

# ホリスティック企業レポート アイ・アールジャパンホールディングス 6035 東証 JASDAQ

フル・レポート  
2017年3月31日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20170328

## 投資家や株主とのリレーション構築に特化したコンサルティング企業 コーポレートガバナンス・コード義務化を追い風に今後の伸びに期待

### 1. 会社の概要

- アイ・アールジャパンホールディングス(以下、同社)は、IR (Investor Relations)、SR(Shareholder Relations)関連サービスを中心として提供する日本最大のIR 専門コンサルティングファームであるアイ・アールジャパンを傘下に有する持株会社である。

アナリスト: 難波 剛  
+81 (0) 3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

### 2. 財務面の分析

- 11/3 期以降、同社の主力サービスである IR・SR コンサルティングの売上高は 16/3 期までの 5 年間に於いて平均成長率は 8.4%と堅実に売上高を伸ばしてきた。
- 独自領域でのコンサルティングサービスを提供している同社の営業利益率は 20%を超え非常に高い水準にある。また、多額の設備投資を必要としないため、総資産利益率も非常に高いことが特徴である。

#### 【主要指標】

	2017/3/17		
株価(円)	1,302		
発行済株式数(株)	9,277,555		
時価総額(百万円)	12,079		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	27.1	17.7	15.5
PBR(倍)	3.9	8.6	7.6
配当利回り(%)	2.2	3.1	3.2

### 3. 非財務面の分析

- 同社の知的資本の源泉は、実質株主判明調査により培った機関投資家ネットワーク、独自の調査網、及び蓄積されたデータベースにある。

#### 【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	-0.4	15.6	84.4
対TOPIX (%)	0.0	14.7	62.4

### 4. 経営戦略の分析

- 同社は、実質株主判明調査の分野においてノウハウを蓄積し、先駆者としての地位を確立し高いシェアを確保した。証券代行業務、投資銀行業務等へ新規領域のサービスを、既存のサービスと絡め、幅広いソリューションとして提供し、独自の存在感を出している点は評価できる。

#### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

- 同社は、上場企業へのコーポレートガバナンス・コードの適用開始を追い風に関連コンサルティング業務を拡大させてきた。税制改正等も含め、制度改正による業績拡大は今後も当面続くと思われる。更に投資銀行業務等収益性の高い事業の寄与もあり、安定した成長が見込まれる。

#### 【6035 アイ・アールジャパンホールディングス 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2015/3	3,209	—	549	—	551	-	365	-	39.4	307.6	12.0
2016/3	3,469	8.1	780	42.0	779	41.4	445	21.8	48.0	333.6	28.0
2017/3 CE	3,800	9.5	1,000	28.1	1,000	28.2	650	46.0	72.7	—	40.0
2017/3 E	3,822	10.2	1,013	29.8	1,013	28.5	658	47.9	73.5	151.8	40.0
2018/3 E	4,314	12.9	1,165	15.0	1,156	14.2	752	14.3	84.0	171.9	42.0
2019/3 E	4,691	8.7	1,286	10.3	1,277	10.4	830	10.3	92.7	194.8	47.0

(注) E: 証券リサーチセンター予想、CE: 会社予想

#### フル・レポート

2/31

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

(注1) IR  
インベスター・リレーションズ (Investor Relations) の略で、投資家向け広報とも言われ、企業が投資家に向けて経営状況や財務状況、業績動向に関する情報を発信する活動のこと。

(注2) SR  
シェアホルダー・リレーションズ (Shareholder Relations) の略で、株式の発行企業による株主対応、株主との対話などのこと。IR が一般的な株式市場参加者全てを対象としているのに対し、SR は、実質株主を対象としている。

#### ◆ IR・SR サービスに特化したコンサルティングファーム

アイ・アールジャパンホールディングス (以下、同社) は、傘下に IR (Investor Relations) <sup>※1</sup>、SR (Shareholder Relations) <sup>※2</sup> 関連サービスを中心として提供する日本最大の IR 専門コンサルティングファームであるアイ・アールジャパンを有する持株会社である。

同社は IR・SR に関連するサービス提供に特化しており、単一セグメントであるが、提供するサービスは、IR・SR コンサルティング、ディスクロージャーコンサルティング、データベース・その他の3つに分けられる (図表1)。

IR・SR コンサルティングの売上高が 16/3 期の売上高の 76.8% を占め、同社の中核的事業となっている。同事業では、実質株主判明調査を中心に、各種の IR・SR 関連コンサルティングサービス、投資銀行業務、証券代行業務等を提供している。ディスクロージャーコンサルティングは 16/3 期の売上高の 16.5% を占め、アニュアルレポート、各種報告書、IR 活動サポートツール、リーガルドキュメンテーションの作成等を行っている。データベース・その他は 16/3 期の売上高の 6.7% を占め、Web 上で提供する「IR-Pro」「アナリストネットワーク」等のデータベースサービスが主な事業である。

【図表1】提供サービス一覧

サービス名称	売上高 (百万円)	前期比 (%)	内容
IR・SRコンサルティング	2,665	11.4%増	実質株主判明調査、議決権事前賛否シミュレーション、プロキシ・アドバイザー (株主総会における総合的な戦略立案)、投資銀行業務、証券代行業務等のサービスを提供
ディスクロージャー コンサルティング	571	1.3%減	ツールコンサルティング (アニュアルレポート・統合報告書・株主通信等、IR活動において必要とする各種情報開示資料の企画・作成支援) 及びリーガルドキュメンテーションサービス (企業再編やM&A時における各種英文開示書類の作成や和文資料の英訳等) を提供
データベース・その他	232	2.6%減	大量保有報告書や国内・海外公募投信における株式の組み入れ状況等を提供するIR活動総合サポートシステム「IR-Pro」、IR説明会への参加受付や参加者の管理等を上場企業が一括実施することが可能な「アナリストネットワーク」等をWEB上で提供するサービスを提供
合計	3,469	8.1%増	

(注) 売上高は、16/3 期実績

(出所) アイ・アールジャパンホールディングス有価証券報告書、説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 連結子会社が事業上の中心会社

同社は持株会社であり、関係会社には子会社のアイ・アールジャパンがある (図表2)。同子会社の 16/3 期売上高は 3,471 百万円、営業利益は 740 百万円と、若干の差異はあるものの、連結業績とほぼ一致しており、同子会社事業がグループ全体を占めている。同社グループは、持株会社を設立したことで、第一種金融商品取引業者であるアイ・アールジャパンを他のリスクと適切に遮断しつつ、機動的に M&A 等でグループ再編が可能となった。

【 図表 2 】 関係会社の一覧

会社名	議決権の所有割合 (%)	事業内容
(連結子会社) アイ・アールジャパン	100%	IR・SRコンサルティングサービス

(出所) アイ・アールジャパンホールディングス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ IR・SR コンサルティング

IR・SR コンサルティングサービスの内容は、多岐にわたるが、大きく①IR コンサルティング、②SR コンサルティング、③コーポレートガバナンス対応コンサルティング、④投資銀行業務、⑤証券代行業務の5つに分けられる(図表3)。

【 図表 3 】 IR・SR コンサルティングサービス一覧

<b>IRコンサルティング</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 説明会関連サービス</li> <li>・ IR業務規程策定</li> <li>・ 中期経営計画策定支援</li> </ul>
<b>SRコンサルティング</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国内・海外実質株主判明調査、ターゲティング</li> <li>・ 機関投資家パーセプション調査</li> <li>・ エンゲージメント調査、対応コンサルティング</li> <li>・ 議決権行使賛否シミュレーション、行使促進活動、株主総会議案可否アクションプラン、結果分析</li> <li>・ エンゲージメントプラットフォーム (EPF)</li> <li>・ 議決権行使助言会社 (ISS等) レポート提供</li> <li>・ DSMS (Digital Shareholder Management System)</li> </ul>
<b>コーポレートガバナンス対応コンサルティング</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 取締役会評価</li> <li>・ 役員報酬コンサルティング (リストラクティッド・ストック)</li> <li>・ 独立役員紹介サービス (社外取締役・監査役)</li> <li>・ ガバナンスガイドライン作成コンサルティング</li> </ul>
<b>投資銀行業務</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ブロキシー・アドバイザー (委任状争奪戦)</li> <li>・ 敵対的株主提案、敵対的TOB関連サービス</li> <li>・ アクティビスト対応</li> <li>・ 米国SEC対応 (米国居住株主調査、米国証券法関連資料の翻訳)</li> <li>・ M&amp;A関連サービス</li> <li>・ ライツ・オフアリング</li> <li>・ 株主還元策、企業価値評価etc</li> </ul>
<b>証券代行業務</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 証券代行業務</li> <li>・ 株式公開 (IPO) 関連サービス</li> </ul>

(出所) アイ・アールジャパン Web サイト、会社説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ 実質株主判明調査

同社の中核サービスは、SR コンサルティングサービスの一つである実質株主判明調査であり、同社が最も得意とする分野である。IR・SR コンサルティングにおけるサービス別売上構成比の開示は行っていないが、同サービスの売上高の約半分程度が実質株主判明調査で構成されているようである。

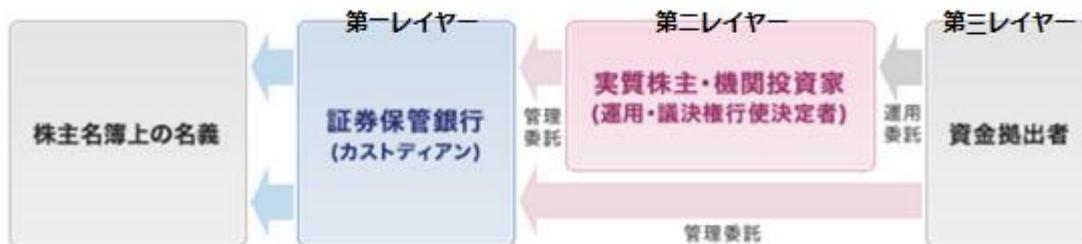
(注3) 議決権  
株主の権利として、会社の経営方針などに対して決議できる権利。通常は、株主総会において、行使できる。

