高田機工

5923 東証スタンダード / 金属製品

2024 年 6 月 4 日
QUICK 企業価値研究所　豊田博幸、小勝智恵

技術力が強み。大阪に拠点を置く橋梁メーカー

会社概要・沿革

鋼構造物を軸に事業を展開、新規事業への取組みも

関西に拠点を置く老舗の橋梁メーカー。長年の経験で培ってきた高い技術力を強みに、規模は小さいが、橋梁の新設案件を取り込むことを得意とし、数多くの実績を積み上げてきた。橋梁をはじめ建築物など鉄骨工事に係る設計・製作・施工における技術力・信用力の高さが同社の競争力の源泉だ。

業績動向

橋梁をけん引役に安定した業績を確保

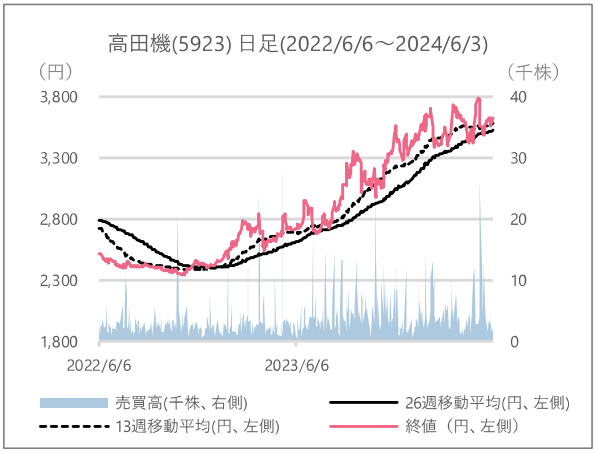
橋梁事業を中心に受注獲得に向けた営業努力が徐々に奏功し、業績も徐々に安定。25/3 期よりスタートした今・中期経営計画(25/3 期～27/3 期)で、設立 100 周年を迎える 2032 年を見据えた変革を進めていく考えだ。

株価動向からみたポイント

PBR1 倍割れの状況続くが、今・中期経営計画の推進で改善目指す

足元の実績 PBR をみると、1 倍割れの状況が続いているが、実績 BPS は営業黒字が定着した 17/3 期以降、増加傾向が続く。24 年 5 月に公開した今・中期経営計画では、PBR1 倍割れの改善策も示しており、今後の推移を注視したい。

株価チャート



株価・指標　（表示単位未満四捨五入）

株価(24/6/3 終値)	3,625.0 円
年初来高値(24/2/9)	3,825.0 円
年初来安値(24/1/4)	3,330.0 円
単独 PER(25/3 期会社予想)	15.01 倍
単独 PBR(最新実績)	0.35 倍
基準 BPS	10,302.46 円
予想配当利回り(25/3 期会社予想)	4.14 %
1 株当たり年間予想配当金	150 円
普通株発行済株式数	2,238 千株
普通株時価総額	81.1 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)
単 23/3 期(実績)	15,978	2.0%	374	-50.9%	491	-47.6%	340	-54.4%	163.88
単 24/3 期(実績)	19,695	23.3%	1,348	259.7%	1,438	192.5%	898	163.7%	442.75
単 25/3 期(予想)	18,000	-8.6%	600	-55.5%	700	-51.3%	490	-45.4%	241.45

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

長年の経験で培ってきた技術力が強み、大阪に拠点を置く老舗橋梁メーカー

（1） 橋梁事業を軸に、鉄構事業も手掛ける。第三の柱目指し、新規事業にも注力

（2） 所属セクターでの位置

（3） 経営理念・社是

（4） 沿革

2. 事業動向

橋梁と鉄構の 2 事業を主力に展開

（1） 収益を支える橋梁事業

（2） 今後の拡大を期待する鉄構事業

（3） 橋梁事業・鉄構事業を支える和歌山工場

（4） 従業員数の推移・費用構造

（5） 事業におけるリスクと、その対応

（6） SWOT 分析

3. 業界環境

公共関連の動向に左右されやすい橋梁の受注環境

（1） わが国のインフラ整備における橋梁の役割

（2） 橋梁の代表的な種類

（3） 橋梁工事に係る基本的な工事のポイント

（4） 老朽化対策の本格実施に関する提言(2014 年)

（5） 提言後の現況

（6） 地方公共団体のメンテナンスの遅れ

（7） 橋梁に係る統計

4. 同業他社分析

規模のメリットが生まれやすい環境

（1） 鋼橋上部工は老舗メーカーが多い

（2） 橋梁メーカーの業績動向

（3） 橋梁メーカーの四半期毎の受注/売上、手持受注残日数、売上高営業利益率の推移

（４） 橋梁 11 社の予想 PER、PBR、予想 ROE の分布

５． 業績動向

中期経営計画を 25/3 期よりスタート

（１） 第 6 次中期経営計画の振り返り

（２） 「中期経営計画 2024～Change TKD～」をスタート

（３） 24/3 期実績

（４） 25/3 期会社計画

（５） 来期以降の業績を見通す上でのポイント

６． 株主還元について

配当性向を 50％以上に引き上げ

（１） 従来より株主還元を重視、これまで純損失計上でも配当は継続

（２） 安定した業績確保維持の表明

７． 株価関連指標と株価

PBR1 倍割れの状況続くが、今・中期経営計画の推進で改善目指す

（１） 過去 30 年間の実績 PBR・BPS の推移

（２） 業績動向と株価関連指標

（３） 株主総利回り(TSR)の計算

（４） 株主資本コストの算出

（５） β 値、α 値、決定係数

８． コーポレート・ガバナンス、CSR

地域社会への貢献、従業員に対する取り組み、BCP 対応、健康経営、カーボンニュートラルへの取り組み

（１） 東証からの要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」への対応

（２） コーポレート・ガバナンス

（３） CSR への取り組み

（４） 地域社会への貢献

（５） 従業員に対する取り組み

（６） BCP 対応：国土交通省における災害時建設事業継続力認定制度

（７） 健康経営

（８） カーボンニュートラルへの取り組み

９．　大株主の状況

独立色強く、特定株主は存在せず

（１）　過去 5 期の大株主

（２）　政策保有株式の関係からの大株主は存在

１０．　財務関連データおよび指標

主要 KPI を四半期・通期で俯瞰

（１）　通期

（２）　四半期

Appendix1～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

Appendix2～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

Appendix3～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

1. 会社概要・沿革

長年の経験で培ってきた技術力が強み、大阪に拠点を置く老舗橋梁メーカー

（1） 橋梁事業を軸に、鉄構事業も手掛ける。第三の柱目指し、新規事業にも注力

関西に拠点を置く老舗の橋梁メーカー。長年の経験で培ってきた高い技術力を強みに、規模は小さいが、橋梁の新設案件を取り込むことを得意とし、数多くの実績を積み上げてきた。橋梁をはじめ建築物など鉄骨工事に係る設計・製作・施工における技術力・信用力の高さが、同社の競争力の源泉だ。

橋梁をはじめ、鉄骨(鋼材の骨組み)で出来た鋼構造物(鋼材の加工や組立による工作物)の設計・製作・現場施工が主な事業である。橋梁だけでなく、超高層ビルなどの鉄骨や、大空間構造物など多くの物件を手掛けてきた。

橋梁・鉄骨の鋼構造事業を中心に、社会資本整備に貢献しているが、第三の柱を模索しており、新規事業にも注力。橋梁の高力ボルト腐食を抑えるボルトキャップ「SHELLPONS」など新製品の開発・販売事業も手掛けており、今後も、各種デバイス製品の開発・販売事業の強化にも取り組んでいく考えだ。

現在の事業セグメントは橋梁事業と鉄構事業の 2 つに大別される。

橋梁事業は新設橋梁の設計・製作・現場据付、既設橋梁の維持補修工事(設計・製作・現場据付)、橋梁に関連する鋼構造物の設計・製作・現場据付などを行う。加えて、複合構造物(複数材料を組み合わせた構造部材による合成構造)、異種部材(コンクリートや鋼など複数の部材を組み合わせた構造部材による混合構造の総称)の設計・製作・現場据付や、土木・海洋関連の鋼構造物の製作も手掛ける。顧客は地方公共団体、国土交通省、高速道路会社など。鉄構事業は超高層ビル鉄骨等の製作・現場施工、大空間構造物の設計・製作・現場施工、制震部材の製作を手掛けている。顧客は、これらの建設主体である大手建設会社など。

図表1-1. 直近(24/3期)の事業別業績

(百万円)

	橋梁	鉄構	合計
売上高	15,619	4,075	19,695
営業利益	1,578	-229	1,348
受注高	10,617	4,007	14,625
受注残高	15,789	6,476	22,266

(出所)決算資料で当研究所作成

図表1-2. 主な売上工事・受注工事案件(24/3期)

	売上工事	受注工事
橋梁事業	東北地方整備局・中谷地地区橋梁、箱堤高架橋、中部地方整備局・西深瀬高架橋東、近畿地方整備局・高富川橋、豊岡南高架橋、関東地方整備局・上蛇高架橋その2	近畿地方整備局・箱ケ瀬西高架橋、矢倉川高架橋、静岡県・富士城11号橋、中国地方整備局・北条JCTランプ橋、岐阜県・濃飛3号橋
鉄構事業	大林組・淀屋橋駅西地区地上、淀屋橋駅西地区地下、大成建設・虎ノ門2丁目地区、日本橋小網町計画	大成建設・博多Walkプロジェクト、清水建設・南池袋2丁目C地区

(出所)決算短信(24/3期)で当研究所作成

（２） 所属セクターでの位置

国内上場企業で同社が分類される金属製品セクター(東証分類)の企業数は 94 社あるが(5 月 29 日現在)、直近決算データで、売上高は 55 位、親会社に帰属する当期純利益(以下、純利益)は 48 位、売上高純利益率は 37 位。売上高・純利益の規模、売上高純利益率はほぼ平均に位置する。

（３） 経営理念・社是

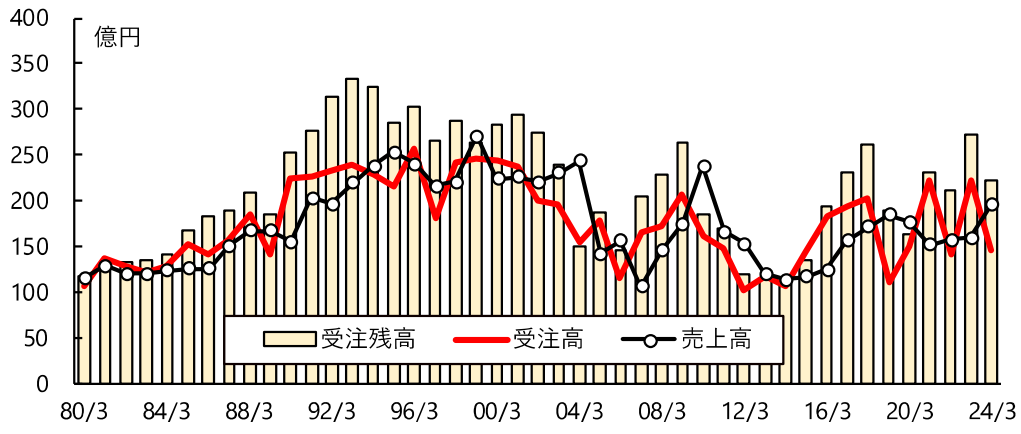
経営理念は「良質な社会資本を提供し、環境と人に優しい未来を支える」。これを実現するために、社是に「高い技術」、「不断の努力」、「豊かな未来」を掲げ、橋梁事業においては「大地をつなぐ技術」、鉄構事業においては「大地を活かす技術」との自負のもと、品質と安全をテーマに橋梁・高層ビル・道路など社会資本の充実に携わってきた。

（４） 沿革

高田三次郎氏が創業した「高田兄弟商会」が母体で、設立は 1932 年。当初より橋梁・鉄構事業に携わり、第二次大戦前は内燃機関車やトロッコなどの工事用鉄道車両も製造していた。1939 年に、現社名の高田機工に社名変更しているが、当時の業容に即したものだ。なお、機工の意味は多岐にわたるが、機械工業の略とされることが多い。戦後は、橋梁・鉄構事業に経営資源を集中し、62 年に大阪証券取引所市場第 2 部に株式を上場。以後、琵琶湖大橋、日本万国博覧会 4 号橋、日本万国博覧会ソ連館など国内工事案件に加え、カリフォルニア銀行(アメリカ)、ニューレンコンダム水門(インドネシア)など海外工事案件なども手掛けた。93 年、和歌山工場が完成。以降、生産能力・生産性の向上を図ることで、橋梁・大型鋼構造物の多様なニーズに対応できる体制を構築してきた。

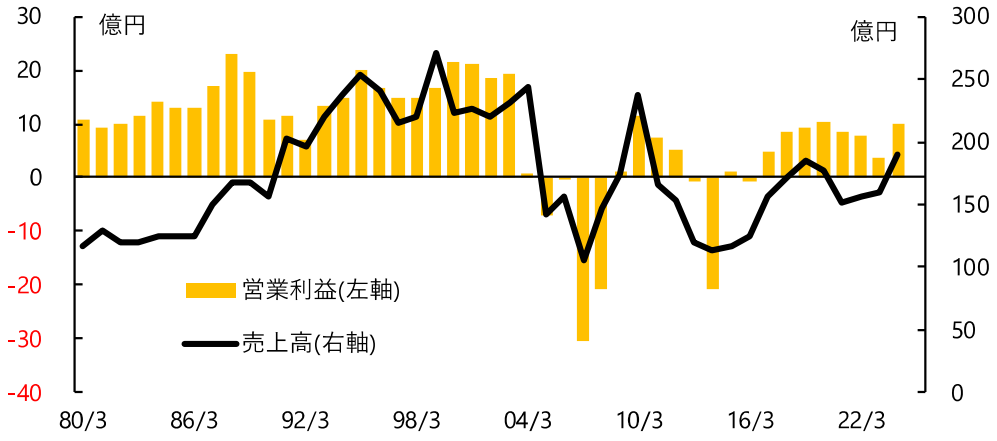
なお、80 年以降の長期での業績をみると、90 年代半ばに業績がピークを付けた後、橋梁の新設発注数量の減少が止まらず、同社の受注も低迷。営業赤字に転落した期もあったが、2010 年代半ば以降、橋梁事業を中心に受注獲得に向けた営業努力が徐々に奏功し、業績も徐々に安定。25/3 期よりスタートした今・中期経営計画(25/3 期～27/3 期)で、設立 100 周年を迎える 2032 年を見据えた変革を進めていく考えだ。

図表1-3. 高田機工の受注・売上・受注残の推移



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表1-4. 高田機工の長期業績推移



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表1-5. 高田機工の沿革

年月	出来事
1921年6月	高田三次郎氏が個人営業で土木用機械・工具の販売(大阪市北区中之島7丁目)及び鉄骨橋梁の製作(大阪市港区福町2丁目)を開始する
1924年5月	法人組織に改組、商号を「合名会社高田兄弟商会」とする
1932年3月	製造部門を分離、大阪市港区福町2丁目に「株式会社高田鉄骨橋梁製作所」を設立
1935年11月	「合名会社高田兄弟商会」と「株式会社高田鉄骨橋梁製作所」を合併、社名を「高田商事株式会社」とし、本社を大阪市北区中之島6丁目におく
1938年5月	大阪市西成区津守町西6丁目に工場を移転(津守工場)、生産の拡充を図る
1939年10月	社名を現社名の「高田機工株式会社」に変更
1942年6月	陸軍当局の要請により上陸用舟艇の製造を行い、後に陸・海軍の管理工場の指定をうける
1944年10月	本社を大阪市西成区津守町西6丁目に移転、東京出張所(現在東京本社)を開設
1949年4月	企業再建整備法に基づく整備計画認可
1949年9月	建設業法の施行にともない大阪府知事(い)第0011号として登録
1951年1月	建設大臣(イ)第2181号として登録
1953年4月	広島営業所を開設
1955年4月	福岡営業所を開設
1962年6月	大阪証券取引所市場第2部に上場
1964年3月	岸和田工場一期工事完成、操業開始
1966年7月	水門の営業活動開始
1968年3月	橋梁、鉄構の大型化に対処するため岸和田工場の設備増強
1970年4月	名古屋営業所を開設
1971年5月	生研トラスの営業活動開始
1972年10月	仙台営業所を開設
1974年12月	本社を大阪市浪速区敷津町2丁目(松川ビル)に移転
1976年1月	企業合理化の一環として岸和田工場に生産の集中化を図る
1993年3月	和歌山県海草郡下津町に和歌山工場を新設
1993年4月	岸和田工場から和歌山工場へ全面移転
1993年9月	大阪証券取引所市場第1部に指定
1993年12月	東京証券取引所市場第1部に上場
1996年10月	高田エンジニアリング株式会社を設立
1997年2月	ISO9001認証取得(JQA－1579)
1997年4月	技術研究所を設立
1997年4月	東京支店を改称し、東京本社を開設
2002年7月	和歌山営業所を開設
2003年10月	本社を大阪市浪速区難波中2丁目(パークスタワー)に移転
2004年4月	静岡営業所を開設
2007年1月	水門事業を廃業
2009年3月	高田エンジニアリング株式会社を解散
2017年5月	沖縄営業所を開設
2018年5月	群馬営業所を開設
2019年1月	ISO14001認証取得(JQA－EM7489)
2022年4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所の市場第1部からスタンダード市場に移行

(出所)有価証券報告書で当研究所作成

図表1-6. 明石海峡大橋(1998年3月竣工、同年4月供用)



(出所)高田機工

2. 事業動向

橋梁と鉄構の 2 事業を主力に展開

（1） 収益を支える橋梁事業

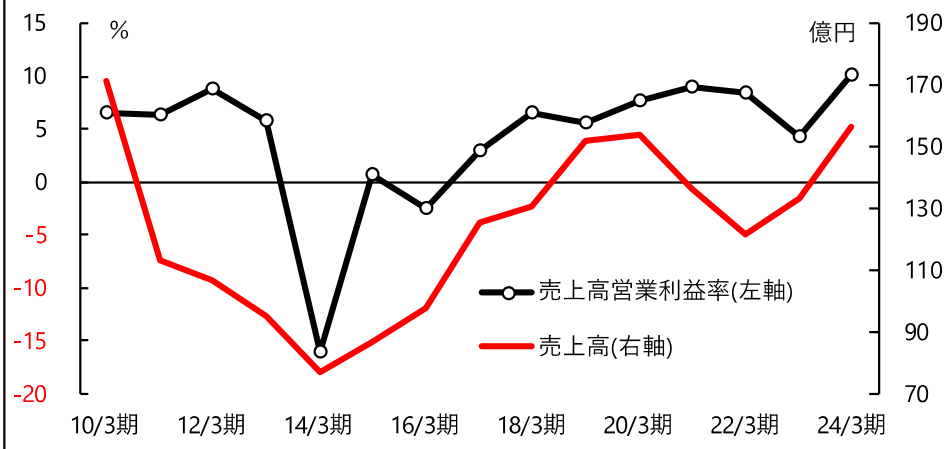
橋梁事業は同社の収益を支える基幹事業。橋梁に係る設計・製作・現場据付など一連の工程を一気通貫する。具体的には、新設の鋼橋の設計・製作・現場据付、既設の橋梁維持補修工事の設計・製作・現場据付、橋梁関連鋼構造物の設計・製作・現場据付、複合構造物の設計・製作・現場据付、土木および海洋関連鋼構造物の製作など。過去 5 期の主な売上・受注案件は以下の通り。

図表2-1. 橋梁事業の主な売上・受注案件(過去5期)

	売上案件	受注案件
20/3期	関東地方整備局・行徳橋上部工事、中日本高速道路・葛葉川橋、向畑高架橋、中部地方整備局・春田北地区高架橋、新大井川橋	滋賀県・野洲川橋、近畿地方整備局・曲川高架橋、中国地方整備局・阿賀ICランプ橋第2、静岡県・新々富士川橋1工区
21/3期	中部地方整備局・春田北地区高架橋、中日本高速道路・葛葉川橋、静岡県・新々富士川橋1工区、滋賀県野洲川橋、中国地方整備局・阿賀ICランプ橋第2	沖縄総合事務局・那覇空港高架橋、関東地方整備局・小雀高架橋、東日本高速道路・釜利谷JCTランプ橋、阪神高速道路・上部耐震補強工事
22/3期	中部地方整備局・為当第4橋、中国地方整備局・阿賀ICランプ橋第2、関東地方整備局・小雀高架橋、近畿地方整備局・曲川高架橋、東日本高速道路・釜利谷JCTランプ橋	中部地方整備局・西深瀬高架橋東、尾羽第3高架橋、東北地方整備局・箱堤高架橋、中国地方整備局・入江大橋、和歌山県・新南田井ノ瀬橋
23/3期	東北地方整備局・箱根高架橋、中部地方整備局・西深瀬高架橋東、滋賀県・野洲川橋、関東地方整備局・小雀高架橋、和歌山県・新南田井ノ瀬橋	東北地方整備局・中谷地地区橋梁、近畿地方整備局・高富川橋、大阪市・端建蔵橋、東日本高速道路・沼田橋、関東地方整備局・上蛇高架橋その2・上郷高架橋その1
24/3期	東北地方整備局・中谷地地区橋梁、箱堤高架橋、中部地方整備局・西深瀬高架橋東、近畿地方整備局・高富川橋、豊岡南高架橋、関東地方整備局・上蛇高架橋その2	近畿地方整備局・箱ケ瀬西高架橋、矢倉川高架橋、静岡県・富士城11号橋、中国地方整備局・北条JCTランプ橋、岐阜県・濃飛3号橋

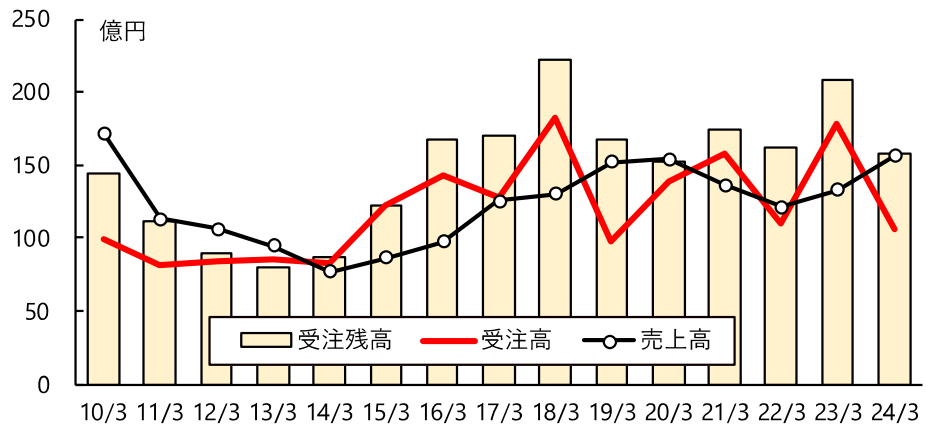
(出所)各期の決算短信で当研究所作成

図表2-2. 橋梁事業の売上高・売上高営業利益率の推移



(出所)有価証券報告書で当研究所作成

図表2-3. 橋梁事業の受注・売上・受注残の推移



(出所)有価証券報告書で当研究所作成

図表2-4. 瀬田川令和大橋



(注1)高田機工による設計・製作・施工、竣工は2018年6月
(注2)橋長は176m、形式はバスケットハンドル式ニールセンローゼ橋、鋼重は1370t
(注3)国道422 号補助道路整備事業における一級河川瀬田川(滋賀県)に架かる橋梁
(注4)河川内へのベント設置が困難であるため、ケーブルクレーン斜吊工法を採用
(出所)高田機工

図表2-5. 多摩川スカイブリッジ(羽田連絡道路)



(注1)五洋・日立造船・不動テトラ・横河・本間・高田JVで2022年竣工
(注2)日本の桁橋で長さは240mと、東京湾アクアラインと並び4位(1位は250mで、海田大橋、なみはや大橋、新町川橋の3橋)
(注3)様々な規制や、景観などにも配慮し、鋼桁とRC橋脚を剛接合した複合ラーメン構造にすることで、240ｍの長さに対し桁高を７ｍまでに抑制
(注4)RCはReinforced Concreteの略で、鉄筋コンクリートの意味。剛接合は部材同士を一体化する接合方法
(注5)ラーメン構造とは、垂直方向の柱と、水平方向で柱をつなぐ梁によって建物全体を支える構造
(出所)高田機工

(a)様々な架設工法

建設物を構築する際、必要になる構造物を設置することを指すのが「仮設工事」。「架設」とは、仮設工事で構築された構造物に足場や橋を架けることを指す。同社が保有する、代表的な架設工法は以下の通り。

〇送出し工法→隣接する道路や、架設された構造物で、送り出す桁を組立て。駆動装置によって、移動させ、所定の位置に据付ける工法。

〇ケーブルクレーン工法→ケーブルクレーン(走行・巻上などで釣り具を上下させ、建設資材を運ぶ装置)設備により橋梁部材を架設地点に搬入・据付を行う工法。

〇一括架設工法→製作工場または架設現場付近で橋桁を組立て、一括して架設地点に搬入し機械操作により、そのまま架設する工法。

〇FC による一括架設工法→一括架設工法のうちフローティングクレーン(FC、一般的には海上・水上などで船にクレーンを組込んだ装置)を用いた工法。

(b)橋梁関連の製品・工法

〇透明ボルトキャップ(高力ボルト用) →商品名「SHELLPONS」。ワンタッチで簡単に装着できる透明ボルトキャップ。鋼橋の連結部に使用する高力ボルトは形状が複雑で、ほかの部位に比べて腐食しやすい。

そこで高力ボルトに本製品を被せることで高力ボルトの腐食を抑制し、橋梁全体の塗替え周期を延長させることが出来る。

〇透明ボルトキャップ(標識用) →商品名「SHELLPONS」。照明、標識、トンネルなどに取り付けるボルトの緩み、損傷などの異常を調べるために、たたき点検を行っているが、落下事案が無くならない。本製品は、透明ポリカーボネートをフレームとし、下部に EPDM 製ゴムパッキンを組み合わせた構造。キャップ設置時は母材にゴムスポンジを貼り付け、このゴムスポンジに合わせるように、ワイヤーで連結された落下防止キャップをボルト側とナット側を覆うように取り付ける。本製品を被せることで、ボルトの落下対策と腐食対策ができる。

〇FuRaP(FRP 製ハンドホール)→FRP 製ハンドホールは、下面側の勾配を変更するとともに空気抜き孔を多数設けることで、ハンドホール直下のコンクリート充填性を大幅に改善し、軽量化も実現。また、従来よりもコンクリートの欠損部が減少したため、防護柵機能も向上した。

〇シェイプアップブレース Br→軸部材にエネルギー吸収性能の高い低降伏点鋼を使用した履歴型(強風などの小変形時には剛性の高い部材として働き、大地震などによる大変形時には耐力を保持しながら塑性変形する性質)ダンパー。

〇せん断パネル型制震ストッパー→施工性、経済性、防食性能に優れた履歴型のダンパー(地震などの揺れを吸収または安定させる装置)。構造が単純な上、ゴム系免震装置などと比較して経済的。

〇すべりッチ(支承可動化工法)→既設の支承(橋桁を支える装置)を取り替えず、安価に既設支承を可動支承に改造することが出来る、経済性・施工性・耐震性に優れた工法。

〇支圧板方式鋼ポータルラーメン橋→東日本高速道路、大阪市立大学、高田機工による共同開発。従来方式に比べ、早期の損傷発見、損傷が生じても緊急車両の通行確保、応急復旧性能が高い、コンクリートの充填性向上などが改善した。

〇KALBAN(アルミ塞ぎ板)→当製品を使用することで、落下物防止対策(跨線橋、跨道橋などの落下物防止、積雪の落下防止)、上下線間の緊急避難機能(緊急時の上下線間往来として利用可能)、防音効果(板構造により騒音吸収・低減)、人力施工が可能(軽量なアルミ合金を採用しており、重機使用に頼らず、人力で設置可能、設置作業による交通規制もいらない)、高耐久(アルミ合金のため、耐久性が高い)

〇SBBR 最大変位計→大規模地震後に橋梁の安全性を評価するための座屈拘束ブレース(橋梁の引張強度や伸縮性など)の変位量を測定する装置。変位量の確認により、橋梁全体の安全性を推定することが出来る。

