

# 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 東証二部

アップデート・レポート  
2017年11月24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 20171121

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  
ガバナンス対応コンサル、投資銀行業務の拡大で、18年3月期も堅調に推移

> 要旨

◆ 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)、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・アールジャパンを有する持株会社である。

◆ 18年3月期上期はIR・SR コンサルティングが好調

・18/3 期の第 2 四半期累計期間の連結業績は、売上高 2,262 百万円 (前年同期比 8.5%増)、営業利益 800 百万円 (同 14.4%増)、経常利益 801 百万円 (同 14.6%増)、当期純利益 540 百万円 (同 26.4%増) と堅調に推移した。  
・コーポレートガバナンス・コード対応に加え、投資銀行業務の M&A 関連が本格的に寄与し始めたことで、IR・SR コンサルティングが前年同期比 13.6%増の 1,837 百万円と他のサービスの落ち込みを補った。

◆ 18年3月期業績予想

・同社は、18/3 期について、売上高 4,100 百万円(前期比 6.9%増)、営業利益 1,100 百万円(同 8.9%増)、経常利益 1,100 百万円(同 9.0%増)、当期純利益 725 百万円(同 4.3%増)と期首計画を据え置いた。堅調な上期業績を受けて、中間配当を 25 円へ増配した。  
・証券リサーチセンターでは、売上高 4,169 百万円(前期比 8.7%増)、営業利益 1,144 百万円(同 13.2%増)と予想を据え置いた。SR コンサルティング、取締役会評価を中心にガバナンス関連コンサルティング、投資銀行業務等が好調に推移すると予想する。

◆ 投資に際しての留意点

・同社の事業は株主総会に関連するものが多く、第 1 四半期で、年間営業利益の半分弱を計上する。このため、第 1 四半期の業績動向が、年間の業績、および株価に大きな影響をおよぼす可能性がある。

【 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)
2016/3	3,469	8.1	780	42.0	779	41.4	445	21.8	48.0	333.6	28.0
2017/3	3,836	10.6	1,009	29.4	1,008	29.4	694	56.1	77.7	358.8	40.0
2018/3 CE	4,100	6.9	1,100	8.9	1,100	9.0	725	4.3	81.5	—	50.0
2018/3 E	4,169	8.7	1,144	13.2	1,135	12.6	738	6.3	82.9	409.6	50.0
2019/3 E	4,510	8.2	1,262	10.3	1,254	10.4	816	10.5	91.6	451.8	45.8
2020/3 E	4,885	8.3	1,390	10.1	1,381	10.2	898	10.1	100.8	504.1	51.0

(注) E：証券リサーチセンター予想、CE：会社予想

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

【主要指標】

	2017/11/17
株価 (円)	2,200
発行済株式数 (株)	9,291,955
時価総額 (百万円)	20,442

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	28.3	26.5	24.0
PBR (倍)	6.1	5.4	4.9
配当利回り (%)	1.8	2.3	2.1

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	17.1	33.9	86.1
対TOPIX (%)	17.2	22.8	55.1

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2016/11/18

## > 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>注1</sup>、SR (Shareholder Relations) <sup>注2</sup> 関連サービスを中心として提供する株主対応・M&A 支援を手掛ける独立系コンサルティングファームのアイ・アールジャパンを有する持株会社である。

同社グループは 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つに分けられている (図表1)。

IR・SR コンサルティングの売上高が 17/3 期の売上高の 79.3% を占め、同社グループの中核事業となっている。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全売上高の 14.5% 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・その他は売上高の 6.2% 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	3,043	14.2%増	実質株主判明調査、議決権事前賛否シミュレーション、プロキシー・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	556	2.5%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	236	1.7%増	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	3,836	10.6%増	

(注) 売上高は、17/3 期実績

(出所) アイ・アールジャパンホールディングス短信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)。同子会社の売上高は、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、M&A 等による機動的な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>ガバナンス・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 (リストラクティブ・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> <li>・ 企業リスク分析</li> </ul>
<b>投資銀行業務</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ブロキシシー・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

同社グループの中核サービスは、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、同社グループが最も得意とする分