事業会社は、通常半年ごとに基準日を設定し、株主名簿を作成しているが、議決権<sup>注3</sup>等の意思決定を行う実質株主はこれでは把握できない。株主名簿に出てくる株主は、株式を管理している会社であることが多いためである。これら表面上の株主に対して、実質的な意思決定を行う株主が誰であるかを調査することを実質株主判明調査と呼んでいる。

事業会社の株主は大きく3つのレイヤーで構成されている(図表4)。株主名簿上の名義として現れるのは、有価証券を投資家に代わって管理するカストディアンと呼ばれる証券保管銀行(第一レイヤー)である。しかし、投資の意思決定、及び議決権の行使基準等を定めているのは、機関投資家と呼ばれる運用機関(第二レイヤー)である。更に、機関投資家に運用資金を抛出(運用委託)する資金抛出者として、年金基金、保険会社、個人等(第三レイヤー)が存在する。

実質株主判明調査は、この3つのレイヤーのうちの意思決定者である機関投資家、及び、資金抛出者の調査を意味する。この調査のためには、事業会社から株主調査に必要な委任状を得た上で、カストディアン、機関投資家、資金抛出者へ直接コンタクトを行い、調査することが必要である。

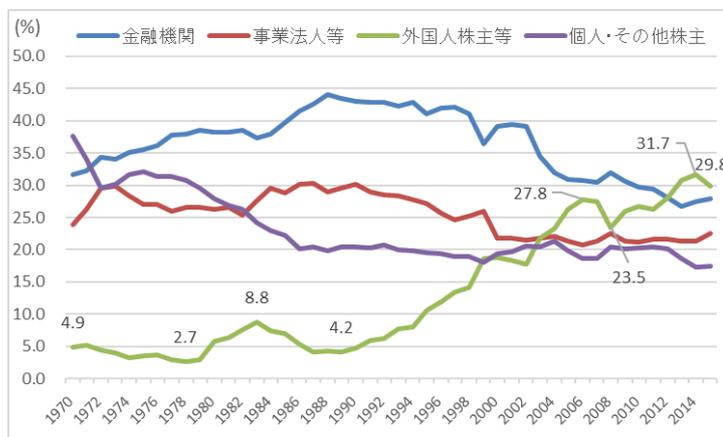
【図表4】資金抛出者、運用受託者、管理者のイメージ図



(出所) 日本シェアホルダーサービス株式会社 Web サイトを一部加工

90年以降、外国人株主の構成比が急激に高まったことで、株主へのアクセスが難しくなり、上場会社にとって、実質株主の把握が重要な経営課題となった(図表5)。

【 図表 5 】 投資部門別株式保有比率の推移



(注) 図中数字は外国人株主等の保有比率  
(出所) 東京証券取引所他「2015年度株式分布状況調査の調査結果について」

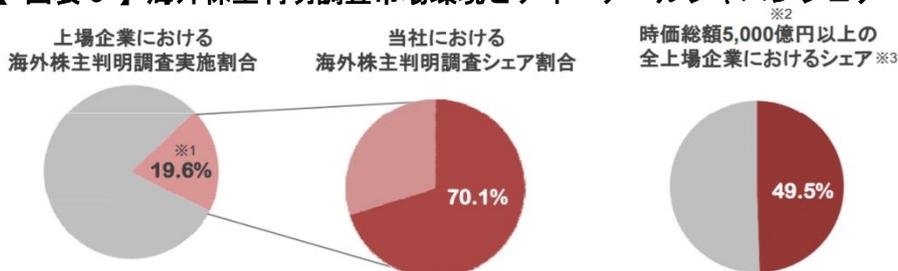
株主は発行済み株式数の5%以上を保有する場合、報告義務が発生するため、発行企業はその時点で把握することが可能である。逆に、5%未満の場合では機動的に把握することが難しい。近年、物言う株主であるアクティビストや、ストラテジックバイヤーが突然大株主として現れ、敵対的に企業を買収するリスク等が高まる中で、実質株主判明調査のニーズが高まってきた。

同社の特徴は、子会社のアイ・アールジャパンが東京とニューヨークに事業所を構え、長年の活動で独自のネットワークを作り上げ、同社子会社のみで実質株主判明調査を行うことができる点である。

上場企業のうち、海外株主判明調査を行っている割合は、19.6% (16年3月末時点)であり、このうち、同社のシェアは70.1%<sup>※4</sup>である。また、時価総額5,000億円以上の上場企業におけるシェアは49.5%であり、時価総額上位企業においてもトップシェアである (図表6)。

(注4) 株主判明シェア  
全国株主連合会「株主総会等に関する実態調査集計表」における海外株主判明調査実施企業に占める顧客数の割合

【 図表 6 】 海外株主判明調査市場環境とアイ・アールジャパンシェア



※1 全国株主連合会資料の数値を使用  
※2 2015年12月末時点の株数に基づき算出  
※3 算出における分母には、株主判明調査を実施していない企業も含む

(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

#### ◆ その他 SR コンサルティング

実質株主判明調査は、同社にとって事業会社の調査依頼に対する回答であると同時に、他のサービスを提供するための重要な情報源でもある。

実質株主が判明することで、株主構成や、そこから生じる問題点の洗い出し、実質株主である機関投資家の投資方針、議決権行使基準、議決権行使助言会社の助言方針等を考慮した上での次の株主総会における議決権行使等のシミュレーション、また機関投資家からのエンゲージメントの可能性等について、事業会社から助言を求められるケースが多く、コンサルティングに結びつきやすい。

これらは画一的でなく、株主構成の状況やタイプにより、コンサルティング内容も異なり、高度な専門知識が必要となるため、人材の確保が重要な課題となってくる。

#### ◆ コーポレートガバナンス対応コンサルティング

安倍政権により策定された『日本再興戦略<sup>注5</sup>』改訂 2014』に基づき、企業の中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民(家計)に均てんさせる目的で、15年6月に上場企業にはコーポレートガバナンス・コードの適用が始まった。策定されたコーポレートガバナンス・コードは、大きく3層構造となっており、以下の合計73の各種原則から構成されている。

1. 5つの「基本原則」
2. 「基本原則」の内容を詳細に規定した30の「原則」
3. 「原則」の意味を明確にするための38の「補充原則」

同コードにおいて、5つの基本原則は、それぞれが以下のように1つの章を構成し、上場会社に求められる原理原則が記載されている。

- 第1章 株主の権利・平等性の確保
- 第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
- 第3章 適切な情報開示と透明性の確保
- 第4章 取締役会等の責務
- 第5章 株主との対話

これにより、少数株主、外国人株主を含めた全ての株主の権利を平等に確保すると同時に、取締役会のあり方についても、変革を求められることとなった。同コードの特徴は、「プリンシプルベース<sup>注6</sup>」であることと、「コンプライ・オア・エクスプレイン<sup>注7</sup>」であり、原則は、同コードにより定められているものの、各企業に企業統治のあり方の判断を委ねており、上場企業は、自社に最適なコーポレートガバナンスのあり方を示す必要性がある。

(注5) 日本再興戦略

第二次安倍内閣が掲げる成長戦略。13年6月閣議決定。製造業の国際競争力強化や高付加価値サービス産業の創出による産業基盤の強化、医療・エネルギーなど戦略分野の市場創造、国際経済連携の推進や海外市場の獲得などを掲げる。毎年内容が更新され、16年6月には、「日本再興戦略 2016」が発表された。

(注6) プリンシプルベース

政策を通じて達成しようとする結果を「プリンシプル(基本原則)」として示し、手法・プロセスを金融機関に委ねる結果志向の方法

(注7) コンプライ・オア・エクスプレイン

原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか選択できるルールの枠組み

このため、同コードを反映したガバナンスのあり方についてのコンサルティング需要が急速に高まった。同社は、議決権行使結果分析(1-1①)、招集通知英訳支援サービス、エンゲージメントプラットフォーム(1-2④)、株式報酬制度の導入コンサルティング(4-2①)、社外取締役紹介サービス(4-8)、取締役会評価支援サービス(4-11③)、SRコンサルティング(5-1)、株主判明調査、エンゲージメント調査(5-1③)等のサービス提供に注力している(図表7)。

【図表7】コーポレートガバナンス・コードに関連する同社グループのサービス

該当する原則	求められる事項	当社グループのサービス
1-1①	株主総会時における議案の反対理由の原因分析	・議決権行使結果分析
1-2④	議決権の電子行使を可能とするための環境作り	・招集通知英訳支援サービス ・エンゲージメントプラットフォーム
4-2①	役員報酬は、中長期的な企業価値向上を実現するためのインセンティブとして機能させる	・株式報酬制度の導入コンサルティング
4-8	社外取締役の選任	・独立社外取締役紹介サービス
4-11③	取締役会全体の実効性について分析・評価及び結果の開示	・取締役会評価支援サービス
5-1	株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組	・SRコンサルティング
5-1③	株主構造の把握	・株主判明調査 ・エンゲージメント調査

