

SPK

7466 東証プライム / 卸売業

創業 100 年を超える自動車アフター補修部品・産業機械車両部品の専門商社

会社概要

部品商社からモビリティビジネスのグローバル商社を目指す

1917 年設立の自動車アフター補修部品・産業機械車両部品の専門商社。整備や修理の際に使われる補修部品の卸販売が中核事業。国内は全国約 1,000 社、海外は 80 カ国・350 社以上の顧客に商品を提供している。モータースポーツ活動など広くモビリティ関連の新規事業を拡大し、部品商社の枠を越えたモビリティビジネスのグローバル商社への変革を目指している。

業績の動向

業績は安定して成長。26/3 期も営業最高益更新を目指す

国内では自動車保有台数の増加や平均車齢の上昇が続き、安定した需要を背景に業績が成長してきた。加えて、近年は円安の追い風もあり海外事業も伸長している。その結果、25/3 期の営業利益は過去最高を更新。将来の成長に向けた積極的な投資を継続しつつ、26/3 期も最高益の更新を目指す。

株価・関連指標の動向

業績に連動した株主還元を重視、27 期連続で増配を実施

株価は 24 年 6 月に上場来高値を更新（2413 円）した後、伸び悩む場面が見られた。足下で持ち直すも、PBR は 1 倍割れが続く。株主還元を重視し、25/3 期まで 27 期連続（国内全上場企業で 2 位の長期間）で増配を実施している。

株価チャート



株価・指標

(表示単位未満四捨五入)

株価(25/7/24 終値)	2,328.0 円
年初来高値(25/7/24)	2,328.0 円
年初来安値(25/4/7)	1,820.0 円
連結 PER(26/3 期会社予想)	9.33 倍
連結 PBR(最新実績)	0.87 倍
基準 BPS	2,667.22 円
予想配当利回り(26/3 期会社予想)	2.92 %
1 株当たり年間予想配当金	68 円
普通株発行済株式数	10,454 千株
普通株時価総額	243 億円

Not Rated

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

業績データ 会計基準：日本基準

(%は前期比増減率)

決算期	売上高(百万円)		営業利益(百万円)		経常利益(百万円)		純利益(百万円)		EPS(円)
連 24/3 期(実績)	63,302	15.7%	3,145	15.6%	3,357	15.3%	2,392	16.1%	238.20
連 25/3 期(実績)	68,720	8.6%	3,311	5.3%	3,568	6.3%	2,497	4.4%	247.94
連 26/3 期(予想)	74,000	7.7%	3,400	2.7%	3,600	0.9%	2,520	0.9%	249.59

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

1917年設立の自動車アフター補修部品・産業機械車両部品の専門商社

- (1) 会社概要
- (2) 会社沿革
- (3) 社名の意味、経営理念、基本理念、経営方針

2. 事業内容

国内向け自動車補修部品が中心、近年は海外向けの販売が拡大

- (1) 補修部品の卸販売事業の概要
- (2) 事業セグメント構成
- (3) 国内営業本部
- (4) 海外営業本部
- (5) 工機営業本部
- (6) CUSPA 営業本部

3. 業界環境・事業戦略

- (1) 業界環境
- (2) 補修部品の主な分類～純正部品と優良部品
- (3) 国内における補修部品の流通の特徴
- (4) 海外における補修部品の流通の特徴
- (5) 競合状況
- (6) 事業戦略
- (7) 中期経営計画の概要
- (8) 中期経営計画の進捗
- (9) SWOT 分析

4. 業績・財務分析

- (1) 業績と財務指標
- (2) 顧客所在地別の売上高推移
- (3) セグメント別の業績推移



- (4) ROIC の分析
- (5) ROE の分析
- (6) キャッシュフロー、現預金、有利子負債の状況

5. 株価と株価関連指標の関係

- (1) 業績と株価・関連指標の動向
- (2) 株主総利回り (TSR) の算出
- (3) 株主資本コストの算出

6. 当面の業績動向

26/3 期は 4 期連続で営業最高益の更新を目指す

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

7. 主な非財務情報

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

8. 大株主の状況、リスク等

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

9. 財務関連データおよび指標

- (1) 損益計算書 (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

1917 年設立の自動車アフター補修部品・産業機械車両部品の専門商社

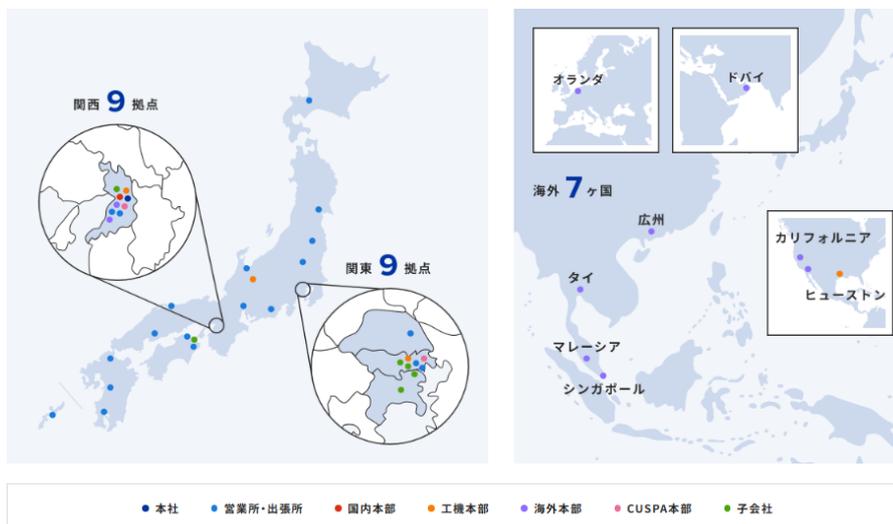
(1) 会社概要

1917 年設立の自動車アフター補修部品・産業機械車両向け部品・部材の専門商社。主に自動車の整備や補修に関わるアフターマーケット(※)で事業を展開している。一次卸として、国内外の部品商に対し、整備や修理に必要な補修部品を販売する。国内自動車産業の黎明期から培ってきた、業界に関する情報力や営業力を武器に、国内外の部品メーカーや部品商との間に強固な取引ネットワークを構築。自動車の補修部品に加えて、レーシングギアなどのカスタマイズ部品や建設機械（建機）、農業機械（農機）、フォークリフトといった産業機械車両向けの組付部品なども取り扱っている。また、ラリーなどのモータースポーツ活動や走行イベントの開催、レーシングシミュレーターの販売など広くモビリティに関連したビジネスも展開し、部品商社の枠を越えたモビリティビジネスのグローバル商社への変革を目指している。

(※) 新車として販売された自動車が廃車に至るまでのライフサイクルにおいて発生する、整備や修理といった多様な需要に対応する市場のこと。

大阪市福島区に本社を置くほか、全国 19 カ所の営業拠点に加え、シンガポール、マレーシア、タイ、中国（広州）、オランダ、アメリカ、アラブ首長国連邦など海外にも営業拠点や現地法人（8 社）を設け、国内は全国約 1,000 社、海外は世界 80 カ国・350 社以上の顧客に商品を提供している。

図表1-(1)-1. 国内外の拠点



(出所)会社ホームページ



(2) 会社沿革

黎明期から国内自動車産業に深く関わる

1917年、伊藤忠合名会社（現在の伊藤忠商事、丸紅）の機械部から分離し、系列会社として設立。当時は国産の自動車メーカーがまだ無く、輸入車・輸入車部品の販売から事業を開始した。22年に伊藤忠商事の系列から離脱し独立。以降、自動車部品の販売に専念。28年に日本ゼネラル・モーターズへの部品供給を開始し、30年に輸出を開始し、事業を拡大。35年には豊田自動織機製作所（現在のトヨタ自動車の前身）へ試作乗用車「トヨタ A1 型」用部品を供給するなど、黎明期から国内自動車産業に深く関わる。その後、数回の合併や社名変更を経ながら、全国に営業所を展開。80年に初の海外拠点としてシンガポールに現地法人を設立、以降海外でも事業を展開。92年に現社名に変更。95年に株式を店頭登録。2000年に東証第二部に上場、03年に第一部に指定、22年に市場再編に伴いプライム市場へ移行。

M&Aも活用して事業領域を拡大

M&Aも活用して事業領域を拡大している。近年の主なM&Aは以下の通り。03年、フォークリフト用補修部品卸売の丸安商会の全株式を取得。14年、ケミカル用品メーカーの谷川油化興業の全株式を取得。16年、自動車補修部品卸売の米 Nippon Trans Pacific Corp.の全株式を取得。21年、車体全体を美化するサービスのカーディテリングを得意とするカービューティープロおよび輸入車のオートマチックトランスミッション、ステアリングシステム専門の修理・リビルトを手掛けるデルオートの全株式を取得。23年、徳島県の地域部品商大手の北光社の全株式を取得。24年、自動車カスタム部品を企画・製造・販売するブリッツの全株式を取得。今後も、既存事業の強化や新規事業の獲得などにM&Aを活用し、幅広く成長機会を捉えていくとしている。



図表1-(2)-1. 会社沿革

年月	概要
1917年	大阪市東区（現、大阪市中央区）に大阪自動車株式会社を設立。
39年10月	戦時態勢の要請により、原田式織機株式会社と合併、商号を大同機械工業株式会社に変更。
41年6月	東京出張所を開設。（現、東京営業所）
45年9月	商号を大同興業株式会社に変更。
49年10月	織機部門を営業譲渡。
50年4月	商号を大同自動車興業株式会社に変更。
57年3月	福岡出張所を開設。（現、福岡営業所）
64年1月	新社屋完成により、本社を移転。（旧、本社）
64年5月	札幌出張所を開設。（現、札幌営業所）
66年12月	名古屋出張所を開設。（現、名古屋営業所）
69年6月	広島出張所を開設。（現、広島営業所）
70年8月	仙台出張所を開設。（現、仙台営業所）
71年2月	ネトー自動車株式会社の営業の全部を譲受。
73年3月	富山営業所を開設。
73年10月	高松営業所を開設。
74年11月	宇都宮営業所を開設。
75年7月	沖縄営業所を開設。
79年9月	米子営業所を開設。
80年3月	シンガポール法人、大同オートモティブプロダクツ（PTE）リミテッド（現・連結子会社のSPK Singapore Pte. Ltd.）を設立。
80年9月	鹿児島営業所を開設。
80年10月	大阪工機部を開設。
86年5月	東京工機部を開設。
90年4月	外車部品センターを開設。
90年5月	オランダ法人、大同オーバーシーズB.V.を設立。（現、SPK Europe B.V.）
91年4月	米子大同自興株式会社を吸収合併。
92年4月	商号をSPK株式会社に変更。
95年10月	日本証券業協会に株式を店頭登録。
96年10月	CUSTOMIZED PARTS DIV. を開設。（略称CUSPA）
97年8月	マレーシア法人、SPK Vehicle Products Sdn. Bhd. を設立。
2000年8月	東京証券取引所市場第二部に上場。
03年3月	東京証券取引所市場第一部に指定。
03年4月	株式会社丸安商会（現・連結子会社）の全株式を取得。
05年5月	タイ法人、SPK Motorparts Co.,Ltd.（現・連結子会社）を設立。
07年11月	中国法人、SPK Guangzhou Co.,Ltd.（広州）を設立。
14年2月	谷川油化興業株式会社（現・連結子会社）の全株式を取得。
15年1月	アメリカ法人、SPK Vehicle Parts Corp.（現・連結子会社）を設立。
16年4月	アメリカ法人、Nippon Trans Pacific Corp.（現・連結子会社）の全株式を取得。
16年5月	埼玉営業所を開設。
20年8月	アメリカ統括会社、SPK USA Holdings Inc.（現・連結子会社）を設立。



20年10月	アメリカ法人、Northeast Imported Parts & Accessories, Inc.（現・連結子会社）の全株式を取得。
21年7月	株式会社カービューティープロ（現・連結子会社）の全株式を取得。
21年12月	株式会社デルオート（現・連結子会社）の全株式を取得。
22年4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所の市場第一部からプライム市場に移行。
23年6月	株式会社北光社（現・連結子会社）の全株式を取得。
23年10月	新社屋完成により本社移転。
24年11月	株式会社ブリッツ（現・連結子会社）の全株式を取得。

(出所)有価証券報告書(25/3期)で当研究所作成

(3) 社名の意味、経営理念、基本理念、経営方針

社名である SPK は、「Sincerity（誠実）に生き、Passion（情熱）を持って仕事をし、Kindness（親切）な対応ができる企業人の集団」の頭文字としている。これを経営理念としても掲げている。

基本理念は、「人生は一度しかない、精一杯勉強し、力一杯仕事し、思う存分楽しむ」。

また、近江商人の精神である「三方よし（売り手よし、買い手よし、世間よし）、始末して気張る（※）、進取の気性」を経営方針としている。

(※)「無駄をなくし、儉約しながら精一杯努力する」といった意味。

図表1-(3)-1. 社名の意味、経営理念、基本理念



(出所)会社ホームページ



2. 事業内容

国内向け自動車補修部品が中心、近年は海外向けの販売が拡大

同社グループは、同社および子会社 19 社から構成される。主な関係会社の状況は（図表 2-1）。

同社は、国内外の部品メーカーから補修部品を仕入れ、一次卸として国内外の部品商に卸販売している。補修部品はエンジンや駆動系を構成する文字通りの部品から各種メンテナンス用品まで、幅広いラインナップをそろえている（図表 2-2）ほか、産業機械車両用の組付部品やカスタマイズ部品なども取り扱う。モータースポーツ活動や走行イベントの開催など、広くモビリティに関連したビジネスも展開している。国内外の子会社はそれぞれ独自に製品やサービスを提供するほか、同社との間でも商品を売買する。販売情報については、国内子会社は同社と互いに提供し合い、海外子会社は現地の販売情報を同社に提供する役割を担っている。なお、以降、同社と表記した場合、同社グループ全体を指すものとする。

図表2-1. 関係会社の状況

名称	住所	資本金	主な事業の内容	議決権の所有割合（％）	関係内容
株式会社丸安商会	大阪市福島区	10,000千円	フォークリフト用補修部品卸売	100	営業上の商品売買取引 役員の兼任
谷川油化興業(株)	横浜市鶴見区	30,000千円	オートケミカル用品の製造・販売	100	営業上の商品売買取引 役員の兼任
SPK Singapore Pte. Ltd.	シンガポール	S \$ 3,767,400	自動車部品の卸売	100	販売情報の提供元、営業上の商品売買 取引、役員の兼任、資金援助、債務保証
SPK Vehicle Parts Corp.	U.S.A	\$1,000	産業車両用組付部品・部材の卸売	100(100)	営業上の商品売買取引 役員の兼任
Nippon Trans Pacific Corp.	U.S.A	\$13,170	自動車部品の卸売	100(100)	販売情報の提供元、営業上の商品売買 取引、役員の兼任、資金援助、債務保証
SPK USA Holdings Inc.	U.S.A	\$12,622,452	米国内関係会社統括	100	米国内関係会社統括
Northeast Imported Parts & Accessories, Inc.	U.S.A	\$1,019,300	自動車部品の卸売	100(100)	販売情報の提供元、営業上の商品売買 取引
株式会社カービューティープロ	東京都世田谷区	10,000千円	カーディテイルング関連事業および技術指導	100	営業上の商品売買取引 役員の兼任
株式会社デルオート	神奈川県厚木市	10,000千円	自動車トランスミッションの修理サービスとリビルト、自動車整備など	100	営業上の商品売買取引 役員の兼任
SPK Motorparts Co.,Ltd.	タイ	102,000千THB	自動車部品、産業用ベアリングの卸売 産業車両用組付部品・部材卸売	80(1.5)	販売情報の提供元、営業上の商品売買 取引、資金援助、債務保証
株式会社北光社	徳島県徳島市	20,000千円	自動車・二輪車用補修部品の販売、二輪車整備	100	営業上の商品売買取引 役員の兼任
株式会社アリッツ	東京都西東京市	40,000千円	自動車カスタムパーツの企画・製造・販売	100	営業上の商品売買取引 役員の兼任

(注1)上記の子会社は、有価証券届出書または有価証券報告書を提出していない

(注2)SPK Singapore Pte. Ltd.、SPK USA Holdings Inc.、Northeast Imported Parts & Accessories, Inc.、SPK Motorparts Co.,Ltd.は特定子会社に該当

(注3)議決権の所有割合の()内は、間接所有割合で内数

(注4)SPK Singapore Pte. Ltd.については、売上高（連結会社相互間の内部売上高を除く）の連結売上高に占める割合が10%を超えている

(出所)有価証券報告書(25/3期)で当研究所作成





図表2-2. 主に取り扱っている補修部品



(出所)会社ホームページ

(1) 補修部品の卸販売事業の概要

中核事業である補修部品の卸販売の概要について説明する。

同社は、部品メーカーから補修部品を仕入れて販売する一次卸販売を行っている。これらの補修部品は、国内においては、基本的に二次卸である地域部品商を介して、整備事業者や量販店などに流通する。同社の価値の源泉は、まさにこの部品メーカーと地域部品商をつなぐ商社・卸機能にあると言える。多種多様な車種、部品メーカー、無数の整備事業者が存在する複雑なアフターマーケットにおいて、同社はサプライヤー（部品メーカー）に対しては広範な販売網へのアクセスを、顧客（地域部品商）に対しては多様な部品を効率的に調達できる窓口を提供することで、需給双方の効率化に貢献している。また、補修部品は、あまり頻繁に出荷されない部品もある一方、修理対応など緊急時に迅速な出荷が求められるものもある。このため、高度な在庫戦略が不可欠である。同社が適切に品ぞろえを充実させることで、顧客は欠品や過剰な在庫を抱えるリスクを軽減することができる。このほか、物流ネットワークを構築し、顧客の要求通りの納期で部品を届けるという役割も果たしている。

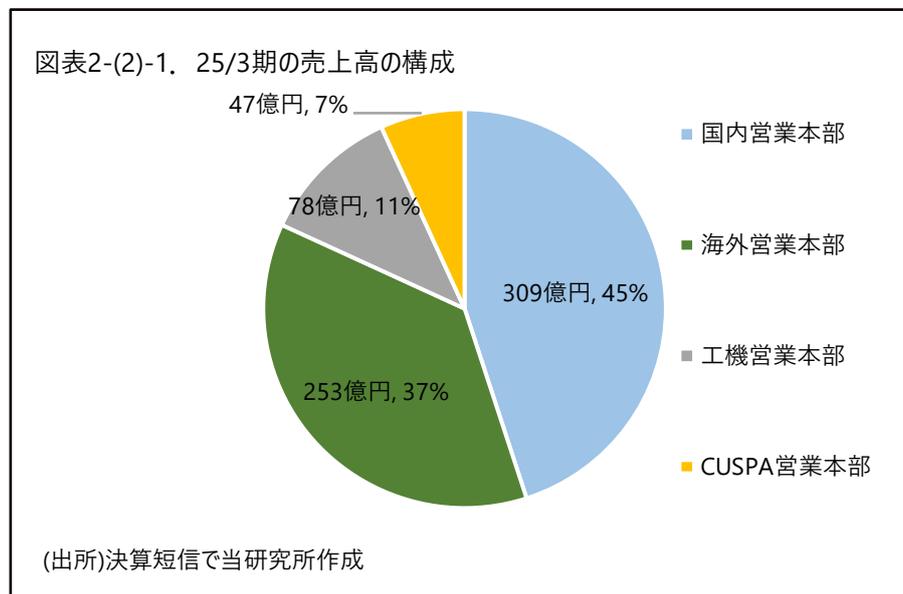
海外においても国内同様、サプライヤーと顧客（現地輸入業者・部品商）をつなぐ役割を果たしているが、在庫や物流ネットワークの面で異なる。在庫は国内のようにきめ細かく分散しているというよりも、各地域の要所となる拠点により集約された形で保有。ある程度の規模の在庫を確保しつつ、必要に応じて現地や他国、日本から調達している。物流ネットワークは、国際海上貨物輸送などを活用し拠点間で効率的に部品を調達する体制を



採っている。

(2) 事業セグメント構成

事業セグメントは、営業本部ごとに「国内営業本部」、「海外営業本部」、「工機営業本部」、「CUSPA 営業本部」の 4 つに区分されている。このうち、自動車の補修部品の卸販売を手掛けるのが国内営業本部と海外営業本部。これら 2 つで全体売上高の 8 割超を占める（図表 2-(2)-1）。後述するように、自動車の補修部品の卸販売は、すでに世の中に存在する自動車を対象とする「ストック型のビジネス」である。そのため、国内営業本部、海外営業本部ともに、自動車アフターマーケットの需要増加に対応して、安定的に売上高が成長してきた（業界環境や業績の詳細については後述）。



(3) 国内営業本部

国内営業本部は、国内で走行する日系自動車および輸入車（約 8,000 万台、同社推計）を対象に、全国約 1,000 社の地域部品商を通じて補修部品を供給している。取りそろえる部品は国産だけでも 3 万点以上で、バッテリー、オイル、ワイパーなどの消耗品が主力。北海道から沖縄まで全国 19 カ所の営業拠点を持ち、インターネットを活用した受発注システムにより、顧客の要望に迅速に対応できる体制を整えている。なお、フォークリフト用の補修部品も国内営業本部で販売している。





図表2-(3)-1. 製品例



ワイパー



バッテリー



オイル

(出所)会社資料(会社提供)



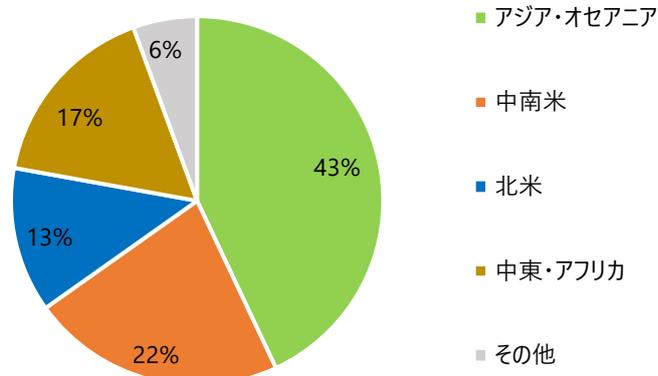
エアコンオイル

(4) 海外営業本部

海外営業本部は、海外で走行する日系自動車を対象に、80 カ国・350 社以上の現地輸入商社や現地法人を通じて、補修部品を供給している。シンガポール、マレーシア、タイ、中国（広州）、オランダ、アメリカ、アラブ首長国連邦などに現地法人や拠点を設け、地域ごとに異なるニーズに対応。主に日本製の部品を取り扱うが、日本製品以外の三国間貿易も行うほか、各現地法人での現地調達・現地販売も拡大している。



図表2-(4)-1. 海外営業本部の売上高の構成(25/3期、顧客所在地別)



(注)構成比は小数点第一位を四捨五入しているため、合計は必ずしも100%とはならない
 (出所)有価証券報告書(25/3期)で当研究所作成

北米での日系自動車の需要については、新車の販売台数が多く市場規模は比較的大きい。ただし、整備や補修に関わるアフターマーケットでは、現地の独立系販売会社との競争が激しいほか、異なる商習慣などもあり、同社の北米での売上高構成比は今のところ 13%にとどまっている。そのため、ほかの海外市場と同様に拡販に努める計画だ。

(5) 工機営業本部

工機営業本部は、産業機械車両向けに部品や部材を供給している。主要顧客は国内の建機、フォークリフト、農機などの産業機械車両メーカー。アフターマーケットが主な事業領域である他の営業本部と異なり、工機営業本部は基本的に組付部品としてメーカーの製造ラインに直接部品を納入する。主な商材には、多機能ディスプレイのほか、複数の機能を持つスイッチやダイヤルを一つにまとめた統合スイッチ・ダイヤル、遠隔地とのデータ送受信に使うテレマティクス機器などがある。

顧客が直接部品を仕入れずに同社を介するメリットは、①要求する品質、コスト、納期などの条件に合わせて調達ルートを最適化するノウハウを利用できること、②複数の部品メーカーとの交渉など購買業務にかかる負担を削減できること、③スケールメリットを生かしたボリュームディスカウントを得られることなどが挙げられる。

同社は単なる部品の販売だけでなく、産業機械車両メーカーの設計段階から参画することで、最適な部品の選定や代替品の提案も可能だ。扱う部品は、産業機械車両の設計や要求品質に応じて部品メーカーに開発やカスタマイズを依頼することが多い。

(6) CUSPA 営業本部

CUSPA(※)営業本部は、カスタマイズ部品を主軸に、自動車メーカーとのタイアップやオリジナルブランド製品・



レーシングシミュレーターなどを企画・開発・販売するほか、国内外の有力ブランドの総代理店事業、ラリーなどのモータースポーツ活動や走行イベントの開催なども手掛けている。

(※) CUSTOMIZED PARTS の略。読みは「カスパ」。

BtoB のビジネスが中心の他の営業本部と異なり、CUSPA 営業本部は一般消費者と直接的な接点を持つ BtoC のビジネスも手掛けており、同社の名称やブランドがイベントや SNS などのメディアで露出する機会が多いことが特徴。このため、同社単独のブランディングよりも高い視認性と話題性を生み出す広告宣伝事業としての役割も担っている。