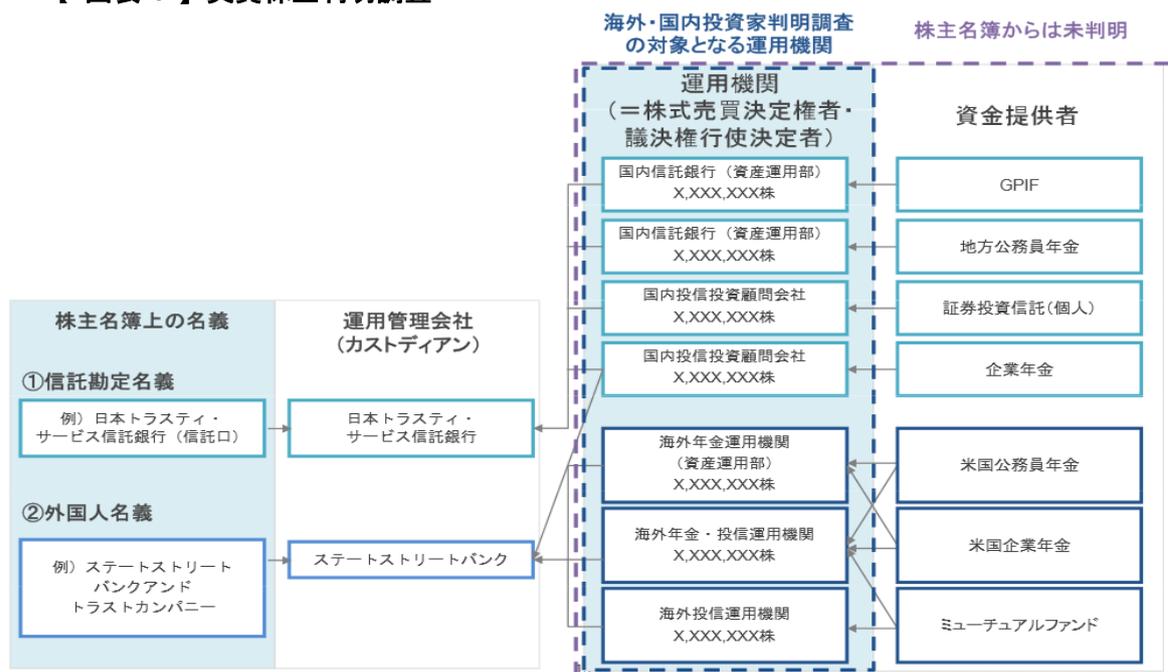
野である。IR・SR コンサルティングにおけるサービス別売上高構成比は開示していないが、同サービスの売上高の大部分は、実質株主判明調査、総会支援から構成されている。

(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ぶ。

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運用管理会社である。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である。更に、機関投資家に運用資金を提供する資金拠出者として、年金基金、保険会社、個人等が存在する。

【 図表 4 】 実質株主判明調査

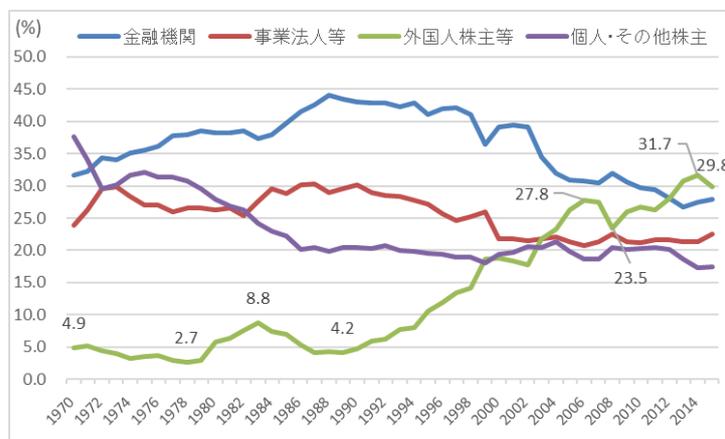


(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

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、資金拠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、機関投資家、資金拠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。90年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%超を保有する場合、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%以下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。

同社グループの特徴は、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、独力で実質株主判明調査を行うことができる点にある。

(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

上場企業のうち、海外株主判明調査<sup>注4</sup>を行っている割合は、20.4%(16年10月末時点)であり、このうち、時価総額5,000億円以上の上場企業における同社グループのシェアは39.8%、時価総額1兆円以上企業では同59.7%とトップシェアを占めている。

【図表6】海外株主判明調査市場とアイ・アールジャパンのシェア

時価総額	IR Japan顧客	対象企業社数*	シェア**
2兆円以上	34社	62社	54.8%
1兆円以上	37社	62社	59.7%
5,000億円以上	49社	123社	39.8%

(注) 17年3月末時点の株価に基づき算出  
(出所) アイ・アールジャパン Web サイト

#### ◆ その他 SR コンサルティング

実質株主判明調査は、同社グループ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。

#### ◆ ガバナンス・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。

これを受けて、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。同社グループは、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)、実質株主判明調査、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)。

