

# ホリスティック企業レポート

## MS & Consulting

### 6555 東証マザーズ

ベーシック・レポート  
2018年7月27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 20180724

## 顧客満足度覆面調査を主力とする独立系コンサルティング会社 顧客基盤とサービスラインナップの拡大により長期的な成長を目指す

### 1. 会社概要

- MS&Consulting(以下、同社)は、顧客満足度覆面調査(以下、MSR)を主力とする独立系のコンサルティング会社である。
- MSRとの相乗効果が期待できる従業員満足度調査「サービスチーム力診断」及びコンサルティング・研修を合わせて提供することにより、顧客企業の店舗スタッフの働き甲斐や、サービス品質の向上を目指している。

### 2. 財務面の分析

- 18/3 期までの 5 期間において、MSRの年間総調査回数の拡大等を背景に、単体の売上高は年平均 6.2%、営業利益は同 8.2%増加した。
- 収益性、成長性の観点で類似企業に比べ、やや魅力的な水準にある。

### 3. 非財務面の分析

- 同社の知的資本の源泉は、顧客満足度を追求する経営姿勢にある。

### 4. 経営戦略の分析

- 顧客基盤とサービスラインナップの拡大によって、事業領域を広げることによって長期的な成長を目指している。

### 5. アナリストの評価

- 証券リサーチセンター(以下、当センター)では、19/3 期については、MSRの堅調な拡大を見込む一方、商品力を強化したサービスチーム力診断の拡販が本格化すると想定し、前期比 6.2%増収、10.7%営業増益を予想している。20/3 期以降も、利益率が高いと推測されるサービスチーム力診断の売上収益構成比が高まると想定し、営業利益率が徐々に上昇すると見込んでいる。
- 当センターは、外食産業の競争激化によって大手顧客の店舗が減少する可能性や、事業の収益力の低下に伴うのれんの減損の可能性、売上収益及び営業利益が第 4 四半期に偏重する季節性を投資に際しての留意点として取り上げた。

アナリスト:大間知淳

+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】

	2018/7/20
株価(円)	1,234
発行済株式数(株)	4,626,600
時価総額(百万円)	5,709

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	15.3	14.0	13.1
PBR(倍)	1.9	1.7	1.6
配当利回り(%)	1.4	1.5	1.5

#### 【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	6 カ月
リターン(%)	0.3	-0.5	-2.5
対TOPIX(%)	-0.5	1.4	2.7

#### 【株価チャート】



#### 【6555 MS&Consulting 業種:サービス業】

決算期	売上収益	前期比	営業利益	前期比	税引前利益	前期比	親会社所有者		EPS	BPS	配当金
							帰属当期利益	前期比			
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2017/3	2,641	8.0	508	1.5	506	9.0	340	7.5	76.0	670.4	110.9
2018/3	2,811	6.4	553	8.9	552	9.0	367	8.0	80.6	647.7	17.5
2019/3 CE	2,988	6.3	608	10.0	608	10.1	405	10.4	87.5	—	18.0
2019/3 E	2,984	6.2	612	10.7	612	10.9	408	11.3	88.2	718.2	18.0
2020/3 E	3,159	5.9	657	7.2	657	7.2	437	7.1	94.5	794.7	19.0
2021/3 E	3,321	5.1	702	6.9	702	6.9	467	6.8	101.0	876.9	21.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。17年6月21日付で1:100の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

## 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
- － 類似企業との比較

### 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

#### ◆ 顧客満足度覆面調査が事業の柱

MS&Consulting (以下、同社)は、顧客満足度(CS)や従業員満足度(ES)の向上によるサービスの高品質化、高付加価値化を目的とした経営コンサルティングを行っており、顧客満足度覆面調査「ミステリーショッピングリサーチ(以下、MSR)」を基幹サービスとしている他、MSRとの相乗効果が期待できる従業員満足度調査「サービスチーム力診断」及び、コンサルティング・研修等も提供する独立系コンサルティング会社である。

顧客満足度覆面調査とは、マーケティングリサーチの一手法であり、調査会社とアルバイト契約等を結んだ覆面調査員(以下、モニター)が、一般利用者としてクライアント企業が運営する店舗等を訪れ、実際の購買(利用)行動を通じて商品やサービスの評価を行う顧客満足度調査を言う。訪問目的を店舗スタッフには隠して実施することから、覆面調査と呼ばれている。

同社がクライアント企業に提出する覆面調査レポート(以下、レポート)は、規定通りのサービスが行われているかをチェックすることを目的とした、多くの同業他社のものとは一線を画している。