（２） 今後の拡大を期待する鉄構事業

超高層ビル鉄骨などの製作・現場施工、大空間構造物の設計・製作・現場施工、制震部材の製作などが業務内容。顧客は、橋梁事業が公共関連の比率が高いのに対し、鉄構事業は大手建設など民間の比率が高い。同社では、まだ、開拓余地が大きいとして成長を期待するが、十分な受注量が確保出来ず、営業赤字となる期が続いている。

なお、同社の和歌山工場は、鉄骨工事における施工能力を示す国土交通大臣認定の鋼構造物製作工場のグレードにおいて、最高ランクであるＳグレード(あらゆる建築物に適した高品質な鉄骨を製作できる、極めて高い技術力を有した工場だけに与えられる称号)を取得しており(図表 2-9)、あらゆる物件への対応が可能となっている。

(a)鉄構事業の主要製品

・一般鉄骨→超高層ビル向けの極厚４面ボックス、大型組立断面を有する部材の製作で多数の施工実績。4 面ボックスラインでは、断面 1500mm×1500mm まで施工可能で、板厚は 80mm の実績がある。柱位置切り替え部分のメガフレーム等大型部材の製作も得意とする。

・シェイプアップブレース→大成建設が開発した座屈拘束ブレース(四角形に組まれた骨組みに対角線状に入れた補強材)。座屈拘束材に軽量の角形鋼管を使用し部材を軽量化。橋梁部門ではこの技術を応用したシェイプアップブレースＢｒを商品化。

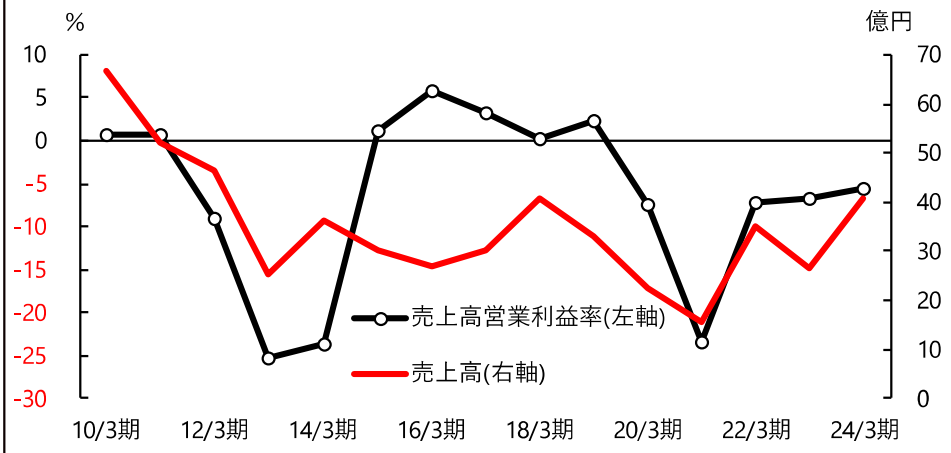
・生研トラス→形鋼を組み合わせたトラス(三角形を基本単位としてその集合体で構成する構造形式)梁を網目状に配置したトラス。体育館や格納庫をはじめとした大スパン建築物に適した構造。部材配置などを建築計画の段階から提案。鉄骨工事一式の責任施工管理体制を構築。構造の強さから、気密性や堅牢さを求める需要先の開拓を進めている。

図表2-6. 鉄構事業の主な売上・受注案件(過去5期)

	売上案件	受注案件
20/3期	大成建設・川崎駅西口開発新築工事、豊洲二丁目駅前地区市街地再開発	大成建設・イオンモール則武新町新築工事、日鉄物産・三田三丁目・四丁目地区再開発事業複合棟
21/3期	日鉄物産・三田三丁目・四丁目地区再開発事業複合棟、大成建設・イオンモール則武新町新築工事、三共・にかほ市屋内運動施設	大成建設・虎ノ門二丁目地区、ニッピ難波A棟地上、ベルーナ銀座7丁目、大林組・うめきた2期南街区
22/3期	大成建設・ニッピ難波A棟地上、ベルーナ銀座7丁目、虎ノ門二丁目地区、大林組・うめきた地上鉄骨、うめきた地下鉄骨	大林組・淀屋橋駅西地区地上、淀屋橋駅西地区地下、阪和興業・アパホテル大阪難波、大成建設・江崎グリコ新岐阜SV
23/3期	大成建設・虎ノ門二丁目地区、阪和興業・アパホテル大阪難波	大成建設・岡山市新庁舎、銀座六丁目PJ・日本橋小網町計画、鹿島 建設・モノレール浜松町駅
24/3期	大林組・淀屋橋駅西地区地上、淀屋橋駅西地区地下、大成建設・虎ノ門二丁目地区、日本橋小網町計画	大成建設・博多Walkプロジェクト、清水建設・南池袋2丁目C地区

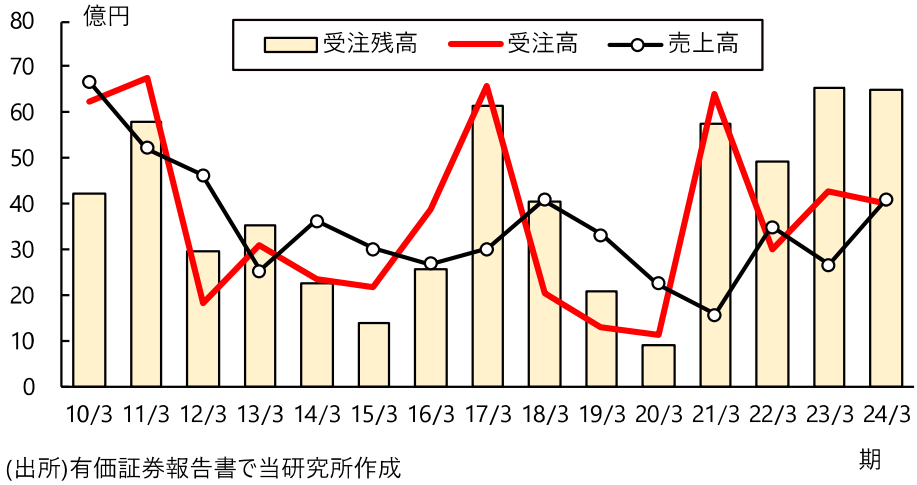
(出所)各期の決算短信で当研究所作成

図表2-7. 鉄構事業の売上高・売上高営業利益率の推移



(出所)有価証券報告書で当研究所作成

図表2-8. 鉄構事業の受注・売上・受注残の推移



(出所)有価証券報告書で当研究所作成

図表2-9. グレード別で対応できる建物規模・使用鋼材

	S	H	M	R	J
建物規模・高さ	無制限	無制限	無制限	20m以下、5階以下	13m(軒高10m)以下、3階以下
建物規模・延床面積	無制限	無制限	無制限	3000m^{2}以下	500m^{2}以下
使用鋼材・種類	無制限	520Nまで	490Nまで	490Nまで	400N
使用鋼材・板厚	無制限	60mm以下	40mm以下	25mm以下	16 mm以下
使用鋼材・通しダイヤフラム	無制限	70mm以下	50mm以下	32mm以下	490Nまで22mm以下
使用鋼材・ベースプレート	無制限	無制限	無制限	75mm以下	490Nまで75mm以下

(注1)表中のNは引張強度を示し、高いほど強いということを表す
(注2)ダイヤフラムとは柱と梁の相互で曲げ応力を伝達できるよう配置した鉄骨プレート
(注3)ベースプレートとは柱脚を構成する部材で、鉄骨柱の脚部分に溶接し一体化される鋼板
(出所)各種資料で当研究所作成

図表2-10. 三田3・4丁目市街地再開発事業複合棟(21/3期)



(出所)高田機工

（3） 橋梁事業・鉄構事業を支える和歌山工場

和歌山工場は紀伊半島西岸の下津港に面しているほか、加茂川にも接しており、製品・材料の搬入に便利な場所にある。敷地面積は 28 万㎡で、6 つのメイン工場、7 つのヤードおよび 2 つの岸壁、技術研究棟、事務所棟を備える。工場は、主要工程の NC 化ロボットによる合理化に加え、CAD／CAM 化、構内 LAN 化を実現。100 トンの門型クレーンを設置した大組立ヤードである第一岸壁(幅：50m、長さ 220m)には、海上・海中構造物などに使用する国内最大級のフローティングクレーンが接岸することが可能となっている。IT を駆使した高度な生産管理システム、既に認証取得した ISO9001 に基づく品質管理システムなど先進のテクノロジーで、橋梁および大型鋼構造物の多様なニーズにも対応できるようになっている。

なお、6 つのメイン工場は A～C までが橋梁製造設備、D・E が鉄構製造設備。F が特殊部材の製作。加えて塗装工場も擁する。各工場の概要は次の通り。

・A 工場→大型組立工場。最大 100 トンの吊り能力を持つクレーンを有し、各種 NC 制御による罫書き(「けがき」と読む。紙の上に図面を描くように、木材・鉄板・プラスチック板などの建築材料に、切断したり穴をあけたりする目的で、線や位置を描くこと)・切断・孔明け装置、溶接ロボットなどを設置。

・B 工場→前段階作業工場。主構造用鋼板の板継ぎ、X 線検査などを行う。極厚板の曲げ加工も可能と

するプレス装置(能力 1000 トン)も設置。

・C 工場→小物工場。各種補剛材などの自動面取り、小物部材の組立・溶接、NC 孔明け装置を用いたスプライス(柱と柱を接続する梁を大梁と呼ぶが、その大梁を接合する際に使用される接合用の板)の孔あけなどを行う。

・D 工場→鉄骨の 1 次加工用工場。各種形鋼の切断・素地調整などを行う。

・E 工場→鉄骨の主力工場。仕口(2 本以上の木材を組み合わせるための組手・継手)部材の組立・溶接用ポジショナー、各種孔明け装置を有する鉄骨ボックス柱製作ラインを設置。

・F 工場→特殊部材を製作。スパン(支柱から支柱までの距離)は 20m だが、長さは 36m を確保。クレーンは 20 トン、揚程(ポンプが汲み上げられる水の高さのこと)は 8.5m。

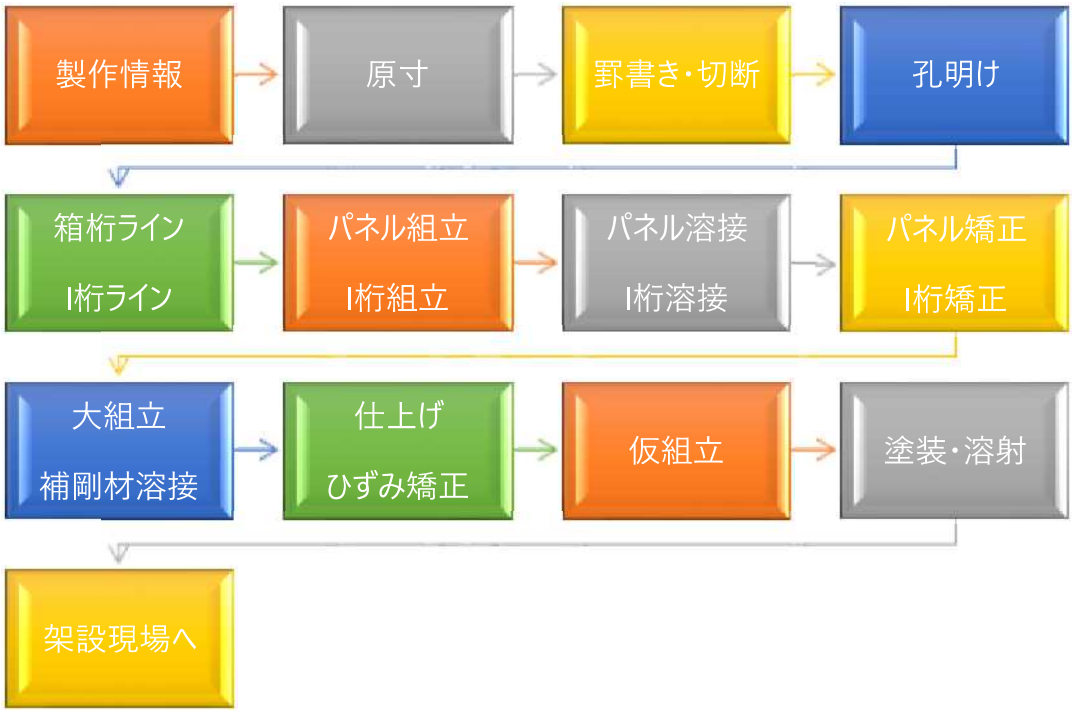
・塗装工場→プッシュプル型塗装ブースを備えた全天候型塗装工場。ブラスト(粒子状の研磨材を投射し、被加工物に衝突。表面の粗化・研削・研掃などの表面加工処理を行う作業)工場と塗装準備室を同一建屋内に設置。

図表2-11. 和歌山工場の全景



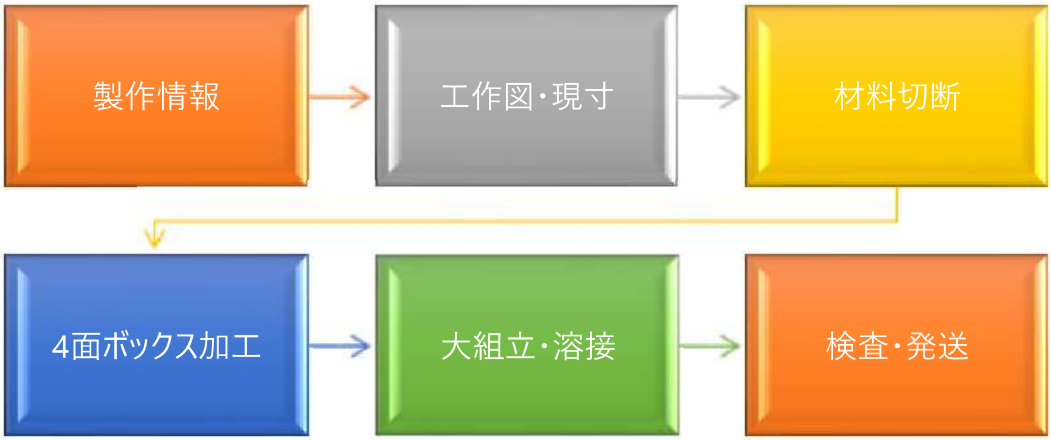
(出所)高田機工

図表2-12. 橋梁の基本的な製造工程



(出所)会社資料で当研究所作成

図表2-13. 鉄構の基本的な製造工程

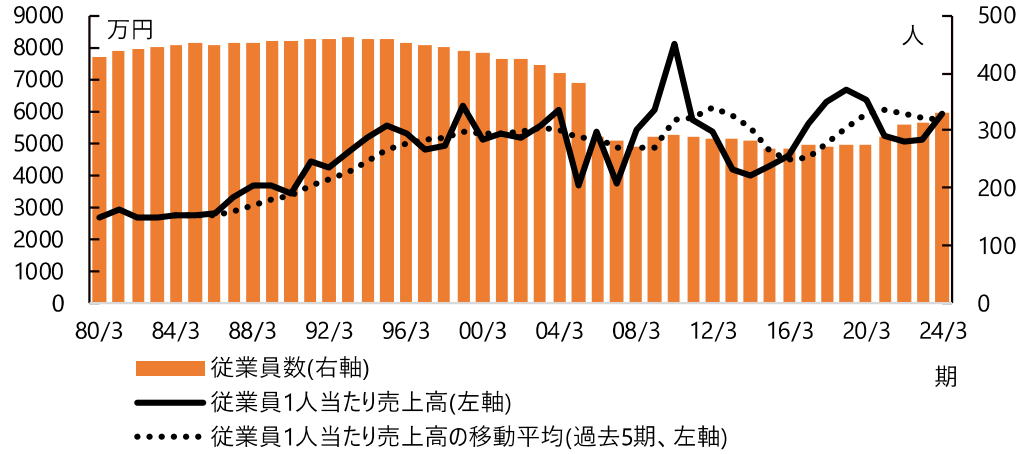


(出所)会社資料で当研究所作成

（4） 従業員数の推移・費用構造

高田機工の従業員数をみると、業績が悪化 (05/3 期から 08/3 期に純損失計上)したこともあり、これを契機に従業員数が減った。一方、従業員 1 人当たり売上高は高水準が続いているが、過去 20 年間ほどの移動平均(過去 5 期)は、ほぼ 4500 万円から 6000 万円で推移している。会社側は売上高の増加および生産効率性の向上を図ることが必要だとしている。営業力強化、生産効率性の改善に向けて、人材教育の徹底やデジタル化などによる効率化を図っているが、現水準以上の従業員 1 人当たり売上高の増加は難しくなっているようだ。一方、経営努力もあり、21/3 期以降、従業員数は緩やかに増加している。今後、継続的に売上総利益率の改善を図るには、従業員数の増加および人材教育の徹底が不可欠としている。

図表2-14. 高田機工の従業員数と1人当たり売上高



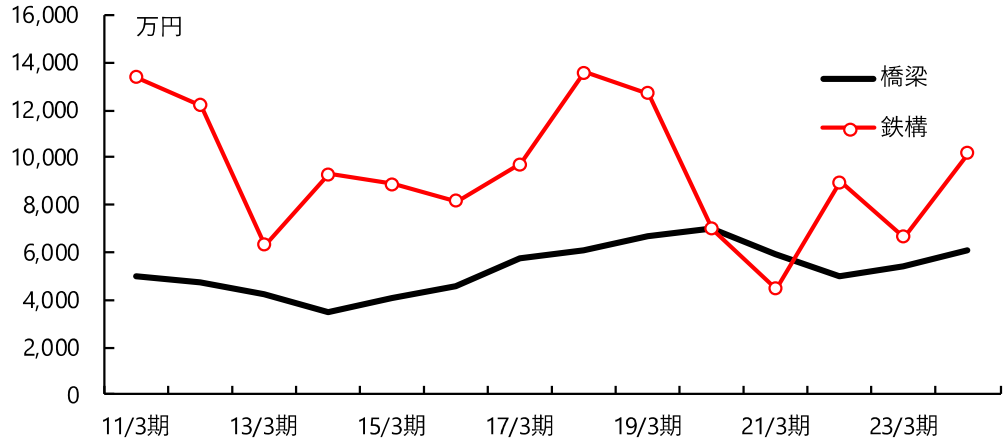
(出所)有価証券報告書、QUICK Workstationで当研究所作成

図表2-15. 部門別従業員数 (人)

期＼項目	合計	橋梁	鉄構	管理
11/3期	288	227	39	22
12/3期	285	226	38	21
13/3期	286	224	40	22
14/3期	282	221	39	22
15/3期	270	213	34	23
16/3期	270	213	33	24
17/3期	277	218	31	28
18/3期	272	215	30	27
19/3期	277	227	26	24
20/3期	276	219	32	25
21/3期	291	231	35	25
22/3期	309	244	39	26
23/3期	314	246	40	28
24/3期	331	258	40	33

(出所)有価証券報告書で当研究所作成

図表2-16. 高田機工の事業別従業員1人当たり売上高

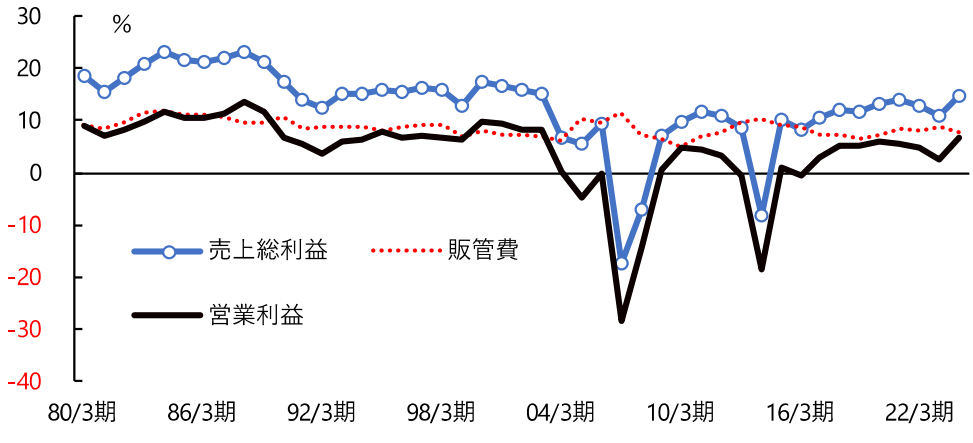


(出所)有価証券報告書で当研究所作成

次に、売上高に対する主要な項目(売上総利益、販管費、営業利益、営業利益＝売上総利益－販管費)の比率をみると(図表 2-17)、販管費に対する比率はほぼ一定で推移。営業利益に対する比率、つまり、売上高営業利益率は、売上高に対する総利益の比率(売上総利益率)に左右されていることが分かる。同社の売上高営業利益率の改善には、売上総利益率の改善が必要ということだ。

売上総利益率の改善には、売上原価の削減も一手だが、同社の場合、受注する案件ごとに左右されるケースが多く、削減策よりも、売上高の拡大が必要だとみている。

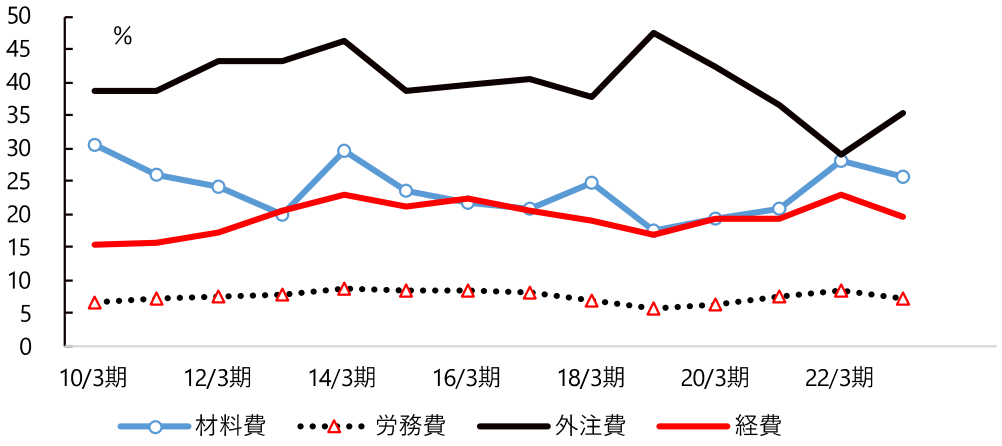
図表2-17. 高田機工の主要な費用項目の売上高に対する比率



(出所)有価証券報告書で当研究所作成

図表 2-18 は売上原価を構成する各項目の売上高に対する比率だ。直近の数期は材料費の比率が上昇している。これは鋼材をはじめとした材料費の高騰が大きかった模様だ。ただ、材料費の高騰は、工事終了時には、着工以降の材料費高騰部分は相殺される案件が多いので、あまり問題視する必要はないだろう。労務費、経費の比率は安定している。外注費の比率が低下したが、これも受注案件による要因が大きいとみている。

図表2-18. 売上高に対する売上原価項目の比率



(出所)有価証券報告書で当研究所作成

（５） 事業におけるリスクと、その対応

○公共事案への依存について→鋼構造物の設計から製作・現場施工を主事業とする。23/3 期末の受注残高の 7 割以上が鋼橋で、その大部分は公共工事。厳しい財政状態を反映し、公共事業は発注量の減少が続き、今後の市場動向は不透明。このため、橋梁事業の中での比率が高まっている保全工事への取り組み強化や民需関連事業である鉄構事業の体質改善に向けて経営資源の配分強化を進める考え。

○法的規制について→建設業法等の法的規制を受けており、法令遵守の意識を徹底しているが、万一法令違反があった場合には行政処分などを受ける可能性がある。社内通報制度の導入による社内での業務運営上の問題点吸い上げを通じて、リスクマネジメントに努めている。また、コンプライアンス室からコンプライアンスに係る情報を定期的に全社発信し、社員の法令順守の意識を高めている。

○自然災害・事故などによる影響について→生産設備を和歌山工場に集中。業務の効率化を図っているが、自然災害などで和歌山工場の機能が停止した場合は同社の業績に大きな影響を及ぼす。また、大きく重い製品が多く、工場製作・輸送・現場施工の各工程に危険な作業を含み、事故は直接的な損害に加え、顧客からの信頼失墜も招く。現在、拠点毎の対応となっている緊急時対策・備蓄品確保を、従業員の安全確保を最優先とした全社レベルでの「災害対策 BCP マニュアル」へ統合すべく作業を開始している。また、和歌山工場では毎年「安全衛生管理計画」を策定し実行。工事本部では、役員による現場パトロールを毎年実行している。

○品質管理について→同社製品で、万一重大な瑕疵担保責任が発生した場合には、補修費用の発生だけでなく顧客からの信頼も失墜し、業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。対応策として、ISO9001 に基づく品質マネジメントシステムを運用することで、全社レベルでの品質向上に取り組んでいる。

○主要原材料の価格変動等について→主力事業である鋼構造物事業は、鋼材が主要原材料。鋼材価格は変動が大きく、今後鋼材価格が上昇を続け、上昇分が受注価格に転嫁されない場合は業績に大きな影響

を与える可能性がある。また、鋼材の需給が逼迫し、数量の確保が困難になる可能性もあり、鋼材の納入が遅延した場合や、必要数量を確保できない場合もありうる。対策として、株式の政策保有を含め製鉄会社等との取引の維持・関係強化に努めている。

（6） SWOT 分析

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

(A) Strength (強み)、Weakness(弱み)、Opportunity(機会)、Threat(脅威)の洗い出し

これを表形式でまとめると、図表 2-19 となる。

図表2-19. SWOT各項目の洗い出し

長所・課題＼概要	概要
Strength 強み	・高い技術力・執行力→顧客要求に対するソリューション能力が高い ・財務健全性が高い
Weakness 弱み	・規模が小さい(人員・会社規模)→扱える案件数に限度
Opportunity 機会	・補修工事案件の高水準推移 ・大手ゼネコンへの営業強化 ・DX化によるIT利用拡大
Threat 脅威	・ゼネコンなど大手資本の参入 ・新設橋梁建設数量の低迷

(出所)各種資料、当研究所分析などで当研究所作成

(B)一般的な解決・対応策であるクロス分析

次に、図表 2－19 の項目を図表 2-20 のようにクロスさせることで、分析が可能となる。

図表2-20. SWOTの一般的なクロス分析

外部環境＼内部環境		内部環境	
		強み	弱み
外部環境	機会	***積極攻勢*** 機会を捉え、強みを事業の強化・拡大につなげる	***弱点強化*** 弱みを克服して、機会を着実に捉える
	脅威	***差別化*** 強みを生かし、脅威を機会に変える	***防衛*** 最悪の事態を想定し、対策を練る

(出所)各種資料、当研究所分析などで当研究所作成

(C)上記(B) の図表に(A)をあてはめる

図表 2-20 に、図表 2-19 をあてはめ、分析したのが図表 2-21。

図表2-21. SWOTの一般的なクロス分析

外部環境＼内部環境		内部環境	
		強み	弱み
外部環境	機会	○補修工事案件の取り込み ○鉄構事業の強化	○人員採用の拡大 ○M&A・事業提携の強化
	脅威	○ソリューション能力を高め、ゼネコンからの受注を獲得	○補修案件に対応できる人材確保 ○大手ゼネコンからの受注案件獲得