(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。

【 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

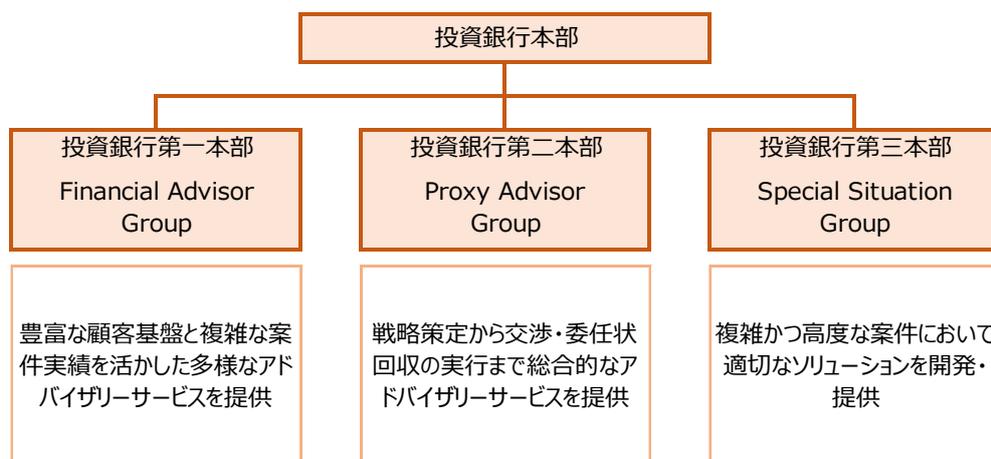
該当する原則	求められる事項	当社グループのサービス
1-1①	株主総会時における議案の反対理由の原因分析	・議決権行使結果分析
1-2④	議決権の電子行使を可能とするための環境作り	・招集通知英訳支援サービス ・エンゲージメントプラットフォーム
4-2①	役員報酬は、中長期的な企業価値向上を実現するためのインセンティブとして機能させる	・株式報酬制度の導入コンサルティング
4-8	社外取締役の選任	・独立社外取締役紹介サービス
4-11③	取締役会全体の実効性について分析・評価及び結果の開示	・取締役会評価支援サービス
5-1	株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組	・SRコンサルティング
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、同社グループは、プロキシ・アドバイザー、M&A等を得意とし、組織体制はFinancial Advisor Group、Proxy Advisor Group、Special Situation Groupの3部門に分かれ、独自色を出した投資銀行業務を拡大しつつある(図表8)。

【 図表 8 】 投資銀行本部の組織体制



(出所) アイ・アール ジャパン投資銀行本部のご紹介より、証券リサーチセンター作成

プロキシ・アドバイザーとして、同社グループは、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)。

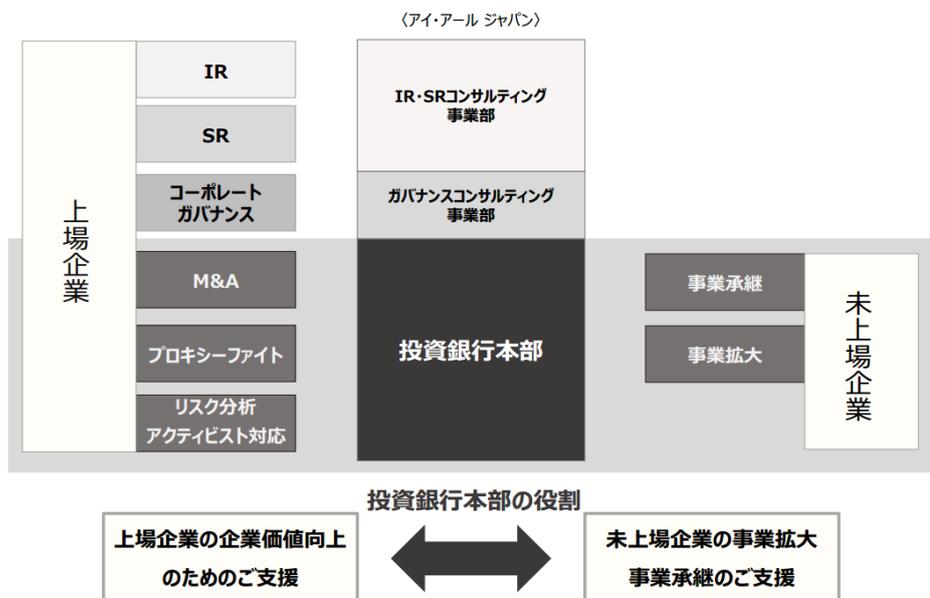
【図表9】プロキシ・ファイト等の主な実績(公表可能なもの)

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

同社グループの投資銀行業務は、実質株主判明調査・SR 支援で確立した優良な顧客基盤と長期的な信頼関係をベースとして、上場企業の企業価値向上と未上場企業の事業拡大ニーズを満たすことを目指している(図表10)。

【図表10】投資銀行本部のビジネスドメイン



(出所) アイ・アール ジャパン投資銀行本部のご紹介

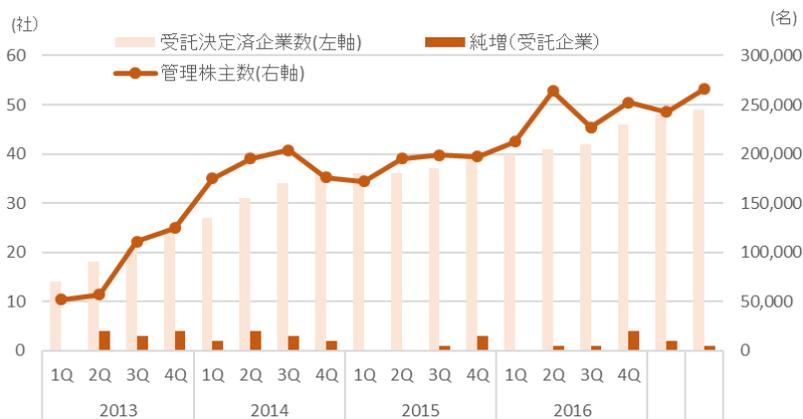
現在、専門人材の増員を積極的に行っており、昨年から10名弱の増員を行った。同社グループは、株主構成等で利害関係のからむ複雑かつ高度な案件と得意とし、そのターゲット層は上場企業の中でも株式時価総額が数百億円、又はそれ以下で、上場企業が絡む未公開企業をターゲットとしている。