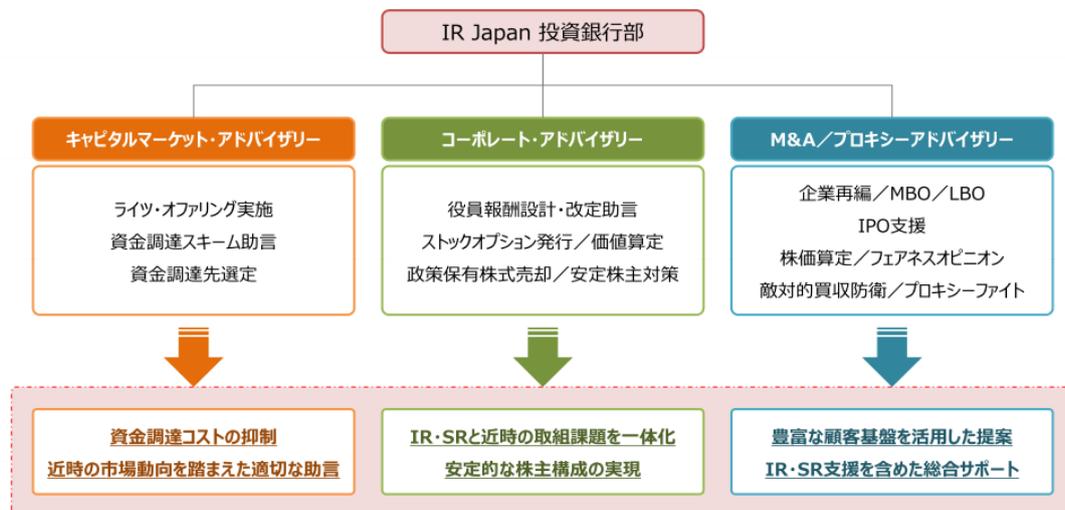
(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

#### ◆ 投資銀行業務

投資銀行業務は、エクイティファイナンス、デットファイナンス、M&A等の業務を指すことが多いが、同社は、プロキシ・アドバイザー、ライツ・オファリング等を得意とし、大きく次の3つに領域が分かれ、独自色を出した投資銀行業務を拡大しつつある(図表8)。

1. キャピタルマーケット・アドバイザー
2. コーポレート・アドバイザー
3. M&A/プロキシ・アドバイザー

【 図表 8 】 投資銀行業務の主要サービス



(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

プロキシ・アドバイザーとして、同社は、長年培った機関投資家ネットワーク、独立系であることを武器に多くの実績を上げている(図表9)。

【 図表 9 】 プロキシファイト等の主な実績(公表可能なもの)

内容	対峙企業	アイ・アールジャパンの役割	結果
経営統合	三共株式会社 Vs M&A コンサルティング	プロキシ・アドバイザーとして、 三共・第一製薬側を支援	統合成立
敵対的TOB	ブルドッグソース株式会社 Vs スティール・ パートナーズ	プロキシ・アドバイザーとして、 ブルドッグソース側を支援	TOB不成立
委任状争奪戦	イオン株式会社 Vs 株式会社CFS コーポレーション	プロキシ・アドバイザーとして、 イオン側を支援	統合不成立
株主提案	電源開発株式会社 Vs TCI	プロキシ・アドバイザーとして、 電源開発側を支援	株主提案否決
経営統合	株式会社三越 Vs 株式会社伊勢丹	プロキシ・アドバイザーとして、 両社を支援	統合成立

(出所) アイ・アールジャパン Web サイトを基に、証券リサーチセンター作成

近年は、プロキシ・アドバイザーに加えて、M&A 領域への進出にも注力している。同分野は、メガバンク、投資銀行業務を得意とする国内外の証券会社、監査法人、独立系の M&A アドバイザー等がひしめき合っている上、専門人材も限られており、シェア拡大は今後の課題である(図表10)。

【 図表 10 】 M&A 財務アドバイザーリーグテーブル (取引金額シェア)

アドバイザー	2016				2015		シェア変化率 (%)
	順位	シェア	取引金額USD (百万)	案件数	順位	シェア	
野村ホールディングス	1	24.1	23,227	52	1	31.3	▼ -7.2
みずほフィナンシャルグループ	2	27.4	26,399	46	3	26.9	▲ 0.4
三井住友フィナンシャルグループ	3	5.1	4,917	36	2	12.6	▼ -7.5
大和証券グループ本社	4	6.3	6,099	34	4	3.8	▲ 2.5
モルガン・スタンレー	5	36.4	35,109	26	6	21.0	▲ 15.4
三菱UFJフィナンシャルグループ	6	0.7	681	20	7	1.4	▼ -0.7
GCAサヴィアン	7	0.6	554	15	13	1.9	▼ -1.3
デロイトトウシュトーマツ	7	0.5	487	15	5	4.2	▼ -3.7
マクサス・コーポレートアドバイザー	7	0.0	36	15	21	0.1	▼ -0.1
EY&S	10	1.3	1,268	7	25	0.5	▲ 0.8
フロンティア・マネジメント	10	1.1	1,043	7	8	0.3	▲ 0.8
ブライスカウナー・ワスカーズ	12	0.4	333	6	10	1.4	▼ -1.1
バンクオブアメリカ・メリルリンチ	13	9.6	9,217	5	10	20.7	▼ -11.1
ロスチャイルド	13	3.5	3,416	5	22	2.2	▲ 1.4
アーンスト・アンド・ヤング	13	0.5	480	5	18	0.1	▲ 0.4
JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー	16	12.2	11,750	4	16	15.7	▼ -3.6
ラザード	16	7.2	6,897	4	15	11.9	▼ -4.7
ゴールドマン・サックス	16	0.9	859	4	16	10.7	▼ -9.8
クレディ・スイス・グループ	19	6.5	6,234	3	19	9.9	▼ -3.4
シティグループ	19	3.2	3,055	3	12	11.4	▼ -8.2
合計			96,449	1,519			92,172

(出所) Bloomberg

同社がターゲットとするのは、現在の顧客層である上場企業の中でも株式時価総額が数百億円、或いはそれ以下で、GCA (2174 東証一部) がターゲットとする企業より規模は小さいが、日本 M&A センター (2127 東証一部) がターゲットとするような未公開企業ほど小さくはない企業、或いは、上場企業が絡む未公開企業をターゲットとし、その中でも株主構成が複雑なものを対象として狙っている。

#### ◆ 証券代行業業

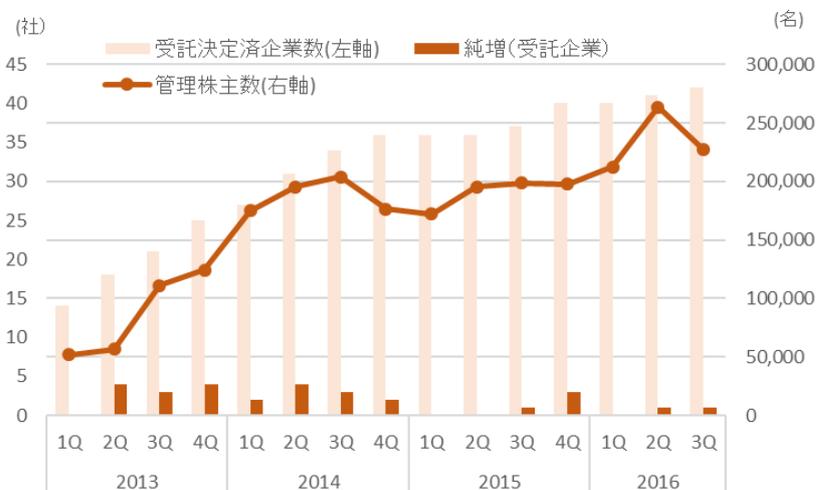
証券代行業業とは、株式発行会社に代わって株主名簿の管理、株主総会に関する事務、配当金振込に関する事務等を行う事業のことである。証券代行業業は、三井住友信託銀行、三菱 UFJ 信託銀行、みずほ信託銀行の3社による寡占市場で、一般社団法人信託協会によれば、16年3月末時点での3社合計の受託企業数は、6,020社、株主数は5,601万人とあり、シェアは、三井住友信託銀行、三菱 UFJ 信託銀行が共に4割強を占め、みずほ信託銀行が2割弱を占めている。その他に、東京証券代行、日本証券代行(三井住友信託銀行グループ)等がある。

同社は、SR 関連サービスを提供する上で、証券代行業業を行うことで機動的に株主を把握でき、これが差別化要因になると考えた。また SR 関連サービスとのシナジーも大きいと考え、12年4月に、業界では40年ぶりとなる証券代行業業への新規参入を果たした。

証券代行業は、インフラ業務のアウトソースであり一旦委託先を決めると、簡単には変えにくい。その中で、トップ2社のシェアが均衡しているため、シェアアップのための無理な受託競争が、慢性的に起こっている。

同社は、着実に受託企業数、管理株主数を増やしてきた。17年2月3日時点では上場廃止による解約で16年9月末比では管理株主数は36,387名減少し、227,254名となったものの、受託決定済企業数は1社増加し42社となった(図表11)。

【図表11】証券代行業における受託決定済企業数、管理株主数



(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

◆ ディスクロージャーコンサルティング

同社では、IR・SR活動を行う上での課題・問題点を洗い出し、株主や投資家への各種開示資料の総合的な作成支援及びレビューを行っている。具体的には、アニュアルレポート、株主通信、個人株主アンケート、各種IR関連ツール、統合報告書、CSRレポート、リーガルドキュメント等の作成、IRサイトの構築支援等を行っており、企業のIR業務全般の業務サポートを行っている。

◆ データベースその他

大量保有報告書、国内投資信託、海外ミューチュアルファンドによる株数データを網羅したデータベース「IR-Pro」を上場企業に提供している。また、これ以外にも各種の機関投資家、株主に関するデータベースも上場企業に提供している。

> **ビジネスモデル**

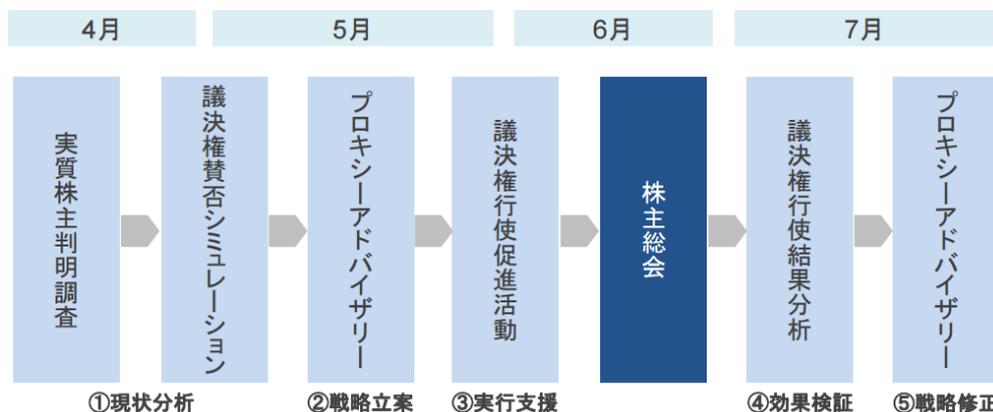
◆ **顧客は上場企業**

同社は、機関投資家を中心とした株主と事業会社の間が生じる問題点に関して、各種のコンサルティングを提供している。同社にとって、直接の顧客は上場企業であり、提供している各種のコンサルティングサービスに対する対価が収入の中心である。