図表2-(6)-1. 走行イベント「D-SPORT & DAIHATSU Challenge Cup」



(出所)会社資料(会社提供)



図表2-(6)-2. レーシングシミュレーター



(出所)会社資料(会社提供)



3. 業界環境・事業戦略

(1) 業界環境

同社の中核事業は、自動車の補修部品の卸販売だ。ここでは、その事業領域である自動車のアフターマーケットの業界環境について説明する。

アフターマーケットの需要は主に、自動車が継続して走行するための車検や整備の際に発生する。そのため、この需要は新車販売台数の増減に左右されにくく、むしろ保有台数（すでに世の中に存在する自動車）の増減に依存する。新車販売は、毎年新たに顧客を獲得する必要がある「フロー型のビジネス」であり、景気変動や社会情勢、認証不正問題などの影響を受けやすく、需要が大きく変動する可能性がある。これに対し、アフターマーケットのビジネスは、保有台数を対象とする「ストック型のビジネス」であり、保有台数が減らない限りは安定的な需要を見込みやすいという特徴がある。これは、自動車は一度販売されると、廃車となるまで定期的なメンテナンスが不可欠であるためだ。

同社は、国内営業本部と海外営業本部で自動車の補修部品の卸販売している。以下では、それぞれの営業本部の業界環境について説明する。

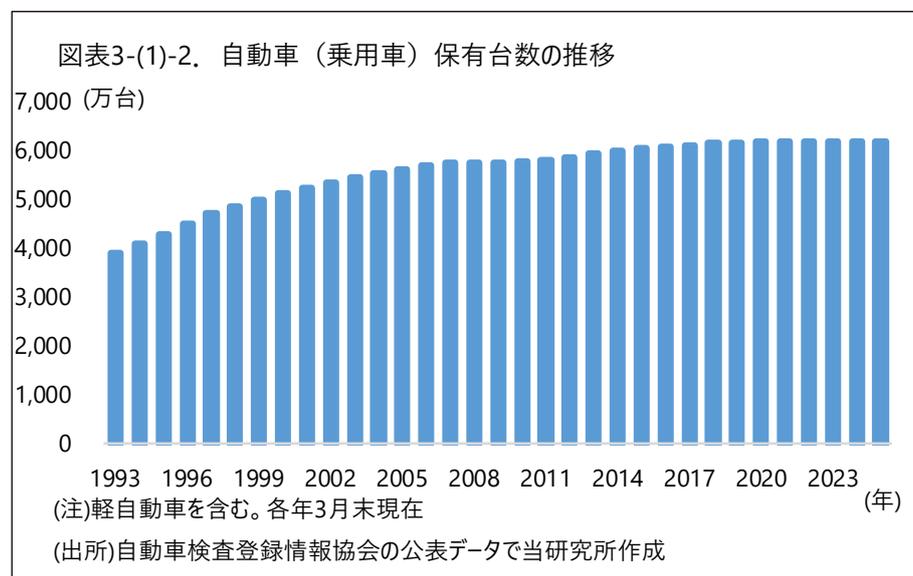
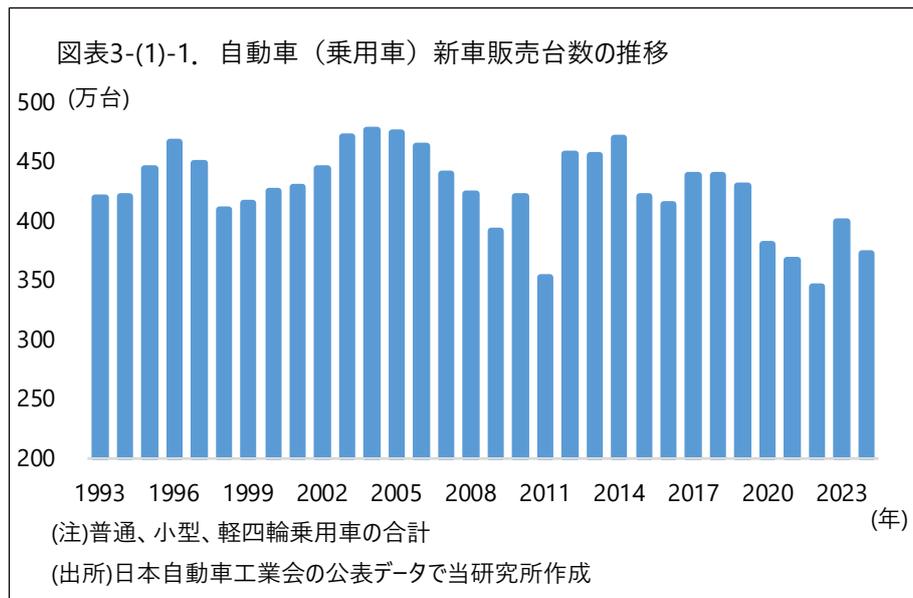
国内自動車アフターマーケット（国内営業本部）

国内における自動車アフターマーケットの需要は中長期的に増加してきた。主な需要増加要因は以下の 2 点である。

(A) 保有台数

アフターマーケットのビジネスは自動車の保有台数に支えられている。図表 3-(1)-1 で新車販売台数の推移をみると、需要の変動が大きく増減が激しいことがわかる。また、日本の人口減少に伴い、中長期的には減少傾向となっている。一方、保有台数は、図表 3-(1)-2 の通り緩やかだが安定的に増加してきた。これは、自動車の耐久性向上や交通事故の発生件数の減少などもあり、既存車の使用年数が長期化しているためだ。



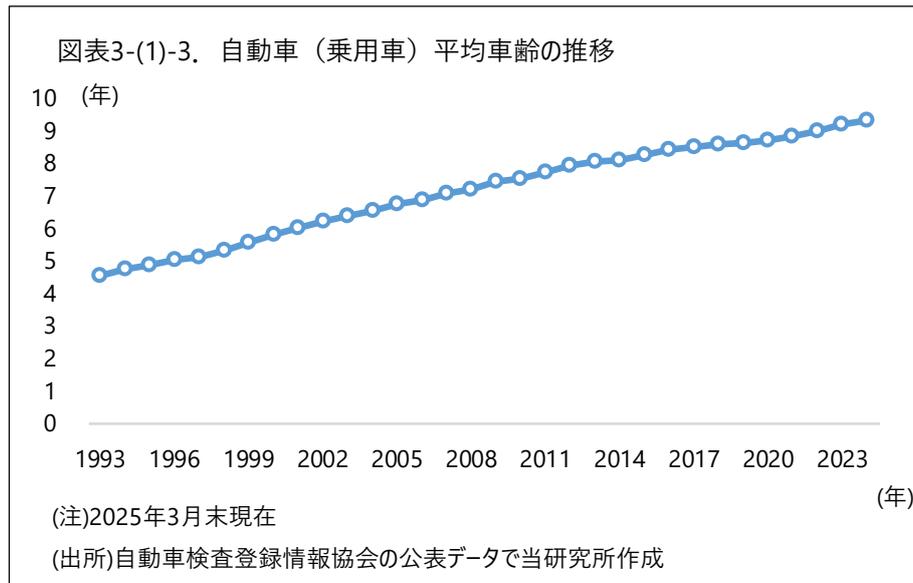


(B) 平均車齢の上昇

新車販売台数の減少と既存車の長期使用により、図表 3-(1)-3 の通り、自動車の平均車齢（※）は上昇している。自動車の耐久性の向上や交通事故の発生件数の減少もこれに寄与するが、車両の経年劣化は避けられない。一般に平均車齢が上がるほど老朽化に伴う整備需要が増加する。また、国内では車両の安全性を確保するため定期的な車検（乗用車では新車登録から3年後、その後は2年ごと）が義務付けられていることも、アフターマーケットの需要増加を後押ししている。

（※）国内でナンバープレートを付けている自動車が初度登録（新車として登録）された年からの経過年の平均。新車販売台数が減少し、自動車が長く使われると高齢化が進み、逆に新車販売台数が増加し、高齢の自動車の廃車や海外輸出が増加すると若返る。





同社は、国内の自動車アフターマーケットについて、成熟市場だが、当面は一定の需要が継続すると認識している。人口減少や新車販売台数の減少の影響で将来的には保有台数が減少に転じる可能性があるものの、急激な減少は見込んでいないという。

一方、現在、自動車業界全体は「100年に1度」と言われる大変革期を迎えている。足元で大きな悪影響は出ていないが、中長期的には、「CASE」と呼ばれる新技術への対応に迫られている。「CASE」は Connected（つながる）、Autonomous（自動運転）、Sharing（共同所有）、Electrification（電動化）の頭文字を取った造語。これが進展した場合、既存のアフターマーケットのビジネスへの影響が予想されている。

予想される悪影響としては、①車両の状態が常に自動車メーカーにデータとして送信されるようになり、整備に関し自動車メーカーのディーラーが攻勢を強める可能性がある、②EV（電気自動車）シフトが進むとエンジンなどに関連する部品の整備需要が減少する可能性がある、などが挙げられる。

一方、予想される好影響としては、①共同所有により個人所有に比べて車両の稼働率が高まり、点検や整備の頻度が増加する可能性がある、②EVはバッテリーを搭載する分、同クラスのガソリン車に比べて車両重量が重くなる（足回り部品やブレーキシステムの負荷が大きくなる）傾向があるため、EVシフトによりサスペンションやブッシュ、ブレーキ、タイヤなどに関連する部品の交換頻度が高まる可能性がある、など。

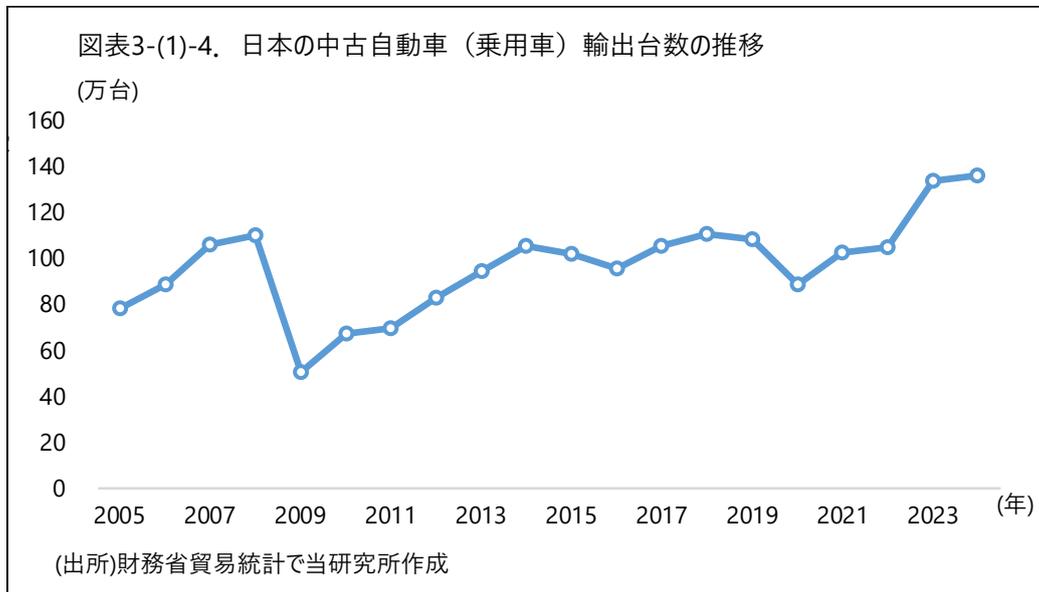
同社でも、部品点数の減少など将来的な既存事業への影響を予想しているが、CASEに対応した商品へシフトするなど、特定のサプライヤーにとらわれずに多種多様な部品を扱うことができる専門商社としての強みを生かして、自動車業界やアフターマーケットの需要の変化に対応していく考えだ。

海外自動車アフターマーケット（海外営業本部）

同社の海外における補修部品の卸販売は、海外で走行する日系自動車を対象としている。海外の日系自動車アフターマーケットは、中古車輸出台数や保有台数の増加などにより需要が拡大してきた。



海外で走行する日系自動車には、輸出や現地生産により新車として販売されたものに加えて、輸出された中古車も多く含まれる。特に中古車は、新車に比べてメンテナンスや部品交換の頻度が高まる傾向にあるため、アフターマーケットの活性化に大きく寄与する。図表 3-(1)-4 を見ると、日本からの中古車の輸出台数は 2010 年以降増加傾向で推移している。



中古車の輸出が増加している主な要因は、日系自動車の持つ高い耐久性と信頼性が挙げられる。日本から輸出される中古車は、概して良好な状態で輸出されることが多い。その背景には、広大な国土を持つ国々に比べて一車両当たりの年間走行距離が短い傾向があること、道路の舗装率が高く新興国のように未舗装路での走行による車両負荷が少ないこと、定期的な車検が義務付けられていることなどから、高品質な状態が維持されているという日本特有の事情がある。これらが、海外市場における日系自動車の評価と需要につながり、中古車輸出台数の増加を後押ししていると考えられる。

加えて、国内新車販売市場の縮小への対応やサプライチェーン強化の一環で、日系自動車メーカーは海外現地生産台数を増加させている。

以上の要因から、同社では、海外の日系自動車アフターマーケットの需要は今後も拡大が続くとみている。CASE 進展などによる需要の変化に備えつつ、現地事業の創出や地域事業に沿った e コマースの拡大などに取り組むとしている。

(2) 補修部品の主な分類～純正部品と優良部品

次に、同社が自動車アフターマーケットで取り扱う、補修部品の詳細について説明する。

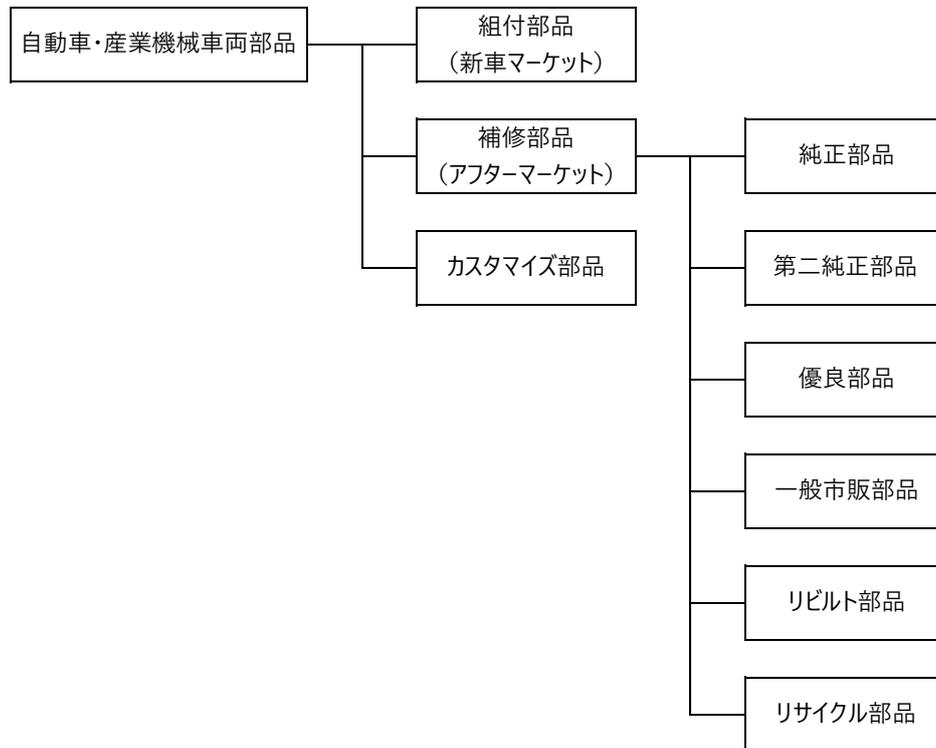
自動車部品は、新車の製造に使われるものを「組付部品」と呼び、アフターマーケットで使われるものを「補修部品」と呼ぶ。



「補修部品」にはさらにいくつかの種類があるが、主に流通しているのは「純正部品」と「優良部品」である。

同社はこのうち、「優良部品」を中心に取り扱いしている。そのほか、性能向上や外観変更など趣味・嗜好に合わせて車両に個性を加える「カスタマイズ部品」、廃車などから取り外した部品などをベースに、摩耗・劣化した内部の構成部品を交換して組み立て直した「リビルト部品」も取り扱いしている。

図表3-(2)-1. 自動車・産業機械車両部品の主な分類



(出所)ヒアリングなどで当研究所作成

以下で、アフターマーケットで主に流通している「純正部品」と「優良部品」の概要を説明する。

「純正部品」とは、自動車メーカーが自社ブランドで供給する補修部品である。組付部品と基本的には同じものであり、自社製の車両向けに設計されている。あらゆる補修ニーズに対応する品ぞろえがあり、たとえ 1 点当たりの需要が少ない部品でも、自動車メーカーがアフターサービスの一環として供給責任を果たしている。研究開発費や品質保証に関するコストを含んでいるため高価格になる傾向がある。ただし、消耗交換品などの汎用性のある一部の部品については、価格を抑えた「第二純正部品」として他社製の車両向けにも供給されることがある。その場合は自動車メーカーのブランドとは異なる第二ブランドが設定されることが多い（例：トヨタの第二ブランド「ドライブジョイ」など）。

「優良部品」とは、部品メーカーなどが独自のブランドで供給する補修部品の一部である。同社の「GSPEK」ブランド商品も優良部品に含まれる。日本自動車部品協会（JAPA）が定める「自動車優良部品推奨制度」により推奨された部品およびそれらと同等の品質を有する部品が優良部品と呼ばれる。参入メーカーが多いことによる、選択肢の豊富さと入手性の高さが特徴。消費者は予算や重視する性能に応じて、自分の車に最適な部品を選ぶことができる。なお、優良部品に該当しないものは「一般市販部品」などと呼ばれる。





新車販売後の自動車メーカーによる保証は、基本的に純正部品の使用を前提としている。一方、優良部品にも保証はあるが、これは部品を製造したメーカーが提供するもので、その期間や内容は製品やメーカーによって様々である。優良部品を使用する主なメリットは、純正部品と同等レベルの品質の部品を、純正品よりも安価に入手できることが多く、修理やメンテナンスの費用を抑えることができる点にある。また、多くの部品メーカーから様々な製品が提供されていることから、求める性能（耐久性や機能など）に合わせて最適な部品を選ぶことができ、場合によっては純正品以上の性能を期待できる製品も存在する。

（３） 国内における補修部品の流通の特徴

次に、国内における補修部品の流通の特徴について説明する。

純正部品は、主に自動車メーカー系の部品販売会社や卸機能のあるディーラーを通じて、全国に存在する地域部品商などに販売される。一方、優良部品は、同社のような部品商社を通じて販売されるのが一般的である。

国内のアフターマーケットにおいては、自動車メーカー系の販売会社が優位であり、優良部品よりも純正部品の市場規模の方が大きい（同社推計によると純正部品：優良部品の対比は 8：2 程度）という実情がある。純正部品を使用する自動車メーカーのディーラー網が全国をカバーしており、同ディーラーが新車販売時に整備需要を囲い込む（メンテナンスパックや残価設定型ローンに整備費用を組み込むなど）傾向があり、日本国内においては純正部品のシェアが大きい。

（４） 海外における補修部品の流通の特徴

次に、海外における補修部品の流通の特徴について説明する。

国内の補修部品の流通においては自動車メーカー系の販売会社が優位であり、純正部品の市場規模が大きい。ただし、この構造は国や地域によって異なる。

一般に、欧米諸国では独立系の部品商が優位で、一般市販部品・優良部品の市場が大きい。これは、新車販売・整備ともに自動車メーカーのディーラー網でカバーされていないことが多く、消費者に DIY（Do It Yourself）文化が浸透しており、安価で質の良い部品へのニーズが高いことや、「修理する権利」への意識が強いことなどが背景にある。また、地域に密着した独立系整備事業者が多く、こうした整備事業者は多種多様な車種に対応するため、特定のメーカーに縛られない独立系部品商との連携が不可欠となっている。

発展途上国では、自動車メーカー系の流通網が未発達なことが多く、その場合は独立系の小規模な部品商や露天商がアフターマーケットの主な担い手となる。消費者にとって、純正部品は高価で手に入りづらいことから、一般市販部品・優良部品に加えて、安価な中古部品や模倣品も多く流通している。また、エンジンに使われる軸受（ベアリング）など、日本では頻繁には交換対象とならない長寿命の補修部品の需要も発生する。発展途上国では中古車が多く供給されており、先進国では廃車になるような長距離を走行した車両も、オーバーホー



ルレベルの補修をしながら現役で使用され続けるケースが多いためだ。

(5) 競合状況

自動車の補修部品の専門商社では、同社が業界最大手だ。同業他社は、明治産業、エンパイヤ自動車、辰巳屋興業、イチネンアクセスなどで、いずれも非上場企業である（イチネンアクセスは東証プライム上場の自動車リース事業を中核とするイチネンホールディングスの子会社）。

一方、自動車メーカー系の部品販売会社とは基本的には競合していない。自動車メーカー系の部品販売会社は補修部品のうち純正部品の取り扱いが主であり、同社が主に取り扱う優良部品とは流通ルートが分かれているためだ（ただし、他社製の車両向けに提供される第二純正部品と競合する場合もある）。

また、同社によると、総合商社との競合は生じていない。少量多品種の補修部品を適切に在庫管理するためのコストや情報力、顧客の求める納期での配送を可能にする物流ネットワークの構築などが、総合商社にとっての参入障壁となっているようだ。

(6) 事業戦略

長期戦略「VISION 2030」～2030 年に目指す姿

同社は、2021 年に長期戦略「VISION 2030」を公表した。これは、2030 年度（31/3 期）までに「モビリティビジネスのグローバル商社」となることを目指すものだ。具体的には、従来の自動車アフター補修部品・産業機械車両部品の専門商社という枠を越え、モビリティに関わるあらゆる商品やサービスをグローバルに提供することを意味する。自社ブランドの展開や物流ネットワークの再編により、「ストック型のビジネス」である中核の補修部品の卸販売事業を強化するとともに、長年培ってきた情報力・営業力を武器に、国内外で e コマースや e スポーツ、カーディテイリング、次世代整備サービスといったモビリティ関連の新規事業を拡大することで、変革と成長を実現していく方針だ。

VISION 2030 の達成に向けたアプローチは 3 つのサイクルで構成し、各サイクルにおいて 3 カ年の中期経営計画に取り組む。計数目標は、2030 年（31/3 期）に売上高 1000 億円、営業利益 50 億円としている。