◆ 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、17年3月末時点での3社合計の受託企業数は、5,998社、株主数は55,900万人とあり、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。

証券代行業業は、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変えにくい。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受託競争が、慢性的に起こっている。その中で、同社グループは、着実に受託企業数、管理株主数を増やしてきており、17年11月2日時点では17年7月末比では管理株主数は22,932名増加、受託済企業数は1社増加し、管理株主数は265,807名、受託済企業数は49社となった(図表11)。

【図表11】証券代行業業における受託決定済企業、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

同社グループでは、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

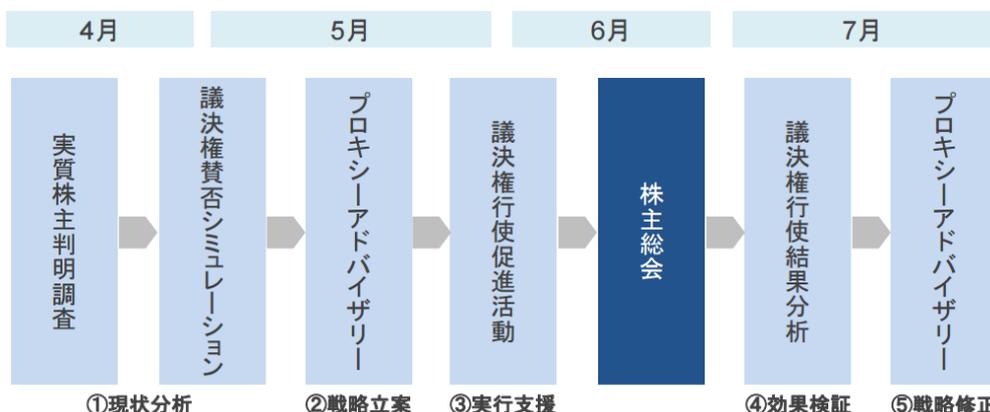
#### ◆ 顧客は上場企業

同社グループは、機関投資家を中心とした株主と事業会社の間に見える問題点に関して、各種のコンサルティングを提供している。同社グループにとって、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。

同社グループ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

同社グループが、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。

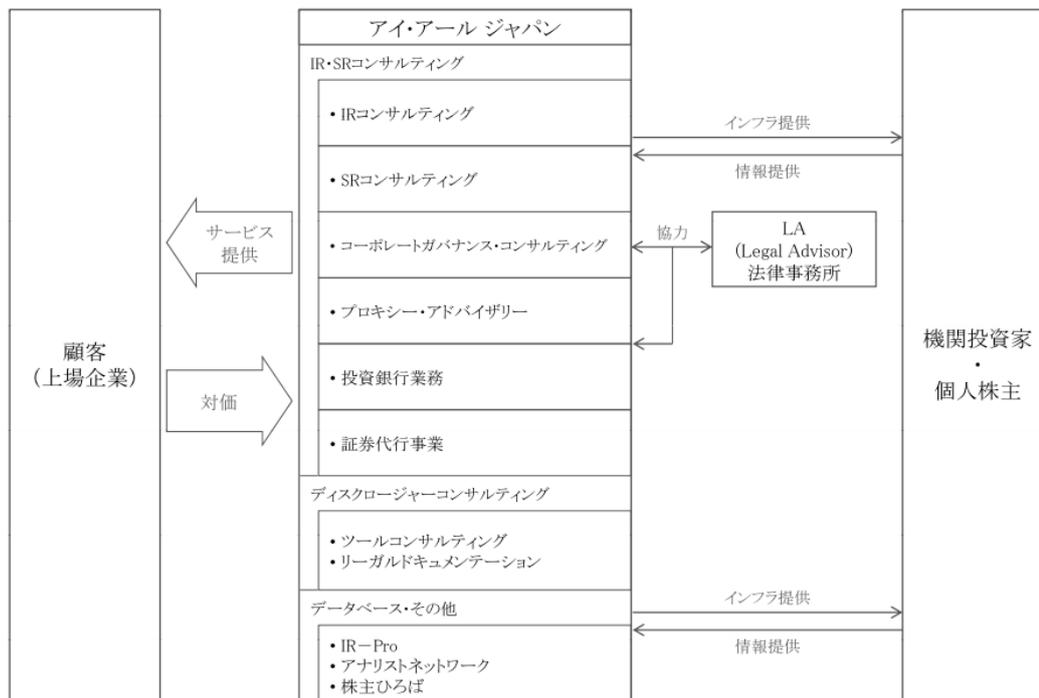
実質株主判明調査を行うには、信託会社を含めたカストディアン<sup>注6</sup>の議決権行使、コーポレートアクションを担当するミドルオフィス部門とのネットワークが欠かせない。加えて、実質的な意思決定者である機関投資家、資金拠出者の議決権行使関連の担当者等との関係構築も必要となる。同社グループは、各種のインフラサービスを提供するものの、基本的には対価を取っていない。より多くの機関投資家、株主が利用することでネットワーク外部性を働かせ、それを付加価値とし、顧客である上場企業から対価を得ている。

