO2除去装置「SMART-SAVE」の商品化。
2019年9月	大韓民国(京畿道華城市)にSeibu Giken Korea Co., Ltd.を設立(100.0%所有、連結子会社)。
2020年4月	福岡県宗像市に宗像工場を建設。
2022年1月	ISO9001認証取得。
2023年10月	東京証券取引所スタンダード市場に株式を上場。
2024年10月	アメリカ(ジョージア州)にKUMYOUNG ENG CO., LTD.との合併会社Seibu Giken & Kumyoung Environment, Inc.を設立(80.0%所有、連結子会社)。

(注1)フラットなペーパー状の基材をギア成形機等により波状加工する技術

(注2)コルゲーション成形を連続して行う成形機

(注3)マイナス40℃露点以下のような超低湿空気に除湿することが可能なシリカゲルとゼオライトの2つの吸着材を合成・含浸したハイブリッド除湿ローター

(注4)水分を吸着し難く、揮発性有機化合物を選択的に吸着する合成ゼオライト

(注5)ガスタービンエンジンを搭載した小型発電機の排熱を利用したデシカント除湿機

(注6)ローターにした際に高性能な除湿性能と強度を示すように直径と長さを調整した安全なガラス繊維

(出所)会社資料(有価証券報告書)で当研究所作成

(4) 経営理念

(A)創業者の経営理念

西部技研の創業者である隈利實氏が掲げた経営理念は「独創と融合」。

「個々の独自性と創造性を尊重し、それらをあらゆる次元で発展的に融合させることにより、新しい価値を継続的に生み出していく。」という意味である。





今日の「Diversity and Inclusion」に繋がるものであり、経営上の重要な信条としている。また、創業者は、世界的な環境問題にいち早く注目し、省エネ製品や環境負荷を低減する製品を開発し商業化した。

「独自の発想と技術で物真似でない製品を生み出し、社会に貢献したい」

SDGs に先駆け、社会貢献を意識したものづくりは、西部技研の原点だとしている。

(B)経営理念の概念

①パーパス〈存在意義〉

「環境に優しい空気のソリューションを届ける。」

西部技研の創業者の想いを受け継ぎ、世界中の環境問題を解決する製品を生み続け、世の中に届けることが我々グループの使命です。

②ビジョン〈目指す姿〉

「クライメイト・ニュートラルな未来実現のため、空気処理技術のイノベーション・リーダーであり続ける。」

クライメイト・ニュートラルな社会を実現させるため、我々のコア技術を更に深化・進化させ、空気処理の分野においてイノベーションを重ね、常にトップを走り続けることを目指しています。

③コアバリュー〈西部技研グループが大切にする価値観〉

- ・達成・・・目標必達のため決めたことをやり遂げる
- ・結束・・・持続的な成長を実現するためチームビルディングに努める
- ・探究・・・社会のトレンドと独自技術を融合させ新たな価値を創造する
- ・協働・・・多様性を尊重しアウトプットの最大化を図る
- ・機敏・・・予測不能な変化や想定外の問題に対しスピーディーに行動する

西部技研グループの役員・社員は、パーパスおよびビジョンの実現を目指す上で、これらの価値観を意識して日々の業務に取り組んでいるとしている。





2. 事業内容

ハニカムローターをコア技術に展開

同社グループは空調事業の単一セグメントだが、主要製品・事業別には、デシカント除湿機、VOC 除去システム、空調・換気システム、その他環境関連機器の製造・販売となる。また、設計、製造、設置・施工、そしてメンテナンスや交換といったアフターサービスに至るまで、一貫通貫で手がけている。

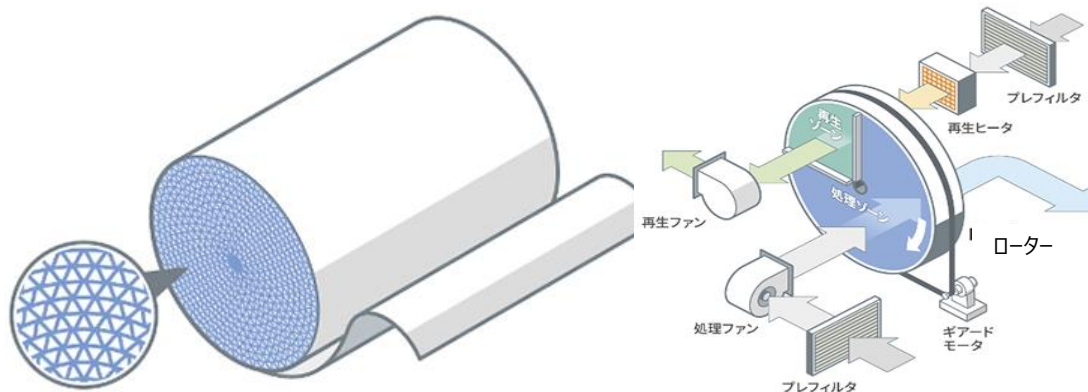
これらの製品・サービスの強みとなっているのが、同社が日本で開発・製造しているハニカムローターだ。また、これまでの実績と蓄積してきた知見をもとに、空気環境やサステナビリティへの取組みに関する課題についてのソリューションをトータルで提案するコンサルティングサービスも提供している。

(1) 同社製品の心臓部であるハニカムローター

同社の技術の根幹はハニカム構造。この技術を基に作られるのがハニカム積層体。シート状の素材と波形の素材を交互に積層接着して形づくられ、ダンボールの板紙のようなものを何層にも重ねて作る構造体である。断面が蜂の巣(honeycomb)に似ていることから、一般的にハニカムと呼ばれている。このハニカム積層体は、空気抵抗が少なく、強度に優れ、表面積が広いという3つの特長を有する。

同社のコア技術は、多くの素材をハニカム状に加工できることと、そのハニカムに様々な機能剤を添着し、特別な機能を持たせることだ。この技術をローターに用いることで、同社製品の心臓部であるハニカムローターを作製し、デシカント除湿機、VOC 濃縮装置、全熱交換器などに搭載し、性能を向上させてきた。

図表2-(1)-1. ハニカムとハニカムローター



あらゆる素材を様々なサイズでハニカムに成形する技術と、その素材に効率的に機能を与えるための吸着剤や脱臭剤などの添着・担持させることができる。ハニカムは、添着・担持した材料の高表面積化や圧力損失が低いといった特長を持つ。

(出所)会社ホームページで当研究所作成

ローター化したハニカムを回転させ、ハニカムの温度を操作することで、処理したいガスの吸脱着や熱交換に利用することができる。ハニカムローターは、大風量のガスの連続処理を可能とする。





(2) デシカント除湿機

一般空調に用いられる除湿には主に「冷却式」と「吸着式」の2つの方式がある。「冷却式」は空気中の水分を冷却し結露させて除湿し、「吸着式」は吸湿材に湿気を吸着させて空気を除湿する方式だ。

同社が得意とするのは、吸着式の代表格であるデシカント式除湿機だ。デシカント式はシリカゲルやゼオライトなどの吸着剤を用いてハニカム内部に湿気を吸着させて空気を除湿する。空気を冷却する必要がないため、低温時や空気中に水分が少ない低露点環境においても、効率的に除湿することができるのが特長だ。

(A)用途・使用環境

食品・製薬、発電所などに加え、リチウムイオン電池、キャパシタ、有機ELなどの製造工程にも採用されている。また、美術館・博物館、スーパーマーケット、室内アイススケートリンク、船舶輸送など製造工程以外でも使われ、用途は多岐にわたる。その中でも近年急拡大市場である車載用電池の製造においては、高性能、高耐久性、高安全性など厳しい品質基準が要求され、マイナス40℃露点(空気を冷却し続け、その水分を維持することができずに結露する温度を指す)以下の非常に低湿な環境が不可欠とされている。このような超低湿環境を省エネルギー性も加味して実現するには一般的な冷却式除湿機では実質的に不可能なので、現時点ではデシカント除湿機のみが有効な方式であると認識され採用されている。

電気自動車(EV)向け電池として現状のリチウムイオン電池に代わる全固体電池、次世代の太陽電池であるペロブスカイト太陽電池の製造での需要拡大が期待される。

全固体電池は航続距離が長く、短時間で充電できるなどの特徴を持ち、現在のEVの弱点を克服する新部材とされる。ペロブスカイト太陽電池は折り曲げられるなどの利点があり、ビルの壁面や乗用車のボディなどに取り付けられる。シリコン系など従来型の太陽電池は日本企業が高いシェアを持っていたが、現状は中国企業がほぼ市場を席巻している。

また、さらに厳しい条件を要求されるドライルームシステムの設計・設置工事も行っている。ドライルームの一般的な露点温度であるマイナス40℃露点クラスから、超低露点であるマイナス90℃露点以下のクラスまで幅広い要求に対応している。

なお、デシカント式除湿機の導入目的としては、防カビ、吸湿防止、防錆、結露対策、早期乾燥、結氷(冷却コイルで空気を目標露点温度まで冷却・結露させて水分を除去する方式)、室内低温化、生産プロセスエア(製造プロセスにおいて圧縮空気をプロセス媒体として直接使用する場合の圧縮空気を指す用語。空気は製品と直接接触するため、適合する品質・純度基準を持っていることが必要とされる)、試験・実験用などが挙げられる。

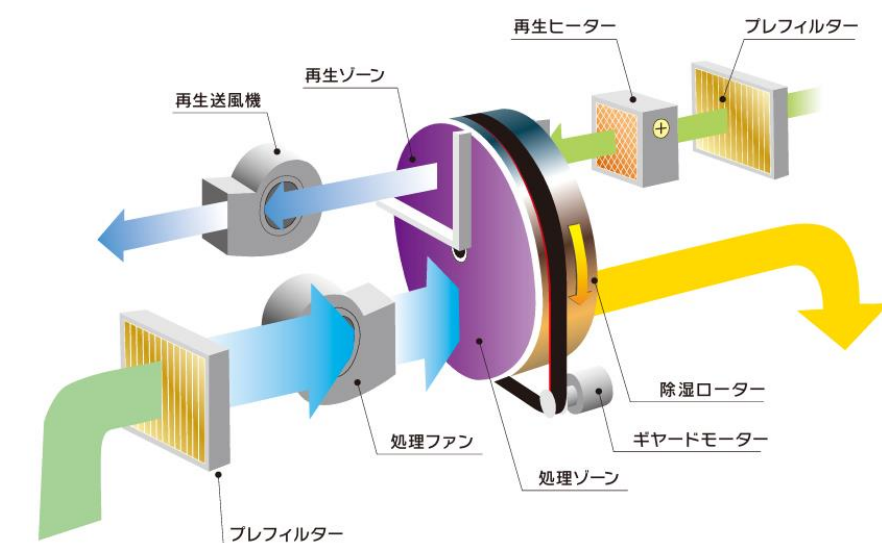
(B)原理

デシカント除湿機は、中心の除湿ローター、処理空気を送風する処理ファン、再生空気を送風する再生送風



機、再生空気を高温にするための再生ヒーターで構成された機器。湿度の高い処理空気が処理ファンにより除湿ローターの処理ゾーンへ送られ、除湿ローター内に含浸された吸着剤(シリカゲルもしくはゼオライト)により水分がローター内に吸着され、処理ゾーン出口より乾燥空気が供給される。一方、その吸着された水分はローターの回転により、再生ゾーンに運ばれ、そこに高温再生空気を給気することにより、付いていた水分が脱着され、室外へ排出される。この動作を連続して行うことにより、安定した除湿が可能となる。

図表2-(2)-1. デシカント式除湿機の原理



(出所)会社資料(製品カタログ)

(3) VOC 濃縮装置

1990 年代より米国、欧州、そして中国の産業化に伴い、大気汚染防止のための厳しい環境規制が施行。規制も年々厳しくなっており、半導体や自動車塗装のように、大風量の VOC 混合排気の処理が必要な場合は、VOC 濃縮装置による方法が省エネルギー性に加え、効率的に処理することができる方法として広く認識されている。VOC 濃縮装置は、大気汚染の原因となる揮発性有機化合物を選択的に VOC 濃縮ローターに吸着させ、排出ガスの無害化を可能にする。

(A)用途

88 年に、世界に先駆けてゼオライトを用いた VOC 濃縮ローターの商品化に成功して以後、塗装や印刷業界だけでなく、半導体製造工程といった多様な用途に柔軟に対応した製品・オプションを展開している。また、近年、新たな用途としては、電池の製造工程で使用される溶剤を回収してリユースする動きがあり、溶剤回収を可能にする装置として注目されている。



同社の VOC 濃縮装置は開発からモジュール製造に至るまで日本国内で手掛けており、世界 30 カ国以上の顧客に提供している。

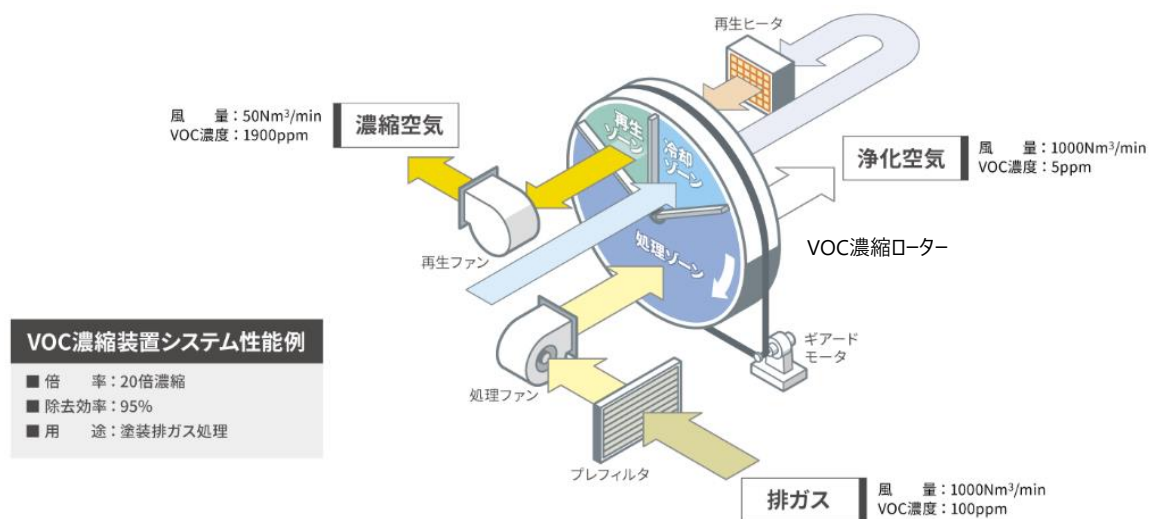
なお、主な用途としては、自動車塗装、リチウムイオン電池、グラビア印刷、半導体製造、船舶塗装、大型研究施設などが挙げられる。

(B)原理

VOC 濃縮装置は、中心の VOC 濃縮ローター、ローター回転駆動装置、処理・再生ゾーンで構成されている。半導体や自動車塗装の工場より排出された大風量低濃度 VOC 混合排気が送風機により、ローター処理ゾーンへ運ばれ、VOC がローター内に含浸された吸着剤(疎水性ゼオライト)によりローター内に吸着され、処理ゾーン出口より清浄化されて排出される。一方、吸着された VOC はローターの回転機構により再生ゾーンに運ばれ、逆方向から送風された小風量の高温再生空気によりローターから脱着し、10 倍から 20 倍に濃縮された VOC ガスが酸化分解燃焼装置へ運ばれ、水と炭酸ガスに分解処理し、清浄化される。

大風量、低濃度を直接燃焼装置で処理するためには大型の燃焼装置が必要となり、低濃度のまま燃焼分解するためには燃焼エネルギーを大量に必要とする。VOC 濃縮装置を導入することにより、燃焼装置を大幅に小型化すると同時に、燃焼エネルギーも低レベルに抑制し、省エネルギー・ランニングコストの低減を実現する。

図表2-(3)-1. VOC濃縮装置の原理



(出所)会社ホームページ

(4) 全熱交換器

主力製品はデシカント除湿機と VOC 濃縮装置だが、換気によって失われるエネルギーを再利用し二酸化炭素削減に寄与する省エネルギー装置である全熱交換器も製造販売する。

全熱交換器は室内から還気を排出し、室外から外気を取り入れる際に、還気と外気の熱と湿気の違いのバランスを調節し、室内環境を快適に保つ装置だ。室内からの還気を屋外に出す際に還気が持つ温度と湿気の

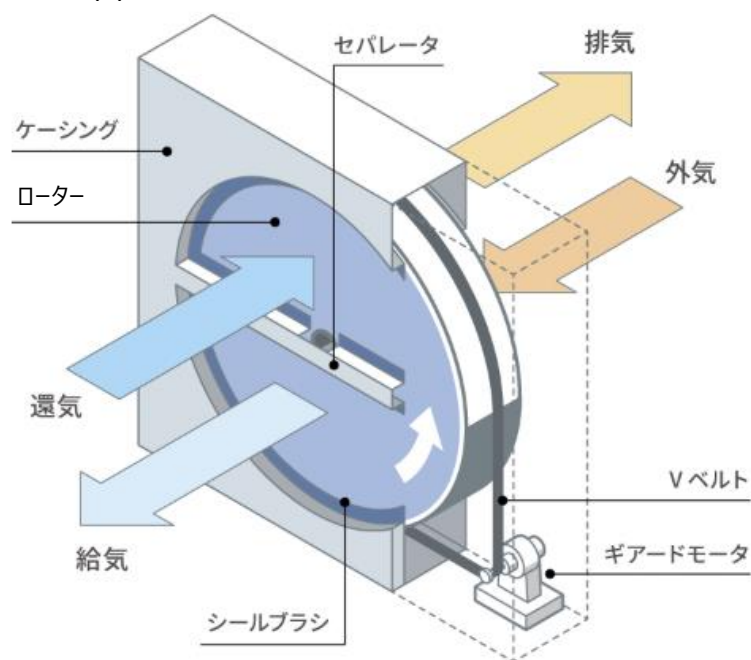




状態をハニカムローターに移し、汚れた空気のみを排出。同時に取り入れた外気がローターを通過する際に、ローターに移した温度・湿度の状態を外気にさらに移す。冬は冷たい外気の温度を上げ加湿し室内に供給し、夏は外気の温度を下げ、除湿して室内に取り入れる仕組みだ。この還気と外気のバランスを取る時に動力をあまり使わないので省エネルギーを実現できる。

国内では、一般事務所ビル、研究施設、病院、ホテル、学校、船舶、プールなど多岐に渡る産業で採用されている。

図表2-(4)-1. 全熱交換器の原理



(出所)会社ホームページ





(5) その他の製品

上記以外でも、環境改善に対応した様々な製品を製造・販売している。以下に紹介したのでご覧いただきたい。

図表2-(5)-1. その他の製品紹介

製品名	外観	概要	製品名	外観	概要
外調機		外気処理で省エネ対策、二酸化炭素排出量を削減。多人数を収容する施設では換気が必要だが、外気をそのまま取り入れると、空調機の負荷が高くなる。外気負荷を処理して供給することで省エネに貢献する。	ドライルーム		供給露点温度はマイナス90℃まで対応、ヒートポンプシステム搭載で高い省エネ性、機器選定から施工まで条件に沿った最適設計、一週間のスケジュール機能付きなどが特長。
ドライエアグローブボックス		ドライ環境を必要とする研究開発向け。不活性ガスを使用せず、除湿ローターを活用して低露点環境を構築する。	ドライブース		ドライルームでは困難な超低露点空間を実現。ドライルーム内の生産装置をさらに囲うことにより、マイナス60℃以下の空間を構築する。
循環型窒素精製機		大規模空間対応のデシカント除湿方式を用いた精製機。ブース内のガスを循環させ、水分濃度と酸素濃度が1 ppm以下の窒素環境を構築。有機ELディスプレイなどの大規模な窒素環境を必要とする製造工程で採用されている。	窒素ガスブース		現地施工により大型にも対応可能で、酸素濃度1 ppm 以下を実現。
オゾン分解フィルタ		低濃度から高濃度まで幅広く対応。吸着剤や触媒などにより、オゾンが酸素に分解され排出される。	溶剤回収システム		リチウムイオン電池や電極形成工程のドライや排気に含まれる有機溶剤を回収。溶剤回収方法は、排気を冷却凝縮し液体として回収する方式。凝縮された回収液は安定性が高く、リサイクルのための精製負荷が下がる。
脱臭フィルタ		さまざまな空気の脱臭を行う。物理的に臭気を吸着させたり、触媒による酸化・分解反応を起こし、臭気強度が減少する物質に変える事で脱臭している。	大気中二酸化炭素濃縮・供給装置		直接空気回収技術で、大気中に含まれる二酸化炭素を濃縮して植物に供給する製品。光合成促進機で二酸化炭素を施用し、作物の収穫量を向上できる。