同社のコンサルティングサービスは、株主総会に関連するものが中心であるため、季節性があり、期の前半に売上が集中する傾向がある。①現状分析、②戦略支援、③実行支援、④効果検証、⑤戦略修正が一連の業務の流れとなる(図表 12)

- ① 現状分析：顧客企業の IR・SR 活動に向けての現状を分析。
- ② 戦略立案：顧客企業の現状及びニーズを勘案し、戦略を立案。
- ③ 実行支援：株主総会に向けて戦略の実行を支援。
- ④ 効果検証：株主総会における議決権行使結果を分析し、IR・SR 活動の効果を検証。
- ⑤ 戦略修正：効果検証の結果に基づき、来期の株主総会に向けたアクションプランを提言。

【 図表 12 】 IR・SR コンサルティングの業務フロー



(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

同社が、上場企業に対して付加価値のあるコンサルティングサービスを提供するためには、機関投資家の判断基準等の情報が必要であり、情報交換する為のインフラやネットワーク構築が重要となる。

(注 8) ミドルオフィス

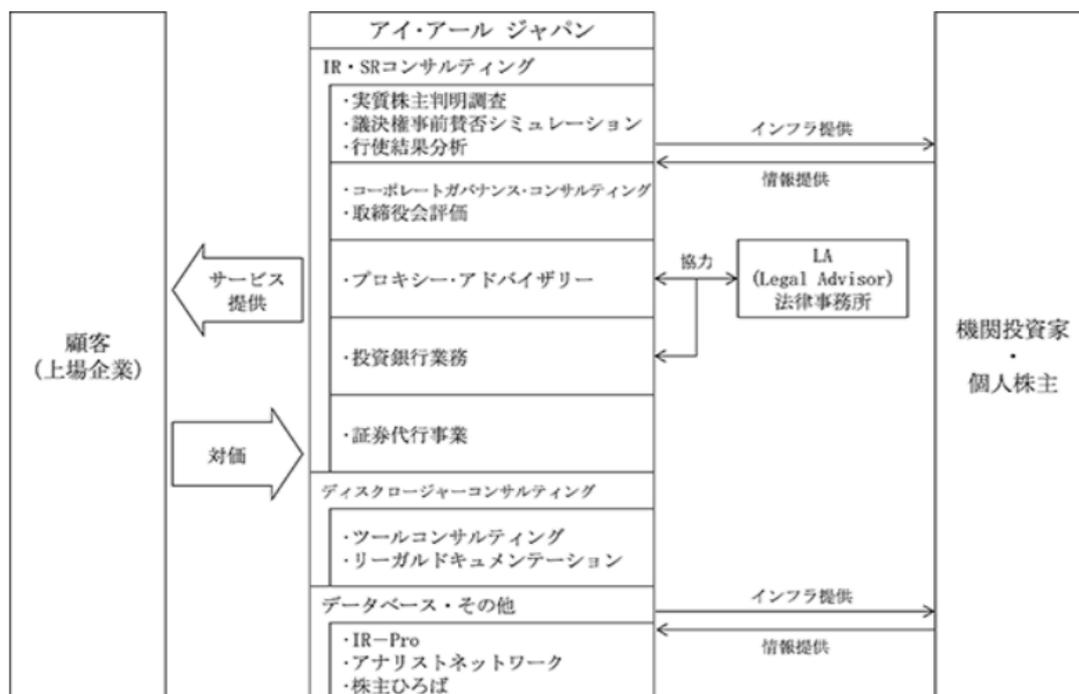
金融機関におけるオフィス業務は、大きく3種類に分類することができる。顧客と市場を相手に稼ぐ営業部門「フロントオフィス」、営業が売買した商品の記録などを行う事務部門「バックオフィス」、そして両者の間に位置しているのが「ミドルオフィス」である。

実質株主判明調査を行うには、信託会社を含めたカストディアン議決権行使、コーポレートアクションを担当するミドルオフィス注8部門とのネットワークが欠かせない。加えて、実質的な意思決定者である機関投資家、資金拠出者の議決権行使関連の担当者等との関係構築も必要となる。同社は、各種のインフラサービスを提供するものの、

基本的には対価を取っていない。より多くの機関投資家、株主が利用することでネットワーク外部性を働かせ、それを付加価値とし、顧客である上場企業から対価を得ている。

また、同社のサービスには、関連法規制の影響を大きく受けるため、法律事務所との連携が必要となるケースが多い。特に、プロキシ・アドバイザー、投資銀行業務では、連携が欠かせない(図表 13)。

【 図表 13 】 事業系統図



(出所) アイ・アールジャパンホールディングス有価証券報告書

コンサルティングサービスの提供は、その特性上、専門人材の確保が成長する上で必須である。特に、同社の場合、取締役会の評価等経営陣を対象とするビジネスであり、コンサルタントには非常に高い資質が求められる。

▶ 業界環境と競合

(注 9) スチュワードシップ・コード  
資産運用受託者として、投資先の上場企業に対して持続的成長を促すための行動規範を定めたもの。

◆ コーポレートガバナンス・コードの導入による追い風

15年6月にコーポレートガバナンス・コードが上場企業に適用され、IR・SRの重要度がより高まった。

また、スチュワードシップ・コード<sup>注9</sup>の受け入れを表明する機関投資家は大多数を占め、責任ある受託者として議決権行使に対する機関投資家の行動規範は、企業にとってより厳しいものとなりつつある。これらの流れは、上場企業からのコーポレートガバナンス・コード関連コンサルティング需要の増加というかたちで追い風となっている。

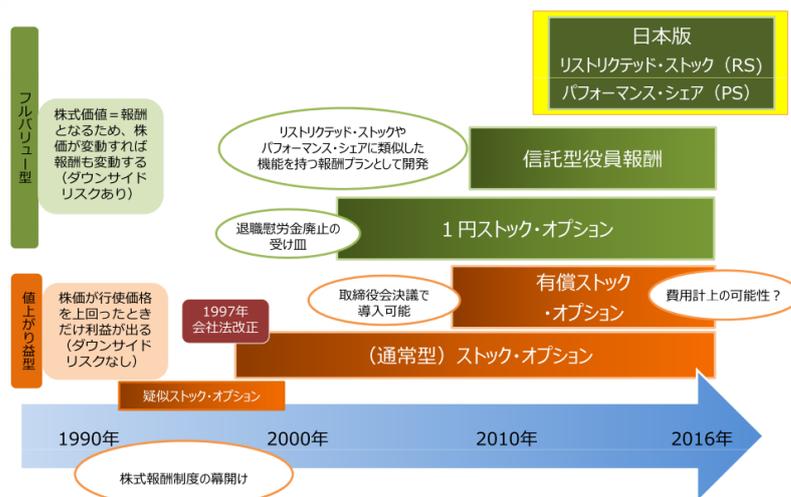
また、コーポレートガバナンス・コードで求められる資本効率性、外国人投資家、少数株主の権利の保護を盾に、物言う株主による株主提案等の頻度が高まり、より実質株主判明調査、株主総会対応が重要となっている。

(注 10) リストリクテッド・ストック  
特定譲渡制限付株式とも呼ばれ、役員報酬の一部として、直接付与される株式で、一定期間の譲渡制限を設定することにより、付与対象となる役員に中長期の企業価値向上に向けたものとなる。

◆ その他の税制・法改正による市場の拡大

コーポレートガバナンス・コードでは、経営陣の報酬は、中長期的なインセンティブの一つとして現金報酬と業績連動報酬の割合を適切に設定すべき(4-2①)とある。これを後押しする形で、取締役に対するインセンティブ報酬導入を促進する目的に16年税制改正で、税法上の取扱、発行時の事務手続きの明確化を行い、日本版RS(リストリクテッド・ストック<sup>注10</sup>)が事実上解禁された(図表14)。

【図表14】日本の株式報酬体系の変遷



(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

17年税制改正では、更に、新しいタイプのRS、パフォーマンス・シェア型、信託型役員報酬プランが損金算入可能な株式報酬制度となる

予定である。同社では、これに応じた形で、RS の導入サポート等にも注力している。17 年税制改正では、加えてスピンオフ税制の改正により、適格組織再編税制における譲渡損益や配当についての課税を繰り延べる組織再編の対象が広がり、同社が今後の拡大を狙っている投資銀行業務の活性化が見込まれる。

**◆市場を創造する同社の経営方針**

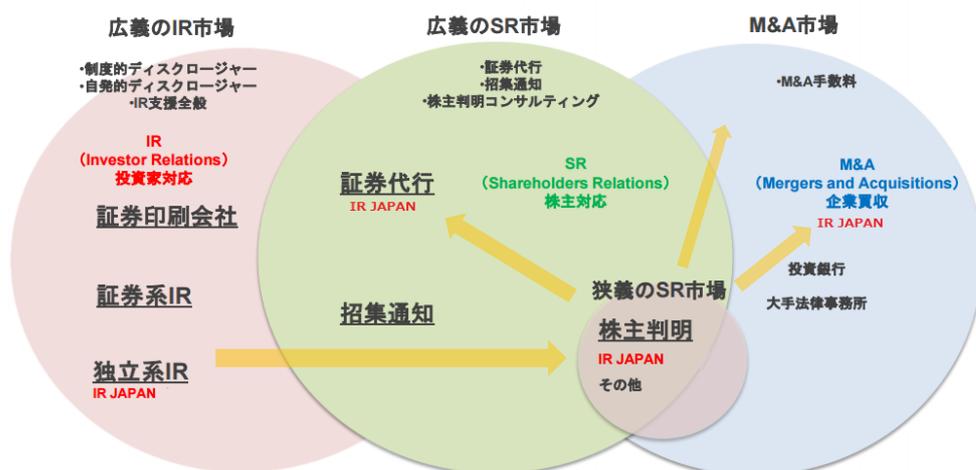
同社の創業事業であった、ディスクロージャーコンサルティングは、IR 関係資料の作成であるため、印刷会社を中心に競合先は多い。ディスクロージャー関連業務に注力している先としては、プロネクサス(7893 東証一部)、宝印刷(7921 東証一部)、アイフィスジャパン(7833 東証一部)、野村インベスター・リレーションズ、大和インベスター・リレーションズ、日興アイ・アールといった大手証券会社の子会社等がある(図表 15)。