また、同社グループのサービスは、法規制の影響を受けるため、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)。

(注6) 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。

【 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、同社グループの場合、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。

## ➤ 決算概要

### ◆ 18年3月期上期は8.5%増収、14.4%営業増益

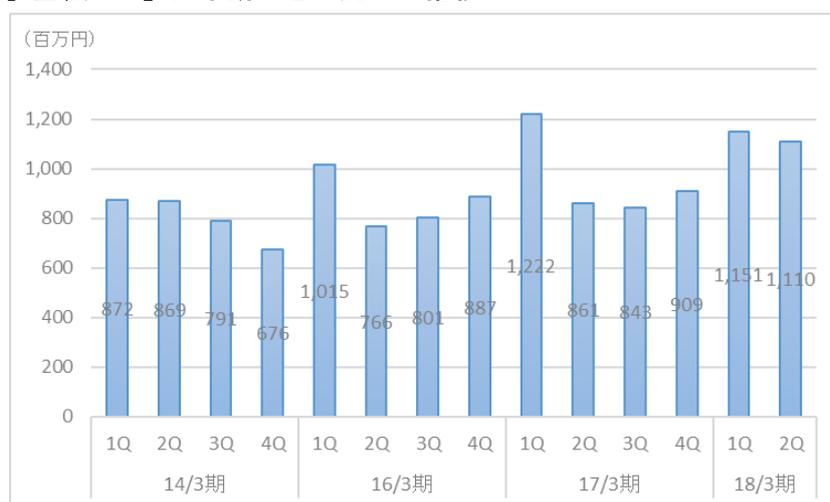
18/3期第2四半期累計期間(以下、上期)の連結業績は、売上高2,262百万円(前期比8.5%増)、営業利益800百万円(同14.4%増)、経常利益801百万円(同14.6%増)、当期純利益540百万円(同26.4%増)となった。

サービス別では、議決権リスク意識の高まりを受け、実質株主判明調査や議決権賛否分析をはじめとする主力のSRコンサルティング業務に加え、投資銀行のプロキシシー・アドバイザー業務、投資銀行業務が伸長し、IR・SRコンサルティングの売上高が前年同期比13.6%増の1,837百万円と全体をけん引した。ディスクロージャーコンサルティングは、収益性を優先した結果322百万円(同10.6%減)、データベース・その他が102百万円(同3.8%減)と減収となった。

18/3 期上期の増収額の約半分は、従来からのコア事業である実質株主判明調査の伸びによるものである。残りの半分は、プロキシアドバイザー (PA) 事業、M&A 関連事業等スポット的な案件受託からの貢献が同程度とみられる。また、加えて、アクティビスト対応の売上の貢献度も徐々に上がってきている。

四半期ごとの売上高の推移を見ると、主力の実質株主判明調査が株主総会前に集中する一方で、株式譲渡や資本政策などのファイナンスに関する投資銀行業務の増加により、第 1 四半期に売上が偏重するという業績の季節性が低下しており、18/3 期は第 2 四半期に大規模 M&A 案件の貢献もあり、第 1 四半期に近い水準に達している (図表 14)。

【 図表 14 】 四半期ごとの売上の推移



(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料より  
証券リサーチセンター作成

費用面では、投資銀行業務部門の増強により人件費増があったものの、外部リソースへの依存度の高い業務のウェイトは増加しなかった為、全体では、売上の伸びを下回る費用増にとどまり、利益率が改善した (図表 15)。

【 図表 15 】 18 年 3 月期上期 費用内訳

		(百万円)		
内訳	費用科目	2018/3期 第2四半期 連結累計期間	2017/3期 第2四半期 連結累計期間	増減
変動費 (売上原価)	外注費	208	226	▲18
固定費 (販管費)	人件費	734	676	58
	減価償却費	112	100	12
	地代家賃	103	102	0
	その他	305	280	26
変動+固定合計	売上原価+販管費合計	1,462	1,385	76

(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

➤ 事業戦略の進捗

◆ 経済産業省公表：コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針

17年3月に経済産業省より、「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」が公表され、企業のガバナンス体制の構築や実効性の向上が今後ますます求められるようになった(図表16)。