(出所)各種資料、当研究所分析などで当研究所作成

3. 業界環境

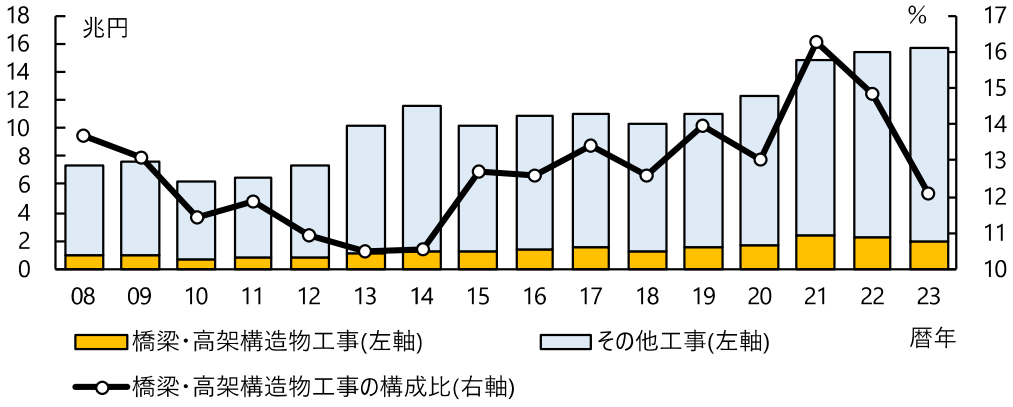
公共関連の動向に左右されやすい橋梁の受注環境

（1） わが国のインフラ整備における橋梁の役割

人が快適な生活を送るうえで欠かせないのがインフラ(経済や生活の基盤を形成する施設・システム)設備だ。普段は意識していないが、大きな自然災害でインフラの被害をみるたびに、その重要さに気づかされる。そして、復旧後の技術革新に驚かされる。そうしたインフラ整備事業を支えるのが土木事業だ。

国土交通省の建設工事受注動態統計調査報告によれば、公共機関からの建設受注工事(1件500万円以上の工事)は2023年で21兆円。内訳は建築・建築設備が6兆円、土木工事が15兆円。その中で、橋梁・高架構造物工事は2兆円となっている。過去15年間をみても、土木工事のなかでも10%以上を占めており、インフラ整備の中でも重要な位置を占めていることが分かる。

図表3-1. 公共機関から受注した土木工事額の推移



(出所)国土交通省資料で当研究所作成

（2） 橋梁の代表的な種類

ここでは、高田機工の主たる事業の橋梁関連にスポットを当てたい。現在の橋梁の主体は鋼とPC(プレストレスト・コンクリート、内容については次章の4で詳細に説明)による構造で、木構造による橋梁数は、道路統計年報によれば全体の0.2%(2020年末)に過ぎない。以降、橋梁については、鋼およびPC構造による構造物を指すものとする。代表的な形式としては以下の通り。

○桁橋：鋼板や形鋼を組み合わせてプレート状にし、I形断面・箱形断面に組み立てて桁とした橋。プレートガーダー橋ともいう。

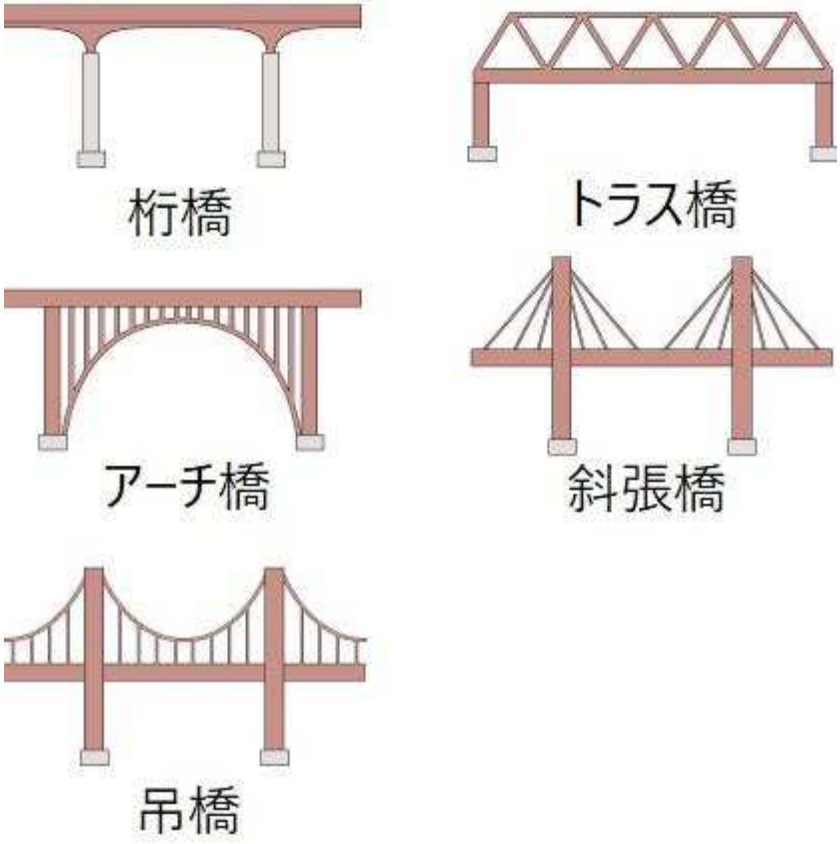
○吊橋：塔間にケーブルを張り、補剛桁を吊り下げている橋。

○斜張橋：塔と桁とを斜めに張ったケーブルでつないで桁を支える構造の橋。

〇トラス橋：トラス(三角形を基本単位としてその集合体で構成する構造形式)構造の橋。

〇アーチ橋：弓なり形状の橋。アーチリブ(2 本の弓なり形状の部材)を用いたアーチ構造の橋。

図表3-2. 主な橋の種類



(出所)各種資料などで当研究所作成

（３） 橋梁工事に係る基本的な工事のポイント

橋梁工事は基本的に上部工と下部工に分かれる。上部工は橋本体の製作・施工、下部工は主に基礎(地中で橋を支える部分)・橋台(橋の両端にある上部などを支える部分)・橋脚(橋の中間にある上部を支える部分)の製作・施工となる。

上部工のポイントは、橋の架設現場に移動式クレーンが入れるかどうか。移動式クレーンの使用が可能であれば、ベント(橋桁を支持する仮の支えの柱)架設法工法を採用するのが一般的。移動式クレーンが使用できない場合は、送出し工法が一般的。橋桁をあらかじめ作り、連結。これを手延機で前に押し出す工法である。

下部工のポイントは、地形・地盤、土地利用の状況を踏まえ、位置を決定すること。これにより、距離が決定される。基礎工事ではケーソン(コンクリート製の箱)などにより下部を強化する。

（４） 老朽化対策の本格実施に関する提言(2014 年)

2014 年 4 月、国土交通省内に設置された社会資本整備審議会道路分科会が「道路の老朽化対策の本格実施に関する提言」を発表。この提言では、わが国の橋梁・トンネルをはじめとした道路関連インフラの老朽化を踏まえ、補修などの対策が急務とした。なお、橋梁は全国に約 70 万橋、トンネルは約 1 万本あり、約 50 万橋を地方公共団体が管理している。適切な補修が施されていれば、問題ないが、そうした案件は少なく、通行止め・通行規制された橋梁は 977 橋(2008 年)→2104 橋(13 年)に増加している。老朽化対策が必要とされる 50 年経過の橋梁の割合は増加する見通しだとしている。

老朽化対策が放置された背景は、わが国が歴史的に木で橋を建設し、洪水による流出や火災などで架け替えを行うことが通常で、鉄・コンクリートでの橋の整備が本格化したのは 1955 年前後。当時、鉄・コンクリートによる橋は永久橋と呼ばれ、塗装の塗り替えのみで良いメンテナンス・フリーと考えられ、維持管理の必要性が十分認識されていなかったことも大きかった。当然ながら、鉄・コンクリートで作っても、老朽化は避けられない。現在、50 年以上経過した案件が増え、老朽化インフラが増加。道路関連インフラの劣化が表面化してきたということだ。

（５） 提言後の現況

道路改正法や 2014 年提言を受け、5 年に 1 回の頻度で近接目視による点検が実施されるようになった。1 巡目が 14 年度～18 年度、2 巡目は 19 年度～22 年度で実施された。健全性の診断は、以下の 4 段階に区分されている(道路統計年報より)。

Ⅰ. 健全→構造物の機能に支障が生じていない状態。

Ⅱ.予防保全段階→構造物の機能に支障が生じていないが、予防保全の観点から措置を講ずることが望ましい状態。

Ⅲ.早期措置段階→構造物の機能に支障が生じる可能性があり、早期に措置を講ずべき状態。

Ⅳ.緊急措置段階→構造物の機能に支障が生じている、または生じる可能性が著しく高く、緊急に措置を講ずべき状態。

この調査によれば(道路統計年報、23 年 3 月末時点)、全国で点検対象となる橋梁数は 72 万超あるが、2 巡目の点検実施率は 83％で、実施数は 60 万超。このうち、判定区分はⅠが 41％、Ⅱが 51％、Ⅲが 8％、Ⅳが 0.1％。

1 巡目の点検で健全もしくは予防保全の観点から措置を講ずることが望ましい状態(判定区分Ⅰ・Ⅱ)とされた橋梁のうち、修繕などの措置を講じないまま、5 年後の 2 巡目の点検において、早期・緊急に措置を講ずるべき状態（区分Ⅲ・Ⅳ）へ遷移した橋梁の割合は合計で 4%。また、建設後経過年数に比例して、判定区分Ⅰ・Ⅱから判定区分Ⅲ・Ⅳに遷移する割合が高くなる傾向にある。加えて、建設後 50 年を経過した橋梁の割合は、現在は約 37%であるのに対し、10 年後には約 61%と予想されている。なお、建設年度が不明の道路橋が全国で約 21 万橋あるが、これらの大半が市区町村管理の橋長 15m 未満の橋梁とされている。ここからいえ

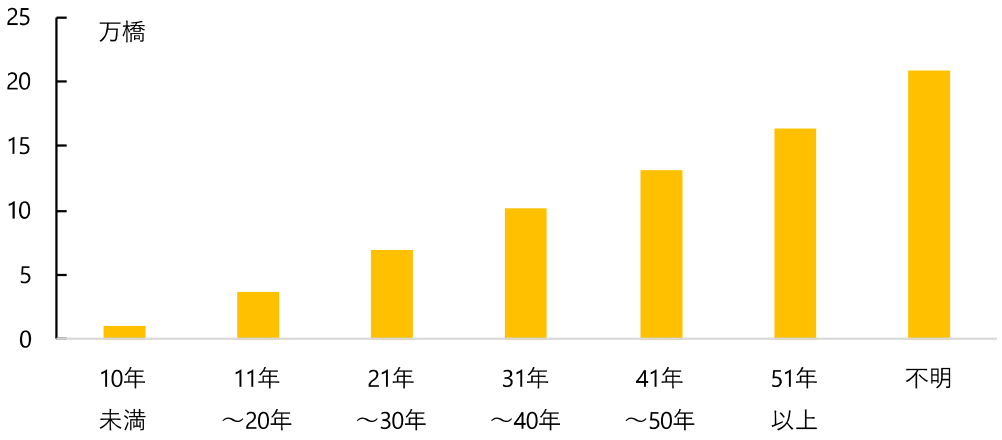
ることは、こまめなメンテナンス措置をとらないと、事故リスクが大きく増えていくということだ。橋梁メーカーにとっては、受注対象案件は豊富にある状況といえるだろう。

図表3-3. 建設後経過年数別にみた判定区分の構成比(%)

経過年数＼判定区分	I	II	III	IV
10年未満	72	27	1	−
11年～20年	57	41	2	0.02
21年～30年	46	51	4	0.03
31年～40年	43	52	6	0.03
41年～50年	34	55	11	0.07
51年以上	32	54	14	0.18
不明	49	45	6	0.11

(出所)道路統計年報で当研究所作成

図表3-4. 建設後経過年数別にみた橋梁数(23年3月末)



(出所)道路統計年報で当研究所作成

（6） 地方公共団体のメンテナンスの遅れ

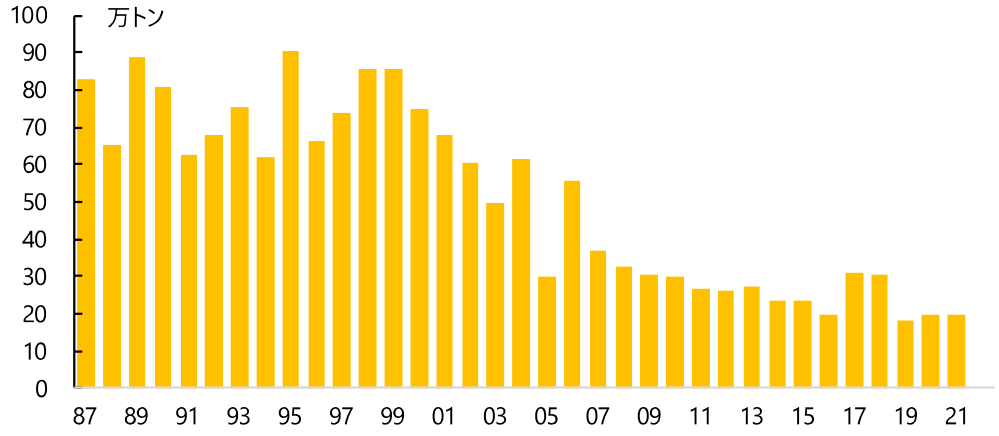
橋梁を管理する団体別にみた橋梁数の割合は(23年3月末)、国土交通省5%強、高速道路会社3%強、道路公社 0.3%、地方公共団体 91%(都道府県 19%、政令都市 6%強、市区町村 65%強)。上記でみたように、案件は豊富だが、地方公共団体は、人員・技術力の不足が慢性化している。点検・診断の高度化・効率化、補修計画の適正化などのため、産学官の連携により、点検・診断・措置情報をデータベース化。技術力の向上、点検費用の削減のため、道路メンテナンス会議と市による合同点検の実施や、県による市町村への橋梁補修工法に関する技術的助言を行う相談窓口の設置などに取り組んでいるが、容易には補修が進んでいないのが現状だ。橋梁メーカーが地方公共団体から受注を獲得するには、こうした地方公共団体の脆弱な点を補える技術力・資金力が必要だといえるだろう。

（７） 橋梁に係る統計

橋梁の受注重量をみると、直近でもなかなか上向かないが、契約額をみると、回復傾向にある。これは橋梁メーカーが取り扱う案件で、補修案件が増えていることも影響しているようだ。PC(プレストレスト・コンクリート)構造物(構成比の 9 割超が橋梁)の統計をみると(図表 3-7)、要因ではプレテンションやポストテンションによる新設案件を、補修・補強工事が上回る状況が 2020 年以降続いている。なお、PC と、その種類については、次章で詳細を説明することにする。

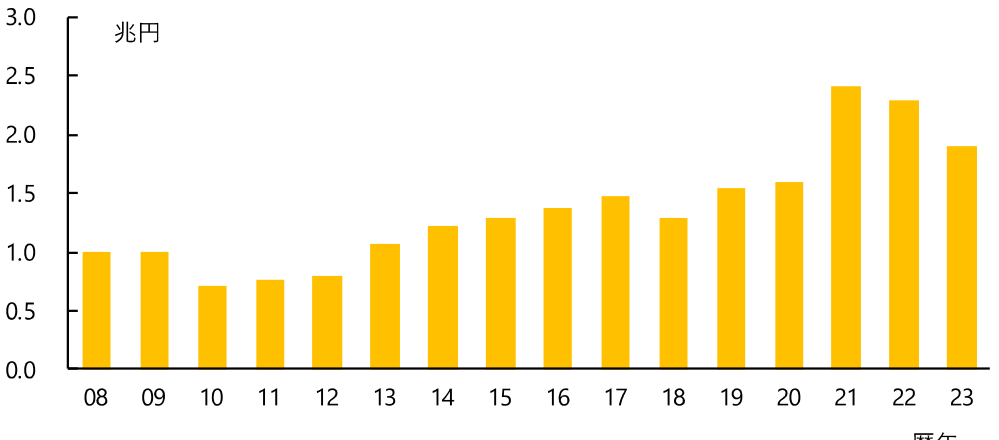
なお、足元をみると、地方公共団体の予算が潤沢でないことが影響し、芳しくない状況が続いている。実際、新設橋梁の建設数の推移をみると(図表 3-9)、年々減少傾向にあり、歯止めがかかっていない。ただ、建設後 50 年を超える補修・補強の候補案件は今後 10 年間で高水準が続く見込みであり、補修・補強案件は強含みの展開が続きそうだ。

図表3-5. 橋梁受注重量の推移



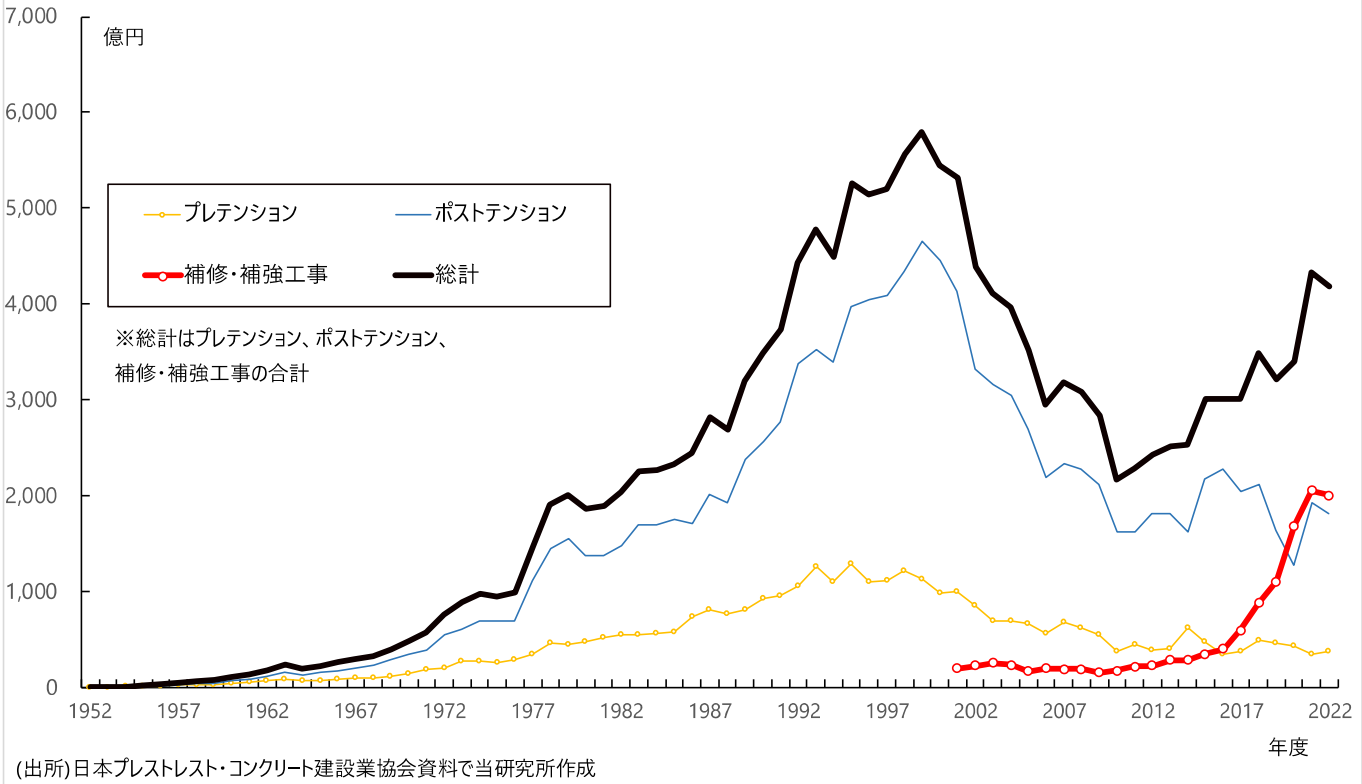
(出所)日本橋梁建設協会資料で当研究所作成

図表3-6. 橋梁・高架構造物工事請負契約額の推移



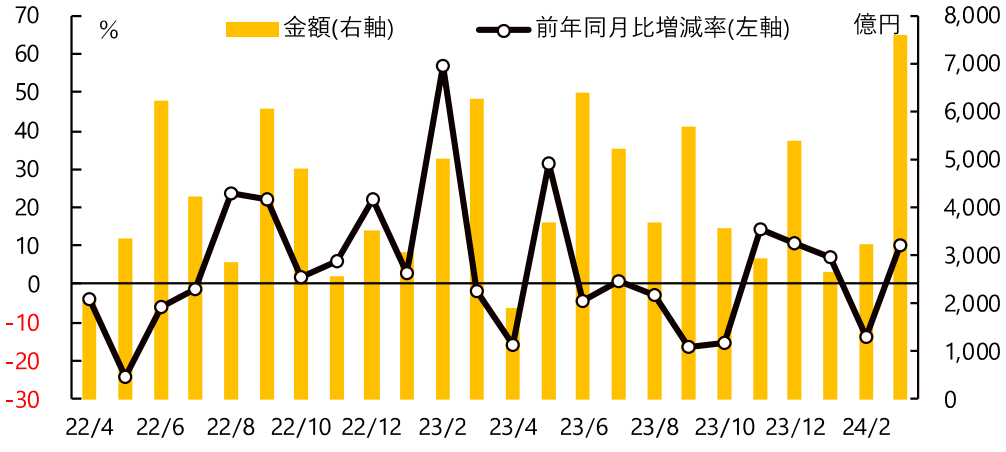
(出所)国土交通省資料で当研究所作成

図表3-7. PC構造物の受注額の推移



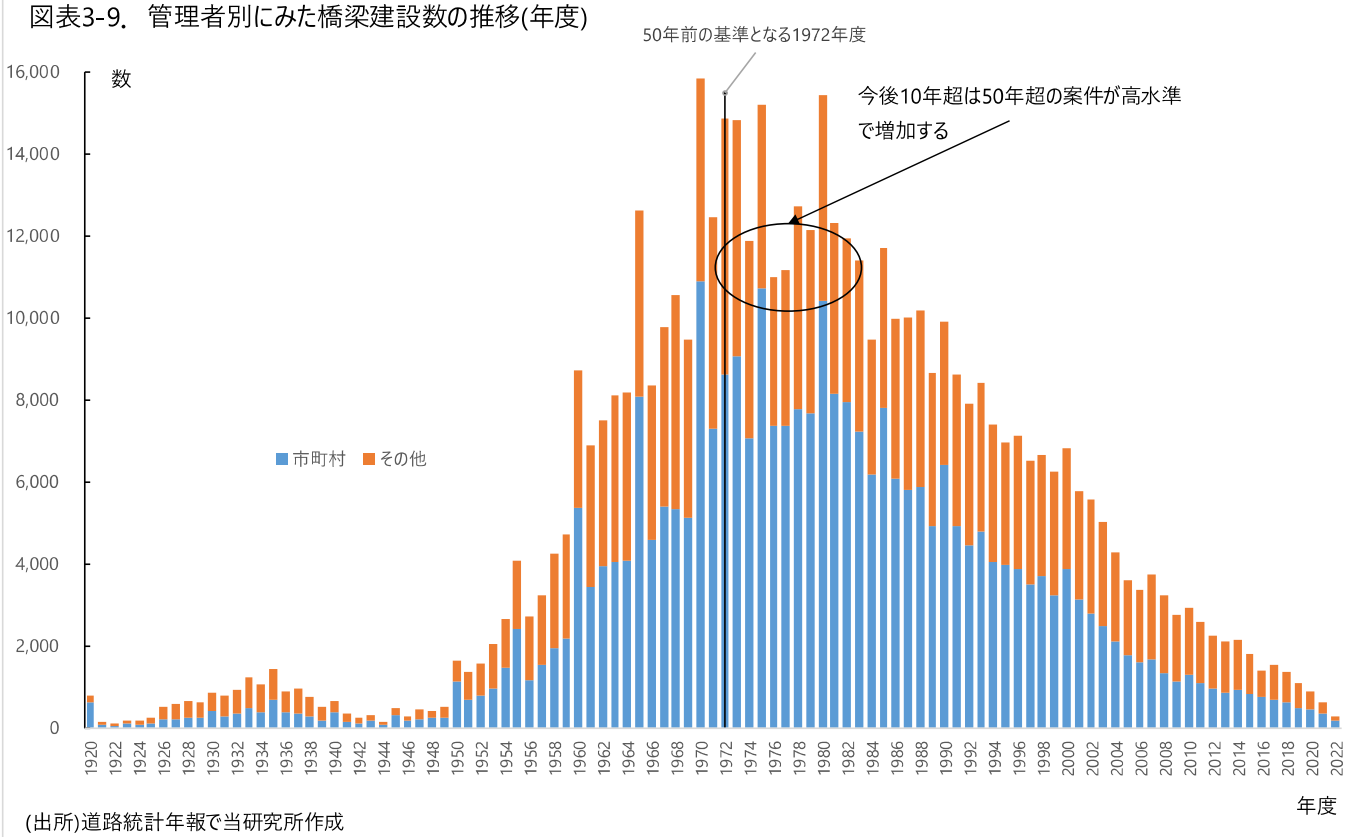
(出所)日本プレストレスト・コンクリート建設業協会資料で当研究所作成

図表3-8. 橋梁・高架構造物工事請負契約額の推移(直近24カ月)



(出所)国土交通省資料で当研究所作成

図表3-9. 管理者別にみた橋梁建設数の推移(年度)



(出所)道路統計年報で当研究所作成

4 . 同業他社分析

規模のメリットが生まれやすい環境

（1） 鋼橋上部工は老舗メーカーが多い

上場する橋梁メーカーで、主な企業は次の通り。データ比較が容易にできるように、受注と受注残を公表している企業を選択した。証券コード順にみると、ショーボンドホールディングス(1414)、ビーアールホールディングス(Br.HD、1726)、オリエンタル白石 (1786)、巴コーポレーション(1921)、宮地エンジニアリンググループ(3431)、川田テクノロジーズ(3443)、横河ブリッジホールディングス(5911)、駒井ハルテック(5915)、滝上工業(5918)、川岸工業(5921)、高田機工(5923)の 11 社。ショーボンド、Br.HD、オリエン白石の 3 社は PC 系、巴、宮地エンジ、川田テク、横河ブ HD、駒井ハルテク、滝上工、高田機工の 7 社は鋼橋上部工と称されることが多い。なお、川岸工は橋梁製作・完工の実績はあまりないが、鉄骨に強みがあるということで比較対象に入れた。

なお、PC とはプレストレスト・コンクリートの略。コンクリートにあらかじめ圧縮力を与えることで強度を高めたコンクリートを指す。鉄筋コンクリート(コンクリートの中に鉄筋を入れ， 圧縮・引張りにも強くしたコンクリート)に比べ、強度・耐久性に優れる。PC には 2 つの方式があり、ポストテンション方式はコンクリート打設前に PC 鋼材を挿入するシース(円筒形の管)を配置し、コンクリート打設後に PC 鋼材を挿入する。プレテンション方式は鉄筋、型枠を組み立てる前に、PC 鋼材を 2 つの反力台(PC 鋼材を止める台)の間に設置して、コンクリート打設前に圧縮させ、コンクリート打設後に圧縮力を徐々に弱める。

PC と鋼橋上部工だが、鋼橋上部工による鋼橋は鋼板とボルトの組み合わせで作るのに対し、PC 橋はコンクリートを圧縮して作るのが基本形。メリット・デメリットは次の通り。PC 橋の方がコスト面で優れているが、メンテナンスは鋼橋が優れるというのが一般的だ。また、耐震性では鋼橋の方が PC 橋より伸縮性があるため、鋼橋の方が、耐震性が強いのが一般的とされている。

11 社の設立年月日をみると、戦前、もしくは高度成長期(1955 年～1973 年)までに設立されるなど、老舗企業が多い。工法自体が新しい PC 系は、設立年も比較的新しい。鋼橋上部工は歴史があり、その中でも、高田機工は設立が早い部類に属する。小ぶりながら、技術力で橋梁業界を生き残ってきたといえる。

図表4-1. 主な上場橋梁メーカー

社名(コード)	設立年月日	直近決算期
ショーボンド (1414)	2008/1/4	23/6
Ｂｒ．ＨＤ (1726)	2002/9/27	24/3
オリエン白石 (1786)	1952/10/21	24/3
巴 (1921)	1934/6/26	24/3
宮地エンジ (3431)	2003/9/29	24/3
川田テク (3443)	2009/2/27	24/3
横河ブＨＤ (5911)	1918/5/2	24/3
駒井ハルテク (5915)	1943/4/30	24/3
滝上工 (5918)	1937/1/28	24/3
川岸工 (5921)	1947/3/22	23/9
高田機 (5923)	1932/3/1	24/3

(注1)ショーボンドの前身となる昭和工業は1958年設立
(注2)Br.HDの前身となる興和化学産業は1939年設立
(注3)宮地エンジの前身となる宮地鐵工所は1908年創業
(注4)川田テクの前身となる川田鐵工所は1922年創業
(出所)各種資料で当研究所作成

