



ダイダン

1980 東証プライム / 建設業

「建物のいのちをつくる」をスローガンに国内外の建築設備に貢献

会社概要・沿革

総合設備工事企業。空調衛生設備工事が主力

空調設備工事と水道衛生設備工事を合わせた空調衛生設備工事（管工事）が主力の総合設備工事企業。空調衛生設備工事に加え、電気設備工事を手掛ける。1903年の創業以来、「建物のいのちをつくる」をスローガンに国内外の建築設備に貢献してきた。「建物のいのちをつくる」は、空気、水、光を届け、建物に「いのち」を吹き込んでいることを表している。2023年に創業120周年を迎えた。同業大手の中では創業時期が古く、長い歴史を有する企業である。

業績動向

25/3期から3カ年の中期経営計画を始動

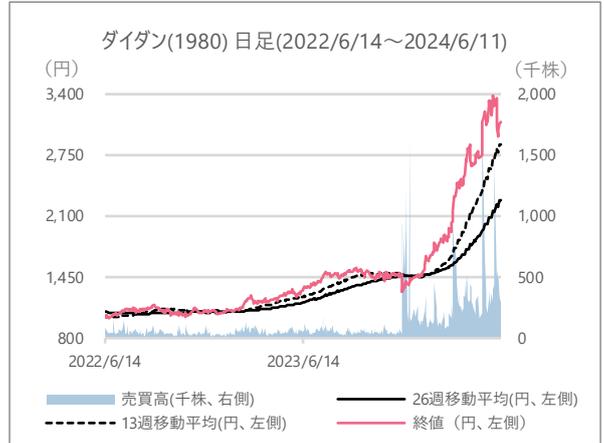
27/3期を最終年度とする3カ年の中期経営計画を25/3期から始動。27/3期に売上高2600億円、営業利益160億円、ROE10%以上を計画。資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を進めるほか、成長投資、株主還元、財務体質維持のバランスを勘案し、最適な資本構成を目指す。

株価動向からみたポイント

PBRは1倍割れから脱却し、一時1.5倍台に上昇

同社のPBRは長らく1倍割れが続いていたが、3月以降に1倍を上回った。株価上昇により一時は1.5倍台まで上昇した。

株価チャート



株価・指標

(表示単位未満四捨五入)

株価(24/6/11 終値)	3,110.0 円
年初来高値(24/5/28)	3,520.0 円
年初来安値(24/1/4)	1,423.0 円
連結 PER(25/3 期会社予想)	12.12 倍
連結 PBR(最新実績)	1.42 倍
基準 BPS	2,187.84 円
予想配当利回り(25/3 期会社予想)	3.34 %
1株当たり年間予想配当金	104 円
普通株発行済株式数	45,964 千株
普通株時価総額	1,429 億円

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 23/3 期(実績)	185,961	14.1%	8,428	11.1%	9,288	14.7%	6,626	14.7%	154.78
連 24/3 期(実績)	197,431	6.2%	10,877	29.1%	11,918	28.3%	9,087	37.1%	212.10
連 25/3 期(予想)	250,000	26.6%	15,000	37.9%	15,300	28.4%	11,000	21.1%	256.70

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

総合設備工事事業を展開

- (1) 会社概要：「建物のいのちをつくる」をスローガンに国内外の建築設備に貢献
- (2) 企業理念・経営理念
- (3) 会社沿革

2. 事業内容

- (1) 事業内容
- (2) 事業体制
- (3) 技術研究所
- (4) コスト構造
- (5) 海外展開
- (6) 研究開発、設備投資の状況
- (7) 資金需要、調達資金：同社グループの資本の財源、資金の流動性について
- (8) SWOT：強み／弱み、機会／脅威

3. 業界環境

市場規模は 2010 年代以降に再拡大

- (1) 建設業界の関連業種と主な企業
- (2) 建設投資額の推移
- (3) 建設工事費の動向
- (4) 建設業の 2024 年問題

4. 同業他社分析

売上高成長率は同業他社を上回る。ROE、利益率は引き上げ余地

- (1) 設備工事業界の同業者
- (2) 財務比較

5. 事業戦略・業績動向

- (1) 長期ビジョン、中期経営計画
- (2) 24/3 期実績





- (3) 25/3 期会社計画
- (4) 会社計画の傾向、業績を見る上でのポイント

6. 財務分析・資本戦略

- (1) ROIC（収益性）の分析
- (2) ROE の分析

7. 株価関連指標と株価の関係

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

8. 主な非財務情報

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

9. 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) 主な事業等のリスク

10. 財務関連データおよび指標

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

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

総合設備工事業を展開

(1) 会社概要：「建物のいのちをつくる」をスローガンに国内外の建築設備に貢献

空調設備、水道衛生設備、電気設備の工事を手掛ける総合設備工事企業。空調設備工事と水道衛生設備工事を合わせた空調衛生設備工事（管工事）が主力。1903年の創業以来、「建物のいのちをつくる」をスローガンに国内外の建築設備に貢献してきた。「建物のいのちをつくる」は、空気、水、光を届け、建物に「いのち」を吹き込んでいることを表している。2023年に創業120周年を迎えた。同業大手の中では創業時期が古く、長い歴史を有する企業である。

建設業界は、発注者から工事一式を請け負う総合建設会社であるゼネコン（general contractor：ゼネラル・コントラクターの略）と、専門的な工事分野を請け負う専門工事業者であるサブコン（subcontractor：サブ・コントラクターの略）に分かれる。ビルや産業施設などの建設工事では、完成までに数多くの工程を経る。これらのすべてをゼネコンが行うことはできず、建設工事の分野ごとに下請けに再発注する。ゼネコンが建設工事全体の取りまとめを行い、サブコンが専門分野ごとに工事を請け負うという役割分担により、建設は進められていく。国や自治体、民間企業といった工事の発注者を頂点に、元請けのゼネコン、下請けのサブコン、実際の工事を行う2次下請け（孫請け）の事業者が連なる（3次下請けのひ孫請けなどもある）ことから、建設業界は多重下請けのピラミッド構造といわれる。

なお、ゼネコンが工事一式を請け負い、サブコンに工事を外注する一括発注方式以外にも、発注者が建物などの建築工事と設備工事を別々の会社に発注する分離発注方式などもある。

同社はサブコンの中でも設備工事を請け負う専門工事業者。設備工事には、電気設備、空調設備、水道衛生設備、電気通信設備などがある。サブコンも担当箇所の工事全体の品質、安全、工程、資材費の管理など施工管理業務を担うのが通常で、実際の施工を行う中小の事業者を取りまとめる役割を担う。

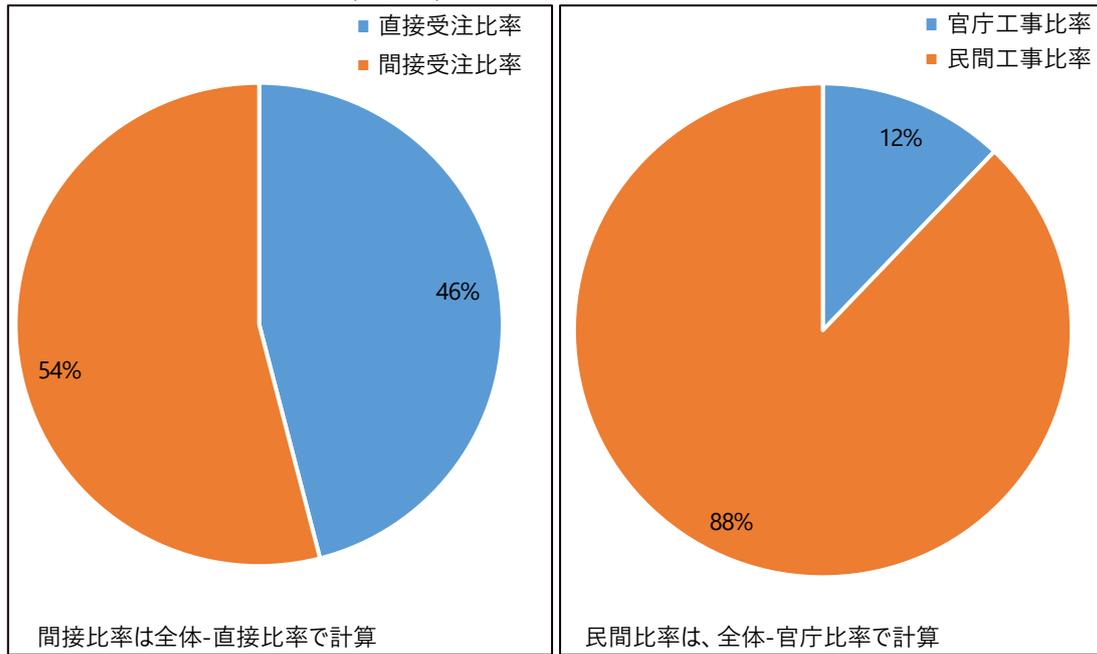
各種設備工事は同社のようなサブコンがゼネコンから請け負うが、設備が重要な工事ではサブコンはゼネコンではなく、発注元から直接工事を請け負うことも多い。サブコンは建設工事において重要な役割を担っている。

同社は受注工事高の46%（24/3期）が直接受注だった（図表1-1）。また、発注元を民間と官庁に分けると、民間からの受注が多くを占める。





図表1-1. 受注工事高の構成比(24/3期)



(出所)会社資料で当研究所作成





(2) 企業理念・経営理念

企業理念

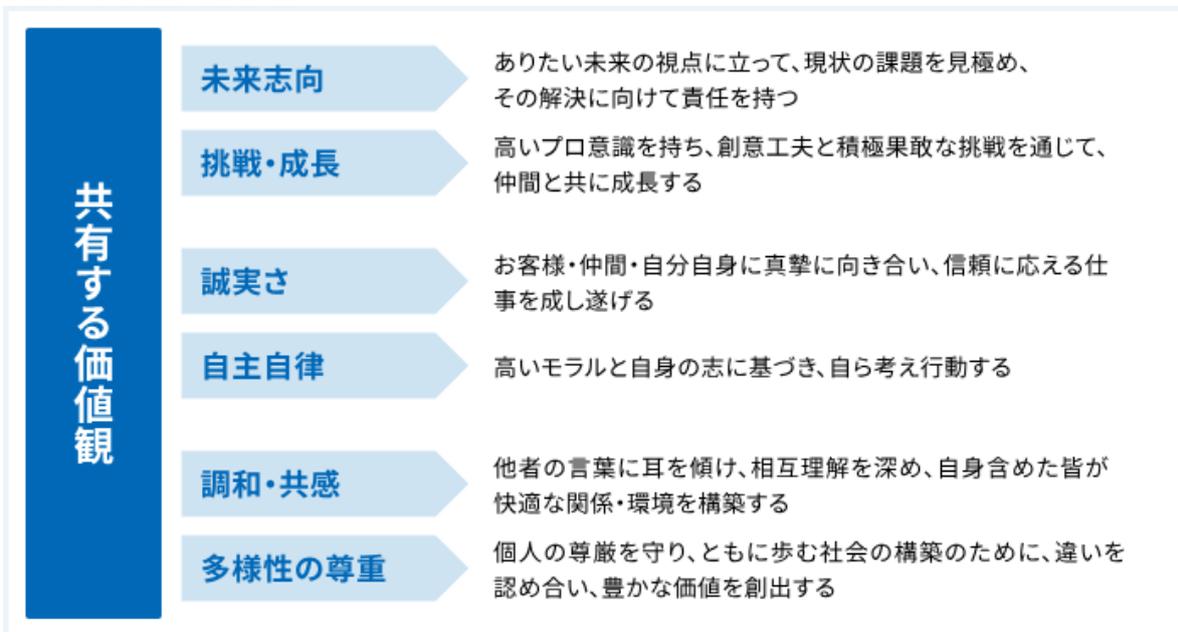
地球と社会と私たちの未来に、安全・快適・信頼の空間価値を届ける。

高い技術力とイノベーションによって、安全・快適・信頼という空間への付加価値を提供し、いつの時代にも地球環境と調和しながら社会の発展の一翼を担い、人びとの毎日を支え続ける企業グループでありたい。

共有する価値観

同社では、「『人』は最大の資産である」との考えのもと、企業理念を実現するため次の6つの価値観を社員と共有するとともに、その行動を評価し実践できる人材の育成に取り組んでいる。

図表1-2. 共有する価値観



(出所) 会社ホームページ

(3) 会社沿革

1903（明治 36）年、創業者の菅谷元治氏が大阪市北区に開設した菅谷商店が前身で、工業生産に必要な機械、電気器具等の販売を開始。06年には「村井菅谷営業事務所」を開き、暖房工事業にも進出した。日本は産業の重工業化など時代の転換期を迎えており、電気利用も本格化の兆しをみせていたことから、07年、電気工事業を専業として、商号を「大阪電気商会」に改称。12年には、名古屋、東京に出張所を開設（21年に支店に昇格）。15（大正 4）年には、「村井菅谷営業事務所」の営業権を譲り受け、「大阪暖房商会」を設立。18年に「大阪電気商会」と「大阪暖房商会」を統合。「社名を人の記憶に残すことが秘訣だ」との創業者の考えにより、長い社名の「合資会社大阪電気商会大阪暖房商会」を設立した。





戦後は高度成長期に進む中、建築ブームが到来。建設工事量の増大は建築設備業界にも寄与したが、建築設備工事も海外との技術交流によって大きく変貌。設備の重要性が高まり、建築費に占める設備工事費のウエートが拡大。超高層ビルの登場を契機とした施工規模の大型化・高度化への対応と産業の発展とともに精密な制御の設備を求められるようになった。65（昭和 40）年、「大阪電気暖房」に商号を変更。68 年には先端技術の導入と蓄積のため、技術本部を新設。同社の業容も拡大し、日本武道館（64 年）のほか、大阪万博（70 年）で複数のパビリオンの設備を担当するなど、多くの著名工事を手掛けた。75 年、大証 2 部に上場（81 年に 1 部に指定替え）。84 年、技術研究所を設立。インテリジェントビルやクリーンルーム対応の研究開発を推進。87 年、現商号に変更。バブル景気による空前の建築需要を背景に同社も業績を拡大し、93（平成 5）年には東証 1 部に上場。関西国際空港旅客ターミナルビル（94 年）、長野オリンピック記念アリーナ（96 年）などの大型プロジェクトに参画。なお、99 年、新社長に菊地比呂志氏が就任。創業家以外で初の社長誕生となり、以降同族経営の影響は徐々に薄れていく。

2000 年代に入ると、バブル景気崩壊の影響やリーマンショック等で国内の景気は低迷。同社の受注も影響を受ける中、経営項目として営業利益目標の達成を最優先事項とし、利益体質を強化。各支店で利益の上がりやすい中小型工事を優先する風土が出来上がった一方、売上高拡大に向け、産業施設工事や海外事業、大型工事等を積極的に推進。

近年は伝統的に強みを持つ病院のほか、オフィスビルや工場、データセンターなど幅広い分野の建築物の設備を手掛ける。環境問題にも積極的に取り組んでおり、省エネルギーと太陽光発電で年間の消費エネルギー量が正味ゼロになることを目指した ZEB（ネット・ゼロ・エネルギー・ビル）の開発を推進。16 年の九州をはじめとして四国、北海道など自社の支店を ZEB 化することで、ZEB に関する技術力の蓄積に注力。新規事業分野の育成にも力を入れており、17 年には再生医療事業部を創設し、オープンイノベーションラボ「セラボ殿町」を川崎市に開設。細胞培養加工施設（CPF）等を提案し、顧客の拡大に努めている。





図表1-3. ダイダンの沿革

年月	出来事
1903年03月	創業者の菅谷元治が、大阪市北区に工業生産に必要な機械、電気器具、鉄材等の販売を手掛ける菅谷商店を開設。
1907年01月	電気工事業を専業とし、商号を大阪電気商会と改める。
1909年03月	電気、暖房ともに業務が繁忙になり人員も増えたため、大阪市西区に事務所を移転。
1915年04月	村井菅谷営業事務所の営業権を譲り受け、新たに大阪暖房商会を発足。
1918年03月	大阪電気商会と大阪暖房商会を統合。
1933年10月	大阪市西区に大阪電気商会大阪暖房商会を設立。 電気、電話、信号等の総合電気工事、冷暖房、給排水、衛生設備等の諸工事の請負工事を開始。
1943年09月	商号を大阪電気鉄管工業に変更。
1946年12月	商号を大阪電気商会大阪暖房商会に変更。
1965年01月	商号を大阪電気暖房に変更。
1968年10月	先端技術の導入と蓄積のため技術本部を新設。
1975年10月	大阪証券取引所市場第2部に上場。
1977年06月	海外事業部を設立、同年8月にシンガポールに駐在員事務所を設置。
1979年01月	シンガポール駐在員事務所を支店に昇格。
1981年09月	大阪証券取引所市場第1部銘柄に指定。
1983年02月	本店新社屋を大阪府大阪市西区江戸堀に竣工。
1984年08月	THAI O.D.D CO., LTD.を設立（2008年1月にDAI-DAN(THAILAND)CO., LTD.に社名変更、現 連結子会社）。
1984年10月	技術研究所を埼玉県入間郡三芳町に竣工。
1987年04月	商号を現商号のダイダンに変更。
1993年08月	東京証券取引所市場第1部に上場。
1996年05月	八尾研修所を大阪府八尾市に竣工。
2003年03月	創業100周年を迎える。
2016年05月	エネフィス九州（九州支社）竣工、支社ビルの建替えに合わせ、ZEB（ネット・ゼロ・エネルギー・ビル）化を実証する施設として建設。以降、他支店でもZEB化を推進。
2017年04月	再生医療分野の産業化への貢献を目指したオープンイノベーションを進めるためオープンラボ「セラボ殿町」を開設。
2020年02月	セラボヘルスケアサービスを設立（現 非連結子会社）。
2020年10月	DAI-DAN(VIETNAM)CO., LTD.を設立（現 非連結子会社）。
2021年09月	シンガポールにDAI-DAN INTERNATIONAL ASIA PTE. LTD.を設立（現 連結子会社）。
2022年03月	台湾大暖股份有限公司を設立（現 非連結子会社）。
2022年04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。

(出所)有価証券報告書、統合報告書等で当研究所作成





図表1-4. 著名施設の建設に参画。2000年までの主な施工実績

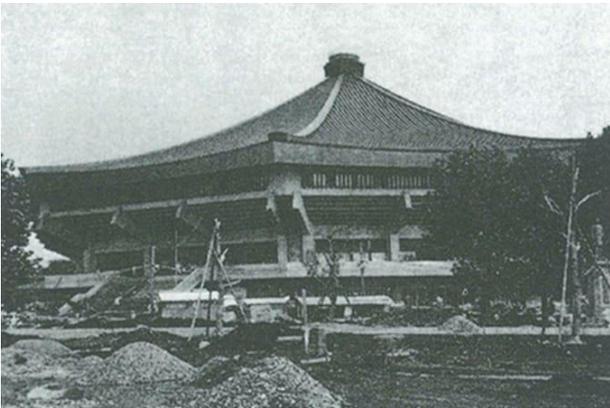
・住友総本店(大阪市)1907年(明治40年)竣工



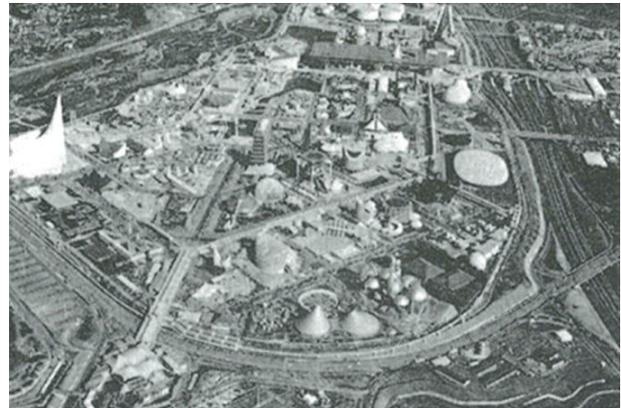
・日本銀行本店(東京都中央区)1931年(昭和6年)竣工



・日本武道館(東京都千代田区)1964年(昭和39年)竣工



・日本万国博覧会(大阪府吹田市)1970年(昭和45年)竣工



・長野オリンピック記念アリーナ(エムウェーブ)(長野県長野市)1996年(平成8年)竣工



・関西国際空港旅客ターミナルビル(大阪府泉佐野市)1994年(平成6年)竣工



(出所)会社ホームページ



2. 事業内容

(1) 事業内容

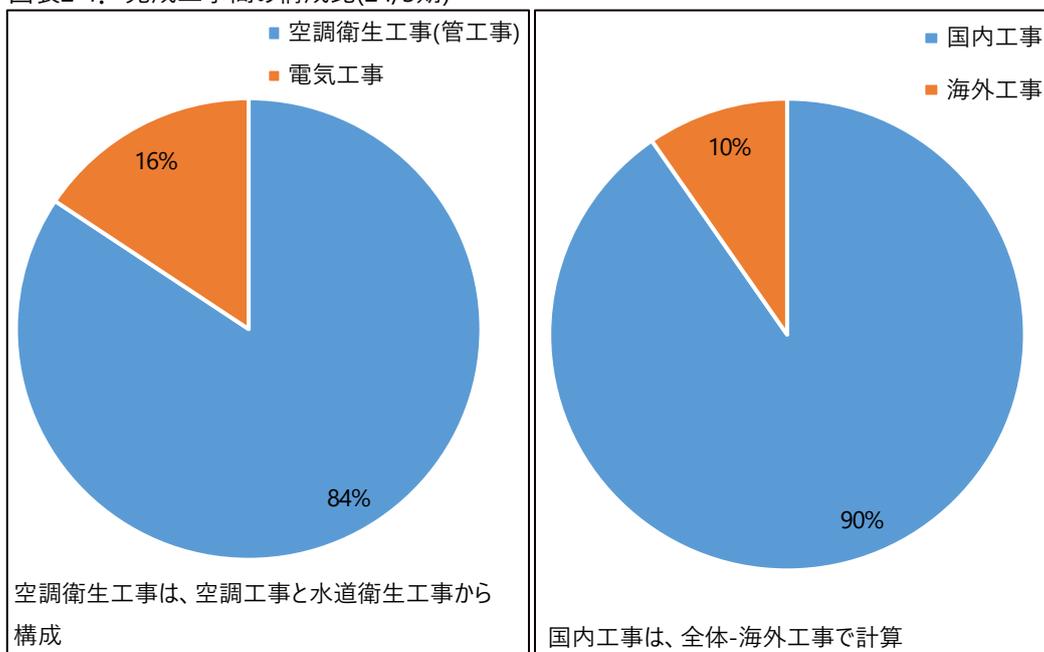
空調設備、水道衛生設備、電気設備の各工事の設計、監理、施工が主な事業。空調工事と水道衛生工事を合わせて管工事という括りになっている。管工事は国土交通省の建設業許可に示された分類。建設業許可は、一式工事 2 種類と専門工事 27 種類の計 29 業種に分類されており、建設工事を請け負うには工事の種類ごとに許可が必要となる。同社が関連するのは、主に管工事と電気工事。なお、管工事は空調衛生工事という名称がよく使われるため（後述の資料では空調衛生工事）、空調衛生工事を主に使用する。

専門工事の分類では、空調衛生工事（管工事）は、冷暖房、冷凍冷蔵、空気調和、給排水、衛生等のための設備を設置し、または金属製等の管を使用して水、油、ガス、水蒸気等を送配するための設備を設置する工事を指す。冷暖房設備工事、冷凍冷蔵設備工事、空気調和設備工事、給排水・給湯設備工事、厨房設備工事、衛生設備工事、浄化槽工事、水洗便所設備工事、ガス管配管工事、ダクト工事、管内更生工事が該当する。

電気工事は、発電設備、変電設備、送配電設備、構内電気設備等を設置する工事を指す。発電設備工事、送配電線工事、引込線工事、変電設備工事、構内電気設備（非常用電気設備を含む）工事、照明設備工事、電車線工事、信号設備工事、ネオン装置工事が該当する。

売上（=完成工事高）構成比（24/3 期）は、空調工事と水道衛生工事から構成される空調衛生工事（管工事）84%、電気工事 16%。国内工事 90%、海外工事 10%（海外の状況は後述）。

図表2-1. 完成工事高の構成比(24/3期)



(出所)会社資料で当研究所作成





空調設備

空調設備は、オフィスビルなどの一般空調設備から、半導体製造などに必要な精密空調設備など多岐にわたる。ネット社会を支える大規模なデータセンター（DC）では、冷涼な外気を適切に導入して空調エネルギーを低減する技術や、冷房した空気を効果的に IT 機器に届ける気流制御など、同社の空調技術が数多く採用されている。また、再生可能エネルギーである地中熱を空調用熱源とする技術も積極的に取り入れ、建物の ZEB 化に活かしている。空調設備工事は、空調設備を建物に取り付ける設置工事や、稼働させるのに必要な配管工事などを指す。

図表2-2. 空調設備



(出所)会社ホームページ

給排水衛生設備

水を限りある資源と捉え、給水と排水だけでなく、雨水利用や排水の再利用も給排水衛生設備の大切な役割と考え、水資源の保全に配慮した設備を手掛けている。さらに配管技術を活かし、さまざまな工場で機器の稼働などに必要な圧縮空気やガス・薬液など、生産に欠かせない重要な材料を必要な場所にとどけるユーティリティ配管設備の設計・施工も担っている。

【給排水設備】

給水と排水を行う配管設備を建物内部に設置する工事を行う。安全な水、衛生的なトイレ、使いやすい浴室など、身近で不可欠な水回りの設備。

【消火設備】

万一の火災の時に確実に動作し、十分な機能を発揮することで、いのちと財産を守るのが消火設備。



【ユーティリティ設備】

プラントや工場などの生産設備に必要な冷却水、圧縮空気、燃料などを供給する配管設備。圧力や腐食に耐える配管・継ぎ手の最適な選定、高度な施工の技術で応える。

図表2-3. 給排水衛生設備



(出所)会社ホームページ

電気設備

電気設備は、建物の省エネルギー化と脱炭素化、再生可能エネルギーの効果的な利用のために重要な設備。高効率な受変電設備や、電力を創出する太陽光発電設備、省エネルギー化に寄与する LED 照明設備、さらには最適利用のための蓄電池設備や、IoT 技術を用いた制御システムなど、さまざまな設備から構成されている。同社は、これらの設備を最適に組み合わせ、建物の ZEB（ネット・ゼロ・エネルギー・ビル）化や、災害発生時の事業継続計画（BCP）対策に必要な設備など、多岐にわたる設備を提供している。電気設備工事は、建物内で電気を使用できるように、電線から建物内へ電気を引き込み、引き込んだ電気を各機器へ供給する工事。



図表2-4. 電気設備



(出所)会社ホームページ

(2) 事業体制

< 設備工事業 >

同社が受注した工事のうちの一部については、国内ではダイダンサービス関東、ダイダンサービス関西、大電工事、岡山大電設備、九州大電設備、熊本大電設備、ダイダンサービス中部が、シンガポールでは DAI-DAN INTERNATIONAL ASIA PTE. LTD. が施工を担当している。

タイの DAI-DAN (THAILAND) CO., LTD. 、ベトナムの DAI-DAN (VIETNAM) CO., LTD. 、シンガポールの DAI-DAN INTERNATIONAL ASIA PTE. LTD. に対して同社が技術支援を行っている。また、シンガポールの Presico Engineering Pte. Ltd. はシンガポールを中心に設備工事業を行っている。