(出所)会社ホームページで当研究所作成





(6) 業界別の概況

同社の主な需要先である業界別の概況は以下の通り。

図表2-(6)-1. 業界別概況と、主に使用される製品

業界		デシカント除湿機	VOC濃縮装置	全熱交換器	外調機	ドライエアグローブボックス	循環型窒素精製機	オゾン分解フィルタ	脱臭フィルタ	ドライルーム	ドライブース	窒素ガスブース	溶剤回収システム
	主な使用製品	○				○				○	○		○
リチウムイオン電池	概況	全固体電池や液体リチウムイオン電池の製造工程は、電池の品質のため水分の混入を防がなければならない。リチウムは、水との反応性が非常に高く、水と反応することで発熱し、発火の危険性があり、製造環境の露点温度はマイナス40℃以下が望ましいとされ、水分濃度管理は不可欠。電池の製造工程で発生する有機溶剤の除去、回収を効率的に行うことができる。											
	主な使用製品	○			○			○					
半導体	概況	清浄度だけでなく、温度、水分濃度を精密に管理した最適環境を提供。プラズマ洗浄で発生するオゾン、オゾン分解フィルタで無害化。製造工程で発生するVOCは大気汚染防止のため、法令により施設ごとの排出量が制限されている。VOC濃縮装置で排ガスを濃縮すると、燃焼装置の小型化が可能となる。また、排ガスが高濃度になることで燃焼消費のランニングコストが減少し、年間二酸化炭素排出量を削減可能。											
	主な使用製品	○					○					○	
有機EL	概況	有機ELの発光材料は、水分や酸素に弱い。長期間安定した性能を得るためには、水分、酸素濃度および温度などの管理が徹底される。さらに歩留まり向上のため、高い清浄度を求められる。同社は、空間制御システム構築と高気密ブースの開発・設計・施工まで、トータル提案を行う。											
ペロブスカイト太陽電池	主な使用製品	○				○				○	○		
	概況	ペロブスカイト太陽電池は、塗布や印刷技術で量産でき、薄型のフィルム形状かつ軽量、フレキシブルなことが特徴。工場の屋根やビルの壁面など従来は難しかった場所に設置できることで注目を集めている。実用化に向け、各国で研究開発が行われている。											
	主な使用製品			○	○				○				
ビル空調	概況	換気で単に外気を入れてしまうと、夏季の高温多湿の空気や冬季の低温空気をそのまま入れることになる。全熱交換器を通して外気との換気を行うことで、ビル内の涼しさ・暖かさを回収、再利用できるため、換気による空調エネルギー増加を抑えることができる。複合ビル内の飲食店舗では、厨房で発生する臭いを外部へ排出する際に、脱臭フィルタを通して排出する。この脱臭フィルタのベース素材には同社の多機能フィルタハニセーブが使用されている。											
	主な使用製品	○											
発電所	概況	発電所では、機器の防錆管理が課題となっている。例えば、定修時に各機器を点検整備エリアに運び作業するが、その間にエリア内の防錆管理をしなければ、発電再開における大きな障害となる。このため点検整備エリアを低湿に管理する必要がある。デシカント除湿機は、季節を問わず安定した除湿が可能なので、メンテナンス時期に関係なく利用が可能。顧客事情に合わせ、販売だけでなくレンタルサービスも提案している。											
	主な使用製品	○	○			○				○			
化成品	概況	化成品では、生産効率や品質安定での湿度管理が必要。また、製造工程で発生するVOCは大気汚染防止のため法令により施設ごとの排出量が制限されている。排ガスに含まれるVOCが低濃度のまま燃焼すると、燃焼装置の設備が非常に大規模になるばかりでなく、ランニングコストも膨大になる。そこで、VOC濃縮装置で排ガスを濃縮することで、燃焼装置の小型化が可能となる。また、排ガスが高濃度になることで燃焼消費のランニングコストが減少し、二酸化炭素排出量の削減が可能になる。											
	主な使用製品		○										
塗装・印刷	概況	塗装や印刷工程で生じるVOC排気は、大気汚染防止として各々の国・地域の排出規制を遵守する必要がある。そのため、排気処理設備が必要となる。VOC濃縮装置導入により、希薄なVOC濃度の排ガスであっても、燃焼装置のイニシャルコストおよび継続的なランニングコストの削減を実現できる。同社は国内外の主要都市に生産拠点が、短期での納品が可能であり、規制の遵守期限までの設備立上げを可能としている。											
	主な使用製品	○				○		○					
食品・医薬品	概況	食品や医薬品の製造工程において、湿度は最終製品の品質を大きく左右する。気候や季節を問わず、除湿空間を安定的に維持することが生産工程で必須条件となる。同社のデシカント除湿機は、HACCP(注2)に対応しており、食品製造工程における安全衛生を確保する。また、滅菌・殺菌で発生するオゾン分解するオゾン分解フィルタも擁する。											

(注1) 主な使用製品欄の「○」は同社ホームページの業界で紹介されている製品

(注2) HACCPとはHazard Analysis and Critical Control Pointの略語。食品事業者自身が、食中毒菌汚染などの危害要因を分析・把握(Hazard Analysis)して、原材料入荷から製品出荷までの全工程の中で、危害要因を除去・低減させるために特に重要な工程(Critical Control Point)を重点的に管理して、食品の安全を確保することを指す

(出所) 会社ホームページで当研究所作成





3. 業界環境・事業戦略

環境関連技術の高さが競争力の源泉

デシカント除湿機や VOC 濃縮装置など環境関連に立脚した製品で、高いプレゼンスを示している。同社は「クライメイト・ニュートラル(気候中立)な未来実現のため、空気処理技術のイノベーション・リーダーであり続ける。」というビジョン(目指す姿)を基に事業展開。独自の製品の強みと卓越した環境エンジニアリングを融合させ、同社にしか生み出せない空気のソリューションを世界に提供していく考えた。

(1) 業界環境

同社グループが属する業界の市場データが存在しないため、デシカント除湿機および VOC 濃縮装置に絞って説明する。

(A)デシカント除湿機

デシカント除湿機が使われる用途・業界は、食品・医薬、倉庫や輸送を含むロジスティック関連、発電所、EV 用リチウムイオン電池など多岐に渡る。

2024 年の世界人口は約 80 億人であり、30 年には 85 億人、50 年には 97 億人にまで増加すると予測されている。また、それに占める 65 歳以上の高齢者の割合は 22 年の 10%から、50 年には 16%にまで増加するとされている。これらの人口動態のトレンドにより、食品・医薬品産業の安定的な伸びが見込まれる。また、リチウムイオン電池を含む蓄電池は、19 年の世界市場規模は約 5 兆円であり、30 年には約 40 兆円、50 年までに約 100 兆円に成長することが見込まれている。また、18 年に 54 兆円であった半導体関連の世界市場規模は、30 年には約 100 兆円に成長する見込みだ。

これらの各産業において今後も積極的な設備投資が期待されており、各産業の成長と共に、同社グループのデシカント除湿機の需要増加が期待される。これらの産業の中でも特に近年は EV 用リチウムイオン電池産業におけるデシカント除湿機の採用が増えている。同社グループのデシカント除湿機販売においても最重要市場として位置付けている。同産業の最も大きい市場は中国、次にアメリカとなる。各市場において EV 自動車への移行と共に更なる投資が見込まれている。同社グループでは需要拡大の機会であると認識している。

(B)VOC 濃縮装置

VOC 濃縮装置が使われる用途も多岐に渡る。自動車や船の塗装、半導体の製造、グラビア印刷の工程などで発生する VOC や VOC を含む原材料を扱う生産拠点などで必要とされている。

国内では VOC 排出に関して厳格に規制されていないものの、近年では特に、厳格な VOC 排出規制が施行された中国や韓国において、施行前の対策措置として需要が急増する傾向があった。現在、中国が最大の市場





であり、韓国、ヨーロッパ、台湾、アメリカがそれに続く。

今後もこれらの市場において、本装置に使われている主要部品であるローターの交換需要が継続して発生すると、同社では認識している。また、今後は、インドや東南アジア諸国など大気汚染が問題視されているにもかかわらず、これらの法規制が制定されていない国での需要増加を見込むとしている。

(2) 競合状況

デシカント除湿機で、グローバルでのリーディングカンパニーはスウェーデンの Munters、西部技研はそれに続くグローバルメーカーだとしている。なお、ヨーロッパ、中国、アメリカなど、それぞれの地域に存在するローカルメーカーが一定の強さを持つとされている。西部技研は 1984 年に吸着剤でシリカゲルを世界で初めて採用するなど(現在ではシリカゲルの採用がグローバルスタンダード)、ハニカムローターとともに高い技術力で成長を図ってきた。

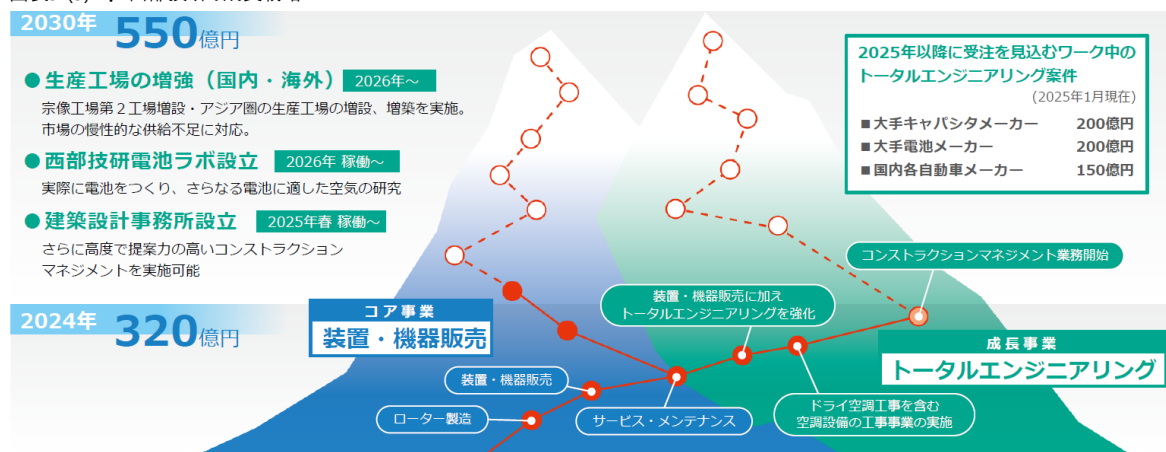
VOC 濃縮装置の主要メーカーは、西部技研、ニチアスとされており、他には、CECO Environmental Corporation(米国)、Anguil Environmental Systems, Inc.(米国)、Catalytic Products International (米国)、大気社(日本)、Munters などとされる。

(3) 事業戦略

同社は「クライメイト・ニュートラル(気候中立)な未来実現のため、空気処理技術のイノベーション・リーダーであり続ける。」というビジョン(目指す姿)を基に事業展開している。

具体的には、電池や半導体製造工程の最適環境をトータルで提供し、独自の製品の強みと卓越した環境エンジニアリングを融合させ、同社にしか生み出せない空気のソリューションを世界に提供するということだ。

図表3-(3)-1. 西部技研の成長戦略



(出所)会社資料(24/12期決算説明)





(4) 中期経営計画およびその進捗

(A) 中期経営計画 2024-2026 の策定理由

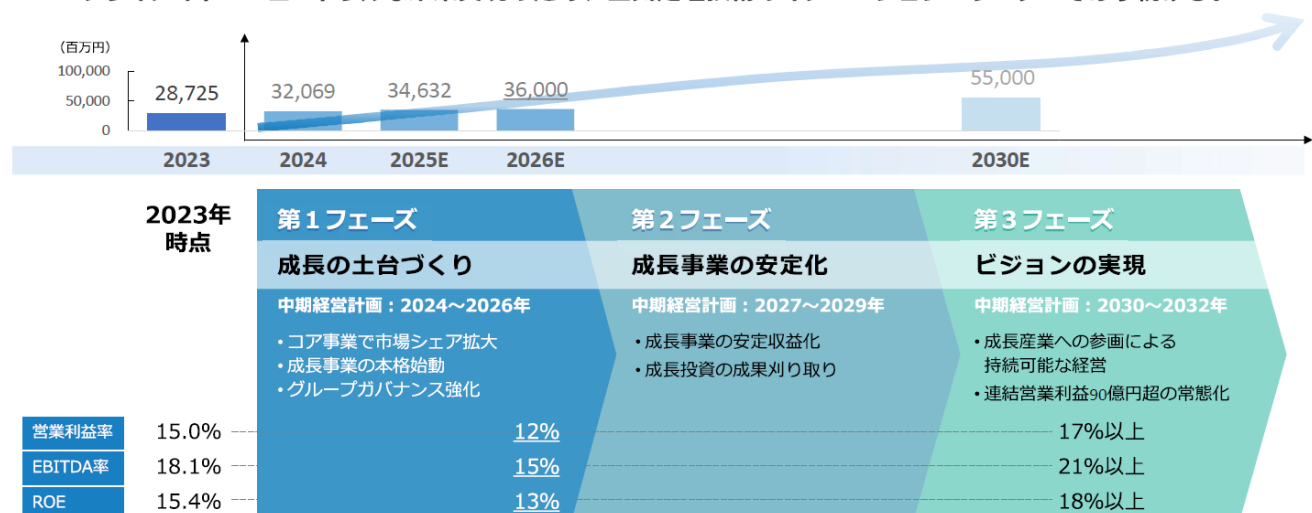
同社では 22/12 期より、中期経営計画『Regeneration 1』をスタートさせていたが、24/12 期から新たに計画を仕切り直し、24 年 2 月に新中期経営計画 2024-2026(24/12 期～26/12 期)を発表した。仕切り直した理由としては、株主・投資家に成長戦略についてより良く理解してもらい、グループ一体となって成長を目指す、市場動向の急激な変化(特に中国市場)に対応するため、などを挙げている。

(B) 位置づけ

2030 年のビジョン実現に向けての第 1 フェーズとして、持続的成長の土台づくりのための 3 年間とする。

図表3-(4)-1. 中期経営計画の位置づけ

クライメイト・ニュートラルな未来実現のため、空気処理技術のイノベーション・リーダーであり続ける。



(出所)会社資料(24/12期決算説明資料)

(C) 数値目標

最終年度の26/12期に売上高360億円を目標としているが、他はKPIとして、売上高営業利益率、EBITDAマージン、ROEなど収益性の目標を掲げる。同社は23年10月に東証スタンダードに上場と、上場歴が浅いが、上場を機に収益体質を強化するという強い経営の意志の表れと言える。





図表3-(4)-2. 財務主要KPI目標

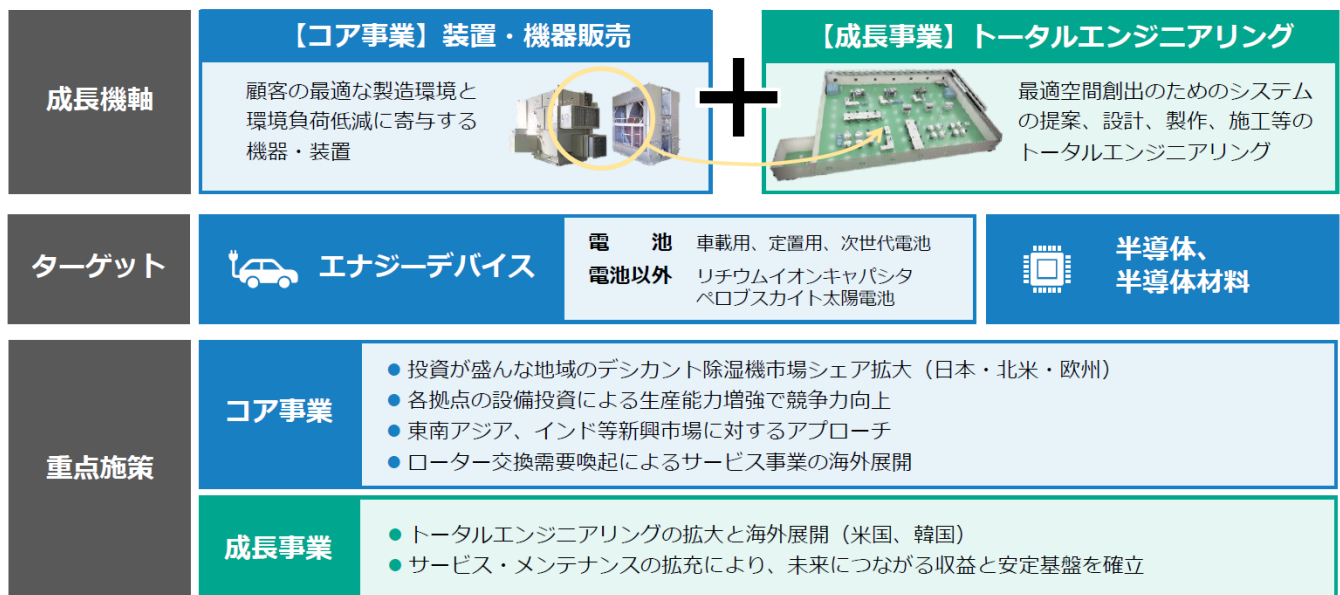
	2021年度 実績	2022年度 実績	2023年度 実績	2024年度 実績	...	2026年度 目標	...	2030年 展望
営業利益率	10.6 % (12.5%)	18.5 % (15.3%)	15.0 %	12.6 %	...	12 %	...	17%以上
EBITDAマージン	15.3 % (16.9%)	22.1 % (19.3%)	18.1 %	15.6 %	...	15 %	...	21 %以上
ROE	13.1 % (15.7%)	24.5 % (18.8%)	15.4 %	11.8 %	...	13 %	...	18 %以上

(出所)会社提供資料

(D)成長戦略

コア事業の欧米市場シェア拡大、およびトータルエンジニアリング拡大による継続的な利益成長を目指すとしている。具体的な戦略は以下の図表の通り。

図表3-(4)-3. 中期経営計画 2024-2026の成長戦略



(出所)会社資料(24/12期決算説明)

(E)進捗状況

これまでの牽引役だった中国、欧州市場に減速の動きがあるほか、北米も政策動向に不透明感がある。ただ、同社は成長領域との認識は変えておらず、経営資源を投入していく考えは変わらない。主力事業であるデシカント除湿機と VOC 濃縮装置、成長事業とするトータルエンジニアリングについては次の通り。





図表3-(4)-4. 成長領域を取り巻く事業環境

		市場見通し	動 向
車載用電池	日 本		政策の後押しもあり相次ぎ大型投資の計画が発表
	中 国		生産投資過多により低迷
	欧 州		EV普及減速で投資が停滞
	北 米		政権交代による影響が不透明
車載用電池（次世代電池）			各国で全固体電池の開発が官民連携により加速
定置用蓄電池			自家消費や需給調整力としての需要が高まっている
電池以外のエナジーデバイス			【リチウムイオンキャパシタ】 データセンターやハイブリッド車向けに需要拡大 【ペロブスカイト太陽電池】 再生可能エネルギーの柱として、国の支援による開発・投資計画が発表
半導体、半導体材料			AIサーバー向け半導体関連企業は強気の投資。車載向け半導体投資は抑制の動き

(出所)会社資料(24/12期決算説明)

図表3-(4)-5. コア事業の状況

1. コア事業：デシカント除湿機

米国、日本での車載電池関連の案件を堅調に受注

- 韓国大手自動車メーカー等の米国新工場向けにグンミョン・エンジニアが設計・施工するドライルーム用デシカント除湿機を受注（約29億円）
- 国内大手自動車メーカーのEV用LiB製造工場向けデシカント除湿機を受注（約8.2億円）

生産能力の向上

- 海外の組立工場を強化 米国新工場：2024年2月稼働
ポーランド工場拡張：2024年3月稼働
- 国内除湿ローター新工場建設 
 - ・ 2024年10月着工
 - ・ 2025年第3四半期竣工予定

除湿ローター交換需要に向けた体制整備（中国、欧州）

今後の取り組み

- ・ 高性能除湿ローターの市場投入
- ・ 既存の除湿ローターの設計、構造の簡素化によるコストダウン
- ・ 中国に板金工場を建設し内製化率を向上（2026年9月の稼働予定）

(出所)会社資料(24/12期決算説明)

2. コア事業：VOC濃縮装置

半導体ファウンドリ向け VOC濃縮カセット(VOC除去) 案件が堅調に推移

- 台湾大手ファウンドリ向けの案件を受注（約2.8億円、約4.2億円）

VOC濃縮ローター交換を推進

交換件数

2023年
66 件

▶

2024年
80 件

新たな用途の開拓

- タイヤ製造工程からの排気処理
- 半導体製造工程からの処理困難VOCの難処理
- 船舶塗装向けが大幅増進

今後の取り組み

- ・ VOC濃縮ローターの設計、構造の簡素化によるコストダウン
- ・ インド及び東南アジア等における将来的な排ガス規制を見据えた取り組みに注力





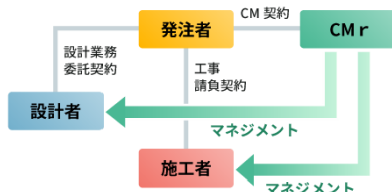
図表3-(4)-6. 成長事業とするトータルエンジニアリングの状況

トータルエンジニアリングの海外展開

- ・北米や欧州で機械設備工事の実績が豊富な韓国のグンミョン・エンジ社と資本提携、JV設立
⇒ 海外でのドライルームやクリーンルームの施工に強みを持つグンミョン・エンジ社とのシナジー効果により、トータルエンジニアリングの拡大を図る
- ・中国大手車載電池メーカーの英国新工場向け溶剤回収装置を受注（約5.3億円）
- ・国内大手半導体メーカーの韓国の半導体材料製造工場新設プロジェクトに関するコンストラクション・マネジメント*業務を受注

*コンストラクション・マネジメント：

発注者の立場に立ったコンストラクション・マネジャーが、プロジェクトの目標や要求の達成を目指して、発注者の立場から一貫して建設プロジェクトをマネジメントする



(出所：一般社団法人日本コンストラクション・マネジメント協会資料)

(出所)会社資料(24/12期決算説明)