SR コンサルティングでは、中核の実質株主判明調査、プロクシー・アドバイザー等の分野では、先述の証券系 IR 会社、信託銀行等が主な競合先となっている。

同社が今後注力する M&A アドバイザリー業務では、銀行、証券会社、監査法人等に加え、GCA、日本 M&A センター、M&A キャピタルパートナーズ(6080 東証一部)等が競合先となる。

同社の強みは、これらのサービスをワンストップで提供できる幅広いサービスラインナップである。また独立系であることも大きな特徴となっている。

**【 図表 15 】 事業領域**



(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料を一部加工

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 前社長の鶴野史郎氏により IR 専門会社として創業

同社は、84年に日本初のIR専門会社として、鶴野史郎氏が創業した。85年より、海外で起債や営業活動をする企業を対象に、アニュアルレポート等投資家向け広報制作物の作成を開始した(図表16)。

### ◆ 実質株主判明調査業務を開始

97年に現代表取締役社長の寺下史郎氏が入社した。同年に、ソニー(6758 東証一部)を対象に、日本で初めて外国人・国内実質株主判明調査を開始した。当時、同社は独自のネットワークを持っていなかったため、海外の投資家調査、委任状勧誘業務においては、株主関連サービスを提供していた米国のMorrow & Co., LLC(現Morrow Sodai Global LLC)と連携したものの、複雑な日本の議決権行使にはMorrow & Co.LLCとの連携では不十分と判断し、翌年より自社による調査、議決権行使の促進を働き掛けた。現在Morrow & Co.LLCとの連携は行っていない。

翌年より、ソニーにおける経験を元にSR活動支援を開始する。ソニーにおける活動が、外国人投資家の構成比率の高い企業を中心に浸透し始め、大手総合電機メーカー、製薬会社、自動車メーカー等徐々に顧客層が広がった。04年にはニューヨークオフィスを設立し、自社ネットワークによる調査能力を更に高めた。

### ◆ 現代表取締役社長の寺下史郎氏による第二の創業

08年には、現社長の寺下史郎氏によるMBOにより、鶴野前社長を含め、複数株主から同社の株式を買い取り、同社の経営権を取得した。

その後、11年に大阪証券取引所JASDAQに上場し、12年には、第一種金融商品取引業者として登録を行い、証券代行業務に参入した。13年には、国内初となる、コミットメント型ライツ・オフERINGを自社に導入した。

### ◆ 持株会社の設立により現在の体制へ

15年には、単独株式移転の方法により、アイ・アールジャパンホールディングスを設立し、アイ・アールジャパンホールディングスの普通株式を東京証券取引所JASDAQに上場、本社を千代田区に移転し、現在の経営体制となった。

【 図表 16 】 沿革

1984年 12月	日本初のIR専門会社として、旧アイ・アール ジャパンで東京都渋谷区に設立。
1985年 1月	海外での起債や営業活動を行う企業向けに、アニュアルレポート(年次報告書)の企画・作成業務受注に向けた営業活動を開始。
1997年 10月	株主名簿には記載されない機関投資家実質株主を調査する「実質株主判明調査」を開始。
1998年 5月	株主総会における定足数確保を目的としたSR(Shareholder Relations)活動支援を開始。
2002年 2月	主要な米国機関投資家が加盟している米国機関投資家協会(Council of Institutional Investors)の名誉国際参加者に登録。
2003年 11月	事業規模拡大のため、本社オフィスを東京都港区に移転。
2004年 3月	海外機関投資家動向の詳細なリサーチを目的として、米国ニューヨークオフィスを開設。
10月	社団法人投資信託協会より、投資信託評価機関の認定を取得。
2007年 10月	旧アイ・アール ジャパンホールディングスを旧アイ・アール ジャパンのMBOを目的として、東京都大田区に設立、12月に本店所在地を東京都港区に移転。
2008年 2月	旧アイ・アール ジャパンホールディングスとの株式交換により、同社の完全子会社となる。
2009年 5月	経営資源の効率化を目的とし、旧株式会社アイ・アール ジャパンホールディングス(形式上の存続会社)と合併。形式上の存続会社が株式会社アイ・アール ジャパンに商号変更。
2011年 3月	大阪証券取引所 J A S D A Q(スタンダード)に上場。
2012年 3月	第一種金融商品取引業者登録「関東財務局長(金商)第2624号」
4月	証券代行業を開始。
2013年 4月	日本初のコミットメント型ライツ・オフリング(上場型新株予約権の無償割当て)を実施。
2015年 2月	アイ・アール ジャパンが単独株式移転の方法により当社を設立。 アイ・アールジャパンホールディングスの普通株式を東京証券取引所 J A S D A Q(スタンダード)に上場。 本社所在地を東京都港区から現在の東京都千代田区に移転。

(出所) アイ・アールジャパンホールディングス、アイ・アール ジャパン有価証券報告書

◆ 経営理念

同社グループの経営理念は以下通りである。

- 社是  
信頼・誇り・夢
- 企業使命  
お客様(株式公開企業、投資家、市場関係者)の公正な資本競争力の向上とグローバルな資本経済の発展に貢献することを企業使命とする。
- 行動規範  
公正な資本市場の発展に貢献する集団
- 常に戦う集団  
グローバルな資本市場で最も「礼(思いやり)」を重んじる集団
- 日常業務指針  
お客様(株式公開企業、投資家、市場関係者)が公正な観点でお困りになっている IR 活動・SR 活動を誰よりも早く察し、具体的なアクションプランのご提案と実践を行う。  
現状維持は即墮落という意識のもと、日々自らの問題点を探し続け、改善を怠ることのないよう強い意志と具体的な行動を実践する。

◆ 株主

16年9月末時点では、現代表取締役社長の寺下史郎氏が52.6%を保有する筆頭株主である。同社の関係者としては、現取締役の富松圭介氏が6位株主に位置している。16年3月末時点では、同社子会社取締役の稲葉宏氏、青山幸彦氏、同社従業員皆川裕氏が大株主上位10位内に位置していたが、9月末時点では10位外となっている(図表17)。

また、寺下史郎氏は、16年5月16日に386,000株を売却、これをToSTNeT-3にて同社が買い入れた。翌17日に同氏は更に527,000株の株式売却を目的に三菱UFJモルガン・スタンレー証券と投資一任契約を締結し、同年8月2日に売却完了にて契約を終了している。また、6月24日に、三井住友銀行と保有株式800,000株を担保として提供する契約を締結していたが、この担保設定は8月26日に解除されている。

この結果、同氏の保有比率は、62.5%から現在の52.6%まで低下した。

【図表17】大株主の状況

株主(敬称略)	16年9月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	
寺下 史郎	4,884,000	52.6%	1	代表取締役社長  取締役
株式会社四五コーポレーション	176,000	1.9%	2	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	170,000	1.8%	3	
鈴木 智博	150,300	1.6%	4	
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES LUXEMBOURG/ JASDEC/FIM/LUXEMBOURG FUNDS/UCITS ASSETS (常任代理人 香港上海銀行東京支店カスタディ業務部)	140,000	1.5%	5	
富松 圭介	131,700	1.4%	6	
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	115,200	1.2%	7	
萩原 恒治	105,000	1.1%	8	
木元 千尋	100,000	1.1%	9	
アセットマネジメント株式会社	95,000	1.0%	10	
(大株主上位10位)	6,067,200	65.4%	-	
発行済株式総数	9,277,555	100.0%	-	

(出所) 有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

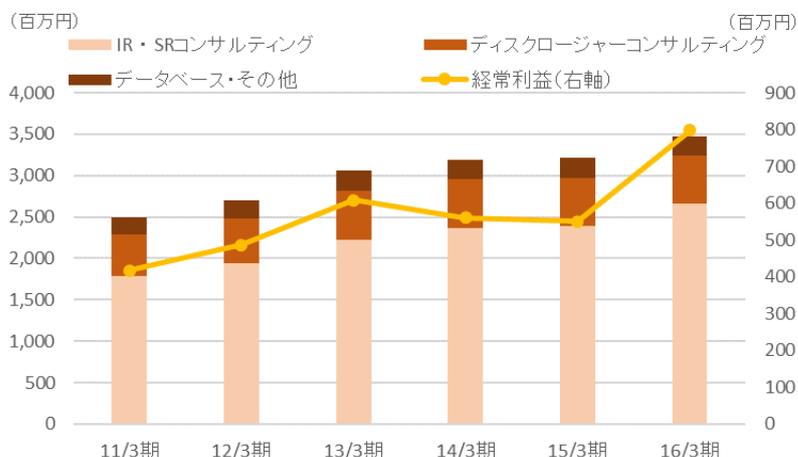
#### ◆ IR・SR コンサルティングが業績を牽引

16/3 期までの、当社が提供する各サービスの売上高の 5 年平均成長率は、IR・SR コンサルティングが 8.4%、ディスクロージャーコンサルティングが 2.9%、データベース・その他が 1.5%であった。IR・SR コンサルティングを牽引役として、堅実に売上高を伸ばしてきた。09/3 期から 13/3 期までの 5 期間に MBO によるのれんの償却 85 百万円を計上した(図表 18)。