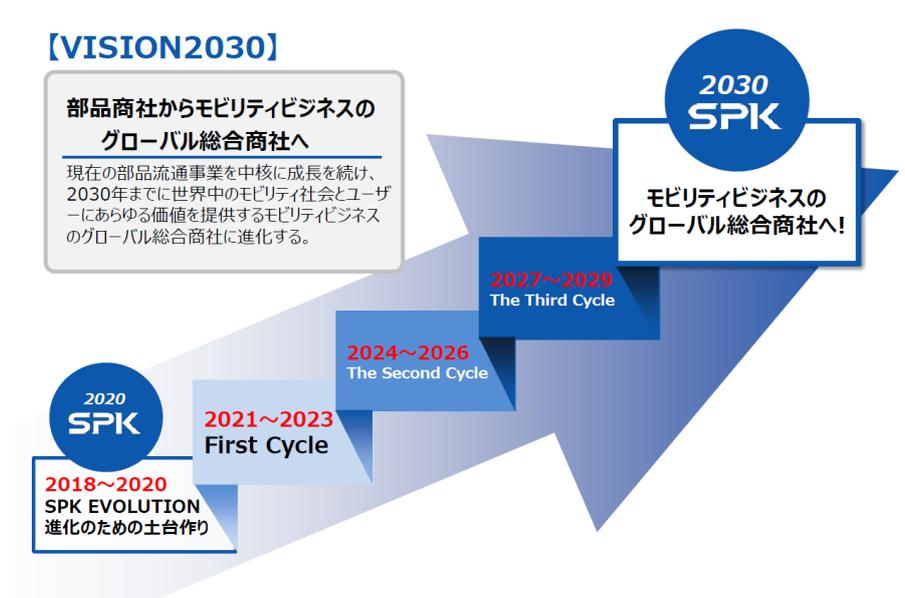


図表3-(6)-1. モビリティビジネスのグローバル商社のイメージ



(出所)会社資料 (21/3期決算説明会資料) で当研究所作成

図表3-(6)-2. VISION2030達成に向けたアプローチは3サイクルで構成



(出所)会社資料 (21/3期決算説明会資料) で当研究所作成



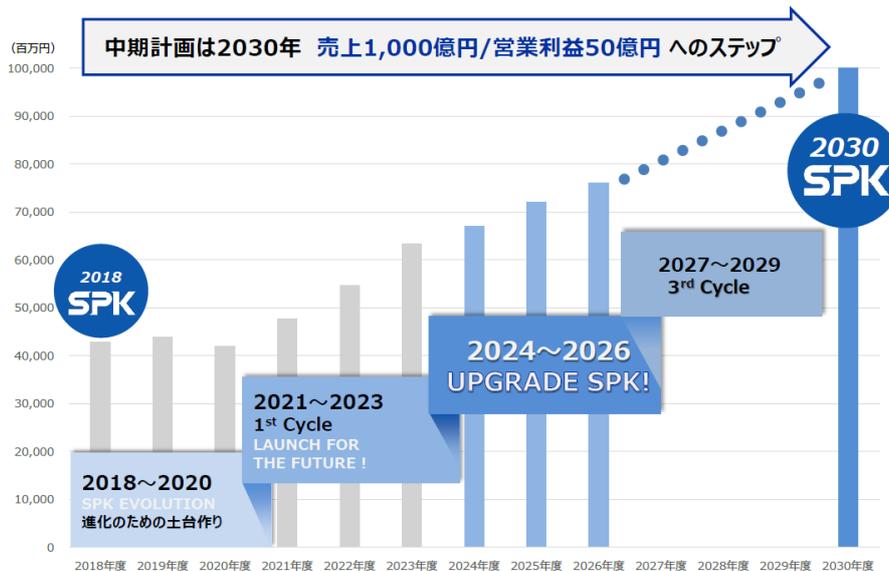


図表3-(6)-3. VISION2030のロードマップ



(出所)会社資料 (21/3期決算説明会資料) で当研究所作成

図表3-(6)-4. VISION2030の計数目標



(出所)会社資料「中期経営計画 (2024年度~2026年度) UPGRADE SPK!」
で当研究所作成

(7) 中期経営計画の概要

前中計の振り返り

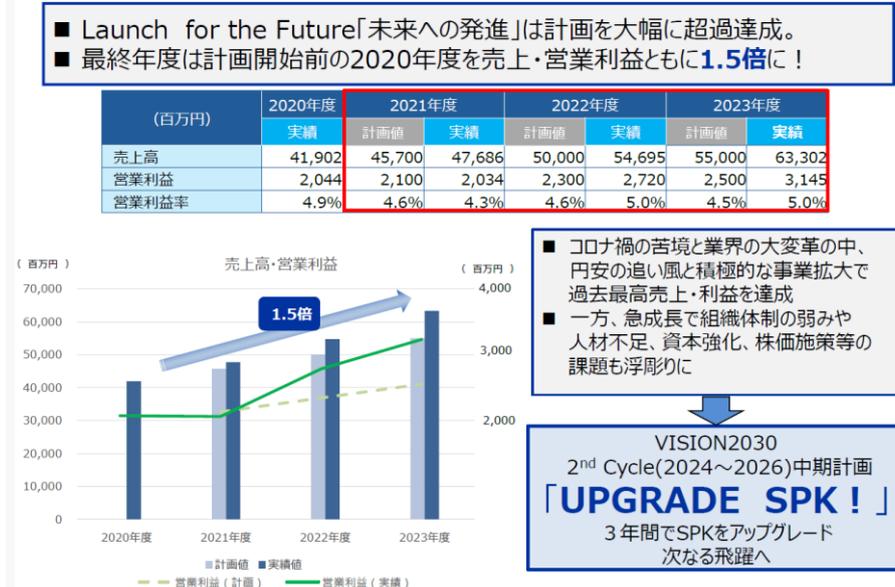
VISION 2030 の達成に向けた3つのサイクルによるアプローチのうち、1番目のサイクルとなる前中計 (22/3期~24/3期) は、「未来への発進」期と位置づけ、中核の補修部品の卸販売事業の拡大などに注力した。円安進行が追い風になったこともあり、最終年度の24/3期には売上高・営業利益ともに前中計開始前 (21/3期)





の 1.5 倍に伸長し、当初計画を大きく上回った。

図表3-(7)-1. 前中計の振り返り



(出所)会社資料「中期経営計画 (2024年度~2026年度) UPGRADE SPK!」で当研究所作成





図表3-(7)-2. 前中計における中核事業強化・新規事業の進捗



(出所)会社資料「中期経営計画（2024年度～2026年度）UPGRADE SPK!」
で当研究所作成

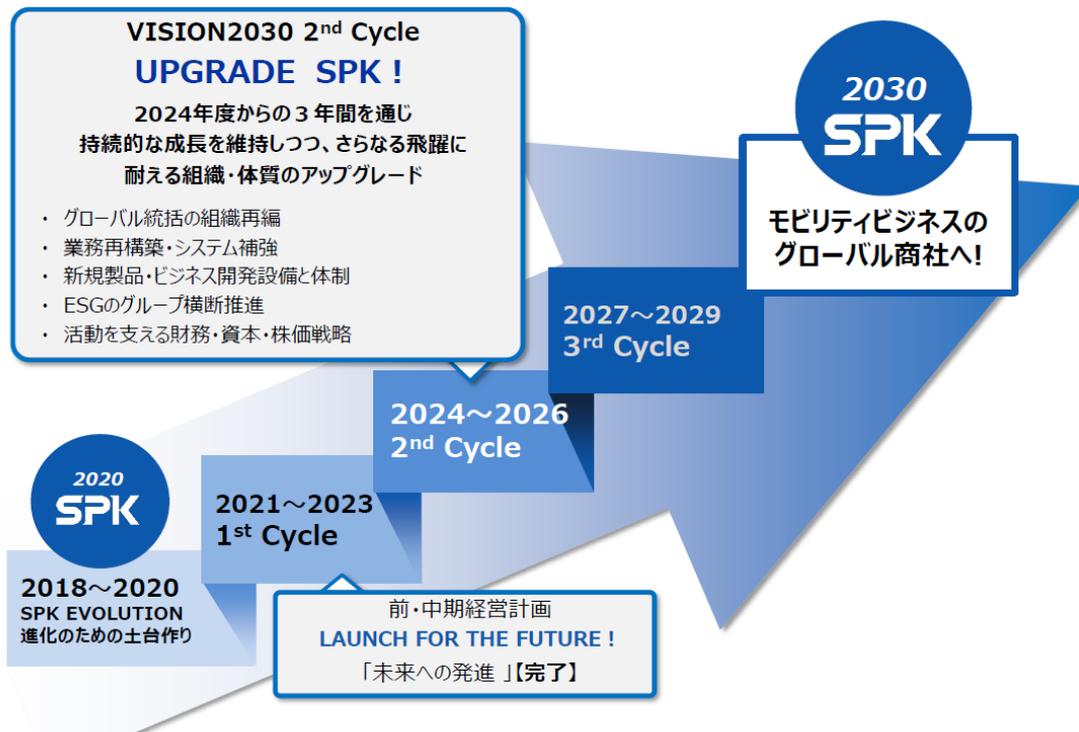
現中計の概要

VISION 2030 の達成に向けた3つのサイクルによるアプローチのうち、2番目のサイクルとなる現中計（25/3期～27/3期）では、持続的な成長を維持しつつ、さらなる飛躍に耐える組織・体質へアップグレードするという方針を示している。最終年度の27/3期の計数目標は、売上高760億円、営業利益38億円。現中計開始前（24/3期）と比べて、売上高で20%増、営業利益で21%増となる計画だ。





図表3-(7)-3. 現中計の概要



(出所)会社資料「中期経営計画（2024年度～2026年度）UPGRADE SPK!」で当研究所作成

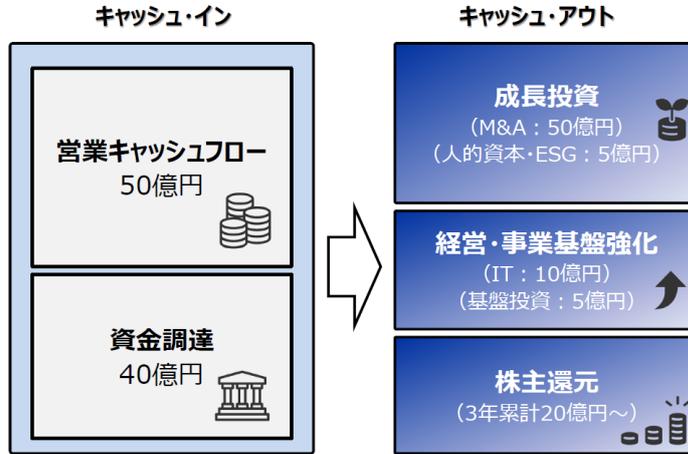
3年間のキャッシュ・アロケーションは図表 3-(7)-4 の通り。キャッシュ・イン・フローは、安定的な需要が見込まれる補修部品の卸販売を中心に営業活動で 50 億円、資金調達で 40 億円の合計 90 億円を想定。これを事業領域の拡大やモビリティ関連の新規事業創出に向けた成長投資 55 億円（M&A に 50 億円、人的資本・ESG に 5 億円）、経営・事業基盤強化 15 億円（IT に 10 億円、基盤投資に 5 億円）、株主還元 20 億円以上に充てる予定とした。株主還元については、業績に応じた配当政策を実施。25/3 期まで 27 期連続で増配してきたペースを維持し、29 期連続での増配を目指す。なお、これらは硬直的な予算ではなく、資金状況や投資環境の変化に合わせて最適なタイミングで成長機会を捉えていくとしている。





図表3-(7)-4. 現中計のキャッシュ・アロケーション

- 事業収益や資金調達を駆使し、3rd Cycleでの飛躍に向けた基盤づくりのため、堅実な株主還元を図りつつ、経営・事業基盤を強化しながら、果敢に成長投資を実施する



(出所)会社資料「中期経営計画 (2024年度～2026年度)
UPGRADE SPK!」で当研究所作成

以下では営業本部ごとの現中計での取り組みの概要を説明する。

国内営業本部

成熟市場の安定的な需要を取り込みつつ、グローバルブランド「GSPEK(※)」新製品の開発・投入を推進する。同時に物流拠点の再編や、業務・システム再構築を行い安定した事業基盤をさらに強化して生産性の向上に取り組む。また新たな顧客や新規事業領域を開拓していく。

(※)国内外共通で展開している、高品質の製品を厳選した自社ブランド。読みは「ジースペック」。ブランド名には、Global Standard Products (世界の標準規格で製造された高品質の商品)の頭文字と、同社の社名・経営理念である Sincerity (誠実)、Passion (情熱)、Kindness (親切)を内包している。

海外営業本部

国内同様、「GSPEK」製品の開発・投入を推進する。地域別の戦略としては、ASEAN のほか、同社が強みを持つ米州を重点取り組みエリアとし、統括・自立経営体制を確立する。また、同社 (単体)の主力販売先エリアである中南米においては現地事業の創出に注力する。e コマースや整備リテールなどによる事業領域の拡大を目指す。M&Aも視野に、グローバル事業展開体制を強化する。

工機営業本部

顧客産業機械車両メーカーのグローバル展開に対応すべく、米国・欧州・アジアの各拠点間取引を拡大。客



先への専任営業組織を設立し、サービス向上を図る。脱炭素化、安心・安全の実現といったニーズを満たす高付加価値商品を開発する。新業務システムの運用開始や海外サプライヤーの管理体制能力の強化といった業務・サービス体制の再構築にも取り組む。

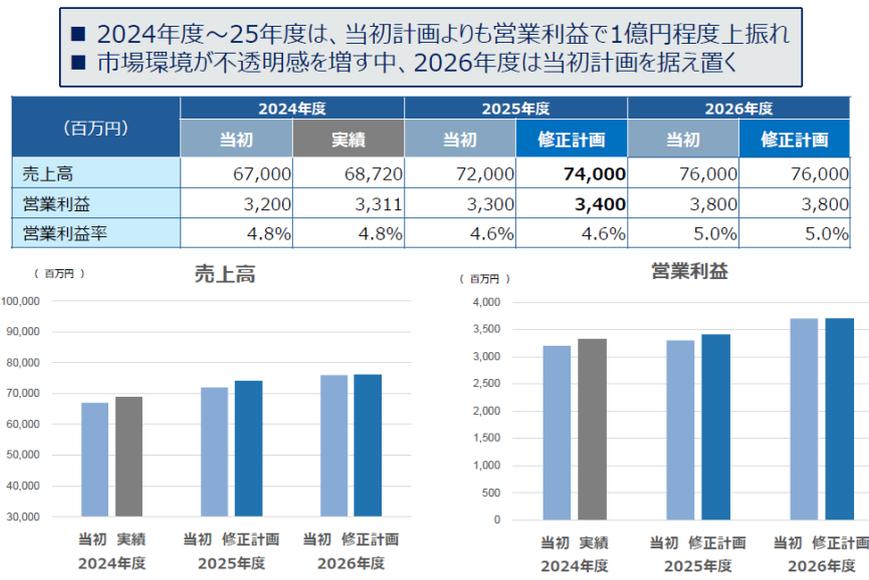
CUSPA 営業本部

国内外の一流ブランド製品の取り扱い強化、ブランドの多様化によりカスタマイズブランドを拡充する。e コマース・e スポーツ・カスタマイズ分野で新規事業を開発する。ダイハツをはじめとした自動車メーカーとのモータースポーツ活動における連携を強化する。ブリッツ製品の国内外での拡販などにより相乗効果の創出を図る。

(8) 中期経営計画の進捗

25/3 期通期の連結業績は、売上高が 687 億円(前期比 9%増)、営業利益が 33 億円 (同 5%増)。中核の補修部品の卸販売事業が牽引し、売上高・営業利益ともに当初計画を上回った。これを踏まえ、26/3 期の計画の売上高を 720 億円→740 億円、営業利益を 33 億円→34 億円に増額修正した。一方、27/3 期の計画については、急激な為替変動や米トランプ政権の政策動向による世界経済の影響など、先行き不透明な状況が続いていることを考慮し、現時点では売上高 760 億円、営業利益 38 億円で据え置いた。

図表3-(8)-1. 25/3期実績は売上高・営業利益ともに当初計画を上回った



(出所)会社資料 (25/3期決算説明会資料) で当研究所作成

24 年 11 月には、同社として過去最大規模の M&A を実施。工場を持たずに設計・開発に特化したファブレスメーカーで、カスタマイズ部品に強みを持つブリッツを約 33 億円で取得した。ブリッツのブランド力や製品開発力と同社のグローバルな販売網や調達力を合わせることで相乗効果を発揮し、グループの事業価値向上につながる狙いだ。引き続き、従来の自動車部品商社の枠を越えたモビリティビジネスのグローバル商社への変革に向け、事





業領域の拡大を進めていくとしている。

図表3-(8)-2. カスタマイズ部品に強みを持つブリッツを買収

BLITZ



(出所)会社資料(会社提供)

25/3 期のキャッシュフローは図表 3-(8)-3 の通り。M&A の実施などもあり、フリーキャッシュフロー（FCF）は 17 億円のマイナスだった。

図表3-(8)-3. 25/3期のキャッシュフロー

(百万円)	2023年3月期	2024年3月期	2025年3月期	前年度比
営業活動によるキャッシュ・フロー	838	1,835	1,192	△ 643
投資活動によるキャッシュ・フロー	△ 879	△ 1,797	△ 2,888	△ 1,091
財務活動によるキャッシュ・フロー	426	167	2,490	2,323
現金及び現金同等物期末残高	6,513	6,852	7,757	904
フリーキャッシュ・フロー	△ 41	38	△ 1,696	△ 1,734

(出所)会社資料（25/3期決算説明会資料）で当研究所作成

(9) SWOT 分析

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





図表3-(9)-1. SWOT各項目の洗い出し

内部要因	強み (Strengths)	弱み (Weaknesses)
	<ul style="list-style-type: none"> ○ 強固な取引ネットワーク ○ 広範な製品ラインナップ ○ 海外での川下への事業展開 ○ 国内の在庫物流オペレーション 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 一般的な知名度の不足 ○ 産業機械車両メーカーの減産による影響 ○ 営業本部間でのクロスセルの不足
外部要因	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
	<ul style="list-style-type: none"> ○ 国内の安定的な需要 ○ 日系自動車の世界的な保有台数増加 ○ 旺盛なM&A提案 	<ul style="list-style-type: none"> ○ CASE進展による既存ビジネスへの影響 ○ 米国の輸入関税の影響

(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

- ・強固な取引ネットワーク

国内自動車産業の黎明期から部品商社として事業を展開。国内外で多数の顧客との関係を強化し、卸売業としての情報力・営業力を蓄積。日本全国に加えて海外にも営業拠点を設け、グローバルに活動している。

- ・広範な製品ラインナップ

国産だけでも3万点を超える部品の在庫をそろえるほか、輸入車向けの部品も海外から調達しているなど、広範なラインナップにより顧客の様々な要望に対応している。

- ・海外での川下への事業展開

同社は世界で80カ国以上の顧客と取引実績がある。海外営業本部では、地域事情に合わせ、eコマースやリテールなどへの取り組みを推進。直接エンドユーザーに近いサービス領域を開拓し、市場の変化に柔軟に対応できる体制の構築を図っている。また、この事業基盤が新たな事業領域への展開を可能にする役割も担っている。

- ・国内在庫物流オペレーション

国内に北海道から沖縄まで全国19箇所の営業拠点を配置。顧客の要望に即座に応えられる体制を整え、迅速な部品供給を可能にしている。また、拠点間のバックアップ体制を構築し、安定供給を支える物流システムを運用している。

弱み(Weaknesses)：克服すべき課題

- ・一般的な知名度の不足

同社は自社ブランドの展開に加え、CUSPA 営業本部を中心に自動車メーカーとのタイアップ事業、ラリーなどのモータースポーツ活動の開催などに取り組んでいる。しかし、これまでのビジネスが BtoB 中心だったため、BtoC 中心



の企業に比べて、社名やブランドに対する一般的な知名度が不足しているのが現状だ。そのため、リクルート活動などの際の会社の宣伝力にはやや限界があった。今後は、世の中に広く名を広め、総合的なブランド力の向上にも努めることで、人材獲得などへのプラス効果を創出したいとしている。

- ・産業機械車両メーカーの減産による影響

工機営業本部では産業機械車両メーカー向けに組付部品を供給しているため、産業機械車両の生産動向の影響を受けやすい。産業機械車両メーカーが減産した場合、同社の業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

- ・営業本部間でのクロスセルの不足

営業本部間の連携が不足し、クロスセルによる事業シナジーを十分に創出できていない点が課題であった。今後は、CUSPA 営業本部のブリッツ製品を国内・海外営業本部の顧客基盤へ展開するなど、営業本部を横断したクロスセルを強化し、同社全体の収益最大化に努める。

機会(Opportunities)：捉えるべき機会

- ・国内の安定的な需要

自動車の保有台数の増加や平均車齢の上昇を背景に、国内自動車アフターマーケットにおいて当面は安定的な需要が見込まれる。

- ・日系自動車の世界的な保有台数増加

完成車メーカーの生産拠点のグローバル化、中古車の輸出台数増加などにより、日系自動車の保有台数は世界的に増加している。同社は、グローバルな取引ネットワークを駆使し、拡大する需要の取り込みを図っている。

- ・旺盛な M&A 提案

2024 年 11 月にはブリッツの株式を取得し子会社化するなど、旺盛に M&A を提案・実行している。25/3 期の連結業績においては、ブリッツを子会社化できたことが増収の一因となった。今後も M&A を企業としての成長・価値向上に繋げる体制を築いていく方針。

脅威(Threats)：回避・対処すべき脅威

- ・CASE 進展による既存ビジネスへの影響

CASE の進展により、エンジン関連部品の需要減少など既存ビジネスへの影響が生じる可能性がある。取り扱う製品を選択することなどにより、需要の変化に対応していく考えだ。

- ・米国の輸入関税の影響

米国のトランプ政権による保護主義的な関税政策を巡り、先行き不透明感から、一部顧客では発注の先送りが生じている。一方、関税発動を前にした駆け込み発注も見られるなど、短期的な影響が混在している。こうした中、同社では、補修部品は既存の自動車が続いて走行するための必需品であることなどから、中期的な





事業への影響は、新車販売などに比べて小さなものととまるとみている。ただし、影響が想定以上に拡大する場合には、サプライチェーンの見直しなどによる対応も考慮するとしている。



4. 業績・財務分析

同社の長期分析を 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。

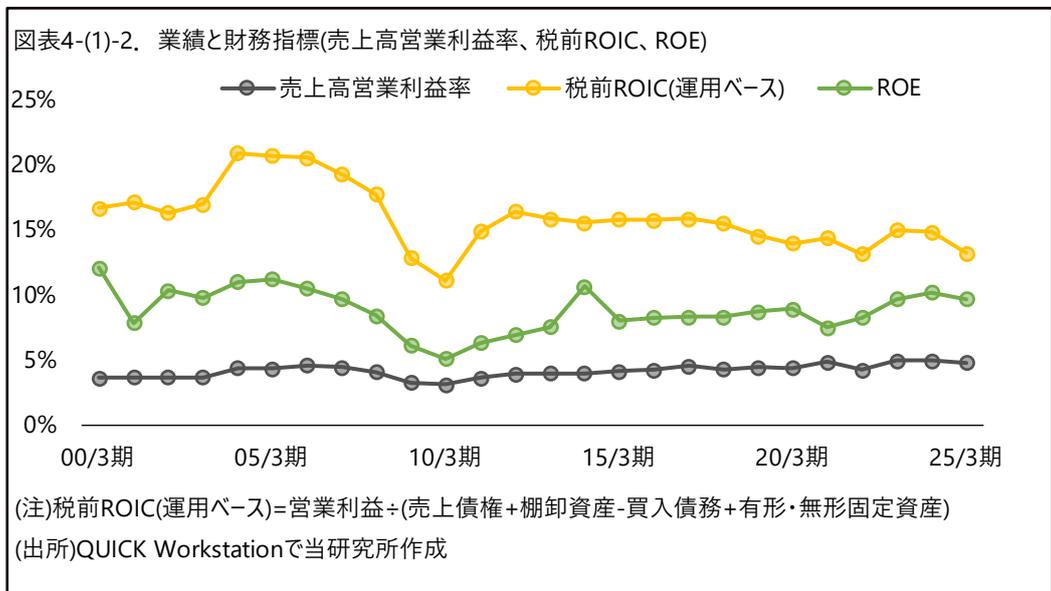
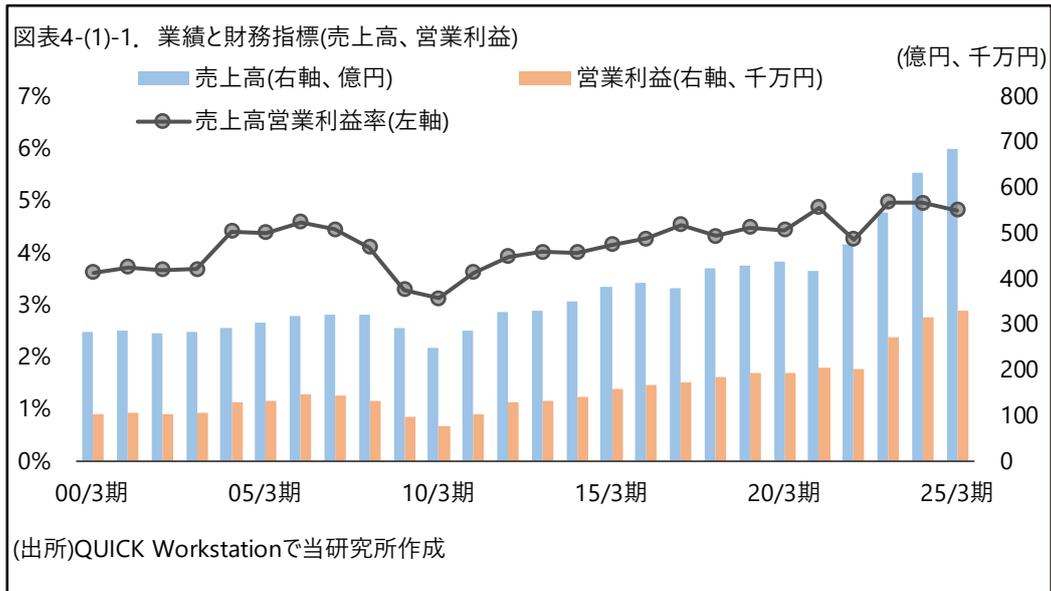
第 2 に、ROE は、自己資本が生む利益であり、ROIC に加えて資本構成（有利子負債、自己資本）、金融資産の多寡の影響を受ける。

（1） 業績と財務指標

自動車補修部品の卸販売は、保有台数を対象とする「ストック型のビジネス」である。00/3 期以降の業績推移をみると、リーマンショックの影響を受けた 09/3 期および 10/3 期、海外向けで大口メーカーの代理店権の喪失があった 17/3 期、世界的な海上輸送コンテナ不足が響いた 21/3 期などは落ち込んだが、中長期では安定的に売上高・営業利益が増加してきた。特に直近は、円安による追い風もあり海外売り上げが伸び、売上高は 4 期連続、営業利益は 3 期連続で過去最高を更新した。