国内トータルエンジニアリングの拡大

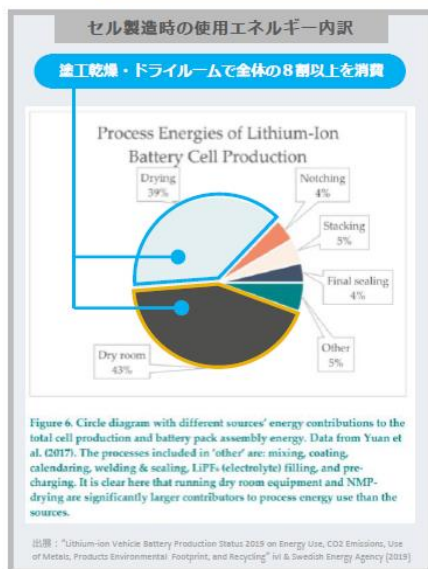
- ・国内大手車載電池メーカー向け省エネ熱交換システム一式及びその設備設計・施工業務を受注（約8.7億円）
- ・BASC（電池サプライチェーン協議会）に加入し、電池のサプライチェーンの発展に向けて活動（2023年加入）

今後の取り組み

- ・欧州及びその他の地域での溶剤回収装置案件の獲得に注力
- ・グループ内の人的リソースを、成長事業に対して再配置

図表3-(4)-7. トータルエンジニアリングの活用例ーリチウムイオン電池製造工程

リチウムは微量な水分で激しく燃焼する。だから電池製造工程にはドライ環境が必須。



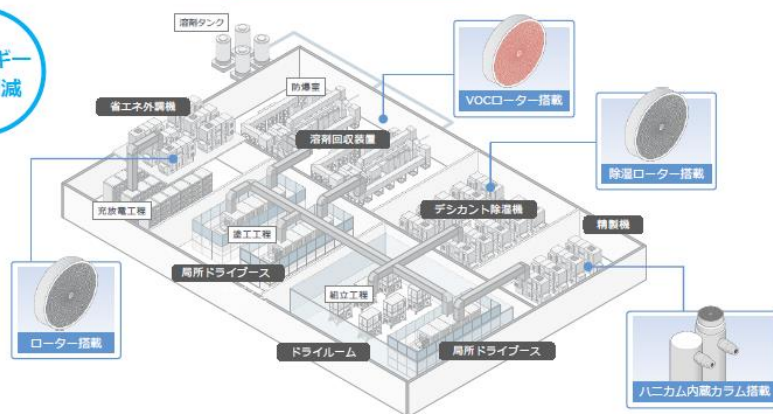
(出所)会社資料(24/12期決算説明)

国内製造の最大課題

海外エネルギー資源に頼る日本では投入エネルギーを削減し、製造コストの低減が必須である。

西部技研のトータルエンジニアリングは、適切なエネルギー・マネジメントにより塗工乾燥・ドライルームでのエネルギー消費を半減できる。

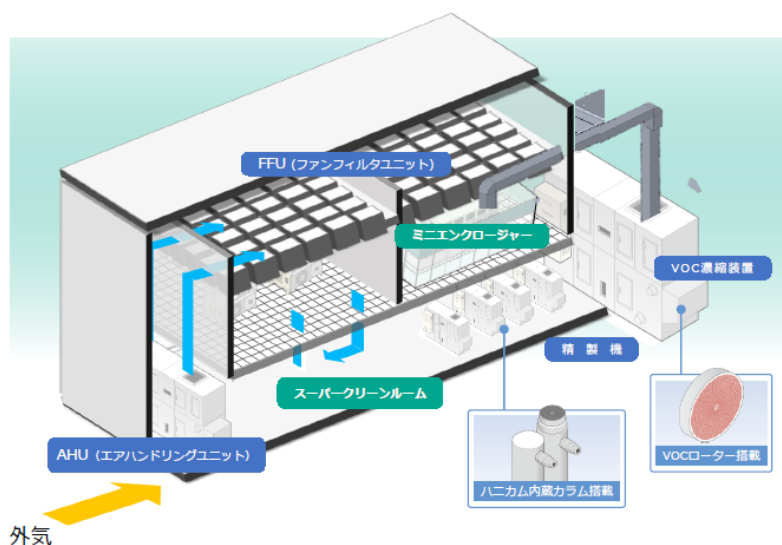
エネルギー大幅削減





図表3-(4)-8. トータルエンジニアリングの活用例ー半導体材料製造工程など

半導体材料製造工程をはじめとした様々な分野で必要な
“スーパークリーンルーム”を創出



(出所)会社資料(24/12期決算説明)

空気の専門家が創り出す

スーパークリーンルーム

空気の質をふくめてトータルエンジニアリング

クリーンルームにおける清浄度、温度、水分濃度を顧客のニーズに合わせて精密に管理した最適環境をトータル提供

エネルギー消費を削減した次世代空調

トータルエンジニアリングにより各機器から発生するエネルギーを効率よく利用・循環することが可能となり、個別発注では困難なトータルの省エネクリーンルームを創出して CO₂の削減に貢献

(5) SWOT 分析

SWOT 分析とはフレームワークの手法の 1 つ。考え方の枠組みや骨子を分かりやすく表し、課題の洗い出しや分析、思考の整理などに使われる。一般的に自社の外部環境と内部環境を Strengths (強み)、Weaknesses(弱み)、Opportunities(機会)、Threats(脅威)の 4 つの要素で要因分析することで、既存事業の問題、新規事業のリスクなどを見つけることができるとされる。今までの分析を基に、この手法を使ってまとめると、次の図表となる。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に留意したい。

図表3-(5)-1. SWOT各項目の洗い出し

	強み (Strengths)	弱み (Weaknesses)
内部要因	・独自技術で高性能・高品質を実現 ・顧客ニーズに柔軟に対応 ・特定地域の動向に左右されにくい ・環境負荷の低減に貢献	・特定製品への依存 ・企業規模の大きさ
	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
外部要因	・世界的な環境意識の高まり ・新興国市場の成長	・原材料価格の高騰や、為替の急激な変動 ・各国の環境規制の急速な変化

(出所)会社資料、ヒアリングなどで当研究所作成

概要について、簡単に背景に触れると、次の通り。





強み(Strengths)

・独自技術で高性能・高品質を実現

デシカント除湿機や VOC 濃縮回収機などの技術的基盤になっているのが、ハニカムローター。同社製品の心臓部であるローターにハニカム構造を組み合わせることで、高いパフォーマンスを実現。他社にはない独自技術であり、高い競争力を持っている。

・顧客ニーズに柔軟に対応

沿革でみたように、同社は他企業からの委託研究を主眼に置いた事業が原点。長年の研究開発により技術力を培ってきた。また、こうした背景があるため、顧客のニーズに応じたカスタマイズにも柔軟に対応できる技術力・体制がある。

・特定地域の動向に左右されにくい

グローバルな市場で事業を展開(24/12 期海外売上比率 67%)。特定地域の動向に左右されにくい事業構造となっている。

・環境負荷の低減に貢献

同社製品は、温度変化を小幅にとどめ除湿を実現するデシカント除湿機や、有害物質の除去に貢献する VOC 濃縮装置など環境負荷の低減に貢献するものが多い。ESG 投資の観点からも評価が高い。省エネルギーや環境負荷低減に貢献するものであり、社会的要請にも合致している。

弱み(Weaknesses)

・特定製品への依存

独自性が強いとはいえ、デシカント除湿機や VOC 濃縮装置などへの依存度が大きい。製品を売るだけでなく、顧客への提案力を高めるなど、トータルエンジニアリングを強化することで対応していく考えだ。

・企業規模の大きさ

空調関連事業は、大手企業や、その傘下の企業が多く、経営資源やブランド力で劣る部分がある。23 年の上場を機に、知名度向上や、財務基盤の強化を図っていく意向だ。





機会(Opportunities)

・世界的な環境意識の高まり

地球温暖化対策や有害物質への規制の強化など、環境意識が世界的に高まっている。一部の国で、やや逆行した姿勢もみられるが、長期的には環境意識が高まることに変化はないだろう。同社では環境負荷の低減を目的とした製品が多く、需要増加につながる。また、ESG 投資の観点からも注目されよう。

・新興国市場の成長

新興国市場における産業の発展や生活水準の向上は、環境意識の高さにつながる。同社製品に対する新たな需要を生み出すことになるう。

脅威 (Threats)

・原材料価格の高騰や、為替の急激な変動

原材料価格の高騰や為替の急激な変動は、製品の製造コスト上昇につながり、収益を圧迫する可能性がある。製品競争力を高めることで、顧客への値上げを通りやすくすることや、生産コスト全体の引き下げなどで対応している。なお、為替変動の影響を受ける通貨として元(中国)、クローナ(スウェーデン)、ドル(米国)を挙げ、影響度は次の通りだとしている。

図表3-(5)-2. 25/12期業績計画に対する為替変動の影響

	想定レート (1単位当たり円)	1円当たりの影響額(億円)	
		売上高	営業利益
元(中国)	20円	4.61	0.40
クローナ(スウェーデン)	14円	1.86	0.17
ドル(米国)	151円	0.28	0.004

(注)それぞれの通貨に対し、業績への影響額は、
円安がプラス、円高はマイナスに働く
(出所)会社へのヒアリングで当研究所作成

・各国の環境規制の急速な変化

各国・地域での事情に合わせた生産・販売を行っており、それぞれのケースに対して対策を講じている。ただ、同社の想定を超えた環境規制の急速な変化があった場合、対応するためのコストが増加する可能性がある。





4. 業績・財務分析

売上高は拡大基調、収益性は高水準を確保

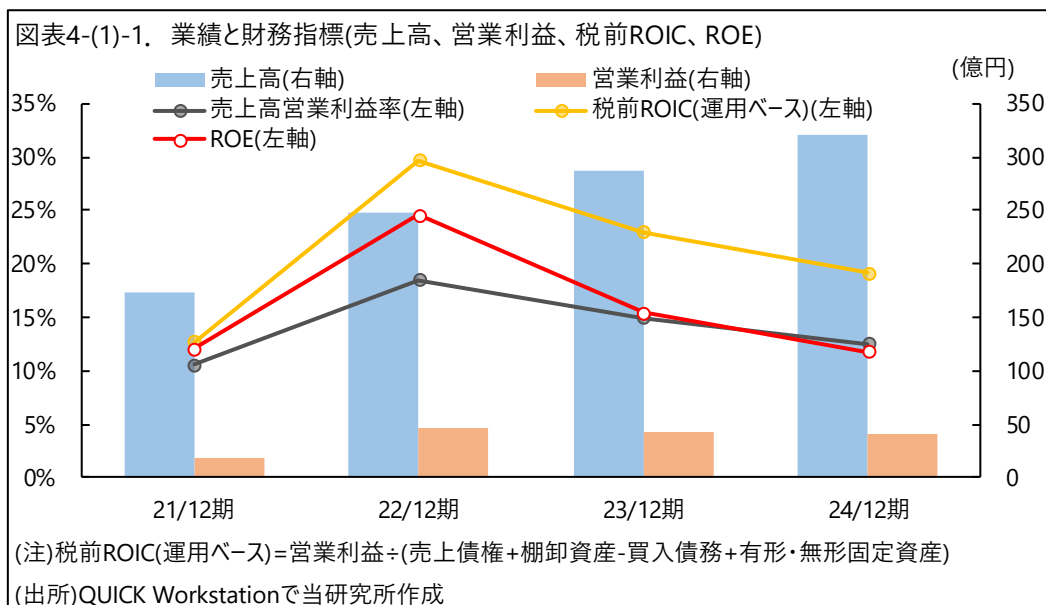
同社の長期業績を ROIC と ROE で分析する。第 1 に、ROIC（投下資本利益率、投下資本は運用ベースを使用）と成長性の組み合わせは、事業の成果を見る上で重要な指標である。ROIC（運用ベース）が資本コストを上回ることがまず大事で、その上で投下資本が増えて利益が成長することで、企業価値が創造される。

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。なお、同社は 23 年上場と、上場後データの期間が短いため、データは上場前の 21/12 期から分析を行っている。

（1）業績と財務指標

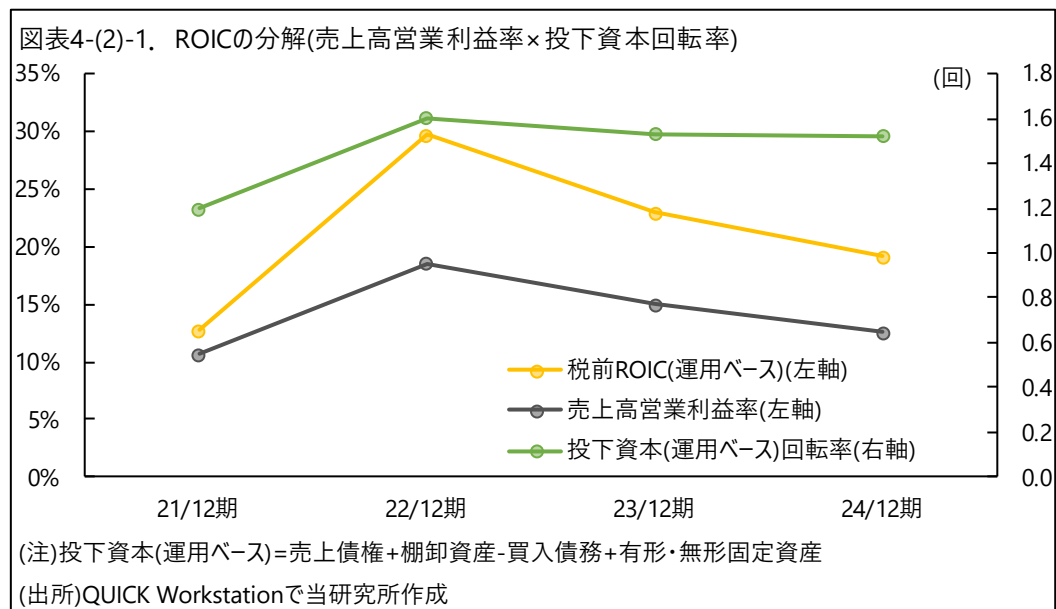
グローバル展開により、売上高は拡大が続く。一方、利益および収益性指標は 22/12 期をピークに低下傾向が見られる。23/12 期の営業減益の要因は、①上場に伴う管理部門強化および同社グループの営業力強化に伴う人件費増加、②中国市場での 22/12 期増収分のうち 23/12 期に回収したものである営業人員へのインセンティブ増加、③物価上昇に伴う運賃増加など。24/12 期の営業減益の要因は、23/12 期上期まで利益率が高かった中国向けデシカント除湿機の売上減少が響いた。営業利益が減少したことによって、収益性指標が低下している。同社では、企業価値向上に向けた施策を本格化し、26/12 期目標 ROE は 13%(24/12 期 11.8%)と高水準を確保する計画だ。



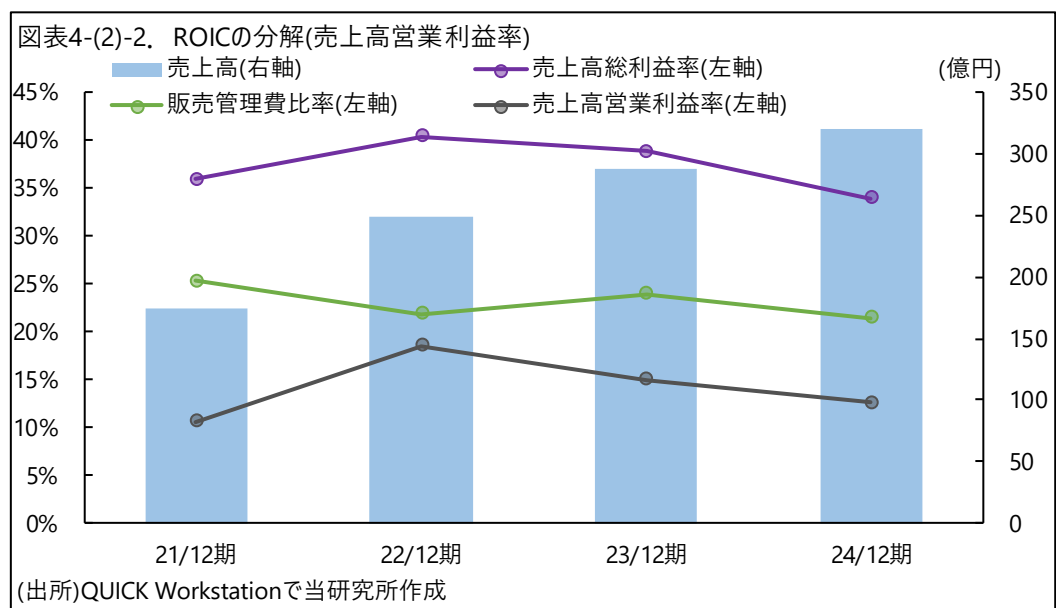


(2) ROIC の分析

24/12 期の ROIC は 19.1%と、前期・前々期から低下したとは言え、高い水準にある。前 2 期との比較において投下資本回転率には大きな変化が見られないので、ROIC の低下要因は、売上高営業利益率の低下、特に売上が増加する一方で営業利益が減少したためだと言える。

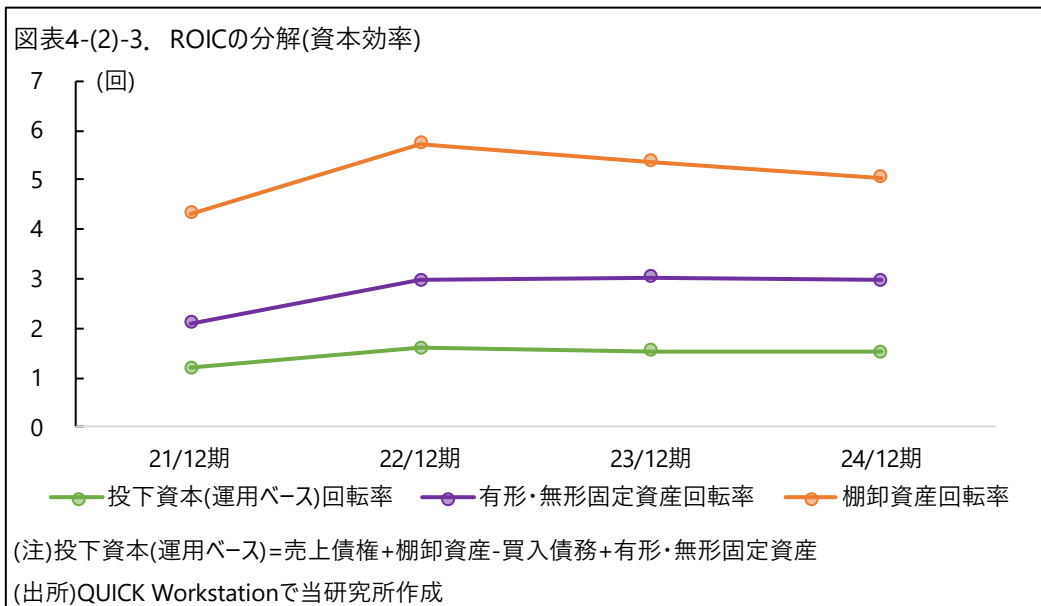


売上高営業利益率が低下した要因としては、23/12 期は販管費比率の上昇、24/12 期は売上高総利益率の低下と見て取れる。前述の通り、人件費・運賃の増加、高採算だった中国向けデシカント除湿機の販売不振などが影響している。



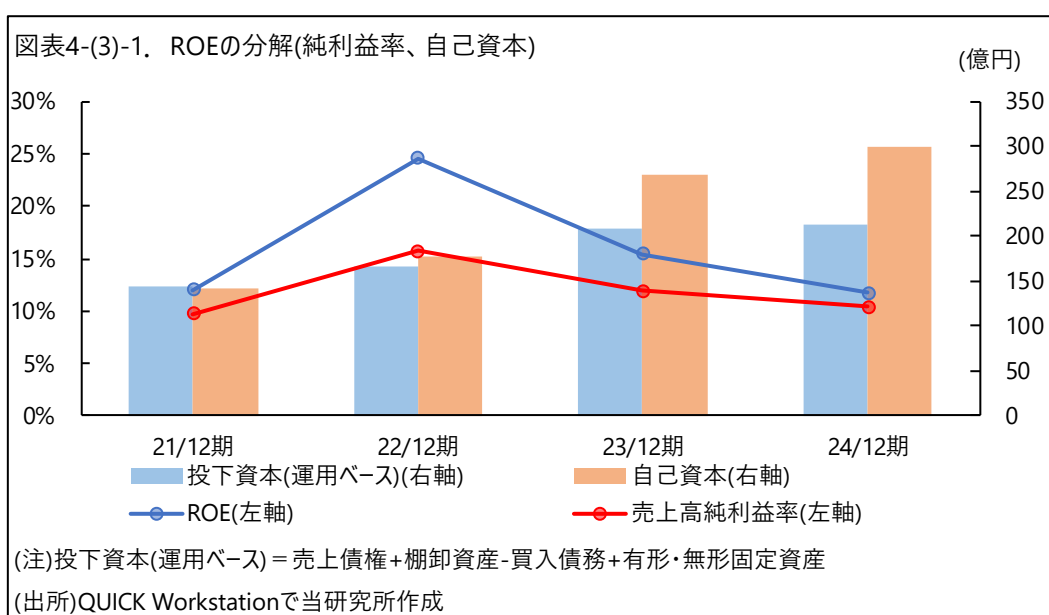


24/12 期は、欧州の売上高が前期比 120% 増となる一方、中国は同約 4 割減収など地域ごとに異なる大きな変動が起きた中、棚卸資産回転率が 22/12 期をピークになだらかな低下傾向ある。一方、有形・無形固定資産回転率は目立った変化がなく、投下資本回転率は安定的に推移している。