14/3 期において、SR 関連の付加サービスの提供開始が遅れたため、微増収に留まる中、のれんの償却はなくなったものの外注費等コスト増加により、営業利益は微増益にとどまり、組織変更に伴う株式交付費用等を営業外費用として計上した結果、7.8%の経常減益となった。

16/3 期は、コーポレートガバナンス・コードの適用開始に伴い、IR・SR コンサルティングが好調に推移、収益性も改善したことに加え、投資銀行業務に関連した収益性の高いプロジェクトが第 4 四半期より伸びた結果、売上総利益率が改善、証券代行システムの減価償却費増を吸収し、41.4%の経常増益となった。

【 図表 18 】 業績の推移



(注) 15/3 第 2 四半期までは、アイ・アールジャパン実績  
(出所) 有価証券報告書、説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 17 年 3 月期第 3 四半期累計業績も好調に推移

同社の 17/3 期第 3 四半期累計売上高は、2,927 億円(前年同期比 13.4%増)と堅調に推移した。企業のコーポレートガバナンス・コード対応ならびに企業再編、企業の議決権に関わるコンサルティング需要の高まりから、SR コンサルティングが業績を牽引した。特に投資銀行業務において、一部の大型案件が完了したことも貢献した。

コスト面では、コールセンターや郵送業務等外部への委託が少なく高収益の投資銀行業務が増加したことで、増収にも拘らず外注費が抑えられ、利益率改善要因となった。本社移転に伴う二重家賃も既に解消され、採用増による人件費増を吸収し、第3四半期累計営業利益率は27.6%へ大幅改善した(図表19)。

【図表19】四半期業績推移

決算期	16/3期				17/3期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
売上高	1,015	766	801	887	1,222	861	843
対前四半期比	-	-24.5%	4.6%	10.7%	37.8%	-29.5%	-2.1%
IR・SRコンサルティング	830	444	627	764	1,048	569	653
対前四半期比	-	-46.5%	41.2%	21.9%	37.2%	-45.7%	14.8%
ディスクロージャー コンサルティング	126	267	113	65	118	243	123
対前四半期比	-	111.9%	-57.7%	-42.5%	81.5%	105.9%	-49.4%
データベース・その他	57	56	61	58	55	51	67
対前四半期比	-	-1.8%	8.9%	-4.9%	-5.2%	-7.3%	31.4%
売上原価	257	355	259	220	232	324	282
売上原価率	25.3%	46.3%	32.3%	24.8%	19.0%	37.6%	-13.0%
販管費	437	383	377	397	410	417	452
販管费率	43.1%	50.0%	47.1%	44.8%	33.6%	48.4%	53.6%
外注費	103	157	88	61	83	143	119
人件費	338	324	327	331	341	335	340
減価償却費	51	41	41	46	48	52	53
地代家賃	103	51	52	52	51	51	52
その他	97	174	122	139	119	170	162
営業利益	320	26	163	269	579	120	107
営業利益率	31.5%	3.4%	20.3%	30.3%	47.4%	13.9%	12.7%
経常利益	320	26	163	269	579	119	107
経常利益率	31.5%	3.4%	20.3%	30.3%	47.4%	13.8%	12.7%
当期純利益	209	17	107	110	354	73	65
当期純利益率	20.6%	2.2%	13.4%	12.4%	29.0%	8.5%	7.7%

(出所) 決算短信、説明会資料より証券リサーチセンター作成

## > 他社との比較

### ◆ IRコンサルティング会社と比較

同社は、IR・SR 関連コンサルティングサービスを提供しているが、IR 支援、金融情報サービス提供事業を営んでいる企業として、アイフィスジャパン、フィスコ(東証JQS 3807)、また、ディスクロージャー資料作成支援のプロネクサス、宝印刷を財務指標の比較対象に選定した(図表20)。

規模の面では、印刷事業者と純粋な金融サービス提供事業者で大きく分かれる。印刷事業者は、資産規模が200億円近い一方で、金融情報サービス提供事業者は、資産規模は40億円に満たない。フィスコは、子会社で多角化を進めているため、やや異なる特性を持つ。

収益性では、印刷事業者は約 10%の営業利益率に達しており、高い利益率と言える。同社とアイフィスジャパンは、更に高い営業利益率を誇り、特に同社の営業利益率は 20%を超えている。総資産利益率については、設備投資を伴う印刷事業者より、純粋なサービスで、投資を伴わない同社やアイフィスジャパンは、非常に高い。

成長性は、IR 市場は成熟しているが、安定的にプラス成長を続けている。

財務の安全性では、フィスコを除き、各社の自己資本比率は約 7 割と健全な財務体質を維持しており、フィスコを含めても、流動比率、固定長期適合率ともに、正常な範囲に収まっている。同社の財務体質は特に堅固で、高い配当性向を維持しつつも、証券代行事業を行うために財務体質の強化には、絶えず注意を払っている。

【 図表 20 】 類似企業との財務指標比較

(単位: 百万円)

項目	銘柄	アイ・アール ジャパンホール ディングス	アイフィス ジャパン	フィスコ	プロネクサス	宝印刷
	コード	6035	7833	3807	7893	7921
	直近決算期	16/3	16/12	16/12	16/3	16/5
売上高	百万円	3,469	4,596	14,004	20,971	14,669
規模 経常利益	百万円	779	592	-1,003	2,255	1,727
総資産	百万円	3,986	3,614	15,444	27,624	18,096
収益性 自己資本利益率	%	15.0	14.5	-47.6	8.1	8.3
総資産経常利益率	%	20.2	17.8	-6.2	8.2	9.7
売上高営業利益率	%	22.5	12.8	-5.6	10.6	10.7
成長性 売上高 (3年平均成長率)	%	4.3	10.0	28.0	5.2	8.7
経常利益 (同上)	%	8.7	20.7	-220.0	7.4	27.7
総資産 (同上)	%	24.4	13.5	36.1	-0.2	5.6
安全性 自己資本比率	%	77.6	75.6	12.7	75.5	68.7
流動比率	%	387.3	351.6	117.8	405.6	266.6
固定長期適合率	%	34.4	33.5	119.9	52.2	57.3

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で算出

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出  
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆実質株主判明調査で培った機関投資家ネットワーク

同社の知的資本の源泉は、実質株主判明調査で培った機関投資家ネットワーク、独自の調査網である(図表 21)。

【図表 21】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・時価総額の上位のグローバル企業含め上場事業からの信頼が暑い	顧客数	567社
	ブランド ・実質株主判明調査シェア 1位 ・SR調査の黎明期から他社に先行して、外国人投資家の多い時価総額上位企業のニーズを汲み取った実績 ・プロキシー・アドバイザーとしての敵対的TOB等での実績	時価総額5,000億円シェア 大手企業の調査受託実績 委任状回収、プロキシー・ファイト実績	49.5% ソニー・大手製薬会社 多数
	ネットワーク・事業パートナー ・自社ネットワークで、機関投資家に直接アクセスし実質株主調査を行える調査力 ・長年の資本市場へのアクセスで培ったアナリスト、機関投資家、機関投資家特性のデータベース	海外拠点 機関投資家、アナリスト数 アクティビスト等特色のある株主のリスト	東京・ニューヨーク バイサイド約2,800名 セルサイド約2,700名 -
組織資本	プロセス ・実質株主判明調査を核として、問題点を指摘し、各種コンサルティングサービスに結びつけるノウハウと一連の業務フロー ・独自の調査プロセスと国内最大規模の判明調査体制	- 調査員・担当者数	- 約50名
	知的財産 ノウハウ ・法、規制の制度変更に対応できるコンサルティング能力 ・SR関連サービス、プロキシー・アドバイザー、証券事務代行、投資銀行業務までワンストップでサービス提供できる幅広いサービスラインナップ	- -	- -
人的資本	経営陣 ・インセンティブ	取締役による保有 役員報酬額(取締役)	5,017,300株(54.1%) 145,375百万円
	従業員 ・高い専門知識を活用できる人材集団 ・インセンティブ	コンサルタント数 平均年間給与	40~50名 8,497千円

(注) 開示データは 17/3 期上期末(従業員平均年齢、平均給与は、16/3 期末) KPI 数値のカッコ内は発行済株式数に対する比率  
バイサイドとは機関投資家等、セルサイドとは機関投資家等に有価証券の売買を仲介する機関  
(出所) 有価証券報告書、説明会資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

#### > ESG活動の分析

#### ◆ 環境対応 (Environment)

会社資料、Web サイト等において環境対応への具体的な取り組みなどについての言及は確認できていない。

#### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、上場会社へのガバナンスや企業価値向上の提案を通じて、資本市場の活性化に貢献することを ESG 活動の一つと考えている。

#### ◆ 企業統治 (Governance)

同社は、監査等委員会設置会社であり、取締役は、5 名(うち、監査等委員である取締役 3 名、社外取締役 2 名)で構成されている。

社外取締役の木村紘一郎氏は、三菱商事(8058 東証一部)入社後、

財務部長、株式会社メタルワン(未公開) 監査役、三菱商事顧問等歴任後、総合商社での財務担当としての経験並びに鉄鋼総合商社の監査役経験による見識が評価され、09年6月に旧アイ・アールジャパンの監査役に就任、15年6月には、同社が監査役等委員会設置会社への移行に伴い、監査等委員である取締役役に就任している。

家森信善氏は、04年2月に名古屋大学大学院経済学研究科教授に就任、10年9月に、金融庁金融機能強化審査委員に就任、11年1月に金融庁金審議委員に就任した後、金融論、コーポレートガバナンスの専門家としての見識が評価され、12年6月にアイ・アールジャパンの監査役に就任した。14年4月には、神戸大学経営研究所教授に就任、15年6月には、同社が監査役等委員会設置会社への移行に伴い、監査等委員である取締役役に就任している。現在、損害保険事業総合研究所非常勤理事、金融庁金融機能強化審査委員会委員、金融庁金融審査会委員、名古屋大学大学院経済学研究科客員教授、神戸大学経済経営研究所教授等を兼務している。