同社は持続可能な収益力の維持、伸長に向けた最重要経営指標を売上高営業利益率と捉え、4.5%を安定的に上回ることを目標としている。売上高営業利益率は中長期ではおおむね 4~5%で安定している。直近は 3 期連続で目標とする 4.5%を上回った（25/3 期は 4.8%）。

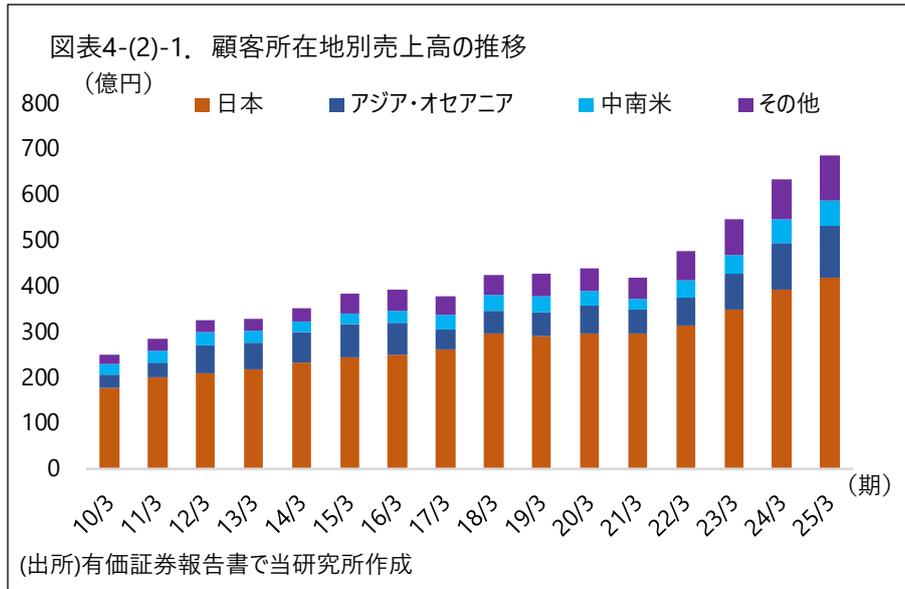




(2) 顧客所在地別の売上高推移

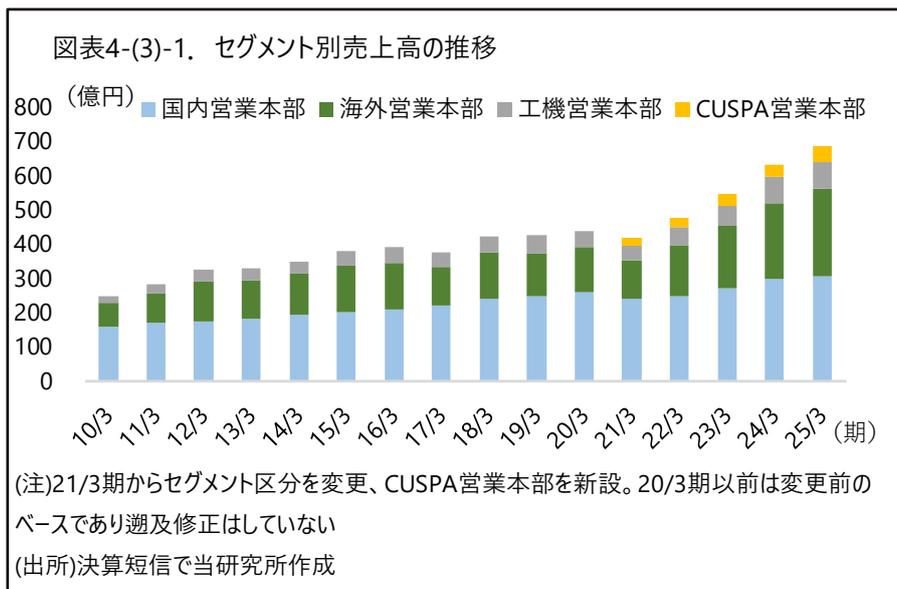
10/3 期以降の顧客所在地別の売上高推移は以下の通り。日本向けが中心だが、近年は海外向け売上高の比率が拡大。海外の地域別では、アジア・オセアニア、中南米、その他の全てで拡大している。なお、その他の内訳は、北米 43 億円、中東・アフリカ 42 億円、欧州 15 億円 (25/3 期)。

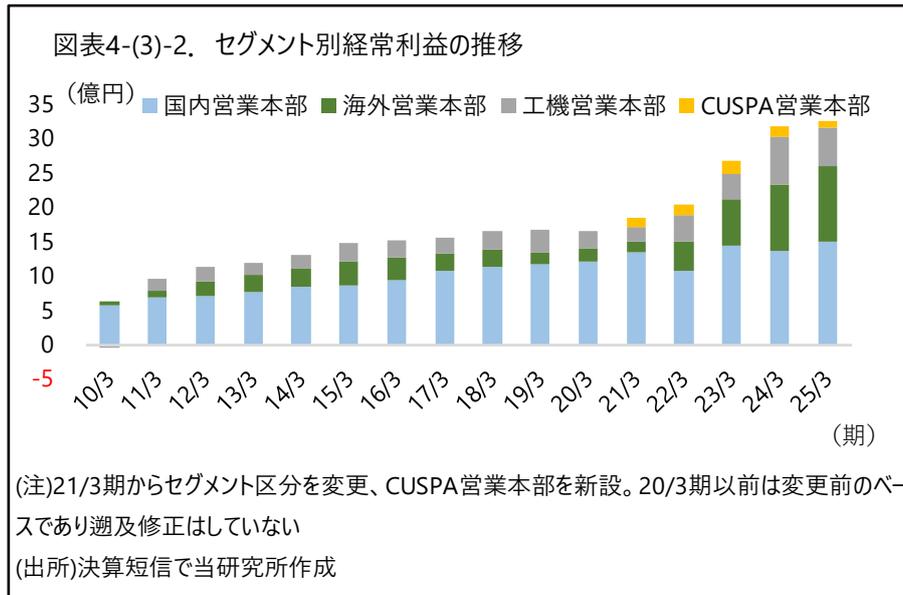




(3) セグメント別の業績推移

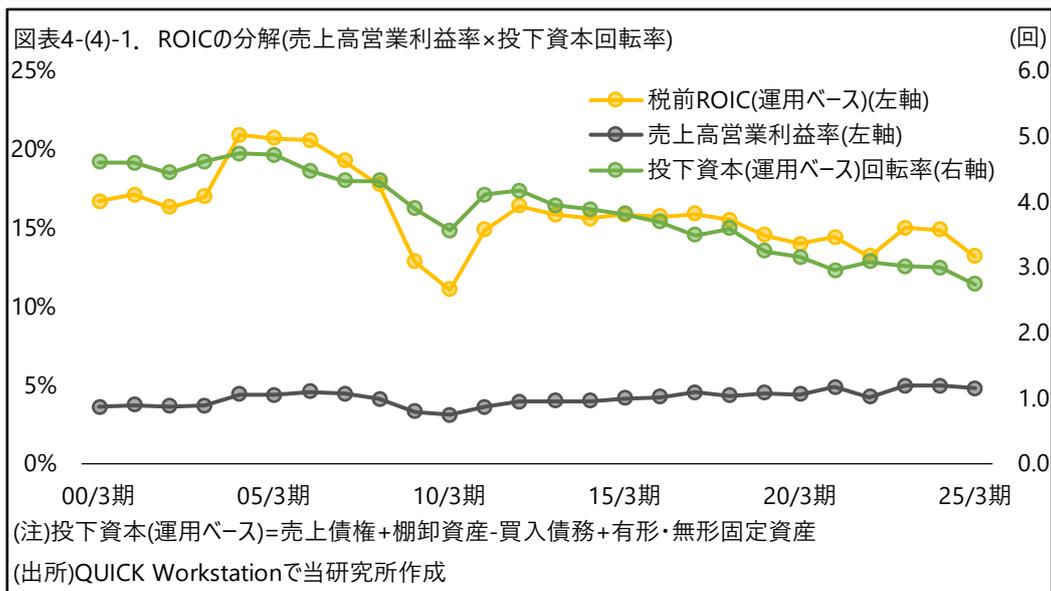
10/3 期以降のセグメント（営業本部）別の業績推移は以下の通り。自動車の補修部品を卸販売する国内営業本部と海外営業本部で全体売上高の大半を占めている。補修部品の卸販売は「ストック型のビジネス」であり、国内営業本部、海外営業本部ともに、自動車アフターマーケットの需要増加に対応して安定的に売上高が成長してきた。近年は円安の追い風もあり、海外営業本部の比率が拡大している。経常利益も同様の傾向。工機営業本部も成長しており、近年は特に利益面で存在感が増している。21/3 期から新設された CUSPA 営業本部については、売上高は伸びているが、直近の経常利益は投資費用の増加などもあり減速している。





(4) ROIC の分析

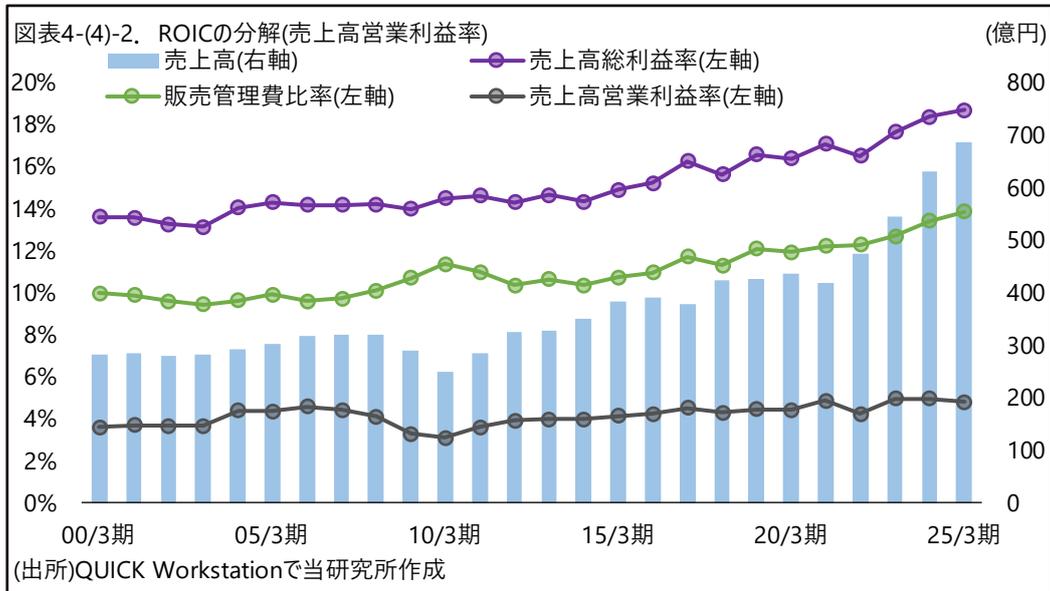
次に ROIC について説明する。ROIC は売上高営業利益率と投下資本回転率に分解される（ $ROIC = \text{売上高営業利益率} \times \text{投下資本回転率}$ ）。00/3 期以降の推移をみると、税前 ROIC は 04/3 期が最も高く 21%、10/3 期が最も低く 11%。00/3 期から 25/3 期の平均は 16%。2 桁以上をキープしているが、04/3 期以降は低下傾向にあり、直近 25/3 期は 13% だった。売上高営業利益率がおおむね 4%~5% 程度で大きく変動していないことから、ROIC の低下は投下資本回転率の悪化によるものと言える。投下資本回転率は 00/3 期の 4.6 回から悪化基調であり、直近 25/3 期は 2.7 回だった。



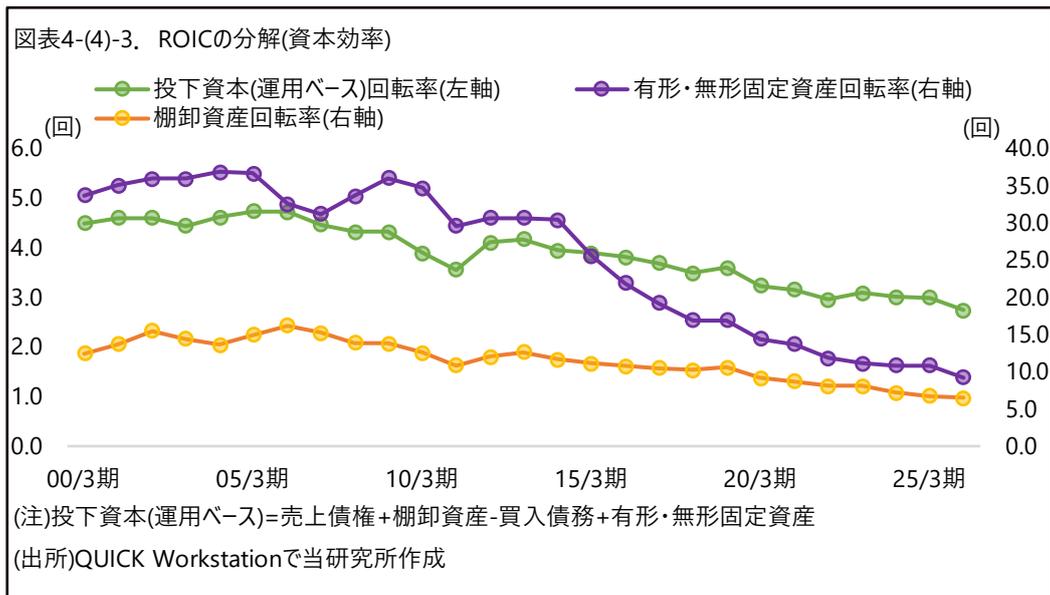
次に、売上高営業利益率を細かく見ていく。図表 4-(4)-2 では売上高営業利益率を売上高総利益率と販



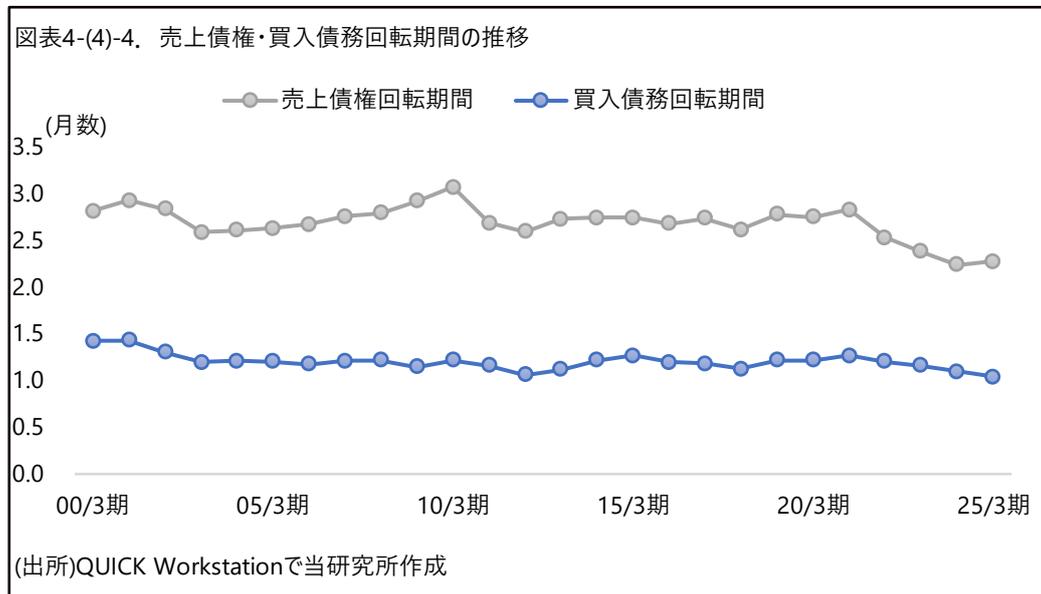
売管理費比率に分解した。売上高総利益率は中長期で上昇しており、00年代は14%程度だったが、直近25/3期は19%。長年培ってきた情報力や販売力を付加価値につなげたこと、自社ブランド製品をはじめとした高収益製品やサービスが増加したことなどが背景だ。一方、販売管理費比率も中長期で上昇傾向。00年代は10%程度だったが、直近25/3期は14%となっている。人件費、賃借料、減価償却費などが増加しているためだ。結果、売上高営業利益率はおおむね4%~5%程度で大きく変動していない。



次に、資本効率を見てみる。00年代は有形・無形固定資産回転率や棚卸資産回転率が上昇する時期もあったが、中長期ではおおむね低下傾向であることが、中長期での投下資本回転率の悪化につながっていると分かる。特に14/3期以降は有形・無形固定資産回転率の悪化が顕著である。これは、M&Aを積極的に行ったことなどによる有形・無形固定資産の増加に対し、売上高の増加が追いついていないことに起因している。



買入債務回転期間と売上債権回転期間を見ると、ともに安定して推移している。そして、常に売上債権期間が買入債務回転期間よりも長い。これは商社においては典型的にみられる財務構造で、運転資金に負担をかける反面、顧客に対する与信機能を果たし、取引の拡大に貢献しているといえる。



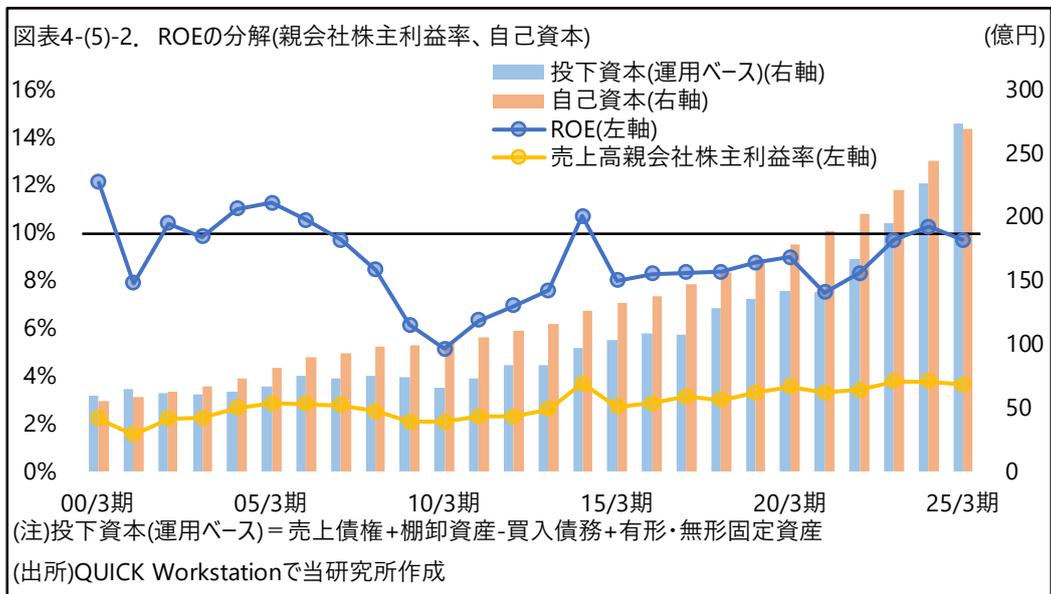
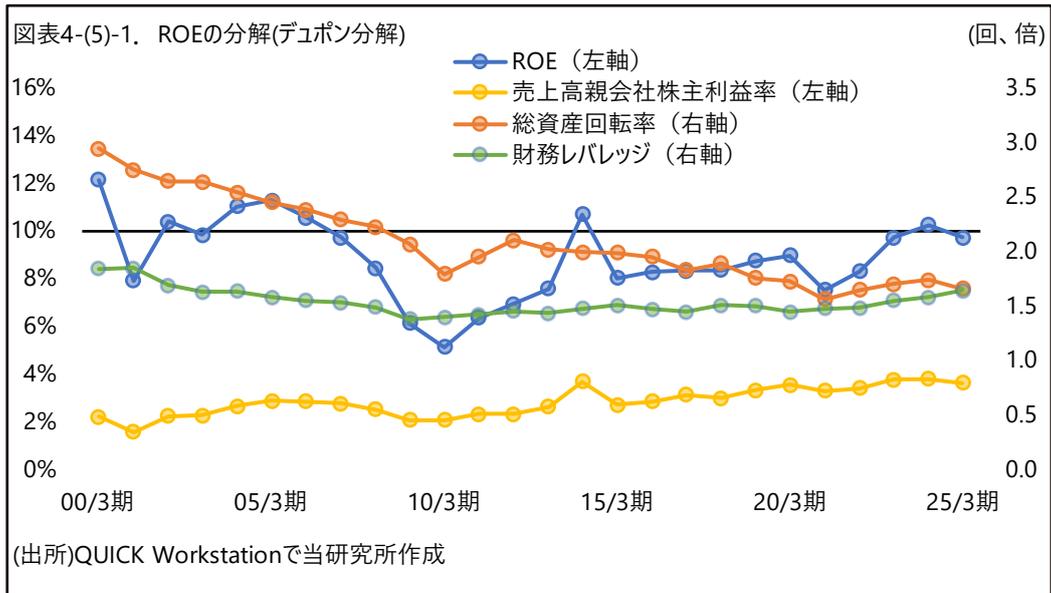
(5) ROE の分析

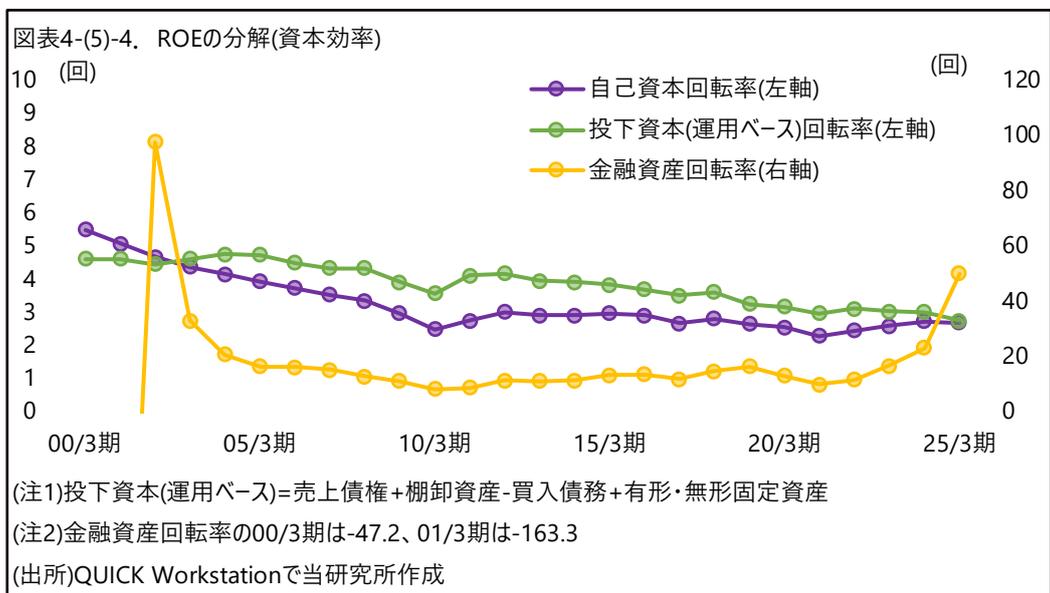
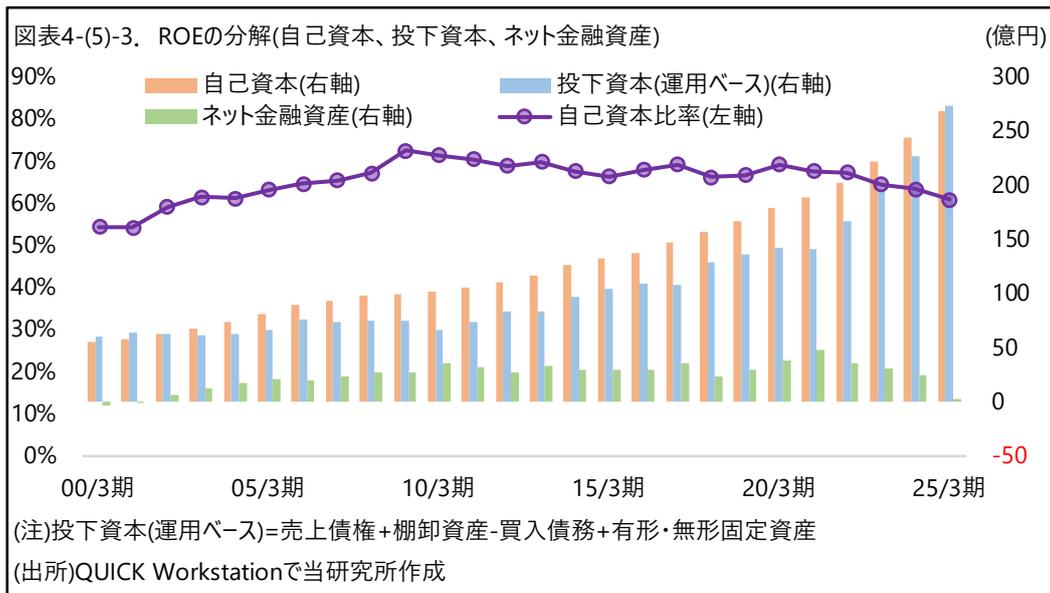
同社は ROE を重要指標と定め、10%の水準を維持、向上していくことを目指している。