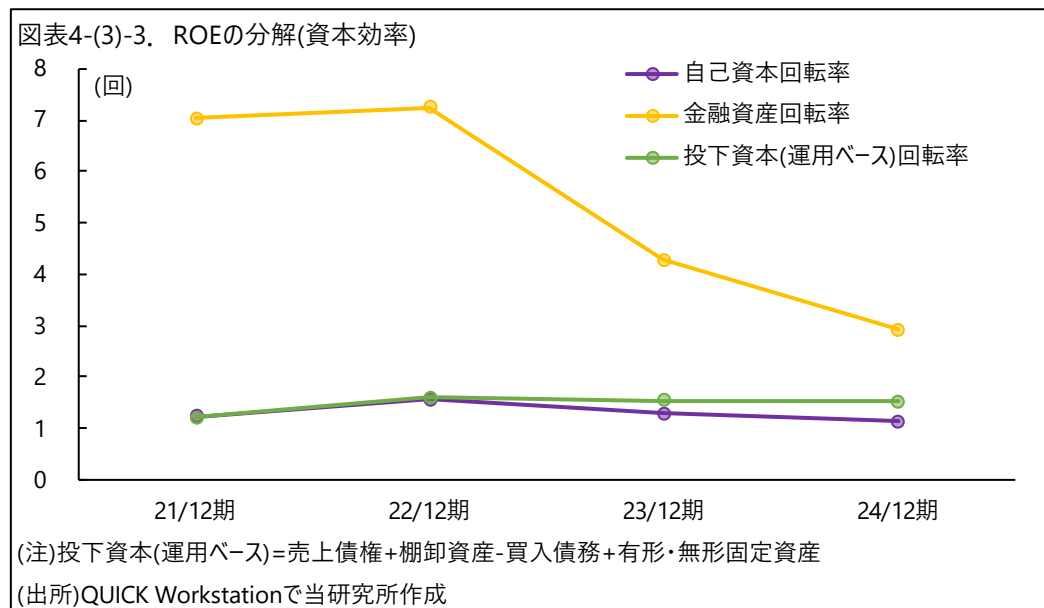
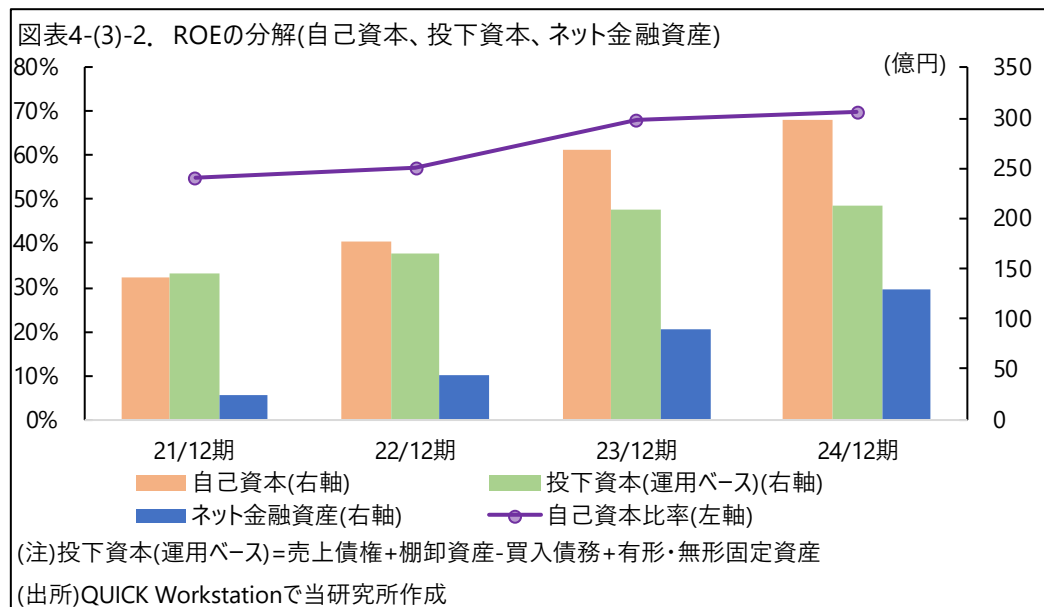
(3) ROE の分析

ROE は 22/12 期の 25% から 23/12 期に 15%、24/12 期に 12% へ低下した。売上高純利益率が同じく 16%、12%、10% とやや低下したことに加え、自己資本が 23 年 10 月の株式上場時のエクイティファイナンスで 23/12 期に大きく増えたことが要因である。ただ、以前より低下したとはいえ、24/12 期の売上高純利益率で 10%、ROE 12% という水準は、いずれも上場企業平均を上回っている。





事業の稼ぐ力を示す ROIC に比べ、ROE の方が大きく低下している。これは、分母となる投下資本に比べ自己資本が上場時の増資によって大きく増えたためである。投下資本回転率が 22/12 期から 24/12 期にほぼ横ばいで推移しているのに、投下資本の増加ベースが売上の伸びと同程度だったことがわかる。一方、自己資本は上場時の増資によって 23/12 期に増加し、ネット金融資産も増えたため、自己資本回転率、ネット金融資産回転率は低下した。

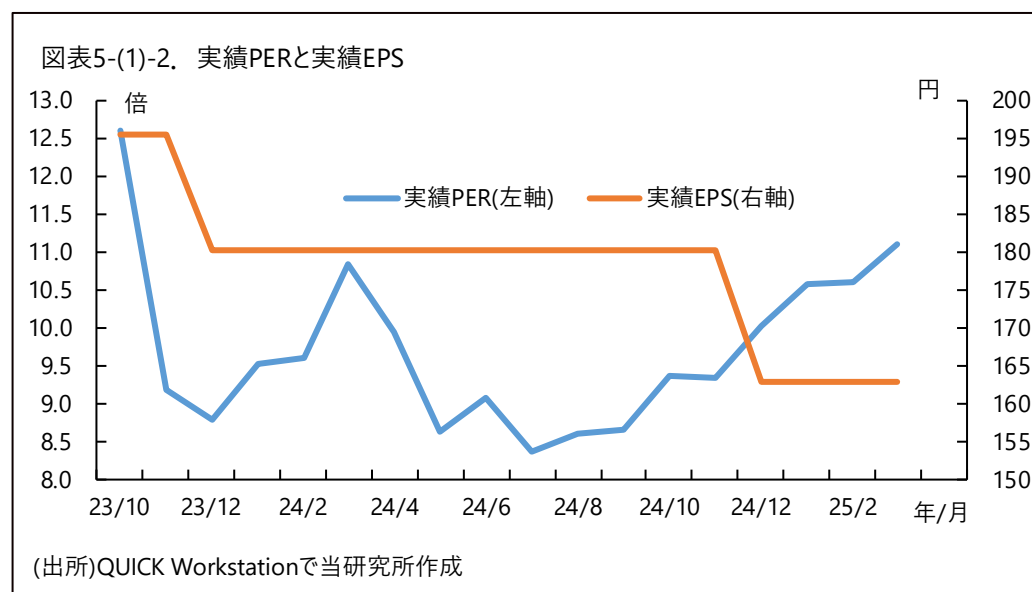
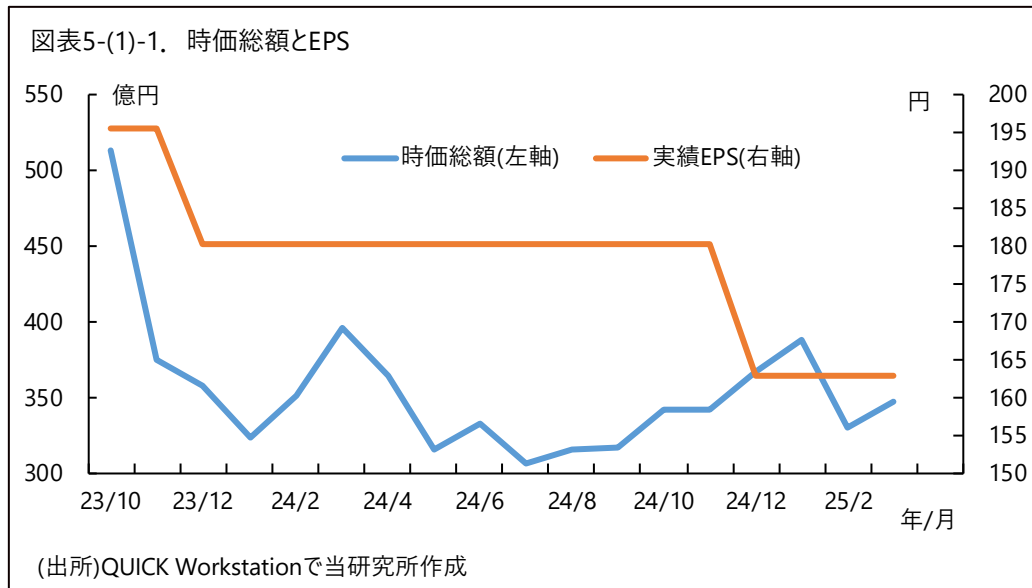




5. 株価と株価関連指標の関係

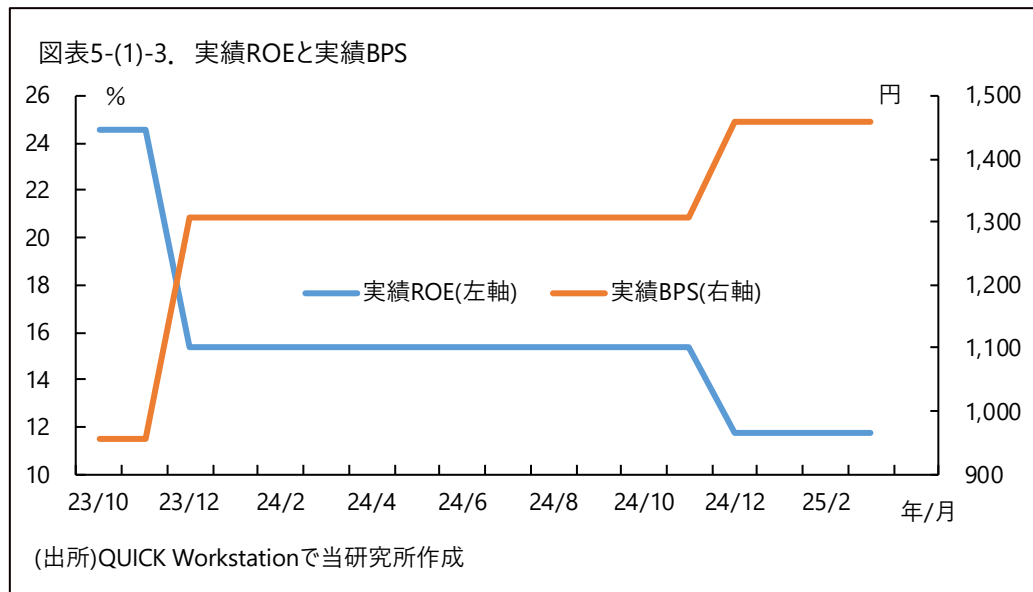
(1) 業績と株価・関連指標の動向

時価総額は上場直後に 500 億円超となる局面もあったが、以降は 300 億円から 400 億円の間の推移が続いている。成長企業で、売上高拡大が続いているが、上場直後の経費増や、中国市場の急速な変化などから、利益が減少していることが影響しているようだ。実績 PER も上場直後は 12 倍を超えたが、その後は 8 倍から 11 倍と狭い範囲での動きとなっている。



実績 ROE は低下傾向。上場に伴い、自己資本が拡充したことや、利益の低迷が要因だ。一方、実績 BPS は、上場に伴い自己資本が充実したことや、利益剰余金の増加などにより増加基調が続いている。





(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。

なお、同社は上場が 23 年 10 月と、十分な株価関連のデータが採れないため、今回は記載しないこととする。

(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。

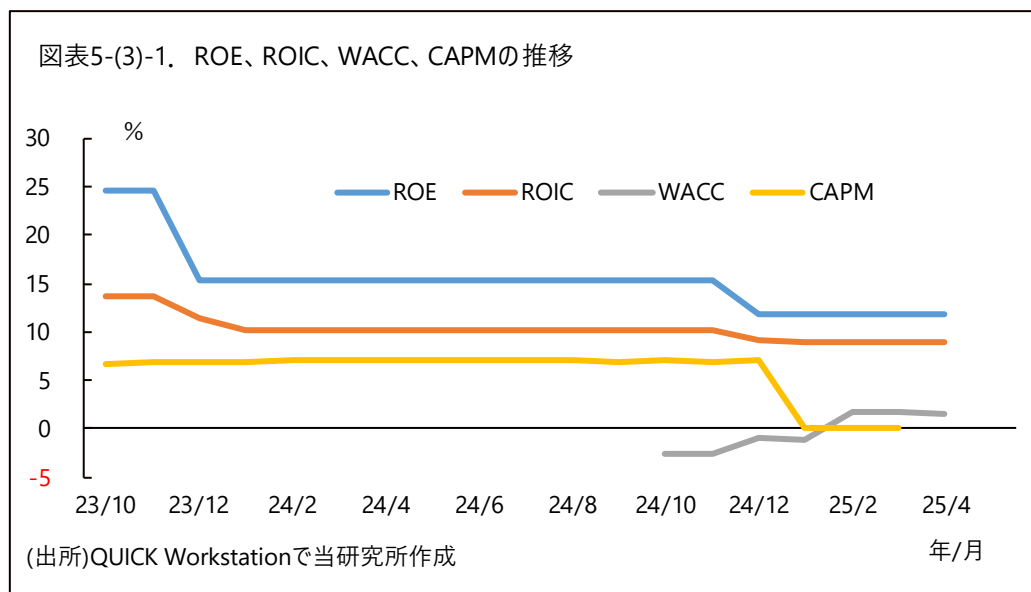
CAPM や QUICK 株主資本コストを示したが、これらの資本コストは推計値に過ぎない。

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。





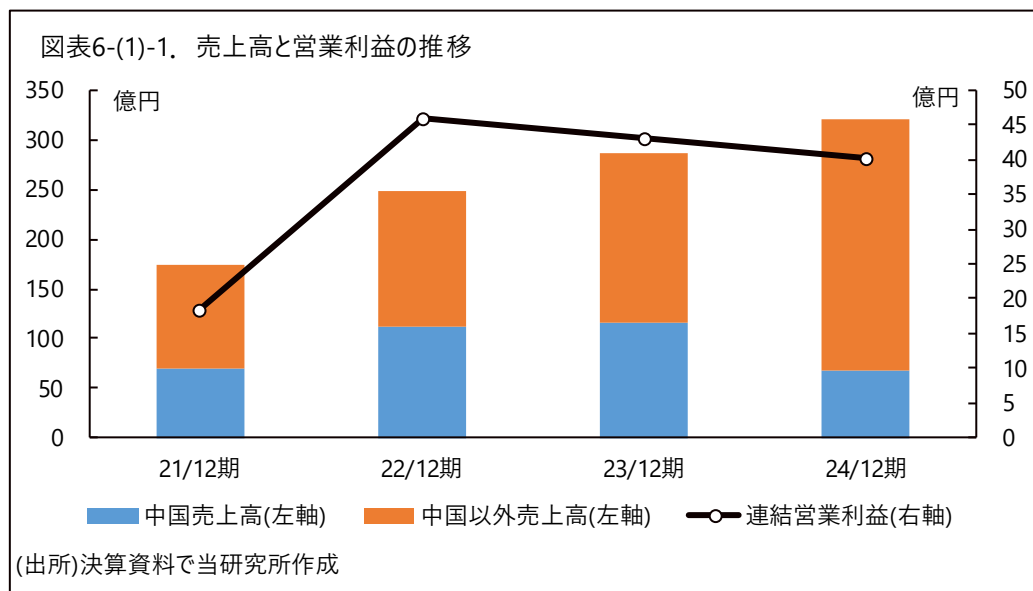
6. 当面の業績動向

25/12 期は増収だが、利益は減少の見通し

(1) 24/12 期通期の業績実績

24/12 期の連結業績は、売上高が前期比 11.6% 増の 321 億円、営業利益が同 6.2% 減の 40 億 30 百万円、純利益が同 2.8% 減の 33 億 36 百万円。

連結売上高は、中国の景気低迷や EV 用バッテリー投資の減速により、中国向けデシカント除湿機の売上は減少したが、日本や欧州などのデシカント除湿機および電池向けの溶剤回収装置の売上が増加したことにより、増収を確保。営業利益は円安による効果(3 億円)があったものの、前期上期まで利益率が高かった中国向けデシカント除湿機の売上減により減少した。





図表6-(1)-2. 西部技研の受注・販売・受注残の推移

		23/12期				24/12期			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
受注	デシカント除湿機	5,140	4,375	6,122	10,186	2,807	6,436	2,926	2,892
	VOC濃縮装置	3,914	1,295	1,079	1,744	2,297	2,000	2,875	3,250
	その他	655	503	734	799	681	987	1,153	2,690
	合計	9,710	6,173	7,954	12,711	5,786	9,423	6,955	8,831
販売	デシカント除湿機	4,398	3,677	5,167	5,309	3,543	5,944	5,601	4,573
	VOC濃縮装置	1,308	1,703	2,070	2,224	1,541	2,376	2,374	3,281
	その他	507	1,016	453	892	692	624	704	815
	合計	6,214	6,396	7,689	8,426	5,777	8,944	8,680	8,668
受注残	デシカント除湿機	6,006	6,700	8,007	12,833	12,338	13,272	9,959	8,634
	VOC濃縮装置	6,114	5,692	4,873	4,305	5,202	5,006	5,256	5,370
	その他	1,095	585	871	780	773	1,143	1,576	3,402
	合計	13,215	12,978	13,752	17,919	18,314	19,422	16,792	17,407
受注÷販売	デシカント除湿機	1.17	1.19	1.18	1.92	0.79	1.08	0.52	0.63
	VOC濃縮装置	2.99	0.76	0.52	0.78	1.49	0.84	1.21	0.99
	その他	1.29	0.50	1.62	0.90	0.98	1.58	1.64	3.30
	合計	1.56	0.97	1.03	1.51	1.00	1.05	0.80	1.02
手持販売日数	デシカント除湿機	125	166	141	221	318	204	162	172
	VOC濃縮装置	427	305	215	177	308	192	202	149
	その他	197	53	175	80	102	167	204	381
	合計	194	185	163	194	289	198	177	183

(注1)単位は受注、販売、受注残が百万円、受注÷販売は倍、手持次販売日数は日

(注2)手持販売日数は受注残÷販売×365÷4で計算

(出所)会社資料で当研究所作成

(2) 25/12 期の業績計画

25/12 期の連結業績計画は、売上高が前期比 8.0%増の 346 億円、営業利益が同 11.9%減の 35 億 52 百万円、純利益が同 6.7%減の 31 億 11 百万円としている。

連結売上高を製品別にみると、デシカント除湿機は日本、米国では EV 用電池の製造工場投資増加に伴い伸長するが、韓国や欧州での減収により 24/12 期並みにとどまる見通し。VOC 濃縮装置は日本の NMP 回収





システム関連が伸長、その他はコンストラクション・マネジメントなどにより伸長する見込み。事業別では、成長事業であるトータルエンジニアリングが、国内のエネルギーデバイス投資増加に伴うドライルームやエネルギー・マネジメントシステムの売上増に加え、半導体関連を含むコンストラクション・マネジメントの売上も寄与としている。

営業利益は、欧州での EV 投資の停滞や、中国における市場縮小による競争激化などの要因により、機器販売の収益性が落ち込み、減少する見通しだ。

図表6-(2)-1. 製品別・事業別・地域別売上高

○製品別	24/12期実績 百万円	25/12期計画 百万円	前期比 %
デシカント除湿機	19,661	19,537	99.4
VOC濃縮装置	9,572	10,947	114.4
その他	2,835	4,146	146.2
合計	32,069	34,632	108.0
○事業別			
コア事業(機器・装置)	24,022	22,500	93.7
成長事業(トータルエンジニアリング)	8,047	12,131	150.7
合計	32,069	34,632	108.0
○地域別			
日本	10,688	14,191	132.8
中国	6,851	7,511	109.6
韓国	3,404	2,759	81.1
中国・韓国以外のアジア	1,725	1,513	87.7
ヨーロッパ	5,616	4,203	74.8
米国	3,221	4,178	129.7
米国以外の北米	240	240	100.0
その他	321	35	10.9
合計	32,069	34,632	108.0

(出所)決算資料で当研究所作成

(3) 株主還元

安定的な配当を実行・維持することを基本としながら、財務体質の健全化や将来に備えた内部留保とのバランスを図りつつ株主へ報いるというのが基本姿勢。

連結配当性向を重要な指標とし、連結配当性向 40%以上を目標値とするなどとしている。25/12 期の 1 株当たり年間配当は 70 円(24/12 期 70 円)を計画している。

資本効率の向上、株主還元の充実、機動的な資本政策の遂行を図るため、25 年 2 月に自社株買いを発表した。期間は 25 年 2 月 17 日から 6 月 23 日まで。取得株数は上限 70 万株、金額では上限 10 億円としている。