（２） 橋梁メーカーの業績動向

橋梁メーカー11 社の直近期業績は図表 4-2 の通り。ただ、橋梁メーカーという同じ括りではあるが、各社で橋梁や鉄構、その他事業など、各事業の売上高構成比の差により、利益率は異なるという点には留意したい。

売上高や自己資本など企業規模でみると、ショーボンド、川田テク、横河ブ HD の大きさが目立つ。高田機工は 11 社の中では、企業規模は最も小さい。売上高営業利益率はやや低いが、自己資本比率はやや上位に属する。財務健全性の高さは、公共工事の受注獲得の際に、重要なポイントとなっており、規模が小さいながら、新設受注に強みを持つ 1 つの要因となっている。

図表4-2. 橋梁メーカーの直近期業績

企業名(コード)＼項目	売上高 (百万円)	自己資本 (百万円)	対売上高構成比(%) 粗利益	販管費	営業利益	自己資本比率(%)
ショーボンド (1414)	83,924	98,016	28.0	6.4	21.6	80.2
Ｂｒ．ＨＤ (1726)	40,259	14,361	12.3	7.2	5.1	33.9
オリエン白石 (1786)	67,382	49,962	18.7	9.0	9.7	68.5
巴 (1921)	33,342	51,395	16.7	7.2	9.5	67.4
宮地エンジ (3431)	69,365	39,696	18.5	7.1	11.4	53.5
川田テク (3443)	129,127	81,878	15.6	8.8	6.8	51.1
横河ブＨＤ (5911)	164,076	124,405	16.4	6.6	9.7	59.0
駒井ハルテク (5915)	55,384	32,531	7.6	6.3	1.3	42.3
滝上工 (5918)	23,328	44,580	11.4	8.7	2.7	76.2
川岸工 (5921)	25,998	27,260	8.7	3.2	5.4	84.0
高田機 (5923)	19,695	20,908	14.7	7.8	6.8	69.7
単純平均	64,716	53,181	15.3	7.1	8.2	62.3

(注)単純平均より上回る企業の欄に「■」を付与。ただし、販管費は低い企業に付与
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表4-3. 鋼橋上部工橋梁各社の工場所在地

企業名(コード)＼所在地	工場所在地
巴 (1921)	北海道北広島市、栃木県小山市
宮地エンジ (3431)	千葉県市原市
川田テク (3443)	栃木県大田原市、富山県南栃市、香川県多度津町
横河ブＨＤ (5911)	茨城県神栖市、大阪府堺市
駒井ハルテク (5915)	千葉県富津市、和歌山県日高郡由良町
滝上工 (5918)	愛知県半田市
高田機 (5923)	和歌山県海南市

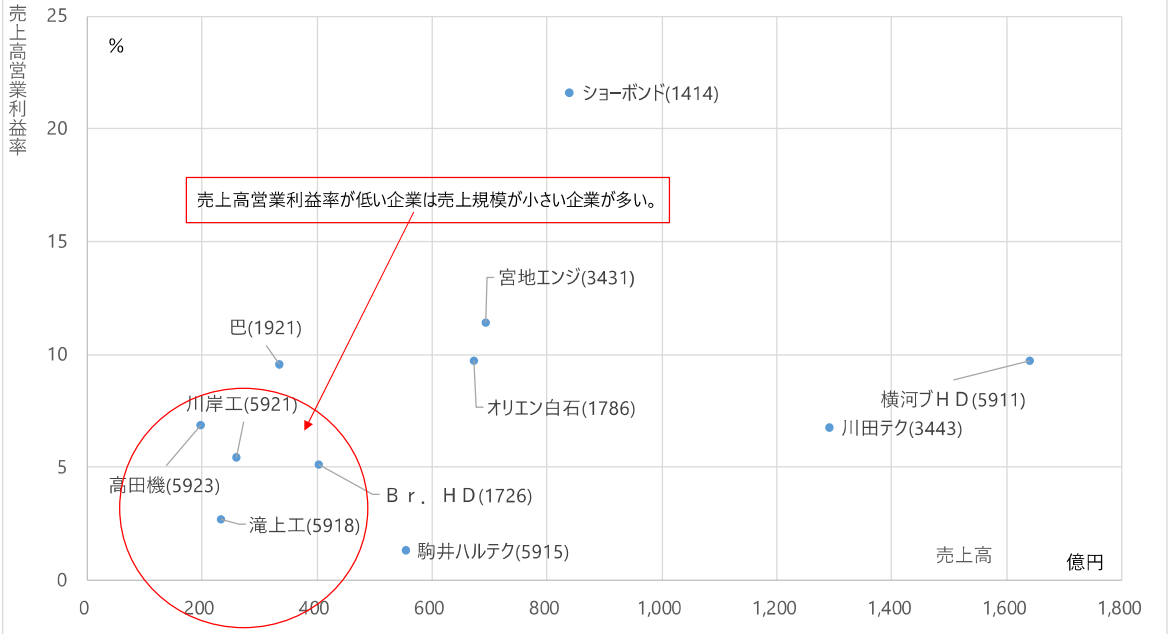
(出所)各種資料で当研究所作成

（３） 橋梁メーカーの四半期毎の受注/売上、手持受注残日数、売上高営業利益率の推移

橋梁メーカー11 社の四半期毎の受注/売上、手持受注残日数、売上高営業利益率の推移をみたい(図表4-5)。受注/売上は、受注の強さをみるもので、1 倍を超えると、受注の強さが際立ち、近いうちに業績拡大期に入るということを示唆する。ただ、受注自体の規模が縮小している場合は、業績拡大期入りを示唆するものではない。あくまで、受注の推移と合わせ、探る指標としたい。

次に、手持受注残日数だが、計算式としては、受注残÷四半期売上高×365÷4。受注残が何日分あるかということを示す。これも大きければよいというものではない。あまり大きければ、顧客に物件を引き渡す期間が延びているということであり、顧客サービスとしてはよくない。ただ、小さければ、売上の源泉となる受注残が減少していることであり、業績悪化要因につながりかねない。これも受注の推移と合わせ、みる必要がある。

図表4-4. 橋梁建設を事業展開する主な上場企業の売上高、売上高営業利益率



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

最後に売上高営業利益率だが、見方としては、四半期毎に安定しているかどうかを見極めたい。四半期毎で赤字に陥っているような期があれば、季節性が強すぎるか、経費の配分が適切でないということになる。

図表4-5. 上場橋梁メーカーの受注/売上、手持受注残日数、売上高営業利益率 (倍、日、%)

項目＼年月		22/6	22/9	22/12	23/3	23/6	23/9	23/12	24/3
ショーボンド(1414)	受注/売上	0.89	1.00	0.92	1.02	0.79	0.97	1.37	1.50
	手持受注残日数	378	401	357	323	293	323	341	384
	売上高営業利益率	16.7	19.5	22.7	25.4	18.6	22.6	24.1	26.0
Br.HD(1726)	受注/売上	1.00	1.00	1.55	0.88	1.00	0.93	0.47	2.20
	手持受注残日数	402	941	776	522	437	829	395	496
	売上高営業利益率	2.7	0.8	7.7	9.7	0.8	9.1	9.9	6.3
オリエン白石(1786)	受注/売上	1.15	1.85	0.87	0.93	0.55	0.94	1.40	1.03
	手持受注残日数	650	681	537	485	532	542	479	495
	売上高営業利益率	6.2	8.9	11.6	6.9	6.9	8.7	14.4	8.1
巴(1921)	受注/売上	1.03	0.97	0.62	1.16	0.80	0.51	1.08	1.34
	手持受注残日数	552	502	286	292	397	330	348	373
	売上高営業利益率	9.9	8.8	9.8	14.7	7.7	9.6	9.0	14.5
宮地エンジ(3431)	受注/売上	1.74	0.57	0.45	1.77	0.52	1.64	1.00	1.73
	手持受注残日数	763	567	507	558	541	588	459	619
	売上高営業利益率	6.8	15.1	7.0	5.0	7.8	10.7	18.7	6.5
川田テク(3443)	受注/売上	1.22	1.00	1.31	0.87	0.89	0.77	1.11	1.23
	手持受注残日数	593	500	477	383	439	394	408	415
	売上高営業利益率	-1.7	2.6	3.4	10.0	1.1	8.3	6.7	10.2
横河ブHD(5911)	受注/売上	0.97	1.23	0.82	0.82	0.72	0.70	0.91	1.25
	手持受注残日数	575	518	471	431	466	414	400	464
	売上高営業利益率	3.6	6.5	11.6	13.7	8.9	8.9	12.6	8.3
駒井ハルテク(5915)	受注/売上	1.50	1.38	0.93	1.08	1.27	0.45	0.67	0.49
	手持受注残日数	732	659	566	458	462	400	383	317
	売上高営業利益率	-5.1	-0.6	1.6	4.5	-3.3	2.6	1.0	4.7
滝上工(5918)	受注/売上	3.60	1.53	1.29	2.45	0.26	1.25	0.84	0.86
	手持受注残日数	794	946	734	820	679	845	637	572
	売上高営業利益率	15.0	-9.9	1.9	1.5	8.0	-1.1	-1.9	6.8
川岸工(5921)	受注/売上	2.00	1.40	0.46	0.90	1.02	1.31	0.78	1.62
	手持受注残日数	450	462	399	302	340	386	319	393
	売上高営業利益率	2.2	3.3	-0.2	11.4	3.7	5.4	8.5	3.4
高田機工(5923)	受注/売上	0.56	1.79	1.93	1.25	0.75	0.29	0.82	1.08
	手持受注残日数	480	566	585	545	538	432	388	384
	売上高営業利益率	-5.8	10.5	2.4	2.5	7.9	8.9	1.3	9.5
11社合計	受注/売上	1.21	1.16	0.94	1.04	0.79	0.86	1.02	1.28
	手持受注残日数	566	549	480	430	449	445	408	447
	売上高営業利益率	4.7	7.6	9.3	11.5	6.7	9.8	11.8	10.4

(注1)受注/売上は、受注の趨勢の強さを測る指標。受注の推移とともに見るのが一般的
(注2)手持受注残日数は受注残÷四半期売上高×365÷4で計算
(注3)表頭の年月は当該月を末月とする3カ月間を指す、例としては「23/12」なら「23/10～23/12」
(出所)決算資料とQUICK Workstationで当研究所作成

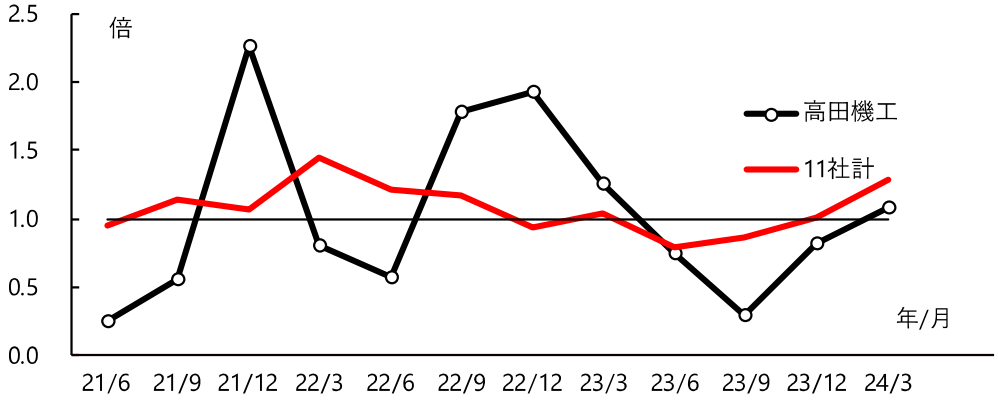
高田機工と 11 社合計のグラフを図表 4-6、図表 4-7、図表 4-8 で示した。

図表 4-6 をみると、高田機工の受注/売上の比率の変動が大きいことが分かる。これは、高田機工の 1 件当たりの金額が 11 社合計より大きいため、四半期毎の変動が大きいためとみている。一方、高田機工と 11 社合計の受注/売上のピークやボトムはほぼ一致している。足元では、受注/売上は回復傾向にあるが、受注回復の勢いが鈍く(図表 4-9)、売上の回復は緩やかなものにとどまりそうだ。

図表 4-7 をみると、手持受注残日数は、高田機工、11 社合計ともに低下傾向にある。これは売上増加による受注残減少が大きくなっていることを表す。つまり、受注残消化により、売上を計上していること指しており、早晩に受注が戻らないと、売上計上が厳しくなることを意味している。図表 4-5 と合わせて考えると、足元は、受注の回復の勢いは弱い状況が続きそうで、今後の業績は緩やかな回復にとどまりそうなことを示唆している。

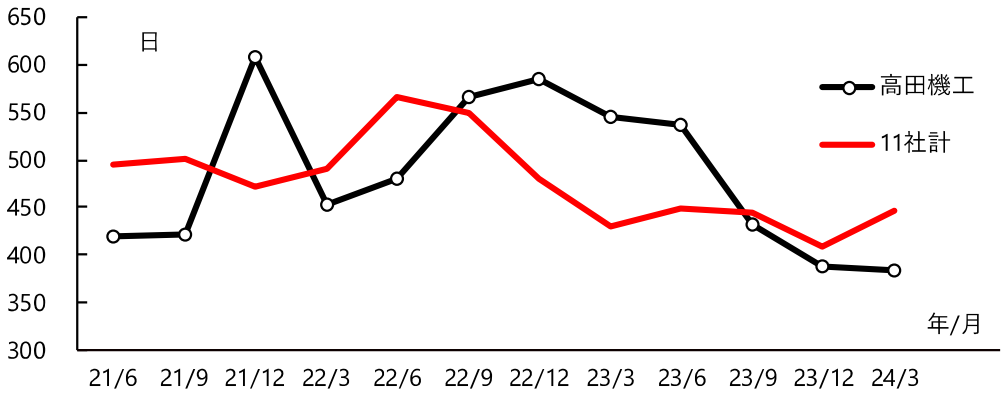
図表 4-8 は四半期毎の売上高営業利益率の推移を示したものだ。ピーク時の売上高営業利益率は高田機工、11 社合計ともにほぼ同水準だが、ボトムは高田機工の方が 11 社合計よりも下回る水準にあり、赤字に陥る期もある。これは、高田機工が十分な売上が計上できない期があるということだ。今・中期経営計画では、売上のさらなる拡大策を掲げており、その効果に期待したい。

図表4-6. 受注/売上の推移



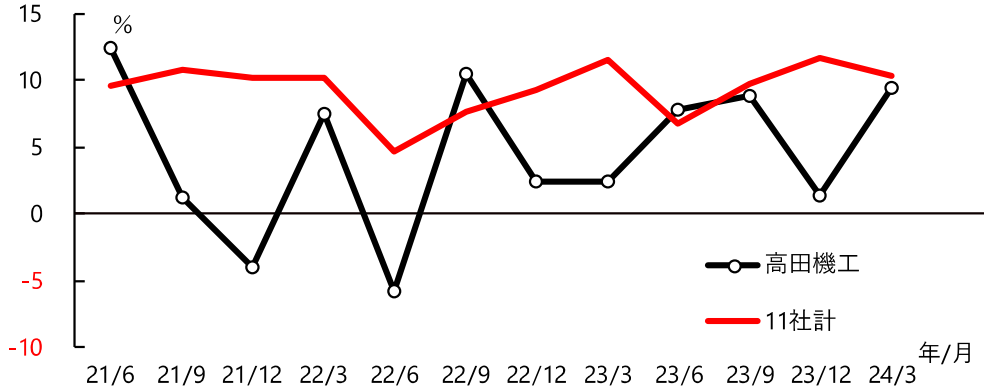
(注)横軸の年/月は当該月を末月とする3カ月間を指す、例としては「23/12」なら「23/10～23/12」
(出所)決算資料で当研究所作成

図表4-7. 手持受注残日数の推移



(注)横軸の年/月は当該月を末月とする3カ月間を指す、例としては「23/12」なら「23/10～23/12」
(出所)決算資料で当研究所作成

図表4-8. 売上高営業利益率の推移



(注)横軸の年/月は当該月を末月とする3カ月間を指す、例としては「23/12」なら「23/10～23/12」
(出所)決算資料で当研究所作成

図表4-9. 上場橋梁メーカーの受注、売上(四半期ベース) (億円)

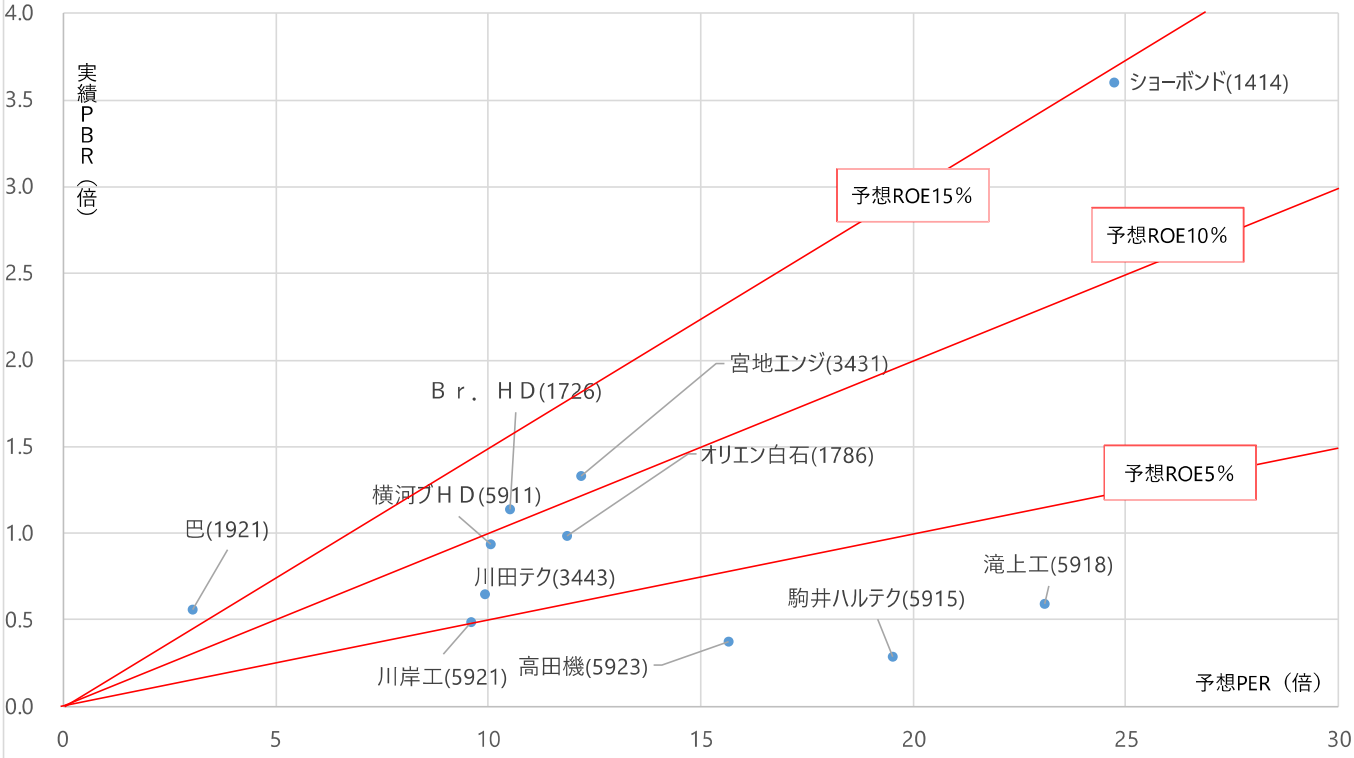
項目＼年月		22/6	22/9	22/12	23/3	23/6	23/9	23/12	24/3
ショーボンド	受注	173	183	185	227	183	200	301	330
(1414)	売上	193	182	201	223	231	207	219	220
Br.HD	受注	116	47	91	75	109	49	46	176
(1726)	売上	116	47	58	85	109	53	99	80
オリエン白石	受注	144	251	146	170	85	142	259	186
(1786)	売上	126	135	168	184	155	151	185	180
巴	受注	62	64	64	123	60	40	83	104
(1921)	売上	60	66	104	107	75	79	77	78
宮地エンジ	受注	215	88	71	290	80	261	206	295
(3431)	売上	123	155	158	164	156	160	206	170
川田テク	受注	282	276	399	318	277	254	362	417
(3443)	売上	232	275	305	367	313	330	325	339
横河ブHD	受注	339	501	354	373	287	295	388	485
(5911)	売上	352	407	433	456	400	422	428	388
駒井ハルテク	受注	113	123	95	139	172	62	90	70
(5915)	売上	75	89	102	129	135	139	135	143
滝上工	受注	125	47	53	107	12	49	43	48
(5918)	売上	34	30	41	43	48	39	51	56
川岸工	受注	105	78	26	66	66	81	55	109
(5921)	売上	52	55	57	73	65	62	71	67
高田機工	受注	20	64	78	57	33	14	41	56
(5923)	売上	37	36	40	45	44	48	51	52
11社合計	受注	1,700	1,726	1,565	1,951	1,371	1,454	1,880	2,283
	売上	1,405	1,483	1,672	1,882	1,737	1,695	1,852	1,779

(注)表頭の年月は当該月を末月とする3カ月間を指す、例としては「23/12」なら「23/10～23/12」
(出所)決算資料とQUICK Workstationで当研究所作成

（4） 橋梁 11 社の予想 PER、PBR、予想 ROE の分布

図表 4-10 は縦軸に実績 PBR、横軸に予想 PER をとり、予想 ROE を示したものだ。高田機工は予想 ROE が 5%下回る見通しとなっている。同様に 5%以下の企業、加えて 10%以下の企業をみると、実績 PBR が軒並み 1 倍未満となっている。今後は、PBR の上昇が欠かせない要因であることを示唆している。なお、同社はこれまで、株価に対する明確な言及はなかったが、24 年 5 月に公開した今・中期経営計画では東証からの要請である「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に対する施策を打ち出している。今後の中計に対する実行の進捗に注目したい。

図表4-10. 橋梁建設を事業展開する主な上場企業の実績PBR、予想PER



(注)予想ROE＝実績PBR÷予想PER×100、予想PERで使用した純利益予想はQUICK Forecastを採用、データは5月14日現在
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

5. 業績動向

中期経営計画を 25/3 期よりスタート

設立 100 周年を迎える 2032 年に、ファブリケーター(加工業者)を超える新しいカタチを目指している。そのために、第 6 次中期経営計画で、2032 年を見据えた経営基盤の構築を図った。25/3 期より今・中期経営計画(「中期経営計画 2024～Change TKD～」)をスタート。計画期間は 2024 年 4 月から 2027 年 3 月で、持続的な企業成長を実現するために「基幹事業の集中と選択」および「事業変革への挑戦」を掲げる。

（1） 第 6 次中期経営計画の振り返り

第 6 次中期経営計画(22/3 期～24/3 期)では、最終年度の 24/3 期に業績目標として、売上高 200 億円、経常利益 12 億円を目指し、24/3 期実績は売上高が 197 億円、経常利益は 14 億円。売上高は若干の未達だったが、経常利益は超過した。事業別にみると、橋梁事業が計画を上回ったが、鉄構事業が不振で、売上高の未達につながった。

図表5-1. 第6次中期経営計画(22/3期～24/3期)の概要

目指すべき姿

2032年を見据えた経営基盤の構築

主要戦略

1．安定した収益基盤の構築
2．企業価値の向上
3．魅力的な企業創り

主要数値目標の達成に向けての対応方針

・期末受注残高の確保
・年間生産屯数の拡大
・資格取得の強化
・人材確保の推進

	21/3期	24/3期目標	24/3期実績	※単位は百万円
完成工事高	15,233	20,000	19,695	
橋梁事業	13,659	14,000	15,619	
鉄構事業	1,564	6,000	4,075	
経常利益	956	1,200	1,438	

(出所)会社資料で当研究所作成

掲げた経営戦略の進捗・結果、投資・株主還元の実施状況は図表 5-2, 図表 5-3 に示した通り。鉄構事業に課題は残ったが、橋梁事業は順調に推移したほか、新デバイスの開発・販売も達成した。カーボンニュートラルへの取り組みとして SBT の認定取得に加え、健康経営優良法人認定取得もできた。概ね、達成できたと評価できるだろう。

図表5-2. 第6次中期経営計画の主要戦略と、進捗・結果

目標	対象	進捗・結果
安定した収益基盤の構築	・橋梁事業 ・鉄構事業 ・新規事業	○主力の橋梁事業は順調に推移 ○新デバイス製品を開発し、一部製品について販売開始
企業価値の向上	・経営基盤の強化 ・地域活性化への取組み ・持続可能な社会への貢献	○産学連携協定締結(国立大学法人和歌山大学) ○災害時建設業継続力認定取得・継続(関東・中部・近畿地方整備局) ○カーボンニュートラルへの取組み(SBT認定取得)
魅力的な企業創り	・多様な働き方への取組み ・人財育成への取組み	○人事制度の見直しを実施 ○働き方改革による職場環境の向上 ○健康経営優良法人認定取得(大規模法人部門)

(注)SBTとはScience Based Targetsの略。2015年のパリ協定で誕生。科学的根拠に基づいた具体的な目標によって、
地球温暖化の原因となっている温室効果ガスの排出削減を企業に求める国際イニシアチブ。
目標設定とは、パリ協定で定められた、いわゆる「2°C目標」を指す。
(出所)会社資料で当研究所作成

図表5-3. 投資・株主還元実績

投資実績	○設備投資21.4億円 ・プラスト工場建替 ・全天候型塗装工場新築	株主還元実績	・自己株式取得期間累計4.4億円 ・配当性向期間平均36.6%
	○人財投資7.9億円		

(出所)会社資料で当研究所作成

（2） 「中期経営計画 2024～Change TKD～」をスタート

(A)現状認識と課題

同社では、取り巻く環境、強化ポイントを図表 5-4 のように認識している。社会環境の変化に合わせ、同社の強みを生かしていく意向だ。

図表5-4. 外部環境、経営環境、強化ポイントの認識

外部環境	
国外	○ASEAN 、インドなど経済成長を続ける地域を中心に、社会インフラ整備需要は引き続き堅調に推移の予想→高速道路等の整備が進む
国内	○SDGs対応への要求、設備の強度化及び環境に優しい新素材の開発要請の高まり→激甚化する自然災害への対応及び社会環境への配慮要請の高まり ○少子高齢化への対応、地域社会インフラの維持修繕・更新が需要の中心に→社会インフラの老朽化に伴う橋梁保全事業の拡大。IoTデバイス、AI等のICT技術の急速な進化と社会実装、地方部のコンパクトシティ化推進及び都市部の再開発需要を中心とした鉄骨需要の拡大

経営環境	強化ポイント
同社の強み ○橋梁・鉄構事業で培ってきた「設計・施工ナレッジ」の標準化と共用化及び保全事業への応用化 ○和歌山工場の「地の利」を活かした「生産・施工方式」の確立、競争力の強化	○人事制度改革 ○生産設備の刷新 ○R&D強化 ○既存近隣領域への進出 ○ナレッジの標準化 ○事業のストック化

(出所)会社資料で当研究所作成

図表5-5. 解決すべき経営課題など

前中期経営計画からの継続事項
・新デバイス製品の開発
・橋梁保全事業の推進
・鉄構事業の生産性向上
・新規事業への取組み

内外事業環境による事業機会の予測
・鉄骨Sグレードの優位性を活かした「都市部再開発」案件の獲得
・鉄骨Hグレード領域の施工パートナー確保及び管理手法の確立による「地方部コンパクトシティ化」案件の獲得
・新設橋梁「設計・施工技術」の標準化による「維持修繕・更新工事」案件の獲得
・「維持修繕・更新ナレッジ」獲得による「自治体社会インフラの維持運営委託事業」の獲得
・環境配慮材の製品提供による「新規市場」の獲得



解決すべき経営課題

事業系
・事業機会を捉えるための「設計・施工技術」の標準化及び定着化
・不足する労働力に対応するための人財確保・育成
・業務プロセスの標準化・デジタル化による効率化
・自然環境に配慮した新素材の活用
・社会インフラ維持・運営業務など「ストック型」収益事業の開発

経営基盤系
・生産部門の競争力強化(品質・生産性向上)
・経営管理体制の強化(事業環境や市場ニーズ変化の把握と迅速な経営判断)