00/3 期以降の ROE の推移をみると、00/3 期が最も高く 12%、10/3 期が最も低く 5%。00/3 期から 25/3 期の平均は 9%。直近 25/3 期は 10%だった。

00 年代は、売上高親会社株主利益率の上昇が寄与する期もあったが、主に総資産回転率の悪化が響き 10/3 期にかけて ROE は低下傾向。一方、11/3 期以降は、売上高親会社株主利益率が継続的に増加しており、ROE の上昇を牽引した。自己資本は中長期で積み上がっているが、ネット金融資産は 11/3 期以降減少しており、自己資本比率は 09/3 期の 73%をピークに低下（逆数である財務レバレッジは拡大）傾向だ。ただ、直近 25/3 期も 61%と高い水準にある。



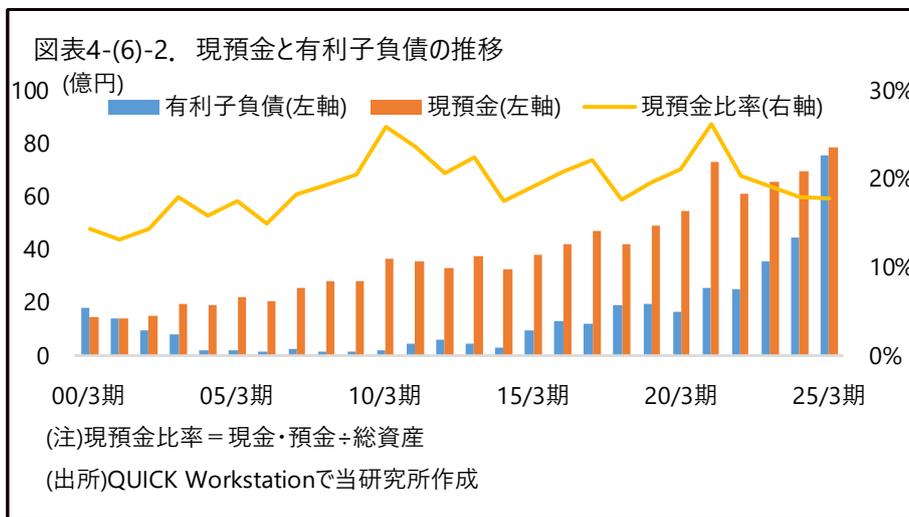
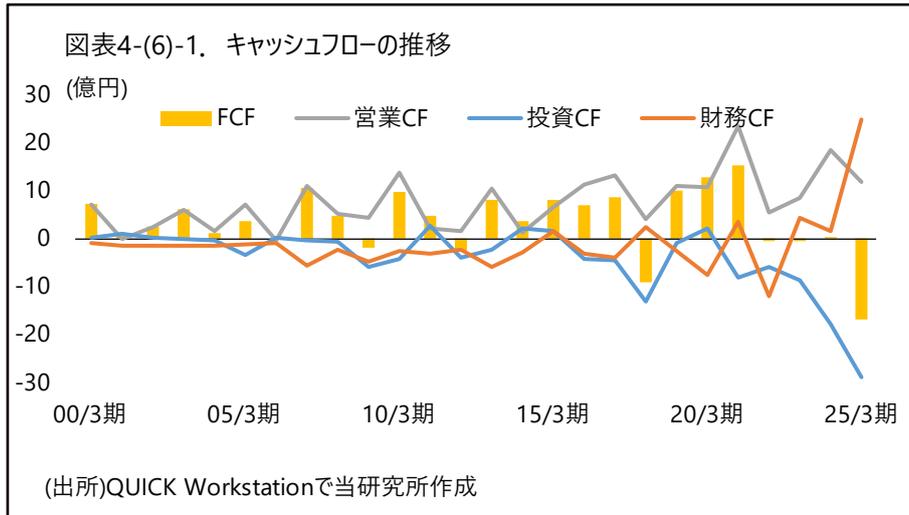




(6) キャッシュフロー、現預金、有利子負債の状況

キャッシュフローおよび現預金、有利子負債の状況についても見ていく。FCF は 21/3 期まではおおむねプラスだったが、22/3 期以降は 24/3 期を除きマイナス。直近 25/3 期は 17 億円のマイナスだった。補修部品の卸販売事業を中心に営業 CF はプラスで推移しているものの、M&A をはじめとした成長投資を積極化しているためだ。一方、現預金および有利子負債をみると、直近は有利子負債が増加しているが、現預金も中長期で積み上げており、現預金が有利子負債を上回るネットキャッシュの状況を維持している。直近 25/3 期の総資産に占める現預金の比率は 18%だった。



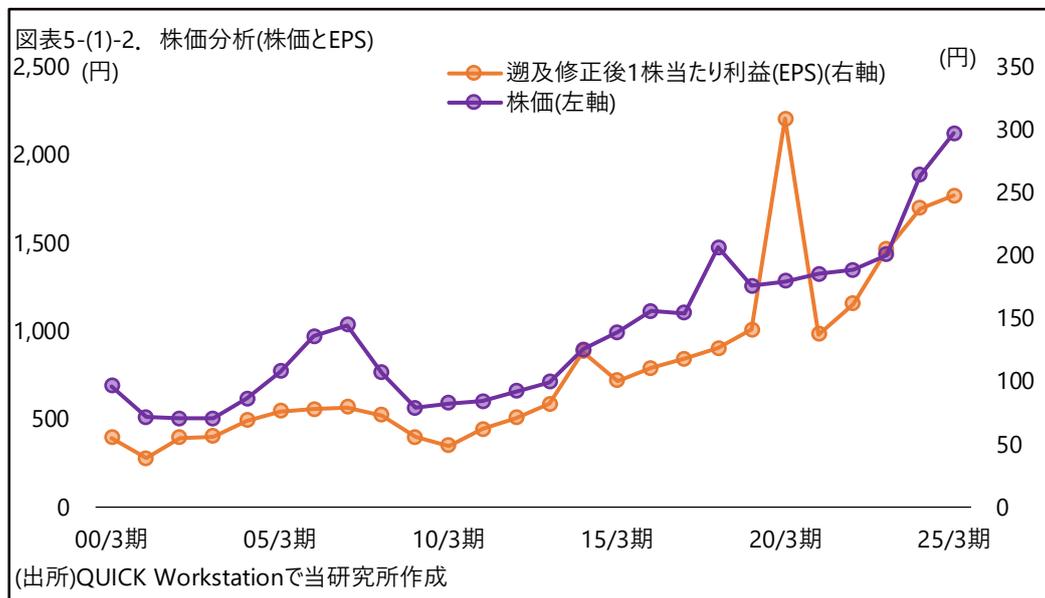
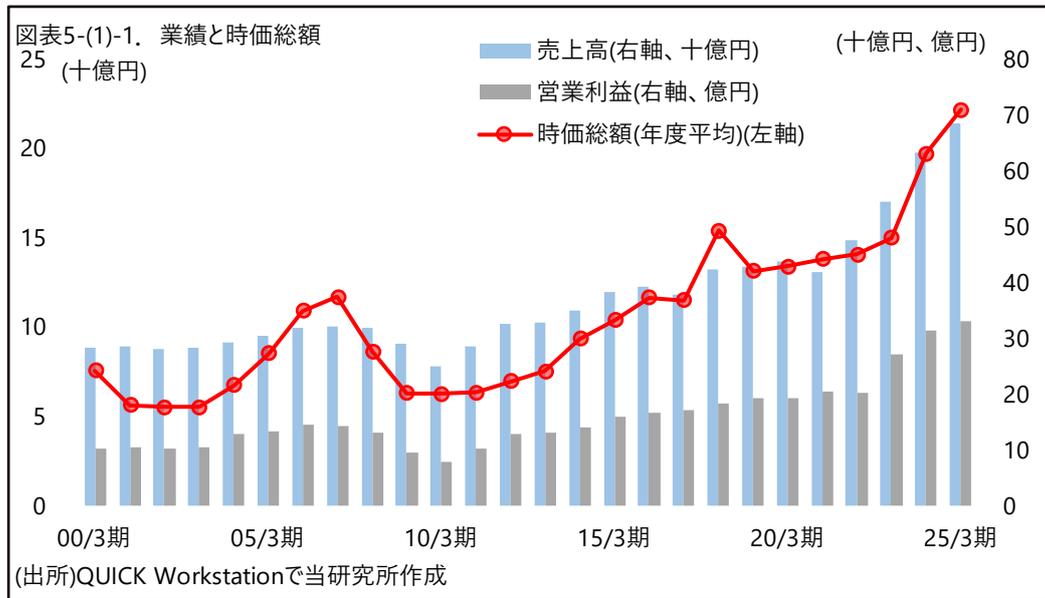




5. 株価と株価関連指標の関係

(1) 業績と株価・関連指標の動向

同社の業績、株価・時価総額（年度平均）、株価関連指標との関係を見ていく。時価総額は 11/3 期以降上昇傾向で、直近は 2 期連続で過去最高を更新。25/3 期は 222 億円だった。



株価分析（PER と EPS、ROE と PBR）

株価は EPS と PER に分けられ（株価 = $EPS \times PER$ ）、PBR は ROE と PER に分けて考えられる（ $PBR = ROE \times PER$ ）。

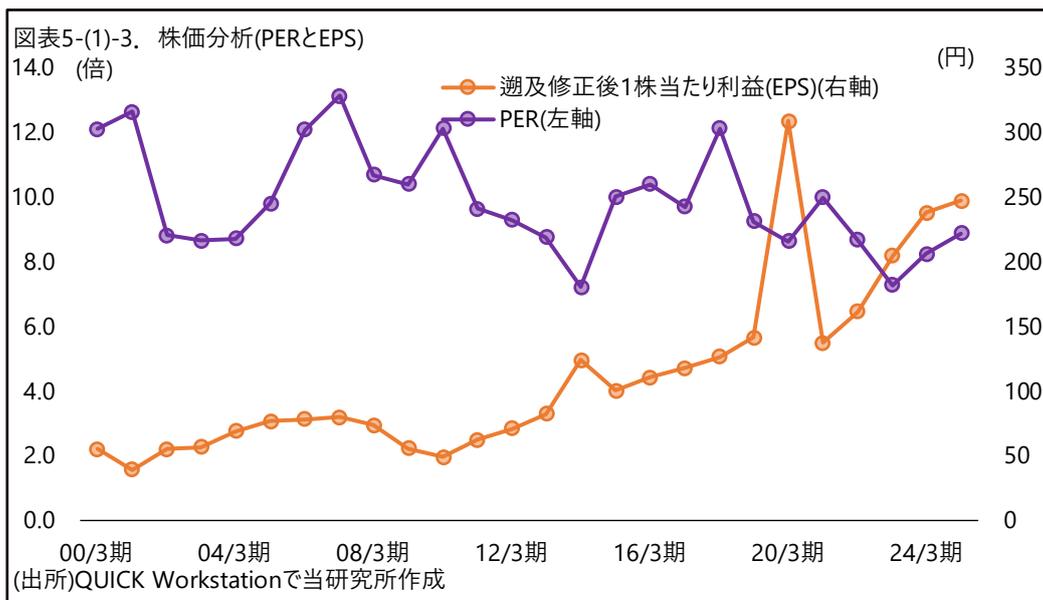


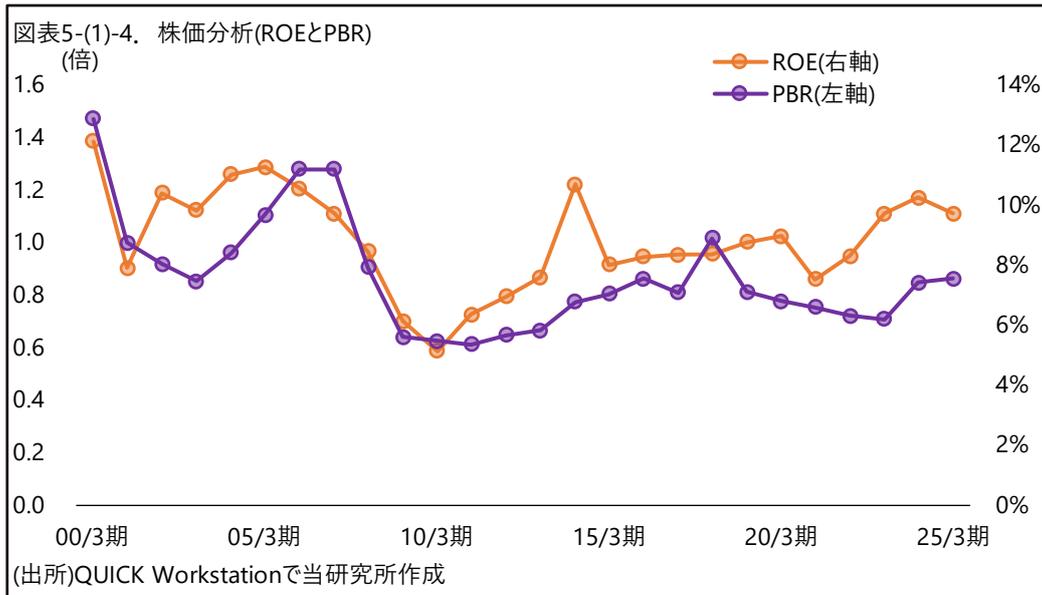
EPS が上昇したのに対し、PER は上下を繰り返しながらも中長期では下落基調で推移。期間中の平均は 9.9 倍で、直近 25/3 期は 8.9 倍だった。

PBR はおおむね ROE の増減に連動する形で推移。08/3 期以降は 18/3 期を除き、1 倍を下回る状況が続いている。12/3 期は 0.6 倍に落ち込んだが、その後若干回復し、直近 25/3 期は 0.9 倍だった。

同社では、株主資本コストを 5% 程度と見ている（25/3 期の ROE は 10%）。企業価値 (PER および PBR) のさらなる向上のためには、ROE に加えて、一般的な知名度や株式の流動性の改善が課題であると認識している。

この課題を解決する上での原動力の 1 つとなるのが、CUSPA 営業本部の取り組みだ。例として、CUSPA 営業本部ではダイハツ車向けのカスタマイズ部品として「D-SPORT」ブランドを展開しており、同ブランド名でダイハツ工業と走行イベントの開催なども手掛けている。これは、BtoB のビジネスが中心の同社にとって、一般消費者との直接的な接点を強化する機会となり、単なる売り上げの増加だけでなく、同社の企業ブランド力や知名度、信頼性の向上へとつながる。CUSPA 営業本部のこうした取り組みに加え、株主還元の充実や IR を強化することにより、投資家層の拡大などを通じて、株式の流動性も高めていく方針だ。

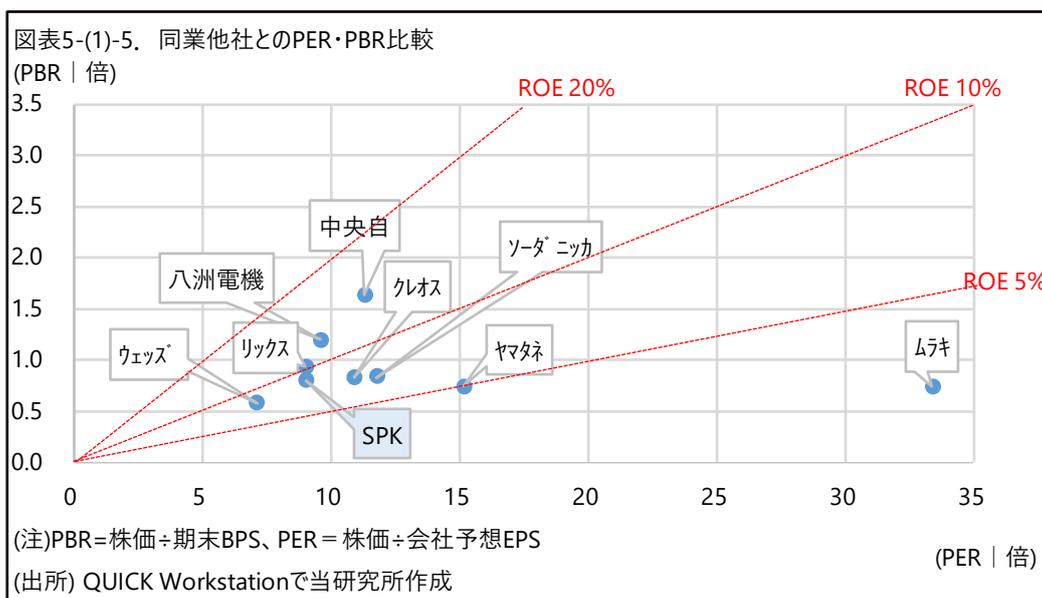




同業他社との PER・PBR 比較

同社の同業他社は主に非上場企業である。そこで、主要な顧客や取り扱う商材は異なるものの、自動車アフターマーケットに関連する部品や用品を扱う専門商社（ウエッズ、中央自、ムラキ）と、東証プライム市場上場企業のうち、主要商材は自動車部品に限らず、同社と売上高や時価総額の近い専門商社 5 社の計 9 社（同社含む）の PBR と PER をプロットした図を示す。この交点は ROE（ $ROE = PBR \div PER$ ）となる。

ROE を見ると、同社を含む 5 社が東証で重視する 8% を上回っている。同社は 9%。一方、PBR は中央自と八洲電機以外は 1 倍を下回っている。同社は 0.8 倍。PER はムラキ、ヤマタネが 15 倍以上だが、それ以外は 12 倍以下の水準。同社は 9.0 倍。全体として、成長期待などを示す PER が低いため、PBR も低いという傾向があるようだ。





図表5-(1)-6. 同業他社の売上高・営業利益・純利益・時価総額

企業名	業種	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	純利益 (百万円)	時価総額 (億円)
八洲電機 (3153)	電気設備資材卸	66,075	5,253	4,011	362
S P K (7466)	自動車部品・用品卸	68,720	3,311	2,497	233
ムラキ (7477)	自動車部品・用品卸	7,543	143	90	19
リックス (7525)	産業用機械・機器卸	54,727	3,882	2,841	263
ウェッズ (7551)	自動車部品・用品卸	35,138	2,246	1,430	98
クレオス (8101)	繊維・繊維加工品卸	165,541	2,950	2,358	261
中央自 (8117)	自動車部品・用品卸	41,558	11,040	8,681	1,089
ソーダニッカ (8158)	化学品・化成品卸	65,146	2,109	2,195	255
ヤマタネ (9305)	食品卸 (農産)	80,922	3,780	3,091	512

(注1)業種はNEEDS業種分類で小分類・主業種

(注2)売上高・営業利益・純利益は25/3期実績。時価総額は25/6/30時点

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

(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。

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

21/3 期～25/3 期の同社の TSR は全ての期でプラスだった。TSR を配当利回りと株価変化に分けると、配当利回りは安定的に 3% 程度プラスに寄与し、株価変化は 22/3 期を除き配当利回りを上回り、特に 24/3 期に大きくプラスに寄与した。5 期平均 (幾何平均) で見ると、TSR への寄与は配当利回りが 23%、株価変化が 77% だった。比較指標である 33 業種別の卸売業と TOPIX に対しては、5 期平均の同社の TSR はともに下回った。



図表5-(2)-1. 株主総利回り(TSR)

基準期=20/3期

	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	5期平均	5期累積
S P K	6.1%	4.9%	9.7%	35.0%	15.6%	13.8%	83.4%
配当利回り	2.9%	3.0%	3.3%	3.5%	3.2%	3.2%	18.0%
株価変化	3.2%	1.9%	6.4%	31.6%	12.4%	10.6%	65.4%
33業種別:卸売業	4.0%	31.7%	21.3%	52.5%	20.2%	24.9%	204.4%
配当利回り	3.9%	4.2%	4.4%	5.3%	3.2%	4.2%	-
株価指数変化	0.1%	27.5%	16.9%	47.2%	17.0%	20.8%	-
S P K - 33業種別:卸売業	2.1	-26.8	-11.6	-17.5	-4.6	-11.2	-121.0
TOPIX	8.2%	18.4%	2.1%	25.9%	17.8%	14.2%	94.2%
配当利回り	2.7%	2.4%	2.6%	3.2%	2.6%	2.7%	-
株価指数変化	5.6%	16.0%	-0.5%	22.6%	15.2%	11.5%	-
S P K - TOPIX	-2.1	-13.6	7.5	9.2	-2.3	-0.4	-10.7

(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

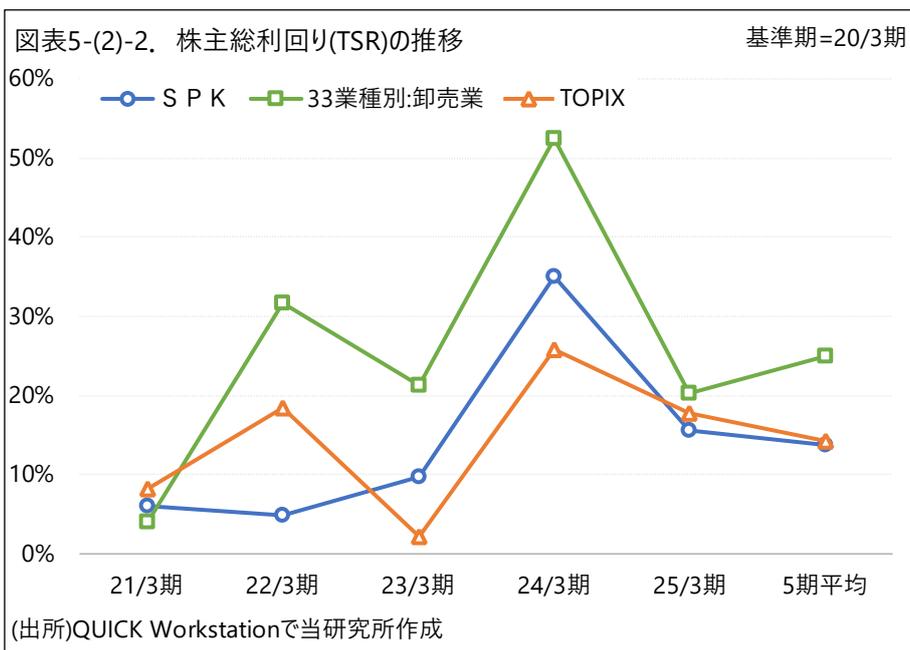
(注5)株価指数の配当利回りは参考値。配当込み株価指数と株価指数(配当なし)の各々の変化率の差で計算

(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言える。



図表5-(2)-3. 株主総利回り(TSR)の分解

基準期

	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	平均		15/3
	(期)											10期	
株主総利回り(TSR)	15%	2%	37%	-12%	5%	6%	5%	10%	35%	16%	11%	14%	21%
配当利回り	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
株価の変化	12%	-1%	34%	-15%	2%	3%	2%	6%	32%	12%	8%	11%	18%
株価変化の分解(1)BPSとPBR													
BPSの変化	6%	7%	7%	6%	7%	6%	7%	10%	10%	9%	7%	8%	7%
ファンダメンタルの影響	6%	6%	6%	7%	7%	5%	6%	8%	8%	7%	7%	7%	6%
親会社株主利益	8%	9%	9%	9%	9%	8%	9%	10%	11%	10%	9%	9%	8%
配当	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
自己株取得／増資	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
それ以外の効果	-1%	0%	1%	-0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
PBRの変化	6%	-7%	25%	-20%	-5%	-2%	-5%	-3%	19%	3%	0%	2%	11%
配当の影響(理論値)	-1%	-1%	-1%	-0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
自己株取得／増資の影響(理論値)	-0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-0%	0%	0%
株式市場での評価の変化(注2)	7%	-7%	26%	-20%	-4%	-1%	-4%	-2%	21%	3%	1%	3%	11%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+BPS変化)	9%	9%	10%	9%	10%	9%	10%	13%	14%	13%	10%	12%	10%
株価変化の分解(2)EPSとPER													
EPSの変化	10%	6%	7%	12%	9%	-11%	17%	27%	16%	4%	9%	10%	-19%
親会社株主利益	8%	6%	7%	12%	9%	-11%	17%	27%	16%	4%	9%	10%	-20%
自己株取得／増資	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
それ以外の影響	0%	0%	-0%	0%	0%	-0%	-0%	0%	0%	-0%	-0%	-0%	-0%
PERの変化	2%	-7%	25%	-24%	-7%	16%	-13%	-16%	13%	8%	-1%	1%	46%
配当の影響(理論値)	-3%	-3%	-3%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
自己株取得／増資の影響(理論値)	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-0%	0%	-1%
株式市場での評価の変化(注2)	7%	-4%	29%	-22%	-4%	19%	-11%	-13%	17%	12%	2%	4%	52%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+EPS変化)	13%	9%	10%	14%	12%	-8%	21%	30%	20%	7%	12%	13%	-16%
参考資料													
ROE	8%	8%	8%	9%	9%	8%	8%	10%	10%	10%	9%	9%	8%
DPS(円)	31	32	33	34	36	37	40	44	50	60	-	-	-
配当性向	27%	27%	26%	24%	23%	27%	25%	21%	21%	24%	24%	24%	8%
総還元性向	48%	27%	26%	24%	23%	27%	25%	21%	21%	24%	27%	24%	29%
DOE(配当÷自己資本)	2%	2%	2%	2%	2%	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