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。

同社は25年2月に開催した24/12期決算説明会において、現状の分析を説明。株価の推移について、同社では上場後から中国経済の不透明感を背景に下降トレンドとなったほか、23/12期3Q決算における業績動向への悪化懸念などもあり下落したとみている。以降、中国景気低迷やEV投資への向かい風が報道される中、株価は上場時を下回る水準で推移。株価向上に向けて、会社の知名度および中期経営計画の認知向上、成長投資、実績を示していく必要性を強く認識している。

株主資本コストについて同社は、CAPMベースでの株主資本コストは6%～8%、益利回りベースの株主資本コスト（市場株価に織り込まれた株主の期待収益率：1株当たり純利益/株価＝PERの逆数）はPERからはじいて約9%と推計。一部の機関投資家から提示された株主資本コストは8%～12%ではないかという意見もあり、市場からは一般的な手法であるCAPMベースの株主資本コストよりも高い収益性が期待されていると認識している（図表7-(1)-1）。

企業価値向上に向けた取り組みとして、ROEのさらなる向上を目指すほか、IRをより一層強化する方針。決算説明資料などのIR資料やIRサイトの充実を図るほか、機関投資家との対話を継続する。今後も投資と株主還元のバランスの取れた資本政策をさらに充実させ、実行していく方針。

図表7-(1)-1. 同社の企業価値向上に向けた取り組み

■ 株主資本コスト（推計）

① CAPMベースの株主資本コスト：6～8%

CAPMベース株主資本コスト＝ $R_f + \beta(R_m - R_f)$ ＝約6%

【前提 R_f ：リスクフリーレート＝10年国債利回り＝1.05、 β ＝0.9、 $R_m - R_f$ ：リスクプレミアム＝約6%】
→ サイズプレミアムを考慮した場合の株主資本コスト＝約6%＋サイズプレミアム（約2%）＝約8%

② 益利回りベースの株主資本コスト：1/PER＝約9%

益利回りベース株主資本コスト＝市場株価に織り込まれた株主の期待収益率＝1株当たり純利益/株価＝1/PER

③ 一部の機関投資家から提示された株主資本コスト：8～12%

⇒ 市場からは、一般的な手法であるCAPMベースの株主資本コストよりも高い収益性が期待されていると認識

■ ROE

＝11.8%（2024/12）

＝売上高純利益率×総資産回転率×財務レバレッジ＝(当期純利益/売上高)×(売上高/総資産)×(総資産/純資産)＝10.4%×0.75回×1.51倍

(2023年12月期のROE＝15.4%＝売上高純利益率×総資産回転率×財務レバレッジ＝11.9%×0.73回×1.77倍)

【参考】

2023年度の全市場の製造業の平均ROE：9.26%

2023年度のスタンダード市場の製造業の平均ROE：6.19%

(出所)会社資料「24/12期決算説明資料」





(2) サステナビリティ経営の推進

同社グループでは、グループの経営理念に基づく事業活動により、環境および社会の課題を解決し、社会や環境との融合を図りながら、サステナブルな社会の実現に寄与することを目指している。

①環境 (Environment)

同社の創業者である隈利實氏は、世界的な環境問題にいち早く注目し、省エネ製品や環境負荷低減に寄与する製品を開発し、世界中に届けてきた。昨今のカーボンニュートラルに向けた機運の高まりに先駆け、社会貢献を意識したモノづくりは同社の原点である。

(A)環境対策に関連するリスクと機会

気候変動をはじめとした環境配慮を行うことは事業におけるリスクを低減するとともに新たなビジネス機会や経営体力の強靱化にもつながると考えている。同社では、リスクの最小化と機会の最大化を目指して取り組みを推進していく。

図表7-(2)-1. 環境対策に関連するリスクと機会

カテゴリー	リスク	機会
気候変動	政策的 ・規制等が強化される際の対応コスト ・取引先企業による気候変動への対応要請 ・カーボンプライシングによるコスト増 ・ESG等への対応の遅れによる損失 ・情報開示の遅れによる機会損失 物理的 ・自然災害による資産や設備へのリスク ・温暖化進行による作業環境の悪化リスク	・企業としての価値や評価向上 ・ムリ/ムダ/ムラの削減による効率化 ・エネルギーコストの安定化 ・金融機関等との連携拡大 ・新たなサービスや製品/システムの開発
排出物	・周辺環境への影響リスク ・従事者の健康影響	・モニタリングや対策による信頼獲得 ・労働安全衛生環境の向上
資材	・資材等の減量規制やコスト増リスク	・代替素材の検討や総量削減による効率化

(出所)会社資料「有価証券報告書(24/12期)」で当研究所作成

(B)西部技研「環境アクション 2030」

同社は 2050 年のクライメイト・ニュートラル実現に向け、重点項目として 3 つの活動目標を定めている（図表 7-(2)-2）。





図表7-(2)-2 「環境アクション2030」における3つの活動目標



(出所)会社ホームページ

これらの活動を通じて、15年に国連で採択されたSDGs（Sustainable Development Goals :持続可能な開発目標）のうち、「目標12：持続可能な生産消費形態を確保する」のターゲット「12.5：2030年までに、廃棄物の発生防止、削減、再生利用および再利用により、廃棄物の発生を大幅に削減する。」と「目標13：気候変動およびその影響を軽減するための緊急対策を講じる」のターゲット「13.3：気候変動の緩和、適応、影響軽減および早期警戒に関する教育、啓発、人的能力および制度機能を改善する。」の実現に寄与することを目指している。

(C)指標および目標

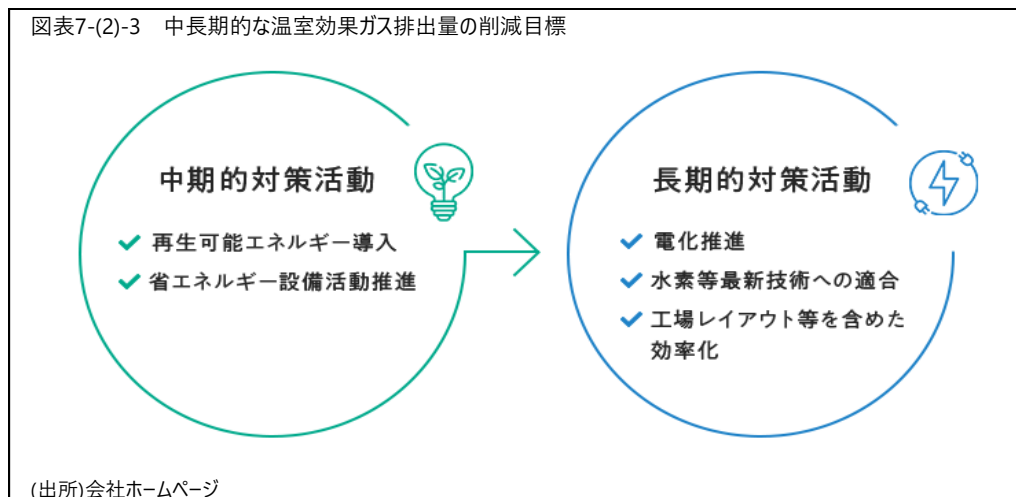
前述の西部技研「環境アクション2030」に基づき、各アクションにおいて以下の指標および目標を掲げている。なお、同社においては活動目標の達成を目指し具体的な取り組みが行われているものの、連結グループに関する全ての会社では行われていないため、以下の指標および目標は、連結グループにおける主要な事業を営む提出会社のものを記載している。

アクション1．電力消費由来 CO₂排出量の削減

・中長期的な温室効果ガス排出量の削減目標

脱炭素社会の要請が高まる中、同社としての中長期的な目標を設定。30年までは再生可能エネルギーの導入と省エネ活動を進めることで電力由来の排出量の削減に取り組み、その後、技術発展と歩調を合わせて50年に向けて燃料由来の削減に取り組む方針（図表7-(2)-3）。





・現状の CO₂排出量とその構成

同社の 23 年の温室効果ガス排出量は約 4,797t で、そのうちの約半分は化石燃料利用由来に伴うもの、残り半分は電力利用に伴う排出である。短期的には電力由来の排出削減に対してのアプローチを推進。太陽光発電設備などの再生可能エネルギーの導入、工場における断熱や運用改善によるエネルギー効率向上に向けた取り組みを進めることが必要であると考え、同社では GX リーグ（注）に参加している。

（注）GX リーグ：50 年カーボンニュートラル実現と社会変革を見据え、グリーン・トランスフォーメーションへの挑戦を行い、持続的な成長実現を目指す企業が、同様の企業群・官・学と協働する場

図表7-(2)-4. 温室効果ガス排出量の内訳（23年1月～23年12月）

分類	排出量（t-CO ₂ / 年）		主要排出源
Scope1	2,242t	46.70%	本社・各工場での化石燃料燃焼に伴う排出
Scope2	2,555t	53.30%	本社・各工場の電力利用に伴う排出

(出所)会社資料「有価証券報告書(24/12期)」で当研究所作成

・30 年までの温室効果ガス排出量削減計画

まず同社で直接的な排出削減活動を進めることでエネルギーコストの低減や安定化を目指す。同社では国内に 5 つの工場が稼動。これらの工場および研究開発を行うイノベーションセンターにおける排出削減に向け、各拠点で日々の省エネ活動を推進するだけでなく、一部の拠点では再生可能エネルギーの導入を決定。社会の要請に応じて非化石証書等を活用した再生可能エネルギー電力の調達やカーボンニュートラルガスについても検討していく。

アクション 2. 同社製品・サービスの開発および提供による環境貢献量の拡大

同社は、同社製品利用先企業の環境負荷削減に寄与する製品を提供している。これは顧客企業の



Scope1 または Scope2 の削減の貢献につながるものであり、同社では Scope3 の中で評価される項目となる。VOC 濃縮装置工場等の大風量の排ガスに含まれる低濃度の VOC（Volatile Organic Compounds:揮発性有機化合物）を小風量化かつ高濃縮化することによって、大幅な酸化分解燃焼装置の小型化、燃料の削減が可能となり、CO₂削減に貢献する。同社の VOC 濃縮装置の利用によって顧客が削減している CO₂は、年間約 200 万トン(内燃機関自動車約 10,000 台分の年間 CO₂排出量に相当)と推計している。

アクション 3. バリューチェーン全体での環境負荷把握と削減

環境配慮は様々な領域にわたり、同社の事業活動のバリューチェーン全体を通して様々な側面で環境への影響があると考えている。同社は製品の機能や便益を損なうことのない無理のない形で低減を図ることの重要性や製造業者としての社会的な要請として求められるであろうことを考え、以下のような取り組みについて推進や検討を進めている。

図表7-(2)-5. バリューチェーン全体での環境負荷把握と削減

環境活動	実施年度	効果	KPI
廃棄物の削減	継続実施	CO ₂ 削減資源効率向上	産業廃棄物処理量
自社製品の環境負荷低減のための開発・設計 (Design for Environmentの推進)	継続実施	CO ₂ 削減資源効率向上	共通部品数
製品単位での環境負荷の評価・把握	2026年	トレーサビリティ確保	把握製品数
中長期的な生産効率性向上の検討	長期検討事項	生産環境改善	検討実施有無

(出所) 会社資料「有価証券報告書(24/12期)」で当研究所作成

②社会 (Social)

同社の創業者である隈利實氏の掲げた経営理念「独創と融合」は、同社グループにおけるステークホルダーとの共創につながっている。同社には、一人ひとりの個性や独自性を最大限に尊重しながら、それらを高いレベルで融合させることによって、新たな価値を生み出す土壌や風土が培われている。

(A)人材活躍

同社の人材活躍方針は、経営理念「独創と融合」を体現し、パーパスおよびビジョンを実現することを目的としている。即ち、個を活かす＝個人の独自性と創造性の尊重、チームワーク重視＝組織としての成果をあげる、と相反するこの 2 つの視点を高次元でバランスすることにより、ダイバーシティ&インクルージョンを実践し、付加価値の向上を図っている。

同社の成長戦略として、コア事業である装置・機器販売事業の着実な進化とともに、今後の成長事業としてのトータルエンジニアリング事業の強化を行うことを掲げている。この戦略の実現に当たっては、多様な価値観やスキルを持つ人材を確保すること、既存技術の深耕と新規技術の獲得を両立しながら、共通の目標達成に向けて





行動する人材を育成すること、そしてこれらの多様な人材の働く土台を支える社内環境を整備することが最も重要であり、独創と融合を実現するための人的資本戦略となる。

a. 人材の多様性の確保に関する戦略および取り組み

事業の変化に応じて、年齢・性別・国籍等を問わない多様な人材の採用を積極的に行うとともに、それぞれの特性や能力を最大限に活かせる職場環境の整備を行っている。

・中途入社人材の採用

今後の事業戦略の実現に必要な知見・技術を持つ人材を中途採用として積極的かつ計画的に採用している。24 年度の入社者のうち 88%を中途入社人材が占めている。なお、これらの中途入社人材が定着し活躍するための導入としての入社時教育およびフォローアップ面談・研修の機会を随時充実させている。

・女性の採用

二代目社長の隈智恵子氏による“女性がより活躍できる会社にしたい”という思いを基に、98 年より女性活躍に力を入れた採用・研修・登用等を実施し、女性活躍を推進してきた。近年では、女性への支援から、男女協働・活躍にステージを移行し、各種取り組みを実施している。ハード面では、18 年に本社棟内に企業内保育所「はにかむほいくえん」を設立し、社員の仕事と育児の両立を企業として支援する設備を整備。ソフト面では、育児休業の整備と案内により、男性の育児休業取得率も向上している。

同社は事業特性により技術系人材の需要が高く、女性社員比率は 24/12 期に 21.4%と、産業分野においても比率がやや低いという課題を抱えている。この課題を解決するため、特に新卒採用において、女性の採用割合を 5 割以上とする目標を掲げ、女性採用を積極的に推進している。

・外国籍人材の採用

海外市場における事業展開および同社グループ会社との連携において、国籍を問わない人材の活躍は非常に重要となる。新卒採用における留学生ネットワーク形成を重視するとともに、中途採用においても外国籍人材の採用を積極的に推進している。

・障がい者の採用

障がいの有無にかかわらず、個人の能力と意欲を重視した採用を行っている。今後も障がいのある従業員が活躍できる職場づくりと積極的な雇用を推進。また、創業時より、障がい者就労施設（久山自立園）へ自社製品の一部部品の製作を依頼しており、地域の障がい者就労支援の一端を担っている。

同社はこうしたダイバーシティに関する取り組みが評価され、下記の表彰・認定を受けている（図表 7-(2)-6）。





図表7-(2)-6. ダイバーシティに関する外部評価

- ・くるみん認定
- ・福岡県子育て応援宣言
- ・女性が輝く先進企業表彰2015
- ・ダイバーシティ経営企業100選（2017）
- ・福岡県障がい者応援まごころ企業認定（2025）



(出所)会社ホームページで当研究所作成

b.人材育成に関する戦略および取り組み

人材育成は職場での OJT および部門内教育が中心にありながらも、全社教育において、各階層のステージに合わせた階層別研修に加え、新たな技術や知識の習得についての自律的な学びを支援している。また、同社のビジョンを達成するために重視する行動指針の策定により、共通の目標達成に向けて行動する人材の育成に努めている。

・自律的な学びの支援

事業戦略上必要な資格の取得を推奨するため、資格取得支援金制度を設けて自律的な学びと資格取得を促している。資格取得に直結しないビジネスリテラシー向上のため、手挙げ式研修の社内開催および自ら受講項目・受講方法・受講日を選択して申し込むことのできる個人別の自己啓発研修申込機会を全社員に付与し、業務や勤務地を問わず自律的に学ぶ人材の育成に努めている。また、上記自己啓発研修に加え、グローバル事業展開のために必須となる英会話講座の受講支援も行っている。

・人材育成会議

24/12 期より、同社経営層が社員の人材育成について認識を共有し、中長期目線での戦略策定と実践に繋げるため、「人材育成会議」を組織し、定期的な議論を行っている。24/12 期は、同社グループ共通の目標達成に向けてより主体的に行動する人材育成に繋げるため、24 年 12 月にコアバリューのブラッシュアップを行った。25/12 期以降、このコアバリューを全社に浸透すべく、研修および人事評価における導入を進めていく。

c.社内環境整備に関する戦略および取り組み

同社では、ワークライフバランス（仕事とプライベートの適切な調和）から、ワークライフシナジー（仕事とプライベートの相乗効果の最大化）へと働き方をシフトしていくことを目指している。一人一人が働きやすさと働きがいを高めていくため、直近では以下の内容を重点施策として取り組んでいる。

・多様な働き方

生産性向上のため、企画部門等導入可能な部門におけるテレワーク制度に加え、育児・介護等の事情に応じて利用できるフレックス勤務制度を導入。また、男性育児休業の推進やポジティブオフ休暇（有給休暇連続 5 日間取得）の推奨により、仕事を離れたプライベートの活動充実によるシナジーを期待している。





・労働安全衛生

月 1 回の安全衛生委員会活動による議論および職場巡視を中心に、各職場の安全衛生向上に努めるとともに、年間表彰を通じた職場環境づくりのモチベーションアップに努めている。

・健康経営

同社はこれまでも長時間労働者へのフォローや健診の充実を通じ、社員の健康維持に努めてきたが、健康な社員がより生き生きと活躍し、現場の生産性や品質・技術力向上に繋げるため、25 年 1 月に健康経営推進委員会を設立し、西部技研健康経営宣言を策定。今後は健康経営に関する各種課題に対し、委員会による定期的なモニタリングを行いながら施策を実践していく。

図表7-(2)-7. 人材の育成および社内環境整備に関する指標および目標

指標	目標
新卒社員採用時における男女比率 (人材の多様性の確保)	男女比率 1:1 (女性比率50%以上) →24年実績：達成 (25年入社予定者も達成予定)
手挙げ式スキル研修の実施および受講率 (人材育成)	集合研修：年4回の実施 →24年実績：達成 個別研修：全社員の受講率50%以上 (25/12期より設定)
男性育児休業取得率 (社内環境整備)	男性育児休業取得率 50%以上 →24年実績：達成 (66.7%)

(出所)会社資料「有価証券報告書(24/12期)」で当研究所作成

(B) 技術・文化支援

1997 年、同社の創業者である隈利實氏が永眠。その葬儀に集った海外からの参列者の中から同氏の名前を何らかの形で残そうという機運が高まり、それに賛同する友人や企業からの寄付、故人の遺産を集めて「隈基金」が個人的に設立された。2003 年には任意団体「隈基金」を「NPO 法人 国際科学技術・文化振興会」として組織化。19年には、一般財団法人 隈科学技術・文化振興会を設立し、NPO 法人の事業を引き継いだ。21年に公益認定され、公益財団法人隈科学技術・文化振興会（通称：隈財団）として活動している。

現在、福岡県内に本部を置く大学院に在学し、科学技術に関する分野を専攻、研究している学生を対象に給付型の奨学金事業を行っている。また、文化支援として短歌の分野で 60 歳以上の作者が著した第 1 歌集を取り上げ、最も優れた作者に年 1 回、筑紫歌壇賞を授与している。

また、25 年 4 月からは新たに、科学技術研究支援と文化振興活動（現代芸術）の 2 分野において、優れた研究や活動を助成する事業を開始している。





③ガバナンス（Governance）

コーポレートガバナンス体制

同社は、取締役会において議決権を有する監査等委員である取締役が監査を行うことにより、取締役会の監督機能を一層強化するとともに、より実効性の高いコーポレートガバナンス体制を構築することを目的として、監査等委員会設置会社を選択。日常的な業務監査等を行う役割として、代表取締役社長執行役員直属の内部監査室を設置し、内部監査を実施することで経営に対する監督の強化を図っている。このほか、会計監査人を設置し、これらの各機関が相互に連携することにより、継続的に企業価値を向上させ、ガバナンス体制が有効に機能すると考え、現在の体制を採用している。

また、同社では従前より、執行役員については雇用型とする執行役員制度を導入しているが、経営に係る意思決定・監督と業務執行をより明確に分離するとともに、意思決定の迅速化ならびに結果責任の明確化を図ることを目的として、24年2月21日開催の取締役会の決議により、委任型の執行役員制度を導入した。今後はガバナンス体制のさらなる強化を図る方針。