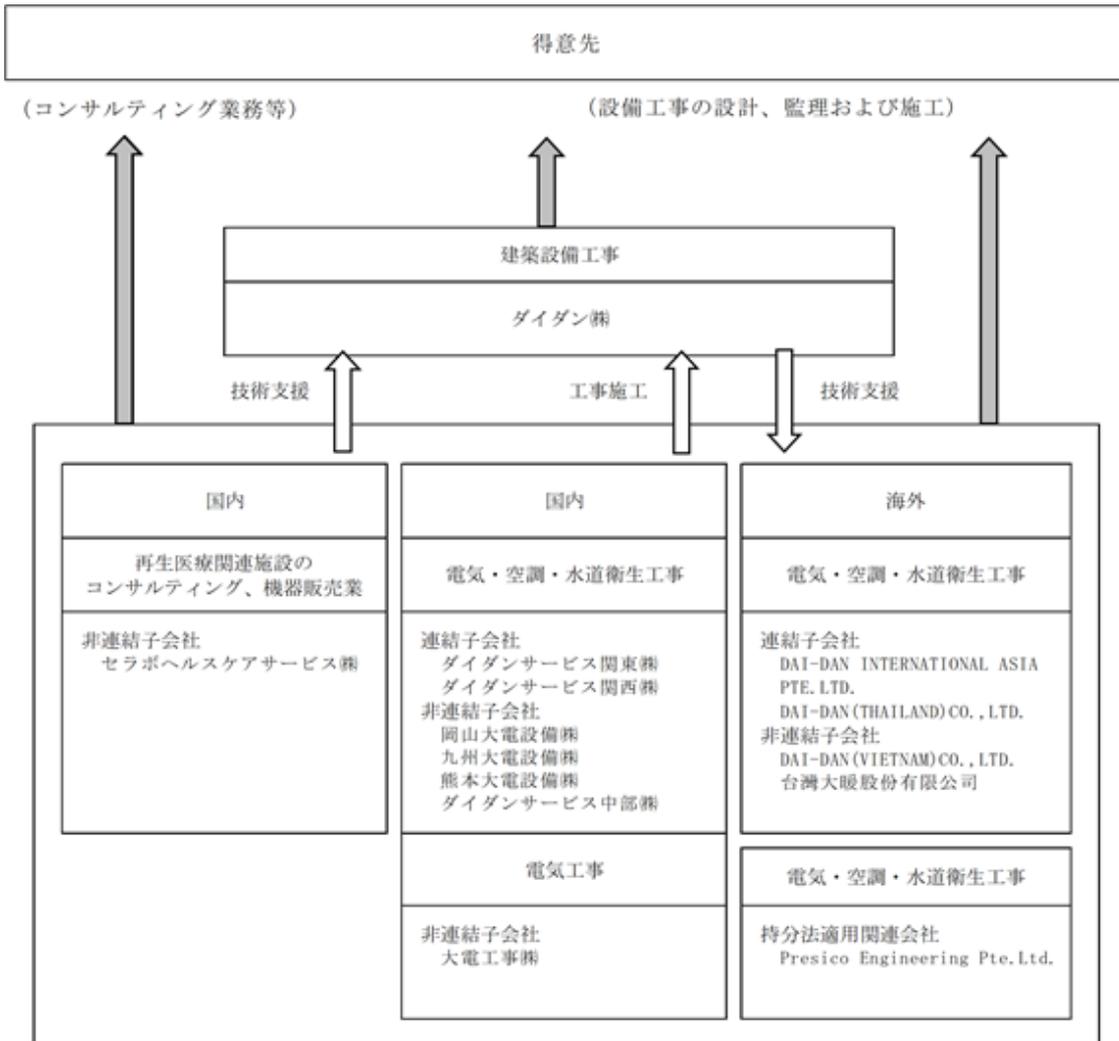
< その他 >

セラボヘルスケアサービスは、再生医療関連施設に関するコンサルティング、機器の販売業務を行っている。台湾大暖股份は、有力な半導体メーカーの集積する台湾で、通常は廃棄されていた使用済みエアフィルターを再生するサービスを行っている。





図表2-5. 事業系統図



(出所)有価証券報告書(23/3期)





図表2-6. 関係会社の状況

名称	住所	資本金	主な事業内容	議決権の所有割合 (%)	関係内容
連結子会社					
ダイダンサービス関東	東京都江東区	1億円	電気・空調・水道衛生設備工事の設計、監理、施工	100.0	同社の工事施工に伴う工事の一部を受注
ダイダンサービス関西	大阪市浪速区	1億円	電気・空調・水道衛生設備工事の設計、監理、施工	100.0	同社の工事施工に伴う工事の一部を受注
DAI-DAN (THAILAND) CO., LTD.	タイ・バンコック市	20百万タイバーツ	電気・空調・水道衛生設備工事の設計、監理、施工	49.5 [50.5]	同社からの技術援助
DAI-DAN INTERNATIONAL ASIA PTE.LTD.	シンガポール	5百万シンガポールドル	電気・空調・水道衛生設備工事の設計、監理、施工	100.0	同社からの技術援助 同社の工事施工に伴う工事の一部を受注
持分法適用関連会社					
Presico Engineering Pte.Ltd.	シンガポール	2百万シンガポールドル	電気・空調・水道衛生設備工事の設計、監理、施工	40.0	-

(注)DAI-DAN (THAILAND) CO., LTD.の議決権の所有割合の[]内は、緊密な者または同意している者の所有割合で外数
また、持分は100分の50以下だが、実質的に支配しているため、連結子会社としている
(出所)有価証券報告書(23/3期)で当研究所作成

(3) 技術研究所

技術研究所は、研究棟・新研究棟・実証実験棟・超臨界 CO2 プラントの 4 つの施設で構成され、開発技術を紹介する展示エリアのほか、研究開発のプラットフォームとして専門的・多目的な実験室を備えている。

・新研究棟

新研究棟では、建物全体を実験設備として、実際の運用を通じた省・創・蓄エネルギーに関する研究開発を行っている。その他、特殊な環境の実験が可能な実験室も備えている。また展示エリアも設けている。

・研究棟

研究棟は、研究・開発の拠点。オフィスフロアの中には、社員のリフレッシュや情報交換のための空間を設け、新たなアイデアの創出につなげている。

・実証実験棟

実証実験棟では、モックアップ実験などの検証を行っている。

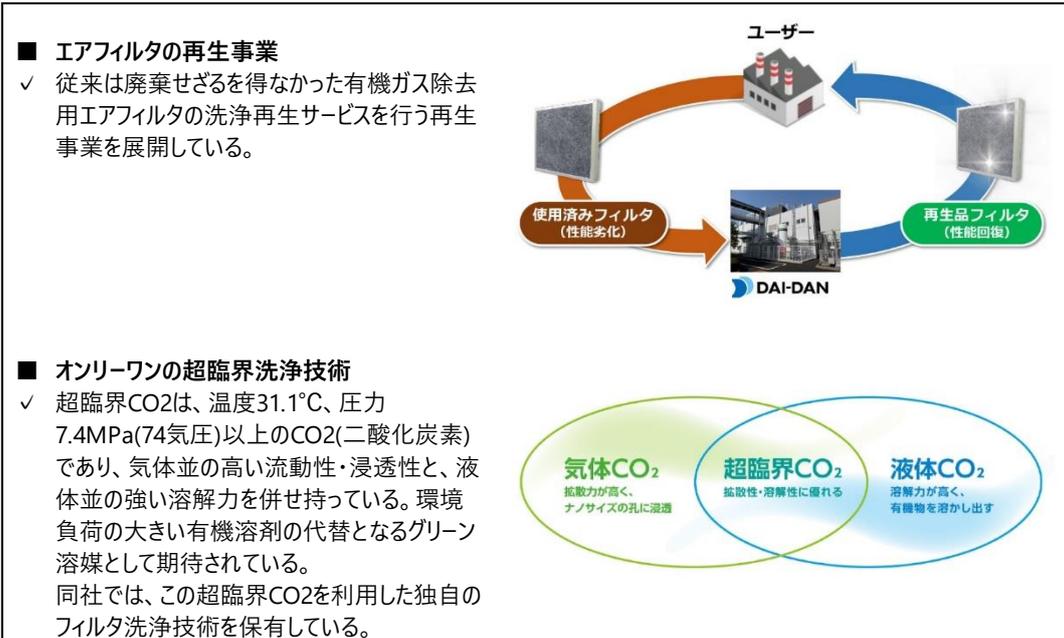
・超臨界 CO2 プラント

超臨界 CO2 プラントでは、エアフィルタの再生事業を行っているほか、超臨界 CO2 技術を活用した研究開発も行っている。エアフィルタの再生事業は、地球環境の保全や SDGs の達成を目的として、有機ガス除去用エアフィルタの再生を行うもの（図表 2-7 参照）。





図表2-7. エアフィルタ再生の特徴



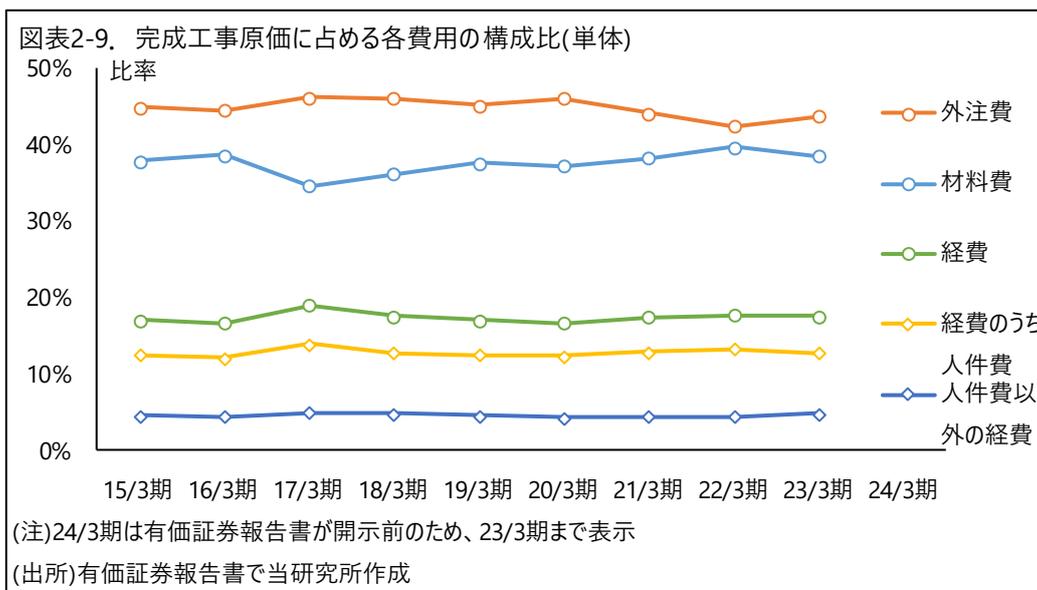
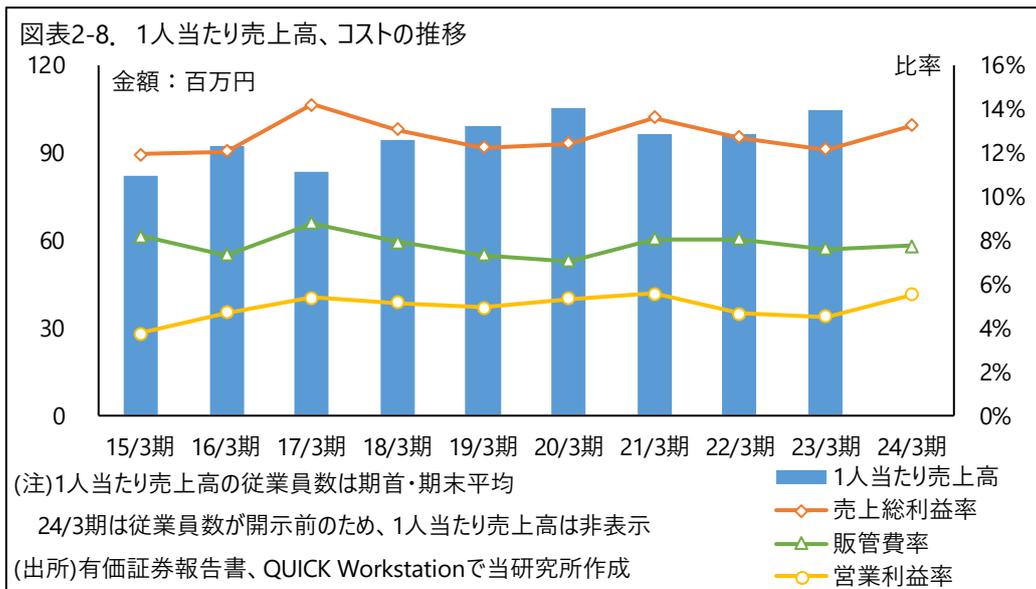
(出所)会社ホームページの内容で当研究所作成

(4) コスト構造

直近 10 期の売上総利益率、販管費率、営業利益率の推移（図表 2-8 参照）をみると、変動が比較的小さく、各比率が安定している。営業利益率は 5%程度前後で推移。売上総利益率と販管費率は、各々 13%前後、8%前後である。1 人当たり売上高（24/3 期は期末従業員数が未公表のため、23/3 期まで）をみると、15/3 期は 82 百万円だったが、20/3 期と 23/3 期は 1 億円を超えた。

原価の明細は通常、有価証券報告書で単体しか開示されないが、同社の連単倍率は 1 倍強（24/3 期は売上高、原価ともに 1.06 倍）にとどまることから、単体であっても原価構成を把握する参考になる。なお、24/3 期は有価証券報告書開示前であることから、23/3 期までの分析（連単倍率は 24/3 期より低い）とする。完成工事原価に占める各費用の割合（23/3 期）は、外注費 44%、材料費 39%、経費 18%の順だった。経費のうち、人件費は 13%、それ以外 5%。前述したように、同社は設備工事を請け負うが、施工管理などが主だった業務であることから、人件費の割合は低く、外注費の割合が高い。





建設業に特有の勘定科目

建設業界の財務諸表は一般企業と異なる勘定科目がある。図表 2-10 に代表的な勘定科目の対応を示した。表に示した以外にも、同社では、受注高は受注工事高、受注残高は繰越工事高が使われる。



図表2-10. 建設業界に特有の勘定科目

勘定科目	説明
完成工事高	売上高に相当
完成工事原価	売上原価に相当
完成工事総利益	売上総利益に相当
完成工事未収入金	売掛金に相当
未成工事支出金	棚卸資産(仕掛品)に相当
未成工事受入金	前受金に相当
工事未払金	買掛金に相当

(出所)各種資料で当研究所作成

全従業員の給与のベースアップを実施

同社では、2024年4月より全従業員に対しベースアップを行い、定期昇給を含め平均5%程度の賃上げを実施した。今回のベースアップは、昨今の急激な物価上昇を鑑み、従業員が安心して働ける生活基盤を整え、働きがいの向上を目的とした給与水準の見直しとしている。また、時間外労働の削減に取り組む中、さらなる業務の効率化が求められる現場従事者に対し、各種手当の見直しも併せて行う。人材の獲得競争が激しさを増している状況から、採用競争力を強化し将来を担う優秀な人材を確保するため、新卒初任給引き上げを実施する。

同社は24年4月（24年度）からのベースアップに続いて、25年度、26年度と継続的なベースアップを実施する予定。

(5) 海外展開

海外事業は現在、シンガポール、タイ、ベトナム、台湾の4地域に展開している。シンガポールは海外事業の9割程度を占める中核拠点。政府や現地企業、外資系企業を主な顧客としており、現地に根付いている。タイは日系企業からの受注が主で日系のゼネコン経由の案件が多い。

同社の海外への進出時期は古く、同社の社史（ダイダン120年のあゆみ「100年史編」）によると、戦前から海外に進出していたようだ。戦後になると、1950年代に国内の紡績会社のブラジル進出に伴う現地の紡績工場の湿度調節工事を受注し、その後も国内紡績会社の海外工場での受注を重ねた。本格的に海外事業に乗り出すのは70年代以降になる。77年に海外事業部が発足。翌78年にはシンガポールでチャンギ国際空港旅客ターミナルの空調設備工事の案件を受注し、事業拡大の足掛かりとした。シンガポールでのビジネスは現在でも海外事業の中核になっている。

海外事業は、80年代半ばに中国で大きな損失が発生したことを契機に事業内容を見直しつつ、着実に規模を拡大。売上高は2000年代半ばに120億円前後に達した。しかし、売上高は拡大したものの、同時期に大型プロジェクトの採算悪化に見舞われたことから、これまでの方針を転換。海外事業を立て直すため、新規顧客の獲得を抑え、継続顧客からの案件に限定したことから、売上高は落ちこんだ。

19/3 期に経営体制が変わり、海外事業はこれまでの抑制路線から再び拡大路線に転換し、海外事業の再



構築と強化に乗り出した。その年にスタートした中期経営計画の事業戦略には「海外事業の再構築」を掲げ、22/3 期からスタートした中計では「海外事業の強化」を掲げた。海外事業の方針転換以降、海外と日本の連携を強化し、人事ローテーション、海外赴任準備研修、ローカル社員技術研修、各本部への定期報告などを継続的に実施している。

23 年 2 月には、シンガポールを中心に設備工事業を行う Presico Engineering Pte. Ltd.（以下 Presico 社）と株式譲渡契約を締結し、Presico 社を持分法適用関連会社とした。

各地域の概要は以下の通り。

シンガポール

1979 年にシンガポール支店を設立。シンガポール支店が最初に取り組んだ大型プロジェクトは、チャンギ国際新空港プロジェクト。チャンギ国際新空港をはじめ、各種プロジェクトに参画している。最近では大型化する病院やリゾート施設などにも積極的に取り組んでいる。2021 年、100 % 子会社の現地法人「DAI-DAN INTERNATIONAL ASIA PTE.LTD.」を設立した。今後は支店の機能を移管しながらシンガポールにおける事業の拡大につなげる方針。Presico 社は経営の自主性、ブランド力を維持しつつ、Presico 社が有するシンガポール設備工事市場での実績、および技術力・商圏等との相乗効果を通じて事業拡大を図る。

タイ

1984 年にダイダンタイランドを設立。タイ国内での日系工場向け設備工事会社として多くの工場新設工事に関わってきた。現在は工場の新設、増設工事だけでなく老朽化した設備の診断、維持、管理、更新、太陽光発電導入の工事などに活動の幅を広げている。ダイダンタイランドは、バンコク本社のほか、チョンブリ県・ランブーン県に営業所を設置し、三拠点体制で対応している。

ベトナム

2020 年にダイダンベトナムを設立。これまで日本からの技術者派遣など、ダイダングループが連携して立ち上げてきた。拠点は北側（ハノイ近郊）にあるが、南側（ホーチミン近郊）のプロジェクトにも対応できるよう、施工体制を整えている。

台湾

2022 年に台湾大暖股份有限公司（DAI-DAN Taiwan CO.,LTD.）を設立。台湾大暖股份有限公司は、電気・空調・水道衛生設備工事の設計、監理、施工フィルタ洗浄再生を手掛ける。

（6） 研究開発、設備投資の状況

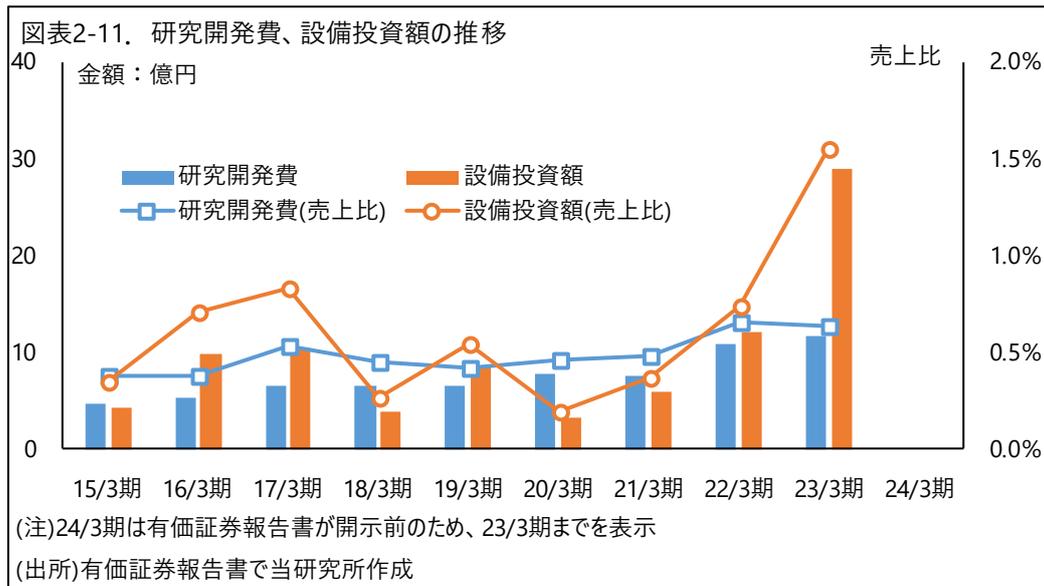
研究開発費や設備投資の金額のほか、直近の取り組みは、24/3 期の有価証券報告書（6 月 27 日公表予定）に詳しく開示される。ここでは同社がどのような取り組みをしているかを確認するために、古い 23/3 期の有価証券報告書をみてみたい。最新の情報は次回以降に更新する。





同社は、高度化・多様化する顧客のニーズに応え、サステナブルな社会の実現に貢献するための研究開発を推進している。また、継続的な成長を目指し、総合設備工事業の枠にとらわれない事業創出に向けた研究開発にも取り組む。23/3 期の研究開発費は 22/3 期比 9% 増の 12 億円で売上高の 0.6% を投じた。過去の推移をみると、研究開発費の売上比は 0.4~0.5% 程度で推移していたが、22/3 期は 0.7% と高めの投資となり、23/3 期も過去の売上比からは若干上昇した。

23/3 期の設備投資額は、22/3 期比 2.4 倍の 29 億円で売上比は 1.6% だった。北陸支店ビルの建設費用を中心に投資額が大きくなった。なお、設備投資総額の中にはソフトウェアが含まれる。



研究開発の内容 (23/3 期)

23/3 期の研究開発の内容をいくつか紹介する。24/3 期中に研究開発が進展しているケースがあることに留意されたい。

(1) カーボンニュートラル社会の実現に貢献する研究：CSV (Creating Shared Value：共通価値創造) 事業戦略のひとつとして、カーボンニュートラル社会を実現する ZEB (net Zero Energy Building の略。建物で消費するエネルギーを再生可能エネルギーでまかなう建物。正味の消費エネルギーがゼロとなる建物を ZEB [完全な ZEB]) の普及に取り組んでいる。自社ビルで ZEB 技術を検証するために「エネフィス九州」、「エネフィス四国」、「エネフィス北海道」を建設し、運用実態の評価を通じて ZEB 技術の有効性を研究してきた。23/3 期は、これらの実績と数多くの ZEB 施工実績から得られたノウハウをもとに、新たな自社ビルとして「北陸支店」を建設した。

(2) クラウド型監視制御システムの開発：クラウドコンピューティングにより監視制御ソフトウェアを提供するクラウド型監視制御システムを開発している。また、このシステムを活用し同社が設備運用サポートを継続的に提供するサービス「リモビス」の提供も開始した。23/3 期は 2 件の新規受注があり、リモビスのサービスを開始した。



(3) DXによる現場の施工効率化に関する研究：現在、建設分野においてもDX化は日進月歩の状況にあり、工事工程管理や資機材管理などの管理業務の効率化にとどまらず、工事作業の遠隔支援や工事完了後の品質確認なども効率化する技術が多く登場している。同社は、これまでに全方位（360度）カメラを用いた現場状況の3次元記録手法（Construction Visualizer 4D）を開発し、施工現場で試用しながら、さらなる利用価値向上を図ってきた。23/3期は、大学の協力を得て、3次元記録の測量精度の評価手法を開発した。これにより、本技術によって作成した3次元モデルの品質を平準化できるようになった。

(4) 再生医療分野向け独自技術開発：再生医療は、これまで治療が困難であった病気や怪我に対する新しい医療として注目されている。しかし、再生医療等製品の製造には品質管理や環境整備など多大なコストがかかるため、治療費が高額になり再生医療の普及を阻害する要因となっている。再生医療が普及するためには、有効性と安全性を確保したうえでコストを低減する必要がある。同社は、CSV事業創出の一環としてこの課題の解決に取り組んでいる。これまでに、設備設計で培った気流制御技術を生かし、低コストで使いやすい細胞調製施設や装置に関する研究を行ってきた。自社施設「セラボ殿町」に同社開発の「エアバリアブース」を用いてまったく新しい構造の細胞調製施設を構築し、綿密な検証を実施してその結果が評価された。これにより同施設を活用する関係会社が再生医療等製品の製造業許可を取得した。

(5) 超臨界二酸化炭素を用いた産業用ケミカルエアフィルタの再生に関する実用化開発：SDGsの達成に貢献する廃棄物削減の取り組みとして、超臨界二酸化炭素を洗浄溶媒とする産業用ケミカルエアフィルタのリユース事業（フィルタ再生事業）に取り組んでいる。国内の半導体業界を中心に着実に再生数を増やしている。半導体市場は国内外で増加傾向であり、半導体工場に欠かせないものであるフィルタ再生能力の強化は不可欠。そこで、大学や研究機関との共同研究で得られた再生効率向上技術を反映した新プラントを増設し、海外への事業展開に着手した。今後は、新プラントを用いた共同研究成果の検証を進め、再生効率向上に取り組む。また、超臨界二酸化炭素の制御ノウハウを生かした技術転用を見据え、異業種との連携を通じた様々な検証実験を進めていく予定。

(7) 資金需要、調達資金：同社グループの資本の財源、資金の流動性について

運転資金や通常の設定投資資金は、営業循環取引から生じる受取手形、電子記録債権の決済のほか、完成工事未収入金の回収による資金を運転資金の基礎とし、必要に応じ金融機関から資金の借入れにより調達することとしている。運転資金需要のうち主なものは、工事原価、販管費などの営業費用となる。運転資金の効率的な調達を行うため、取引銀行3行と貸出コミットメントライン契約を締結している。

設備工事業の特性上、入金よりも支出が先行する傾向があり、大型工事については立替額が多額となるケースもあることから、借入れによる一定の資金余剰が必要となっている。大規模な設備投資の計画が生じた場合については、計画時点の資金の流動性などを鑑み、都度、調達方法を検討する方針。

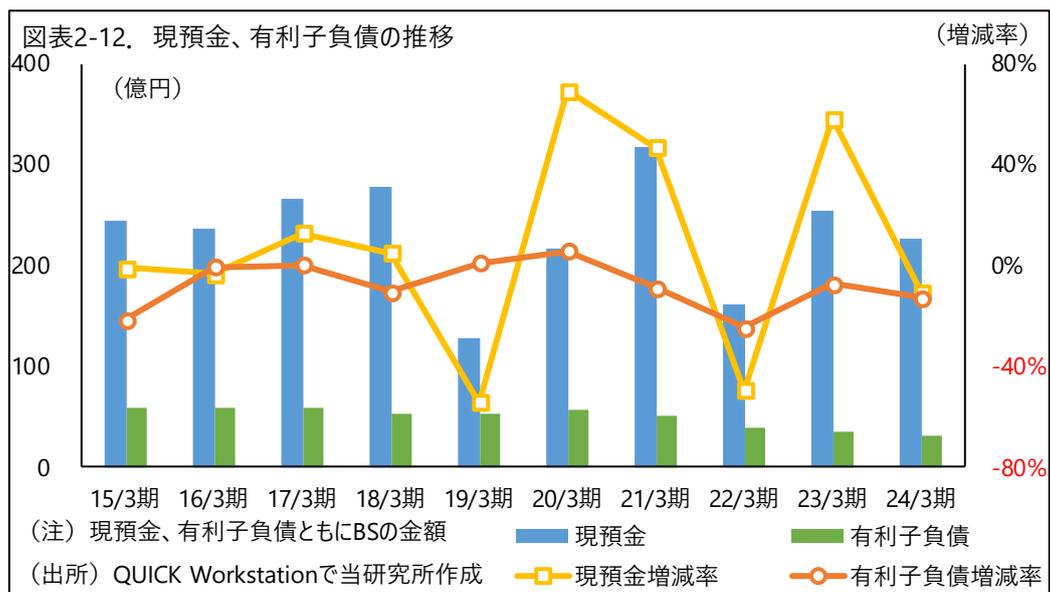


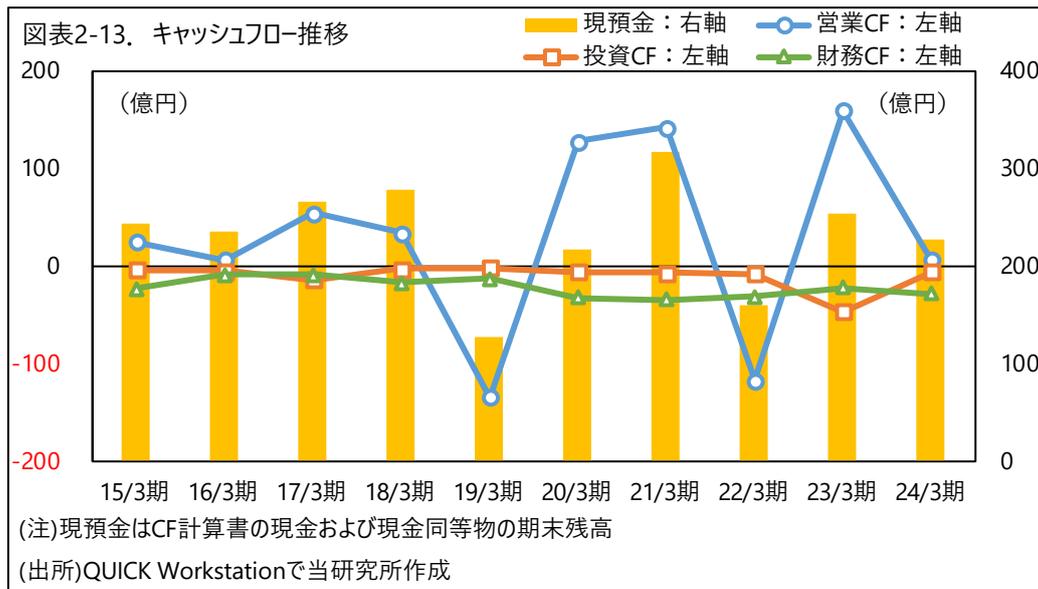


有利子負債、現預金の状況

24/3 期末の有利子負債（短期、長期の借入金）の残高は 32 億円、同期末の現預金の残高は 227 億円（図表 2-12 参照）であり、ネットキャッシュの状態にある。時系列でみると、有利子負債は長期的に緩やかに減少している。運転資本として短期借り入れで調達しているが、期中にほぼ同額を返済しており、長期借り入れも調達額より返済額が大きい期が多く、結果として有利子負債は減少傾向となっている。キャッシュフロー推移（図表 2-13 参照）をみると、概ね配当金の支払いに相当する金額が財務 CF のマイナスとなっている。一方、現預金は残高が大きく変動しているが、投資 CF のマイナスは每期それほど大きくなく、営業 CF の変動で説明できる。