サステナビリティ系
・ESG経営の実現

(出所)会社資料で当研究所作成

(B)ビジョンとミッション

持続的な企業成長を実現するために、「基幹事業の集中と選択」および「事業変革への挑戦」を掲げる。

VISION：世代を超えて、感動と笑顔あふれる豊かな世界を創造する

MISSION(VALUE)：人とまちをつなぎ、空間に価値を創り出す

激変する事業環境を捉え予測し、橋梁・鉄構事業で培ってきた「設計・施工技術」を基に、新たな素材の活用、技術の開発に取り組むと共に、市場要請に応える新たな事業の創造に挑戦することで持続的な豊かな社会創造と成長を続ける企業を目指すとしている。

(C)業績目標

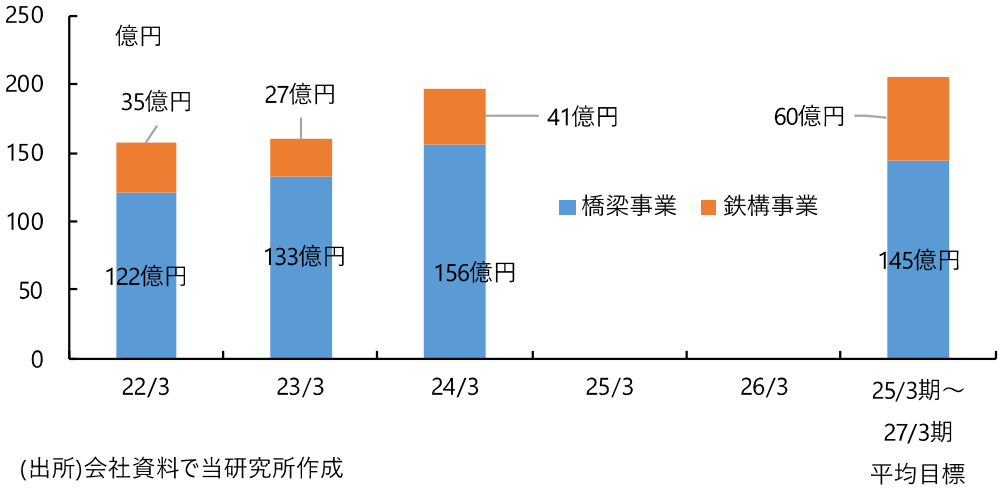
次の施策で図表 5-6、図表 5-7、図表 5-8 の目標達成を目指す。なお、同社の業績は変動が大きいため、事業別の売上高、全社の営業利益目標は 3 カ年平均としている。

○既存主力事業領域を再選定し、経営資源の集中的投下による売上・営業利益の確保を図る

○「設計・施工技術」の強味を生かした、新たな市場(維持修繕・更新)での足掛かりを図る

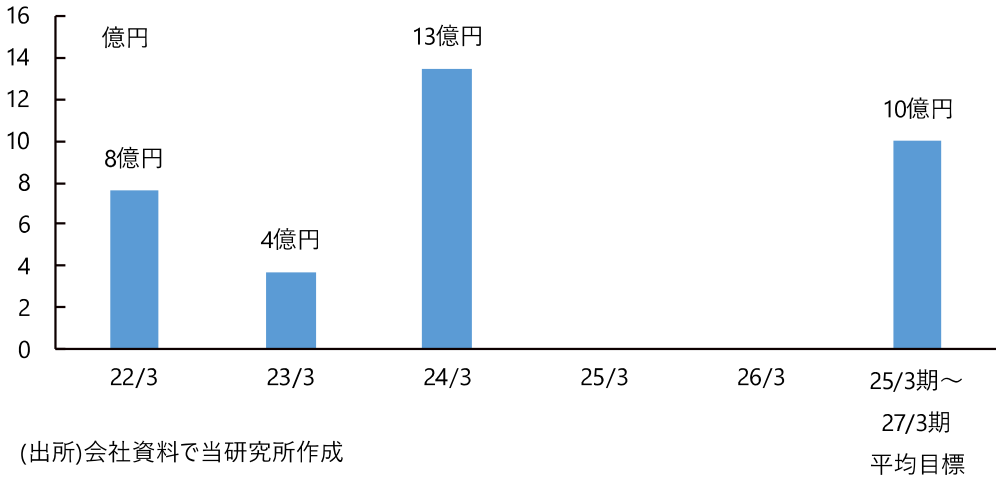
なお、同社は、PBR が 1 倍割れの状況が続いており、主要戦略などについて市場評価が十分に得られていない結果と認識している。加えて、投資家の求める期待収益率を上回ることができていないとも認識。収益性の向上とバランスシートの効率化を通し、今回の経営計画期間に「ROE 5.0％以上」を実現し、次期・中期経営計画期間に「ROE 6.0％以上」の実現を目指すとしている。

図表5-6. 事業別売上高目標



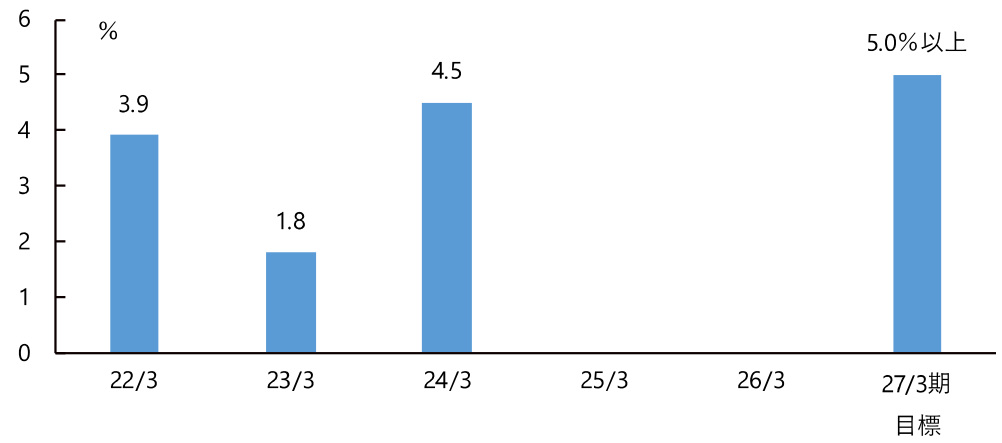
(出所)会社資料で当研究所作成

図表5-7. 営業利益目標



(出所)会社資料で当研究所作成

図表5-8. ROE目標



(出所)会社資料で当研究所作成

(D) 事業ポートフォリオの高度化戦略

橋梁事業、鉄構事業では新設工事市場を主力としてきた。この事業ポートフォリオを再編・高度化を図り、事業の持続的な成長・安定化・高収益化を目指すとしている。具体的な戦略としては以下の通り。なお、生研トラスについては 14 ページで説明している。気密・堅牢性に優れた工法で、今後、そうした特性を求める顧客への需要が期待されている。

図表5-9. 事業・市場・製品の各ポートフォリオ強化策

事業	市場	製品
	橋梁事業	
○主力事業である橋梁事業および鉄構事業において市場の選択と集中 ○コア技術を生かした社会インフラ一括運営受託などのサービス・ストック型事業への挑戦検討 ○「設計・施工技術」のナレッジ化とライセンス化による「サービス型」事業への挑戦検討 ○施工デバイスの「モジュール化・ユニット化」検討によるソリューション販売事業の挑戦検討	○新設市場に加え、維持修繕・更新市場の開拓	○新設の「設計・施工技術」を生かした新製品(素材含む)の検討
	鉄構事業	
	○Sグレード及びHグレード領域への集中 ○生研トラス技術を活かした新たな市場領域(土木資材、建築資材など)への挑戦検討	○新設の「設計・施工技術」および生研トラスの技術を生かした新製品(素材含む)の検討
	新事業領域	
	○事業化検討都度、市場ターゲッティングを実施	

(出所)会社資料で当研究所作成

(E) 経営基盤・サステナビリティ戦略

経営管理基盤、生産部門の品質・生産性強化を目指すと同時に、環境・社会への配慮、企業統治を重視することにより、持続可能な社会への貢献と企業価値の向上を目指す。具体的な施策は図表 5-10、図表 5-11 の通り。

図表5-10. 経営基盤戦略の概要

生産部門の競争力強化	経営基盤の強化
○事業・部署ごとに点在していた「設計・施工ナレッジ」の標準化・共有化 ○熟練技術者ナレッジの標準化・共有化 ○生産プロセスの棚卸と標準化、ICT技術を活用した自動化検討 ○社内サプライチェーンの最適化	○社内基幹情報システムの刷新 ○経営スピードの向上を目的とした組織体系、意思決定体系の見直し ○人的資本の強化を目的とした人事体系・人財育成体系の見直し

(出所)会社資料で当研究所作成

図表5-11. サスティナビリティ戦略の概要

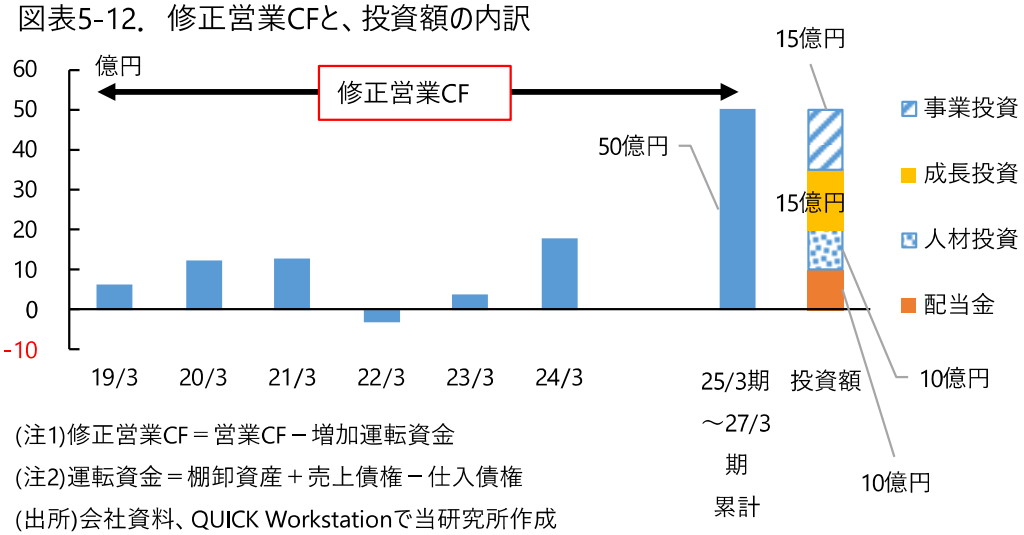
環境	社会	ガバナンス
○事業活動によるCO_2排出量削減と、効率的な生産活動によるカーボンニュートラルの実現 ○事業地域の自然環境保全への貢献活動の実施 ○環境負荷の低い製品の開発と技術の提供	○多様な働き方、働きやすい職場環境の提供 ○多様な人財の登用 ○地域社会への安全・安心の提供 ○事業活動を通じた地域貢献活動を実行し地域振興に寄与	○事業を取り巻く株主、社員・家族、取引先、地域社会の人々に公正、透明性を確保 ○コンプライアンスを企業活動の基本とすることを徹底

(出所)会社資料で当研究所作成

(F) キャピタル・アロケーション

営業 CF を基に、キャピタル・アロケーションを策定。事業投資は生産設備の更新、基幹システムの更新など、成長投資は事業ポートフォリオ強化、設備投資、M&A など、人財投資は人財の確保・育成、教育環境の整備などに充当し、配当金は配当性向 50％以上を想定している。詳細については図表 5-12 を参照されたい。

図表5-12. 修正営業CFと、投資額の内訳



(注1)修正営業CF＝営業CF－増加運転資金
(注2)運転資金＝棚卸資産＋売上債権－仕入債権
(出所)会社資料、QUICK Workstationで当研究所作成

（3） 24/3 期実績

24/3 期受注をみると、橋梁事業では受注実績のある地域での応札に重点を置き受注案件を積み上げたが 23/3 期を下回った。鉄構事業においては、一部案件が 25/3 期にずれ込み 23/3 期を下回った。損益面については、鉄構事業の回復が遅れたが、橋梁事業の受注残消化が進んだほか、設計変更による契約金額の増加などもあり、売上高および営業利益は増加した。

図表5-13. 事業別業績 (百万円、%)

事業＼項目	売上高			受注高			受注残			営業利益		
	23/3期	24/3期	前期比増減率	23/3期	24/3期	前期比増減率	23/3期	24/3期	前期比増減率	23/3期	24/3期	前期比増減率
橋梁	13,310	15,619	17.3	17,889	10,617	-40.7	20,791	15,789	-24.1	556	1,578	183.8
鉄構	2,668	4,075	52.7	4,279	4,007	-6.4	6,543	6,476	-1.0	-181	-229	26.5
計	15,978	19,695	23.3	22,168	14,625	-34.0	27,335	22,266	-18.5	374	1,348	260.4

(出所)決算資料で当研究所作成

（4） 25/3 期会社計画

2024 年 3 月期の受注低迷により、25/3 期の業績予想は売上高 180 億円、営業利益 6 億円を計画。厳しいスタートとなるが、同社業績は短期での変動が大きいので、今・中期経営計画期間(25/3 期～27/3 期)トータルでの評価が重要となろう。

（５） 来期以降の業績を見通す上でのポイント

高田機工が得意とするのは新設の橋梁案件。市場全体を見渡すと、50 年以上経過する物件が増加。補修・補強案件は市場全体で高水準にあるものの、同社はこれを取り入れるための体制が現時点では十分に構築出来ていない。今後、充実させる意向を示しているが、橋梁事業、鉄構事業ともに熟練の技術を要するために、技術取得などに時間が必要なためだ。人材獲得に注力しているが、新卒育成には時間を要する。中途はアルムナイを含め即戦力を期待するが、希望する水準の人材獲得は容易でない状況だ。他には鉄構事業の赤字解消・収益化も挙げられるだろう。これが実現できれば、業績改善に弾みがつくとしている。今・中期経営計画でその難しいかじ取りを実現し、次期・中期経営計画にバトンを渡す意向だ。

図表5-14. 業績予想と実績の推移

期・計画・実績＼金額・判定		金額(百万円)				判定(注を参照)			
		売上高	営業利益	経常利益	純利益	売上高	営業利益	経常利益	純利益
	期初計画	14,000	100	180	160				
13/3期	上期決算発表時	14,000	100	180	160	○	○	○	○
	実績	12,020	-89	27	38	×	×	×	×
	期初計画	14,000	90	140	100				
14/3期	上期決算発表時	13,000	-1,530	-1,450	-1,490	×	×	×	×
	実績	11,308	-2,088	-2,006	-2,168	×	×	×	×
	期初計画	12,000	50	120	80				
15/3期	上期決算発表時	12,000	50	120	80	○	○	○	○
	実績	11,708	101	258	222	×	◎	◎	◎
	期初計画	13,000	250	320	320				
16/3期	上期決算発表時	13,000	250	320	320	○	○	○	○
	実績	12,479	-85	25	62	×	×	×	×
	期初計画	15,000	400	480	430				
17/3期	上期決算発表時	15,000	400	480	430	○	○	○	○
	実績	15,563	476	589	489	◎	◎	◎	◎
	期初計画	17,000	600	680	600				
18/3期	上期決算発表時	17,000	600	680	600	○	○	○	○
	実績	17,150	867	976	964	◎	◎	◎	◎
	期初計画	18,000	800	900	750				
19/3期	上期決算発表時	18,000	800	900	750	○	○	○	○
	実績	18,502	942	1,052	874	◎	◎	◎	◎
	期初計画	17,000	750	850	730				
20/3期	上期決算発表時	17,000	750	850	730	○	○	○	○
	実績	17,645	1,025	1,126	771	◎	◎	◎	◎
	期初計画	－	－	－	－				
21/3期	上期決算発表時	15,000	400	500	360				
	実績	15,223	858	956	489	◎	◎	◎	◎
	期初計画	17,000	600	700	550				
22/3期	上期決算発表時	17,000	600	700	550	○	○	○	○
	実績	15,669	763	937	747	×	◎	◎	◎
	期初計画	17,000	500	640	500				
23/3期	上期決算発表時	17,000	500	640	500	○	○	○	○
	実績	15,978	374	491	340	×	×	×	×
	期初計画	19,000	1,000	1,100	770				
24/3期	上期決算発表時	19,000	1,000	1,100	770	○	○	○	○
	実績	19,695	1,348	1,438	898	◎	◎	◎	◎

(注1)◎は期初計画に比べ上期決算発表時が増額、実績が上期決算発表時に比べ上振れ
(注2)○は期初計画に比べ上期決算発表時の修正なし、実績が上期決算発表時と同額
(注3)×は期初計画に比べ上期決算発表時が減額、実績が上期決算発表時に比べ下振れ

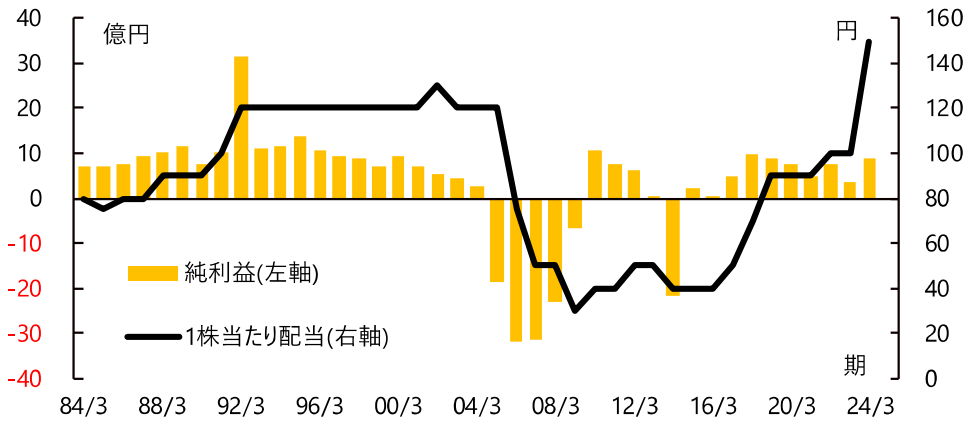
6. 株主還元について

配当性向を 50%以上に引き上げ

（1） 従来より株主還元を重視、これまで純損失計上でも配当は継続

高田機工は、従来より、株主還元を重視。純損失計上が続いても、株主への配当は継続してきた。

図表6-1. 高田機工の純利益、1株当たり配当

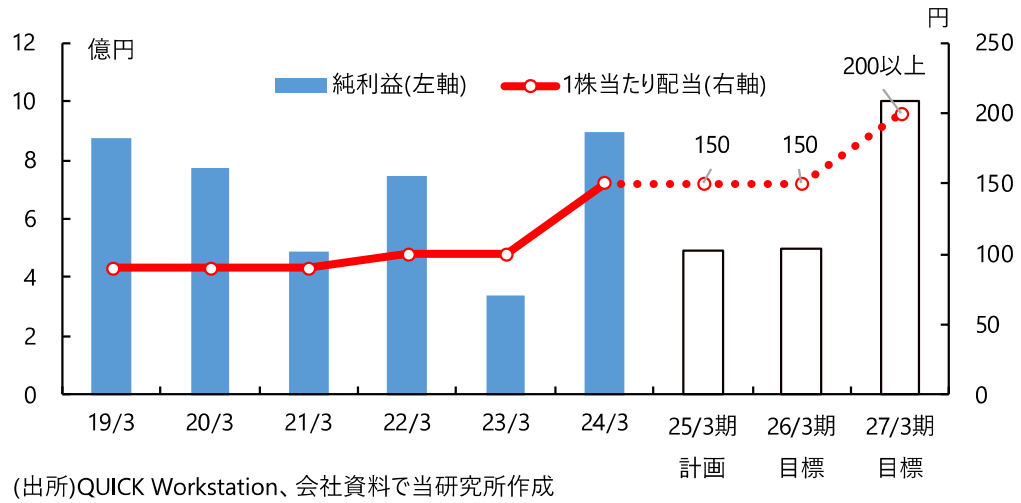


(注)2017年10月1日付けで普通株式10株につき1株の割合で株式併合。17/3期以前は遡及修正
(出所)QUICK Workstation、決算資料で当研究所作成

（2） 安定した業績確保維持の表明

資本コストと株価を意識した経営の実現に努め、配当性向を従来の 25%以上から 50%以上にするとしている。安定配当を実現するため下限配当 150 円を設定。配当性向引き上げの表明は、安定した業績確保ができるとの経営の意志表明でもあるといえる。

図表6-2. 高田機工の純利益、1株当たり配当実績・計画・目標



(出所)QUICK Workstation、会社資料で当研究所作成

7. 株価関連指標と株価

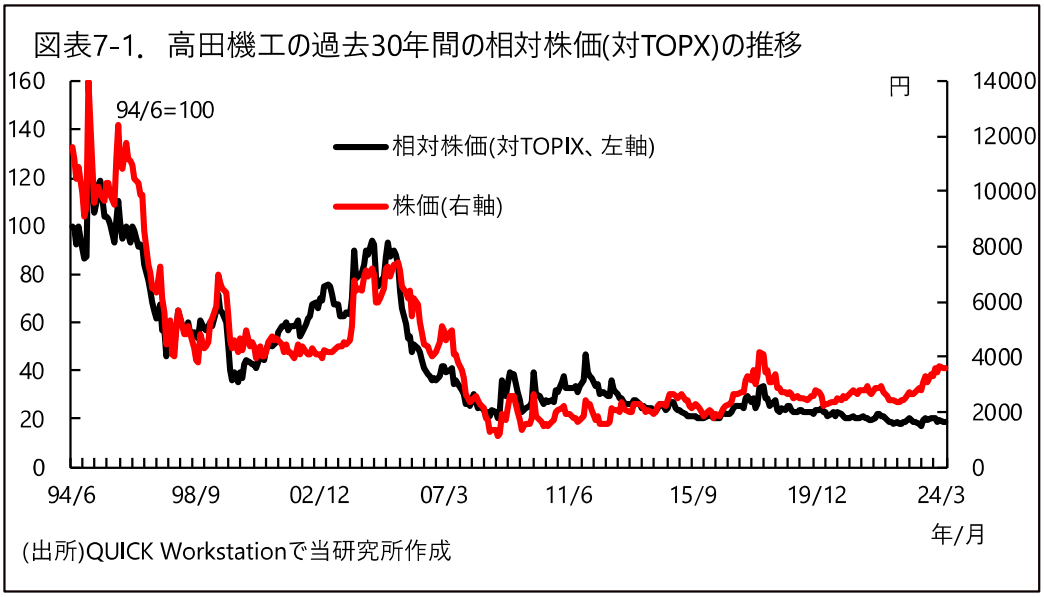
PBR1 倍割れの状況続くが、今・中期経営計画の推進で改善目指す

高田機工の足元の実績 PBR をみると、1 倍割れの状況が続いている。これに対し、高田機工は今・中期経営計画の推進で改善する意向を示している。ここでは、現時点での株価関連指標と株価について分析を試みたい。

（1） 過去 30 年間の実績 PBR・BPS の推移

過去 30 年間の相対株価(対 TOPIX)をみると、営業損失が 4 期継続(2005/3 期～08/3 期)したこともあり、低迷。17/3 期以降は営業黒字が続いているものの、相対株価は依然として低迷が続いている。22 年末以降、株価は、市場全体に低 PBR 銘柄の株価見直しの機運が広がったこともあり、上昇傾向にある。ただ、市場全体の上昇要因が大きく、相対株価の上昇は小幅にとどまっている。高田機工自体の評価が高まったことによる上昇とは言いがたい状況だ。

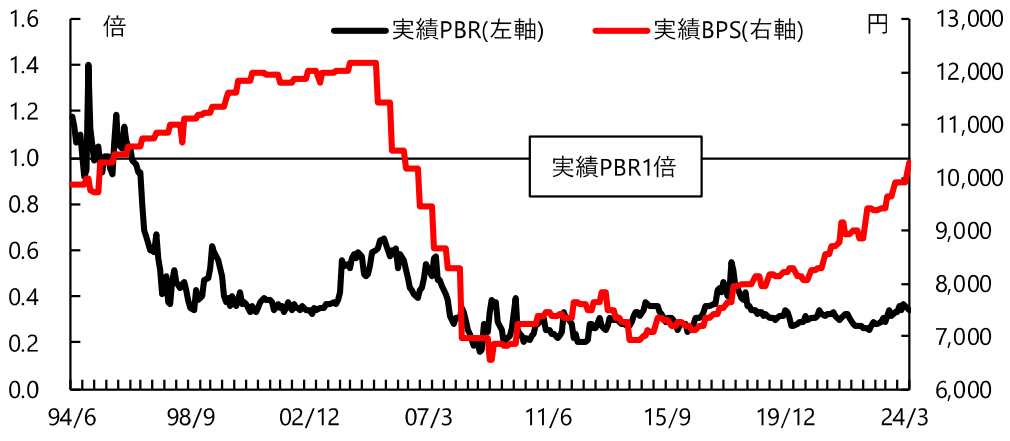
図表7-1. 高田機工の過去30年間の相対株価(対TOPX)の推移



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

次に、実績 PBR・BPS の推移をみると、株価低迷を映し、96 年 8 月以降、実績 PBR は 1 倍割れが続いている。一方、実績 BPS は営業黒字が定着した 17/3 期以降、増加傾向が続く。実績 BPS は 16 年 10 月 7118 円を直近ボトムに、直近 24 年 4 月は 9921 円と、約 4 割上昇。同期間の実績 PBR は約 2 割の上昇にとどまっている。実績 BPS の増加を踏まえると、実績 PBR の上昇は依然として評価不足の感は拭えない。

図表7-2. 高田機工の過去30年間の実績PBR・BPSの推移



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（2） 業績動向と株価関連指標

高田機工の時価総額は、純利益の増減との連動性が高い。18/3 期から 20/3 期までの時価総額は 77 億 20 百万円から 50 億 26 百万円に減少（年平均成長率 19.3％減）、同様に PER は 8.0 倍から 6.5 倍に低下(同 9.9％減)、純利益は 9 億 64 百万円から 7 億 71 百万円に減少(同 10.6%減)。次に時価総額上昇局面をみてみよう。23/3 期から 24/3 期までの時価総額は 59 億 94 百万円から 82 億 46 百万円に増加（同 37.6％増）、PER は 17.6 倍から 9.2 倍に低下(同 47.7％減)、純利益は 3 億 40 百万円から 8 億 98 百万円に増加(同 2.6 倍)。

以上を踏まえると、時価総額と純利益の連動性は高いが、PER の純利益と時価総額に対する説明力は弱いといえそうだ。

図表7-3. 高田機工の時価総額、PER、純利益 (百万円、倍)

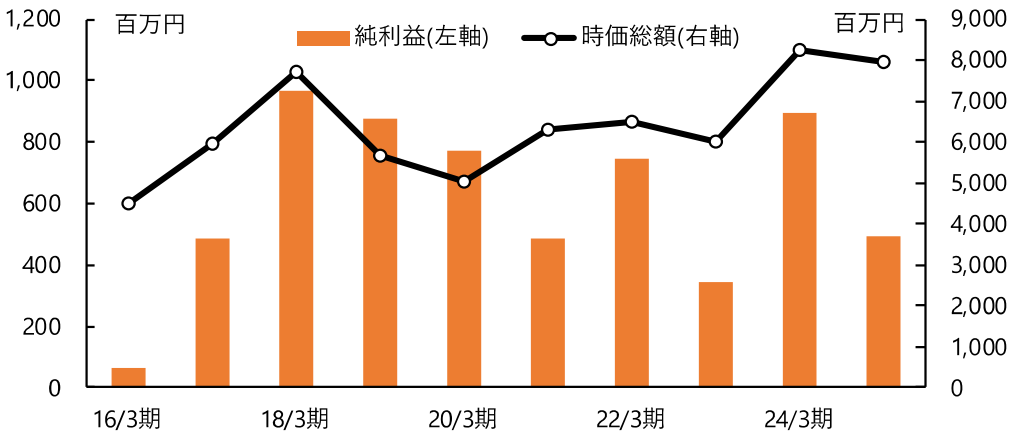
指標＼期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期予
時価総額	4,498	5,974	7,720	5,657	5,026	6,299	6,505	5,994	8,246	7,977
PER	72.5	12.2	8.0	6.5	6.5	12.9	8.7	17.6	9.2	16.3
純利益	62	489	964	874	771	489	747	340	898	490