まず、(1) BPS と PBR について見ていく。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。配当を出すことは BPS の減少要因となるため、無配以外はマイナスとなる。自己株取得も実施すると減少要因。それ以外の効果は、その他の包括利益累計額などファンダメンタルの影響以外で BPS に影響を与える項目であり、ここではそれ以外の効果として一くりにしている。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。

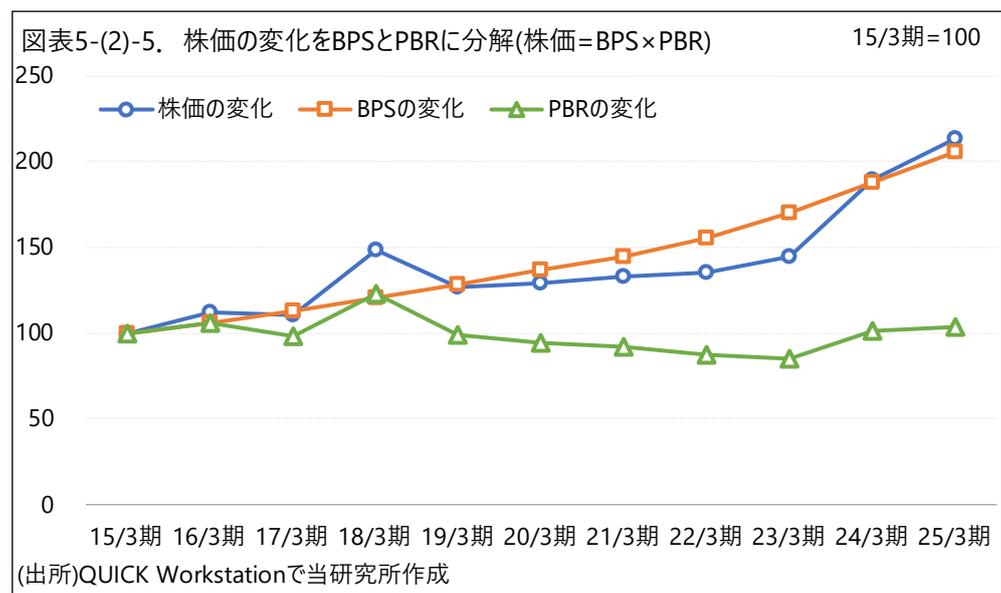
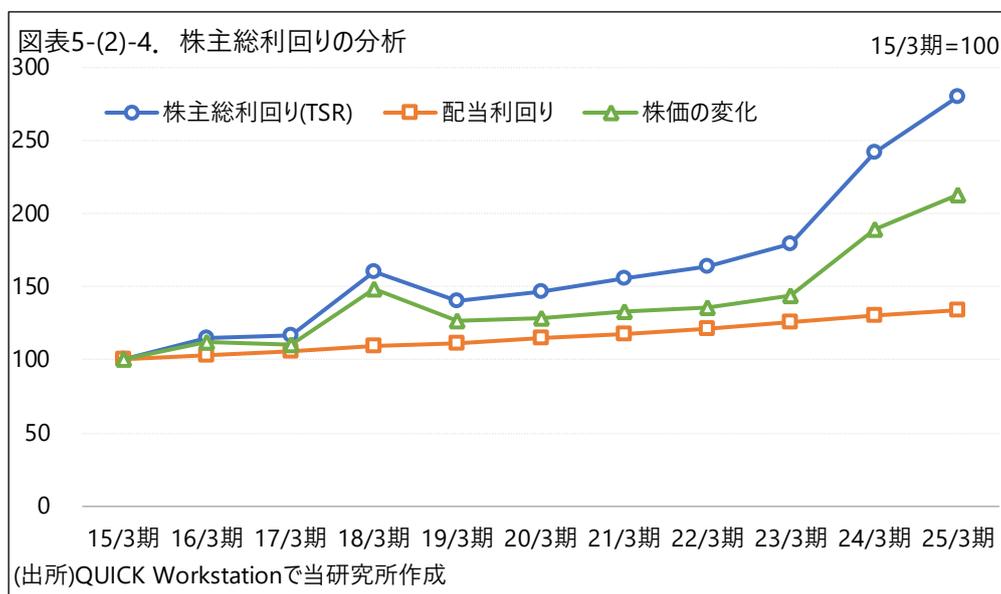
なお、配当利回り と BPS 変化を合わせてファンダメンタル・リターンと呼ぶ。ファンダメンタル・リターンは、企業が株主に提供するリターンを意味し、企業が利益をあげて配当を支払いつつ、株主の持ち分である BPS を増やすという企業活動から見たリターンと言える。

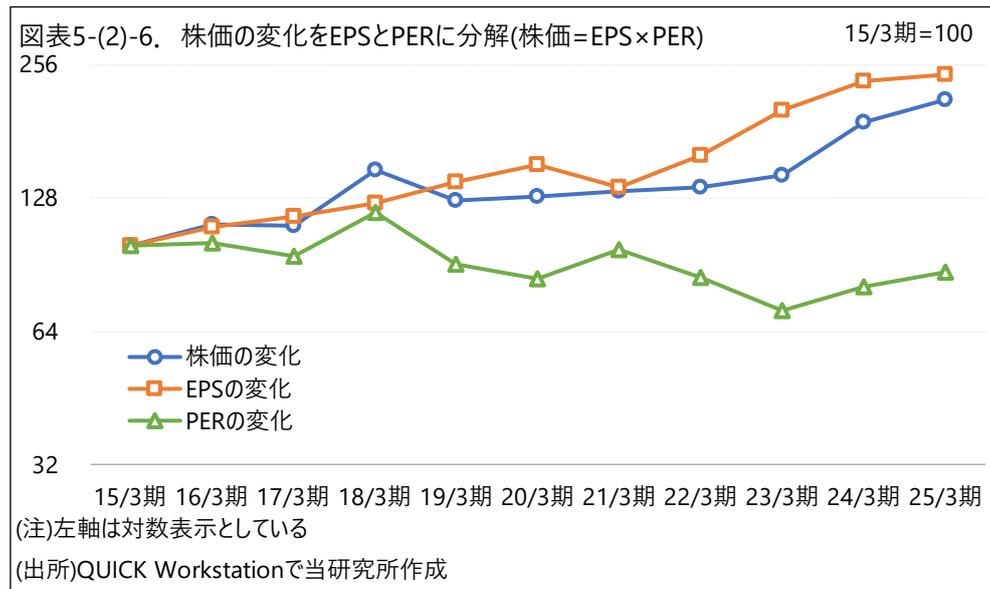


BPS およびファンダメンタル・リターンは 16/3 期以降、一貫してプラスを維持している。19/3 期に唯一 TSR がマイナスとなった主因は、株式市場での評価の変化によるものだった。背景には、18/3 期に大きく評価が上昇した反動や、米中貿易摩擦の影響による株式市場全体のバリュエーションの低下などが考えられる。

(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。

EPS およびファンダメンタル・リターンは 21/3 期以外はプラスだった。21/3 期のマイナスは工機営業本部での減損損失計上によるものだが、この期も株式市場での評価はプラスであり TSR もプラスだった。





(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。

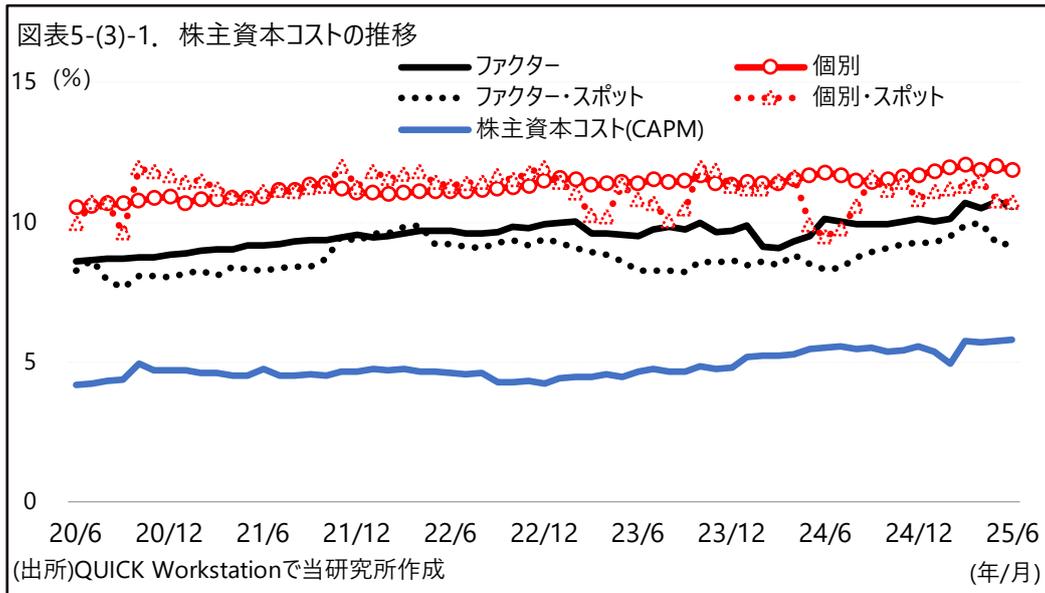
CAPM は、QUICK 算出のマーケット期待収益率（配当込み TOPIX の年率換算リターン-リスクフリーレート）、リスクフリーレート（新発 10 年物日本国債）、対配当込み TOPIXβ 値（60 カ月）から算出している。QUICK 株主資本コスト（個別）は同 12.0%、QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）は同 9.2%、QUICK 株主資本コスト（個別・スポット）は同 10.8%だった。

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

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

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





6. 当面の業績動向

26/3 期は 4 期連続で営業最高益の更新を目指す

(1) 25/3 期の業績実績

25/3 期は 9%増収、5%営業増益

25/3 期通期の連結業績は、売上高が 687 億円(前期比 9%増)、営業利益が 33 億円 (同 5%増)。中核の補修部品の卸販売事業が牽引し、売上高は 4 期連続、営業利益は 3 期連続で過去最高を更新した。国内では、自動車の平均車齢の上昇などを背景とした補修部品の需要を取り込み、販売が堅調に推移。海外では、日系自動車の保有台数の増加に伴う需要増に加え、円安が追い風となり販売が好調だった。

営業本部セグメント別にみると、売上高は全てのセグメントで増加。一方、経常利益は、工機営業本部が欧米での需要減速による数量減、CUSPA 営業本部が M&A 関連の経費を含むコスト増などが響き減益。ただ、国内営業本部および海外営業本部の増益が貢献し、全体では増益を確保した。

顧客所在地別の売上高をみると、日本が 418 億円 (同 6%増)、アジア・オセアニアが 114 億円 (同 11%増)、中南米が 56 億円 (同 9%増)、その他が 100 億円 (同 16%増) だった。

図表6-(1)-1. 25/3期通期の業績実績 (億円)

	24/3期		25/3期	
	実績		実績	増減率
売上高	633		687	9%
国内営業本部	298		309	4%
海外営業本部	223		253	13%
工機営業本部	77		78	1%
CUSPA営業本部	35		47	35%
営業利益	31		33	5%
経常利益	34		36	6%
国内営業本部	14		15	10%
海外営業本部	10		11	15%
工機営業本部	7		6	-19%
CUSPA営業本部	2		1	-35%
調整額	2		3	71%
純利益	24		25	4%

(出所)25/3期決算短信で当研究所作成



(2) 26/3 期の業績計画

26/3 期は 8%増収、3%営業増益を計画

同社による 26/3 期通期の連結業績計画では、売上高が 740 億円（前期比 8%増）と 5 期連続で、営業利益が 34 億円（同 3%増）と 4 期連続で、ともに過去最高を目指す。中核の補修部品の卸販売事業において、国内では一定量の需要が継続する見込みであるほか、海外では日系自動車の保有台数増加などによる市場の成長が続くとみて、増収増益を計画している。

図表6-(2)-1. 26/3期通期の業績計画 (億円)

	25/3期	26/3期	
	実績	計画	増減率
売上高	687	740	8%
営業利益	33	34	3%
経常利益	36	36	1%
純利益	25	25	1%

(出所)25/3期決算短信で当研究所作成

(3) 株主還元

同社は株主に対する利益還元を経営の最重要課題の一つと位置づけており、財務体質の強化と今後の事業展開に必要な内部留保を勘案したうえで、安定した配当政策を実施することを基本方針としている。配当は原則、中間と期末の年 2 回実施する。

25/3 期の 1 株当たり年間配当金は 24/3 期から 10 円増配の 60 円。27 期連続の増配となった（同社によると、27 期連続は国内全上場企業で 2 位の長期間）。今後も業績に応じた配当を行って、株主還元を努めていくとしている。

なお、同社は、国内に上場する銘柄のうち連続増配を続ける銘柄から構成される時価総額ウェイト方式の株価指数「日経連続増配株指数」の構成銘柄（70 社）に採用されている。



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。

同社はコーポレートガバナンス報告書（25年6月24日付）にて、以下の通り言及している。

「当社は、株式市場における現状分析を行い、資本コストを上回る ROE を実現しながら、PBR1.0 以上を目指す更なる取組みにより、今後は IR を強化することで、市場との対話を進め、経営へのフィードバックに努めます。また、資本コストを意識した資金調達や配分を行い、中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度を導入しており、連続増配を進め、業績に応じて株主還元にも努めてまいります。」

(2) コーポレートガバナンス体制

同社の取締役会は社外取締役3名を含めた8名で構成されており、原則月1回程度開催している。気候変動問題や人的資本を含む、経営にかかわる重要事項を協議・決定するとともに、各取締役会から職務執行状況の報告を受けることで、取締役相互の職務執行の監督を行っている。

図表7-(2)-1. コーポレートガバナンス体制、取締役・監査役の状況

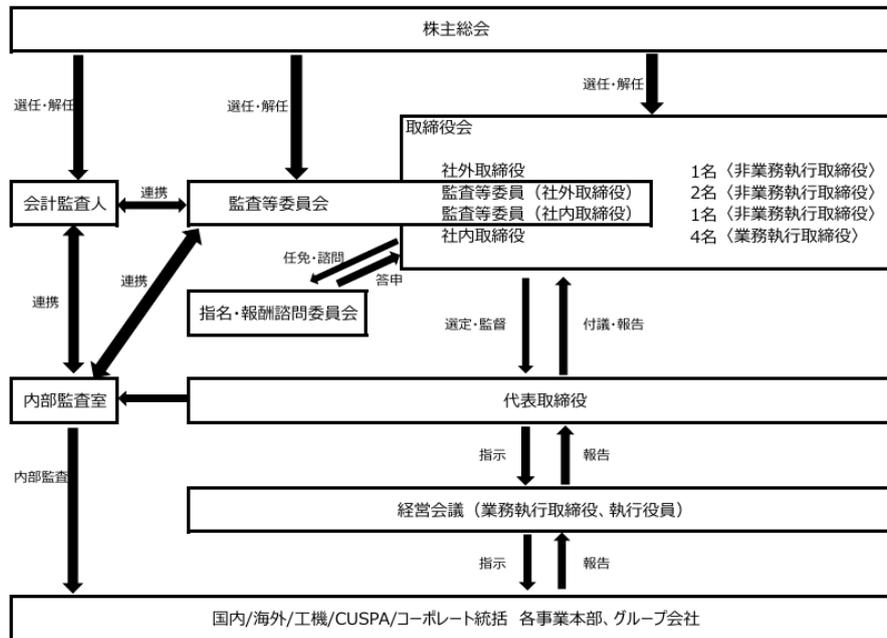
組織	組織形態	監査等委員会設置会社
取締役	定款上の取締役の員数	8名以内（監査等委員であるものを除く）
	定款上の取締役の任期	1年
	取締役の人数	8名（うち女性1名）
	社外取締役の選任状況	選任している
	社外取締役の人数	3名
	社外取締役のうち独立役員に指定されている人数	3名
監査等委員会	定款上の監査等委員の員数	4名以内
	監査等委員の人数	3名
	社外監査等委員の人数	2名
	社外監査等委員のうち独立取締役の人数	2名
独立役員	独立役員の人数	3名
その他	買収への対応方針の導入の有無	なし

（出所）有価証券報告書（25/3期）、コーポレートガバナンス報告書（25年6月発行）で当研究所作成





図表7-(2)-2. コーポレートガバナンス体制の模式図



(出所)コーポレートガバナンス報告書 (25年6月発行) で当研究所作成

(3) サステナビリティ

同社は、中長期的な企業価値向上を目指し、グローバルにモビリティビジネスを展開する企業として、国連が提唱する“SDGs (持続可能な開発目標)”の趣旨に賛同し、その取り組みについて、方向性を開示している。同社の経営方針のうち、特に「三方よし (売り手よし、買い手よし、世間よし)」の精神は、サステナビリティの重要な考え方として、今に通じるものと考えている。自社の利益だけでなく、投資家や株主、取引先、社員など同社に関係する様々なステークホルダーの期待と信頼に応えることで、社会貢献を果たしていく方針だ。

まずは、「気候変動」および「人的資本」に関する取り組みを経営の重要課題の一つとして認識し、本格的にサステナビリティに関して検討を開始。サステナビリティへの取り組みを会社全体で推進するための実効的な組織体制を整えることに注力し、様々な施策を行っていくとしている。

気候変動

気候変動に係るリスクと機会を重要性の高い課題であると認識し、同社グループの事業への影響を認識するとともに、気候変動への対応について、TCFD 提言の枠組みに沿って開示を行っている。同社グループでは、1.5°C シナリオの実現に向け、2050 年度に連結ベースでの GHG 排出量 (Scope1 および 2) の実質ゼロを目標として掲げている。また、中間目標として 2030 年度には 2021 年度 (基準年) の GHG 排出量 1,326.02 t -CO₂ の 22.5%に当たる 298.35 t - CO₂の削減を目指している。

直近の主な取り組みと実績は以下の通り。



図表7-(3)-1. 排出量削減に向けての主な取り組み状況

21年11月	近畿営業所の新築移転に伴い、太陽光パネル設置。また営業車としてEV1台導入
22年5月	東京営業所にEV2台導入。蓄電設備等を整えるとともに23年2月に太陽光パネルを設置（伊藤忠商事との協業による実証実験）
22年9月	名古屋営業所に太陽光パネル設置。同営業所は本件によりNearby ZEBの認証を取得
23年9月	竣工の新本社ビルについては、省エネ設備を駆使しZEB READYを取得
23年11月	広島営業所において、倉庫をLED照明に切替
24年3月	札幌営業所において、LED照明に切替
24年度	各営業所は、蛍光灯の交換時にLED照明へ切替えを徹底

(出所)有価証券報告書（25/3期）で当研究所作成

図表7-(3)-2. 気候関連リスク・機会の管理指標の実績

 (単位:CO₂換算トン)

	基準年度 22/3期(注1)	実績 25/3期(注1)
Scope1		1,016.92
Scope2		650.28
Scope1+Scope2	1,326.02	1,667.20
再生可能エネルギー使用実績	4.29MWh (0.31%)(注2)	43.2MWh (2.8%)(注2)

(注1)連結対象の海外現法6社（売上比率18%）については、データ収集困難なため、本体単体の使用量から算出

(注2)グループ消費電力量 22/3期:1,393.57MWh 25/3期:1,525.90MWh

(出所)有価証券報告書（25/3期）で当研究所作成

今後の取り組みとしては、現在ニーズ調査中である環境配慮型商品について、リビルト、リサイクル事業者との協業等を進め、商品の誕生から廃棄までの全過程で、地球温暖化の原因となる温室効果ガス（GHG）の排出量削減を目指す。また一部の商品で用いられているプラスチックボトルの削減、代替品の活用等についても検討を進めていくとしている。なお、世界の GHG 排出量が現在より増加する 4°Cシナリオについては、今後の世界的な GHG 排出量の推移を見つつ、情勢に応じて検討していく必要があると考えている。

人的資本

自動車アフター補修部品の専門商社である同社において、人材戦略は他社との差別化を図り、企業価値の最大化につなげる最重要項目の一つと捉えている。具体的には、個の力の最大化を図る「人材育成」、社員のモチベーションや定着率アップへとつながる「従業員エンゲージメント」、多様性を生かし公正な評価を実現する「ダイバーシティ」、従業員やその家族が安心でき、労働生産性の向上につながる「健康・安全」の 4 項目を掲げ、それぞれに指標となる項目を定め、中長期のスパンで着実に向上させていきたいと考えている。



図表7-(3)-3. 人的資本経営の指標・目標・実績(注1)

目的	指標 (項目)	目標 27/3期	実績	
			24/3期	25/3期
ダイバーシティ	管理職に占める女性従業員の割合	10.0%以上	5.8%	7.8%
	女性社員比率	30.0%以上	21.9%	23.8%
	男性従業員の育児休業取得率	50.0%以上	0.4	20.0%
	外国人社員比率	-	1.4%	2.3%
	障がい者雇用率(注2)	2.70%以上	2.35%	2.49%
人材育成	総研修費用	10,000千円	9,208千円	8,270千円
従業員エンゲージメント	サーベイ結果(注3)	75.0以上	66.6	65.8
	従業員持ち株会入会比率	90.0%以上	84.1%	81.5%
	離職率(注4)	8.0%以下	9.1%	7.1%
健康・安全	平均残業時間(注5)	15.0時間	20.3時間	19.8
	有給休暇取得日数	15日	9.7日	9.1
ガバナンス	コンプライアンス研修受講率	100%	-	100%

(注1)同社単体においては、指標についての具体的な取り組みを進めているものの、連結グループすべての会社では行われていないため、連結グループにおける記載が困難である。このため、上記指標については、提出会社の実績および目標を記載している

(注2)障がい者雇用率は厚生労働省宛の「障がい者雇用報告書」に基づく実績（25年6月1日時点）を記載している

(注3)インソース社による「エンゲージメント診断」において、従業員エンゲージメントの状態を示す主要6項目の平均値

(注4)離職率は常用労働者を対象にしている

(注5)平均残業時間は管理職を除く正社員を対象にしている

(出所)有価証券報告書(25/3期)で当研究所作成



8. 大株主の状況、リスク等

(1) トップマネジメント

代表取締役社長は沖恭一郎氏（1959年9月生まれ）。1982年に伊藤忠商事に入社し自動車部品関係の業務に携わった後、2002年5月に国内営業本部営業戦略室長として同社に入社。2009年6月に取締役、2015年4月に常務取締役に就任。2018年4月から現職を務める。

(2) 大株主の状況

光通信（2位）、UH Partners 2（3位）、UH Partners 3（7位）は共同保有者であり、この3社が実質的な筆頭株主。25年4月15日に関東財務局長に提出された直近の変更報告書によると、光通信らは保有目的を「純投資」としている。同社では、この保有割合の増加について、同社の事業や業績への影響はないと見ている。なお、光通信では、純投資の原則を「投資先企業と良好な関係の構築を目指しながら、長期間保有する」としている。

図表8-(2)-1. 大株主の状況

順位	大株主名	所有株式数(千株)	所有割合(%)
1	日本マスタートラスト信託(信託口)	1,082	10.72
2	光通信	756	7.50
3	UH Partners 2	750	7.44
4	日本カストディ銀行(信託口)	533	5.29
5	社員持株会	525	5.20
6	渡部和子	303	3.00
7	UH Partners 3	270	2.68
8	日本生命	233	2.31
9	BNYM RE BNYMLB RE GPP CLIENT MONEY AND ASSETS AC (常任代理人 三菱UFJ銀行)	154	1.53
10	ミヤコ自動車工業	142	1.41
計	—	4,750	47.08

(注)上記株式のうち、信託業務に関わる株式数は次の通り

日本マスタートラスト信託銀行(信託口) 1,082千株

日本カストディ銀行(信託口) 533千株

(出)所有価証券報告書(25/3期)で当研究所作成

(3) 事業等のリスク

有価証券報告書(25/3期)から作成した、同社の財政状態、経営成績およびキャッシュフローの状況に重要



な影響を与える可能性がある主要なリスクは以下の通り。

①政治・経済情勢

同社グループは、世界約 80 か国に事業展開しており、世界経済や海外の特定地域の固有の経済動向、特に、日系自動車保有台数の多いアジア、中南米等の開発途上国に幅広く展開していることから、当該国の政治ならびに経済情勢の変化や為替変動の影響を受ける。また、自動車業界の大変革期における市場環境の激変や自動車に対する意識変容等による影響が及ぶ可能性がある。

25/3 期における同社グループを取り巻く経済環境については、雇用・所得環境が改善する中、長期化する不安定な国際情勢、原材料・エネルギー価格の高騰、物価上昇、急激な為替変動、米国の経済政策動向などにより世界経済への影響が懸念されて先行き不透明な状況が続いており、不測の事態が起きるリスクがある。