19/3 期と 22/3 期に現預金が大幅に減少したのは、営業 CF が大幅なマイナスになったことによる。19/3 期は支払手形、電子記録債務の支払サイト（支払日までの猶予期間）を短縮した。具体的には協力会社との関係の強化・構築を図る目的で支払手形期日を 120 日から 60 日へ短縮したことが背景。22/3 期は手持ち工事から完成引渡しを迎える物件が少なく、支払いが先行したことから、営業 CF がマイナスとなった。24/3 期は売上高の増加に伴い工事原価の支払いが先行し、営業 CF は小幅なプラスにとどまった。投資 CF、財務 CF のマイナスを賄いきれず、現預金の減少につながった。





(8) SWOT : 強み / 弱み、機会 / 脅威

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

図表2-14. SWOT分析

	強み(Strengths)	弱み(Weaknesses)
内部要因	信頼関係 技術力 人材育成	電気工事分野の立ち位置 海外売上比率 設備工事業以外の収益源
	機会(Opportunities)	脅威(Threats)
外部要因	国内の需要動向 アジア地域の建設投資需要	労働力人口の減少 競合他社 中長期的な国内市場の伸び悩み

(出所)会社資料、ヒアリングで当研究所作成

強み(Strengths) : 生かすべき強み

- ・信頼関係 : 長年にわたり取り引きが続く顧客や協力会社が多くあり、信頼関係を築いている。
- ・技術力 : 空調衛生工事 (管工事) 事業、電気工事業ともに、長年の事業歴によって培われた、豊富な実績と技術力を有する。
- ・人材育成 : 新入社員は 6 カ月の研修期間を設けており、加えて、技術社員には各現場での現場研修 6 カ月間も行っている。以降も、各年代での研修を実施するなど、人材育成に力を入れている。





弱み(Weaknesses)：克服すべき課題

- ・電気工事分野の立ち位置：空調衛生工事（管工事）分野では業界大手の位置にいるが、電気工事分野は有力な競合企業が多く、業界内での位置は高くない。
- ・海外売上比率：海外事業は再強化に乗り出しているが、同業大手に比べると海外売上比率がまだ低い。展開地域はシンガポール、タイ、ベトナム、台湾への進出にとどまっており、売上高もシンガポールに偏っている。
- ・設備工事業以外の収益源：設備工事業の技術を生かして他分野に進出して成果を上げている同業他社もあるが、同社は設備工事以外の収益源が乏しい。

機会(Opportunities)：捉えるべき機会

- ・国内の需要動向：クラウドサービスなどの需要増から DC（データセンター）の新增設が相次いでおり、受注機会が増えている。台湾 TSMC や日本のラピダスなど半導体関連企業による半導体関連施設への投資需要の増大が期待される。
- ・アジア地域の建設投資需要：経済成長が続くアジア地域は建設需要の増大が見込まれる。

脅威(Threats)：回避・対処すべき脅威

- ・労働力人口の減少：少子高齢化により労働力人口は減少する見通し。建設業界は労働集約的な面が多く、建設業の従事者が減少すると受注の制約になる。
- ・競合他社：設備工事業を手掛ける競合他社は多く、需要動向次第では競争が激化する恐れがある。
- ・国内市場の中長期的な伸び悩み：現在は国内の建設投資が増えているが、中長期的には市場が伸び悩む可能性がある。

以上を整理すると、国内では DC や半導体関連施設といった産業施設への投資需要を捉えることで事業成長につながりそうだ。同社はこれら産業施設工事の拡大を事業拡大の柱の一つに据えている。なお、半導体関連施設は一般的な建物の空調衛生設備工事に比べるとより高度な技術力が求められる分野。同社は施工実績がありノウハウを有する。一方、国内は労働力人口の減少が続く見通しで、建設業の従事者不足がボトルネックになりそうだ。また、国内市場は中長期的には伸び悩む可能性もあり、成長を続けるために海外を強化するのは避けて通れない路線と考えられる。

弱みとしてあげた 3 つのポイントについて、中期経営計画（後述）では、電気工事業は変革する事業としてテコ入れする。海外事業は成長をけん引する事業と位置付ける。設備工事業以外の収益源は、新規事業として再生医療事業に進出しており、育成する方針。





3. 業界環境

市場規模は 2010 年代以降に再拡大

(1) 建設業界の関連業種と主な企業

建設業は日常生活に不可欠なインフラや建物を作る仕事。建設業は大別すると土木と建築に分類できる。土木は、道路や橋、トンネル、水道などのインフラを作る。建築は住宅やビル、学校、工場などの建築を行うといった違いがある。建築基準法によると建築は、「建築物を新築し、増築し、改築し、又は移転すること」。建設業の顧客は土木、建築ともに、政府と民間に分類できる。また、建築は住宅と非住宅に分けられる。

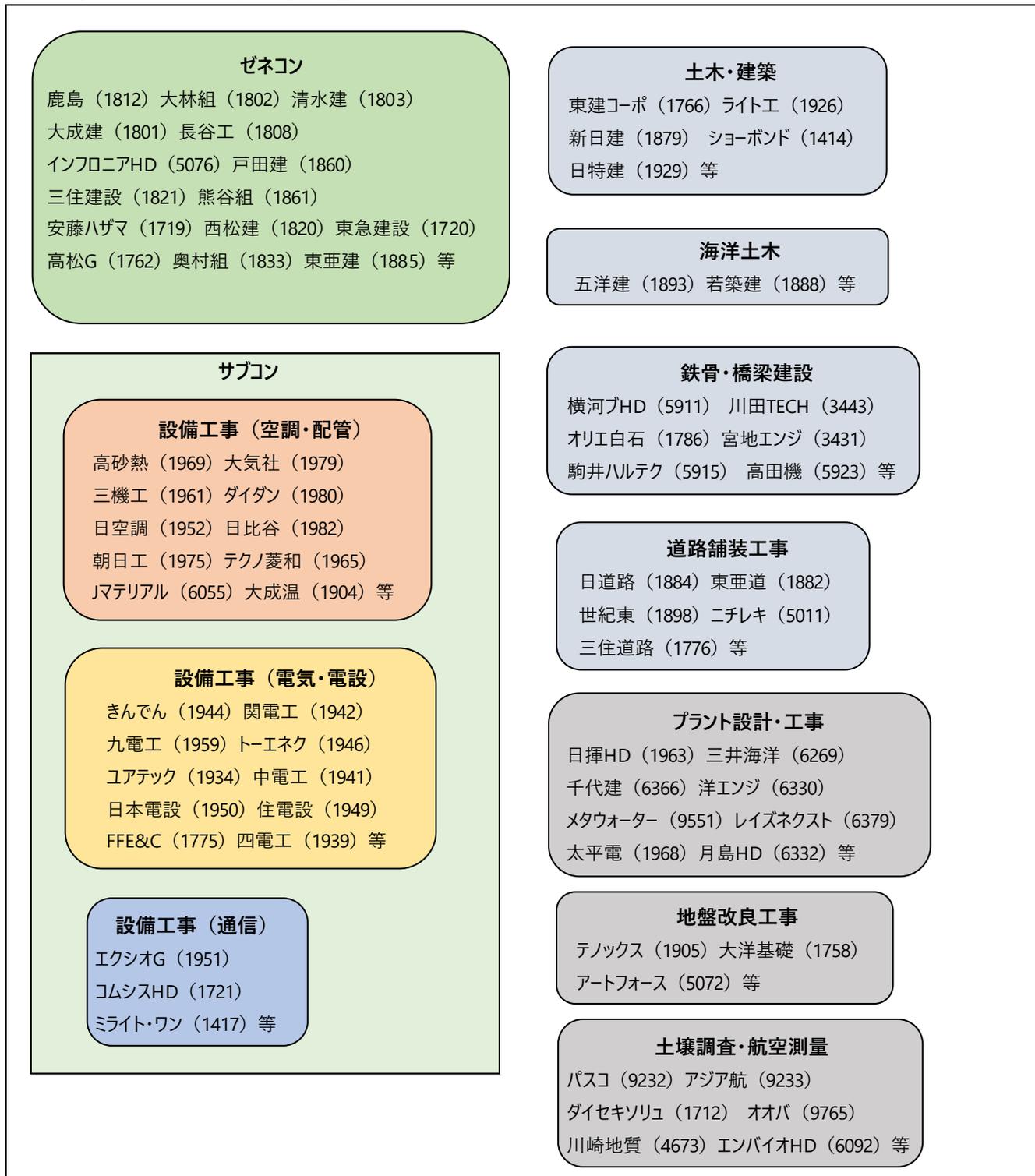
建設業界の関連業界と主な企業を図表 3-1 に示した（分類方法は、日経 NEEDS の業種分類による）。ゼネコンやサブコンのほかに、埋立、護岸（ごがん）、海底トンネル工事など海洋工事に携わる海洋土木、橋梁の建設に携わる鉄骨・橋梁建設、道路舗装工事などがある。





図表3-1. 建設業界の関連業種と主な企業一覧

24年6月10日時点



(注1)業界分類はQUICK Workstationの日経NEEDS業種の建設・土木 (小分類) による

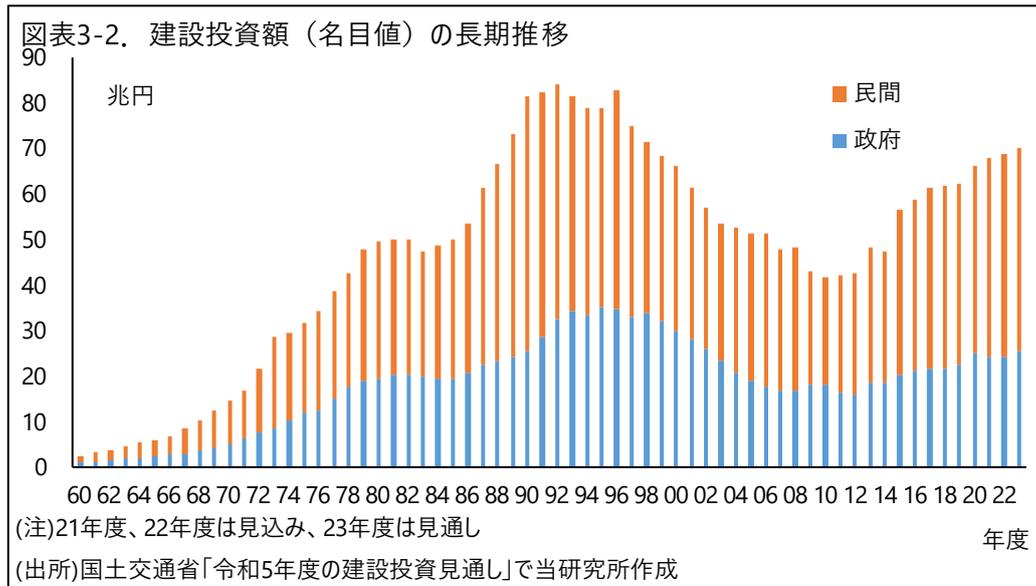
(注2)各社の業種は、複数業種にまたがって事業を展開していても主業種をもとに分類

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



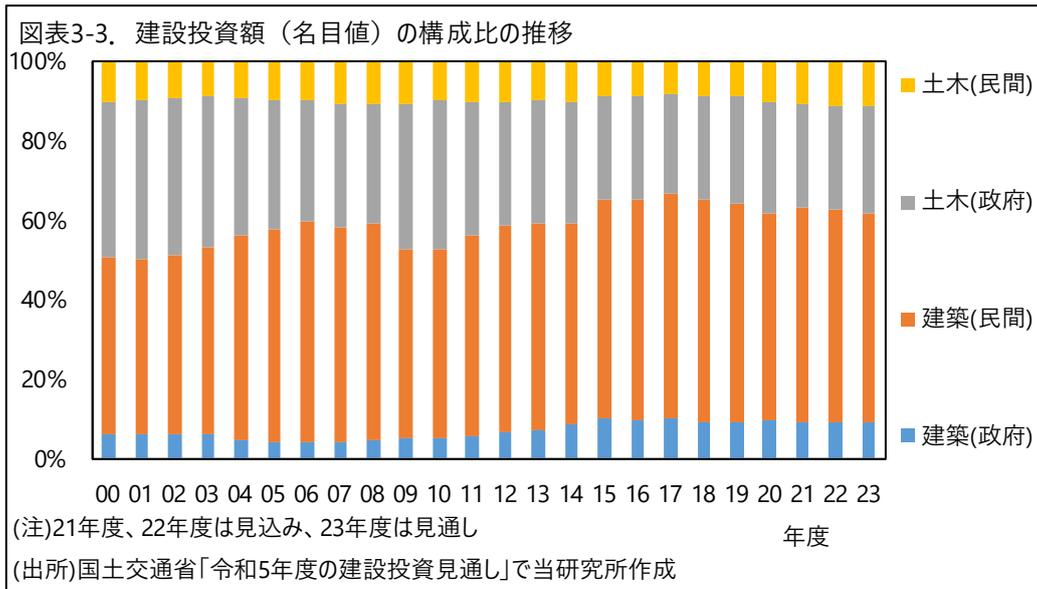
(2) 建設投資額の推移

国内の建設投資額をみると、国土交通省の建設投資見通し（令和 5 年度）によると、2023 年度の総投資額は 70 兆円となる見通し。総投資額は 1980 年代まで右肩上がりが増加したが、90 年代に入ると 92 年度の 84 兆円をピークに減少傾向に転じた。2000 年代に入ると減少傾向に拍車がかかり、10 年度は 42 兆円とピーク時から半減した。以降は、東日本大震災の復興需要などから、回復傾向となっている。23 年度は 98 年度以来四半世紀ぶりの 70 兆円台となる見通し。



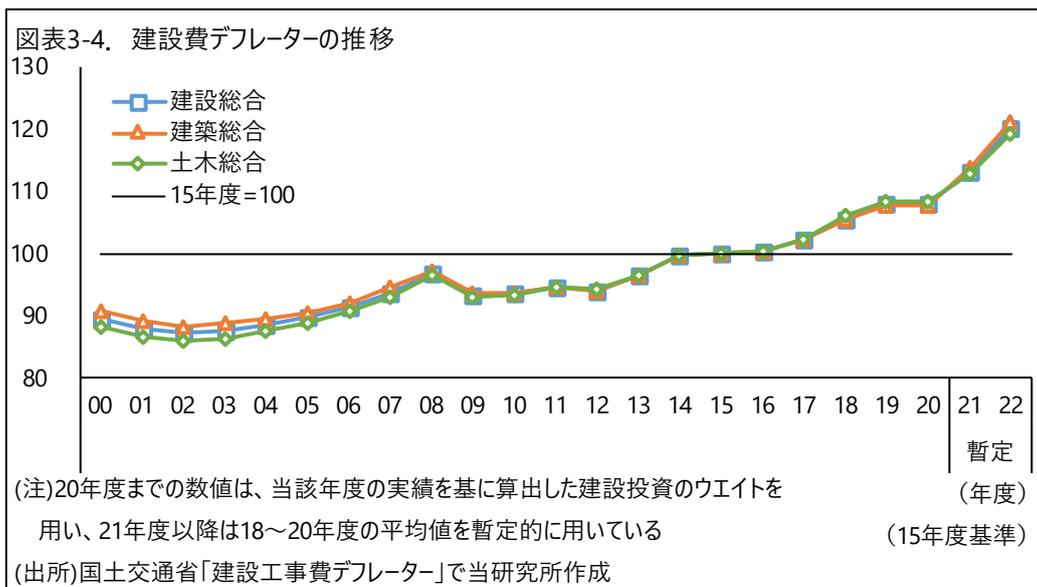
2000 年以降の建設投資額を投資主体別にみると、2000 年は政府投資 45%、民間投資 55%の割合だったが、年を追うごとに政府投資の割合が下がり、民間投資の割合が上昇。ここ数年では政府投資が 4 割弱、民間投資が 6 割強となっている。政府投資、民間投資を建築、土木に分けると、2000 年の政府投資は建築が 6%、土木が 39%、同年の民間投資は建築が 45%、土木が 10%だった。23 年度の政府投資は建築が 9%、土木が 27%と建築の割合が上昇。同年の民間投資は建築が 53%、土木が 11%と建築の割合が上昇した。





(3) 建設工事費の動向

資材価格、労務費、運送費など建設工事の関連費用は上昇傾向とされる。これら関連費用の動きを総合的に捉えた国土交通省の建設工事費デフレーターが参考になる。建設工事費デフレーターは、建設工事に係る名目工事費額を基準年度の実質額に変換する目的で作成されている。建設工事費とは、本工事費、付帯工事費、測量試験費、機械器具費・営繕費を対象としたもので、用地費と補償費は含まない。この指数をみると、リーマンショックがあった08年度をピークにいったん低下したが、13年度以降に上昇基調に転じた。21年度、22年度は暫定値だが、上昇ピッチが速まっているようだ。





(4) 建設業の2024年問題

建設業の2024年問題とは、「働き方改革関連法」の適用が始まる24年4月までに解決すべき労働環境の問題を指す。いわゆる残業規制問題だ。長時間労働の是正や、多様で柔軟な働き方の実現を目的とし、労働基準法や労働安全衛生法などが改正され、大企業では19年4月から、中小企業では20年4月から導入されたが、建設業界（ほかいくつかの業種）では24年4月までの猶予が設けられていた。建設業界はもともと人手不足だったが、この傾向に拍車がかかるとされ、業界あげて対応に奔走している。



4. 同業他社分析

売上高成長率は同業他社を上回る。ROE、利益率は引き上げ余地

(1) 設備工事業界の同業者

建設業界の関連企業でみたように、建設業界の関連企業は数多い。ここではサブコンのうち、空調衛生工事を主力事業とする同社を含めた 8 社の財務比較を行った（10 期 CAGR 以外は直近本決算ベース）。各社の概要は以下の通り。

新日本空調（1952）：1930 年、三井物産の斡旋により、米国キヤリア社の技術を導入し、わが国での空調機器の製造と空調設備の設計・施工を目的として、東洋キヤリア工業を設立。キヤリア式空調装置の機器販売および工事の設計・施工を開始した。現在は、空気調和、冷暖房、換気、環境保全、温湿度調整、除塵、除菌、給排水、衛生設備、電気設備等の設計、監理、工事請負を行う。24/3 期の売上構成比は、一般設備工事 94%（うち、海外 9%）、原子力施設設備工事 6%。

三機工業（1961）：1949 年、企業再建整備法に基づき、冷暖房、衛生水道、金属製サッシ等の請負、販売を目的に旧三機工業の第二会社として設立。現在は、ビル空調衛生、主に工場向けの空調設備を中心とする産業空調、電気設備、ファシリティシステムなどの建築設備全般に関する事業を行うほか、搬送システム、搬送機器に関する製造販売事業、上下水道施設、廃棄物処理施設に関する事業などを展開する。24/3 期の売上構成比は、設備工事業 99%（うち、建築設備 82%、プラント設備 17%）、不動産事業 1%、その他（調整額含む）0%。

テクノ菱和（1965）：1949 年、三菱重工業（当時中日本重工業）の冷凍機を使用した冷蔵庫・ショーケースなどの冷凍工事施工を主たる目的に設立。現在では、「空気と水のテクノロジー」を合言葉として、クリーンルームなどの精密空調や、冷凍・冷蔵システム、水処理システムなど、建物の空気・水に関する環境制御設備を担う。24/3 期の売上構成比は、設備工事業・空調衛生設備工事業・産業設備工事 63%、設備工事業・空調衛生設備工事業・一般ビル設備工事 32%、設備工事業・電気設備工事業 3%、冷熱機器販売事業 1%、その他の事業 1%未満。

高砂熱学工業（1969）：1923 年、旧高砂工業煖房工事部の権利義務の一切を継承して高砂煖房工事として設立。現在は、空調設備の技術を核として、その設計・施工を手掛ける設備工事業と空調機器等の設計・製造・販売を行う設備機器の製造・販売事業を展開する。24/3 期の売上構成比は、設備工事業 98%（うち、一般設備 45%、産業設備 53%）設備機器の製造・販売事業 2%、その他 1%未満。海外売上比率 16%。

朝日工業社（1975）：1925 年、紡績会社の温湿度調整、噴霧給湿、除塵装置等の施工を目的に設立。現在では、空気調和衛生設備の技術を核として、その設計・監督・施工を主な事業とする。空気調和・温湿度調整の技術を活かし、半導体や FPD（フラットパネルディスプレイ）製造装置向け精密環境制御機器を主とした環境機器の製造販売も手掛ける。24/3 期の売上構成比は、設備工事業 96%、機器製造販売事業



4%。

大気社（1979）：1913年、ドイツ製建築材料、設備の輸入販売ならびに諸機材取付工事を主たる目的として、合資会社建材社として創立。49年、建材社を設立。現在では、環境システム事業、塗装システム事業を展開。環境システム事業は、主に一般事務所などに関連するビル空調設備、工場などの生産設備や研究所などに関連する産業空調設備の設計・監理・施工、これらに関連する資機材の製造・販売を行っている。塗装システム事業は、主に自動車産業に関連する塗装設備の設計・監理・施工ならびにこれらに関連する資機材の製造・販売を行っている。24/3期の売上構成比は、環境システム事業 74%（うち、ビル空調 14%、産業空調 60%）、塗装システム事業 26%。海外売上比率 47%。

日比谷総合設備（1982）：1966年設立、建築附属設備の請負工事を開始。現在では、空調設備、衛生設備、電気設備などの計画、設計、監督、施工を行う設備工事業と、これら設備工事に係る機器の販売などを行う設備機器販売事業、設備工事に係る機器の製造等を行う設備機器製造事業を展開する。24/3期の売上構成比は、設備工事業 86%、設備機器販売事業 9%、設備機器製造事業 5%。

（2）財務比較

業界内で売り上げ規模が大きいのは高砂熱学工業、次いで大気社。同社は三機工業に次ぐ4番手に位置した。過去10期の売上高CAGR（年平均成長率）は首位だった。ROEとROAは各々4位、5位だった。

図表4-1. 空調衛生工事主要8社の業績比較 単位：金額(億円)総資産回転率(回)財務レバレッジ(倍)

	決算期	売上高	営業利益	10期CAGR		営業 利益率	ROE	ROA			ROA	経常 利益率
				売上高	営業利益			純利益 率	総資産 回転率	財務レバ レッジ		
1952 新日本空調	24/3期	1,280	92	3.4%	15.3%	7.2%	11.6%	5.6%	1.1	1.8	8.6%	7.6%
1961 三機工	24/3期	2,219	116	2.6%	15.2%	5.2%	9.2%	4.0%	1.2	1.9	6.8%	5.7%
1965 テクノ菱和	24/3期	737	58	4.1%	15.7%	7.9%	9.7%	6.1%	1.1	1.5	9.1%	8.6%
1969 高砂熱	24/3期	3,634	242	4.3%	12.0%	6.7%	12.8%	5.4%	1.1	2.1	8.0%	7.2%
1975 朝日工	24/3期	917	46	2.1%	9.4%	5.0%	10.0%	4.0%	1.1	2.2	6.0%	5.3%
1979 大気社	24/3期	2,936	183	4.7%	8.5%	6.2%	11.6%	5.3%	1.2	1.9	7.9%	6.8%
1980 ダイダン	24/3期	1,974	109	4.7%	10.1%	5.5%	10.3%	4.6%	1.3	1.8	7.7%	6.0%
1982 日比谷設	24/3期	838	57	1.9%	12.0%	6.8%	7.3%	5.7%	0.9	1.5	6.7%	7.7%
平均値		1,817	113	3.5%	12.3%	6.3%	10.3%	5.1%	1.1	1.8	7.6%	6.9%
中央値		1,627	101	3.7%	12.0%	6.4%	10.2%	5.4%	1.1	1.8	7.8%	7.0%
順位		4	4	1	6	6	4	6	1	6	5	6

(注1)10期CAGR(年平均成長率)は会計基準変更を考慮していない

(注2)ROE=純利益÷期首・期末平均自己資本、ROA=経常利益÷期首・期末平均総資産

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

財務比較：営業利益率、ROE、ROA

収益力をみる代表的な指標である、営業利益率、ROE、ROAを順にみると、24/3期の営業利益率は各社ともに1桁の営業利益率。同社は8社中6番目の5.5%だった。ROEは10.3%で4位。ROEは8%が一つの





目安であり、10%超が次の目標となる。同社を含め8社中5社が10%を上回った。同社のROEは低くはないが、同業他社との比較では引き上げ余地もありそうだ。

ROEを3分解すると、ROE（時系列でのROE分析は後述）の同業他社との差は純利益率、財務レバレッジの違いにある。資産効率性を示す総資産回転率が1位だった半面、収益性を示す純利益率と負債活用程度を示す財務レバレッジの順位が低かった。純利益率は首位のテクノ菱和と1.5ポイントの差があった。財務レバレッジは自己資本比率の逆数であるため、財務健全性との兼ね合いはあるが、他社との比較では活用余地があるようにもみえる。有利子負債、現預金の状況でみたように、同社はネットキャッシュ状態にあり、有利子負債も減少傾向である。

ROAは7.7%で5位だった。ROAを経常利益率と総資産回転率に2分解（総資産回転率はROE分解と同じ）すると、経常利益率が同業上位に比べると若干低い。利益率をいかに引き上げるかが、ROE、ROAの上昇のポイントになるう。





5. 事業戦略・業績動向

(1) 長期ビジョン、中期経営計画

同社は21年2月、長期ビジョン Stage2030「総合設備工事から『空間価値創造』企業へ」を掲げた（図表5-1 参照）。同社は創業以来、総合設備工事業者として、常に時代が求める「空間」に必要な設備を提供してきた。『空間価値創造』企業とは、社会や顧客が本質的、潜在的に求めている「価値」のある「空間」を「創造」し、満足を提供していく企業と定義。持続可能な社会の実現に貢献し、未来が求める「空間」の「価値」を「創造」し続けるため、総合設備工事の枠を超えて事業領域を広げ、『空間価値創造』企業として、新たな「Stage」に向かう方針。

図表5-1. 長期ビジョンの全体像



(出所)会社ホームページ

基本方針に沿って（図表 5-2）、3 年ごと 3 つのフェーズで、長期ビジョンの実現を目指す。24/3 期までの Phase1（図表 5-3）は整えるステージとして、国内外の基盤整備に取り組んだ。産業施設工事や海外工事など大型工事の拡大を図り、売上高は 21/3 期の 1577 億円から 24/3 期は 1974 億円に伸長した。営業利益は資機材や外注費高騰の影響を採算重視の受注活動や手持ち工事の利益率改善により、21/3 期の 88 億円から 24/3 期は 109 億円に拡大した。数値目標との比較では、売上高は 2000 億円に対し、若干届かなかったが、営業利益は目標の 100 億円を達成した。ROE は目標を 8% 以上に置いたが、Phase1 開始時点の 21/3 期で 8.9%と目標をクリアしていた。24/3 期は 10.3%と一段上のレベルに到達した。