(注1)時価総額は各期末、純利益は各年度実績額、PERは時価総額を純利益で割った値

(注2)25/3期予想は、時価総額は5月10日付け、純利益は会社計画

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表7-4. 高田機工の純利益、時価総額



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

PBR＝ROE×PER と定義される。これを使い、ROE、PER、PBR の関係をみてみたい。図表 7-5 だけでは分かりづらいので、図表 7-6、図表 7-7、図表 7-8 をみてみよう。図表 7-6 をみると、やや分かり辛いが PBR と PER は逆に動く場合が多い。次に、図表 7-7 では、PER と ROE との連動性が小さいことが分かる。最後に、図表 7-8 をみると、PBR と ROE の連動性が高いことが分かる。

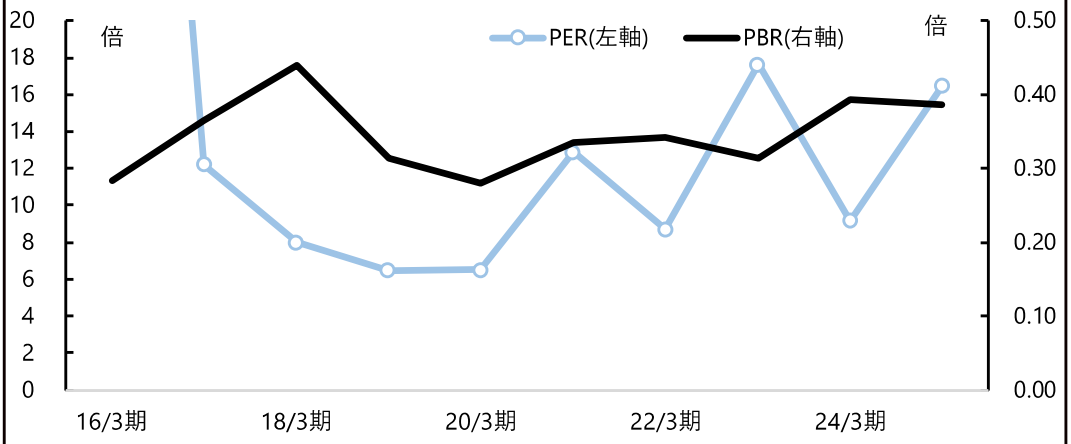
以上を踏まえると、PER 上昇による効果よりも、PBR 上昇による ROE の改善効果が高いことが分かる。

図表7-5. 高田機工の時価総額、PER、純利益 (倍、%)

指標＼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期予
PBR	0.28	0.37	0.44	0.31	0.28	0.33	0.34	0.31	0.39	0.38
ROE	0.4	3.0	5.5	4.8	4.3	2.6	3.9	1.8	4.3	2.3
PER	72.5	12.2	8.0	6.5	6.5	12.9	8.7	17.6	9.2	16.3

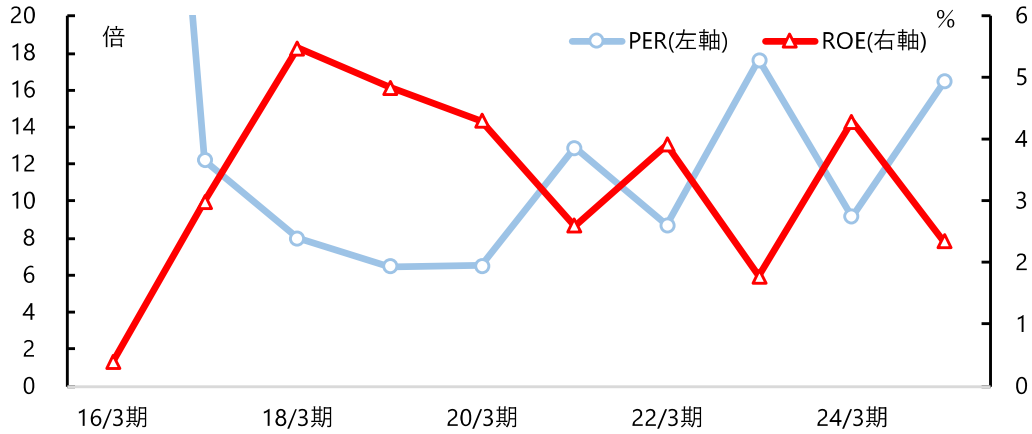
(注1)PBRおよびPERは各期末、純利益は各期実績額、時価総額および自己資本は各期末で計算
(注2)25/3期予想は、時価総額は5月10日付け、純利益は会社計画、自己資本は直近期実績
(注3)ROE＝PBR÷PERで計算
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表7-6. 高田機工のPBRとPER



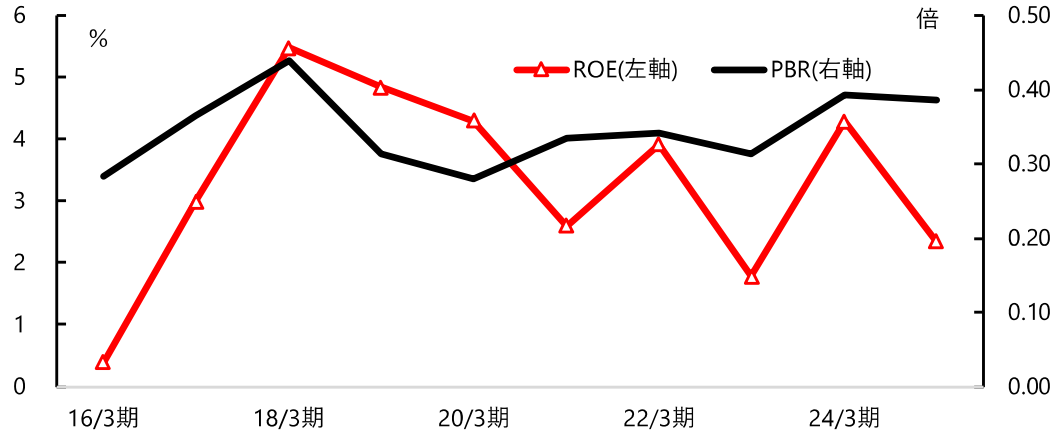
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表7-7. 高田機工のPER、ROE



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表7-8. 高田機工のROE、PBR



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（３） 株主総利回り(TSR)の計算

投資家が注目する指標である株主総利回り（トータルシェアホルダーリターン、以下 TSR）を紹介する。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)を測る指標だ。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おり、同社の TSR を分析した（図表 7-9）。なお、当研究所の TSR は有報の計算方式を基にしている。

図表7-9. 高田機工の株主総利回り(TSR)　　基準期：19/3期

項目＼期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	5期平均	5期累積
高田機	-9.3%	0.8%	17.1%	-6.4%	31.1%	5.6%	26.7%
配当利回り	3.1%	3.5%	4.0%	3.6%	6.0%	4.0%	18.3%
株価変化	-12.4%	-2.7%	13.1%	-9.9%	25.1%	1.6%	8.5%
33業種別:金属製品	-12.2%	7.6%	21.5%	-7.7%	16.5%	4.3%	23.4%
配当利回り	2.3%	2.7%	2.6%	3.1%	4.3%	3.0%	-
株価指数変化	-14.5%	4.9%	18.9%	-10.8%	12.2%	1.3%	-
高田機－33業種別:金属製品	2.9	-6.8	-4.4	1.3	14.6	1.3	3.3
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%	-
高田機－TOPIX	-6.2	-7.5	-1.3	-8.5	5.2	-4.2	-32.9

(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)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)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4)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5)株価（株価指数）は各期の月末終値の平均
(注6)5期累積は基準期からの累積または基準期との比較
(注7)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

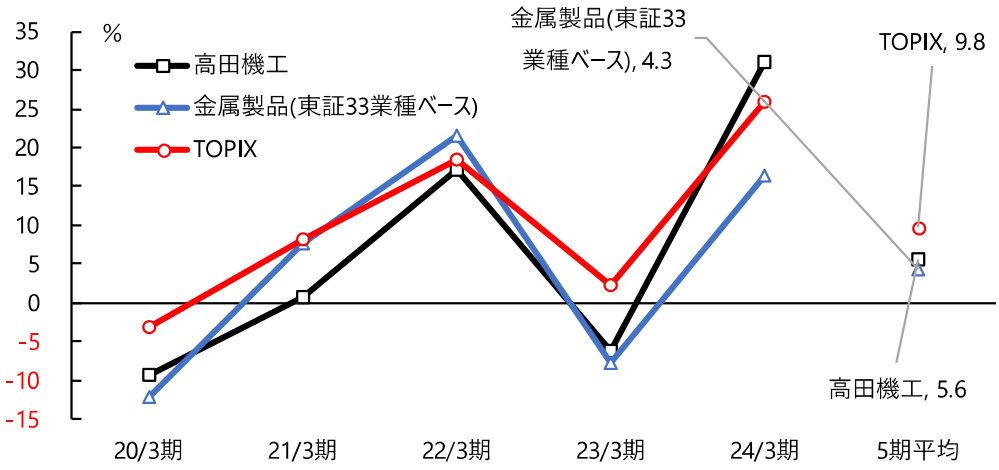
同社の TSR は、21/3 期、22/3 期が、24/3 期がプラス。TSR を配当利回りと株価変化に分けると、配当利回りおよび株価変化ともにプラスに貢献した。5 期平均（幾何平均）でみると TSR5.6％増のうち、配当利回り 4.0％増、株価変化 1.6％増。24/3 期に株価が大きくプラスに働いたことが TSR の改善に寄与したことが分かる。

比較指標として金属製品(東証 33 業種ベース)と TOPIX も記載した。TSR は金属製品は上回ったが、TOPIX に対しては下回った。

なお、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。基準期を 100 とし、100 を上回れば投資家にプラスの成果となる。TSR は、基準期の翌期から直近期まで 5 期分を記載。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た

めだ。また、各期のパフォーマンスをみるため、各期毎のリターンを記載している(5 期累積のみ併記)。

図表7-10. TSRの推移



(出所)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)。TSR で株価変化を要因分解したものが図表 7-11。株価は、BPS×PBR、EPS×PER で表せることを利用。株価は株式市場からの評価によるもので、企業のコントロールが及ばないとされるが、BPS や EPS は企業業績を反映するものだ。つまり、企業努力によりコントロールできる部分の数値化を試みたものだ。

株価変化の分解(1)－BPS・PBR。BPS の変化を、純利益、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。純利益が黒字であれば BPS の増加要因となるため、20/3 期～24/3 期はプラスとなっている。配当実施は 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だが、ここではそれ以外の効果として一括りにした。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いる。

5 期平均の株価変化は 6%増。BPS が 5%増だったものの、PBR の変化が 3%減となったことを吸収した。配当利回りと BPS 変化を合わせてファンダメンタル・リターンと呼び、企業が株主に提供するリターンを意味する。企業が利益を上げて配当を支払いつつ、株主の持ち分である BPS を増やすという企業活動から見たリターンといえる。

株価変化の分解(2)－EPS・PER。EPS の変化を、主な変化要因である純利益、自己株取得の影響、それ以外の効果に分解した。純利益は増益ならプラス、減益ならマイナスに働く（BPS と異なり、黒字でも減益ならマイナスに働く）。PER の変化も、配当の影響、自己株取得の影響を理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。ファンダメンタル・リターンは、配当利回りと EPS 変化の合計で表す。

図表7-11. 株主総利回り(TSR)の分解

	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	5期平均
株主総利回り(TSR)	-9%	1%	17%	-6%	31%	6%
配当利回り	3%	4%	4%	4%	6%	4%
株価の変化	-12%	-3%	13%	-10%	25%	2%
株価変化の分解(1)－BPS・PBR						
BPSの変化	-1%	5%	5%	4%	9%	5%
ファンダメンタルの影響	-7%	-9%	-17%	-16%	-12%	-12%
純利益	4%	3%	4%	2%	5%	3%
配当	-11%	-11%	-12%	-11%	-16%	-12%
自己株取得	0%	0%	-9%	-7%	0%	-3%
それ以外の効果	7%	15%	26%	24%	24%	19%
PBRの変化	-12%	-7%	7%	-14%	14%	-3%
配当の影響(理論値)	9%	8%	9%	8%	12%	9%
自己株取得の影響(理論値)	0%	0%	10%	8%	0%	3%
株式市場での評価の変化(注2)	-19%	-15%	-10%	-26%	2%	-14%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+BPS変化)	3%	9%	10%	8%	15%	9%
株価変化の分解(2)－EPS・PER						
EPSの変化	-12%	-37%	59%	-53%	164%	2%
親会社株主利益	-12%	-37%	53%	-54%	164%	1%
自己株取得の影響	0%	0%	4%	4%	0%	2%
それ以外の影響	0%	0%	0%	0%	-0%	-0%
PERの変化	-1%	53%	-29%	90%	-53%	-1%
配当の影響(理論値)	-3%	-4%	-4%	-4%	-6%	-4%
自己株取得の影響(理論値)	0%	0%	-4%	-4%	0%	-2%
株式市場での評価の変化(注2)	2%	59%	-23%	105%	-50%	5%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+EPS変化)	-9%	-33%	63%	-49%	170%	7%
参考資料						
ROE	4%	3%	4%	2%	4%	3%
配当性向	26%	40%	29%	61%	34%	37%
総還元性向	26%	40%	62%	119%	34%	53%
DOE(配当÷自己資本)	1%	1%	1%	1%	2%	1%

(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は会社予想、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)

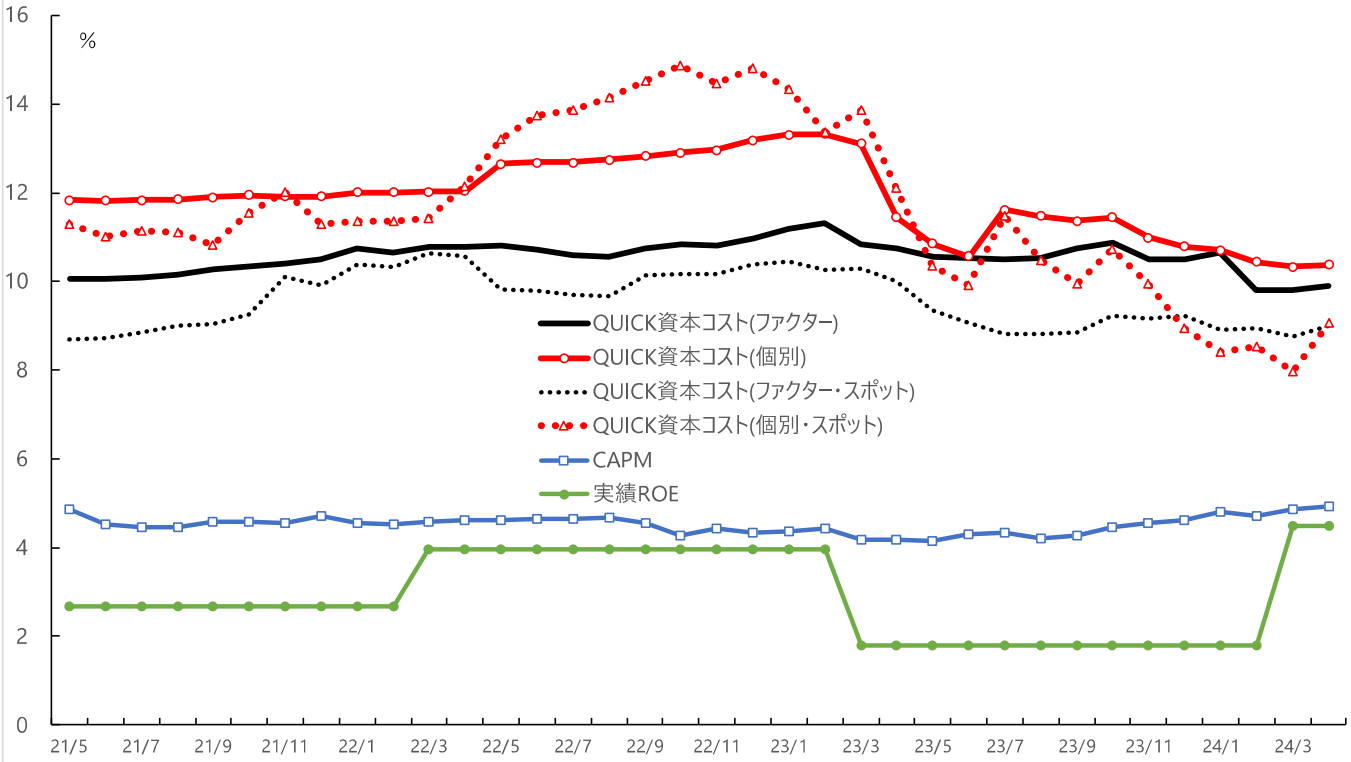
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（4） 株主資本コストの算出

QUICK 株主資本コスト、投下資本利益率(ROIC)、株主資本利益率(ROE)による分析を行う。なお、株主資本コスト、ROIC、ROE の見方については、巻末の「Appendix2～株主資本コストの見方」をご覧いただきたい。

同社の QUICK 株主資本コスト、ROIC は図表 7-12、図表 7-13、図表 7-14 の通り。図表 7-12 をみると、ROE は各種の株主資本コストを下回る。市場が期待する ROE を達成できていないということになるが、これまで論じてきたように PBR の 1 倍割れの状況を打破していくことが、肝要といえるだろう。

図表7-12. 高田機工の株主資本コスト、実績ROEの推移



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表 7-13 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ともに直近は下がっている。一方、中長期では、市場全体よりも個別銘柄の要因が高いが、直近では市場全体と個別銘柄の要因がほぼ同水準となっている。

図表7-13. 高田機工の要因・期間別のQUICK資本コスト

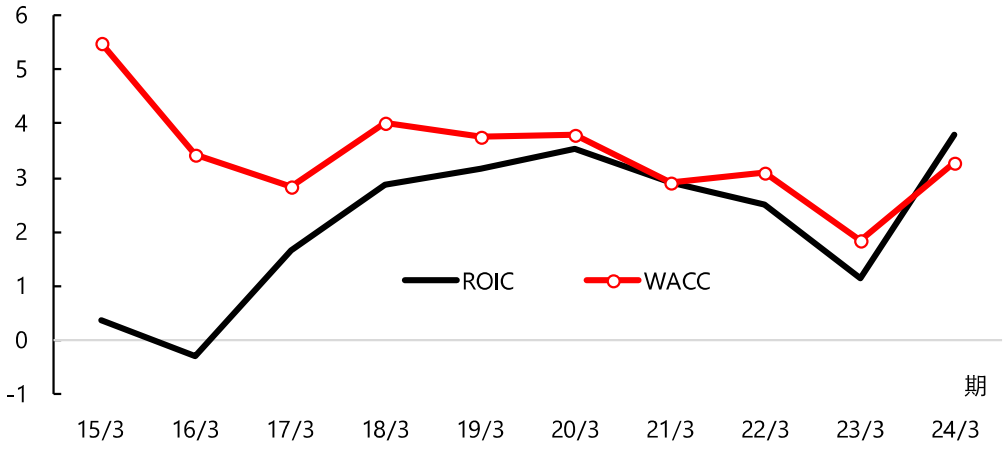
期間 / 要因	中長期 過去36カ月の市場価値	直近 計算日前日の市場価値
市場全体	9.92%	9.00%
個別銘柄	10.37%	9.08%

(注)データは24年4月末を基に計算

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

次に投下資本利益率(ROIC)と、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WACC(Weighted Average Cost of Capital)の分析を行ったのが図表 7-14。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。つまり 17/3 期以降は、投下資本並みの企業価値を達成しているということだ。

図表7-14. 高田機工のROIC、WACCの推移

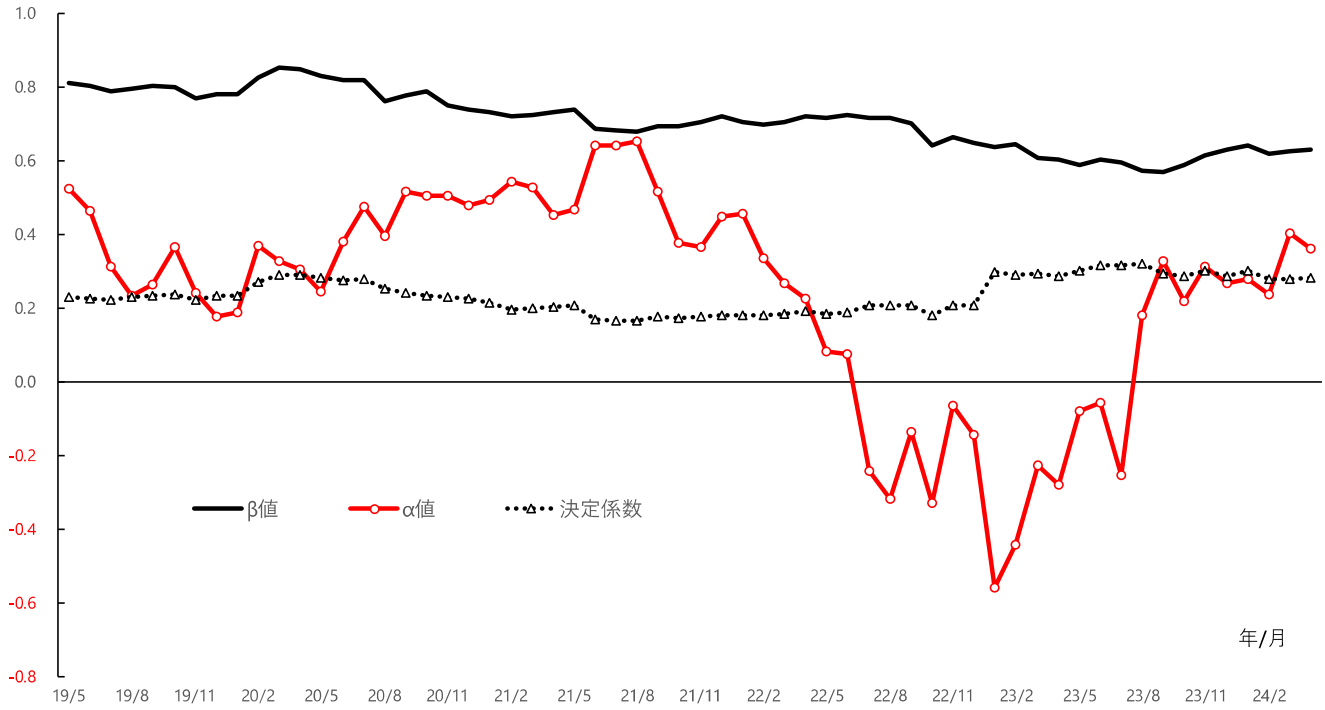


(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（5） β 値、α 値、決定係数

高田機工の過去 5 年にわたる、対 TOPIX の β 値(TOPIX との株価連動性)、α 値(TOPIX に対しての超過収益性)、決定係数(回帰変動が全変動に対してどれだけ説明できているか)の推移をみたのが図表 7-15。β 値は緩やかに低下傾向だが、決定係数は緩やかに上昇基調だ。ただ、どちらも 1 を大きく下回る低水準だ。なお、22 年央から、23 年央まで、α 値はマイナスとなったが、足元はプラスに回復している。

図表7-15. 高田機工株価のβ値、α値、決定係数(対TOPIX、過去60カ月)



(注)β値、α値、決定係数の計算期間は60カ月。データは月末値を基に計算
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表7-16. 対TOPIXの株価反応度(60カ月)

	直近値(24年4月末)	
	高田機工	金属製品
β値	0.65	0.89
α値	0.21	-0.13
決定係数	0.30	0.22

(注1)金属製品(東証33業種分類)の対象は
国内上場企業
(注2)金属製品の各指標は対象企業の単純平均
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

8. コーポレート・ガバナンス、CSR

地域社会への貢献、従業員に対する取り組み、BCP 対応、健康経営、カーボンニュートラルへの取り組み

（1） 東証からの要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」への対応

東京証券取引所から要請されている「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」については、資本収益性や市場評価に関する現状の分析および評価を行い、改善に向けた方針や目標、具体的な取り組みについて検討。今・中期経営計画」(25/3 期～27/3 期)を推進することで対応していく考えだ。

（2） コーポレート・ガバナンス

高田機工は企業の社会性を認識しながら企業価値のより一層の向上を目指している。このため経営環境の変化にも迅速に対応できる意思決定体制と株主重視の公正で効率性と透明性を追求した経営システムを構築、維持することを基本と考えている。また、株主の利益を中長期的に極大化するためには、常に株主以外のほかの利害関係者とも適正な取引を継続しつつ、良好な関係を維持し、協力体制を堅持することが必要とも考えている。

同社では、取締役会が業務執行に関する意思決定と経営監督の機能を果たすとともに、業務執行状況の監査を行う機関として監査役会を設置して、経営を監視。また、執行役員制度を導入することで、経営の意思決定と業務執行の分離を行っており、その結果、取締役会の迅速な意思決定が可能となっている。また、代表取締役が行う業務執行に対しても、取締役によって監視・監督義務が果たせる体制を構築している。

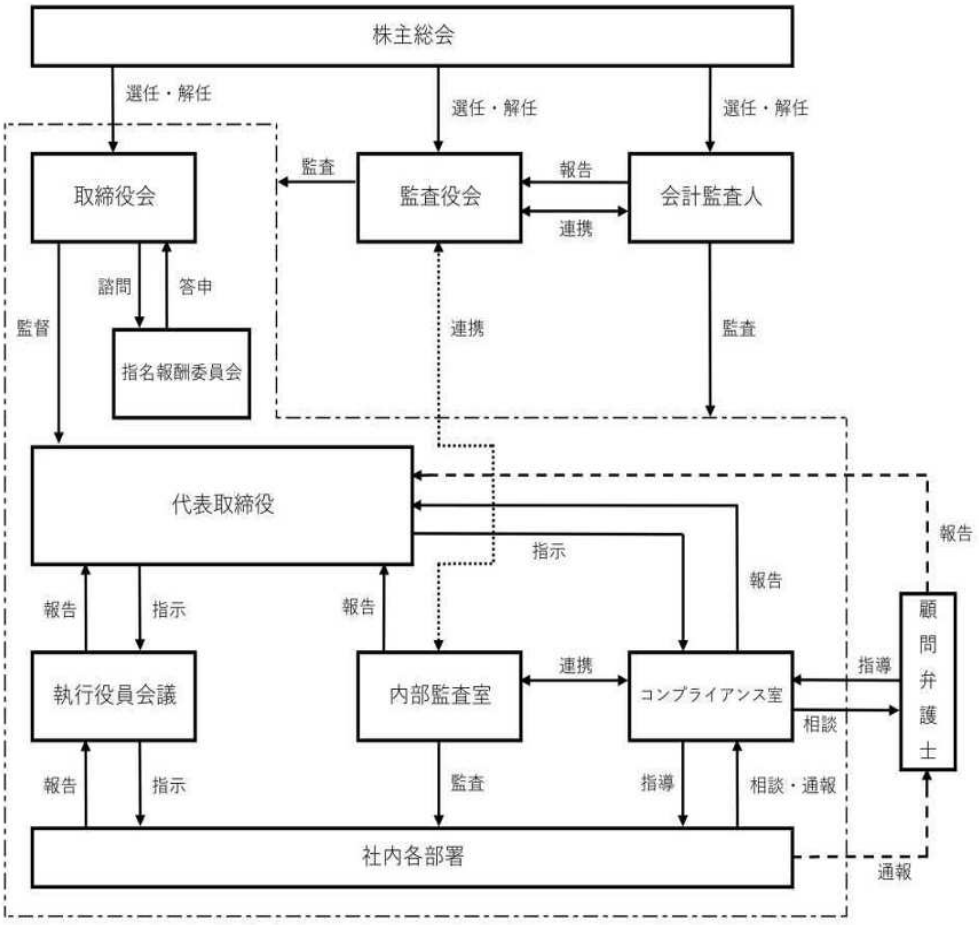
なお、2023 年 12 月 27 日開催の取締役会において、取締役会の任意の諮問機関として「指名報酬委員会」を設置することを決議。設置日は 24 年 1 月 31 日だった。委員会設置の目的は取締役の指名・報酬など等に関する手続の公正性、透明性および客観性を強化。コーポレート・ガバナンスの一層の充実を図ることを目的とするとしている。委員会の役割としては、取締役会の諮問に応じて、指名および報酬などに関する事項について審議し、取締役会に対して答申を行うとしている。委員会の構成は、取締役会の決議によって選定された 3 名以上の取締役で構成。その過半数は独立社外取締役から選定。委員長は指名報酬委員会の決議によって選定するとしている。