図表7-(2)-8. コーポレートガバナンス体制、取締役等の状況

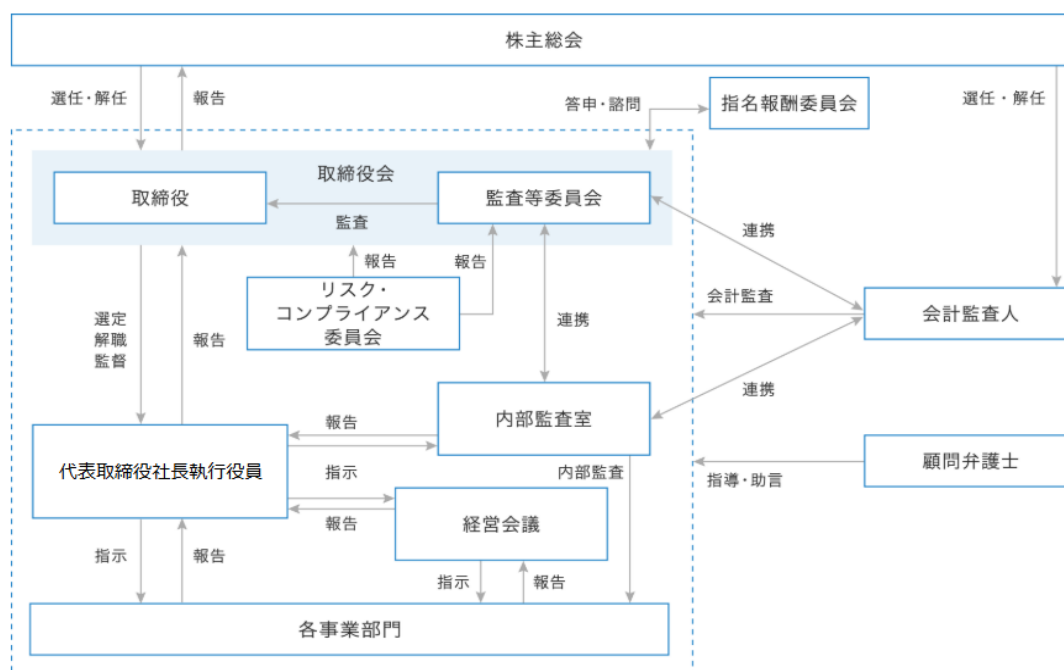
組織	組織形態	監査等委員会設置会社
取締役	定款上の取締役の員数	10名
	定款上の取締役の任期	1年
	取締役会の議長	社長
	取締役の人数	6名
	社外取締役の人数	2名
	社外取締役のうち独立役員に指定されている人数	2名
	女性取締役の人数	1名
	取締役へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況	業績連動報酬制度の導入
	指名委員会または報酬委員会に相当する任意の委員会の有無	あり
監査等委員会	全委員（名）	3名
	常勤委員（名）	1名
	社内取締役（名）	1名
	社外取締役（名）	2名
独立役員	独立役員の人数	2名
その他	買収防衛策の導入の有無	なし

(出所)会社資料「25年3月27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-(2)-9. 同社のコーポレートガバナンス体制図



(出所)会社ホームページ





8. 大株主の状況、リスク等

(1) 大株主の状況～資産管理会社を含め代表取締役社長が 35%保有

代表取締役社長執行役員である隈扶三郎氏の資産管理会社であるグリーンフューチャーが筆頭株主。個人所有分を含め、同氏が 35%を保有している。

図表8-(1)-1. 過去2期の大株主推移

順位	23/12期			24/12期		
	大株主名	所有株式数(千株)	所有割合(%)	大株主名	所有株式数(千株)	所有割合(%)
1	グリーンフューチャー	5,000	24.39	グリーンフューチャー	6,834	33.34
2	公益財団法人 隈科学技術・文化振興会	3,000	14.63	公益財団法人 隈科学技術・文化振興会	3,000	14.63
3	隈 扶三郎	2,209	10.77	社員持株会	1,358	6.62
4	社員持株会	2,056	10.03	日本カストディ銀行(信託口)	453	2.20
5	BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG(FE-AC)	555	2.71	下 藺 誠	375	1.82
6	GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	465	2.27	隈 扶三郎	374	1.82
7	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505038	450	2.19	SMBC信託銀行	350	1.70
8	下 藺 誠	375	1.82	HSBC BANK PLC A/C M AND G(ACS) VALUE PARTNERS CHINA EQUITY FUND	319	1.55
9	STATE STREET LONDON CARE OF STATE STREET BANK AND TRUST, BOSTON SSBTC A/C UK LONDON BRANCH CLIENTS-UNITED KINGDOM	371	1.81	野村信託銀行(投信口)	219	1.06
10	隈優作	350	1.70	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505025	214	1.04

(出所)会社資料「有価証券報告書」で当研究所作成

(2) トップマネジメント

代表取締役社長執行役員の隈扶三郎氏（1964 年 5 月生）は、87 年 4 月、西部技研入社。90 年 11 月、米国ニチメンへ出向。97 年 4 月、西部技研専務取締役営業本部長。2001 年 7 月、Seibu Giken





America, Inc.取締役（現任）。02 年 4 月、西部技研代表取締役社長および Seibu Giken DST AB 取締役会長（現任）。07 年 1 月、西部技研環境設備（常熟）有限公司董事長（現任）。14 年 7 月、西部技研 DR エンジニアリング取締役（現任）。16 年 12 月、在福岡スウェーデン名誉領事館名誉領事（現任）。19 年 9 月、Seibu Giken Korea Co., Ltd.代表取締役（現任）および一般社団法人隈科学技術文化・振興会（21 年 4 月より公益財団法人隈科学技術・文化振興会）代表理事（現任）。21 年 1 月、在福岡ノルウェー名誉領事館名誉領事（現任）。24 年 3 月、西部技研代表取締役社長執行役員（現任）。

（３） 事業等のリスク

同社グループの事業について、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項には、以下のようなものがある（24/12 期有価証券報告書より抜粋）。

（A）事業環境の変化に関するリスク

①原材料の供給および価格について

（発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大）

同社グループ製品の製造に使用する原材料および部品類の仕入先における事業継続不能な不測の事態の発生、原料不足や経済環境の激変等何らかの理由により、必要な原材料等の適正な価格での適正な量の確保が困難になった場合には、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

また、同社グループの製品の大半に特定の取引先（以下「取引先」）から調達する原材料を使用している。取引先とは取引基本契約を締結しており、現時点においても当該契約の継続に支障となる要因は発生していないが、将来において何らかの予期せぬ要因により、契約の変更や取引の縮小等が生じた場合には、同社グループの事業および業績に影響を及ぼす可能性がある。

（対応策）

同社グループでは、取引先との良好な関係を維持できるよう努めると同時に、複数購買による購買ルートの検討、確保等を進めることにより、安定した原材料および商品の調達に努めている。

また、取引先との取引については、何らかの要因により、取引先からの供給が困難になった場合であっても、取引先において常時 3 カ月間の在庫を継続運用するといった BCP 対策も確認しており、また取引先との取引継続が困難になった場合であっても、契約上、供給停止に至るまでの猶予期間を設けている。これらの猶予期間内で、取引先による製造体制の復旧、また同社の他の製品に使用している原材料への置き換え、もしくは他社から代替品の調達は可能である。このように、同社の生産が停止するような重大な影響を及ぼす事態にならないよう努めている。

②市場環境について





(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大)

同社グループは、デシカント除湿機、VOC 濃縮装置、全熱交換器等の製造販売および据付・保守管理を主要事業として展開しており、同社グループの売上高は、基本的には顧客の設備投資動向に影響を受けやすい傾向にある。

経済情勢の変化等の影響を受け、顧客の投資計画の中止・延期、内容の変更等により、想定を上回る需要の減退が生じた場合、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

スウェーデン、ポーランド、アメリカ、中国、韓国等の各子会社との緊密な連携のもと、現地で製造を行い、ヨーロッパ、アメリカ、アジアをはじめ、約 50 カ国にその販売網を広げており、特定地域の需要動向に影響を受けにくいビジネスモデルを構築している。また、国内においては客先納入後のメンテナンスサービスまで自社サービスとして提供しており、当該収益は需要動向の影響を受けにくく、事業の下支えとなっている。今後、海外でもサービス提供を拡充していく。

③競合について

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

同社グループは、事業を展開する市場において、価格、機能や納期を含む様々な要素での競争にさらされている。競合他社による画期的なコスト低減策や強力な価格政策等により同社グループの製品が価格競争力を失う場合には、経営成績および財政状態に悪影響を与える可能性がある。

(対応策)

顧客のニーズを満たす製品開発・改良、サービス体制の強化、積極的なソリューション提案を重ね、価格競争が激化する市場において、高付加価値を提供する同社グループのポジショニングを維持できるよう努めていく。さらに、グローバル市場で勝ち残るため、世界主要拠点での生産体制を維持し、同時にコスト削減の追求等にも取り組んでいく。

④海外事業について

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大)

同社グループはグローバルに事業展開をしており、同社グループの業績は国内の景気動向とともに、海外諸国の経済動向、社会情勢および地政学的リスク等に影響される。今後の内外経済環境の先行きについては、引き続き不透明な状況にあり、社会情勢の混乱および地政学的リスク等が現実化した場合、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

米中貿易摩擦、新興国の成長鈍化、中東および北朝鮮での地政学的リスクの増大等により世界経済が低迷する場合、同社グループの主要な販売地域にも悪影響を及ぼす可能性がある。





(対応策)

同社グループを取り巻くマクロ経済環境について注視しながら事業展開を進めていく方針。

(B)同社グループの事業活動に関わるリスク

①安全性について

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

国内外の同社グループおよび顧客やパートナー企業において、地震、台風等の自然災害や、人的・物的事故により、施設や機能の全てまたは一部が停止する事象が発生した場合、サービスを提供できないことで、損失が出るおそれがある。

重大な事故・労働災害等が発生した場合、同社グループの社会的信用に重大な影響を与え、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

同社グループの一部施設や一部地域の事業が停止する事象が発生した場合においても、他施設や他地域で事業をカバーできるよう、グループ間連携の強化等に努める。

製造およびサービスメンテナンスに携わる社員および協力会社等への安全教育を徹底することにより事故防止に努めていく。

②為替レートの変動について

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

同社グループは、国内外で事業を行っているため、為替レートの変動の影響を受ける。為替レートの変動は、常に同社の事業活動の成果や海外資産の価値および生産コストに影響を与えるため、同社グループの財政状態、経営成績およびキャッシュフローへ影響を及ぼす可能性があるとともに、事業活動の結果について期間ごとに比較することを困難にする場合がある。また、為替レートの変動は、同社グループと海外の競合企業が同一市場で販売する製品の価格競争や、同社の事業活動に必要な輸入品の仕入価格にも悪影響を及ぼす場合がある。

(対応策)

為替レートの変動について、主に短期の為替予約を行うことにより、この影響の軽減に努めていく。

③取引先の情報管理について

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大)

同社グループでは事業の過程で取引先の機密情報や顧客の個人情報を受け取ることがある。また、同社独自の営業秘密や従業員の個人情報も取り扱っており、意図的な行為や過失等により外部に流出する可能性





がある。これら情報の流出により賠償責任が生じる可能性があり、対策のための多大な支出が発生する可能性がある。また、同社グループの事業やイメージが悪影響を受ける可能性がある。

これらの結果、同社グループの業績や財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

「情報セキュリティ管理規程」を制定し、これらの重要な情報を適切に扱うよう全従業員に周知徹底をしていく。

④新製品および新技術開発について

(発生可能性：小、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

市場ニーズに対してタイムリーに新製品を提供できなかった場合や新製品が市場ニーズに適合しなかった場合、異業種メーカーの参入によるサプライチェーンの再編や予期せぬ新技術の台頭があった場合等は、収益性や成長性が低下する等同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

CO₂の濃縮等の次世代技術開発をはじめ、模倣困難性の高い新製品および新技術の開発を推進する。

⑤製品の品質について

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大)

製品の品質や安全性において重大な欠陥が発生した場合、その欠陥に起因した損害賠償の発生や製品品質への信頼の低下等を招き、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

同社グループは、国際標準化機構（ISO）の品質マネジメントシステムに基づき、万全の品質管理体制を整え、製品の設計・製造を行い欠陥の発生を抑えるように努めている。また、新製品の開発を担う同社では、設計審査（デザインレビュー）を通して、リスクアセスメントを実施している。

⑥倫理的な業務遂行について

(発生可能性：小、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大)

同社グループでは、国内外の法令、慣習その他全ての社会規範を遵守して事業活動を行っているが、それらに反する事象が発生した場合、法的制裁や社会的信用の失墜に伴う受注機会の減少により、同社グループの業績および財政状態に影響を及ぼす可能性がある。





(対応策)

同社グループでは、決して法令違反を起こさないことを基本方針とし、リスク・コンプライアンス委員会の下、グループ全ての役員および従業員に対して「Seibu Giken Group Policies and Procedures Guideline」（以下「グループガイドライン」という）およびグループの Core Values の周知徹底を図っている。「グループガイドライン」は、子会社が所在する各国の法規制や商慣習の違いにかかわらず、同社グループとして遵守すべき倫理的な事項をコンプライアンスの観点からまとめており、職場環境方針、法令・規制遵守、職務権限、文書管理等全 14 項目の重要項目を網羅している。なお、同社との協議・承認が必要な事項および報告事項を明確にするための「職務権限表」もこの中に定めている。

同社においては、内部通報制度の設置等、違法行為や不適切行為の防止および早期解決を図る枠組みを整備しており、階層別・職種別等の各種コンプライアンス研修においては、独禁法、下請法、建設業法、個人情報保護法等の法令や、贈収賄の防止等、幅広くコンプライアンス・倫理に対する意識・知識の向上を図っていく。

さらに製造部門においては品質検査データの不正を防止するため、各部門の自主点検と品質保証部による監査の実施と啓発活動により、不正発生の芽を摘み取る活動を実施していく。

⑦人材の確保および育成について

(発生可能性：大、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

同社グループは、技術、販売、管理面において優れた人材を確保する必要があると認識している。さらに、世界中で事業展開をしているため、グローバルに活躍できる人材を獲得するとともに、そのような人材を育成する必要もあると認識している。近年、優秀な人材の獲得競争は激しさを増してきている。本格的な人口減少社会を迎え、一層の経済規模の縮小が懸念される中、新たな人材を確保し、既存の人員を含めた人材を育成することは企業の維持と成長に必須であると考えている。人材の確保および育成が円滑に進まず、あるいは同社グループの優秀な人材が社外に流出する状況になった場合には、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

ダイバーシティや健康経営の推進等、良き社風（企業文化）を醸成し、従業員エンゲージメント調査を定期的の実施し、その結果に基づきより働きやすい労働環境の整備を進めることで人材確保・定着に努めている。

(C)法的規制・訴訟等に関するリスク

①法的規制について

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大)

同社グループは、国内外において事業を展開しており、各国の法的規制の適用を受けている。予想外の規制の変更、法令適用や政府の政策運用の変更等により、同社グループの事業、経営成績および財務状況に影





響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

全ての役員および従業員が、行動規範の基本原則である「法令遵守」に努め、また公正で透明な企業風土の構築に努めていく。また、「グループガイドライン」を定め、運用体制を整備し、同社グループ全体での厳格な運用に努めていく。

②環境関連の法規制

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大)

同社グループは、排水、排気、騒音、廃棄等における環境汚染に関する様々な環境法および規制の適用を受けており、現在および過去の生産活動に関わる環境責任に伴う費用負担や損害賠償が発生する可能性があり、同社グループの経営成績、財政状態およびキャッシュフローの状況に影響を与える可能性がある。

また、将来、環境に関する規制がより一層厳しくなった場合には、設備の改修、入替、増設等のために多額の支出が生じ、これにより同社グループの業績や財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

環境法および規制への遵守のために必要な経営資源を投入していく。

③訴訟について

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：小)

同社グループは、製造、工事施工等の事業活動を行っており、それらが訴訟や紛争等の対象となる可能性がある。対象となった場合、同社グループの経営成績および財政状態に影響を及ぼす可能性がある。なお、同社グループでは、同社の中国子会社が売上債権の回収を目的とした訴訟を提起している案件はあるが、全係争金額が同社グループ売上に占める割合は僅少であり、現時点において業績に重大な影響を及ぼす訴訟を提起されている事実はない。

(対応策)

訴訟を回避すべく、取引先とトラブルが発生しないよう日頃から適正な業務運営に努めている。また月 1 回開催しているリスク・コンプライアンス委員会においても、訴訟につながるおそれのある大きなリスクの管理強化、低減策実行を図っていく。

④知的財産権について

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大)

同社グループは、特許権は研究成果を事業化し、市場を獲得する上で極めて重要であると考えている。コア





技術を活かすシステムフロー等、応用技術分野での特許権取得に注力していく。また、商標権も、同社製品をブランド化し他社製品との差別化を明確にする上で有効なものであると考えており、日本だけでなく海外での取得も積極的に行う必要があると考えている。このような特許権をはじめとする知的財産権等が取得できずに同社グループが使用する技術等を保護できない場合には、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

一方で、特許出願時に技術情報の公開が求められるため、特許出願自体が、同社の重要性および秘匿性の高い技術等の流出のリスクにつながる。そのような場合、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。同社グループが現在販売している製品、あるいは今後販売する製品が第三者の知的財産権に抵触する可能性を的確・適切に判断できない可能性があり、また、同社グループが認識していない特許権等が成立することにより、当該第三者より損害賠償等の訴えを起こされる可能性がある。そのような場合、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

同社が知的財産権等を取得できずに同社グループの事業に影響を及ぼす可能性のある技術等については「知的財産管理規程」の方針に則り、積極的に取得している。一方、同社事業の根幹となるハニカムローターの製造技術等については特許出願による技術情報の公開を回避するため、戦略的に出願しない方針をとっている。また、他社の知的財産権に対する侵害のないようリスク管理に取り組んでいく。

(D)自然災害等に関するリスク

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大)

地震・火災・洪水・感染症等の自然災害への対策には十分注意を払っているが、開発・生産拠点および取引先等の事業活動が停止した場合、また、それらの災害に起因して電力・通信・交通等の社会的インフラに問題が生じたことで事業活動が中断した場合、生産や出荷に遅延が生じるおそれがあり、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

国内生産体制は5拠点（第一工場・第二工場・第三工場・宗像工場・湘南工場）、海外生産体制も中国、スウェーデン、ポーランド、アメリカの7つの製造拠点での生産とリスク分散に努めていく。

(E)財務状況に関わるリスク

①債権回収遅延等について

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

同社グループでは、過去に海外子会社にて多額の債権の未回収が発生していたが、取引先ごとに売上債権の回収状況、滞留状況のチェックを強化し、滞留債権の発生を低減に努めている。今後もさらに同社グループ全





体で債権管理を強化し、滞留債権の発生防止に努めていくが、取引先の業績悪化等による売上債権の回収遅延や貸倒れが発生し、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

取引先の情報収集を行い、与信枠を設定し、与信管理を実施している。また、海外や新規取引先とは原則前受金での取引を実施する等、取引条件を厳格化し、さらに、営業社員の回収意識を高める目的で、与信管理に関する教育を実施するとともに、回収に対するインセンティブ制度を導入する等の債権保全リスクを最小化するための施策や回収が進まない場合には法的措置による回収に取り組んでいく。

②有利子負債について

(発生可能性：小、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

同社グループの有利子負債は、24 年 12 月 31 日現在で、長期借入金 1,342 百万円、総資産に対する割合は 3.1%となっている。業務運営に有利子負債を活用しているため、新たに借入れを行うことが困難となった場合、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

これらのリスクに対して同社グループでは、有利子負債残高を適切に管理することに加え、資金調達の多様化を進めることで流動性の確保に努めていく。

③大株主について

(発生可能性：小、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

同社の代表取締役社長執行役員である隈扶三郎氏は、同社の大株主（支配株主）であり、自身の資産管理会社であるグリーンフューチャーの所有株式数を含めると 24/12 期末現在で発行済株式総数の 35.16%を所有している。同社としても、隈扶三郎氏は安定株主であると認識しているが、何らかの事情により、大株主である隈扶三郎氏の持分比率が低下した場合には、同社株式の市場価格および議決権行使の状況等に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

同社の代表取締役社長執行役員である隈扶三郎氏は、安定株主として引き続き一定の議決権を保有し、その議決権行使にあたっては株主共同の利益を追求するとともに、少数株主の利益にも配慮する方針を有している。

④大株主（公益財団法人隈科学技術・文化振興会）との関係について

(発生可能性：小、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：小)





公益財団法人隈科学技術・文化振興会は科学技術に関する分野を専攻する大学院生に対する奨学金事業および日本文芸の伝統等の活動を行う団体等に対する支援事業を行うことを目的とした公益財団法人であり、25年3月27日現在、同社株式300万株を保有している。同財団は、1997年に同社の創業者である隈利實氏が死去した際、取引先、友人から同氏の名前を何らかの形で残そうという機運が高まりお金が寄せられたため、故人の遺産を集めて「隈基金」が個人的に設立され、2003年4月には任意団体「隈基金」を「NPO法人 国際科学技術・文化振興会」として組織化した。19年にはその基盤をさらに安定させるべく、一般財団法人隈科学技術・文化振興会を設立し、NPO法人の事業を引き継ぎ、21年4月に公益認定され、公益財団法人隈科学技術・文化振興会として活動している。

同社代表取締役社長執行役員の隈扶三郎氏は同財団の代表理事を兼務しているが、公益社団法人および公益財団法人の認定等に関する法律第5条10号（注）において公益財団法人の理事および監事の構成に関する制限がなされており、同財団における隈扶三郎氏およびその親族が理事会に占める割合は限定的となっている。役員構成は図表8-(3)-1の通り。

図表8-(3)-1. 公益財団法人隈科学技術・文化振興会の役員構成

代表理事	隈 扶三郎	同社 代表取締役社長執行役員
理事	田名部 徹朗	三松 代表取締役社長
理事	清須美 匡洋	九州大学 名誉教授
評議員	下 園 誠	同社 常務取締役
評議員	矢野 彰一	矢野特殊自動車 代表取締役社長
評議員	濱田 弥亜	公認会計士
監事	篠原 俊	公認会計士・税理士

(注)各理事について、当該理事およびその配偶者または三親等内の親族(これらの者に準ずるものとして当該理事と政令で定める特別の関係がある者を含む)である理事の合計数が理事の総数の3分の1を超えないものであること。監事についても、同様とする。

(出所)会社資料「有価証券報告書(24/12期)」で当研究所作成

同社としては、同財団の活動に賛同し、優秀な学生を将来同社に採用することを見込むとともに、同社のCSR活動の一環として、同財団の活動を支援している。

同財団は、安定株主として一定の議決権を保有し、同社株式の議決権行使に関しては同財団が独自で判断するものと理解している。同社株式における議決権行使については同財団の定款に定められている通り、理事会による3分の2以上の承認を要するため、同社の代表取締役社長執行役員である隈扶三郎氏個人の意向に左右されるものではない。同社代表取締役社長執行役員は、同財団の保有する同社株式に係る議決権行使について関与をしない方針。