図表5-2. 長期ビジョンStage2030

<Stage2030> 3つの基本方針

快適・最適な空間の提供

日々の生活やビジネスを営み続けるためには、快適・最適な環境の空間が必要です。

私たちは、光と空気と水をエンジニアリングで磨き、空間の新たな価値を提供し続ける企業グループを目指します。

豊かで持続可能な社会への貢献

人々が安全、安心、健康に暮らし続けるために、持続可能な社会の実現が求められています。

私たちは、新しい技術と高い専門性で、豊かでサステナブルな社会の実現に貢献し続ける企業グループを目指します。

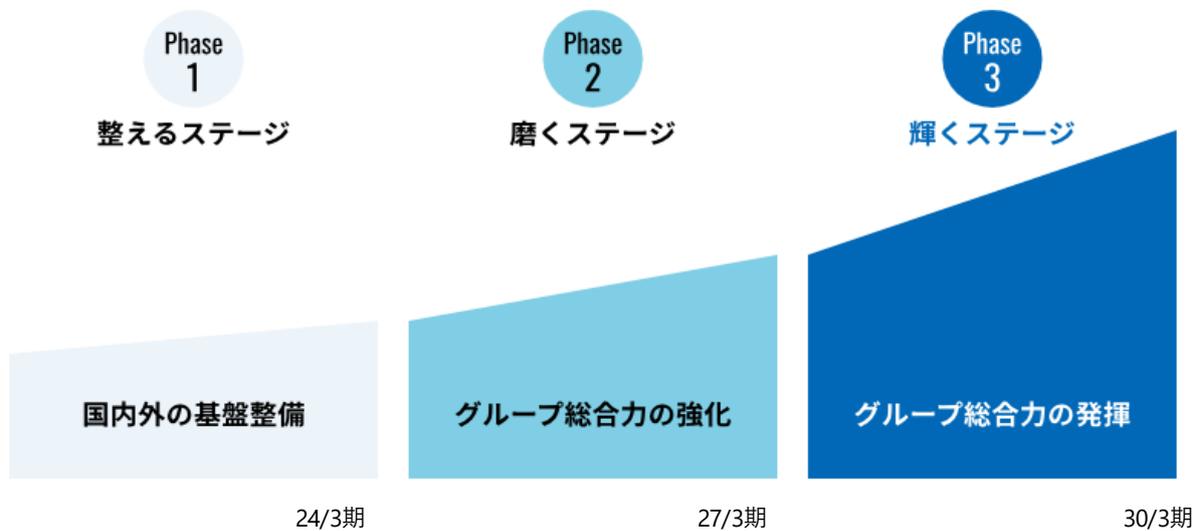
信頼される人と組織の深化

組織が社会に新しい価値を提供し続けるためには、何よりも信頼される人づくりが重要です。

私たちは、人づくりを通して組織の価値を高め、全てのステークホルダーに信頼され続ける企業グループを目指します。

(出所)会社資料で当研究所が再現

図表5-3. 長期ビジョンと中期経営計画の関係



(出所)会社ホームページの図表、会社資料で当研究所作成

Phase2 の方針

Phase2 の磨くステージの方針として、「人材戦略を基盤とした人づくりの実現により企業価値を高める」を掲げた。業績目標の達成に向け、空調衛生工事、電気工事、海外事業、再生医療事業を注力する4つの事業領域と定め、3年間で以下の取り組みを進める。

中計最終年度の27/3期の業績目標は、売上高2600億円、営業利益160億円、ROE10%以上に設定した。



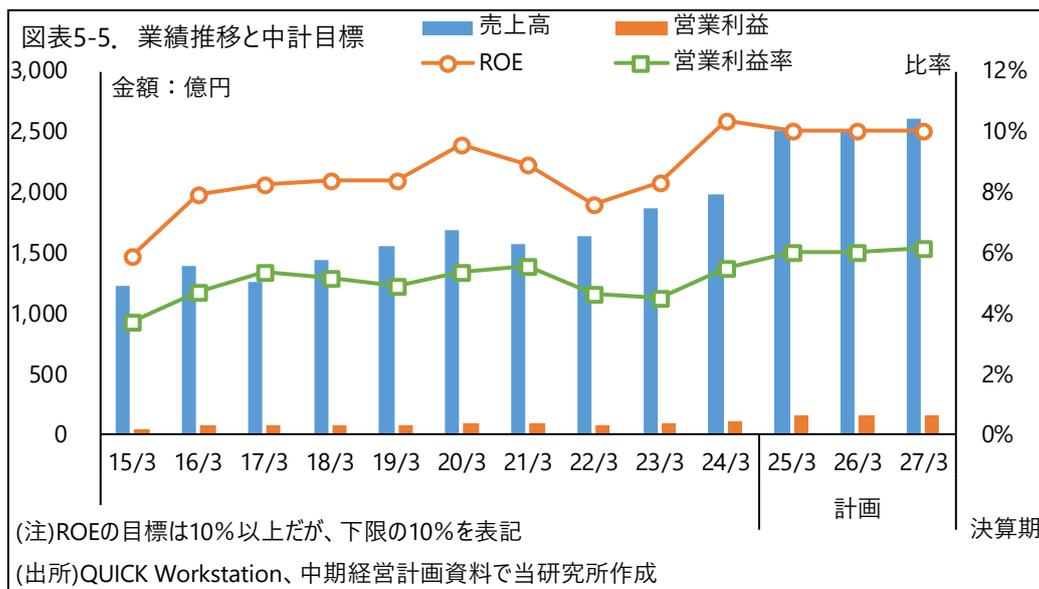
図表5-4. 中計Phase2《磨くステージ》4つの事業領域の事業戦略と業績目標

<p>空調衛生工事</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 収益の基盤となる事業 <ul style="list-style-type: none"> - 採算性を重視した受注活動の実行 - 将来の収益基盤となる建物ストックの獲得 - 工場・データセンター等の産業施設工事による技術力強化 	<p>海外事業</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 成長を牽引する事業 <ul style="list-style-type: none"> - 事業拡大に向けた国内外の営業強化 - ローテーションによるグローバル人材の育成 - 工事大型化に伴うリスク管理の徹底
<p>電気工事</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 変革する事業 <ul style="list-style-type: none"> - 電気技術者の採用強化 - 技術者の全国規模での流動的な配置 - 技術者育成につながる大型の電気工事の受注拡大 	<p>再生医療事業</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 新たな収益源を目指す事業 <ul style="list-style-type: none"> - 製薬会社と連携した、がん免疫細胞の市販薬製造受託 - 自由診療向け細胞など新たな細胞製造の受託 - 業務提携による受託先の拡大

《磨くステージ》の業績目標

	実績		目標	
	24/3期	25/3期	26/3期	27/3期
売上高	1974億円	2500億円	2500億円	2600億円
営業利益	108億円	150億円	150億円	160億円
ROE	10.3%	10%以上	10%以上	10%以上

(出所)中期経営計画の説明資料で当研究所作成



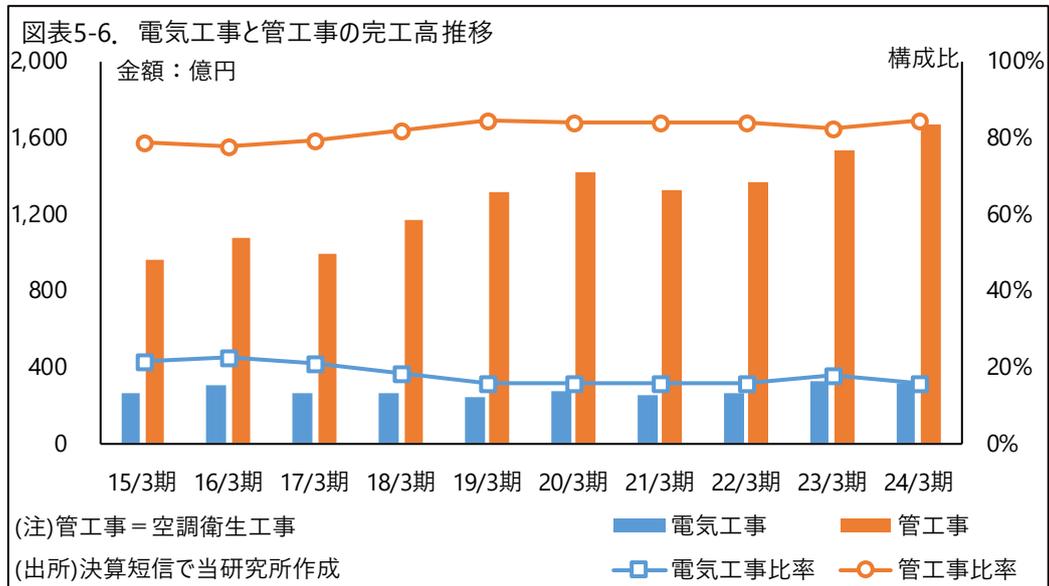
空調衛生工事（管工事）

連結売上高（24/3期）の84%を占める中核事業であり、収益基盤となる事業と位置付ける。今後は採算性を重視した受注活動を進めるとともに、リニューアル工事で将来の収益基盤となる建物ストックを獲得する。また、近年受注が拡大している工場・データセンターなどの産業施設工事により技術力を強化する。



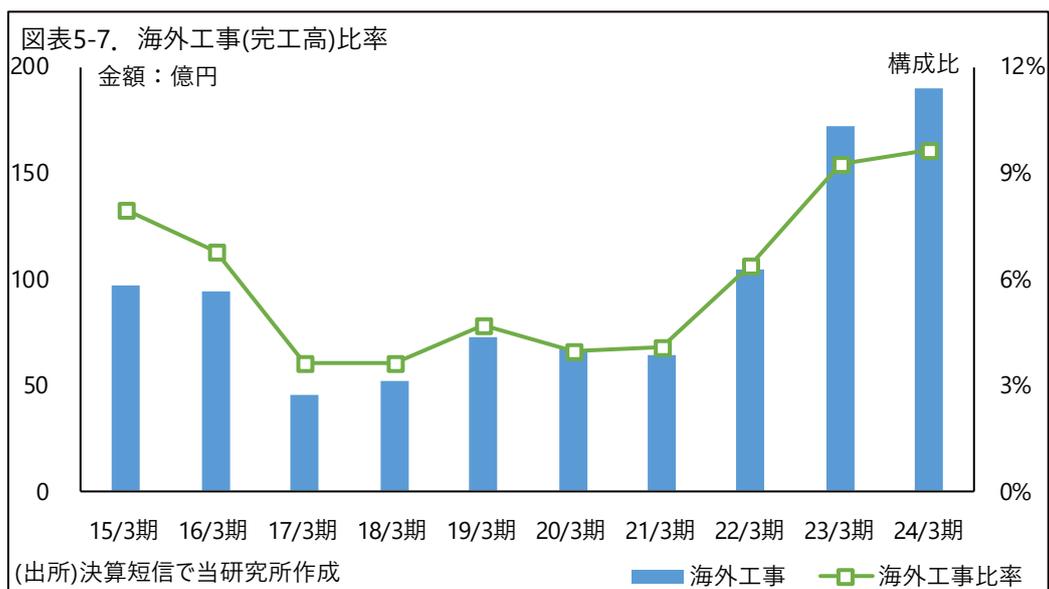
電気工事

連結売上高（24/3期）の16%を占める事業。売上高が伸び悩んでいることから、変革する事業と位置付ける。電気技術者の採用強化を図るほか、技術者を全国規模で再配置する。技術者育成につながる大型電気工事の受注拡大を目指す。



海外事業

成長を牽引する事業と位置付ける。主な顧客は、現地の政府など公共系や現地企業、日系企業であることから、事業拡大に向けて国内外で営業を強化する。大型工事には高度なリスク管理が不可欠。大型物件に対応するための施工体制を充実する。また、国内人材を海外に送るローテーションによってグローバル人材を育成する。





再生医療事業

新たな収益源を目指す事業と位置付ける。製薬会社と連携したがん免疫細胞の市販薬製造受託、自由診療向け細胞など新たな細胞製造の受託、業務提携による受託先の拡大に取り組み、将来の収益源に育てる。

図表5-8. 新たな収益源とする事業 - 再生医療事業

	これまでの取り組み	Phase2の展望
培養環境構築	<ul style="list-style-type: none"> ・ 培養環境向けシステム・ユニットの販売、CPFの施工 <ul style="list-style-type: none"> - 同社の気流技術を基に、従来より安価で便利な培養環境を実現するシステムやユニットを販売 <ul style="list-style-type: none"> ✓ エアバリアブース® 扉レスでクリーン環境を維持するCPF向けのブース ✓ オールインワンCPユニット® 省スペース・短期間でクリーン環境を構築できる一体型ユニット 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 機器販売の更なる拡大 <ul style="list-style-type: none"> - 新規顧客向けの営業・広報を強化 - 新規受託先の開拓
細胞製造受託	<ul style="list-style-type: none"> ・ 細胞製剤製造受託事業 <ul style="list-style-type: none"> - 再生医療企業の事業化フェーズ(開発～治験～上市)に合わせて細胞製造を受託 - グループ会社内のCPFにて再生医療等製品製造業許可を取得し、再生医療企業から治験段階の細胞製造を受託 <ul style="list-style-type: none"> ✓ セラボヘルスケアサービス株式会社 再生医療事業を専門とする同社グループ会社(2020年設立) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 細胞製剤製造受託事業の本格化 <ul style="list-style-type: none"> - 細胞製造のノウハウ獲得 - 製造能力の増強 - 製造できる細胞治療薬の範囲拡大

(注)CPF(Cell Processing Facility)：細胞培養加工施設

(出所)中期経営計画の説明資料で当研究所作成

資本コストや株価を意識した経営

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進める。Phase2 では政策保有株の縮減により資本効率を改善するとともに、成長投資額 3 年間累計 300 億円の原資の一部とする。保有株式の株価上昇により、24/3 期は純資産に対する比率が 30%に上昇したが、早期に 20%未満まで縮減する。政策保有株の売却は 60 億円を見込む。

配当方針も株主重視の姿勢を強めた。24/3 期は配当性向を従来の 30%から 35%に引き上げており、今後は 40%以上かつ DOE4.0%を下限とする目標を打ち出した。





図表5-9. 中計Phase2の財務戦略～現状分析とPhase2の指標および方針

	現状分析	Phase2の指標および方針
資本効率	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 前中計期間を通じROEは目標値の8%前後で推移していたが、PBR1倍未達が継続 ✓ PBRの低迷は同社株式の流動性の低さが課題であると分析し、2023年10月に株式分割、12月に売出しを実施 ✓ 業績の上振れ・配当の上方修正・相場全体の上昇等に伴い、24/3期におけるROEは10.3%、PBRは1.14倍まで上昇 ✓ 政策保有株式の縮減を進めているものの、昨今の株式市場の相場上昇を受け、24/3期における連結純資産比率は30.0% ✓ 業容拡大等に備える財務健全性と資本効率のバランスに留意した資本構成の管理が必要 	<ul style="list-style-type: none"> • 目標ROE10%以上(前中計比+2pt) • 政策保有株式の保有比率を連結純資産比20%未滿まで早期に縮減 • 自己資本比率50%程度
成長投資	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 業界全体で労働力の供給不足が続く中、採用強化・生産性改善等への人材投資やDX・M&Aへの実効性ある投資が中長期的な企業価値向上には不可欠と認識 ✓ 今後の成長の源泉となる海外事業や再生医療等の新規事業への投資を継続 	<ul style="list-style-type: none"> • 成長投資額3年間累計300億円 • 事業活動によるキャッシュ創出に重点を置き、キャピタルアロケーションを最適化
株主還元	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 24/3期に配当性向を30%から35%へ引き上げ ✓ 工事大型化等に伴う業績変動幅の拡大が見込まれる中でも、成長投資とのバランスを見ながら安定的に株主還元するための方針が必要 	<ul style="list-style-type: none"> • 配当方針： 配当性向40%以上かつDOE4.0%を下限とする (前中計比+5pt) (今中計より新規設定) ROE10%×配当性向40%

(出所)中期経営計画の説明資料で当研究所作成

図表5-10. 中計Phase2の財務戦略～キャピタルアロケーションと成長投資

キャッシュイン 3年合計：440億円	キャッシュアウト 3年合計：440億円	成長投資の主な内訳
事業活動による創出 380億円	<p>成長投資 (工事大型化に伴う運転資本の増加を含む) 300億円</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 人的資本投資 <ul style="list-style-type: none"> - 教育効果の高い研修制度の構築 - オフサイトからの支援体制の強化 - 働きたくなるオフィスへの移転 - 研修施設の高度化 ✓ DX投資 <ul style="list-style-type: none"> - 生成AI活用による業務高度化 - BIMを用いたワークフロー改革 - 営業支援システムの刷新 ✓ 研究開発投資 <ul style="list-style-type: none"> - 設備技術に関する研究開発 - ZEB・ウェルネス化の推進 - 細胞製剤製造受託事業の本格化 ✓ 海外事業投資 <ul style="list-style-type: none"> - 海外現法の業容拡大に向けた出資 ✓ M&A関連投資 <ul style="list-style-type: none"> - 新規事業の加速 - 施工能力の拡充 - 海外事業の拡大 ✓ 環境関連投資 <ul style="list-style-type: none"> - 自社ビルのZEB化 - 環境負荷の少ない設備への更新 - 使用エネルギーの実質再エネ化 ✓ ブランド構築関連 <ul style="list-style-type: none"> - 新CM・広告出稿による企業イメージ向上
政策保有株式の売却 60億円	<p>株主還元 140億円</p>	

(出所)中期経営計画の説明資料で当研究所作成

(2) 24/3 期実績

24/3 期の連結業績は、売上高（完成工事高）が前期比 6%増の 1974 億円、営業利益が同 29%増の



109 億円。大型一般工事を中心とした受注施策により確保した繰越工事高の工事が順調に進捗。売上高（完成工事高）は 6% 増加した。資材価格の高騰や人手不足の状況が発注元に認識され、適正価格で受注できるようになったことで完成工事総利益率が上昇。現場業務効率化・事務作業効率化など DX 投資、新規事業や施工効率化のための研究開発費、減価償却費、業容拡大に伴う事業活動費などの費用による販管費の増加はあったが、大幅な営業増益となった。受注工事高は大型の半導体工場、車載用電池工場の受注により、同 23% 増の 2531 億円。事業別では、空調衛生工事（管工事）、電気工事ともに大幅増加した。

図表5-11. 業績動向 (単位：億円)

	23/3期 通期	24/3期	
		通期	増減率 増減額
売上高(完成工事高)	1,860	1,974	6.2% 115
空調衛生工事(管工事)	1,531	1,666	8.8% 135
電気工事	329	309	-6.1% -20
営業利益 (営業利益率)	84 (4.5%)	109 (5.5%)	29.1% - 1.0P
経常利益	93	119	28.3% 26
親会社株主利益	66	91	37.1% 25
受注工事高	2,063	2,531	22.7% 468
空調衛生工事(管工事)	1,776	2,139	20.4% 363
電気工事	287	392	36.5% 105
繰越工事高	1,842	2,399	30.2% 557
空調衛生工事(管工事)	1,648	2,122	28.7% 473
電気工事	193	277	43.2% 84

(出所)決算短信などで当研究所作成

(3) 25/3 期会社計画

25/3 期の連結業績について会社側は、売上高（完成工事高）は 2500 億円（前期比 27% 増）、営業利益は 150 億円（同 38% 増）を計画。前期末の繰越工事高が貢献し、完成工事高は過去最高となる見通し。完成工事総利益率は前期比ほぼ横ばいを見込む。受注時の価格競争が緩和される環境にあり、適正価格での受注ができている一方、残業規制への対応で人件費が大幅に上昇する見込み。残業規制への対応では、建設現場の 4 週 8 閉所（図表 5-13 参照）を目指しているが、想定通りには進んでいないとのこと。代わりに 4 週 8 休の方針にかじを切っている。この場合、人員を増やす必要があることから、派遣社員を増やす考え。受注工事高は微減を見込むが、過去最高水準が継続する見通し。半導体工事、データセンター、ワクチン工場のほか、車載電池工場の引き合いが多いとしている。





図表5-12. 業績計画 (単位：億円)

	24/3期 実績	25/3期	
		計画	増減率 増減額
受注工事高	2,531	2,500	-1.2% -31
売上高(完成工事高)	1,974	2,500	26.6% 526
売上総利益(完成工事総利益)	262	330	25.9% 68
売上総利益率(完成工事総利益率)	(13.3%)	(13.2%)	- -0.1P
販管費	153	180	17.3% 27
販管費率	(7.8%)	(7.2%)	- -0.6P
営業利益	109	150	37.9% 41
営業利益率	(5.5%)	(6.0%)	- 0.5P
経常利益	119	153	28.4% 34
親会社株主利益	91	110	21.1% 19
ROE	10.3%	11.3%	- 1.0P

(注)販管費は当研究所が計算
(出所)決算説明資料で当研究所作成

図表5-13. 建設現場での休日の仕組み

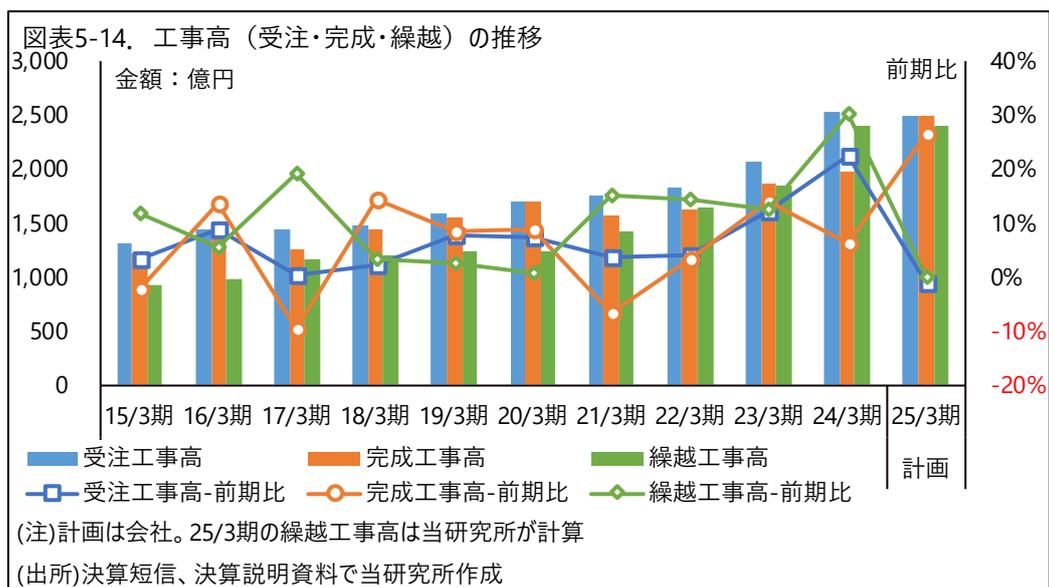
週休2日	1週間のうち土日祝日(または当週中の振替日)の2日以上について建設現場等を閉所すること
4週8閉所	4週間のうち当該期間に含まれる土日祝日に相当する日数分について建設現場等を閉所すること
4週8休	建設現場等の閉所によらず、交代勤務体制等により、就業者個人ペースで週休2日(4週8休)を確保すること

(出所)国土交通省「休日確保の考え方について」で当研究所作成

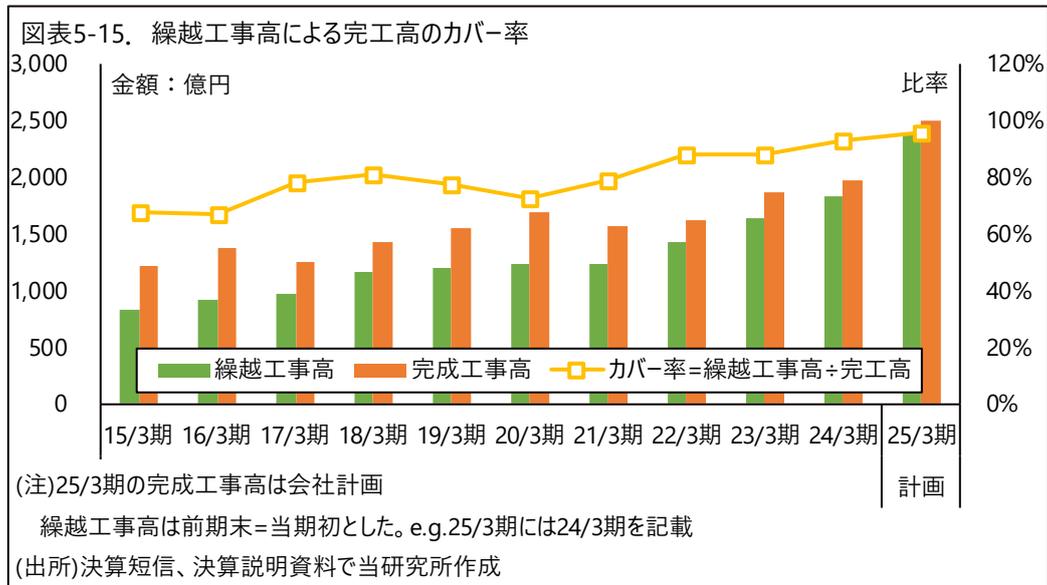
(4) 会社計画の傾向、業績を見る上でのポイント

先行指標

業績の先行指標となるのは受注工事高、繰越工事高である。工事進捗に伴って完成工事高が計上され、翌期以降に完成する手持ち工事は繰越工事高として計上される。この繰越工事高が翌期の業績の土台となる。同社によると、工事案件によっても異なるが、受注してから工事が完了して引き渡すまでの平均期間は 1.5 年程度とのこと。



業績の達成確度を想定するには繰越工事高が参考になる。前期末の繰越工事高のすべてが当期の完工高として計上されるとは限らないが、当期の完工高のどの程度を繰越工事高で確保できているかは参考になろう。前期末（=当期初）の繰越工事高÷当期の完工高をカバー率として図表 5-15 に示した。ここ数年はカバー率が上昇しており、当期の完工高のうち期初段階で高い割合を確保していることになる。



通期計画の達成状況

会社の業績計画（期初、上期決算発表時）と実績は図表 5-16 の通り。過去 10 期（15/3 期～24/3 期）を掲載したが、21/3 期は期初時点では新型コロナウイルスによる影響を合理的に算定することが不可能として未定としていたため、残り 9 期をみる。期初計画と実績を比べると、すべての項目（売上高、各段階利益）で計画を達成したのは 4 期、すべてが未達に終わった期はなかった。残りは売上高が未達 4 期、営業利益が未達 1 期。営業利益が未達だった 23/3 期は乖離が 1%程度であり、他の項目は達成していることから、ほぼ計画線といえよう。

過去 10 期（うち 9 期）の傾向ではあるが、期初段階で公表した通期計画は概ね達成されている。売上高、利益項目ともに計画を達成した期でも上期時点では計画を修正することは少なく、着実な計画達成を目指すようである。





図表5-16. 過去の会社計画と達成状況

単位：百万円

	売上高	営業利益	経常利益	親会社株主利益
15/3期 期初計画	123,000	4,000	4,000	2,200
上期決算発表時の計画	123,000	4,000	4,000	2,200
実績	121,780	4,547	4,875	2,921
達成率	99%	114%	122%	133%
16/3期 期初計画	131,000	5,000	5,000	2,800
上期決算発表時の計画	134,000	5,300	5,300	3,200
実績	138,346	6,537	6,770	4,248
達成率	106%	131%	135%	152%
17/3期 期初計画	138,000	6,500	6,500	4,000
上期決算発表時の計画	138,000	6,500	6,500	4,000
実績	125,253	6,750	6,939	4,638
達成率	91%	104%	107%	116%
18/3期 期初計画	141,000	7,200	7,200	4,800
上期決算発表時の計画	141,000	7,200	7,200	4,800
実績	143,448	7,385	7,674	5,109
達成率	102%	103%	107%	106%
19/3期 期初計画	151,000	7,500	7,500	5,000
上期決算発表時の計画	151,000	7,500	7,500	5,000
実績	155,565	7,661	8,057	5,464
達成率	103%	102%	107%	109%
20/3期 期初計画	161,000	8,000	8,200	5,700
上期決算発表時の計画	161,000	8,000	8,200	5,700
実績	169,229	9,063	9,282	6,399
達成率	105%	113%	113%	112%
21/3期 期初計画	-	-	-	-
上期決算発表時の計画	156,000	8,500	8,700	6,000
実績	157,712	8,754	9,262	6,318
達成率	-	-	-	-
22/3期 期初計画	168,000	7,500	7,700	5,200
上期決算発表時の計画	168,000	7,500	7,700	5,200
実績	162,929	7,584	8,095	5,778
達成率	97%	101%	105%	111%
23/3期 期初計画	175,000	8,500	8,700	6,000
上期決算発表時の計画	180,000	8,500	8,700	6,000
実績	185,961	8,428	9,288	6,626
達成率	106%	99%	107%	110%
24/3期 期初計画	200,000	8,500	8,900	6,500
上期決算発表時の計画	200,000	8,500	8,900	6,500
実績	197,431	10,877	11,918	9,087
達成率	99%	128%	134%	140%
25/3期 期初計画	250,000	15,000	15,300	11,000