図表8-1. コーポレート・ガバナンス、取締役・監査役の状況

役職＼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	10名
	定款上の取締役の任期	2年
	取締役会の議長	社長
	取締役の人数	7名
	社外取締役の人数	2名
	社外取締役のうち独立役員の人数	2名
	女性取締役の人数	0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	基本報酬、賞与および譲渡制限付株式報酬（社外取締役除く）で構成
監査役	定款上の監査役の員数	4名
	監査役の人数	3名
	社外監査役の人数	2名
	社外監査役のうち独立役員の人数	2名
独立役員	独立役員の人数（社外取締役、社外監査役）	4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(2024年3月15日)で当研究所作成

図表8-2. コーポレート・ガバナンス体制



(出所)コーポレート・ガバナンス報告書(2024年3月15日)

（３） CSR への取り組み

高田機工は、橋梁をはじめ社会的に公共性の高い設備に携わってきた。このため、社会的公正や環境などへの配慮を組み込み、従業員、投資家、地域社会などの利害関係者に対して責任ある行動をとり、説明責任を果たしていくという CSR(Corporate Social Responsibility)についても、次のように取り組んできた。

（４） 地域社会への貢献

① 和歌山工場での取り組み→高田機工では社会のインフラ・生活基盤を担う企業として、地域社会活性化への取り組みに注力。同社の生産拠点である和歌山工場では地域の小中学生の社会見学や高校・高専・大学生を対象としたインターンシップの受け入れを実施。献血活動や、交通安全活動、清掃活動のほか、地元のお祭りへの協賛などの文化的活動も行い、地域振興に寄与している。

② 現場での取り組み→工事現場での施工に当たり、周辺住民の理解を深めるため、現場見学会の実施や、清掃活動、安全対策を実施。作業ヤード内整備、河川の汚濁防止フェンスの設置、工事車輌の一般道退出時の出入口タイヤ洗浄、現場見学会、周辺道路の除草作業、現場の状況を反映した HP の開設などを実施。

（５） 従業員に対する取り組み

① 現場での取り組み→従業員に対しては、現場での安全管理体制を充実させ、健康面でも支援体制を整備。具体的には、工場の消火訓練を毎年実施。ほかに、作業環境の測定(粉塵・有機溶剤・騒音)、南海・東南海地震を想定した津波への避難訓練などを実施。工場内避難所・備蓄倉庫設置や社外講師による交通安全指導、AED 設置、熱中症対策にも取り組んでいる。

② 教育体制→2032 年に会社設立 100 周年を迎える。第 6 次経営計画（22/3 期～24/3 期）をその助走期間と位置づけ、主要戦略の一つとして「魅力的な企業創り」を掲げ、投資家、取引先、従業員、潜在的求職者などのステークホルダーから支持される会社創りに注力した人的資本経営に取り組んでいる。「専門性の強化」、「多様性ある人材の確保」、「経営人材の育成」の 3 つが柱。「専門性の強化」については公的資格の取得を奨励。「多様性ある人材の確保」については多様な価値観を受け入れ、融合を図ることを重視。「経営人材の育成」については、高い専門性を有する人材・多様性ある人材を束ねるマネジメント人材を確保・育成していくことが重要と考えている。また、同社は多様性確保のためには、従来の固定観念に縛られない多様な価値観を有する人材を集めることが必要であると考えている。現在、女性管理職は 1 名しかいないが、女性社員の割合は約 6％で、今後、状況に応じて管理職への登用を図る。中途採用者については、実績や経験に応じ、新卒採用者と同じ基準で管理職への登用を実施。中途採用者の管理職は約 9％で、今後、現状より増加させていく予定。外国籍社員の採用実績は 1 名しかいないが、今後は必要に応じて採用および管理職への登用を実施する方針。同社の人材育成についての指標は以下の通りである。

図表8-3. 主な取得奨励資格の新規合格者率

資格名＼期	22/3期実績	23/3期実績	24/3期実績	25/3期目標
技術士	33%	33%	0%	50%
1級建築士	0%	0%	0%	20%
1級土木施工管理技士	40%	25%	30%	60%
1級建築施工管理技士	0%	0%	20%	50%

(出所)有価証券報告書、聞き取りで当研究所作成

図表8-4. 安全に関する指標

項目＼期	22/3期実績	23/3期実績	24/3期実績	25/3期目標
安全朝礼の参加率	96%	95%	94%	100%
休業災害件数	5件	3件	3件	0件

(出所)有価証券報告書、聞き取りで当研究所作成

図表8-5. 採用者に占める割合

対象＼期	22/3期実績	23/3期実績	24/3期実績	25/3期目標
キャリア人材	26%	39%	41%	50%
障碍者	17%	11%	5%	20%
女性	17%	22%	18%	30%

(出所)有価証券報告書、聞き取りで当研究所作成

図表8-6. 定着率

対象＼期	22/3期実績	23/3期実績	24/3期実績	25/3期目標
キャリア人材	100%	95%	99%	100%
障碍者	100%	90%	100%	100%
女性	93%	98%	98%	100%

(出所)有価証券報告書、聞き取りで当研究所作成

（6） BCP 対応：国土交通省における災害時建設事業継続力認定制度

① 背景→国土交通省の各地方整備局は災害時において、緊急輸送道路の早期確保や各種インフラの早期復旧に取り組む責任を担い、建設業に携わる事業会社の協力が不可欠。そのため、建設業に携わる事業会社における事業継続計画の策定の促進により、各地方整備局の災害対応業務の円滑な実施と地域防災力の向上を目指し、建設業に携わる事業会社が備えている基礎的事業継続力を各地方整備局が評価し、適合した事業会社に対しては認定証が発行され、その社名が公表される。

② 認定の状況→東京本社のある関東地方整備局および本社のある近畿地方整備局に認定申請を行い、それぞれから「災害時の事業継続力を備えている建設会社」として 24 年 3 月末と同年 9 月末までの認定証が交付されている。なお、18 年 9 月に発生した台風 21 号に伴い損傷した関空連絡橋の復旧作業における迅速な対応

および早期復旧への尽力に対して、西日本高速道路から感謝状を受領している。

（7） 健康経営

業歴 100 年の経営資源を未来につなぐ社会インフラカンパニーとして、「良質な社会資本を提供し、環境と人に優しい未来を支える」との経営理念のもと、全ての役員および従業員が健康で文化的な生活を送れる企業を目指して、健康経営を推進することを宣言。23 年 3 月には「健康経営優良法人」の認定を取得。ワークライフバランスやダイバーシティなど多様な働き方の実現に向けての取り組みを進めている。

（8） カーボンニュートラルへの取り組み

橋梁事業と鉄構事業を通じた良質な社会資本の提供により人に優しい未来を支えることで収益を確保し、その収益からさらなる投資を行い、事業の継続、企業価値の向上を図る。同社のサステナビリティは社会のサステナビリティと同期化を図ることが重要と考え、気候変動を含む環境関連のリスクと機会においては、ISO14001 環境マネジメントシステムにおける ISO 事務局にて、環境側面の抽出、環境影響評価を行う。同社の ISO14001 マネジメントシステムは、当社内の内部監査、外部審査機関における更新審査または定期審査を毎年受けており、適切に維持されている。

カーボンニュートラルの取り組みにも力を入れており、従来から和歌山工場において、電力監視システムの導入、省エネタイプの冷暖房設備の導入、照明の LED 化、高効率変圧器の導入、コンプレッサーの台数制御運転の導入など、省エネルギー対策を積極的に実施。

政府は 20 年 10 月、50 年までに温室効果ガス排出実質ゼロ、すなわち「2050 年カーボンニュートラル」を目指すことを宣言。さらに、21 年 4 月、地球温暖化対策本部および米国主催の気候サミットにおいて、30 年度に温室効果ガスを 13 年度から 46％削減することを目指し、さらに 50％の高みに向けて挑戦していくことを宣言した。実施計画として、30 年度における自社での化石燃料の燃焼（スコープ 1）と電力の使用（スコープ 2）によって排出される温室効果ガスを、13 年度比 46％削減に挑戦。50 年までのカーボンニュートラルを目指している。

高田機工では、電力使用量を削減するために和歌山工場に太陽光発電を導入。購入電力を再生可能エネルギー由来の電力に切り替えているほか、温室効果ガス削減・吸収に有効な最新技術情報を収集し、積極的に導入を推進。森林保全への貢献を目指す。

9. 大株主の状況

独立色強く、特定株主は存在せず

（1） 過去 5 期の大株主

直近 5 期の大株主は図表 9-1 の通り。

図表9-1. 過去5期間の大株主推移

順位	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期		
	大株主名	大株主名	大株主名	大株主名	大株主名	所有株式数(千株)	所有割合(%)
1	日本生命	日本生命	日本生命	日本マスタートラスト信託（信託口）	ＢＬＡＣＫ　ＣＬＯＶＥＲ　ＬＩＭＩＴＥＤ	117	5.774
2	神吉利郎	神吉利郎	神吉利郎	日本生命	日本生命	113	5.577
3	新日鐵住金	日本製鉄	日本製鉄	神吉利郎	神吉利郎	100	4.935
4	ＪＦＥスチール	ＪＦＥスチール	ＪＦＥスチール	日本製鉄	日本マスタートラスト信託（信託口）	97	4.787
5	奥村組	奥村組	奥村組	奥村組	奥村組	88	4.343
6	伊藤忠丸紅鉄鋼	伊藤忠丸紅鉄鋼	伊藤忠丸紅鉄鋼	ＢＬＡＣＫ　ＣＬＯＶＥＲ　ＬＩＭＩＴＥＤ	伊藤忠丸紅鉄鋼	81	3.998
7	紀陽銀行	日本マスタートラスト信託（信託口）	紀陽銀行	伊藤忠丸紅鉄鋼	紀陽銀行	58	2.862
8	三井住友銀行	紀陽銀行	日本マスタートラスト信託（信託口）	紀陽銀行	三井住友銀行	50	2.468
9	三井住友信託	三井住友銀行	三井住友銀行	三井住友銀行	三井住友信託	50	2.468
10	東海鋼材工業	三井住友信託	三井住友信託	三井住友信託	東海鋼材工業	48	2.369

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（2） 政策保有株式の関係からの大株主は存在

同社は独立系であり、特定の大株主は存在していない。ただし、政策保有株式の関係からの大株主は存在。政策保有株式については、管理本部において、当該企業およびその関連企業との取引の維持・強化が図られ、同社の中長期的な成長や収益の拡大に資するかどうか、資本コストの観点から妥当かどうか等を総合的に勘案し保有継続の可否を検討。政策保有株式の議決権行使については、その議案の内容が同社の保有目的に合致するかを精査し、同社の判断基準に基づき総合的に判断した上で適切に議決権を行使しており、取締役会に報告している。

表 9-1 の 23/3 期の大株主のうち、同社も奥村組の株式を 13 万 800 株。紀陽銀行の株式を 12 万 3000 株保有。三井住友銀行の株式は保有していないが、親会社の三井住友フィナンシャルグループの株式を 7 万 4000 株保有。同様に三井住友信託銀行の株式は保有していないが、親会社の三井住友トラスト・ホールディングスの株式 11 万 2150 株を保有している。

１０．財務関連データおよび指標

主要 KPI を四半期・通期で俯瞰

業績データおよび指標データを記載。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） 通期

図表10-1. 損益計算書を中心とした主要関連項目

	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
全社計									
受注	18,207	19,384	20,236	11,132	15,016	22,147	14,061	22,168	14,625
受注残	19,313	23,134	26,220	18,849	16,221	23,144	21,145	27,335	22,266
売上	12,479	15,563	17,150	18,502	17,645	15,223	15,669	15,978	19,695
橋梁事業計									
受注	14,329	12,806	18,215	9,825	13,913	15,747	11,079	17,889	15,619
受注残	16,739	17,004	22,153	16,785	15,295	17,382	16,212	20,791	15,789
売上	9,785	12,542	13,066	15,193	15,403	13,659	12,169	13,310	15,619
鉄構事業計									
受注	3,878	6,577	2,021	1,306	1,103	6,400	2,982	4,279	4,007
受注残	2,574	6,129	4,066	2,064	926	5,761	4,933	6,543	6,476
売上	2,694	3,021	4,084	3,308	2,241	1,564	3,500	2,668	4,075
売上原価内訳									
合計	11,468	13,930	15,056	16,350	15,333	13,095	13,644	14,219	16,802
材料費	2,709	3,230	4,222	3,252	3,422	3,177	4,377	4,096	5,021
労務費	1,035	1,257	1,200	1,061	1,124	1,167	1,334	1,173	1,214
外注費	4,956	6,278	6,471	8,750	7,464	5,556	4,553	5,643	6,874
経費	2,770	3,187	3,247	3,120	3,394	2,923	3,617	3,156	3,766
売上総利益	1,011	1,632	2,093	2,152	2,311	2,127	2,025	1,759	2,893
(売上総利益率)	8.1%	10.5%	12.2%	11.6%	13.1%	14.0%	12.9%	11.0%	14.7%
販管費	1,096	1,156	1,226	1,210	1,286	1,268	1,261	1,384	1,544
(売上比)	8.8%	7.4%	7.1%	6.5%	7.3%	8.3%	8.0%	8.7%	7.8%
営業利益	-85	476	867	942	1,025	858	763	374	1,348
(売上比)	-0.7%	3.1%	5.1%	5.1%	5.8%	5.6%	4.9%	2.3%	6.8%
金融収支	77	87	96	95	93	79	93	105	104
経常利益	25	589	976	1,052	1,126	956	937	491	1,438
(売上比)	0.2%	3.8%	5.7%	5.7%	6.4%	6.3%	6.0%	3.1%	7.3%
税前利益	106	576	932	1,060	1,067	645	803	427	1,296
(売上比)	0.8%	3.7%	5.4%	5.7%	6.0%	4.2%	5.1%	2.7%	6.6%
(税率)	41.5%	15.1%	-3.4%	17.5%	27.7%	24.2%	7.0%	20.4%	30.7%
純利益	62	489	964	874	771	489	747	340	898
(売上比)	0.5%	3.1%	5.6%	4.7%	4.4%	3.2%	4.8%	2.1%	4.6%
EPS（円）	2.85	22.206	437.59	397.1	350.36	222.33	343.86	163.88	442.75
DPS（円）	4	5	43	90	90	90	100	100	150
配当性向(%)	140.4%	22.5%	9.8%	22.7%	25.7%	40.5%	29.1%	61.0%	33.9%
BPS（円）	718.29	7,406.55	7,975.22	8,183.94	8,137.78	8,549.71	9,017.40	9,417.77	10,302.56

(出所)QUICK Workstationや決算資料で当研究所作成

図表10-2. 貸借対照表およびキャッシュフロー計算書の主要関連項目

	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
貸借対照表の主要項目(百万円)									
現預金	1,712	3,028	2,739	3,558	4,528	3,706	3,667	2,886	2,141
受取手形・完成工事未収入金	8,399	10,843	12,767	9,675	8,297	11,281	9,010	11,886	14,048
棚卸資産	465	396	230	737	387	522	93	83	117
固定資産	12,499	11,739	12,194	11,702	10,562	10,940	11,585	12,392	13,468
総資産	23,109	26,112	27,969	25,928	24,828	26,647	24,546	27,278	30,000
支払手形・工事未払金	2,753	3,306	4,369	3,300	3,184	3,188	1,649	1,974	2,306
短期借入金	2,700	4,800	3,400	2,400	1,800	2,200	2,000	4,900	4,600
長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自己資本	15,831	16,321	17,571	18,030	17,926	18,832	19,036	19,082	20,908
キャッシュフロー計算書の主要項目(百万円)									
営業活動CF	588	-1,182	1,479	2,204	2,843	-1,830	1,430	-2,130	-66
売上債権	10	-2,444	-1,923	3,092	1,378	-2,984	3,244	-2,875	-2,162
未成工事支出金	-315	71	170	-510	351	-153	12	13	-34
仕入債務	159	531	1,018	-1,035	-99	24	-1,533	324	332
投資活動CF	-184	487	-234	-208	-75	-192	-825	-1,120	-174
FCF	404	-695	1,245	1,996	2,768	-2,022	605	-3,250	-240
財務活動CF	-288	2,010	-1,533	-1,176	-798	200	-644	2,468	-503
配当	-88	-88	-132	-175	-197	-198	-198	-232	-202
自己株式の取得	0	0	-1	0	0	0	-246	-199	0
期末残高	1,712	3,028	2,739	3,558	5,528	3,706	3,667	2,886	2,141

(出所)QUICK Workstationや決算資料で当研究所作成

図表10-3. 収益性・安全性・成長性に関する主要関連項目

	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
＜ROEのデュポン分解＞									
売上高親会社株主利益率	0.5%	3.1%	5.6%	4.7%	4.4%	3.2%	4.8%	2.1%	4.6%
総資産回転率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
総資本/自己資本	1.5	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
＜資産収益性＞									
ROE	0.4%	3.0%	5.7%	4.9%	4.3%	2.7%	3.9%	1.8%	4.5%
税前ROIC（運用ベース）	-0.6%	3.2%	5.5%	6.7%	8.4%	5.7%	5.2%	2.1%	6.9%
税前ROIC（調達ベース）	-0.5%	2.3%	4.1%	4.6%	5.2%	4.1%	3.6%	1.6%	5.3%
税前ROIC（ネット調達ベース）	-0.5%	2.6%	4.8%	5.6%	6.7%	5.0%	4.4%	1.8%	5.8%
＜資産効率性（資産は期中平均、回転期間を月表示）＞									
総資産	22.1	19.0	18.9	17.5	17.3	20.3	19.6	19.5	17.4
投下資本（運用ベース）	12.7	10.9	10.7	9.6	8.9	10.8	11.4	12.2	11.4
投下資本（調達ベース）	18.1	15.3	14.7	13.4	13.7	16.1	16.1	16.9	15.1
ネット投下資本（調達ベース）	16.5	13.5	12.7	11.4	10.9	12.8	13.3	14.4	13.5
手元流動性	1.7	1.8	2.0	2.0	3.1	3.7	2.9	2.5	1.5
売上債権	8.1	7.4	8.3	7.3	6.1	7.7	7.8	7.8	7.9
棚卸資産	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.2	0.1	0.1
棚卸資産（売上原価ベース）	0.3	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.1	0.1
買入債務	2.6	2.3	2.7	2.5	2.2	2.5	1.9	1.4	1.3
運転資本	5.8	5.4	5.8	5.1	4.3	5.6	6.2	6.6	6.7
有形・無形固定資産	6.9	5.5	5.0	4.5	4.6	5.2	5.3	5.6	4.7
＜財務安全性＞									
有利子負債	2,700	4,800	3,400	2,400	1,800	2,200	2,000	4,900	4,600
ネット有利子負債	988	1,772	661	-1,158	-2,728	-1,506	-1,667	2,014	2,459
ネットD/Eレシオ	6%	11%	4%	-6%	-15%	-8%	-9%	11%	12%
自己資本比率	69%	63%	63%	70%	72%	71%	78%	70%	70%
＜成長性＞									
売上高	7%	25%	10%	8%	-5%	-14%	3%	2%	23%
営業利益	-184%	-660%	82%	9%	9%	-16%	-11%	-51%	260%
投下資本（運用ベース）	1%	13%	4%	-11%	-13%	24%	-4%	21%	10%
運転資本	3%	30%	9%	-18%	-23%	57%	-13%	34%	19%
固定資産	-0%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	10%	8%	-1%

(注1)投下資本(運用ベース)＝売上債権＋棚卸資産－買入債務＋有形・無形固定資産

(注2)投下資本(調達ベース)＝自己資本＋有利子負債

(注3)ネット投下資本(調達ベース)＝自己資本＋有利子負債－金融資産

(出所)QUICK Workstationや決算資料で当研究所作成

（2） 四半期

図表10-4. 損益計算書を中心とした主要関連項目(四半期ベース)

	23/3期				24/3期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
全社計								
受注	2,091	6,469	7,876	5,732	3,345	1,400	4,188	5,692
受注残	19,523	22,381	26,176	27,335	26,228	22,813	21,864	22,266
売上	3,713	3,611	4,081	4,573	4,452	4,816	5,137	5,290
橋梁事業計								
受注	1,747	5,371	6,737	4,034	3,240	1,094	3,150	3,133
受注残	14,680	17,131	20,624	20,791	20,534	17,601	16,906	15,789
売上	3,098	3,102	3,243	3,867	3,497	4,027	3,845	4,250
鉄構事業計								
受注	344	1,097	1,140	1,698	105	306	1,038	2,558
受注残	4,662	5,250	5,552	6,543	5,694	5,211	4,957	6,476
売上	615	509	838	706	954	789	1,293	1,039
売上原価	3,596	2,899	3,650	4,074	3,713	4,021	4,696	4,372
(売上比)	96.8%	80.3%	89.4%	89.1%	83.4%	83.5%	91.4%	82.6%
売上総利益	117	712	431	499	739	794	441	919
(売上総利益率)	3.2%	19.7%	10.6%	10.9%	16.6%	16.5%	8.6%	17.4%
販管費	332	333	333	386	387	367	372	418
(売上比)	8.9%	9.2%	8.2%	8.4%	8.7%	7.6%	7.2%	7.9%
営業利益	-215	378	98	113	351	428	68	501
(売上比)	-5.8%	10.5%	2.4%	2.5%	7.9%	8.9%	1.3%	9.5%
経常利益	-141	378	144	110	423	440	110	465
(売上比)	-3.8%	10.5%	3.5%	2.4%	9.5%	9.1%	2.1%	8.8%
純利益	-209	393	88	68	302	307	74	215
(売上比)	-5.6%	10.9%	2.2%	1.5%	6.8%	6.4%	1.4%	4.1%
投下資本(運用ベース)	12,017	13,659	15,486	17,781	15,612	18,027	17,134	19,551
投下資本(調達ベース)	19,921	20,355	21,899	23,982	23,288	23,239	23,935	25,508
ネット投下資本(調達ベース)	14,477	16,923	19,341	21,096	18,860	21,383	21,029	23,367

(注1)投下資本(運用ベース)＝売上債権＋棚卸資産－買入債務＋有形･無形固定資産

(注2)投下資本(調達ベース)＝自己資本＋有利子負債

(注3)ネット投下資本(調達ベース)＝自己資本＋有利子負債－金融資産

(出所)QUICK Workstationや決算資料で当研究所作成

Appendix1～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）＝配当インカム・リターン+キャピタル・リターン（株価変動リターン）

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

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

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

ファイナンス理論に基づくと、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）＝配当インカム・リターン+（BPS 成長率+PBR 変動率）

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

①配当による影響

(a)配当利回り

・配当支払いによって配当インカム・リターンは上昇する。

・配当インカム・リターンは、配当利回り（配当÷株価）である。

(b)BPS

・配当により BPS は減少する。減少率は、配当÷BPS（＝DOE、株主資本配当率）である。

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

(c)PBR

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

・また、分子である株価は市場で変動し、それによっても PBR が変化する。この PBR の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。

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

・ファイナンス理論に基づく PBR の変化（理論値）とは、株価は配当分だけ下落すると想定し（配当落ち）、その場合の PBR の変化である。計算は、以下の通り。

・PBR への影響は、分子である株価の配当による減少率（配当利回り）と分母である BPS の配当による減少率（＝DOE）の差によって決まる。

配当による PBR への影響＝（（1－配当利回り）÷（1－DOE））－1

≒－配当利回り+DOE

・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。

自己株取得による BPS への影響＝（（1－a×PBR）÷（1－a））－1

＝（a÷（1－a））×（1－PBR）

・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÷（1－a）≒a

自己株取得による BPS への影響≒a×（1－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。

自己株取得による PBR への影響＝（1÷（1+自己株取得による BPS への影響））－1

≒－自己株取得による BPS への影響

≒a×（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

（BPS の成長率への影響：≒a×（1-PBR））

（PBR への影響（理論値）:≒a×（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）株主総利回り（TSR）＝配当インカム・リターン+（EPS 成長率+PER 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)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。

配当による PER への影響 = －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。

EPS への影響＝1÷（1-a）-1

＝a÷（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。

自己株取得による PER への影響＝（1÷（1－自己株取得による EPS への影響率））－1

EPS への影響＝1÷（1－a）－1、を代入すると

＝1÷（1÷（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		974	1,000	1,056
	変化率	Vg-1	%	-2.6%	0.0%	5.6%
	EPS	u=bj'q		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て、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らない。「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使途について投資家へ説明することで、情報の非対称性を縮小し、エージェンシーコストを下げ、株主価値を高めることができる。

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

Appendix2～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。

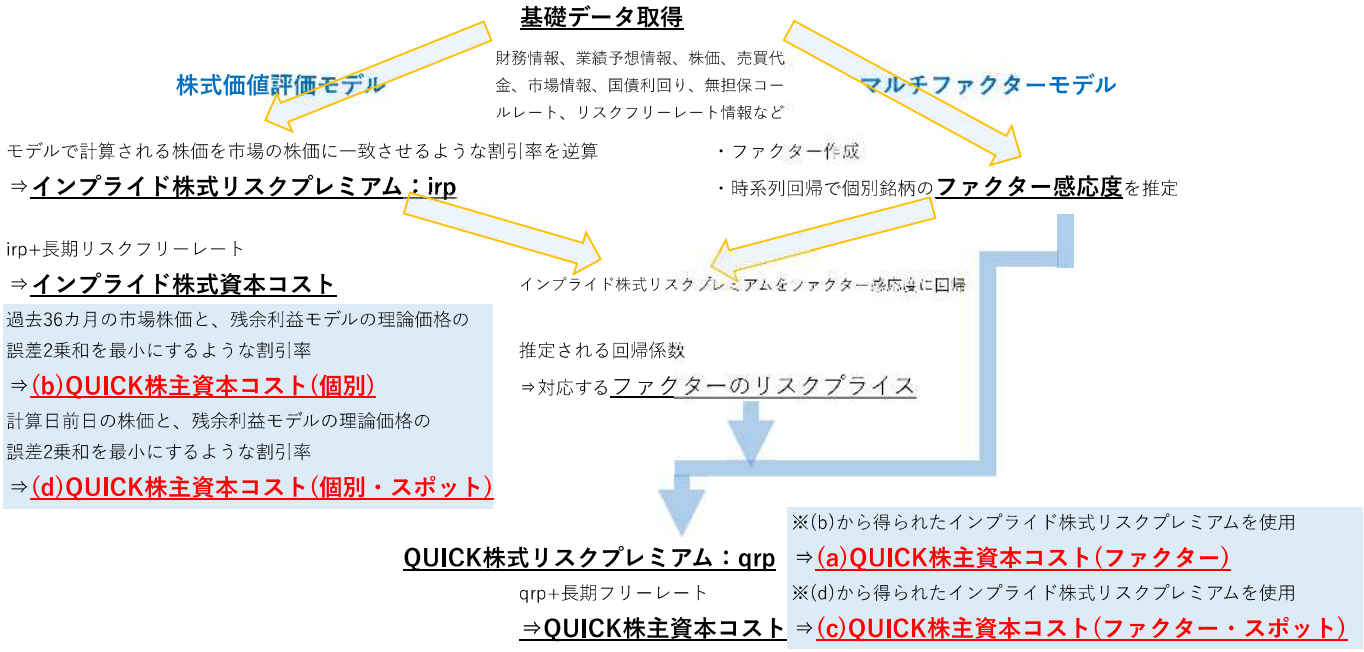
(b)QUICK 株主資本コスト（個別）→株式評価モデル（残余利益モデル）によって算出した株価について、市場の株価をよりよく説明する割引率を逆算した、インプライド株主資本コストの推定値。過去 36 カ月の市場株価と、各月末時点で入手可能であった業績予想値を用いて算出する残余利益モデルの理論価格を一致させる（誤差 2 乗和を最小にする）割引率。