【 図表 16 】 コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針と同社の対応サービス

CGSガイドライン	当社グループのガバナンス関連サービス
<p><b>2.4.3. コーポレートガバナンス対応部署に関わる整備</b></p> <p>コーポレートガバナンスについて各企業が統合的な戦略を策定する必要があることも踏まえると、「<b>カンパニー・セクレタリー</b>」と呼ぶかどうかは別として、コーポレートガバナンス対応を一元的に統括する部署・担当者を配置することを検討することが考えられる。</p>	<p style="background-color: #003366; color: white; padding: 2px;"><b>カンパニー・セクレタリー設置に関するコンサルティング</b></p> <p>SRコンサルティングの強みを活かした各企業に沿った体制の提供</p>
<p><b>2.4.4. 取締役会の実効性評価</b></p> <p>どのような方法で取締役会の実効性評価を行うかは、各企業において検討すべきことであるが、いずれの方法を選択するとしても、その前提として、<b>第三者的な視点</b>を取り入れながら、前述したように自社の経営や取締役会の在り方について取締役会で議論することが必要と考えられる。</p>	<p style="background-color: #003366; color: white; padding: 2px;"><b>取締役会評価</b></p> <p>機関投資家の視点に立った支援に加え、グローバル企業にて取締役会実効性評価の豊富な実績を持つ米国コンサルティング会社の監修・支援のもと実施</p>
<p><b>3.2. 社外取締役の活用に向けて</b></p> <p>社外取締役について、どのような資質を求めらるか検討する必要がある。社外取締役のうち1名は、<b>経営経験を有する社外取締役</b>を選任することを検討すべきである。</p>	<p style="background-color: #003366; color: white; padding: 2px;"><b>社外取締役紹介サービス</b></p> <p>ダイバーシティに富む人材バンクから機関株主の独立性基準を満たす候補者の紹介</p>
<p><b>4.2. 経営陣の報酬の在り方</b></p> <p>経営陣の報酬体系を設計する際に、<b>業績連動報酬や自社株報酬の導入</b>について、検討すべきである。</p>	<p style="background-color: #003366; color: white; padding: 2px;"><b>役員報酬コンサルティング</b></p> <p>「業績(IR)⇔「ガバナンス・報酬委(SR)⇔「役員報酬」の三位一体での情報発信を支援</p>

(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

◆ コーポレートガバナンス対応コンサルティングの強化

同社グループは、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いる。足元では、平成29年度税制改正を受け、リストラクテッド・ストック(RS)や報酬委員会立ち上げ等、役員報酬コンサルティングが拡大している。

また、取締役会評価コンサルティングも伸びており、2年目企業のリピート率は100%と定着しつつある。CG報告書によれば、現在の取締役会評価の大部分が自己評価のみであり、客観的な評価の実施が一般的になるようなら、新たな事業機会になると考えられる(図表17)。

【図表17】取締役会評価の実施を確認できた企業数：1,322社

評価主体	アンケート	ヒアリング	討議	その他	総計	割合
自己評価	676	139	66	204	1,085	86.7%
第三者関与評価	64	18	1	3	86	6.9%
第三者評価	6	7	0	4	17	1.4%
不明	0	0	0	134	134	10.7%
総計	746	164	67	345	1,322	100.0%

(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

一部の議決権行使助言会社から、監査役会設置会社における独立役員の構成比率は1/3を占めるものとする等、社外取締役に対する需要も強く、社外取締役紹介サービスとして、独立社外取締役候補者検索サイト、ID Search (Independent Director Search) の運用を開始した。

◆ SR (株主対応) コンサルティング支援

Activist Insightによれば、17年上期時点で、全世界のアクティビスト活動は485件と、昨年上半期(536件)に比べて減少しているものの、高い水準で推移している。日本においても、17年4月以降もアクティビストによる提案活動がみられ(図表18)、議決権賛否シミュレーションなどのニーズが高まりつつある。

日本では、キャッシュリッチな企業が多く、バランスシート関連の提案が今後も続くものの、欧米のように、よりマネジメントに踏み込んだ提案も増えてくる可能性があり、アクティビスト対応の難易度が高まることが予想されている。

【 図表 18 】 国内で見られた 17 年 4 月以降の主なアクティビスト活動

アクティビスト	対象企業	アクティビストの活動内容
(旧村上ファンド) レノ	黒田電気	株主提案が可決
米国ヘッジファンド エリオット・マネジメント	日立国際電気	株式大量保有
ストラテジック・キャピタル	内田洋行	10月に開催された株主総会において、増配等の株主提案。結果は、株主提案の否決に終わる。
(旧村上ファンド) C&Iホールディングス	三信電気	株式大量保有
香港ファンド オアシス・マネジメント	アサツーディ・ケイ	米国ファンドのベインキャピタルによるアサツーディ・ケイ株へのTOB反対
	アルパイン	アルプス電気によるアルパイン株へのTOB反対