(注1) 期初計画を達成した場合は緑色、未達だった場合はオレンジ色で示す

(注2) 期初計画は期初計画の発表時点、上期決算発表時の計画は上期決算の発表時点の計画を記載

(注3) 達成率は、期初計画に対する比率

(注4) 21/3期の期初計画は、新型コロナウイルスによる影響を合理的に算定することが不可能として未定

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

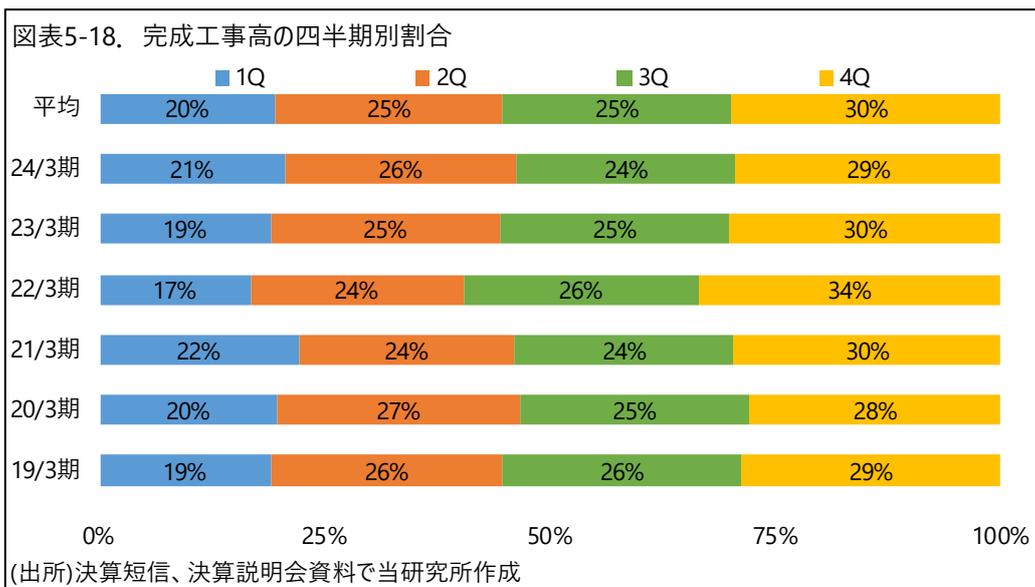
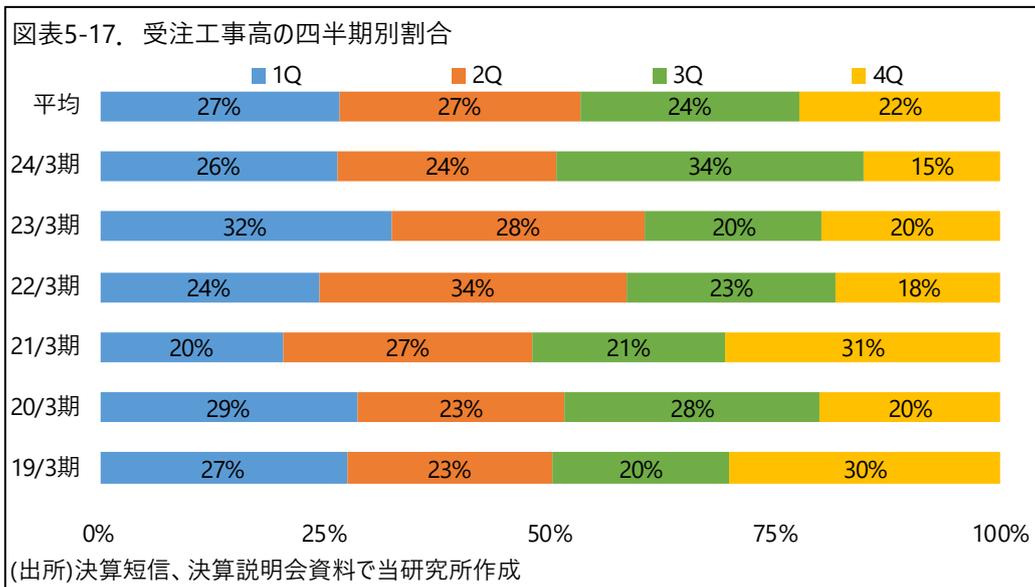
季節性

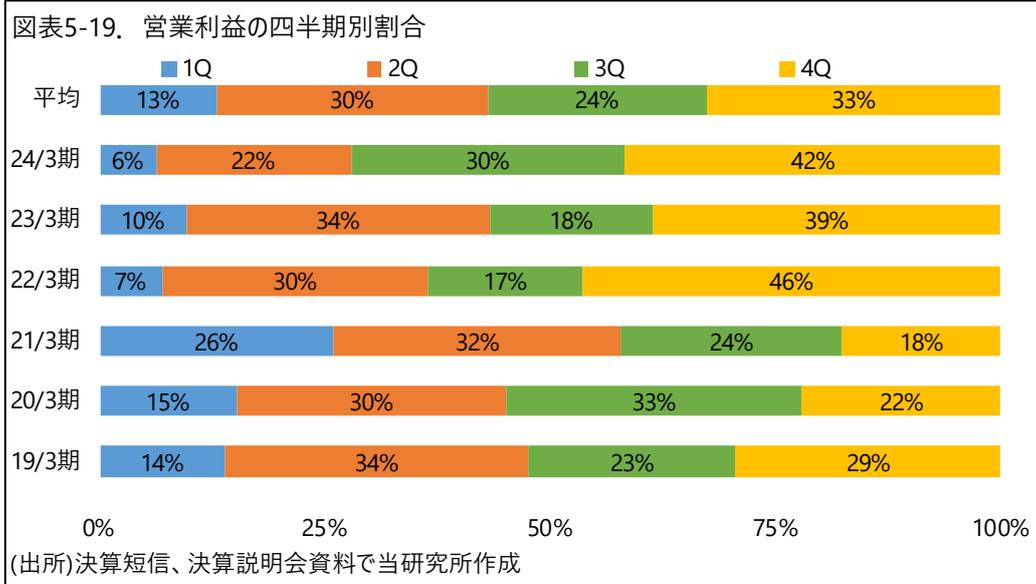
収益の計上時期には季節性がみられる。同社の四半期別の受注工事高は 4Q が少ない傾向があるが、19/3 期、21/3 期のように案件を受注するタイミングによっては 4Q の比率が高くなることもある。売上高に当たる





完成工事高は完工時期が年度末に偏る傾向から 4Q の比率が高い。完成工事高の計上に伴って営業利益も 4Q に大きくなる傾向がある。



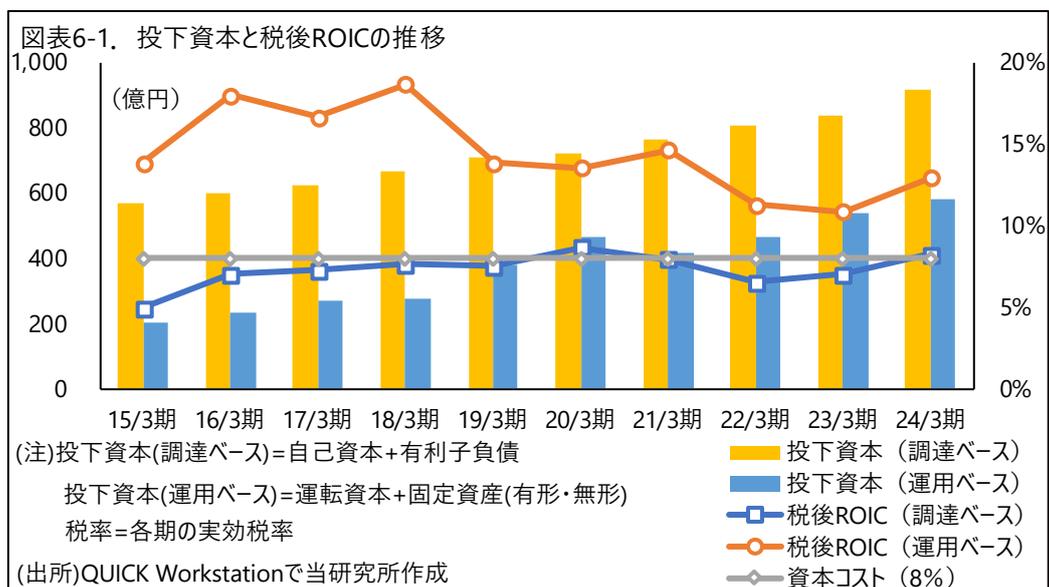


6. 財務分析・資本戦略

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 = 完成工事未収入金 + 未成工事支出金 - 工事未払金）、調達ベース（自己資本 + 有利子負債）、ネット調達ベース（自己資本 + 有利子負債 - 金融資産）がある。調達した資本を事業に投資し、そこから得られた収益を計測する。事業の収益性を見る目的では、運用ベースが有益である。一方、経営者として株式、負債の投資家から預かった資金の運用パフォーマンスは調達ベースが示す。第 2 に、ROE は、自己資本が生む利益であり、ROIC に加えて資本構成（有利子負債、自己資本）、金融資産の多寡の影響を受ける。同社の ROE は 24/3 期に 10% 台に乗った。

(1) ROIC（収益性）の分析

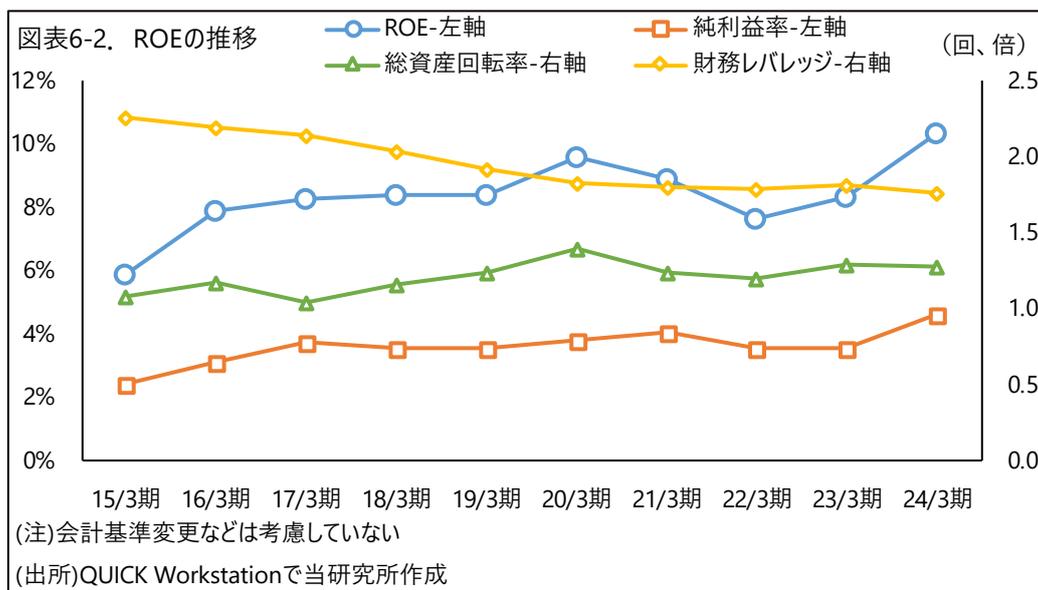
投下資本（調達ベース、運用ベース）と税後 ROIC（調達ベース、運用ベース）の推移を示したのが図表 6-1。税後 ROIC（運用ベース）は 24/3 期に 13% だった。過去の実績をみると、緩やかな低下傾向にある。なお、税後 ROIC の計算には各期の法定実効税率を用いた。資本コストはハードルレートとして 8% に設定した。これは後述の 7 章（3）で算出する CAPM ベースの WACC の直近値 6.4% よりやや高めの水準を想定している。資本コスト 8% でみると、24/3 期の EVA スプレッド（ROIC - WACC）は 5% のプラスである。つまり価値を創造したとみることができる。過去の業績についても WACC が 8% の仮定の下では資本コストを上回る。一方、調達ベースの ROIC は 7% 前後。WACC が 8% の仮定の下では資本コストを下回るが、CAPM ベースの WACC では概ね資本コスト並みで推移した。



(2) ROE の分析

同社の ROE は 24/3 期に 10.3%となり、一般に企業が越えるべきハードルとされる 8%を上回った。次に目安となる 10%も上回った。株主資本コストを 8%とするとエクイティスプレッド (ROE-株主資本コスト) はプラスとなる。ただし、同業他社との比較では改善余地があるとの分析であった。ここでは時系列でみていく。ROE の推移をみると、15/3 期の 5.9%から 20/3 期には 9.6%と 10%目前まで上昇した。この間、ROE 上昇に貢献したのは、純利益率と総資産回転率の上昇である。有利子負債、現預金の状況でみたように、有利子負債の減少が続いていることから、財務レバレッジは低下傾向にある。純利益率の上昇に伴って資本蓄積も進んだ。

ROE を分解すると、純利益率は 15/3 期に 2.4%だったのが、20/3 期は 3.8%に上昇した。総資産回転率は同 1.1 回から同 1.4 回に上昇した。そして 24/3 期は ROE が 10%台に上昇、うち純利益率が 4.6%、総資産回転率が 1.3 回、財務レバレッジは 1.8 倍だった。



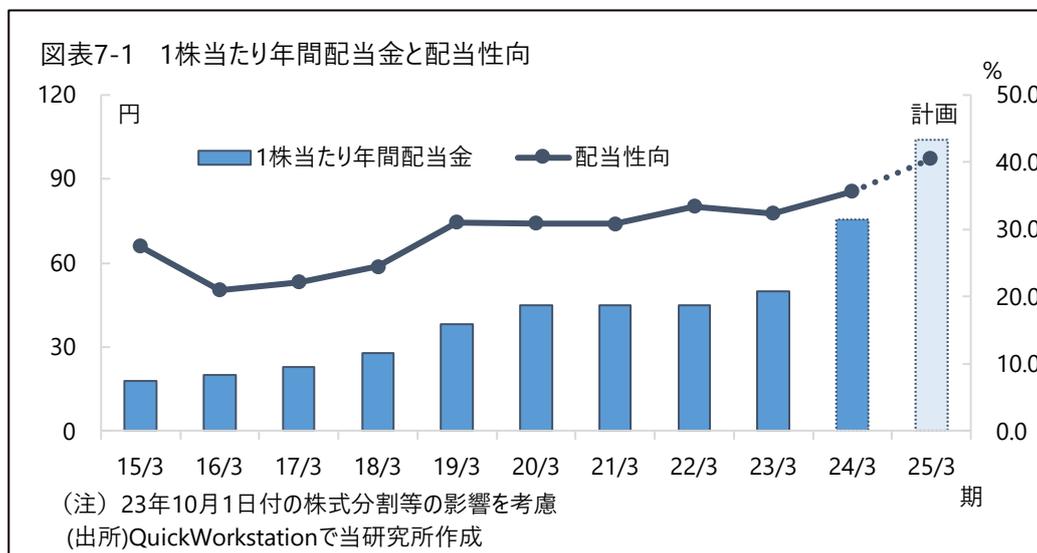
7. 株価関連指標と株価の関係

(1) 株主還元について～基本方針

(1) 株主還元

同社は配当による株主への利益還元を経営上の最重要施策と考え、健全な財務体質の構築に注力。剰余金の配当は、中間配当および期末配当の年2回を基本的な方針としている。前中期経営計画では、配当性向30%を目標としていたが、株主へのさらなる利益還元を進めるため、24/3期より35%以上に引き上げた。24/3期は24年3月14日の業績予想の上方修正に伴い、1株当たり期末配当金を30円→45円に増額。さらに24年4月26日に再度上方修正を発表。最終的に48円となった。なお、23年10月に実施した1株→2株の株式分割を考慮すると、上期末実績は27.5円となり、年間で75.5円。同様に遡及修正すると、23/3期実績は50円（上期末22.5円、期末27.5円：期末に記念配当5円含む）で、実質大幅増配に。過去の推移をみると、配当性向は16/3期を底に上昇傾向にあり、19/3期から30%台で推移。24/3期は35.6%となった。

新中期経営計画では、「配当性向40%以上かつ純資産配当率（DOE：ROE10%×配当性向40%）4%を下限とすること」を新たな配当方針に決定。これを受け、25/3期の1株当たり年間配当金は104円（上期末、期末各52円）を計画。配当性向は40.5%となる見通し。



(2) 自己株式の取得

直近の自己株式の取得については以下の通り。





図表7-2 自社株買い履歴

買付期間		株式数 (万株)	買付総数 (百万円)
開始	終了		
03/01/17	03/01/17	85.40	365.51
04/02/17	04/02/17	95.00	509.20
08/02/13	08/03/24	17.00	71.79
08/12/19	08/12/19	15.00	65.10
17/10/26	17/10/26	0.02	0.00
19/05/10	19/05/10	32.50	774.80
20/02/26	20/02/26	30.00	782.40
21/02/10	21/02/10	31.45	914.88

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

(3) 政策保有株式縮減

同社では、原則として全ての政策保有株式を縮減対象とした上で、以下の項目を基準として定め、保有意義を検証。

1. 良好な取引関係の維持と強化が長期的・安定的な企業価値向上につながること
2. 1に該当しない場合、関連する取引利益、配当金等を含めた株式保有による収益が銘柄ごとの資本コストを上回っていること

縮減目標達成のためには、同社が株式を保有する各企業からの縮減に対する理解を得る必要があるが、丁寧な対話により理解を得て、早い段階で目標を達成したい考え。なお、24/3期は23年7月～9月を検証期間とし、24年2月に取締役会に諮った結果、一部保有株式が対象となり、24/3期の連結純資産比率は昨今の株式市場の相場上昇もあり、30.0%となった。「Stage2030 中期経営計画 Phase2《磨くステージ》」では、政策保有株式の保有比率を連結純資産比20%未満まで早期に縮減する方針。

(2) 株主総利回り (TSR)

投資家から注目される指標として、株主総利回り (TSR: トータルシェアホルダーリターン) がある。TSRは、投資家に対する総合的なリターン (株式の値上がり益 + 配当金) を測定する指標。業績だけでなく株価を含めた経営の成果を示すものとして、有価証券報告書にも記載されている。企業が業績連動の役員報酬を決める際に営業利益などの利益、ROEなどと並んでTSRを採用するケースも増えている。

同社のTSRを分析した (図表7-3、7-4)。なお、当研究所のTSRは有報の内容をアレンジしている (注7-1)。

同社のTSRは、21/3期と24/3期が大幅なプラス、22/3期、23/3期はマイナスだった。24/3期の大幅プラスが5期平均 (幾何平均) リターン、5期累積リターンを押し上げた。TSRを配当利回り (注7-2) と株価変化





に分けると、20/3 期は株価変化のマイナスを配当利回りで補い、TSR は横ばいだった。22/3 期、23/3 期は株価変化のマイナスが大きく、TSR がマイナスになった。TSR を 33 業種別の建設業と比較すると、5 期平均（5 期累積は個別企業と株価指数とで計算方法が異なるため参考値）では、同社の TSR は 24/3 期の株価上昇が寄与し、建設業のリターンを上回った。

（注 7-1）有報記載の TSR は、直近期末の 5 期前を基準期とし、基準期末の株価からの累積リターン（1 株当たり配当金の合計+株価変動率）を示す。直近期の TSR は、（直近期末の株価+直近期まで 5 期分の 1 株当たり配当金の合計）÷基準期末の株価で計算される。基準期を 100 とし、100 を上回れば投資家にプラスの成果をもたらしたとなる。TSR は、基準期の翌期～直近期まで 5 期分が記載されている。有報の TSR に対し当研究所は、期末の株価ではなく各期の月末終値平均を採用している。これには期末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）。

（注 7-2）配当を支払うと理論的には配当に見合うだけ株価が下がる（正確には権利落ち日に下がる）が、配当利回りに着目する投資家がいるため、配当利回りは株価を支える効果があると考えられる。

図表7-3. 株主総利回り(TSR)

基準期：19/3期

	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	5期平均	5期累積
ダイダン	0.0%	16.4%	-8.6%	-6.3%	48.7%	8.2%	42.2%
配当利回り	3.5%	3.7%	3.2%	4.1%	6.9%	4.3%	20.4%
株価変化	-3.5%	12.7%	-11.8%	-10.4%	41.8%	4.0%	21.8%
33業種別:建設業	-7.3%	-3.2%	14.2%	5.2%	35.8%	7.9%	46.3%
配当利回り	3.1%	3.9%	3.8%	4.0%	5.2%	4.0%	-
株価指数変化	-10.4%	-7.1%	10.5%	1.2%	30.6%	4.0%	-
ダイダン-33業種別:建設業	7.3	19.6	-22.8	-11.5	12.9	0.3	-4.1
TOPIX	-3.1%	8.2%	18.4%	2.1%	25.9%	9.8%	59.7%
配当利回り	2.4%	2.7%	2.4%	2.6%	3.2%	2.7%	-
株価指数変化	-5.5%	5.6%	16.0%	-0.5%	22.6%	7.2%	-
ダイダン-TOPIX	3.1	8.1	-27.0	-8.4	22.8	-1.6	-17.4

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

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

(注3)会社の5期平均は各期のTSRの幾何平均、5期累積は（5期分の配当+5期目の株価）+基準期株価

(注4)株価指数変化は33業種別とTOPIXの各々の株価指数(配当なし)の変化率

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

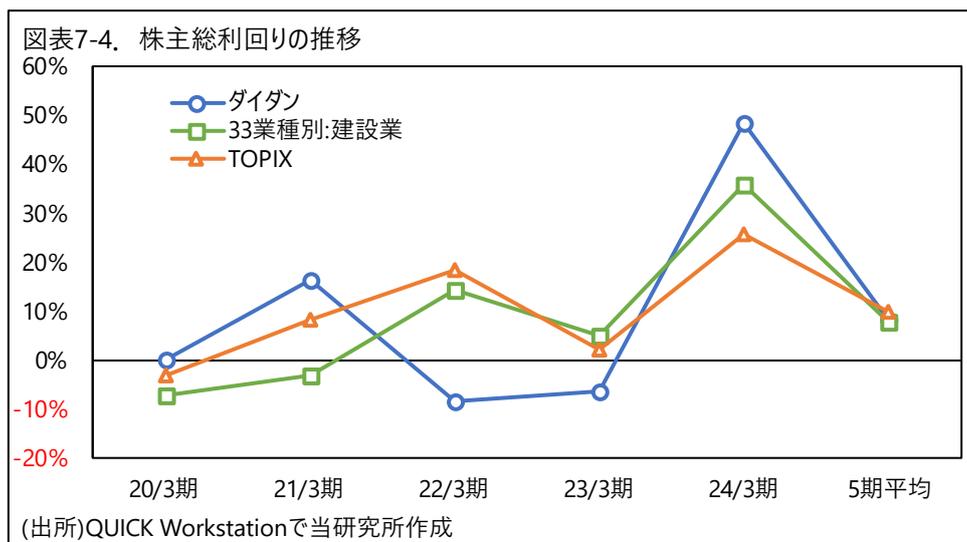
(注6)株価および株価指数は各期の月末終値の平均

(注7)5期累積は基準期からの累積または基準期との比較

(注8)会社名-33業種別、会社名-TOPIXは各々のTSRの差

(出所)有価証券報告書、QUICK Workstationで当研究所作成





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



図表7-5. 株主総利回り(TSR)の分解

	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	平均	
	(期)										10期	5期
株主総利回り(TSR)	26%	28%	11%	55%	-1%	0%	16%	-9%	-6%	49%	15%	8%
配当利回り	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	4%	7%	4%	4%
株価の変化	23%	25%	8%	52%	-4%	-4%	13%	-12%	-10%	42%	11%	4%
株価変化の分解(1)BPSとPBR												
BPSの変化	15%	2%	6%	11%	3%	4%	13%	3%	7%	14%	8%	8%
ファンダメンタルの影響	3%	4%	4%	4%	3%	1%	2%	2%	3%	2%	3%	2%
親会社株主利益	6%	8%	9%	9%	9%	10%	9%	8%	9%	11%	9%	9%
配当	-3%	-3%	-4%	-4%	-5%	-6%	-6%	-5%	-6%	-8%	-5%	-6%
自己株取得	0%	0%	0%	0%	0%	-2%	-1%	0%	0%	0%	-0%	-1%
それ以外の効果	12%	-2%	2%	7%	0%	3%	10%	1%	4%	11%	5%	6%
PBRの変化	7%	23%	1%	37%	-7%	-8%	0%	-15%	-16%	24%	3%	-4%
配当の影響(理論値)	0%	0%	1%	1%	3%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	2%
自己株取得の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	1%
株式市場での評価の変化(注2)	7%	22%	0%	35%	-9%	-12%	-3%	-16%	-17%	23%	2%	-6%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+BPS変化)	18%	5%	9%	14%	6%	8%	16%	6%	11%	21%	11%	12%
株価変化の分解(2)EPSとPER												
EPSの変化	75%	45%	9%	10%	7%	20%	0%	-9%	15%	37%	19%	12%
親会社株主利益	75%	45%	9%	10%	7%	17%	-1%	-9%	15%	37%	18%	11%
自己株取得の影響	0%	0%	0%	0%	0%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	1%
それ以外の影響	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-0%	-0%	-0%	-0%	-0%	-0%
PERの変化	-30%	-14%	-1%	38%	-10%	-20%	13%	-4%	-22%	3%	-6%	-7%
配当の影響(理論値)	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-4%	-4%	-3%	-4%	-7%	-4%	-4%
自己株取得の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	-3%	-1%	0%	0%	0%	-0%	-1%
株式市場での評価の変化(注2)	-27%	-11%	2%	42%	-8%	-15%	19%	-0%	-18%	11%	-2%	-2%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+EPS変化)	78%	49%	12%	13%	10%	24%	4%	-5%	19%	44%	23%	16%
参考資料												
ROE	6%	8%	8%	8%	8%	10%	9%	8%	8%	10%	8%	9%
配当性向	27%	21%	22%	24%	31%	31%	31%	33%	32%	36%	29%	33%
総還元性向	28%	21%	22%	25%	31%	60%	45%	33%	32%	36%	33%	41%
DOE(配当÷自己資本)	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	2%	3%

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

(注2)株式市場での評価の変化には、配当と自己株取得の影響以外を含む

(注3)詳細な算出法については巻末の解説を参照

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

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

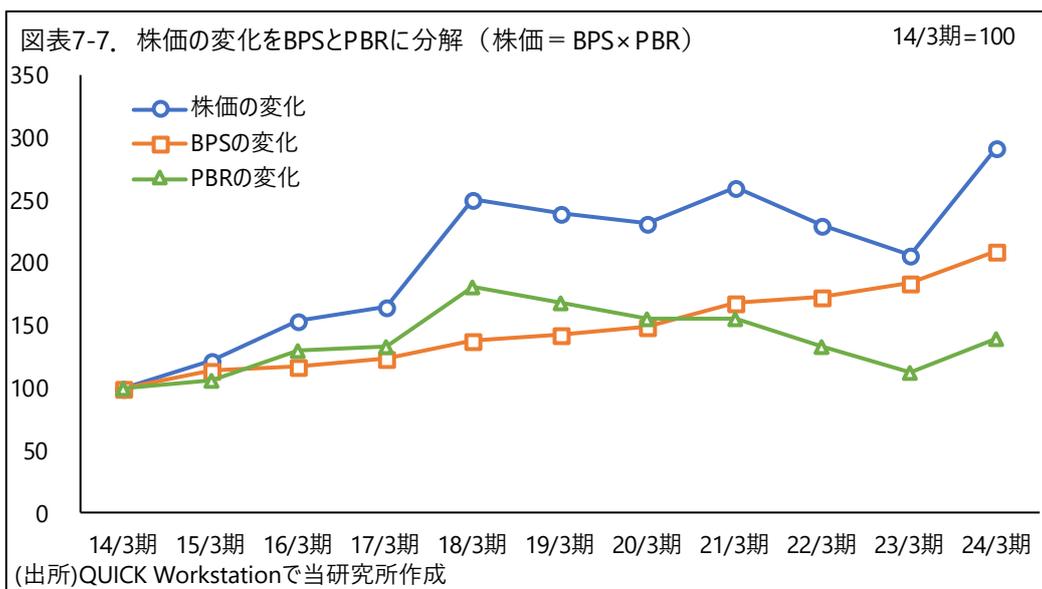
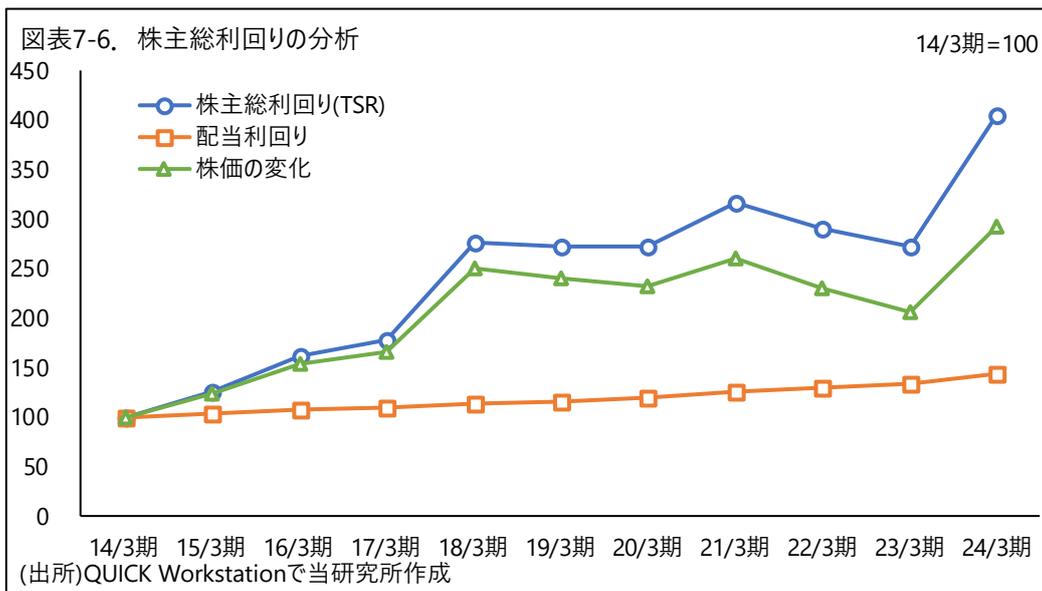
まず、(1) BPS と PBR についてみていく。BPS の変化を、親会社株主利益と配当、自己株取得を合わせたファンダメンタルの影響と、それ以外の効果に分解した。親会社株主利益は黒字であれば BPS の増加要因となる。15/3 期～24/3 期に至るまでプラスとなっている。配当を行うと BPS の減少要因となるため、無配以外はマイナスとなる。自己株取得も実施すると減少要因。自己株取得を実施した 20/3 期、21/3 期はこの要素がマイナスだった。それ以外の効果は、その他の包括利益累計額などファンダメンタルの影響以外で BPS に影響を与える項目だが、ここではそれ以外の効果として一括りにしている。PBR の変化は、配当の影響と自己株取得の影響を理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。