16/3期の取締役会は13回開催され、木村氏が3回欠席している。同社は、現社長の寺下氏史郎氏が52.6%の株式を保有する株主であるため、少数株主の保護には通常会社以上に注意を払うべきであり、また同社が他社のコーポレートガバナンスのコンサルティングを行うという立場上、社外取締役には、より高い出席率が好ましいと思われる。

## > 対処すべき課題

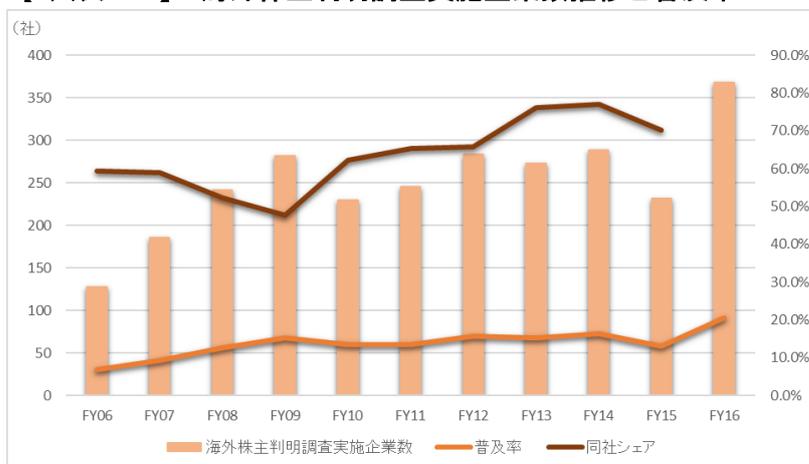
### ◆ SRコンサルティングの普及

従来、同社では外国人の持株比率が20%以上、かつ時価総額5,000億円の企業においては、実質株主判明調査を必要とする企業としてきた。コーポレートガバナンス・コード導入時において、外国人比率20%以上の企業は673社、時価総額5,000億円以上は235社であった。

日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの導入の動きにより、時価総額が比較的小さい企業においても、東証一部、二部上場企業を中心にSR対応が急速に高まり、これらのコンサルティングの重要性が増している。

現在、外国人比率が20%を超える企業数は725社であるが、実質株主判明調査を行っている企業数は368社と約半分である(図表22)。年々実質株主判明調査の普及率は上昇しているものの、時価総額の小さい企業において、経営陣の認識・対応は不十分と思われる。SRコンサルティング業務において、同社の高い精度でのアウトプットと豊富な実績を武器に、これらの上場会社の啓蒙活動による一層のSR活動の普及が必要である。

【 図表 22 】 海外株主判明調査実施企業数推移と普及率



(注) FY16の同社シェアは、年度末に判明  
(出所) 説明会資料

#### ◆ 投資銀行業務の拡大

同社グループは、14年1月に投資銀行部を発足させ、ライツ・オフアリング関連業務やM&A、経営統合、完全子会社化等のフィナンシャル・アドバイザー業務のサービス提供を行っているが、投資銀行業務は、証券会社、メガバンク、コンサルティングファーム等との競争が激しく、後発組の同社は、SRコンサルティング業務、実質株主判明調査業務等の独自の強みを生かして差別化を図りつつ、拡大を図る必要がある。

#### ◆ 証券代行業務をより効率的に推進

同社グループは12年4月より証券代行業務に参入した。証券代行業務は、差別化が難しかったが、株券電子化を機に、大型の設備等が不要で低コストかつスピーディーな運用が可能となったため、株主数が多く代行コストが高い会社や上場予備群の未上場会社へのアプローチ等を積極化している。

長期的には、株主名簿の管理は同社グループのサービスの根幹であるSR関連事業との売上面でのシナジー効果も期待できるが、当面は競合他社とのシェア・受注争いにより、収益的に厳しさも予想されるため、SRコンサルティング等と連動させ証券代行業務を低コスト、且つ効率的に運営することが必要である。

#### ◆ 人的資源の拡充

同社グループのSRコンサルティングは、専門性を有する人材を多方面から採用する必要があるが、また競合他社においても同様に人材のニーズが高いと思われる。人材の確保、教育、定着に関して、同社では、実務知識習得のための社内勉強会、各種研修プログラム、OJT等によ

り社内での専門人材の育成、早期戦力化等を試みているが、売上高を拡大してゆく上で最も重要な経営課題の一つであろう。

## > 今後の事業戦略

### ◆ コーポレートガバナンス関連コンサルティングの強化

同社は、15年に導入されたコーポレートガバナンス・コードを受けて、各種原則に対応したコンサルティングを展開しており、年々、議決権行使助言会社等の基準が厳しくなりつつあるため、同社のコンサルティングにおいても、原則ごとにサービスを提供しており、更に業容の拡大が期待される。

### ◆ 投資銀行業務の強化

同社は、14年1月に投資銀行部を設置した。SR関連の業務受託は、株主総会と絡むため、季節性が強く、また委任状争奪等では、コールセンター等の一部業務を外部委託する必要から費用が嵩み収益性が低くなることもあり、同社では、高収益で、また季節性のブレが相対的に低い投資銀行業務を近年強化しつつある。

同社では、独立系ファームというポジションを活かす形で、株主対応の中で収集した情報を活用し、またSR関連業務で培った株主との関係を活用して、他の投資銀行が手掛けにくい時価総額の小ぶりの企業をターゲットに、選択と集中にかかるM&A(子会社売却・買収等)、MBO、事業承継対策に絡むオーナー株式の売却等の獲得を目指している。

### ◆ 証券代行業務の収益化

大手信託銀行グループに寡占化された証券代行業務は、装置産業であり、差別化が難しく、規模が必要であるため、価格競争が起きやすい。同社では、SR関連業務と連携し、効率的な運営を行うとともに、コンサルティング業務による差別化を目指している。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表 23 のようにまとめられる。

【 図表 23 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>IR/SR関連業務をワンストップで提供できる幅広いサービスラインナップ</li> <li>実質株主判明調査を自社ネットワークのみで行える高い調査力</li> <li>高い実績、シェアに裏付けられたブランド力</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>収益の季節性が大きく、また受注状況により必要人員が異なるため、プロキシー・アドバイザー業務等が増加した際には外部への委託業務部分が増え、余分にコストがかかりやすい</li> <li>現社長の強いリーダーシップとビジョンゆえに、独自の経営ビジョンを持った後継者が育ちにくい</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資銀行業務の拡大による事業拡大</li> <li>コーポレートガバナンス等の法令の変更、規制強化による事業機会の拡大</li> <li>外国人株主の増加、株主自身の権利の自覚による委任状争奪戦等の増加</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>同社にコーポレートガバナンス上の不備、コンプライアンス上の違反、その他不祥事等が生じた際のビジネスへの影響が通常の会社以上に大きい。</li> <li>証券代行業務に従事する上での自己資本比率規制（120%）等の事業ライセンス保持条件に抵触する事業の発生</li> </ul>

(出所)証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 現社長の強力なリーダーシップ

現代表取締役社長の寺下氏が MBO で同社を引継ぎ、従来の IR コンサルティングを中心とした経営から、SR コンサルティングに舵を切り、当時誰も把握できていなかった実質株主判明調査について、調査ノウハウを蓄積し、業界での先駆者としての地位を確立し高いシェアを確保した。

証券代行業務、投資銀行業務等への参入等も積極的に行っており、チャレンジャーとして、新しいことに挑戦し、既存のサービスと絡め、パッケージソリューションとして提供することで、独自の存在感を出す経営力は高く評価できる。

一方で、同社は有価証券報告書等で、現代表取締役社長の寺下氏への依存の高さを事業等のリスクとして指摘している。同社は、JASDAQ 企業であるため、コーポレートガバナンス・コードの補充基本 4-1③（後継者計画の監督）の実施について、「コンプライ・オア・エクスプレイン」を求められてはいるが、①同社がコーポレートガバナンス・コード対応コンサルティングを行っており、②現代表取締役への依存度の高さを事業リスクとして、認識している点を考えれば、率先して、後継者計画の考え方についての開示が今後期待される。

◆ 経営陣に入り込むことによる優位な事業展開

同社は、実質株主判明調査、取締役会評価支援、社外取締役紹介、役員の株式報酬制度のコンサルティング、議決権行使結果分析等、経営陣に直接関係する事項のコンサルティングを積極的に行っており、経営陣から企業の問題点を相談される機会が多い。このため、提案するソリューションにも総合力が求められる半面、事業チャンスも多く、結果として、過去のソリューション結果がメニューに加えられることで、より対応力に幅が出るポジティブなスパイラルが働いていると考えられ、当面その優位性は維持されると思われる。

◆ 株主還元策

同社は、証券代行業務を行う上で、金融商品取引法により自己資本規制比率 120%の維持が求められているため、財務体質の健全性は経営の根幹に関わる。16年12月末時点での子会社アイ・アールジャパンの自己資本規制比率は431.1%と、14年3月末時点の562.2%からは、やや低下しているが、健全な水準を維持している。

株主還元は、配当性向 50%を現在の基本的な考えとし、ROE 等資本効率性の目標は掲げていないが、順調な業績推移による利益剰余金の増加で、ROE が下がるようであれば、総還元性向による追加的な株主還元策等をとることも視野に入ろう。

> 今後の業績見通し

◆ 17年3月期通期予想を上方修正

同社は、第3四半期発表時に17/3期通期利益予想を上方修正した(図表24)。売上高は据え置かれたが、利益予想が上方修正された。プロキシー・アドバイザーやM&Aなど収益性の高い投資銀行業務の案件増加したことが要因である。当期純利益の修正幅が大きいのは、上記要因に加え法人税の見積り修正を行ったことによる。また、期末配当を7円増配の25円とした。