(出所) アイ・アールジャパンホールディングス説明会資料

## > 業績予想

### ◆ 18 年 3 月期は 6.9%増収、8.9%営業増益を見込む

同社は、18/3 期の連結業績について、売上高 4,100 百万円（前期比 6.9%増）、営業利益 1,100 百万円（同 8.9%増）、経常利益 1,100 百万円（同 9.0%増）、純利益 725 百万円（同 4.3%増）の期首予想を据え置いた（図表 19）。

【 図表 19 】 損益計算書の予想

(単位：百万円)

決算期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期CE	18/3期E	19/3期E	20/3期E
売上高	3,192	3,209	3,469	3,836	4,100	4,169	4,510	4,884
前期比	4.4%	0.5%	8.1%	10.6%	6.9%	8.7%	8.2%	8.3%
サービス別								
IR・SRコンサルティング	2,370	2,392	2,665	3,043	-	3,407	3,748	4,123
前期比	6.7%	0.9%	11.4%	14.2%	-	12.0%	10.0%	10.0%
ディスクロージャーコンサルティング	583	578	571	556	-	528	528	528
前期比	-1.4%	-0.9%	-1.3%	-2.5%	-	-5.0%	0.0%	0.0%
データベース・その他	237	238	232	236	-	233	233	233
前期比	-3.0%	0.5%	-2.6%	1.7%	-	-1.0%	0.0%	0.0%
売上総利益	1,811	2,018	2,376	2,732	-	2,978	3,219	3,484
前期比	-3.5%	11.4%	17.7%	15.0%	-	9.0%	8.1%	8.3%
売上総利益率	56.8%	62.9%	68.5%	71.2%	-	71.4%	71.4%	71.3%
販売管理費	1,185	1,469	1,595	1,722	-	1,833	1,957	2,095
販管費率	37.1%	45.8%	46.0%	44.9%	-	44.0%	43.4%	42.9%
営業利益	626	549	780	1,009	1,100	1,144	1,262	1,389
前期比	2.3%	-12.3%	42.0%	29.4%	8.9%	13.3%	10.3%	10.1%
営業利益率	19.6%	17.1%	22.5%	26.3%	26.8%	27.4%	28.0%	28.4%
経常利益	560	551	779	1,008	1,100	1,136	1,253	1,381
前期比	-7.8%	-1.6%	41.4%	29.4%	9.0%	12.6%	10.3%	10.2%
経常利益率	17.6%	17.2%	22.5%	26.3%	26.8%	27.3%	27.8%	28.3%
税引前利益	560	558	754	1,024	-	1,136	1,253	1,381
前期比	-7.8%	-0.4%	35.2%	35.7%	-	10.9%	10.3%	10.2%
当期純利益	336	365	445	694	725	739	815	898
前期比	4.9%	8.6%	21.8%	56.1%	4.3%	6.4%	10.3%	10.1%
当期利益率	10.5%	11.4%	12.8%	18.1%	18.9%	17.7%	18.1%	18.4%

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想

(注) 15/3 期以前は、アイ・アールジャパンの数値

(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、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、ディスクロージャーコンサルティング及び、データベース・その他の売上高は、横ばいを見込む一方で、IR・SR コンサルティングが今期も売上高を牽引すると見込んでいる。

IR・SR コンサルティングにおいては、アクティビスト投資家が日本において活動を増やすことに呼応し、コアサービスである実質株主判明調査、総会対応が増加することを見込んでいる。加えて、投資銀行業務、コーポレートガバナンス関連コンサルティングも引き続き堅調に推移し、同サービス全体で約1割の増収を見込んでいる。

営業増益率は8.9%を見込んでいる。売上原価、販管費の予想の開示はなされていないが、基本的な費用構成比は上期の傾向が続くことを見込んでいる。第2四半期に計上されたM&A案件は第3四半期にも継続して一定の貢献が見込まれる。

上期の好調な決算を受け、中間配当を25円に引き上げ、年間配当50円、配当性向は61.4%となる予定である。

#### ◆ 証券リサーチセンターによる業績予想

証券リサーチセンターでは、18/3期の業績予想について、売上高4,169百万円(前期比8.7%増)、営業利益1,144百万円(同13.2%増)と、前回予想を据え置いた(図表19)。

主力のIR・SRコンサルティングの売上高は、株主総会において、アクティビスト等を含めた株主提案の増加に対応したSRコンサルティング、取締役会評価を中心にガバナンス関連コンサルティング、投資銀行業務等が好調に推移し、3,407百万円(同12.0%増)と予想する。

ディスクロージャーコンサルティング、データベース・その他売上高は上期の減収を反映した結果、5.0%の減収を予想し、売上高全体に関しては、同社予想を若干上回る水準を予想する。

前期に引き続き投資銀行業務の増加もあり、売上総利益率は前期比0.2%ポイントの改善を見込む。販管費については、売上高の伸びを下回る増加にとどめることで、同0.9%ポイントの改善を見込み、営業利益率は会社予想を上回る27.4%とした。