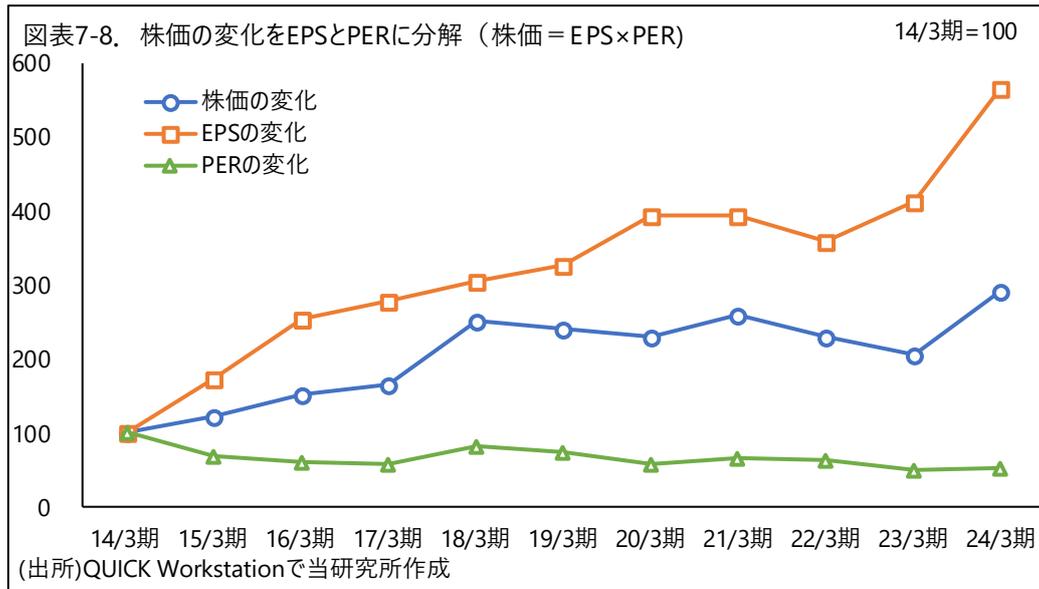
10 期平均の株価変化は 11% のプラスであり、BPS の積み上げによる効果が 8% のプラス、株式市場からの評



価の変化である PBR の上昇が 3% だった。なお、配当利回り と BPS 変化を合わせてファンダメンタル・リターンと呼ぶ。ファンダメンタル・リターンは、企業が株主に提供するリターンを意味し、企業が利益をあげて配当を支払いつつ、株主の持ち分である BPS を増やすという企業活動からみたリターンといえる。

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





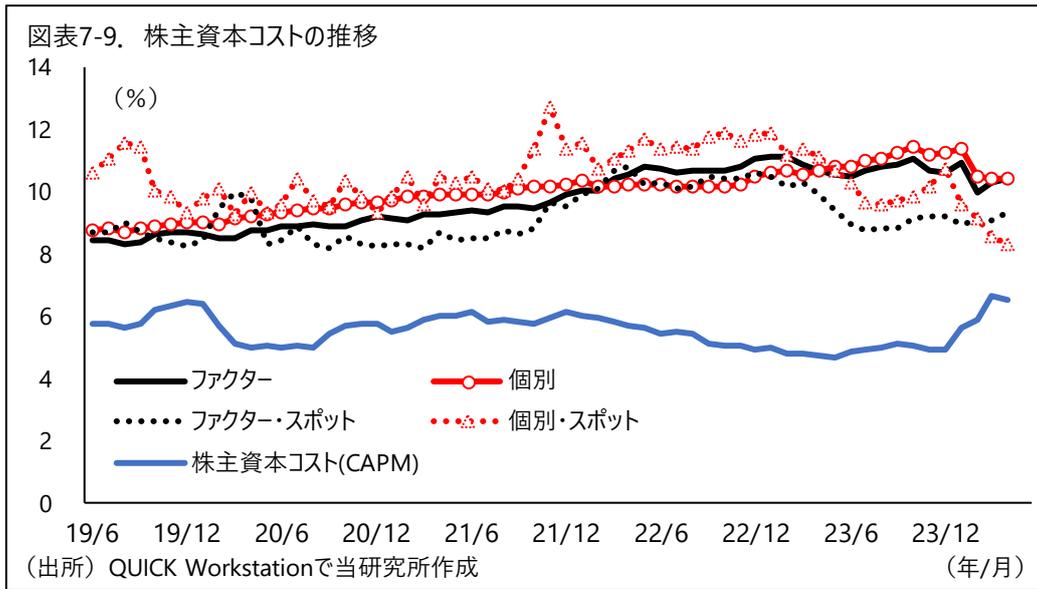
(3) 株主資本コストの算出

これまで ROIC や ROE を分析したが、ROIC や ROE は投資家が想定する資本コストを上回って初めて価値が創造され、投資家に報いたことになる。ROE に対応する資本コストは株主資本コストであり、ROIC に対応する資本コストは WACC 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 株主資本コストも算出した (図表 7-9 参照)。CAPM は、QUICK 算出のマーケット期待収益率 (配当込み TOPIX の年率換算リターン-リスクフリーレート)、リスクフリーレート (新発 10 年物日本国債)、対配当込み TOPIXβ 値 (60 カ月) から算出している。CAPM でみた株主資本コストは直近値で 6.5%。19 年 6 月以降では 6% 前後で推移したが、直近では若干上昇した。WACC (有利子負債はグロスで計算) は 6.4% である。

なお、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 ベースの資本コストを示したが、これらの資本コストは推計値に過ぎない。CAPM で用いられるリスクフリーレートは国内の低金利を反映してとても低い位置にある。10 年物国債の利回りは足元で 1% 程度となっている。外国人投資家からすれば、リスクフリーレートは日本国債ではなく、本国のレートを用いて計算するのが適しているかもしれない。日本でも日銀が利上げ局面に入れば、国債金利は上昇しよう。マーケット期待収益率も期間の取り方で変わりうる。したがって、資本コストの推計値は目安として、投資家が想定する資本コストの水準を、対話などを通じて確認することが大切だろう。

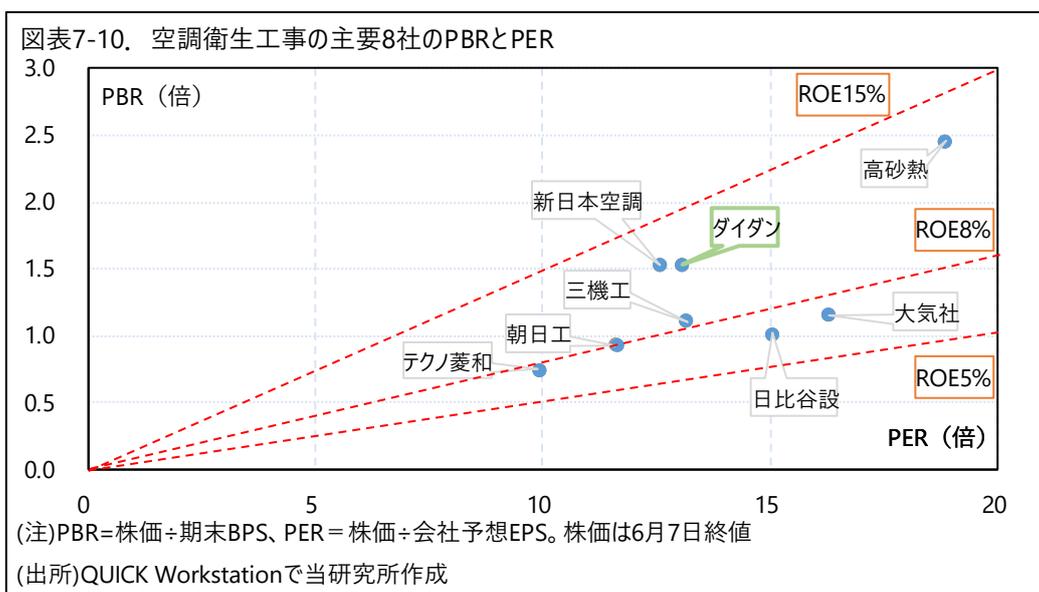


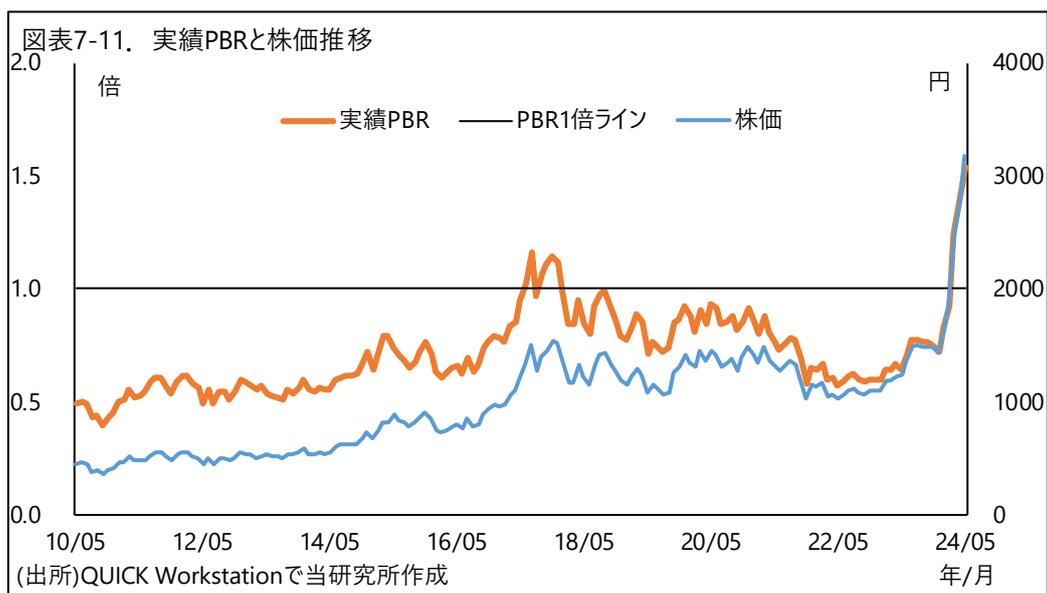


(4) PBR、PER の競合・同業他社との比較

競合・同業他社の比較で用いた空調衛生工事主要 8 社の PBR と PER をプロットしたものが図表 7-10。この交点は ROE (ROE=PBR÷PER。財務比較で用いた ROE とは計算式が異なる点に注意) となる。ROE5%、8%、15%のラインを図表に示した。ROE は高砂熱学工業が最も高く、PBR も 2.5 倍と高く評価されている。同社と新日本空調の 1.5 倍を含め 6 社が PBR1 倍を上回っている。ROE が 8%を上回ると PBR が上昇する傾向があるとされるが、空調衛生工事主要 8 社についても概ねそうした傾向が読み取れる。

同社の PBR は長らく 1 倍割れが続いていたが、3 月以降に 1 倍を上回った。株価上昇により一時は 1.5 倍台まで上昇した。





8. 主な非財務情報

(1) コーポレートガバナンス体制

(1) コーポレートガバナンス体制

同社は「地球と社会と私たちの未来に、安全・快適・信頼の空間価値を届ける」を企業理念に掲げ、株主、顧客、取引先、従業員、地域社会等、全てのステークホルダーからの信頼に応えて、効率的な経営を維持するための、コーポレートガバナンスの継続的な充実に取り組んでいる。

同社のコーポレートガバナンスに関する方針は、以下の通りである。

- ・ 株主の権利と平等性を確保する。
- ・ 透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うため、取締役会は適切かつ効率的にその機能を発揮する。
- ・ 適切な情報開示と株主との建設的な対話に努める。
- ・ 株主以外のステークホルダーとの適切な協働に努める。

同社は、株主の権利の保護、取締役会の運営、株主等との対話、社会・環境問題をはじめとする持続可能性を巡る課題など、同社の考え方を体系的に示した「ダイダンコーポレートガバナンス指針」を制定し、運用。今後もより実効性の高いコーポレートガバナンスの実現を目指し、継続的にその強化と改善に取り組んでいく。

同社のコーポレートガバナンスの体制は図表の通り

図表8-1. コーポレートガバナンス体制、取締役・監査役の状況

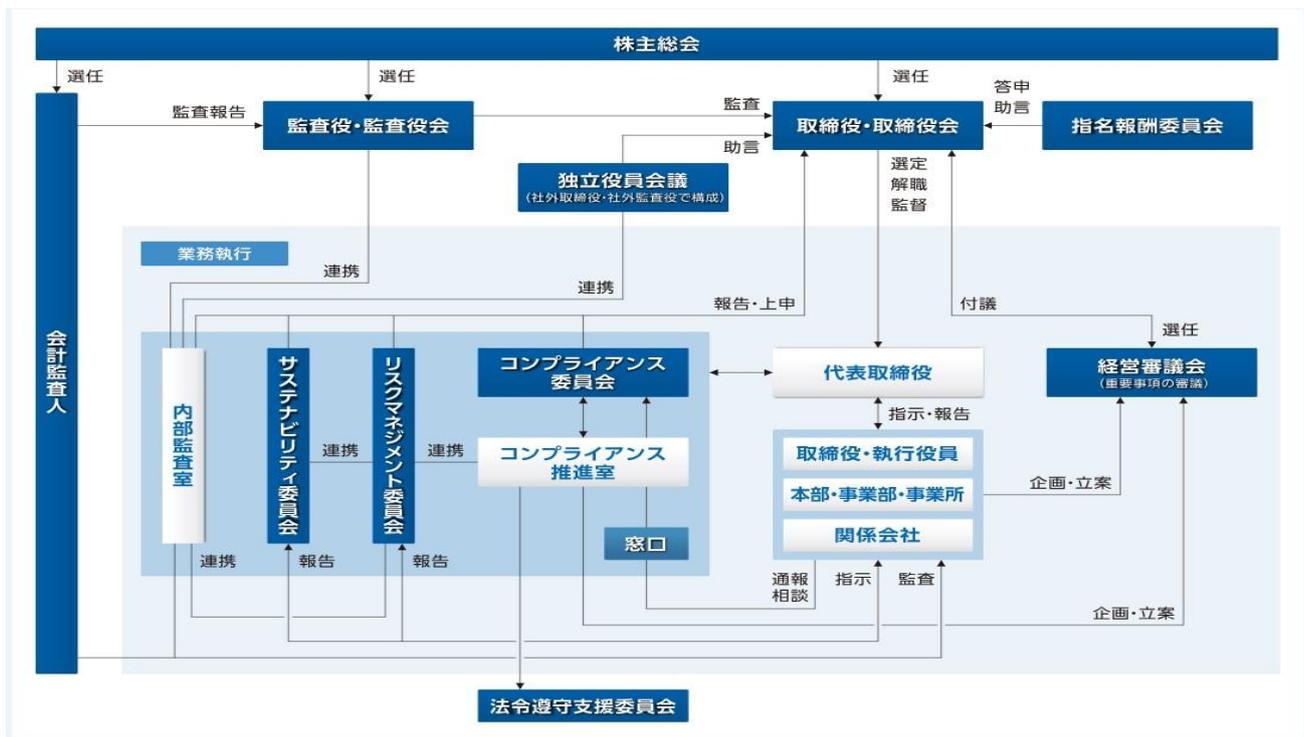
組織	組織形態	監査役設置会社
取締役	定款上の取締役の員数	12名
	定款上の取締役の任期	1年
	取締役会の議長	会長（社長を兼任している場合を除く）
	取締役の人数	7名
	社外取締役の人数	3名
	社外取締役のうち独立役員に指定されている人数	3名
	女性取締役の人数	1名
	外国人取締役の人数	0名
	取締役へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況	業績連動報酬制度の導入
	指名報酬委員会または報酬委員会に相当する任意の委員会の有無	あり
監査役	定款上の監査役の員数	4名
	監査役の人数	4名
	社外監査役の人数	2名
	社外監査役のうち独立役員に指定されている人数	2名
独立役員	独立役員の人数	5名
その他	買収防衛策の導入の有無	なし

(出所)コーポレートガバナンス報告書で当研究所作成





図表8-2. コーポレートガバナンス体制（24年5月現在）



(出所)会社ホームページ

(2)人材の多様性の確保

同社は人材の登用等における多様性の確保にも力を入れている。18年6月1日付で女性の活躍推進に関する取り組み状況が優良な企業として、「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律」（女性活躍推進法）に基づく認定マーク「えるぼし」の認定において、二つ星を取得。21年4月に「女性活躍推進法に基づく行動計画（21年4月～26年3月）」を策定。目標として、女性の勤続年数の引き上げや、管理職に占める女性割合1%以上を掲げている。23年4月1日時点で、同社グループの管理職275名のうち、女性管理職は4名（構成比1.5%）と目標を達成。海外事業の強化も事業戦略の一つとしており、外国人の管理職は16名（同11.9%）。中途採用者の管理職は29名（同11.9%）となっており、多様な人材を活用すべく、各々採用を強化する方針。

(3)働き方改革の推進

前中期経営計画 Phase1《整えるステージ》では長時間労働是正に向けた「SMILE2024 Project」を推進。23/3期は主に「意識改革やトライアルチームによる試行」、「取り組み基盤の整備」を実施。24/3期からは、「業務量の削減やコミュニケーションの活性化」の具体的取り組みを全社展開し、新設した「現場サポート部の高度化」、DXの推進等による「業務の効率化」を継続してきた。

新たにスタートした中期経営計画 Phase2《磨くステージ》でも働き方改革を強力に進める方針。時間外労働の削減や休暇取得の推進に加え、DXによる業務プロセス改革の変革を推進。DXによる働き方改革の一環とし





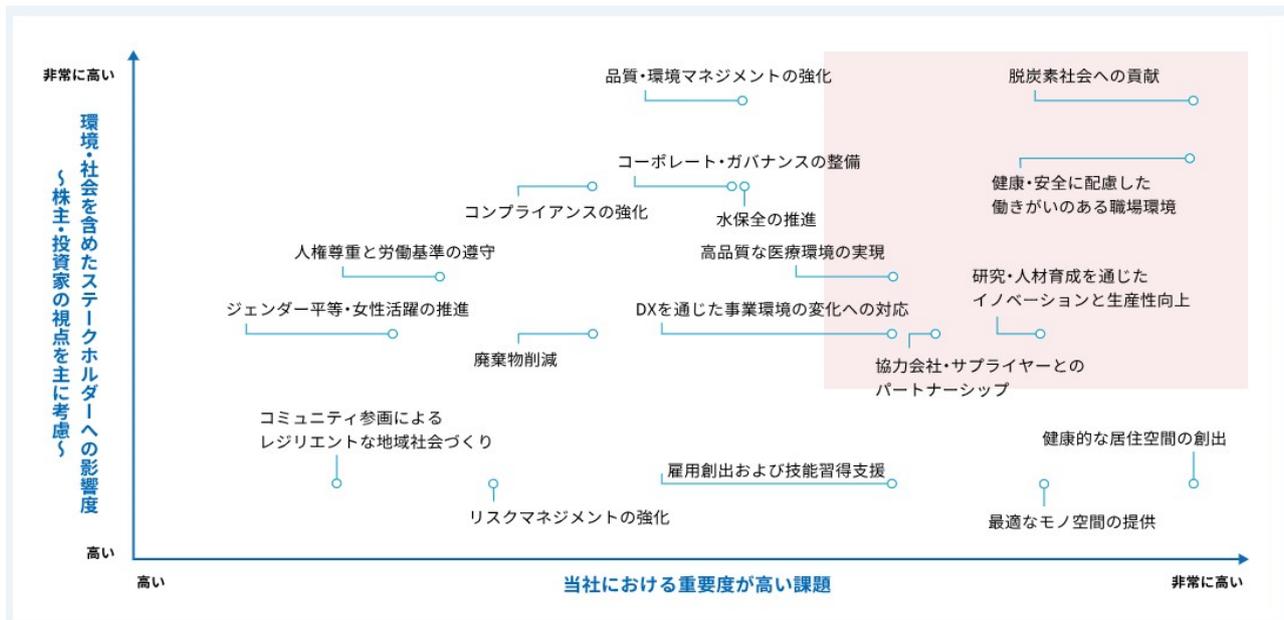
て、日本マイクロソフトの Azure OpenAI Service を活用した生成 AI「Daidan AI Chat」を導入し、業務効率化と残業時間削減を推進する。安全性が確保された自社専用の生成 AI「Daidan AI Chat」を一般業務におけるアイデア出し・資料の要約・文書チェック・提案書改善などの幅広い用途で活用し、業務の効率化を図る。さらに、設計・施工業務への活用を広げるため、「施工業務データ」「施工要領書データ」「知財保有ナレッジデータ」等の社内データを生成 AI と連携させ、ナレッジとして社内での共有を可能にし、情報検索の効率化や資料作成の負担軽減を目指す。

(4) サステナビリティの取り組み、重要課題(マテリアリティ)

同社はサステナビリティを巡る取り組みとして、「ダイダングループサステナビリティ方針」を策定。持続可能な社会の実現へ貢献するとともに、企業価値の向上を目指し、22 年 4 月に社長を委員長とする「サステナビリティ委員会」を設置。あわせて、同委員会の事務局として「サステナビリティ推進部」も設置。「サステナビリティ委員会」は、取締役会の監督のもと、「ダイダングループサステナビリティ方針」の実現に向け、サステナビリティに関する取り組みを検討、推進している。

同社は長期ビジョン<Stage2030>で3つの基本方針として、「快適・最適な空間の提供」、「豊かで持続可能な社会への貢献」、「信頼される人と組織の深化」を掲げている。ステークホルダーとの対話を踏まえ、環境・社会に関連する重要課題「マテリアリティ」を更新。「環境・社会を含めたステークホルダーへの影響度」が高く、「同社における重要度が高い課題」を 18 項目選定。両方の影響度をマッピングすることで、6つのマテリアリティを設定した。

図表8-3. マテリアリティマップ



(出所)会社ホームページ





図表8-4. 環境・社会に関連する重要課題（マテリアリティ）

No	当社のマテリアリティ項目	基本方針 (長期ビジョンより)	SDGs
1	脱炭素社会への貢献	<div style="display: inline-block; border: 1px solid black; padding: 2px;">快速・最適な空間の提供</div> <div style="display: inline-block; border: 1px solid black; padding: 2px;">豊かで持続可能な社会への貢献</div>	 
2	DXを通じた事業環境の変化への対応	<div style="display: inline-block; border: 1px solid black; padding: 2px;">豊かで持続可能な社会への貢献</div>	   
3	高品質な医療環境の実現	<div style="display: inline-block; border: 1px solid black; padding: 2px;">快速・最適な空間の提供</div>	
4	研究・人材育成を通じたイノベーションと生産性向上	<div style="display: inline-block; border: 1px solid black; padding: 2px;">豊かで持続可能な社会への貢献</div>	   
5	健康・安全に配慮した働きがいのある職場環境	<div style="display: inline-block; border: 1px solid black; padding: 2px;">信頼される人と組織の深化</div>	   
6	協力的会社・サプライヤーとのパートナーシップ	<div style="display: inline-block; border: 1px solid black; padding: 2px;">信頼される人と組織の深化</div>	  

(出所)会社ホームページ

① 環境負荷リスクの低減

同社は「脱炭素社会への貢献」をマテリアリティの第一と位置付けており、21年8月にはTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）提言への賛同を表明するとともに「TCFDコンソーシアム」へ参画。24年4月には、持続可能な脱炭素社会の実現を目指す企業グループである「日本気候リーダーズ・パートナーシップ（JCLP）」に賛助会員として加盟している。

政府は、50年カーボンニュートラルを見据えて、30年までにCO₂排出量を13年度比46%削減すると宣言。事務所ビルなどの業務部門のCO₂排出量は全体の2割を占め、1990年度比で48%も増加しており、業務部門でのCO₂排出量削減は喫緊の課題となっている。同社は自社ビルをZEB（Net Zero Energy Buildingの略。建物で消費するエネルギーを再生可能エネルギーでまかなう建物）化し、その技術に関するノウハウの蓄積に注力。九州、四国、北海道、北陸で環境性能と快適性の両立を追求したオフィスを建設・運用。2024年3月には、新潟支店が竣工。新潟支店は建築物省エネルギー性能表示においてBELS5☆Nearly ZEBの認定と、建築環境総合性能評価システムであるCASEBEE-スマートウェルネスオフィスにおいて、最高ランクのSランクを取得している。

なお、自社のZEB認証を取得したオフィス3棟について、省エネ建築物の新築・改修による効果を総合的に定量評価する指標を用いて、建物の総合評価を実施。これまでの省エネ建築物はいかに消費エネルギーを削減できるかが重要であったため、必ずしも快適な室内環境を実現しておらず、従業員に我慢を強いる場面があった。一方で、室内環境性能に優れたZEBは高い断熱性の付与や高効率な設備機器の導入により、これまで以上に省エネルギー性を追求しつつ快適な室内環境を実現することから、消費エネルギーの削減のほか、従業員の健康増進・知的生産性の向上、さらにはエンゲージメント向上に伴う離職率の低下など多くの副次・間接・相乗的



な効果が見込まれる。しかし、こうした省エネ建築物の費用対効果は、CO₂削減量やエネルギー削減量で評価されることが多く、その経済的効果は限定的であるため、省エネ建築物導入がなかなか進まないという現状があった。同社では、所有する ZEB オフィス 3 棟について、エネルギー・光熱費削減以外の効果である、Non-Energy Benefits (NEBs) を定量化する手法を用いて建物の総合的な価値を算定し、ZEB 化に対する投資対効果の適正な評価を実施。NEBs の算出には、NTT ファシリティーズとゼロイトトーマツコンサルティング合同会社が開発した評価指標を使用。検証の結果、1200 m²程度のオフィスビルにおいて、エネルギー消費量の削減効果は建物全体で 2.5 百万円/年、光熱費以外の ZEB 導入による生産性向上等の効果は建物全体で 11.2 百万円/年と推計された。エネルギー消費量のみでの投資回収年数に比べ、NEBs を含めた投資回収年数は約 5 分の 1 まで短縮され、ZEB 導入の潜在的な効果を適切に算定することで、ZEB に取り組むメリットを定量的に評価。省エネ建築物の採用促進を通じたカーボンニュートラルの貢献を目指す。