【 図表 24 】 業績修正比較表

	売上高	営業利益	経常利益	親会社株主に帰属する当期純利益
前回発表予想 (A)	3,800	900	900	514
今回修正予想 (B)	3,800	1,000	1,000	650
増減額 (B-A)	—	100	100	136

(出所) 説明会資料

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンターでは、同社が第3四半期公表時に行った業績予想修正を受け、17/3期業績を、売上高 3,822 百万円(前期比 10.2%増)、営業利益 1,013 百万円(同 29.8%増)、経常利益 1,013 百万円(同 28.5%増)、当期純利益 658 百万円(同 47.9%増)と会社とほぼ同水準を予想する(図表 25)。

同社は、第1四半期が繁忙期であり、下期は相対的に売上高が低いことに加え、第3四半期時点で利益の進捗率は 80%と高く、かつ受注産業である同社の場合、17/3期については修正業績を達成する確度は高いと考える。

足元では、上場企業におけるコーポレートガバナンス・コード対応が本格的に高まりつつあり、実質株主判明調査の頻度増加や株主総会議案の賛否シミュレーションを事前に実施する上場企業が増加傾向にあり、さらに、取締役会の実効性評価、新しい役員報酬制度の導入、独立社外取締役紹介サービス等の新規サービス受託が順調に増加すると予想される。これらの流れをうけ、18/3期と19/3期については、営業増益率はそれぞれ 15.0%、10.3%と予想する。

【 図表 25 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

決算期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期CE	17/3期E	18/3期E	19/3期E
売上高	3,192	3,209	3,469	3,800	3,822	4,314	4,691
前期比	69.5%	0.5%	8.1%	9.5%	10.2%	12.9%	8.7%
サービス別							
IR・SRコンサルティング	2,370	2,392	2,665	-	3,277	3,769	4,146
前期比	6.7%	0.9%	11.4%	-	23.0%	15.0%	10.0%
ディスクロージャーコンサルティング	583	578	571	-	545	545	545
前期比	-1.4%	-0.9%	-1.3%	-	-4.6%	0.0%	0.0%
データベース・その他	237	238	232	-	230	230	230
前期比	-3.0%	0.5%	-2.6%	-	-0.9%	0.0%	0.0%
売上総利益	1,811	2,018	2,376	-	2,714	3,076	3,354
前期比	-3.5%	11.4%	17.7%	-	14.2%	13.3%	9.0%
売上総利益率	56.8%	62.9%	68.5%	-	71.0%	71.3%	71.5%
販売管理費	1,185	1,469	1,595	-	1,701	1,911	2,068
販管費率	37.1%	45.8%	46.0%	-	44.5%	44.3%	44.1%
営業利益	626	549	780	1,000	1,013	1,165	1,286
前期比	2.3%	-12.3%	42.0%	28.1%	29.8%	15.0%	10.3%
営業利益率	19.6%	17.1%	22.5%	26.3%	26.5%	27.0%	27.4%
経常利益	560	551	779	1,000	1,013	1,156	1,277
前期比	-7.8%	-1.6%	41.4%	28.2%	28.5%	14.2%	10.4%
経常利益率	17.6%	17.2%	22.5%	26.3%	26.5%	26.8%	27.2%
税引前利益	560	558	754	-	1,013	1,156	1,277
前期比	-7.8%	-0.4%	35.2%	-	34.2%	14.2%	10.4%
当期純利益	336	365	445	650	658	752	830
前期比	4.9%	8.6%	21.8%	46.0%	47.9%	14.3%	10.3%
当期利益率	10.5%	11.4%	12.8%	17.0%	17.2%	17.4%	17.7%

(注) 14/3期までは株式会社アイ・アール ジャパンの数値

(注) E:証券リサーチセンター予想、CE:会社予想

(出所) 証券リサーチセンター

【 図表 26 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期E	18/3期E	19/3期E
<b>貸借対照表(百万円)</b>						
現預金	2,032	1,607	1,849	1,742	1,931	2,167
売掛金	297	607	860	958	1,081	1,175
仕掛品	19	15	24	24	24	24
前払費用	46	75	61	61	61	61
その他	69	270	74	76	76	86
流動資産	2,466	2,575	2,871	2,863	3,176	3,516
有形固定資産	121	343	311	326	386	446
建物及び構築物	89	281	196	230	292	355
工具、器具及び備品	85	205	208	228	268	308
減価償却費累計額	102	143	92	132	173	217
無形固定資産	344	459	479	479	480	480
ソフトウェア	180	440	457	458	458	459
その他	163	18	21	21	21	21
投資その他の資産	242	347	320	320	320	320
固定資産	708	1,149	1,111	1,126	1,187	1,247
繰延資産	-	-	-	3	2	0
資産合計	3,174	3,730	3,986	3,989	4,363	4,763
買掛金	171	29	32	43	48	51
短期借入金	-	-	100	100	100	100
未払金	4	335	84	84	84	84
未払法人税等	69	113	214	309	354	404
その他	154	91	162	210	235	254
流動負債	399	750	741	747	822	894
退職給付にかかる負債	1	2	3	3	3	3
役員退職慰労引当金	98	124	147	147	147	147
固定負債	100	127	150	150	150	150
負債合計	499	877	891	898	972	1,044
純資産合計	2,674	2,853	3,095	3,091	3,390	3,718
(自己資本)	2,674	2,853	3,095	3,078	3,377	3,705
<b>キャッシュ・フロー(百万円)</b>						
税金等調整前当期純利益	560	558	754	1,013	1,156	1,277
減価償却費	74	149	179	197	207	217
売上債権の増減額 (-は増加)	10	-309	-253	-97	-123	-94
仕入債務の増減額 (-は減少)	-18	-42	3	10	5	3
未払金の増減額 (-は減少)	0	109	-75	0	0	0
その他	25	146	117	2	0	-9
法人税等の支払額(プラスは還付額)	-299	-201	-183	-338	-430	-488
営業活動によるキャッシュ・フロー	354	411	542	786	815	906
有形固定資産の取得による支出	-81	-89	-213	-50	-100	-100
無形固定資産の取得による支出	-111	-287	-132	-150	-150	-150
その他	4	-74	349	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-188	-451	3	-200	-250	-250
短期借入金の純増減額 (-は減少)	-	-	100	0	0	0
定期預金の払戻による収入	-	-	-	350	0	0
配当金の支払額	-154	-185	-203	-358	-376	-420
自己株式の取得による支出	-	-	-	-300	0	0
株式の発行による収入	1,012	-	-	0	0	0
株式の発行による支出	-77	-	-	0	0	0
その他	-5	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	774	-186	-103	-308	-376	-420
現金及び現金同等物に係る換算差額	0	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	940	-225	441	278	189	235
現金及び現金同等物の期首残高	307	1,247	1,022	1,464	1,742	1,931
現金及び現金同等物の期末残高	1,247	1,022	1,464	1,742	1,931	2,167

(注) 14/3 期までは株式会社アイ・アール ジャパンの数値

(注) E:証券リサーチセンター予想

(出所) 証券リサーチセンター

**◆ 売上の季節性**

同社は、SR コンサルティング業務の特性上、第1四半期に売上が偏重する傾向がある。近年は、投資銀行業務、証券代行業務等季節性が相対的に少ない事業の構成比の拡大に伴い、この傾向は従来減少しているものの、業績を見る際には注意が必要である（図表27）。

**◆ 主要株主による株式売り出し**

現在、同社は現代表取締役社長の寺下氏が過半を保有しているが、同氏の事情により株式売却の可能性があるが、その際は一時的に需給悪化による株価下落要因となりえる。

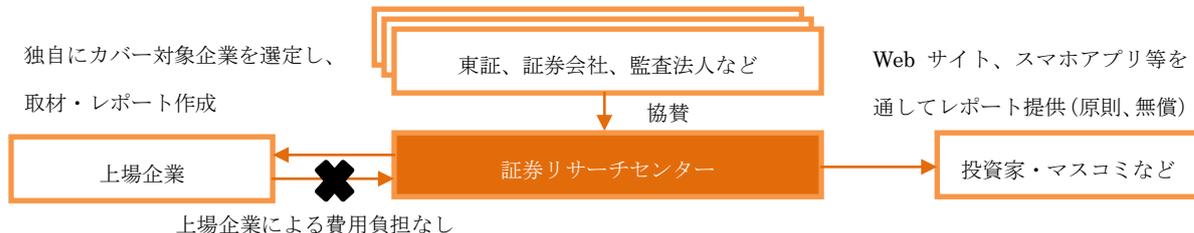
寺下氏は、16年5月16日において386,000株を売却、これをToSTNeT-3にて同社が買い取った。寺下氏が更に527,000株の売却を目的に三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社に投資一任契約を締結し、5月17日から8月2日にかけて市場での売却を実施した。売却後の同氏の保有比率（議決権比率）は、54.96%となった。

**◆ コンプライアンス**

同社は、金融商品取引法上の第一種金融商品取引業者として、金融庁の管轄下で、各種の法令その他諸規則の遵守を求められており、それらが守れなかった際は、業務改善命令等の行政処分や罰則等の可能性があり、同社業績に大きな影響を与える可能性がある。

### 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



### ■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

### 本レポートの特徴

#### 「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

#### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

#### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

#### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

### 本レポートの構成

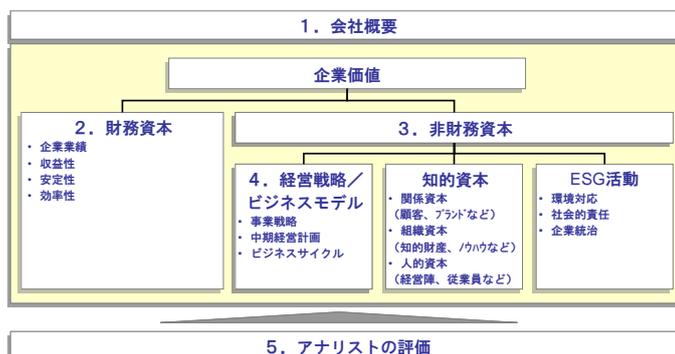
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。