同社としても、同財団は安定株主であると認識しているが、何らかの事情により、同社株式の保有方針を変更した場合、同社株式の市場価格および議決権行使の状況等に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

公益財団法人隈科学技術・文化振興会は、安定株主として引き続き一定の議決権を保有し、その議決権





行使にあたっては株主共同の利益を追求するとともに、少数株主の利益にも配慮する方針。

⑤一定の期間にわたる工事取引の収益認識について

(発生可能性：小、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

同社グループは、一定の期間にわたり履行義務の充足が認められる工事（デシカント除湿機を使用したドライルームの施工等）について、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。進捗度の測定は、24/12 期末までに発生した工事原価が工事原価総額に占める割合(インプット法)に基づいて行っている。なお、24/12 期の売上高に占めるインプット法による売上高の割合は 8.3%である。

工事等の完成のために必要となる作業内容および工数の見積りの見直しが必要となった場合、翌連結会計年度の連結財務諸表に影響を及ぼす可能性がある。なお、主要な顧客との間で、中途解約の発生および災害、工事遅延等による追加コストの発生ならびに技術・製品トラブル等に伴うペナルティの発生等、当初見積った工事原価総額を上回るコストが発生した場合、翌連結会計年度の連結財務諸表に影響を与える可能性がある。

(対応策)

これらのリスクに対して、同社グループでは工事原価総額は、工事案件ごとの仕様や工期といった契約内容を精査の上、機器・資材の調達先や工事業者からの見積りや過去に積み重ねてきた実績・経験・ノウハウに基づき、単価・数量・作業工程・作業工数等の主要な仮定を設定し、期末決算日までの進捗状況を踏まえて、最善の見積りを行うことで見積原価総額の精度向上に努めていく。

⑥固定資産の減損に関するリスクについて

(発生可能性：小、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

同社グループは、今後、事業を成長拡大させるために、生産能力の増強および新規事業の立ち上げ等のために投資を行う可能性があり、将来においてこれらの投資を行った場合に、事業環境の変化等により当初想定した効果が得られない場合、有形固定資産または無形固定資産の減損処理等によって同社グループの業績、財政状態および事業計画に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

同社グループでは、これらの当該投資の意思決定に際しては、詳細な調査、分析を行い、その結果を基に取締役会において十分な検討を図り意思決定を行うことでリスクを低減するように努めていく。

⑦資金使途に関するリスクについて

(発生可能性：小、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：中)

東京証券取引所への上場に伴う公募増資資金に関しては、デシカント除湿機のローターの生産設備および完





成品の組み立て工場等、生産能力を増大させる投資に充当する予定である。しかしながら、経営環境の変化等の理由により、調達資金が予定どおり使用できない場合、また投資効果が期待どおりの成果を上げられない場合、同社グループの業績や財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

同社グループでは、これらの当該投資の意思決定に際しては、詳細な調査、分析を行い、その結果を基に取締役会において十分な検討を図り意思決定を行うことでリスクを低減するように努めていく。

⑧配当政策に関するリスクについて

(発生可能性：小、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：小)

同社は、株主への利益還元を重要な経営課題の一つとして認識しており、将来の事業展開と財務体質の強化のために必要な内部留保資金を確保しつつ、業績および将来の見通しを総合的に勘案して、連結配当性向40%以上を目標として配当を実施していきたいと考えている。しかしながら、同社の業績が計画通りに進展しない場合には配当を減少もしくは実施できない可能性がある。

(対応策)

同社グループは、収益力を高め、企業価値の向上を行うことで、安定的に配当できる財務基盤の構築に努めていく。

(F)代表者への依存のリスク

(発生可能性：中、発生する可能性のある時期：特定時期なし、影響度：大)

同社代表取締役社長執行役員である隈扶三郎氏は、大株主であり、経営方針や事業戦略の決定において重要な役割を果たしている。何らかの理由により同氏が同社グループの業務を継続することが困難になった場合には、同社グループの財政状態および経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

(対応策)

隈扶三郎氏に過度に依存しない体制を作るために、取締役会等における役員間の相互の情報共有や経営組織の強化を図っていく。





9. 財務関連データおよび指標

(1) 損益計算書（通期）

図表9-(1)-1. 損益計算書(通期)			単位：百万円
	23/12期	24/12期	25/12期 計画
売上高	28,725	32,069	34,632
(前期比)	15%	12%	8%
売上原価	17,556	21,165	
(前期比)	18%	21%	
(売上原価率)	61%	66%	
売上総利益	11,168	10,904	
(前期比)	11%	-2%	
(売上総利益率)	39%	34%	
販管費	6,870	6,873	
(前期比)	26%	0%	
(販管費率)	24%	21%	
営業利益	4,298	4,030	3,552
(前期比)	-7%	-6%	-12%
(営業利益率)	15%	13%	10%
EBITDA	5,191	4,992	
(前期比)	-6%	-4%	
(EBITDAマージン)	18%	16%	
ネット金融収支	43	94	
為替差損益	-16	-20	
持分法投資損益	-	-	
経常利益	4,361	4,190	3,630
(前期比)	-9%	-4%	-13%
(経常利益率)	15%	13%	10%
税前利益	4,314	4,221	
(税負担率)	20%	21%	
(実効税率)	36%	33%	
親会社株主利益	3,431	3,336	3,111
(前期比)	-12%	-3%	-7%
(純利益率)	12%	10%	9%
EPS(円)	180.1	162.8	
配当性向	33%	43%	
BPS(円)	1,307.1	1,459.2	
設備投資額	2,423	1,705	
減価償却費	893	962	
研究開発費	302	348	
従業員数(人)	758	779	

(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
(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)

	23/12期	24/12期
流動資産	28,377	30,710
現預金	11,638	14,442
短期有価証券	—	—
売上債権	9,575	8,550
棚卸資産	6,022	6,653
固定資産	10,957	12,085
有形固定資産	10,216	10,937
無形固定資産	231	176
のれん	—	—
投資その他の資産	510	970
資産合計	39,334	42,795
流動負債	10,629	11,667
買入債務	5,116	5,101
短期借入金・社債	952	525
固定負債	1,910	1,170
長期借入金・社債	1,142	817
負債合計	12,539	12,837
自己資本	26,795	29,912
非支配株主持ち分	—	45
純資産	26,795	29,957
運転資本	10,481	10,102
投下資本(運用ベース)	20,928	21,215
投下資本(調達ベース)	28,889	31,254
ネット投下資本(調達ベース)	19,345	18,154
ネットキャッシュ(-はネットデット)	9,544	13,100
1. 営業キャッシュフロー	2,000	6,568
売上債権の増減額	-2,082	1,354
棚卸資産の増減額	-1,006	-398
仕入債務の増減額	1,313	-59
2. 投資キャッシュフロー	-2,340	-2,498
有形・無形固定資産の取得	-2,422	-1,735
投資その他の資産の取得	—	—
3. フリーキャッシュフロー(1+2)	-340	4,070
4. 財務キャッシュフロー	1,801	-2,058
配当	-9	-1,230
自己株取得	—	—
有利子負債の増減額	-2,865	-872
現預金の増減額	1,900	2,594
現預金の期末残高	11,417	14,012

(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(表記無しの項目の単位は百万円)

	23/12期	24/12期
<ROEの3分解式>		
純利益率	11.9%	10.4%
総資産回転率(回)	0.8	0.8
財務レバレッジ(倍)	1.6	1.4
<資産収益性>		
ROE	15.4%	11.8%
ROA	12.4%	10.2%
税前ROIC(運用ベース)	23.0%	19.1%
税前ROIC(調達ベース)	16.7%	13.4%
税前ROIC(ネット調達ベース)	23.2%	21.5%
<売上比>		
売上総利益率	38.9%	34.0%
販管費率	23.9%	21.4%
営業利益率	15.0%	12.6%
EBITDAマージン	18.1%	15.6%
経常利益率	15.0%	13.2%
<効率性>		
総資産回転期間(月)	14.7	15.4
売上債権回転期間(日)	106.4	103.1
棚卸資産回転期間(日)	111.1	109.3
買入債務回転期間(日)	92.7	88.1
CCC(日)	124.8	124.3
1人当たり売上高	38.9	41.7
1人当たり営業利益	5.8	5.2
<財務安全性>		
手元流動性比率(月)	4.5	4.9
自己資本比率	68.1%	69.9%
流動比率	267.0%	263.2%
インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	109.5	159.6
<成長性>		
前期比		
売上高	15.4%	11.6%
営業利益	-6.6%	-6.2%
純利益	-12.2%	-2.8%
投下資本(運用ベース)	26.7%	1.4%
自己資本	51.0%	11.6%
総資産	26.5%	8.8%

(注1)資産収益性、効率性で使用する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

(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

	23/12期				24/12期				24/12期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	上期	下期
売上高	6,214	6,396	7,689	8,426	5,777	8,944	8,680	8,668	14,721	17,348
(前年同期比)	—	—	—	—	-7%	40%	13%	3%	17%	8%
売上原価	3,557	3,638	4,793	5,568	3,777	6,034	5,640	5,714	9,811	11,354
(前年同期比)	—	—	—	—	6%	66%	18%	3%	36%	10%
(売上原価率)	57%	57%	62%	66%	65%	67%	65%	66%	67%	65%
売上総利益	2,657	2,757	2,896	2,858	1,999	2,911	3,040	2,954	4,910	5,994
(前年同期比)	—	—	—	—	-25%	6%	5%	3%	-9%	4%
(売上総利益率)	43%	43%	38%	34%	35%	33%	35%	34%	33%	35%
販管費	1,544	1,714	1,811	1,801	1,513	1,766	1,754	1,840	3,279	3,594
(前年同期比)	—	—	—	—	-2%	3%	-3%	2%	1%	-0%
(販管費率)	25%	27%	24%	21%	26%	20%	20%	21%	22%	21%
営業利益	1,113	1,043	1,085	1,057	486	1,144	1,287	1,113	1,630	2,400
(前年同期比)	—	—	—	—	-56%	10%	19%	5%	-24%	12%
(営業利益率)	18%	16%	14%	13%	8%	13%	15%	13%	11%	14%
ネット金融収支	3	3	13	24	34	25	22	20	59	42
為替差損益	-42	132	-4	-102	43	-25	-84	46	18	-38
持分法投資損益	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
経常利益	1,113	1,174	1,082	992	596	1,148	1,293	1,153	1,744	2,446
(前年同期比)	—	—	—	—	-46%	-2%	20%	16%	-24%	18%
(経常利益率)	18%	18%	14%	12%	10%	13%	15%	13%	12%	14%
税前利益	1,085	1,166	1,076	987	596	1,148	1,336	1,141	1,744	2,477
純利益	861	957	789	824	481	909	1,054	892	1,390	1,946
(前年同期比)	—	—	—	—	-44%	-5%	34%	8%	-24%	21%
(純利益率)	14%	15%	10%	10%	8%	10%	12%	10%	9%	11%

(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。

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

- ・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。

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

- ・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。

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

- ・ $\text{PBR} > 1$ の場合、BPS が減少して PBR が上昇し、 $\text{PBR} < 1$ の場合、BPS が増加して PBR が低下し、 $\text{PBR} = 1$ 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

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

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。

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

(c) PER

- ・PER は株価÷EPS で算出され、分母の EPS は上記 (b) のように増加する。
- ・一方、実際の市場では株価が変動し、PER が変化する。この PER の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PER の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PER の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PER の変化（理論値）とは、自己株取得によって株価は変わらないと想定し、その場合の PER の変化である。それは分母である EPS の変化率によって決まる。計算は、以下の通り。

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

・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なばならない指標の 1 つと言えよう。算出法は複数あり、各々の算出値には、ばらつきがある。ただ、株主資本利益率（ROE）が株主資本コストを上回れば、企業価値が向上するというのがほぼ一致している概念だ。

(2) QUICK 株主資本コストの算出法

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

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

- (a) QUICK 株主資本コスト（ファクター）→ (b) で得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (b) で求めたインプライド株主資本コストから長期リスクフリーレートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリーレートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター）とする。
- (b) QUICK 株主資本コスト（個別）→ 株式評価モデル（残余利益モデル）によって算出した株価について、市場の株価をよりよく説明する割引率を逆算した、インプライド株主資本コストの推定値。過去 36 カ月の市場株価と、各月末時点で入手可能であった業績予想値を用いて算出する残余利益モデルの理論価格を一致させる（誤差 2 乗和を最小にする）割引率。
- (c) QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）→ (d) から得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数とし、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (d) で求めたイン

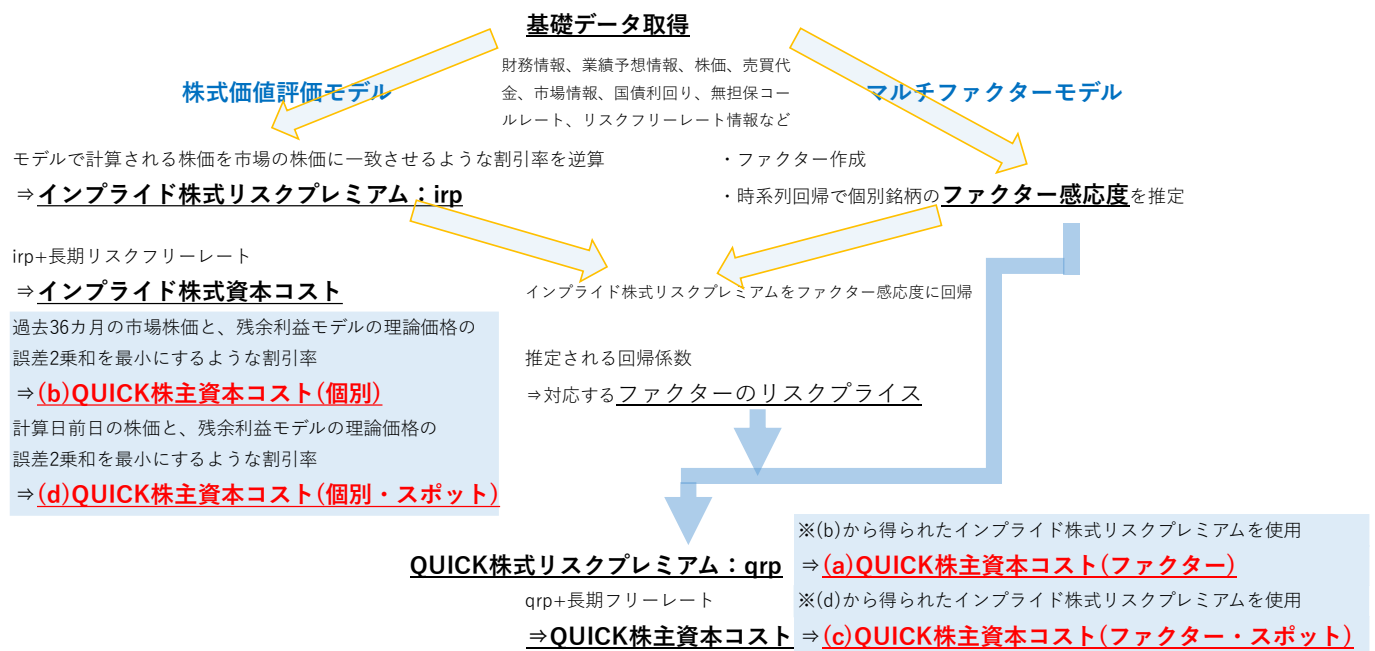




プライド株主資本コストから長期リスクフリーレートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリーレートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）とする。

- (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



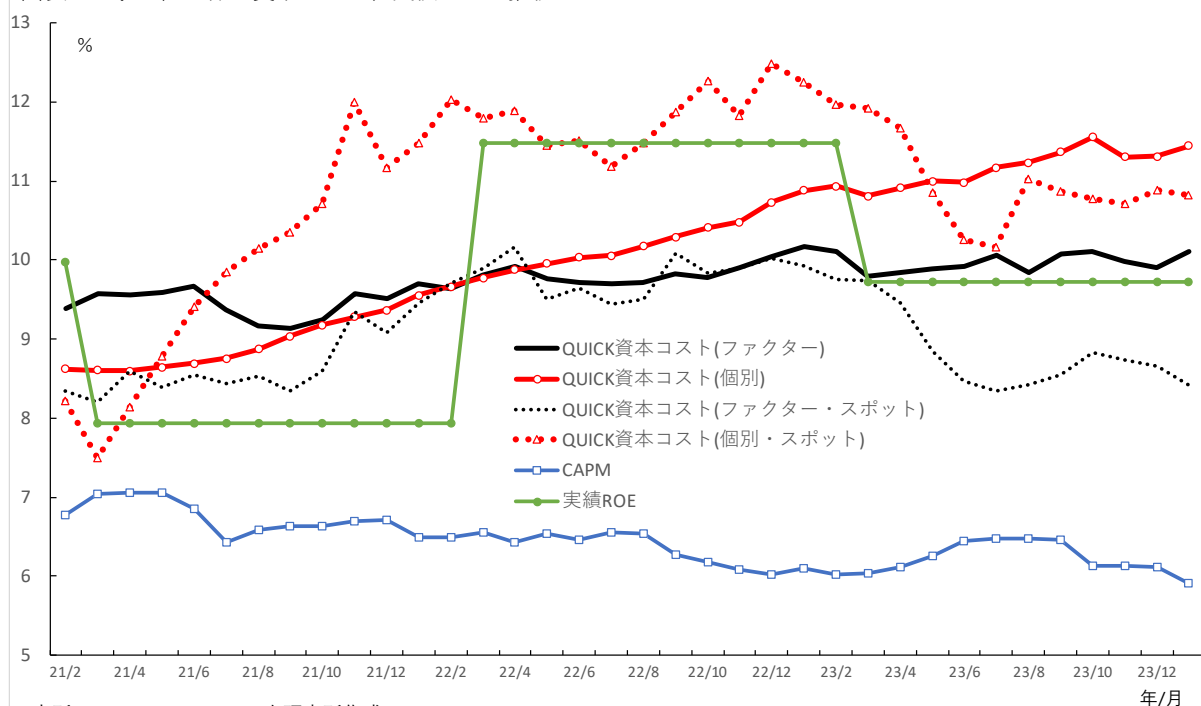
(出所)QUICK資料で当研究所作成

(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。



図表A2-2. X社の株主資本コスト、実績ROEの推移



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。これをみると、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%

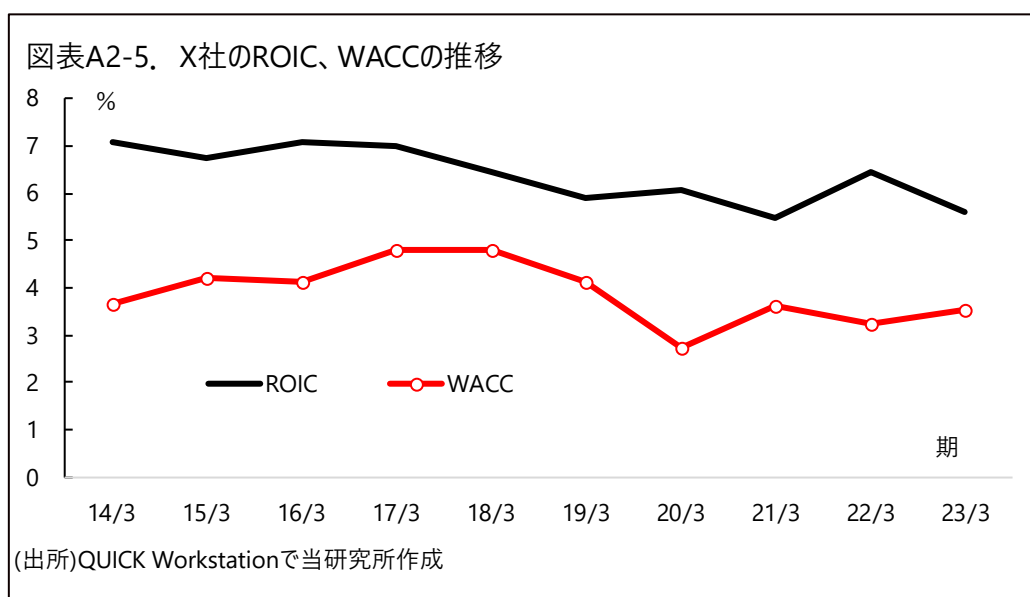
(出所)QUICK資料で当研究所作成



(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。

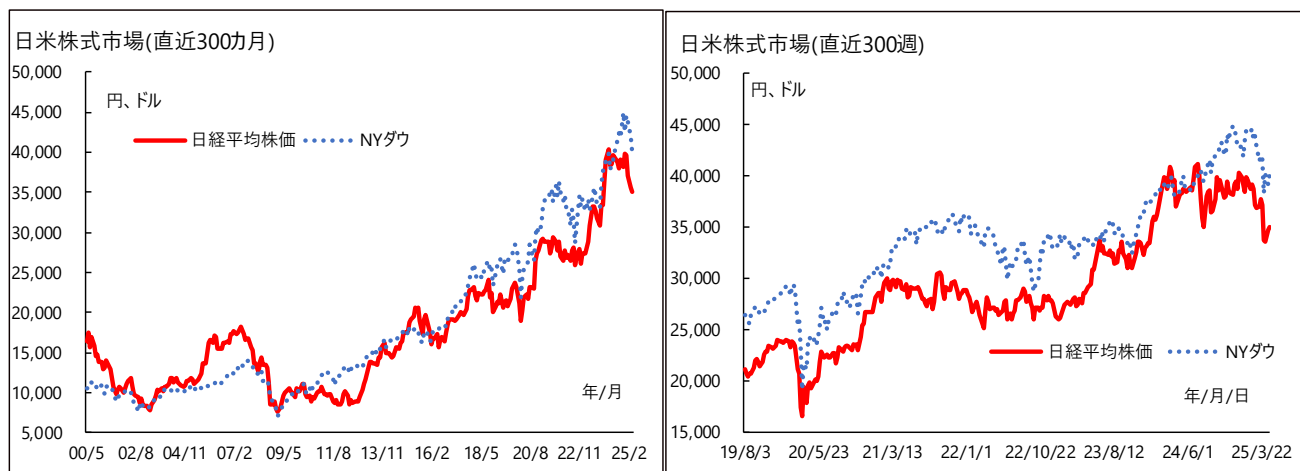
ここで、QUICK 株主資本コスト、ROE、ROIC による分析で分かることを整理すると、企業価値向上のために、資本コストは十分に引き下げられているかが、市場要因および個別銘柄要因でみることができる。また、ROIC の分析を加えることで、株主資本コストの観点から調達による運用資産の効率性が十分かなどが検証できる。