同社では、上記のように政治・経済情勢は国内外を問わず常に移り変わり、リスクは常にあるものと認識しているが、グローバルなネットワークを構築しており、逐次、情報が経営者や各事業責任者に入るため、各種会議体で、適宜、対応について、議論、検討できる体制となっている。

②マーケットの環境変化

自動車部品業界において、環境規制や電動化、自動運転技術の進展による大きなマーケット環境の変化が生じており、今後、同社グループの業績へ影響を与える可能性がある。将来的な国内の自動車保有台数の減少や自動車の電動化による補修部品の需要減少も予測されるが、現状、国内の自動車保有台数は直近の 10 年間で約 230 万台増加しており、早期の悪影響はないものとみている。しかしながら、マーケット環境の変化に伴う将来のリスクを軽減すべく、安定した事業基盤をさらに強化して生産性の向上に取り組むことで、付加価値の高い商品や市場ニーズに合った新規商材を開発し、新規事業領域を開拓していくとしている。

③法令・規制、コンプライアンスに関するリスク

同社グループは、事業の性質上、関連する法令・規則が多岐にわたり、会社法、税法、外為法を含む貿易関連諸法、個人情報保護法、不正競争防止法、独占禁止法、下請法、贈賄防止に関する法令、暴力団排除条例、海外事業に係る当該国の各種法令・規則等がある。また、国内外の行政・司法・規制当局等による法令の制定・改廃、社会・経済・環境・安全に向けた各種規制の変更の可能性もあり、早期に関係法令の改正情報を入手する必要がある。

同社グループでは、リスクの重要度に合わせた対策を行うことで、法令順守を図っている。具体的には、法務支援サービスや反社チェックツールを活用して改正対応や法令違反防止策を講じ、個人情報保護法や不正競争防止法への対応として規程やひな型の整備を行い、コンプライアンス意識を持つ風土醸成のために顧問弁護士に同社専用のコンプライアンス研修資料の作成・講義を依頼して全社員に受講させる等の対策を講じてきた。



上記対策を実施しながらコンプライアンスリスクに対する監視を続け、状況に合わせて回避、軽減、転嫁、受容の対応を考えていくとしている。

④海外での販売活動

同社グループは、海外での販売活動においては、各拠点での危機事象の発生や、テロ行為、金融危機によるカントリーリスクおよび新興国からの廉価商品との競争激化により、同社グループの事業展開や経営成績に影響が及ぶ可能性がある。また、長期化する不安定な国際情勢、急激な為替変動、米国の経済政策動向などによって先行き不透明な状況であり、リスクが顕在化した場合、状況によっては債権回収や事業遂行の遅延・不能等により損失が発生しかねず、将来の同社グループの財政状態や業績に重要な影響を及ぼす可能性がある。同社グループのグローバルなネットワークや情報共有・議論の行いやすい社内体制を駆使し、各国における情報収集を定期的に行うことで、リスクへの迅速な対応を図る。

⑤取引先の減産による影響

工機営業本部では、建設車両をはじめ、フォークリフト、トラクター等の産業車両を生産する大手メーカー向けに組み付け用の部品・部材を供給している。そのため、これら建設車両・産業車両メーカーが減産に転じた際には同社グループの業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

この影響を軽減するため、同社グループでは、取引先メーカーのニーズにあった車両・部品について増産するだけでなく、国内外問わず新しい市場や商材、顧客の開拓、安心・安全性能を向上させる製品開発、品質管理機能の強化等に取り組んでおりますが、引き続き重要な課題として認識し、対応していくとしている。

⑥のれんの減損

同社は、企業買収に伴い発生したのれんを連結貸借対照表に計上している。当該のれんについては将来の収益力を適切に反映しているものと判断しているが、事業環境の変化等により収益性が低下した場合に、当該のれんについて減損損失を計上し、同社グループの事業展開や経営成績に影響が及ぶ可能性がある。

同社では、減損を未然に防ぐため、買収前はより緻密なデューデリジェンスを行い、企業価値を見極め、潜在的风险に対する対応を模索している。また、買収後はPMIを体系化し、デューデリジェンス残課題やシナジーの最大化を推進するためプロセスの明確化を図り、実行中である。

今後とものれんについては、少なくとも年に一度、あるいは減損の兆候が認められる場合はより頻繁に確認を実施し、対応していくとしている。

⑦危機事象発生によるリスク

同社グループは、全国 19 カ所、海外にも 10 カ所に拠点があり、これらの地域で地震や津波等の自然災害、



停電、感染症、テロ、その他事業を中断すべき危機的な事象が生じた場合、同社グループの社員や各拠点の設備・システムへの被害による事業拠点の休業、サプライチェーンの寸断や顧客及び取引先の事業停止・休業などの事業活動の制限が生じ、同社グループの財政状態及び経営成績に大きな影響をもたらす可能性がある。

これらの危機事象発生に備え、感染症対策規程やBCPの策定、防災バッグを完備し、避難経路の掲示する等従業員の安全確保を最優先にリスクを軽減させる策を講じている。また、幅広く展開する拠点間のバックアップ体制を整え、リスク回避、軽減に努めるとしている。

⑧情報システム・セキュリティに関するリスク

同社は、全国に19拠点の営業所があり、物流機能を有している。これらの地域で地震や津波等の災害、停電、その他の操業を中断する事象が生じた場合、商品の入出荷能力に著しい影響を与える。

そうした事態が生じた場合、全国に幅広く展開している拠点間でバックアップ体制を整え、リスク回避に努める意向だ。

同社グループには小規模な海外拠点も存在し、外部からの予期せぬ不正アクセス、コンピューターウイルス侵入等による機密情報・個人情報の漏洩、トラブルによるシステム停止等のリスクは常にありうるものと考えている。被害の規模によっては、将来の同社グループの財政状態や業績に重要な影響を及ぼす可能性がある。

情報システム・セキュリティ管理については同社が遵守すべき情報システムの導入、総合的な管理及び運用の取り扱いに関する社内規程を、個人情報に関しては近年個人情報保護法が頻繁に改正されることに伴い現状に適した内容の個人情報保護規程を策定し、規程に合わせた管理体制の構築や、啓もう活動・アンケート調査による社員への周知をしている。

⑨その他のリスク

上記以外にも事業活動を進めていく上において、様々なリスクが同社グループの事業展開や経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

同社は、こうしたリスクを回避、またはその影響を最小限に抑えるため、リスク管理体制の強化に取り組んでいる。適宜、取締役会や経営会議などへ連絡・報告する体制を採っているが、さらに同社を取り巻くリスクを可視化し、発生時の影響を最小限に抑えるための対策を強化すべく、準備を進めている。



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

図表9-(1)-1. 損益計算書(通期)

単位：百万円

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期 計画
売上高	39,273	37,900	42,461	42,885	43,860	41,902	47,686	54,695	63,302	68,720	74,000
(前期比)	2%	-3%	12%	1%	2%	-4%	14%	15%	16%	9%	8%
売上原価	33,281	31,725	35,812	35,752	36,657	34,724	39,784	45,007	51,639	55,849	
(前期比)	2%	-5%	13%	-0%	3%	-5%	15%	13%	15%	8%	
(売上原価率)	85%	84%	84%	83%	84%	83%	83%	82%	82%	81%	
売上総利益	5,992	6,174	6,648	7,132	7,202	7,177	7,901	9,687	11,662	12,871	
(前期比)	5%	3%	8%	7%	1%	-0%	10%	23%	20%	10%	
(売上総利益率)	15%	16%	16%	17%	16%	17%	17%	18%	18%	19%	
販管費	4,315	4,452	4,813	5,207	5,257	5,133	5,867	6,967	8,517	9,560	
(前期比)	4%	3%	8%	8%	1%	-2%	14%	19%	22%	12%	
(販管費率)	11%	12%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	14%	
営業利益	1,676	1,722	1,835	1,925	1,945	2,044	2,034	2,720	3,145	3,311	3,400
(前期比)	5%	3%	7%	5%	1%	5%	-0%	34%	16%	5%	3%
(営業利益率)	4%	5%	4%	4%	4%	5%	4%	5%	5%	5%	5%
EBITDA	1,787	1,855	1,982	2,090	2,170	2,290	2,270	3,050	3,550	3,848	
(前期比)	5%	4%	7%	5%	4%	6%	-1%	34%	16%	8%	
(EBITDAマージン)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	
ネット金融収支	9	0	-3	-20	-6	-45	121	114	109	112	
為替差損益	-14	-20	0	-22	-37	-31	49	22	61	56	
持分法投資損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
経常利益	1,701	1,746	1,874	1,918	1,932	2,042	2,287	2,910	3,357	3,568	3,600
(前期比)	2%	3%	7%	2%	1%	6%	12%	27%	15%	6%	1%
(経常利益率)	4%	5%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
税前利益	1,672	1,744	1,858	2,088	2,288	2,042	2,349	2,968	3,341	3,649	
(税負担率)	33%	32%	32%	32%	32%	32%	31%	31%	28%	31%	
親会社株主利益	1,121	1,187	1,271	1,421	1,553	1,383	1,625	2,059	2,392	2,497	2,520
(前期比)	8%	6%	7%	12%	9%	-11%	17%	27%	16%	4%	1%
(純利益率)	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	4%	4%	4%	3%
EPS(円)	110.9	118.2	126.7	141.5	154.7	137.7	161.8	205.1	238.2	247.9	
配当性向	28%	27%	26%	24%	23%	27%	25%	22%	21%	24%	
BPS(円)	1,373.1	1,462.8	1,564.8	1,665.5	1,781.3	1,881.8	2,013.9	2,208.3	2,438.0	2,669.0	
設備投資額	718	72	797	557	421	398	728	690	1,246	-	
減価償却費	111	133	147	165	225	246	236	330	405	537	
研究開発費	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
従業員数(人)	331	335	334	363	371	389	429	456	566	638	

(注1)EBITDA=営業利益+減価償却費。税負担率=(法人税等+調整額)÷税前利益

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

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



(2) 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

図表9-(2)-1. 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

単位：百万円

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期
流動資産	17,484	18,077	19,274	20,788	21,464	22,974	24,100	27,676	30,625	34,296
現預金	4,255	4,723	4,214	4,950	5,473	7,353	6,146	6,612	6,967	7,872
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
売上債権	8,572	8,740	9,779	10,093	10,063	9,745	10,387	11,358	12,293	13,829
棚卸資産	3,713	3,644	4,361	4,928	5,135	5,145	6,569	8,478	10,057	11,114
固定資産	2,778	3,149	4,423	4,297	4,367	4,950	5,914	6,675	8,016	9,876
有形固定資産	2,050	2,010	2,595	2,910	3,143	3,272	4,109	4,580	5,562	6,203
無形固定資産	215	181	222	189	152	495	665	677	822	2,140
のれん	0	0	0	0	0	323	400	335	413	917
投資その他の資産	512	956	1,605	1,197	1,072	1,181	1,140	1,416	1,631	1,533
資産合計	20,263	21,226	23,697	25,085	25,832	27,925	30,014	34,351	38,641	44,172
流動負債	5,201	5,469	6,588	7,133	6,995	7,218	7,919	9,750	10,733	11,476
買入債務	3,663	3,813	4,124	4,559	4,319	4,512	5,053	5,548	6,049	5,871
短期借入金・社債	499	616	944	1,251	1,209	1,281	1,231	1,814	1,882	3,017
固定負債	1,272	1,067	1,395	1,227	948	1,809	1,870	2,425	3,316	5,633
長期借入金・社債	616	436	754	554	285	1,122	1,058	1,540	2,450	4,571
負債合計	6,473	6,537	7,983	8,360	7,944	9,027	9,790	12,176	14,050	17,110
自己資本	13,789	14,689	15,714	16,725	17,888	18,897	20,223	22,175	24,483	26,931
非支配株主持分	0	0	0	0	0	0	0	0	108	131
純資産	13,789	14,689	15,714	16,725	17,888	18,897	20,223	22,175	24,591	27,062
運転資本	8,622	8,571	10,016	10,462	10,879	10,378	11,903	14,288	16,301	19,072
投下資本(運用ベース)	10,887	10,762	12,833	13,561	14,174	14,145	16,677	19,545	22,685	27,415
投下資本(調達ベース)	14,904	15,741	17,412	18,530	19,382	21,300	22,512	25,529	28,815	34,519
ネット投下資本(調達ベース)	10,661	11,030	13,200	13,580	13,909	13,947	16,366	18,917	21,848	26,647
ネットキャッシュ(-はネットデット)	3,128	3,659	2,514	3,145	3,979	4,950	3,857	3,258	2,635	284
1. 営業キャッシュフロー	1,119	1,332	405	1,096	1,082	2,349	536	838	1,835	1,192
売上債権の増減額	382	-193	-946	-439	8	306	-357	-618	-640	-1,122
棚卸資産の増減額	3	51	-688	-265	-209	126	-1,162	-1,639	-870	-203
仕入債務の増減額	-480	66	372	454	-229	170	425	307	245	-311
2. 投資キャッシュフロー	-414	-463	-1,314	-93	207	-821	-592	-879	-1,797	-2,888
固定資産の取得	-489	-47	-693	-512	-212	-379	-525	-678	-1,166	-919
投資その他の資産の取得	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. フリーキャッシュフロー-(1+2)	705	869	-909	1,003	1,289	1,528	-56	-41	38	-1,696
4. 財務キャッシュフロー	-318	-410	237	-260	-764	362	-1,194	426	167	2,490
配当	-304	-311	-321	-331	-341	-351	-391	-421	-471	-553
自己株取得	-229	0	0	0	0	0	0	0	0	0
有利子負債の増減額	218	-99	560	71	-422	715	-801	848	641	2,952
現預金の増減額	380	450	-667	733	523	1,879	-1,207	466	264	904
現預金の期末残高	4,189	4,639	3,972	4,851	5,374	7,254	6,047	6,513	6,852	7,757

(注1)ネットキャッシュ=手元流動性-有利子負債

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



(3) 財務分析

図表9-(3)-1. 財務分析

単位：百万円(表示なし項目)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期
< ROEの3分解式 >										
純利益率	2.9%	3.1%	3.0%	3.3%	3.5%	3.3%	3.4%	3.8%	3.8%	3.6%
総資産回転率(回)	1.9	1.8	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
財務レバレッジ(倍)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
< 資産収益性 >										
ROE	8.3%	8.3%	8.4%	8.8%	9.0%	7.5%	8.3%	9.7%	10.3%	9.7%
ROA	8.4%	8.4%	8.3%	7.9%	7.6%	7.6%	7.9%	9.0%	9.2%	8.6%
税前ROIC(運用ベース)	15.8%	15.9%	15.6%	14.6%	14.0%	14.4%	13.2%	15.0%	14.9%	13.2%
税前ROIC(調達ベース)	11.5%	11.2%	11.1%	10.7%	10.3%	10.0%	9.3%	11.3%	11.6%	10.5%
税前ROIC(ネット調達ベース)	14.6%	14.4%	13.6%	12.7%	12.6%	12.9%	11.6%	13.3%	13.0%	11.0%
< 売上比 >										
売上総利益率	15.3%	16.3%	15.7%	16.6%	16.4%	17.1%	16.6%	17.7%	18.4%	18.7%
販管費率	11.0%	11.7%	11.3%	12.1%	12.0%	12.3%	12.3%	12.7%	13.5%	13.9%
営業利益率	4.3%	4.5%	4.3%	4.5%	4.4%	4.9%	4.3%	5.0%	5.0%	4.8%
EBITDAマージン	4.6%	4.9%	4.7%	4.9%	4.9%	5.5%	4.8%	5.6%	5.6%	5.6%
経常利益率	4.3%	4.6%	4.4%	4.9%	5.2%	4.9%	4.9%	5.4%	5.3%	5.3%
純利益率	2.9%	3.1%	3.0%	3.3%	3.5%	3.3%	3.4%	3.8%	3.8%	3.6%
< 効率性 >										
総資産回転期間(月)	6.2	6.6	6.3	6.8	7.0	7.7	7.3	7.1	6.9	7.2
売上債権回転期間(日)	81.5	83.4	79.6	84.6	83.9	86.3	77.0	72.6	68.2	69.4
棚卸資産回転期間(日)	40.9	42.3	40.8	47.4	50.1	54.0	53.7	61.0	65.5	69.2
買入債務回転期間(日)	42.8	43.0	40.4	44.3	44.2	46.4	43.9	43.0	41.0	39.0
CCC(日)	79.5	82.7	79.9	87.7	89.8	93.9	86.9	90.6	92.7	99.6
1人当たり売上高	122.0	113.8	126.9	123.1	119.5	110.3	116.6	123.6	123.9	-
1人当たり営業利益	5.2	5.2	5.5	5.5	5.3	5.4	5.0	6.1	6.2	-
< 財務安全性 >										
手元流動性比率(月)	1.2	1.4	1.3	1.3	1.4	1.8	1.7	1.4	1.3	1.3
自己資本比率	68.1%	69.2%	66.3%	66.7%	69.2%	67.7%	67.4%	64.6%	63.4%	61.0%
流動比率	336.2%	330.5%	292.6%	291.4%	306.8%	318.3%	304.3%	283.9%	285.3%	298.8%
インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	15.0	14.1	13.7	13.5	12.5	12.0	166.8	150.2	172.3	86.6
< 成長性 >										
前期比										
売上高	2.4%	-3.5%	12.0%	1.0%	2.3%	-4.5%	13.8%	14.7%	15.7%	8.6%
営業利益	5.3%	2.7%	6.6%	4.9%	1.0%	5.1%	-0.5%	33.7%	15.6%	5.3%
親会社株主利益	8.0%	5.9%	7.1%	11.8%	9.3%	-10.9%	17.5%	26.7%	16.2%	4.4%
投下資本(運用ベース)	5.2%	-1.1%	19.2%	5.7%	4.5%	-0.2%	17.9%	17.2%	16.1%	20.9%
自己資本	3.7%	6.5%	7.0%	6.4%	7.0%	5.6%	7.0%	9.7%	10.4%	10.0%
総資産	1.1%	4.8%	11.6%	5.9%	3.0%	8.1%	7.5%	14.4%	12.5%	14.3%

(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

	24/3期				25/3期				24/3期		25/3期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	上期	下期	上期	下期
売上高	15,031	15,838	16,878	15,555	16,669	16,763	17,238	18,050	30,869	32,433	33,432	35,288
(前年同期比)	19%	20%	15%	9%	11%	6%	2%	16%	20%	12%	8%	9%
売上原価	12,226	12,957	13,790	12,666	13,634	13,710	14,019	14,486	25,183	26,456	27,344	28,505
(前年同期比)	16%	19%	15%	9%	12%	6%	2%	14%	18%	12%	9%	8%
(売上原価率)	81%	82%	82%	81%	82%	82%	81%	80%	82%	82%	82%	81%
売上総利益	2,805	2,880	3,089	2,888	3,035	3,052	3,220	3,564	5,685	5,977	6,087	6,784
(前年同期比)	34%	28%	16%	8%	8%	6%	4%	23%	31%	12%	7%	14%
(売上総利益率)	19%	18%	18%	19%	18%	18%	19%	20%	18%	18%	18%	19%
販管費	1,822	2,088	2,198	2,409	2,230	2,292	2,405	2,633	3,910	4,607	4,522	5,038
(前年同期比)	12%	26%	24%	26%	22%	10%	9%	9%	19%	25%	16%	9%
(販管费率)	12%	13%	13%	15%	13%	14%	14%	15%	13%	14%	14%	14%
営業利益	983	791	892	479	804	761	814	932	1,774	1,371	1,565	1,746
(前年同期比)	110%	36%	-1%	-38%	-18%	-4%	-9%	95%	69%	-18%	-12%	27%
(営業利益率)	7%	5%	5%	3%	5%	5%	5%	5%	6%	4%	5%	5%
ネット金融収支	28	24	31	26	39	22	25	26	52	57	61	51
為替差損益	10	74	-3	-20	36	8	-29	41	84	-23	44	12
持分法投資損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
経常利益	1,034	897	929	497	890	822	839	1,017	1,931	1,426	1,712	1,856
(前年同期比)	98%	35%	-3%	-35%	-14%	-8%	-10%	105%	63%	-17%	-11%	30%
(経常利益率)	7%	6%	6%	3%	5%	5%	5%	6%	6%	4%	5%	5%
税前利益	1,035	895	928	483	941	823	868	1,017	1,930	1,411	1,764	1,885
親会社株主利益	697	624	648	423	631	557	548	761	1,321	1,071	1,188	1,309
(前年同期比)	97%	35%	-6%	-24%	-9%	-11%	-15%	80%	62%	-14%	-10%	22%
(純利益率)	5%	4%	4%	3%	4%	3%	3%	4%	4%	3%	4%	4%

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



Appendix 1 ～株主総利回り分析の補足解説（ファイナンス理論）

（1） 株主総利回り（TSR）の分析について（ファイナンス理論）

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

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

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

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

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

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

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

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

(A) 株価変動を BPS と PBR に分けるケース

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

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

① 配当による影響

(a) 配当利回り

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

(b) BPS

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

(c) PBR

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





- ・また、分子である株価は市場で変動し、それによっても PBR が変化する。この PBR の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PBR の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PBR の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PBR の変化（理論値）とは、株価は配当分だけ下落すると想定し（配当落ち）、その場合の PBR の変化である。計算は、以下の通り。
- ・PBR への影響は、分子である株価の配当による減少率（配当利回り）と分母である BPS の配当による減少率（= DOE）の差によって決まる。

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

- ・配当利回り < DOE（= PBR が 1 倍超）の場合、PBR が上昇し、配当利回り > DOE の場合（= PBR が 1 倍未満）、PBR が低下する。配当利回り = DOE の場合（= PBR が 1 倍）、PBR は不変である。
- ・上記の理論値において、配当による株主総利回り（TSR）への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

トータル・リターンへの影響：	ゼロ
配当インカム・リターンへの影響：	+ 配当利回り
キャピタル・リターンへの影響：	- 配当利回り
（BPS の成長率への影響）：	- DOE
（PBR への影響（理論値））：	- 配当利回り + DOE

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

② 自己株取得による影響

(a) 配当利回り

- ・配当利回りへの影響はない。

(b) BPS

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

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

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





・また、 a は 1 より十分に小さい場合が多いと考えられることから、

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

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

(c) PBR

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

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

- ・ $\text{PBR} > 1$ 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。

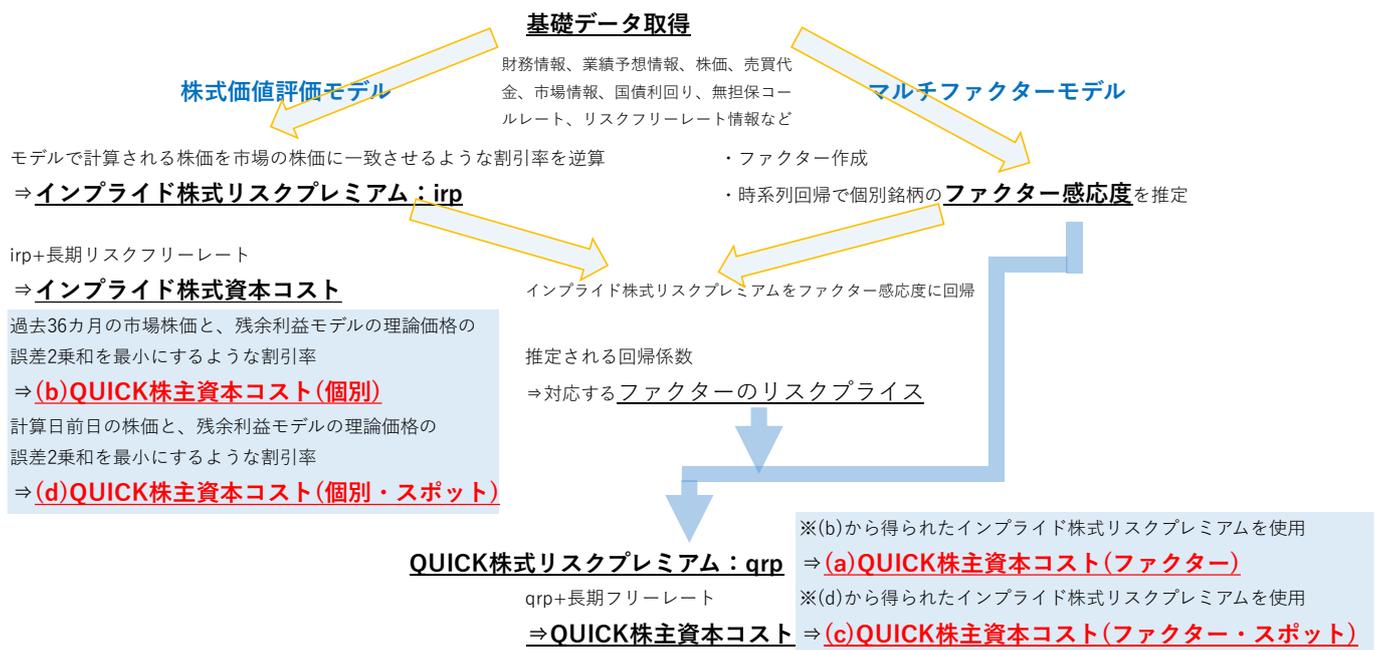
- (a) QUICK 株主資本コスト（ファクター）→ (b) で得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (b) で求めたインプライド株主資本コストから長期リスクフリーレートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値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