図表8-5. ダイダ ン新潟支店外観



(出所)会社ホームページ

図表8-6. 総合的なZEBの評価のイメージ



(出所)会社ホームページ





このほか、オフィスの消費エネルギーの削減やエコカーの導入等を推進。22/3 期より本社をはじめ、支店、営業所など国内 21 カ所のオフィスを対象に実質再生エネルギー由来の電力に順次切り替えた。これによりオフィスの温室効果ガス排出量は切り替え前と比較して約 1100tCO₂の削減となった。温室効果ガス排出量については、Scope1+2（燃料消費による直接排出量+購入した電気の使用に伴う間接排出量 = 自社の事業活動による排出量）を 30 年までに従来は 14/3 期比で 46%削減することを目標としていたが、23/3 期に自社社屋の ZEB への建て替え、実質再生可能エネルギー由来の電力への切り替え、およびハイブリッド車等エコカー導入促進等の取り組みにより、54%削減し、目標を達成。今後は SBT（Science Based Targets：パリ協定が求める水準と整合した企業が設定する温室効果ガス排出削減目標）の基準に適合する削減目標を今後設定し、バリューチェーン全体の温室効果ガス排出量削減に取り組む方針。

図表8-7. Scope1,2,3排出量削減のための各取り組み

Scope・カテゴリ	該当する活動	Phase2で想定する主な取り組み
Scope1,2	自社の事業活動による排出量	
Scope1	燃料消費による直接排出量	プラグインハイブリッド車・電気自動車・水素自動車などへの切り替え
Scope2	購入した電気の使用に伴う間接排出量	オフィス使用電力の再生エネルギー化 自社ビルのZEB化を含む、自社施設の消費エネルギー削減
Scope3	事業活動に関連する他社の排出量	
カテゴリ1	完成物件納入後の設備運用に伴う排出量	設計提案の採用によるCO ₂ 削減 -省エネ改修案による営業強化 再生可能エネルギーおよびZEB関連工事推進による運用段階のCO ₂ 削減 -ZEB化技術・IoT技術を活かした提案による営業強化 自社ZEBでの検証を活かした省エネとウェルネスを実現する次世代オフィスの提案 -再生可能エネルギーやZEB化に関する技術開発

(出所)中期経営計画資料で当研究所作成

② サステナビリティに寄与する新規事業の創出

(a)再生医療事業の推進

同社は「高品質な医療環境の実現」をマテリアリティ（重要課題）の一つに設定しており、質の高い医療のための安全な環境の実現を推進。再生医療分野への貢献を掲げ、病院内で再生医療向け細胞製品を取り扱うことに適した安全で使いやすい施設を提供。17 年には、神奈川県川崎市にオープンラボ「セラボ殿町」を開設。20 年には、再生医療専門の子会社セラボヘルスケアサービス（以下セラボ HS）を設立。「セラボ殿町」を中心に、「セラボ羽田」（東京都大田区）、技術研究所（埼玉県三芳町）の 3 拠点で連携を図り、新たな技術開発や新規サービスの立ち上げに取り組んでいる。各種展示会等を通じて、独自の気流制御技術を導入しクリーン環境と扉レスを実現したエアバリアブース（細胞材用加工施設向け交差汚染防止システム）、オールインワン CP ユニット（細胞培養加工施設をコンパクトにユニット化）、ほっとキュア（易感染患者用病室）等を P R。研究施設から製造所、病院にいたる様々な施設で採用されている。23 年、セラボ HS は「セラボ殿町」において



「再生医療等製品製造許可」を取得し、細胞製剤製造受託事業を開始。受託製品は、ガイアバイオメディン社が開発した他家ナチュラルキラー（NK）様細胞「GAIA-102」の治療薬となる。GAIA-102 は標準治療では効果を示しづらい非小細胞肺癌や小児がんなどの固形がんに対して有効な治療法になることが期待されており、本受託を皮切りに受託事業の拡大を図る。

図表8-8. セラボ殿町施設内のエアバリアCPF



(出所)会社ホームページ

(b)半導体工場向けエアフィルタ再生事業の推進

同社では、超臨界 CO₂を用いてエアフィルタを洗浄再生し、顧客に返却するクリーニングサービスを展開。従来廃棄していた使用済みエアフィルタを洗浄再生して再利用することから、顧客の初期投資は不要。エアフィルタを新品で購入するよりも安く再利用できるため、SDGs への貢献や ESG 経営を推進している企業から評価が高く、一度採用した顧客から繰り返し利用されている。本技術では、新品フィルタを再生フィルタに置き換えることでランニングコストを新品比の 30%に削減、廃棄物量をゼロに抑制できることが実証されている。「超臨界 CO₂フィルタ再生技術」は同社の独自技術であり、経済的効果や環境負荷低減への貢献が高く評価され、公益社団法人化学工学会において、平成 24 年度化学工学会技術賞を受賞した。

同サービスは主に半導体工場のエアフィルタ等で採用されており、14 年の事業化から 300 件以上の導入実績を有する。再生したエアフィルタは新品と同等の性能で使用することが可能で、採用件数は増加傾向にある。長期的には経済安全保障やデジタル産業の基盤となる半導体産業は大きく成長することが予想されており、再生実績も増加する見通し。今後は国内および海外の需要増加を見込み、強固な営業体制の構築を図り、積極的な営業活動を推進する方針。





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

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

同社は、今期から 3 カ年の新中期経営計画「Stage2030 中期経営計画 Phase2《磨くステージ》」において、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進める方針。前中期経営計画「Stage2030 中期経営計画 Phase1《整えるステージ》」の期間を通じ、ROE は目標値の 8% 前後で推移していたが、PBR1 倍未達が継続。PBR の低迷は株式の流動性の低さが課題であると分析し、23 年 10 月に株式分割、12 月に売出しを実施。業績の上方修正や相場全体の上昇等に伴い、24/3 期における ROE は 10.3%、PBR は 1.14 倍まで改善。なお、新中期経営計画では、ROE10% 以上 (前中計比+2.0P) を目標としている。



9. 大株主の状況、リスク等

(1) トップマネジメント

代表取締役会長執行役員の藤澤一郎氏（1956年生）は開発技術部門、施工技術部門等幅広い業務に携わってきた。79年4月、同社入社。2009年4月、同社執行役員産業施設事業部長兼技術部長、同年6月、同社取締役執行役員産業施設事業部長兼技術部長就任。10年4月、同社取締役執行役員技術本部長、11年4月、同社取締役常務執行役員技術本部長、11年10月、同社取締役常務執行役員開発技術本部長を経て、13年4月、同社取締役専務執行役員東日本地区担当兼東京本社代表に就任。16年4月、同社取締役副社長執行役員東日本地区担当兼東京本社代表兼開発技術グループ長、18年4月、同社代表取締役社長執行役員就任。24年4月、現職就任。

代表取締役社長執行役員の山中康宏氏（1962年生）は営業部門や施工技術部門等、幅広い業務に携わり、東日本事業部の責任者として牽引してきた。83年4月、同社入社。2011年4月、同社横浜支店長就任。12年4月、同社東京本社営業副統括兼営業第四部長、15年5月、同社東京本社営業統括を経て、17年4月、同社上席執行役員営業本部長に就任。20年4月、同社常務執行役員東日本事業部長兼東京本社代表、20年6月、同社取締役常務執行役員東日本事業部長兼東京本社代表を経て、21年4月、同社取締役専務執行役員東日本事業部長兼東京本社代表就任。24年4月、現職就任。

(2) 大株主の状況

図表9-1. 大株主の状況

24年3月31日現在

氏名または名称	所有株式数 (千株)	発行済株式（自己株式を除く）の総数に対する所有株式数の割合(%)
日本マスタートラスト信託（信託口）	3,161	7.35
東京大元持株会	2,176	5.06
大阪大元持株会	1,596	3.71
ダイダン 従業員持株会	1,572	3.65
有楽橋ビル	1,476	3.43
日本カストディ銀行（信託口）	1,473	3.42
名古屋大元持株会	1,233	2.86
三信	1,118	2.60
日本生命保険	872	2.02
三菱UFJ銀行	827	1.92
計	15,504	36.02

(出所)コーポレートガバナンス報告書で当研究所作成





(3) 主な事業等のリスク

以下のリスク要因は同社グループの経営成績や事業活動等に影響を及ぼす可能性がある。なお、24/3 期の有価証券報告書の公表前（6 月 27 日公表予定）であることから、以下は 23/3 期の有価証券報告書から作成している。

①資産リスク

資産管理の瑕疵等の結果、資産の毀損により損失を被るリスクがある。資産とは有価証券等の金融資産、所有および賃貸借中の土地・建物、建物に付随する設備、什器・備品等の有形資産、知財等の無形資産を指す。当該リスクが顕在化した場合には、保有資産の減損、紛争に伴う対応費用等が生じる可能性がある。

（対応策） 同社規程に基づく金融資産のモニタリング、有事の際の資産管理（BCP 等）、弁護士との連携による知財等の紛争リスク低減

②オペレーショナルリスク

技術開発の遅れ、営業活動の不振等により競争力を失い、継続的な事業活動に影響を被るリスク、金利・為替等の様々な市場のリスクファクターの変動により保有する資産・負債（オフバランス資産・負債を含む）の価格が変動し損失を被るリスク（市場リスク）、市場の混乱等により必要とされる数量を妥当な水準で取引できないことによる損失を被るリスク（市場流動性リスク）がある。当該リスクが顕在化した場合には、受注工事高、完成工事高の減少、保有資産の減損等が生じる可能性がある。

（対応策） 同社規程に基づく中長期的な研究開発計画の策定、全社的な視点での営業活動による営業情報の蓄積に努める。

③情報漏洩リスク

情報の喪失・改ざん・不正使用・外部への漏洩、ならびに情報システムの破壊・停止・誤作動・不正使用等により損失を被るリスクがある。当該リスクが顕在化した場合には、各対応費用、損害賠償の発生、世評の低下による受注工事高の減少等が生じる可能性がある。

（対応策） 同社規程に基づき、IT に係る規程・マニュアルの整備、権限の設定、バックアップの作成、従業員のセキュリティ教育等を実施し、情報の「可用性」「完全性」「機密性」の確保に努める。

④法的リスク

法令等の遵守状況が不十分であることにより損失を被るリスク（他のリスクに係るものを除く）、契約等の行為が予想された法律効果を生ずるための検討や訴訟等への対応が不十分であることによる損失を被るリスク、贈収賄・癒着・横領等の腐敗行為への対応が不十分であることにより損失を被るリスク、各種制度変更への対





応が不十分であることにより損失を被るリスクがある。当該リスクが顕在化した場合には、法的規制による行政処分を受け、世評の低下や営業停止による受注工事高の減少、罰金、課徴金等による費用等が生じる可能性がある。

(対応策) 建設業法、独占禁止法、労働安全衛生法等の各法令の遵守徹底。法令違反の抵触防止。

⑤自然災害リスク

台風、河川の氾濫、地震等の自然災害によって、同社の保有する有形資産の毀損や執務環境等の質の低下、役職員の安全等に損失を被るリスクがある。当該リスクが顕在化した場合には、保有資産の減損、事業中断に伴う受注工事高、完成工事高の減少、各支援等による費用等が生じる可能性がある。

(対応策) 同社規程に基づき、大規模災害による混乱防止、役職員およびその家族の安全確保、顧客支援等を迅速に行う事業継続管理（BCM）を定める。

⑥海外リスク

海外における政治や社会、経済状況の変化に伴う損失や資金が回収できない状況、急激なインフレや通貨の急落、国債の債務不履行、政権交代による経済・通商政策の変更、戦争や内乱に伴う政治の不安定化、そのほか法制や税制の解釈・運用の相違、商慣行やマナーによる違い、外国企業に対する国民感情などによる損失を被るリスクがある。当該リスクが顕在化した場合には、債権の回収不能、市況悪化による受注工事高、完成工事高の減少、為替変動による為替差損等が生じる可能性がある。

(対応策) 同社規程に基づき、海外赴任者に対して海外リスクについて必要な情報をタイムリーに伝達し注意喚起する体制を整備。

⑦施工リスク

施工現場で担保すべき安全性、従業員教育等の欠如により、同社の施工物件品質劣化により被るリスクがある。当該リスクが顕在化した場合には、工程の手戻りによる損益の悪化、契約不適合による対応費用の発生、顧客の資産を毀損したことによる損害賠償、債権の回収不能、世評の低下による受注工事高の減少等が発生する可能性がある。

(対応策) 同社規程に基づき、施工担当者は工事の安全および品質環境リスクを把握し、それらを施工管理目標として設定。

⑧気候関連リスク

低炭素経済への移行に伴う政策・法規制の強化によるコスト増、エネルギー技術に対応に遅れることによる機会喪失、脱炭素社会に向けた需要の変化への未対応、情報開示不足による同社に対する評価と信頼低下な





どのリスク、および気候変動による気象災害の頻発や平均気温の上昇など物理的変化に関するリスクがある。当該リスクが顕在化した場合には、需要変化への対応が遅れることによる受注機会の減少、気象災害の頻発による同社社屋への損害や工事見合わせ等に伴う事業運営コストの増加および平均気温の上昇による建設現場の従業員の生産性低下等が生じる可能性がある。

（対応策） 同社規程に基づき、サステナビリティ委員会が気候関連リスクについて特定・評価し、その情報をリスクマネジメント委員会と共有。



10. 財務関連データおよび指標

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

(1) 損益計算書（通期）、付随資料

< 損益計算書 >

単位：百万円

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期 計画
売上高	121,780	138,346	125,253	143,448	155,565	169,229	157,712	162,929	185,961	197,431	250,000
（前期比）	-2%	14%	-9%	15%	8%	9%	-7%	3%	14%	6%	27%
売上原価	107,216	121,632	107,465	124,662	136,453	148,172	136,190	142,206	163,337	171,213	
（前期比）	-3%	13%	-12%	16%	9%	9%	-8%	4%	15%	5%	
（売上原価率）	88%	88%	86%	87%	88%	88%	86%	87%	88%	87%	
売上総利益	14,563	16,713	17,788	18,786	19,111	21,056	21,521	20,723	22,624	26,217	
（前期比）	3%	15%	6%	6%	2%	10%	2%	-4%	9%	16%	
（売上総利益率）	12%	12%	14%	13%	12%	12%	14%	13%	12%	13%	
販管費	10,016	10,176	11,038	11,400	11,450	11,993	12,767	13,138	14,195	15,340	
（前期比）	1%	2%	8%	3%	0%	5%	6%	3%	8%	8%	
（販管費率）	8%	7%	9%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	
営業利益	4,547	6,537	6,750	7,385	7,661	9,063	8,754	7,584	8,428	10,877	15,000
（前期比）	9%	44%	3%	9%	4%	18%	-3%	-13%	11%	29%	38%
（営業利益率）	4%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	5%	5%	6%	6%
EBITDA	4,892	6,821	7,178	7,855	8,113	9,522	9,236	8,033	8,917	11,640	
（前期比）	6%	39%	5%	9%	3%	17%	-3%	-13%	11%	31%	
（EBITDAマージン）	4%	5%	6%	5%	5%	6%	6%	5%	5%	6%	
ネット金融収支	67	119	152	159	239	244	230	274	374	338	
為替差損益	139	-11	-81	14	19	-128	114	135	327	320	
持分法投資損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	146	
経常利益	4,875	6,770	6,939	7,674	8,057	9,282	9,262	8,095	9,288	11,918	15,300
（前期比）	9%	39%	2%	11%	5%	15%	-0%	-13%	15%	28%	28%
（経常利益率）	4%	5%	6%	5%	5%	5%	6%	5%	5%	6%	6%
税前利益	4,771	6,802	6,911	7,697	7,945	9,222	9,233	8,312	9,830	13,268	
（税負担率）	39%	38%	33%	34%	31%	31%	32%	31%	33%	31%	
親会社株主利益	2,921	4,248	4,638	5,109	5,464	6,399	6,318	5,778	6,626	9,087	11,000
（前期比）	75%	45%	9%	10%	7%	17%	-1%	-9%	15%	37%	21%
（純利益率）	2%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	4%
EPS（円）	65.5	95.3	104.0	114.6	122.6	145.6	146.0	135.1	154.8	212.1	
配当性向	28%	21%	22%	24%	31%	31%	31%	33%	32%	36%	
BPS（円）	1,193.6	1,219.4	1,296.6	1,441.0	1,485.3	1,550.9	1,745.9	1,801.6	1,920.7	2,187.9	
設備投資額	428	981	1,037	381	850	325	584	1,203	2,887	-	
減価償却費	345	284	428	470	452	459	482	449	489	763	
研究開発費	461	524	663	649	647	778	754	1,076	1,174	-	
従業員数（人）	1,498	1,493	1,505	1,540	1,600	1,617	1,644	1,727	1,830	-	

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

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



(2) 損益計算書 (四半期、半期)

< 損益計算書 >

単位：百万円

	23/3期				24/3期				23/3期		24/3期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	上期	下期	上期	下期
売上高	35,342	47,348	47,398	55,873	40,731	50,575	48,198	57,927	82,690	103,271	91,306	106,125
(前年同期比)	30%	23%	12%	2%	15%	7%	2%	4%	26%	6%	10%	3%
売上原価	31,062	41,263	42,287	48,725	36,272	44,550	41,209	49,182	72,325	91,012	80,822	90,391
(前年同期比)	31%	24%	12%	3%	17%	8%	-3%	1%	27%	7%	12%	-1%
(売上原価率)	88%	87%	89%	87%	89%	88%	85%	85%	87%	88%	89%	85%
売上総利益	4,280	6,084	5,112	7,148	4,459	6,024	6,989	8,745	10,364	12,260	10,483	15,734
(前年同期比)	19%	15%	9%	-0%	4%	-1%	37%	22%	17%	3%	1%	28%
(売上総利益率)	12%	13%	11%	13%	11%	12%	15%	15%	13%	12%	11%	15%
販管費	3,461	3,253	3,591	3,890	3,767	3,685	3,677	4,211	6,714	7,481	7,452	7,888
(前年同期比)	13%	7%	5%	7%	9%	13%	2%	8%	10%	6%	11%	5%
(販管費率)	10%	7%	8%	7%	9%	7%	8%	7%	8%	7%	8%	7%
営業利益	818	2,832	1,521	3,257	691	2,340	3,311	4,535	3,650	4,778	3,031	7,846
(前年同期比)	55%	26%	18%	-8%	-16%	-17%	118%	39%	32%	-1%	-17%	64%
(営業利益率)	2%	6%	3%	6%	2%	5%	7%	8%	4%	5%	3%	7%
ネット金融収支	136	98	87	53	114	69	110	45	234	140	183	155
為替差損益	226	65	-86	122	163	42	-168	283	291	36	205	115
持分法投資損益	0	0	0	0	41	-5	-32	142	0	0	36	110
経常利益	1,308	3,022	1,521	3,437	1,141	2,454	3,287	5,036	4,330	4,958	3,595	8,323
(前年同期比)	72%	32%	12%	-7%	-13%	-19%	116%	47%	42%	-2%	-17%	68%
(経常利益率)	4%	6%	3%	6%	3%	5%	7%	9%	5%	5%	4%	8%
税前利益	1,298	3,290	1,520	3,722	1,139	2,550	3,989	5,590	4,588	5,242	3,689	9,579
親会社株主利益	862	2,183	954	2,627	755	1,656	2,704	3,972	3,045	3,581	2,411	6,676
(前年同期比)	72%	39%	-3%	-3%	-12%	-24%	183%	51%	47%	-3%	-21%	86%
(純利益率)	2%	5%	2%	5%	2%	3%	6%	7%	4%	3%	3%	6%

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





(3) 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

<貸借対照表、キャッシュフロー計算書>

単位：百万円

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
流動資産	80,831	91,704	87,516	95,759	88,913	94,114	96,916	104,846	108,120	112,090
現預金	24,385	23,563	26,576	27,885	12,803	21,643	31,775	16,065	25,379	22,696
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
売上債権	52,802	64,252	57,414	63,956	72,902	69,887	63,212	83,904	79,111	86,400
棚卸資産	424	385	478	500	509	455	374	464	671	726
固定資産	32,609	30,608	30,938	34,247	31,815	28,934	35,294	34,253	40,424	48,462
有形固定資産	3,919	4,178	4,694	4,704	5,198	5,136	5,190	5,893	7,516	8,396
無形固定資産	156	594	682	557	457	335	342	409	1,178	1,390
のれん	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資その他の資産	28,533	25,836	25,562	28,985	26,159	23,462	29,762	27,949	31,728	38,675
資産合計	113,440	122,312	118,454	130,006	120,728	123,049	132,210	139,099	148,544	160,553
流動負債	52,312	61,434	53,705	59,889	49,578	51,629	52,883	57,483	61,532	60,895
買入債務	37,937	42,067	36,435	41,858	30,559	31,389	30,473	36,072	35,403	33,410
短期借入金・社債	4,379	4,519	3,880	4,026	3,826	3,735	4,449	3,229	2,901	2,788
固定負債	7,665	6,295	6,744	5,700	4,759	4,010	4,489	4,374	4,587	5,670
長期借入金・社債	1,583	1,401	2,054	1,299	1,543	1,947	734	675	720	369
負債合計	59,978	67,729	60,450	65,589	54,338	55,639	57,372	61,857	66,119	66,565
自己資本	53,237	54,380	57,818	64,246	66,218	67,200	74,632	77,082	82,242	93,755
非支配株主持ち分	225	203	186	171	172	209	205	160	182	232
純資産	53,462	54,583	58,004	64,417	66,390	67,409	74,837	77,242	82,424	93,987
運転資本	15,289	22,570	21,457	22,598	42,852	38,953	33,113	48,296	44,379	53,716
投下資本（運用ベース）	19,364	27,342	26,833	27,859	48,507	44,424	38,645	54,598	53,073	63,502
投下資本（調達ベース）	59,199	60,300	63,752	69,571	71,587	72,882	79,815	80,986	85,863	96,912
ネット投下資本（調達ベース）	40,776	42,657	43,110	47,011	64,153	56,921	53,223	68,825	64,105	77,373
ネット金融資産	18,423	17,643	20,642	22,560	7,434	15,961	26,592	12,161	21,758	19,539
1. 営業キャッシュフロー	2,427	611	5,395	3,320	-13,541	12,742	14,241	-11,718	15,941	596
売上債権の増減額	4,387	-11,450	6,836	-6,541	-8,945	3,014	6,675	-20,693	4,793	-7,288
棚卸資産の増減額	-271	39	-93	-21	-8	54	80	-89	-206	-54
仕入債務の増減額	-2,070	4,130	-5,631	5,423	-11,298	829	-915	5,599	-670	-1,992
2. 投資キャッシュフロー	-401	-493	-1,442	-315	-232	-636	-718	-873	-4,729	-603
有形・無形固定資産の取得	0	0	0	0	-287	-744	-366	-1,154	-1,804	-1,616
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）	2,026	118	3,953	3,005	-13,773	12,106	13,523	-12,591	11,212	-7
4. 財務キャッシュフロー	-2,344	-894	-925	-1,711	-1,317	-3,240	-3,487	-3,214	-2,218	-2,829
配当	-713	-847	-936	-1,092	-1,359	-1,954	-2,072	-1,935	-1,935	-2,364
自己株取得	-4	-5	-4	-10	-1	-1,861	-915	-1	0	0
有利子負債の増減額	-1,627	-42	16	-609	44	314	-499	-1,278	-283	-464
現預金の増減額	-239	-822	3,012	1,308	-15,081	8,840	10,131	-15,710	9,310	-2,682
現預金の期末残高	24,358	23,536	26,549	27,858	12,776	21,616	31,747	16,037	25,348	22,665

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



(4) 財務分析

<財務分析>

単位：百万円(表記なし項目)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
<ROEの3分解式>										
純利益率	2.4%	3.1%	3.7%	3.6%	3.5%	3.8%	4.0%	3.5%	3.6%	4.6%
総資産回転率(回)	1.1	1.2	1.0	1.2	1.2	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3
財務レバレッジ(倍)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
<資産収益性>										
ROE	5.9%	7.9%	8.3%	8.4%	8.4%	9.6%	8.9%	7.6%	8.3%	10.3%
ROA	4.3%	5.7%	5.8%	6.2%	6.4%	7.6%	7.3%	6.0%	6.5%	7.7%
税前ROIC(運用ベース)	22.3%	28.0%	24.9%	27.0%	20.1%	19.5%	21.1%	16.3%	15.7%	18.7%
税前ROIC(調達ベース)	8.0%	10.9%	10.9%	11.1%	10.9%	12.5%	11.5%	9.4%	10.1%	11.9%
税前ROIC(ネット調達ベース)	11.7%	15.7%	15.7%	16.4%	13.8%	15.0%	15.9%	12.4%	12.7%	15.4%
<売上比>										
売上総利益率	12.0%	12.1%	14.2%	13.1%	12.3%	12.4%	13.6%	12.7%	12.2%	13.3%
販管費率	8.2%	7.4%	8.8%	7.9%	7.4%	7.1%	8.1%	8.1%	7.6%	7.8%
営業利益率	3.7%	4.7%	5.4%	5.1%	4.9%	5.4%	5.6%	4.7%	4.5%	5.5%
EBITDAマージン	4.0%	4.9%	5.7%	5.5%	5.2%	5.6%	5.9%	4.9%	4.8%	5.9%
経常利益率	3.9%	4.9%	5.5%	5.4%	5.1%	5.4%	5.9%	5.1%	5.3%	6.7%
<効率性>										
総資産回転期間(月)	11.1	10.2	11.5	10.4	9.7	8.6	9.7	10.0	9.3	9.4
売上債権回転期間(日)	164.8	154.4	177.3	154.4	160.6	154.0	154.0	164.8	160.0	153.0
棚卸資産回転期間(日)	1.0	1.2	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.3	1.5
買入債務回転期間(日)	132.7	120.0	133.3	114.6	96.9	76.3	82.9	85.4	79.9	73.3
CCC(日)	33.1	35.6	45.4	41.2	65.0	78.9	72.2	80.5	81.4	81.1
1人当たり売上高	82.0	92.5	83.6	94.2	99.1	105.2	96.7	96.7	104.6	-
1人当たり営業利益	3.1	4.4	4.5	4.9	4.9	5.6	5.4	4.5	4.7	-
<財務安全性>										
手元流動性比率(月)	2.4	2.1	2.4	2.3	1.6	1.2	2.0	1.8	1.3	1.5
ネットデット	-18,423	-17,643	-20,642	-22,560	-7,434	-15,961	-26,592	-12,161	-21,758	-19,539
自己資本比率	46.9%	44.5%	48.8%	49.4%	54.8%	54.6%	56.4%	55.4%	55.4%	58.4%
流動比率	154.5%	149.3%	163.0%	159.9%	179.3%	182.3%	183.3%	182.4%	175.7%	184.1%
<成長性>										
前期比										
売上高	-2.1%	13.6%	-9.5%	14.5%	8.4%	8.8%	-6.8%	3.3%	14.1%	6.2%
営業利益	9.0%	43.8%	3.3%	9.4%	3.7%	18.3%	-3.4%	-13.4%	11.1%	29.1%
経常利益	9.0%	38.9%	2.5%	10.6%	5.0%	15.2%	-0.2%	-12.6%	14.7%	28.3%
投下資本(運用ベース)	-9.4%	41.2%	-1.9%	3.8%	74.1%	-8.4%	-13.0%	41.3%	-2.8%	19.7%
自己資本	14.7%	2.1%	6.3%	11.1%	3.1%	1.5%	11.1%	3.3%	6.7%	14.0%
総資産	1.9%	7.8%	-3.2%	9.8%	-7.1%	1.9%	7.4%	5.2%	6.8%	8.1%

(注1)資産収益性、効率性で使用のBS項目、従業員数は期首・期末平均

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

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



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行っている。山口勝業、「わが国産業の株式期待リターンのサプライサイド推計」、証券アナリストジャーナル（2005.9）

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

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

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

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

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

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

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

（A）株価変動を BPS と PBR に分けるケース

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

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。

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

- ・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、

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

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

(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。

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

$$\doteq - \text{自己株取得による BPS への影響}$$

$$\doteq a \times (\text{PBR} - 1)$$

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

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

<まとめ>

配当インカム・リターンへの影響：なし

キャピタル・リターンへの影響：なし

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

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

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。

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

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

≒ a（a が 1 よりも十分に小さい場合が多いと考えられるため）

(c)PER

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

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

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

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

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

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

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

$$= -a$$

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

<まとめ>

配当インカム・リターンへの影響：なし

キャピタル・リターンへの影響：なし

（EPS の成長率への影響：≒ 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	Vg-1	%	-2.6%	0.0%	5.6%
	EPS	u=bj'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-1	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／エージェント理論

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

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

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

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

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

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



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 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