(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

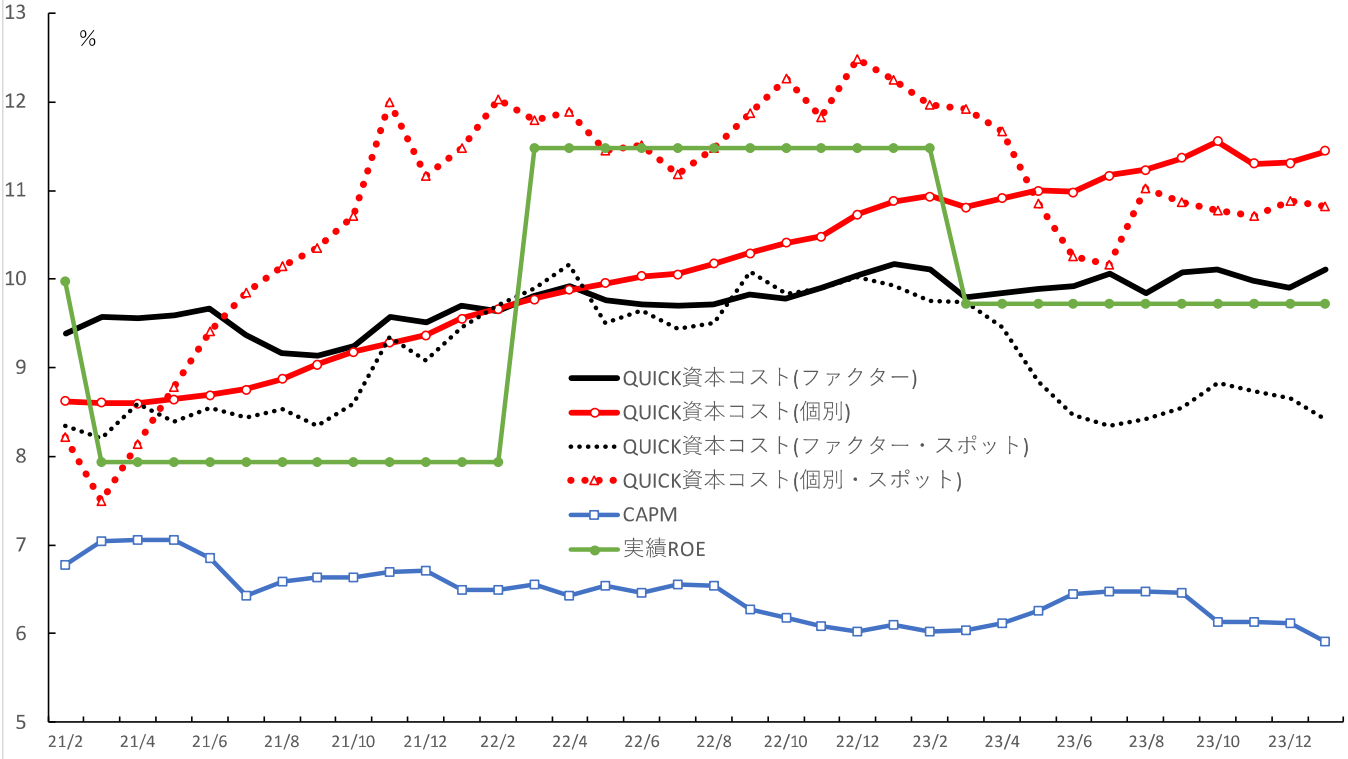


(出所)QUICK資料で当研究所作成

（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が分かるようになっている。

図表A2-2. X社の株主資本コスト、実績ROEの推移



(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

期間 / 要因	中長期 過去36カ月の市場価値	直近 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

期間 / 要因	中長期 過去36カ月の市場価値	直近 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%

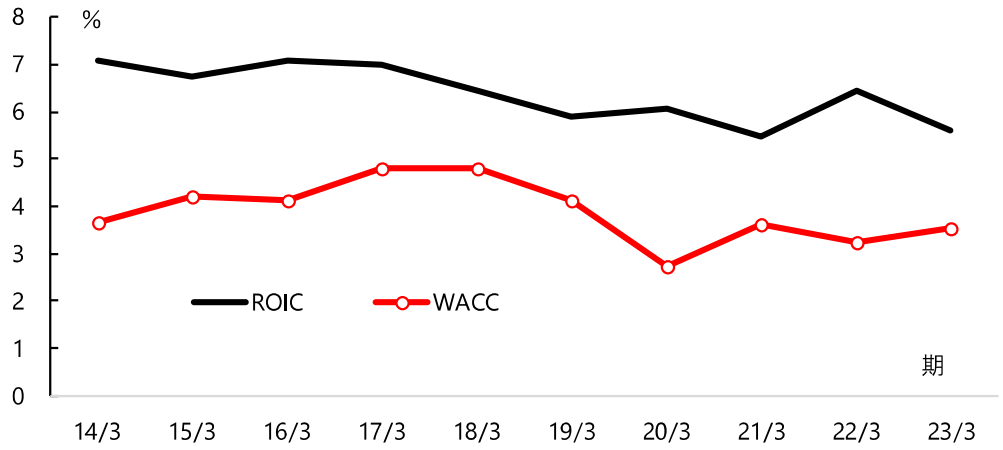
(出所)QUICK資料で当研究所作成

（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－実効税率)×(営業利益)÷(株主資本+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。

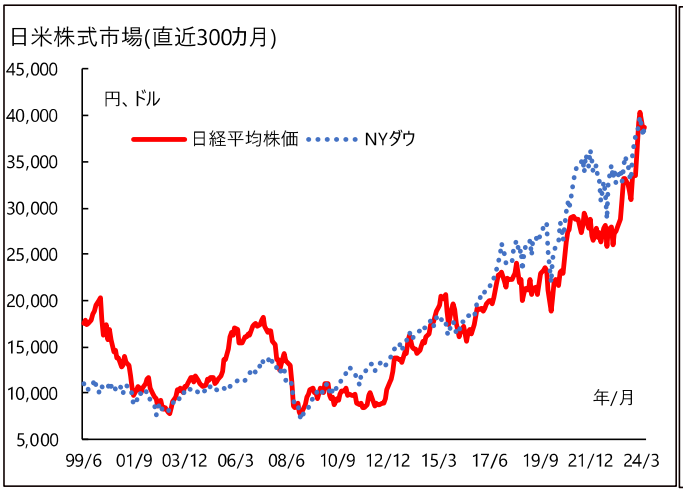
図表A2-5. X社のROIC、WACCの推移

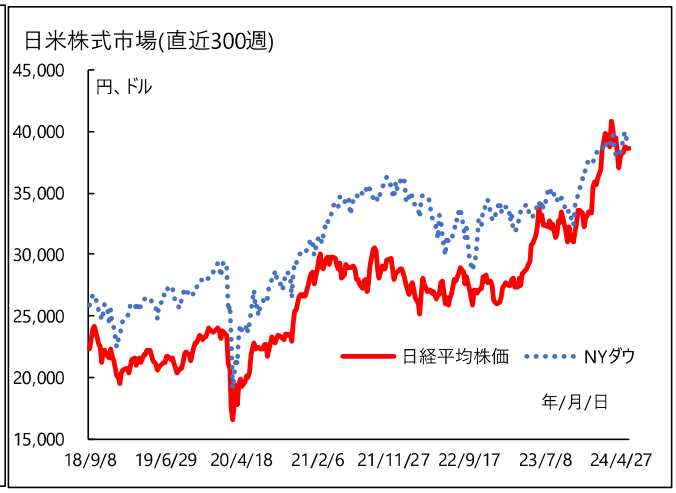


(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

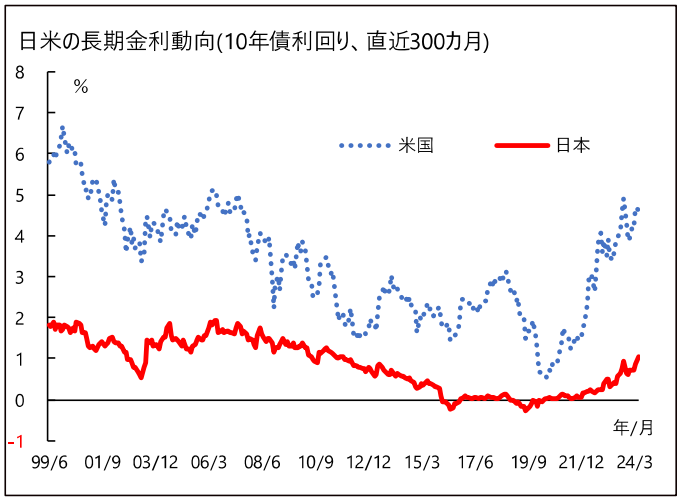
Appendix3～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

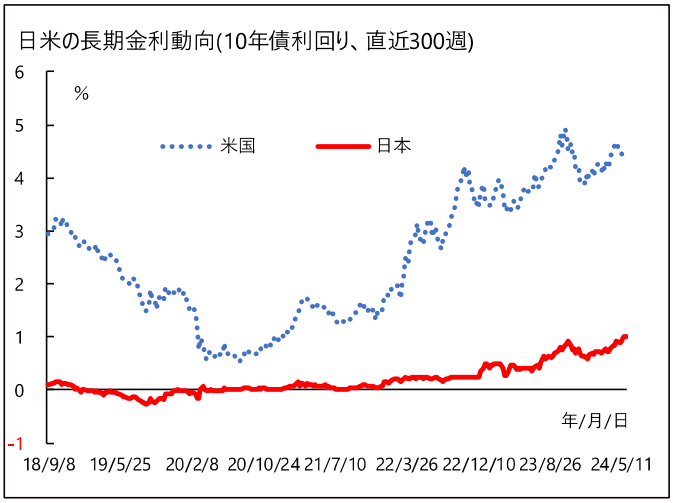
○日米の株式市場の推移



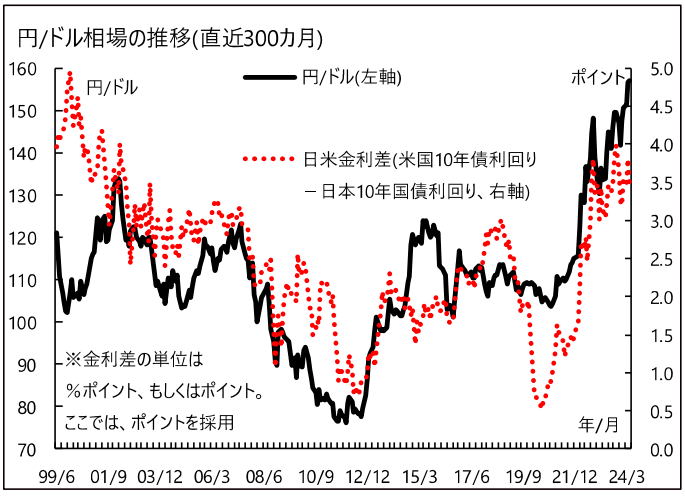


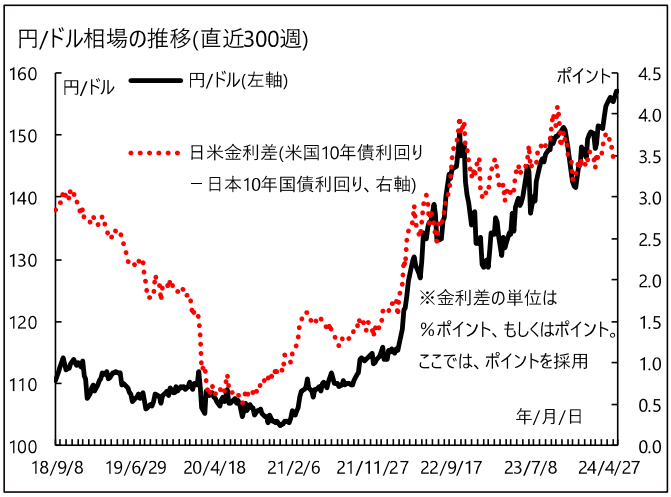
○日米の長期金利の動向





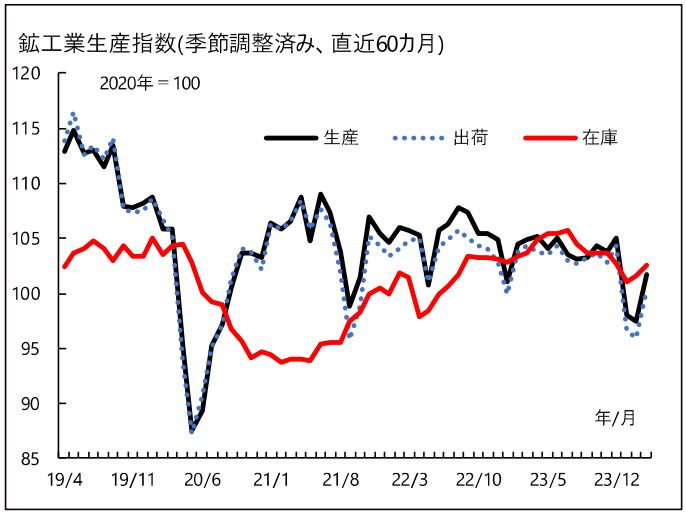
○円/ドル相場と日米金利差

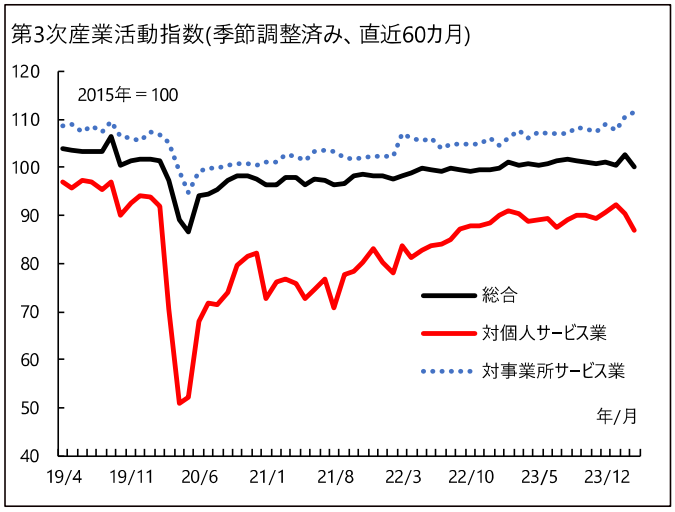




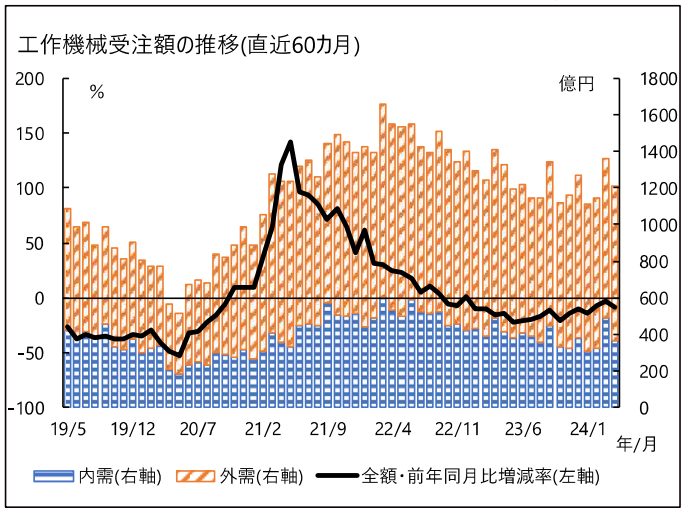
※上記の図表に関し、直近300カ月の計測期間は99年6月～24年5月、直近300週の計測期間は18年9月8日～24年5月29日
出所はQUICK Workstationで当研究所作成

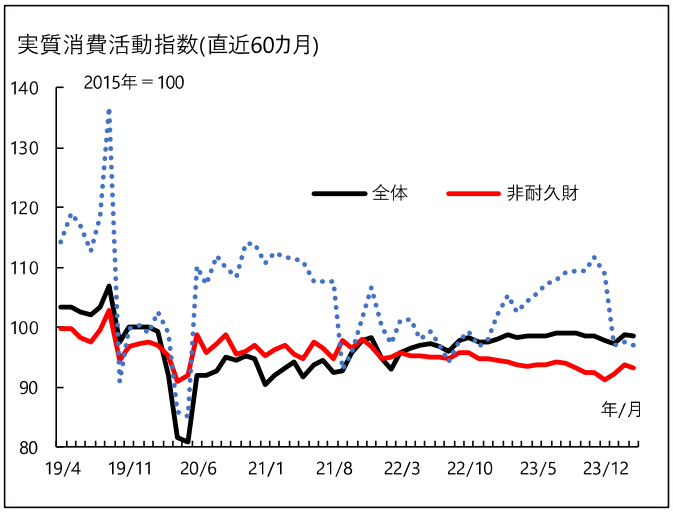
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



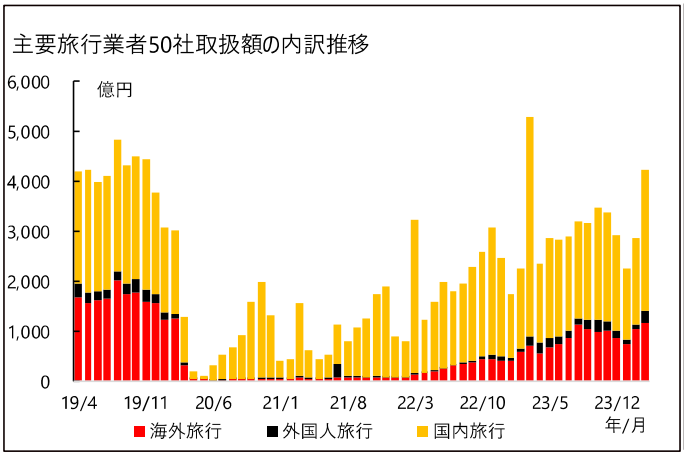


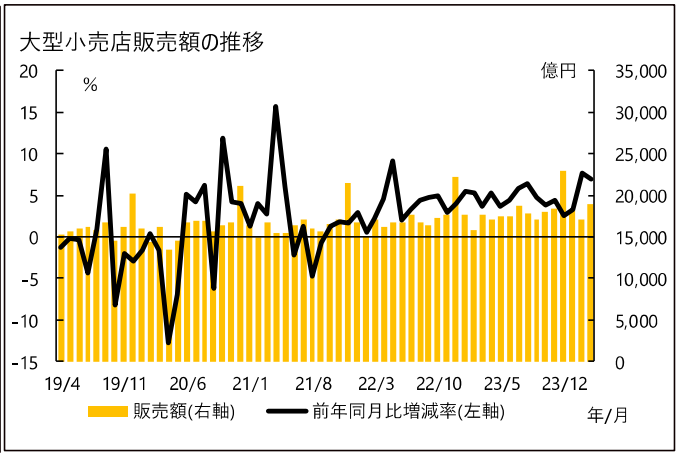
○設備投資の先行指標である工作機械受注と、消費活動の推移





○主要旅行業者50社の取扱額、大型小売店販売額

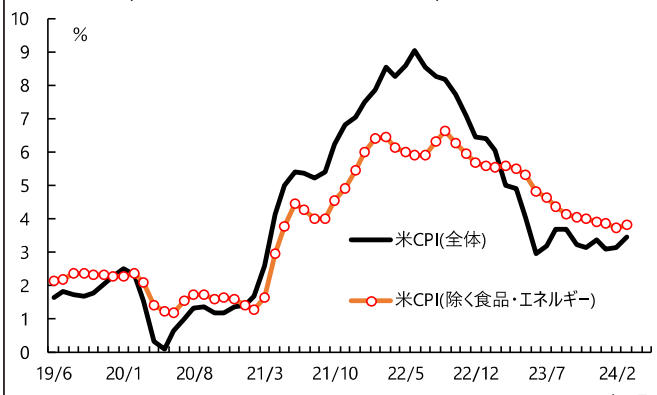




※上記の図表に関し、出所はQUICK Workstationで当研究所作成

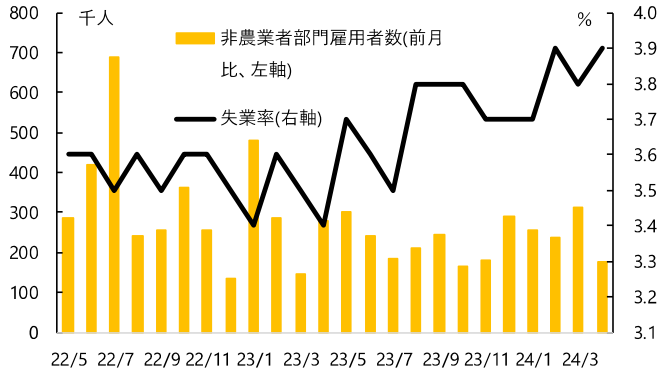
○米国の消費と労働環境

米CPIの推移(前年同月比増減率、直近60カ月)



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

米労働環境の動向(直近24カ月)

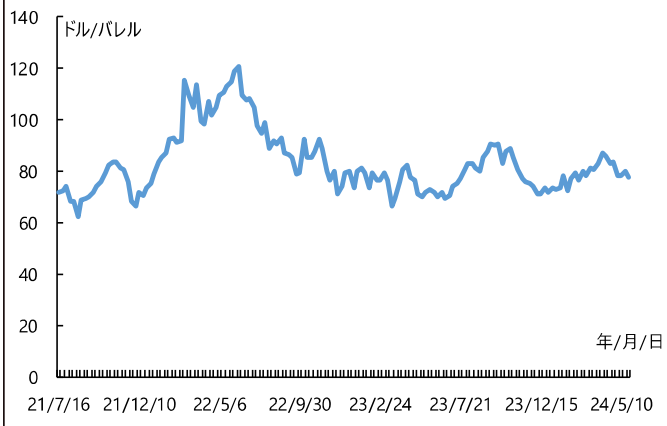


(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

○主な商品の価格動向

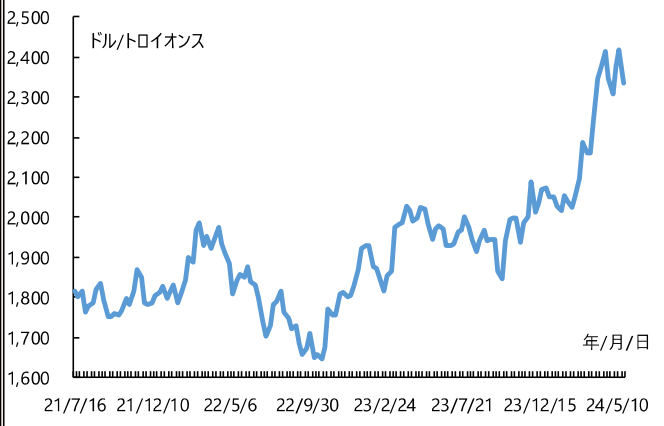
エネルギーの代表商品である原油、金融商品と産業材としての性格も併せ持つ金

WTI原油価格の推移(NYMEX、直近150週)



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

金価格の推移(COMEX、直近150週)



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

幅広い産業・製品に使用される銅、ステンレス鋼鋳造や、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)



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

ニッケル価格の推移(LME、直近150週)



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

※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23日から24年5月29日まで

○株式市場での位置

東証市場別PBR分布状況

	プライム		スタンダード		グロース	
市場別企業数	1,659		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	113	6.8	337	20.8	7	1.3
05倍以上1倍未満	610	36.8	621	38.3	32	5.8
1倍以上2倍未満	525	31.6	404	24.9	161	29.1
2倍以上	411	24.8	258	15.9	353	63.8

ご参考：レポート対象企業

高田機(5923) スタンダード 0.35倍

(注)データは24年5月29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24/5/29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)	535,450	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	三菱ＵＦＪ	(8306)	201,968	2	3	2	4	6	18	9	5	5
3	キーエンス	(6861)	170,270	21	13	5	5	5	3	3	4	4
4	東エレク	(8035)	166,864	98	62	39	61	35	20	6	21	7
5	ソニーＧ	(6758)	156,015	25	16	11	6	4	4	2	3	2
6	日立	(6501)	147,002	29	34	26	38	26	30	21	19	14
7	三菱商	(8058)	140,290	30	20	19	15	22	33	25	18	11
8	ＮＴＴ	(9432)	137,636	3	2	3	2	2	5	5	2	3
9	三井住友ＦＧ	(8316)	132,267	10	9	9	14	15	27	26	10	16
10	ＳＢＧ	(9984)	131,770	8	4	4	3	3	2	7	6	15
11	ファストリ	(9983)	128,625	17	14	21	9	10	6	17	8	8
12	リクルート	(6098)	128,094	61	41	22	17	9	12	4	13	10
13	三井物	(8031)	122,079	41	37	40	36	40	40	33	20	20
14	信越化	(4063)	117,880	34	23	20	29	18	11	8	15	6
15	伊藤忠	(8001)	115,507	47	43	37	35	32	26	24	16	17
16	任天堂	(7974)	107,389	49	30	12	20	12	8	15	11	12
17	第一三共	(4568)	106,152	72	70	67	46	17	10	23	9	22
18	東京海上	(8766)	106,041	26	26	34	25	29	34	34	23	24
19	ＫＤＤＩ	(9433)	93,723	5	5	7	7	7	13	11	7	9
20	ホンダ	(7267)	91,872	9	10	8	12	14	23	22	25	21
21	ＳＢ	(9434)	89,751	－	－	－	8	8	19	16	12	19
22	ＪＴ	(2914)	88,220	4	6	6	13	19	29	31	26	23
23	デンソー	(6902)	80,260	13	18	16	24	36	25	13	27	26
24	みずほＦＧ	(8411)	79,529	11	11	17	18	30	38	40	29	29
25	ＯＬＣ	(4661)	79,430	37	48	36	21	16	17	14	14	13
26	中外薬	(4519)	78,647	50	61	41	30	13	7	19	24	18
27	ディスコ	(6146)	67,980	272	225	160	248	146	111	118	109	42
28	ダイキン	(6367)	67,255	40	33	33	31	25	14	12	22	25
29	ＨＯＹＡ	(7741)	65,401	60	59	66	43	34	22	18	30	28
30	武田	(4502)	65,085	16	24	18	37	11	21	29	17	27

ご参考：レポート対象企業

2,697	高田機	(5923)	80	2,476	2,528	2,545	2,545	2,723	2,795	2,741	2,874	2,735

(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 および野村インベスター・リレーションズ株式会社の 3 社間の契約に基づき、株式会社 QUICK が作成したものです。
・本資料の執筆者は、対象会社の公表済み事実・情報、並びに一般に入手可能な情報の範囲で、正確性・客観性を重視して分析を行い、本資料が読者にとって有益なものとなることを目的として、本資料を作成しております。ただし、株式会社 QUICK は本資料の作成に当たり対象会社からスポンサー料を受領しているため、本資料の執筆者は対象会社から独立した立場にありません。
・なお、株式会社 QUICK は本資料の正確性・客観性を確保する態勢を整備しており、対象会社は事実誤認による記載についてのみ本資料の訂正を要求できるよう定めております。

有価証券の保有に関する開示

株式会社 QUICK または本資料の執筆者は、対象会社の発行する有価証券を保有していません。

免責事項

・本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としており、投資勧誘を目的とするものではありません。株式・債券等の有価証券の投資には、損失が生じるおそれがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。
・本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて株式会社 QUICK の一部門である QUICK 企業価値研究所が作成したものです。同研究所は、同研究所が基にした情報およびそれに基づく同研究所の要約または見解の正確性、完全性、適時性などを保証するものではありません。本資料に記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更される可能性があります。
・本資料を参考に投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、株式会社 QUICK は、理由の如何を問わず、一切責任を負いません。

著作権等

本資料に関する著作権を含む一切の権利は、株式会社 QUICK または情報源に帰属しており、理由の如何を問わず無断での複製、転載、転送、改ざんおよび第三者への再配布等を一切禁止します。

野村インベスター・リレーションズ株式会社からのお知らせ

・本資料は、株式会社 QUICK、野村證券株式会社、野村インベスター・リレーションズ株式会社が共同で企画し、株式会社 QUICK が作成、野村インベスター・リレーションズ株式会社が配信をしています。よって、本資料は、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。使用するデータおよび表現等の欠落・誤謬等につきましては、当社はその責を負いかねますのでご了承ください。
・本資料は、株式等についての参考情報の提供を唯一の目的としております。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行なってください。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します。