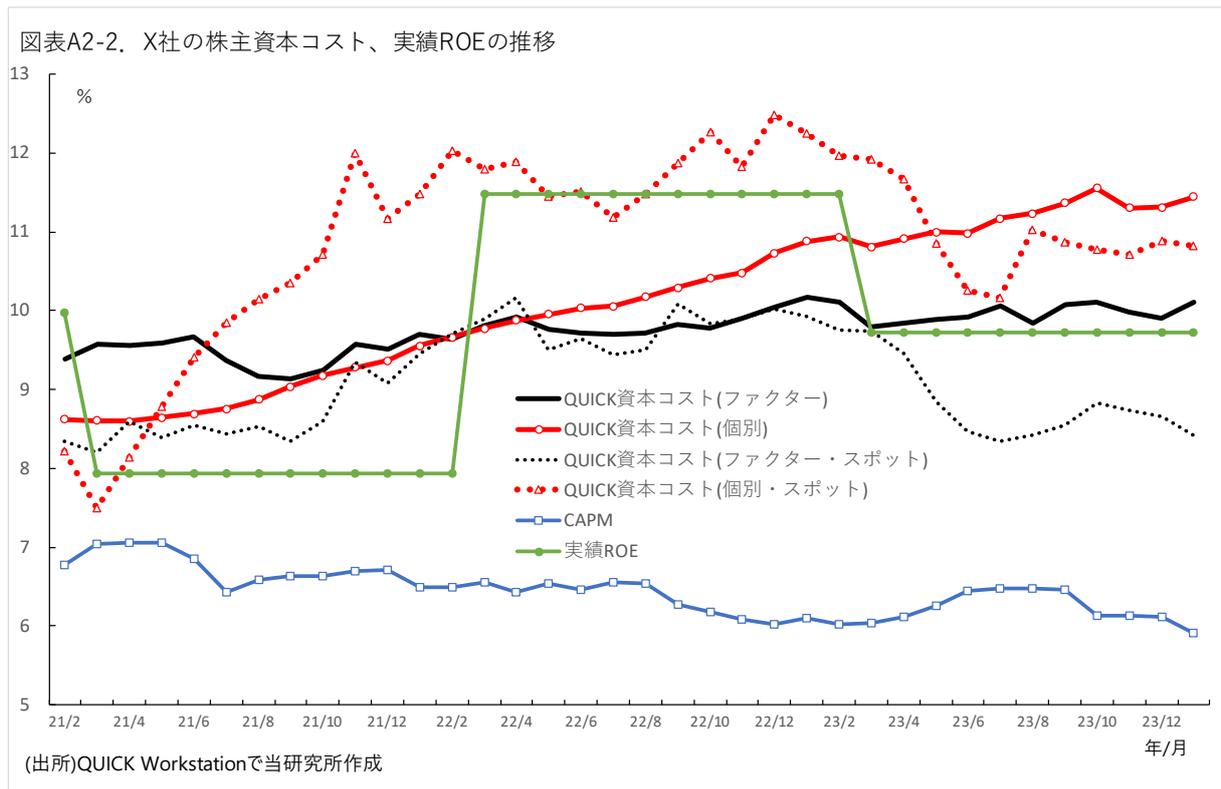


(出所)QUICK資料で当研究所作成

(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%

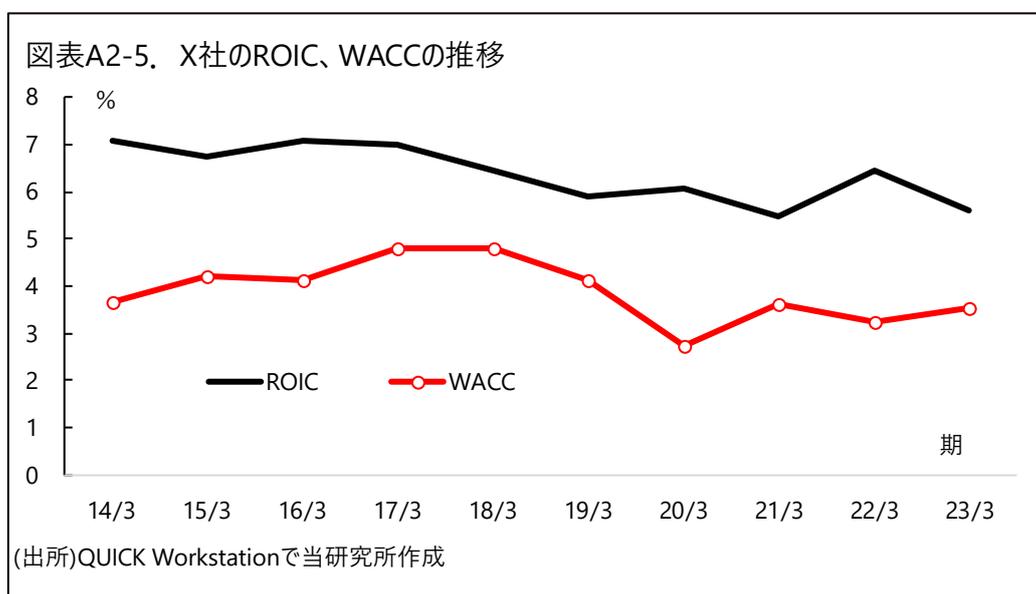
(出所)QUICK資料で当研究所作成



(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。

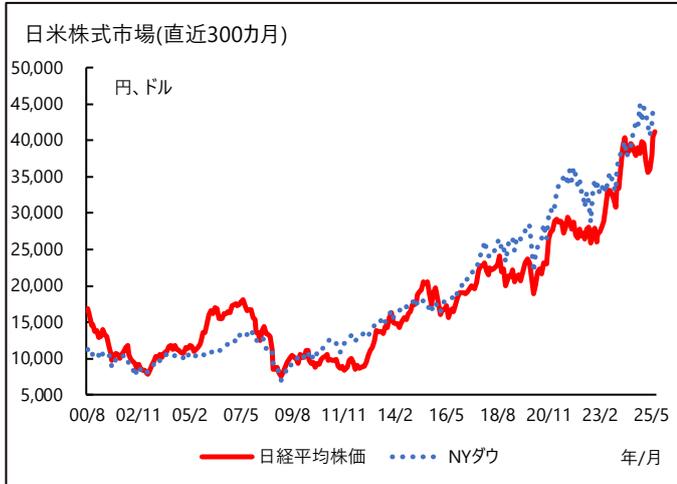
ROIC は、企業が投資者から集めた資金を用いて取得した投下資本から得られるリターンの割合。ROIC が WACC を上回る場合、企業価値は投下資本を上回る。逆に ROIC が WACC を下回る場合は、企業価値は投下資本を下回り、投資者から調達した資金の価値を毀損していることになる。

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。

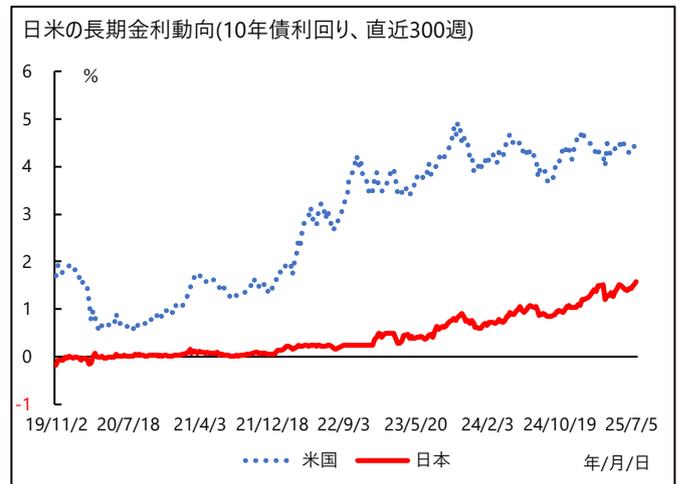
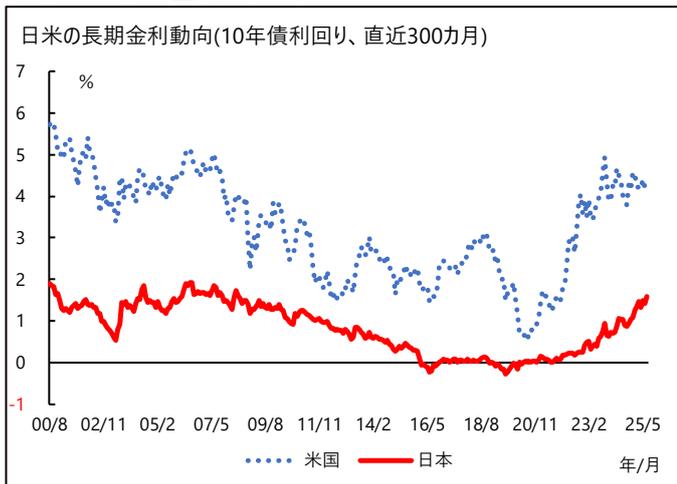


Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

○日米の株式市場の推移



○日米の長期金利の動向



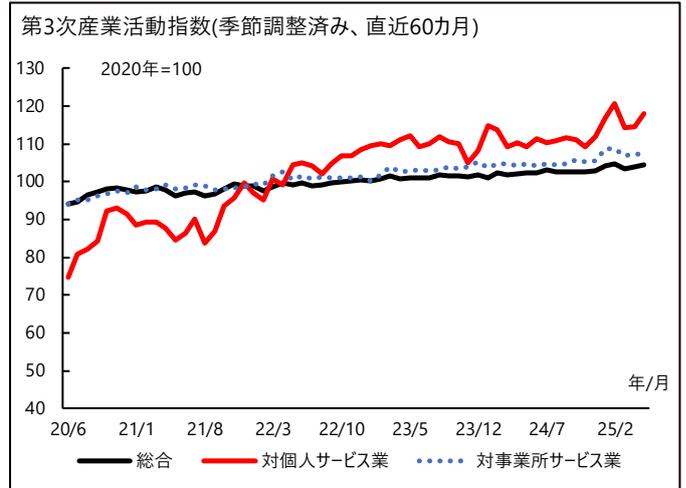
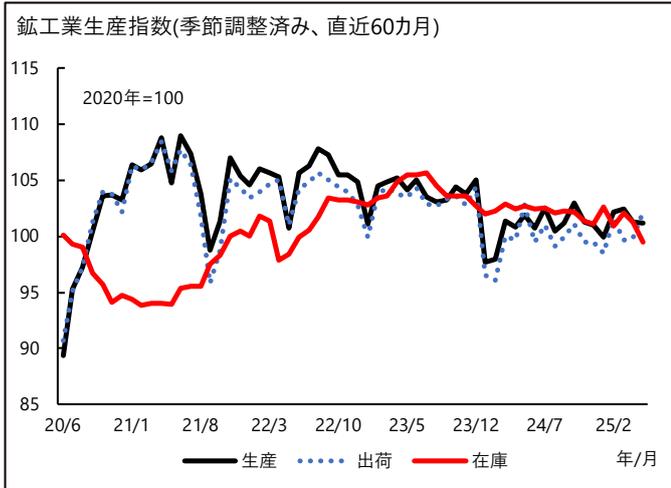
○円/ドル相場と日米金利差



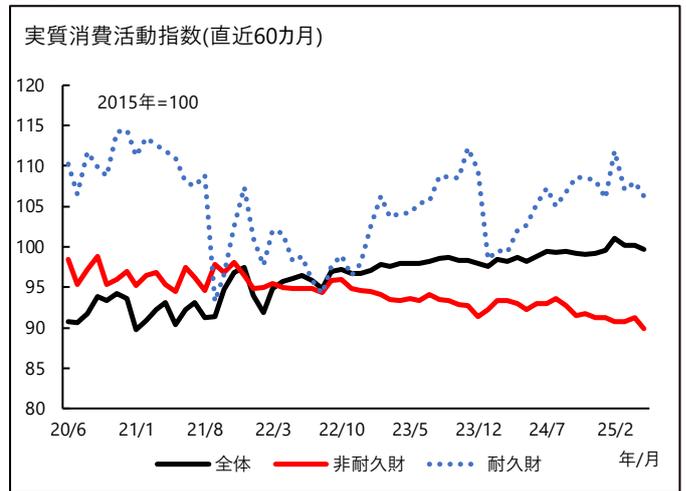
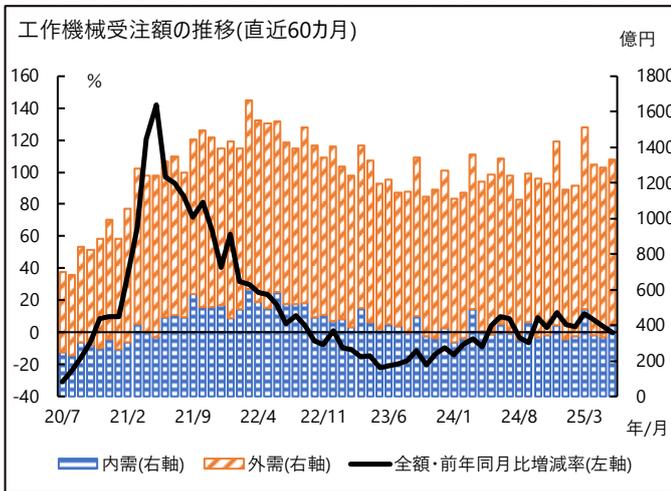
※上記の図表に関し、直近300カ月の計測期間は00年8月～25年7月、直近300週の計測期間は19年11月2日～25年7月23日

※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

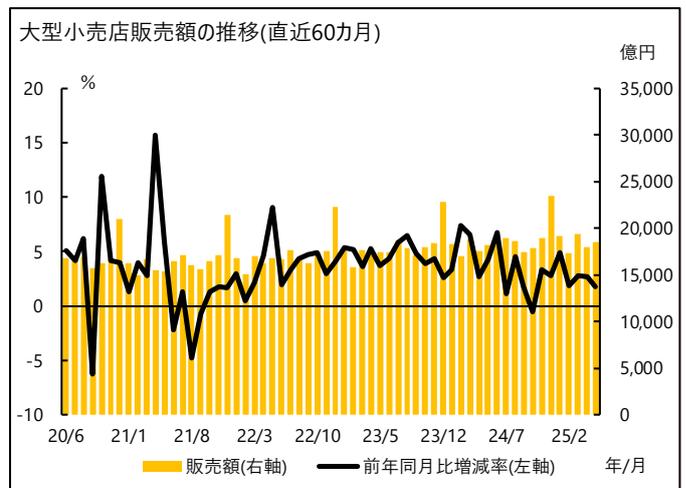
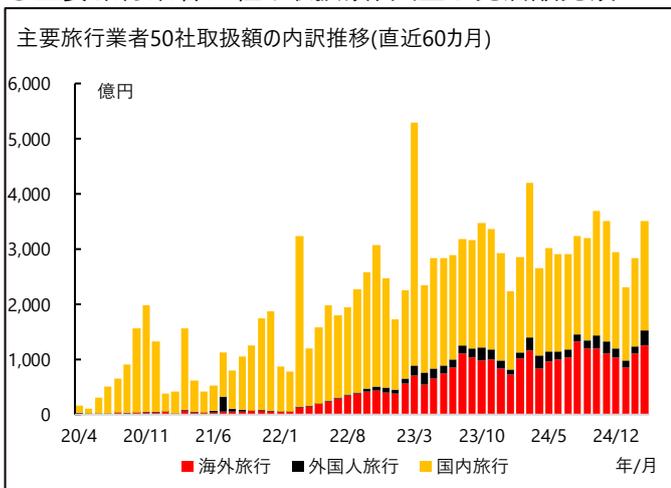
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



○設備投資の先行指標である工作機械受注と、消費活動の推移



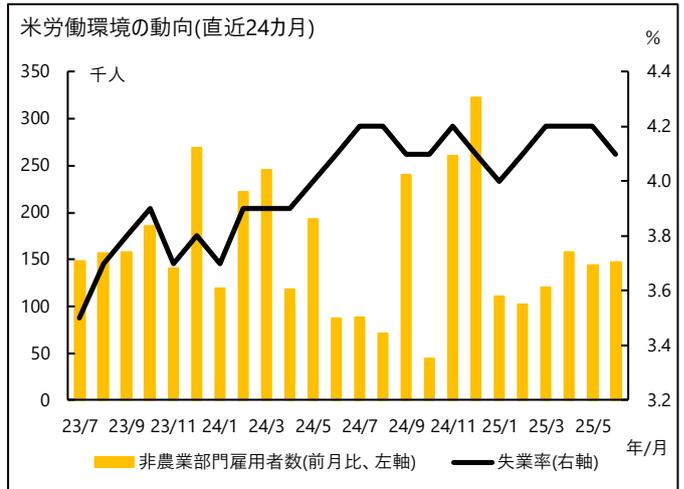
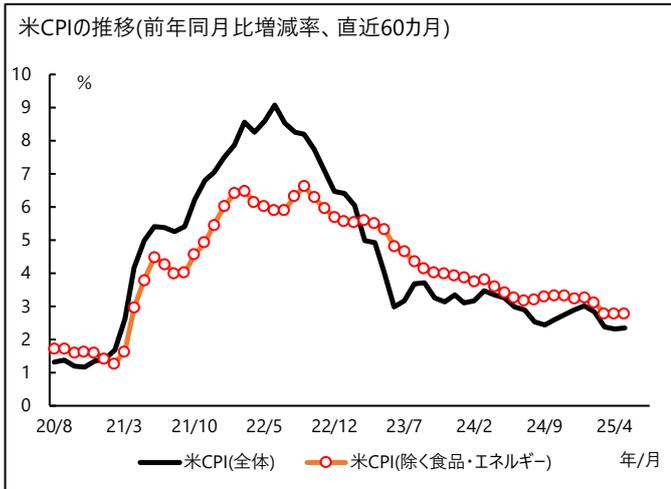
○主要旅行業者50社の取扱額、大型小売店販売額



※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

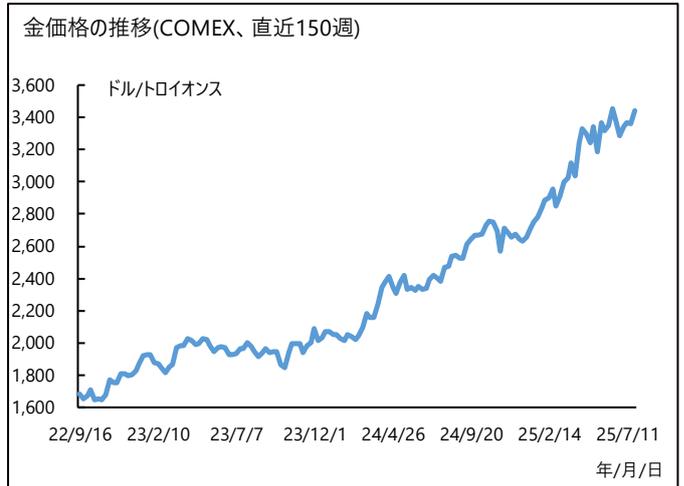
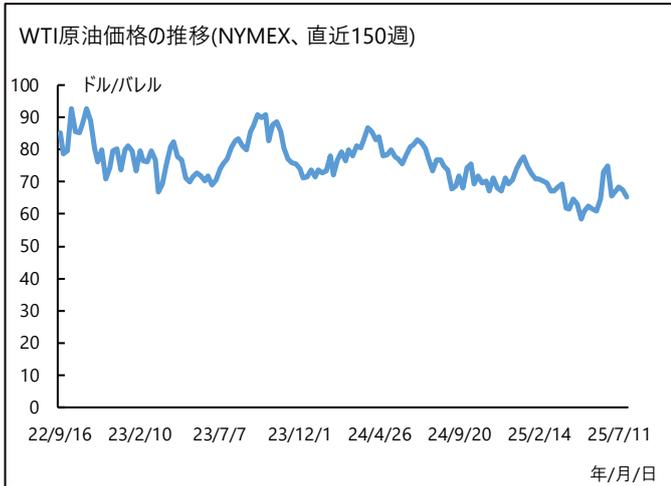


○米国の物価と労働環境

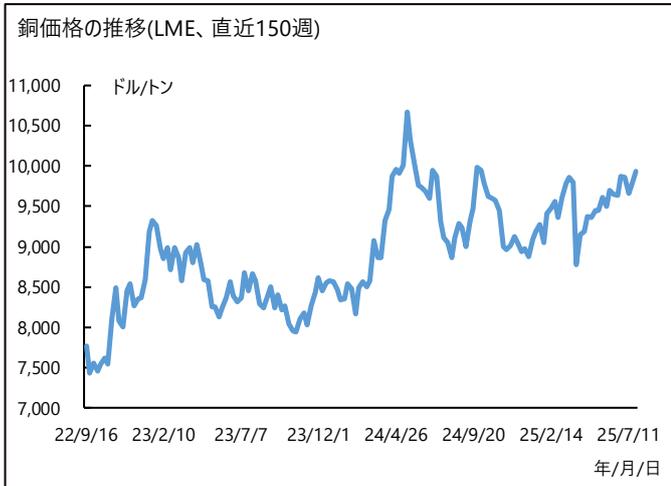


○主な商品の価格動向

エネルギーの代表商品である原油、金融商品と産業材としての性格も併せ持つ金



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



※上記の商品価格に関する4つの図表の計測期間は22年9月16日から25年7月23日まで

※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

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



○株式市場での位置

東証市場別PBR分布状況

市場別企業数	プライム		スタンダード		グロース	
	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比
市場別企業数	1,624		1,570		606	
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	119	7.3	326	20.8	5	0.8
0.5倍以上1倍未満	555	34.2	582	37.1	29	4.8
1倍以上2倍未満	547	33.7	399	25.4	145	23.9
2倍以上	403	24.8	263	16.8	427	70.5

ご参考：レポート対象企業

S P K (7466) プライム 0.86倍

(注)データは25年7月23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25/7/23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)		450,868	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
2	三菱UFJ (8306)		253,120	3	2	4	6	18	9	5	5	2	
3	ソニーG (6758)		227,051	16	11	6	4	4	2	3	2	3	
4	日立 (6501)		203,879	34	26	38	26	30	21	19	14	5	
5	S B G (9984)		173,827	4	4	3	3	2	7	6	15	10	
6	任天堂 (7974)		168,050	30	12	20	12	8	15	11	12	12	
7	ファストリ (9983)		149,182	14	21	9	10	6	17	8	8	6	
8	三井住友FG (8316)		148,425	9	9	14	15	27	26	10	16	8	
9	キーエンス (6861)		140,477	13	5	5	5	3	3	4	4	7	
10	N T T (9432)		137,546	2	3	2	2	5	5	2	3	9	
11	東エレク (8035)		132,151	62	39	60	35	20	6	21	7	14	
12	リクルート (6098)		131,671	41	22	17	9	12	4	13	10	4	
13	伊藤忠 (8001)		124,858	43	37	35	32	26	24	16	17	11	
14	三菱商 (8058)		121,396	20	19	15	22	33	25	18	11	18	
15	中外薬 (4519)		119,499	61	41	30	13	7	19	24	18	13	
16	東京海上 (8766)		118,438	26	34	25	29	34	34	23	24	15	
17	三菱重 (7011)		114,873	64	108	93	93	128	166	86	69	25	
18	みずほFG (8411)		110,605	11	17	18	30	38	40	29	29	19	
19	S B (9434)		104,474	-	-	8	8	19	16	12	19	21	
20	K D D I (9433)		103,796	5	7	7	7	13	11	7	9	16	
21	信越化 (4063)		97,523	23	20	29	18	11	8	15	6	17	
22	三井物 (8031)		91,298	37	40	36	40	40	33	20	20	20	
23	アドテスト (6857)		87,417	279	308	247	109	92	76	95	47	26	
24	ホンダ (7267)		87,120	10	8	12	14	23	22	25	21	24	
25	J T (2914)		85,380	6	6	13	19	29	31	26	23	23	
26	三菱電 (6503)		69,398	28	31	42	42	37	50	48	38	34	
27	武田 (4502)		69,127	24	18	37	11	21	29	17	27	29	
28	第一三共 (4568)		69,030	70	67	46	17	10	23	9	22	22	
29	富士通 (6702)		65,799	98	88	84	68	43	36	39	36	33	
30	H O Y A (7741)		63,786	59	66	43	34	22	18	30	28	27	

ご参考：レポート対象企業

1,810	S P K (7466)	240	1,771	1,810	1,910	1,871	1,965	1,946	1,947	1,869	1,785
-------	--------------	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

(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。