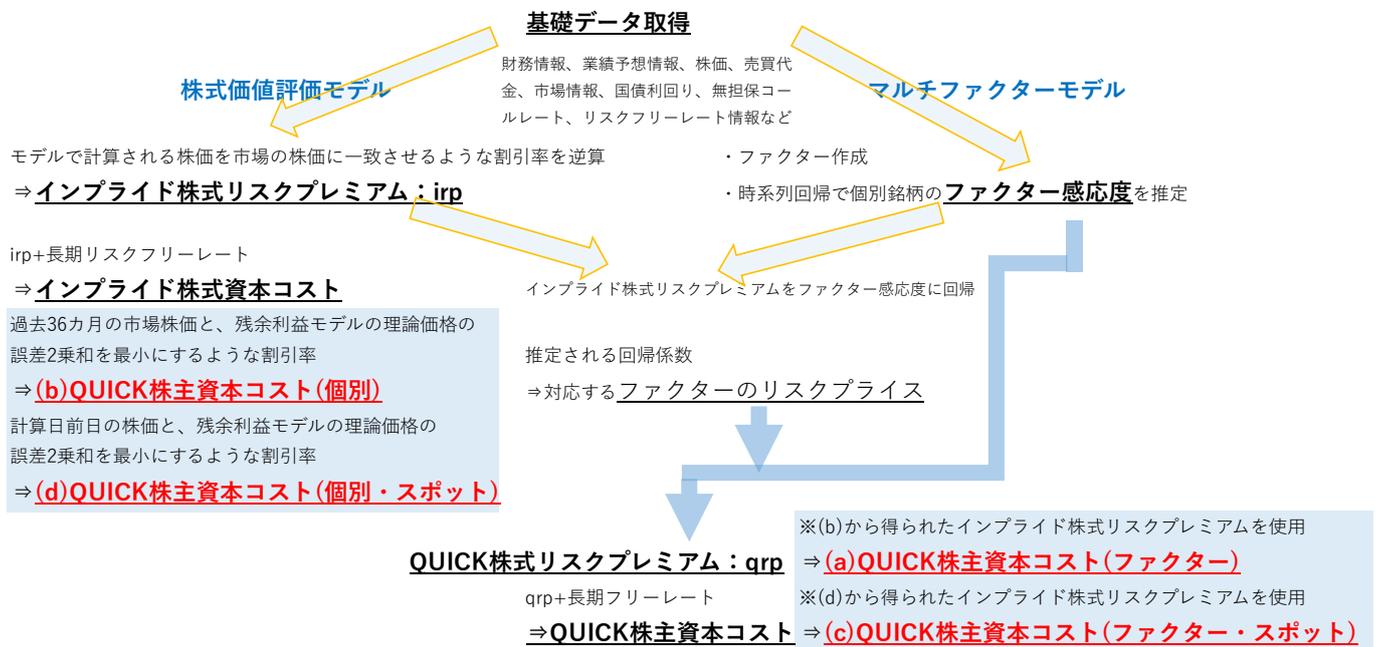




アムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は(d)で求めたインプライド株主資本コストから長期リスクフリー・レートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリー・レートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）とする。

(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

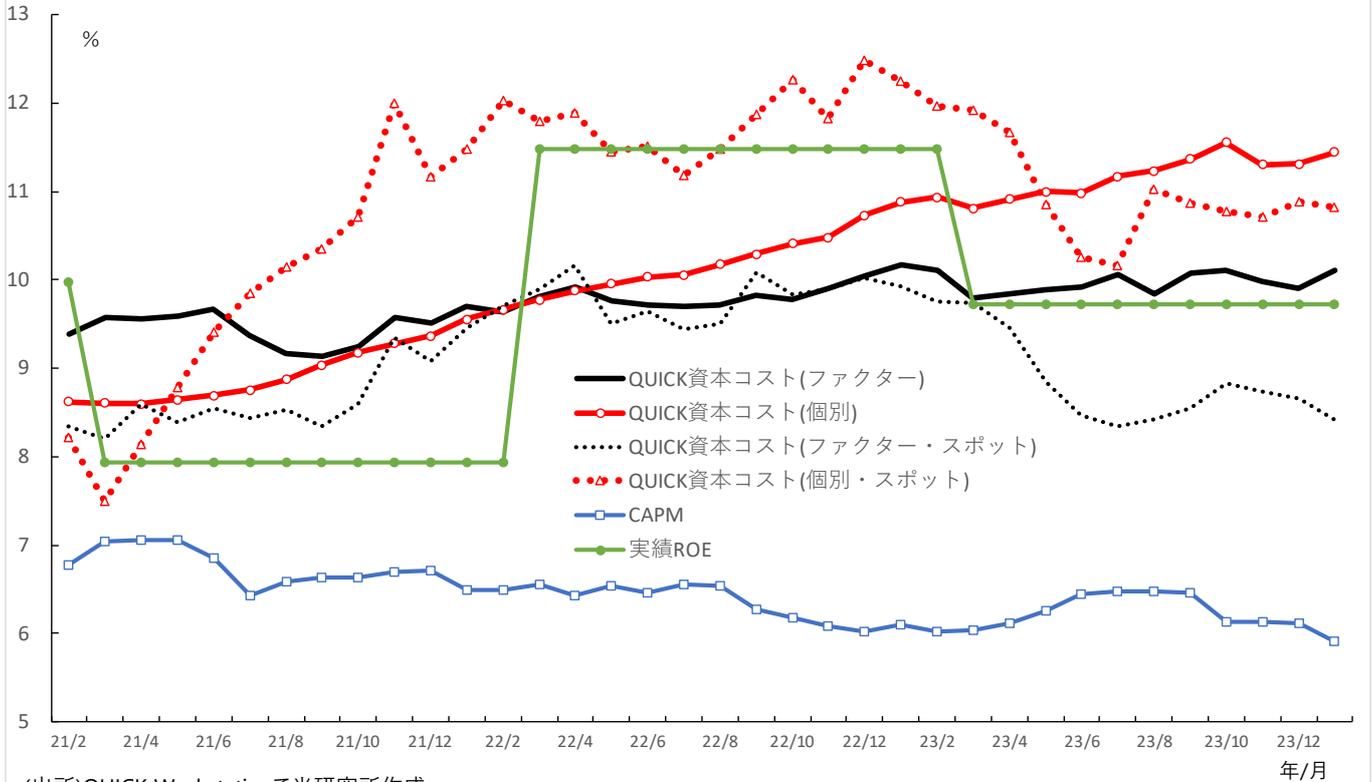
(3) 具体的な活用方法

(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



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

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

図表A2-3. 要因・期間別のQUICK資本コスト

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

(出所)QUICK資料で当研究所作成

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



図表A2-4. X社の要因・期間別のQUICK資本コスト

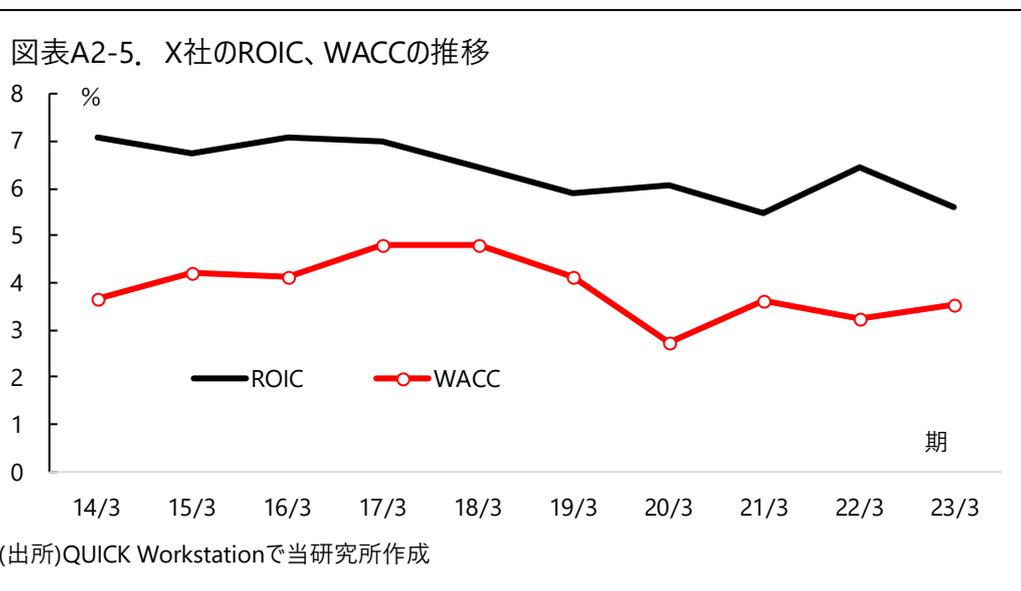
要因	期間	中長期	直近
		過去36カ月の市場価値	計算日前日の市場価値
市場全体		10.10%	8.42%
個別銘柄		11.45%	10.82%

(出所)QUICK資料で当研究所作成

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

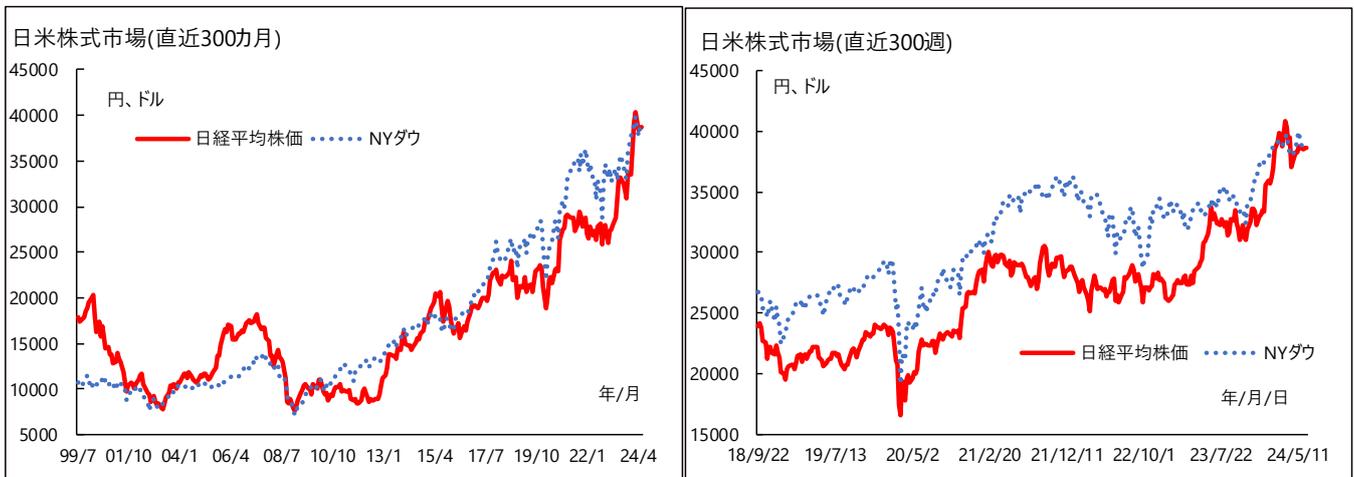
ROIC は、企業が投資者から集めた資金を用いて取得した投下資本から得られるリターンの割合。ROIC が WACC を上回る場合、企業価値は投下資本を上回る。逆に ROIC が WACC を下回る場合は、企業価値は投下資本を下回り、投資者から調達した資金の価値を毀損していることになる。

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

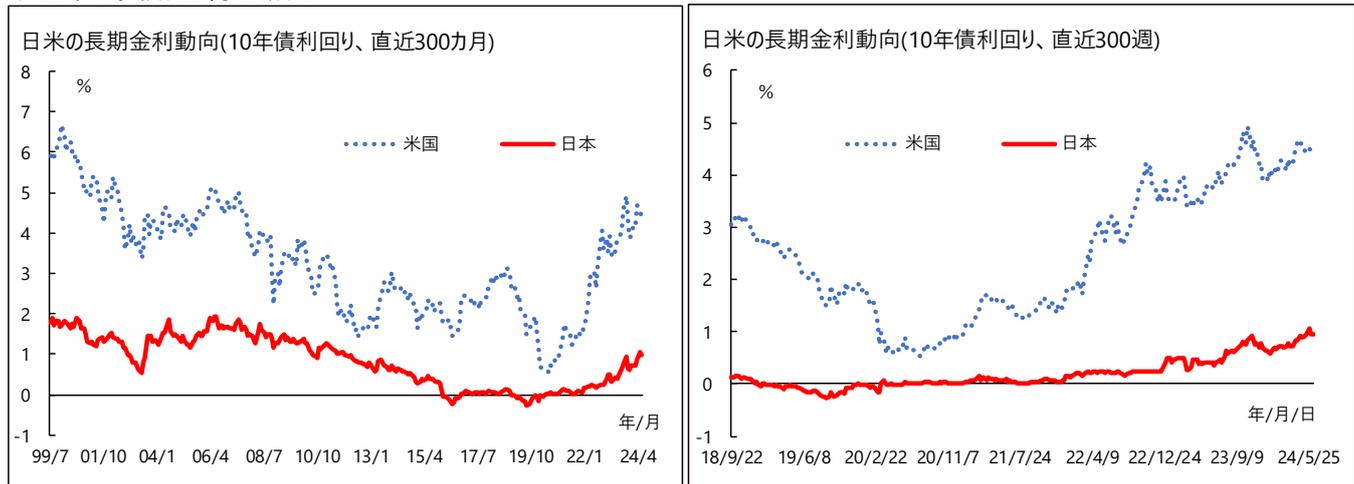


Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

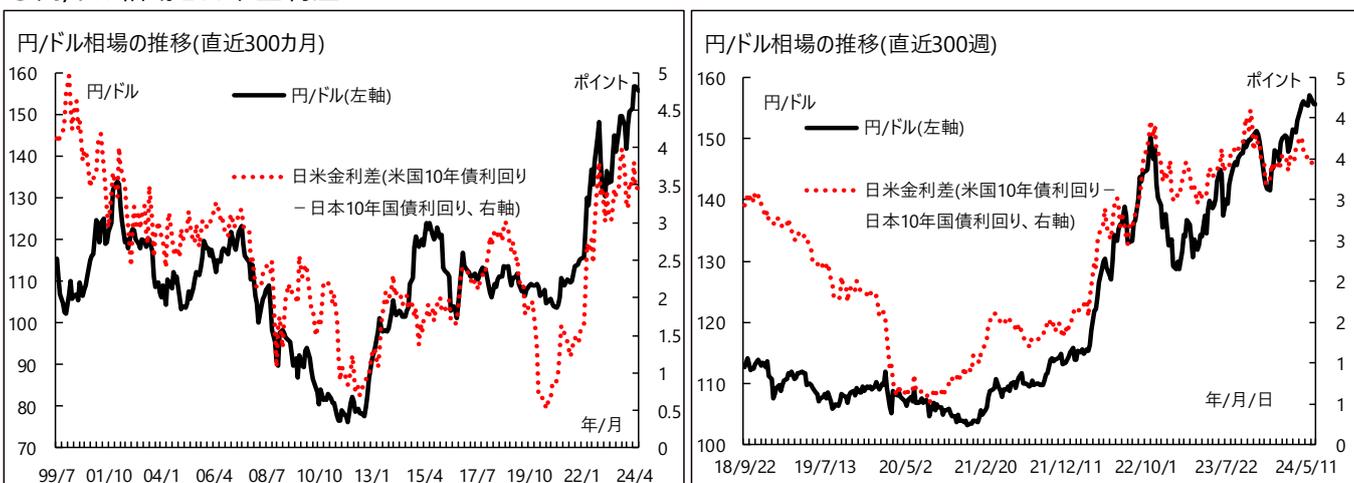
○日米の株式市場の推移



○日米の長期金利の動向



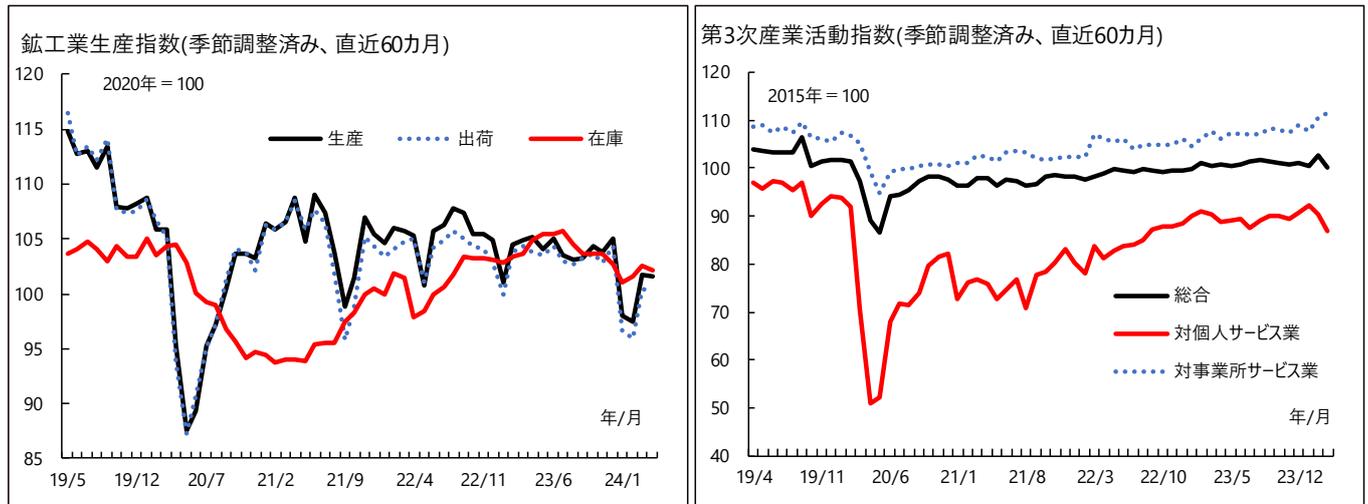
○円/ドル相場と日米金利差



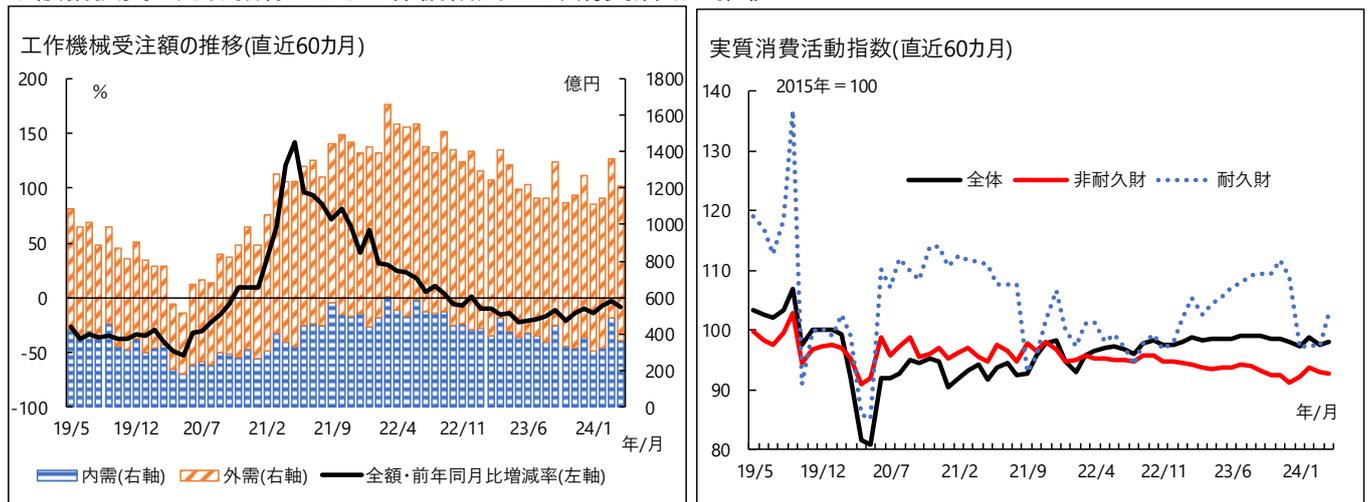
※上記の図表に関し、直近300カ月の計測期間は99年7月～24年6月、直近300週の計測期間は18年9月22日～24年6月7日
出所はQUICK Workstationで当研究所作成



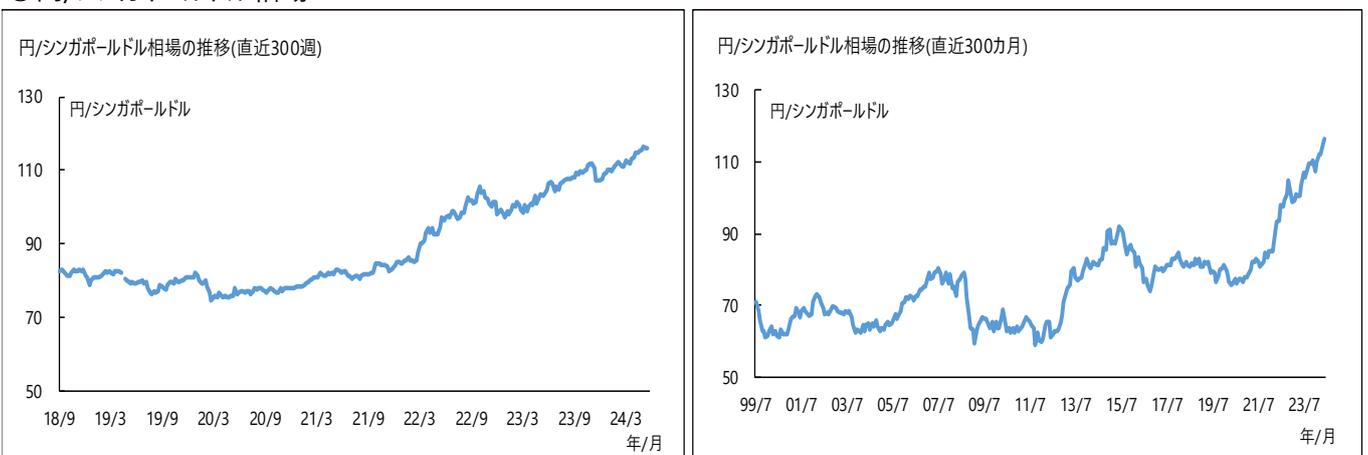
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



○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



○円/シンガポールドル相場



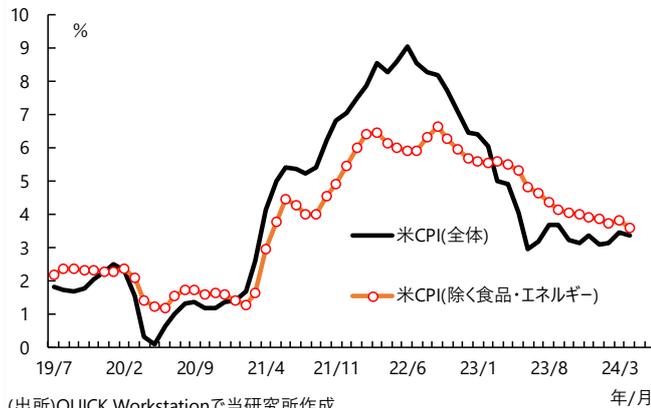
※上記の図表に関し、出所はQUICK Workstationで当研究所作成



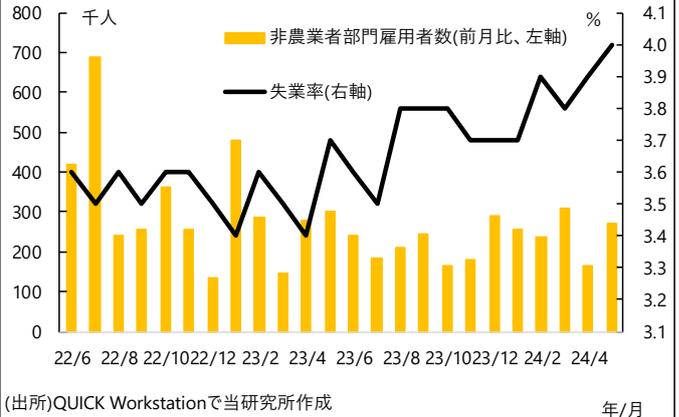


○米国の消費と労働環境

米CPIの推移(前年同月比増減率、直近60カ月)



米労働環境の動向(直近24カ月)



○主な商品の価格動向

エネルギーの代表商品である原油、金融商品と産業材としての性格も併せ持つ金

WTI原油価格の推移(NYMEX、直近150週)



金価格の推移(COMEX、直近150週)

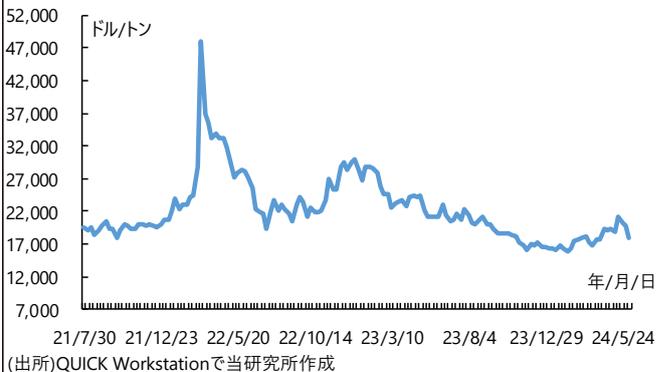


幅広い産業・製品に使用される銅、ステンレス鋼製造や、幅広い産業で使用されるニッケル

銅価格の推移(LME、直近150週)



ニッケル価格の推移(LME、直近150週)



※上記の商品価格に関する4つの図表の計測期間は21年7月30日から24年6月7日まで

※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、必ずご確認ください。





○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	1,659		1,620		553	
PBR分布状況	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比
0.5倍未満	112	6.8	334	20.6	7	1.3
0.5倍以上1倍未満	588	35.4	626	38.6	31	5.6
1倍以上2倍未満	532	32.1	393	24.3	154	27.8
2倍以上	427	25.7	267	16.5	361	65.3

ご参考：レポート対象企業

ダイダン(1980) プライム 1.38倍

(注)データは24年6月7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24/6/7日現在				各年末順位								
順位	企業名	コード	時価総額	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1	トヨタ (7203)		508,441	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	三菱UFJ (8306)		200,179	2	3	2	4	6	18	9	5	5
3	キーエンス (6861)		169,370	21	13	5	5	5	3	3	4	4
4	ソニーG (6758)		167,627	25	16	11	6	4	4	2	3	2
5	東エレクト (8035)		162,525	98	62	39	61	35	20	6	21	7
6	日立 (6501)		151,616	29	34	26	38	26	30	21	19	14
7	S B G (9984)		139,591	8	4	4	3	3	2	7	6	15
8	N T T (9432)		135,825	3	2	3	2	2	5	5	2	3
9	三菱商事 (8058)		135,693	30	20	19	15	22	33	25	18	11
10	三井住友FG (8316)		134,177	10	9	9	14	15	27	26	10	16
11	ファストリ (9983)		130,725	17	14	21	9	10	6	17	8	8
12	リクルート (6098)		127,846	61	41	22	17	9	12	4	13	10
13	信越化学 (4063)		122,323	34	23	20	29	18	11	8	15	6
14	伊藤忠 (8001)		116,521	47	43	37	35	32	26	24	16	17
15	三井物産 (8031)		116,327	41	37	40	36	40	40	33	20	20
16	任天堂 (7974)		113,700	49	30	12	20	12	8	15	11	12
17	第一三共 (4568)		113,493	72	70	67	46	17	10	23	9	22
18	東京海上 (8766)		107,643	26	26	34	25	29	34	34	23	24
19	K D D I (9433)		93,438	5	5	7	7	7	13	11	7	9
20	S B (9434)		93,174	-	-	-	8	8	19	16	12	19
21	J T (2914)		91,220	4	6	6	13	19	29	31	26	23
22	ホンダ (7267)		88,044	9	10	8	12	14	23	22	25	21
23	O L C (4661)		83,212	37	48	36	21	16	17	14	14	13
24	中外薬 (4519)		79,873	50	61	41	30	13	7	19	24	18
25	みずほFG (8411)		78,920	11	11	17	18	30	38	40	29	29
26	デンソー (6902)		77,975	13	18	16	24	36	25	13	27	26
27	武田 (4502)		66,968	16	24	18	37	11	21	29	17	27
28	H O Y A (7741)		66,787	60	59	66	43	34	22	18	30	28
29	ダイキン (6367)		65,863	40	33	33	31	25	14	12	22	25
30	ディスコ (6146)		64,805	272	225	160	248	146	111	118	109	42

ご参考：レポート対象企業

686	ダイダン (1980)	1,390	1,047	1,008	954	952	946	892	1,078	1,083	1,042
-----	-------------	-------	-------	-------	-----	-----	-----	-----	-------	-------	-------

(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。