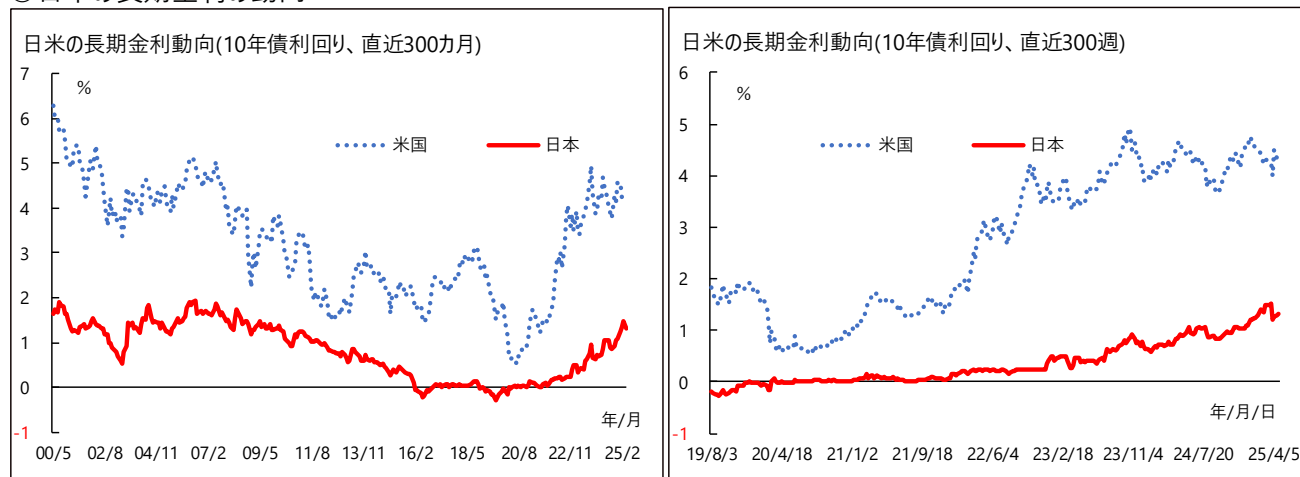


Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

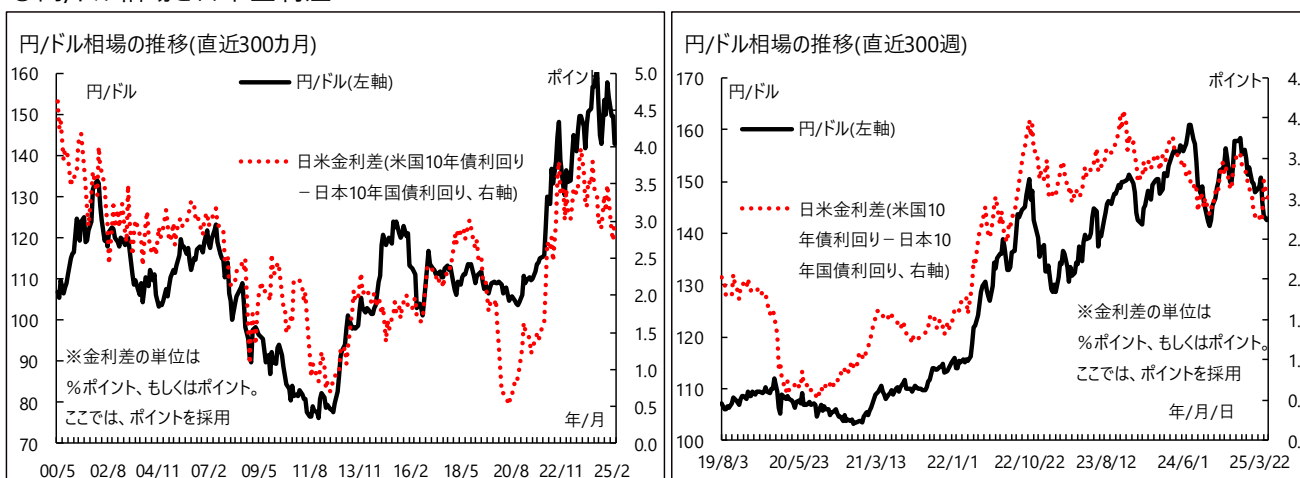
○日米の株式市場の推移



○日米の長期金利の動向



○円/ドル相場と日米金利差

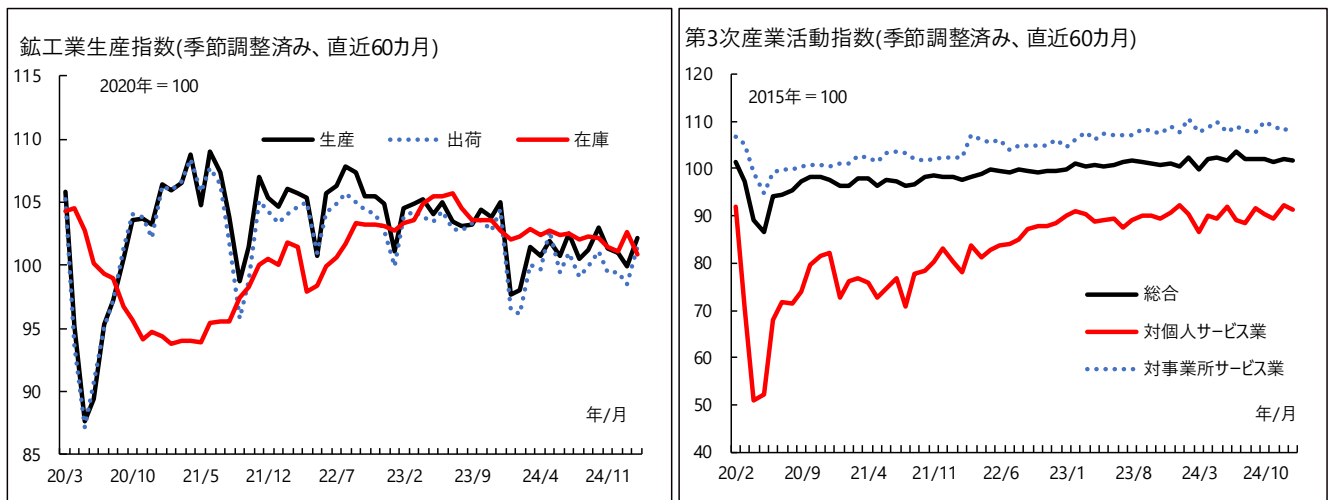


※上記の図表に関し、直近300ヵ月の計測期間は00年5月～25年4月、直近300週の計測期間は19年8月3日～25年4月24日
出所はQUICK Workstationで当研究所作成

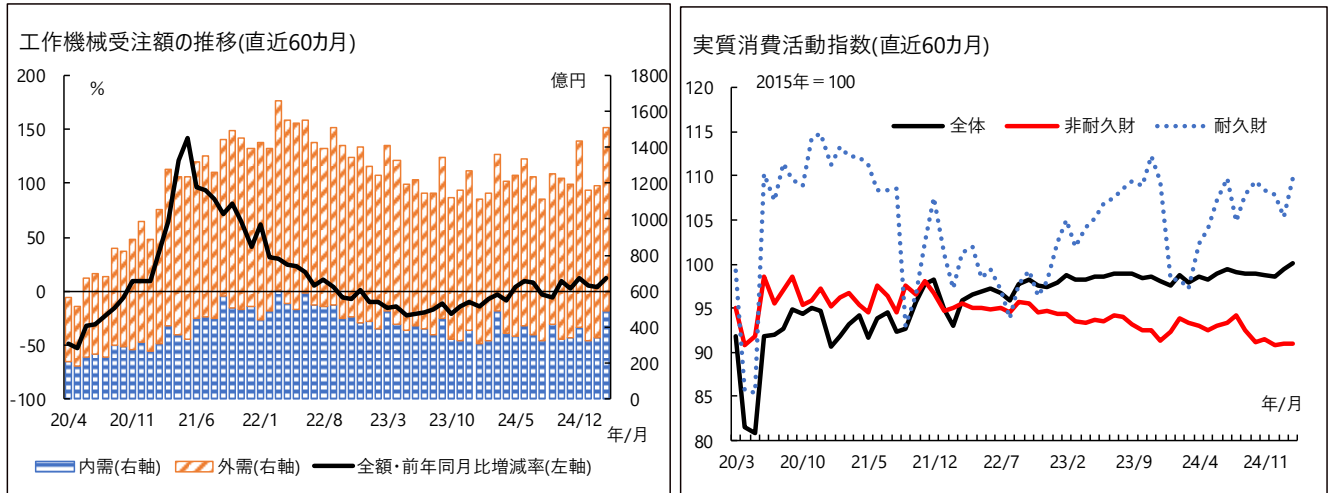




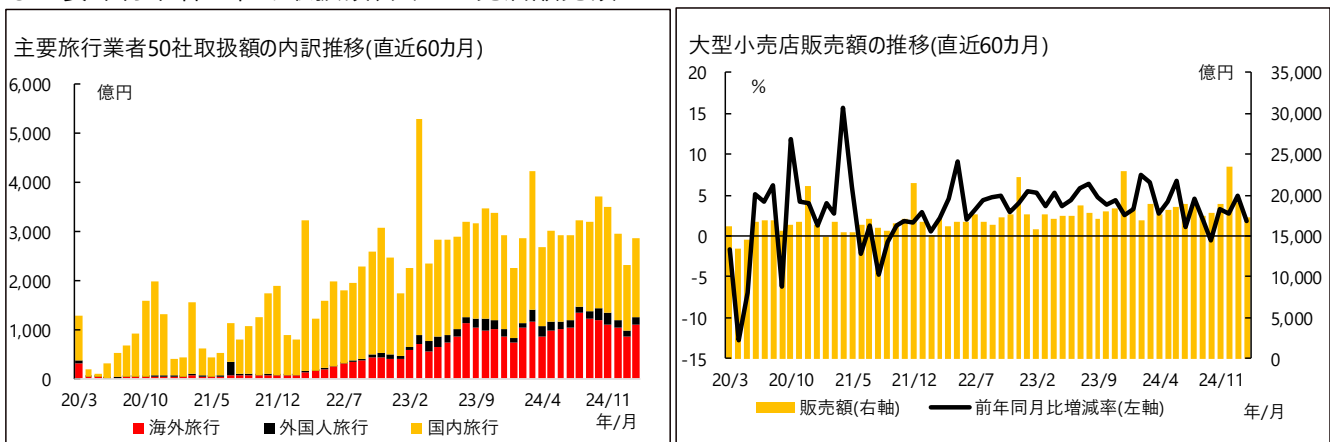
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



○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

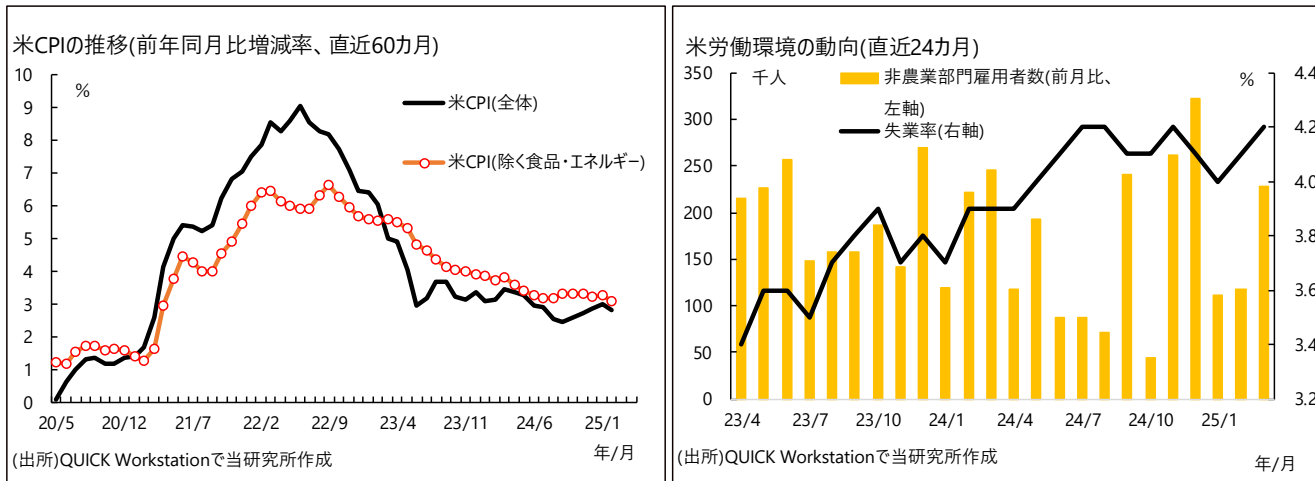


※上記の図表に関し、出所はQUICK Workstationで当研究所作成



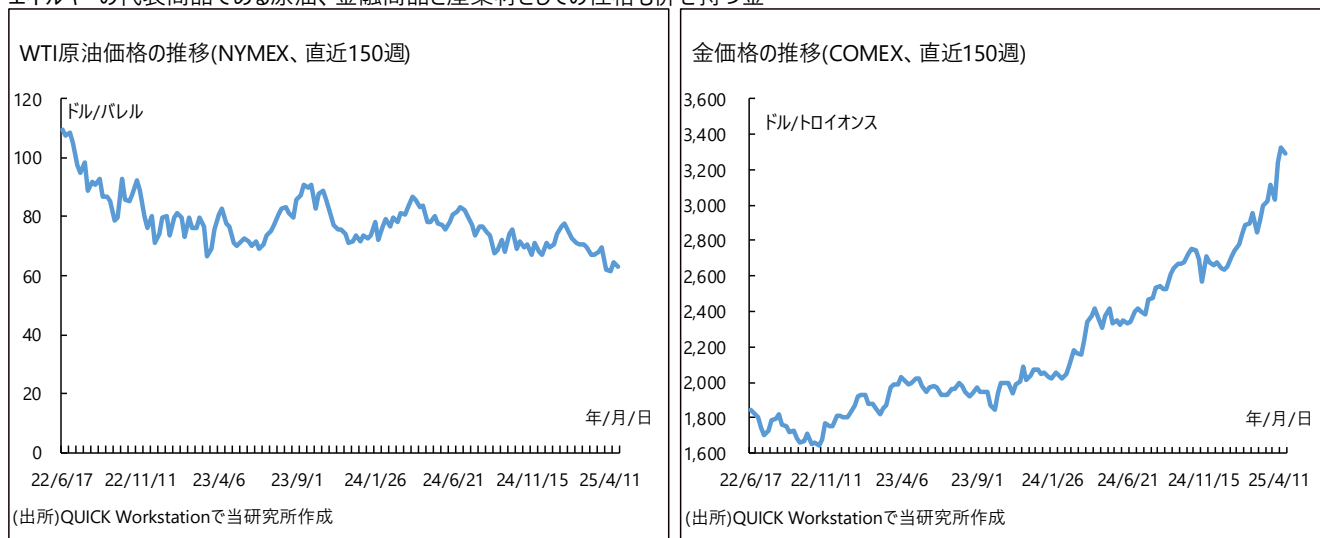


○米国の物価と労働環境

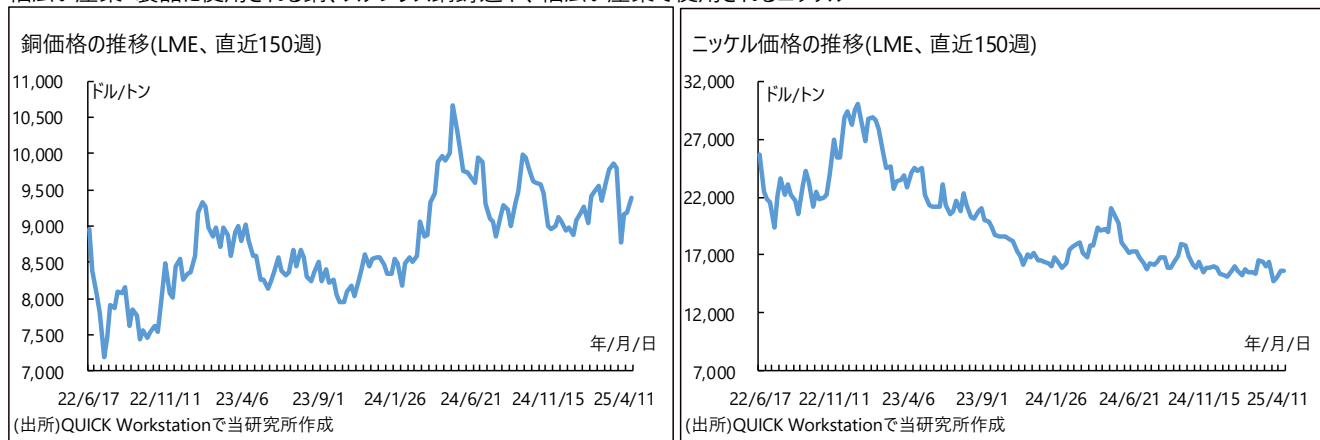


○主な商品の価格動向

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、ステンレス鋼鑄造や、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6月17日から25年4月24日まで





○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	1,666		1,622		545	
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	160	9.6	380	23.4	8	1.5
0.5倍以上1倍未満	609	36.6	622	38.3	37	6.8
1倍以上2倍未満	506	30.4	362	22.3	164	30.1
2倍以上	391	23.5	258	15.9	336	61.7

ご参考：レポート対象企業

西部技研(6223) スタンダード 1.01倍

(注)データは25年4月24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25/4/24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)		419,752	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	ソニーG (6758)		216,965	16	11	6	4	4	2	3	2	3
3	三菱UFJ (8306)		207,746	3	2	4	6	18	9	5	5	2
4	日立 (6501)		162,923	34	26	38	26	30	21	19	14	5
5	ファストリ (9983)		147,177	14	21	9	10	6	17	8	8	6
6	キーエンス (6861)		145,414	13	5	5	5	3	3	4	4	7
7	任天堂 (7974)		142,856	30	12	20	12	8	15	11	12	12
8	中外薬 (4519)		138,539	61	41	30	13	7	19	24	18	13
9	N T T (9432)		132,294	2	3	2	2	5	5	2	3	9
10	三井住友FG (8316)		126,478	9	9	14	15	27	26	10	16	8
11	リクルート (6098)		113,587	41	22	17	9	12	4	13	10	4
12	伊藤忠 (8001)		111,624	43	37	35	32	26	24	16	17	11
13	K D D I (9433)		109,461	5	7	7	7	13	11	7	9	16
14	東京海上 (8766)		107,840	26	34	25	29	34	34	23	24	15
15	三菱商 (8058)		107,257	20	19	15	22	33	25	18	11	18
16	S B G (9984)		103,194	4	4	3	3	2	7	6	15	10
17	S B (9434)		101,615	－	－	8	8	19	16	12	19	21
18	東エレク (8035)		96,142	62	39	60	35	20	6	21	7	14
19	三菱重 (7011)		90,970	64	108	93	93	128	166	86	69	25
20	みずほFG (8411)		86,825	11	17	18	30	38	40	29	29	19
21	J T (2914)		86,820	6	6	13	19	29	31	26	23	23
22	三井物 (8031)		81,056	37	40	36	40	40	33	20	20	20
23	信越化 (4063)		77,871	23	20	29	18	11	8	15	6	17
24	ホンダ (7267)		75,372	10	8	12	14	23	22	25	21	24
25	武田 (4502)		67,759	24	18	37	11	21	29	17	27	29
26	第一三共 (4568)		63,280	70	67	46	17	10	23	9	22	22
27	富士通 (6702)		60,870	98	88	84	68	43	36	39	36	33
28	キャノン (7751)		57,192	15	14	22	33	56	39	36	35	28
29	H O Y A (7741)		55,770	59	66	43	34	22	18	30	28	27
30	O L C (4661)		55,724	48	36	21	16	17	14	14	13	32

ご参考：レポート対象企業

1,544	西部技研 (6223)	306	—	—	—	—	—	—	—	—	1,398	1,449
-------	-------------	-----	---	---	---	---	---	---	---	---	-------	-------

(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。

野村インベスター・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、野村證券株式会社、野村インベスター・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、野村インベスター・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。