【 図表 20 】 貸借対照表、キャッシュ・フロー計算書の予想

(単位:百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期E	19/3期E	20/3期E
<b>貸借対照表(百万円)</b>							
現預金	2,032	1,607	1,849	1,907	2,014	2,308	2,690
売掛金	297	607	860	610	1,045	1,129	1,222
仕掛品	19	15	24	11	11	11	11
前払費用	46	75	61	75	75	75	75
その他	69	270	74	152	76	83	90
流動資産	2,466	2,575	2,871	2,756	3,223	3,608	4,090
有形固定資産	121	343	311	281	319	357	392
建物及び構築物	89	281	196	196	246	297	348
工具、器具及び備品	85	205	208	226	258	290	322
減価償却費累計額	102	143	92	140	184	230	278
無形固定資産	344	459	479	449	450	450	451
ソフトウェア	180	440	457	428	428	429	429
その他	163	18	21	21	21	21	21
投資その他の資産	242	347	320	356	356	356	356
固定資産	708	1,149	1,111	1,087	1,126	1,164	1,199
繰延資産	-	-	4	3	2	0	0
資産合計	3,174	3,730	3,986	3,847	4,352	4,774	5,289
買掛金	171	29	32	40	46	50	54
短期借入金	-	-	100	100	100	100	100
未払金	4	335	84	71	71	71	71
未払法人税等	69	113	214	56	198	219	241
その他	154	91	162	333	226	245	265
流動負債	399	750	741	602	642	685	732
退職給付にかかる負債	1	2	3	3	3	3	3
役員退職慰労引当金	98	124	147	51	51	51	51
固定負債	100	127	150	55	55	55	55
負債合計	499	877	891	657	697	740	787
純資産合計	2,674	2,853	3,095	3,190	3,654	4,033	4,502
(自己資本)	2,674	2,853	3,095	3,190	3,654	4,033	4,502
<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	1,024	1,135	1,253	1,379
減価償却費	74	149	179	207	218	229	240
売上債権の増減額 (-は増加)	10	-309	-253	107	-434	-84	-93
仕入債務の増減額 (-は減少)	-18	-42	3	8	5	3	4
未払金の増減額 (-は減少)	0	109	-75	5	0	0	0
その他	25	146	117	-5	75	-6	-6
法人税等の支払額(プラスは還付額)	-299	-201	-183	-523	-255	-417	-460
営業活動によるキャッシュ・フロー	354	411	542	825	744	977	1,065
有形固定資産の取得による支出	-81	-89	-213	-18	-80	-80	-80
無形固定資産の取得による支出	-111	-287	-132	-147	-150	-150	-150
その他	4	-74	349	350	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-188	-451	3	183	-230	-230	-230
短期借入金の純増減額 (-は減少)	-	-	100	-	0	0	0
配当金の支払額	-154	-185	-203	-299	-407	-453	-453
自己株式の取得による支出	-	0	0	-300	0	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
財務活動によるキャッシュ・フロー	774	-186	-103	-600	-407	-453	-453
現金及び現金同等物に係る換算差額	0	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	408	107	294	381
現金及び現金同等物の期首残高	307	1,247	1,022	1,464	1,872	1,979	2,273
現金及び現金同等物の期末残高	1,247	1,022	1,464	1,872	1,979	2,273	2,655

(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作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 売上の季節性

同社グループは、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小さい事業の構成比の拡大に伴い、この傾向は従来より希薄となっているものの、業績を見る際には注意が必要である。

### ◆ 主要株主による株式売り出し

現在、同社は代表取締役社長の寺下史郎氏が過半の株式を保有しているが、同氏により株式が売却される際には、一時的に需給悪化による株価下落要因となりえる。

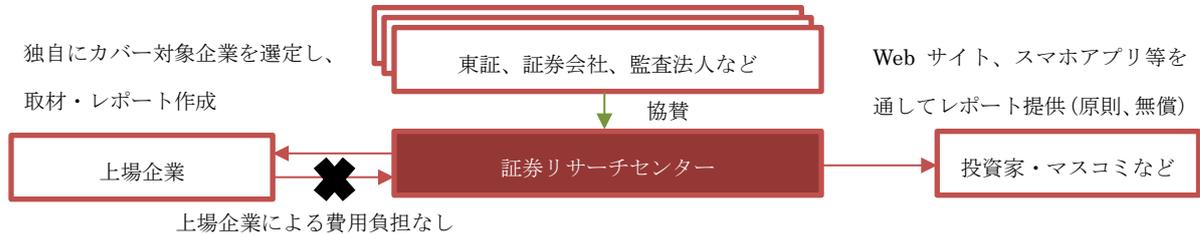
寺下氏は、16年5月16日において386,000株を売却、これをToSTNeT-3にて同社が買い取った。寺下氏が更に527,000株の売却を目的に三菱UFJモルガン・スタンレー証券と投資一任契約を締結し、5月17日から8月2日にかけて市場での売却を実施した。売却後の同氏の保有比率(議決権比率)は、54.96%となった。

### ◆ コンプライアンス

同社グループは、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、同社グループの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)

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社  
新日本有限責任監査法人

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会  
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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・間接的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ため、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。