具体的には、1)担当コンサルタントがクライアント企業のニーズに合わせた調査を企画、設計し、必要に応じて事前にコンサルティング・研修サービスを実施する、2)業界最大級の規模を誇る登録モニターの中から調査目的に最適なモニターを選定し、お客様目線での調査を実施する、3)顧客ロイヤリティの向上と関連性が高い業務の実施状況を確認する、4)モニターが感じた率直な印象を詳細に記述する、5)課題指摘にとどまらず、改善意欲が生まれやすいポジティブなコメントを重視する、6)専門の教育を受けた同社(または、同社の外注先)のレポートチェッカーが、レポートを提出したモニターにヒアリング等を行い、より具体的かつ効果的なコメントへの修正を依頼する等のメンテナンスを行い、レポートの品質を担保する、7)提出された全レポートを同社のチェック基準で評価し、その結果をモニターにフィードバックすることを始めとして、モニター教育に注力する等、同社のコンサルティングノウハウを活用した独自性の高い調査フローが確立されている。

こうした取り組みは、クライアント企業の店舗スタッフの働き甲斐や、サービス品質の向上を目的としており、提出したレポートの活用を促進するコンサルティング・研修に繋がっている点に特徴がある。

モニター募集に当たっては、口コミやメディアを通じて覆面調査に興

味を持った主婦などが同社サイトにアクセスして申し込んでいるため、獲得コストはほとんどかかっている。

18/3 期末のモニター数は、全国で 44.6 万人達している（図表 1）。モニターの属性についての詳細な開示はないが、性別では女性が約 7 割、年齢別では 30 歳代から 50 歳代が中心（最も多いのは 40 歳代）、地域別ではほぼ人口分布に比例して全国に分散しているとしている。

【 図表 1 】 国内MS Rの KPI の推移

	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期
モニター数 (人)	379,906	389,746	396,507	417,519	439,194	446,464
年間調査店舗数 (店)	54,867	57,046	61,150	63,807	63,297	68,510
年間総調査回数 (回)	160,737	166,427	175,916	189,051	209,663	232,369
顧客企業数 (社)	-	-	-	-	1,004	1,056
国内売上収益に占めるMS R事業の構成比	94.0%	94.0%	94.8%	95.7%	96.5%	97.7%

(注) 国内売上収益に占めるMS R事業の構成比には、サービスチーム力診断やコンサルティング・研修などの周辺サービスも含む

(出所) MS&Consulting 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

モニターのうち、実際に調査した人数や頻度についての情報開示はないが、1 モニター当たりでは、年平均 0.5 回程度の調査回数となる。

同社は、少額謝礼にも柔軟な支払い対応を行える独自のポイント制度（MS ポイント）を採用しており、調査後にレポートを提出した国内モニターに謝礼相当額のMS ポイントを付与している。MS ポイントは、商品への交換、他企業が運営するポイントへの移行、銀行振込による現金化が可能となっている。

同社の総顧客企業数は、18/3 期において約 1,200 社であるが、そのうち、1,056 社が主力サービスであるMS Rを利用している。MS Rを利用する顧客の調査頻度はばらつきが大きく、毎月実施する顧客も存在するが、平均的には年間 3~4 回となっている。

基幹サービスであるMS R事業の売上収益構成比は、年間調査店舗数の拡大と 1 店当たりの調査回数の増加傾向を背景に徐々に上昇している。

MS Rの導入事例としては、主力の外食では、B-R サーティワンアイスクリーム (2268 東証 JQS)、鳥貴族 (3193 東証一部)、エー・ピーカンパニー (3175 東証一部)、ダイナックホールディングス (2675

東証二部)、サガミチェーン (9900 東証一部)、小売では、ドンキホーテホールディングス (7532 東証一部)、サツドラホールディングス (3544 東証一部)、ローソン (2651 東証一部) の連結子会社である成城石井が挙げられる。

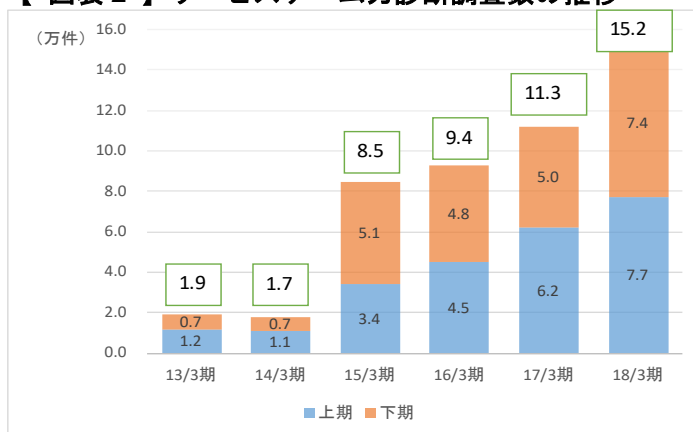
ファッションでは、ユナイテッドアローズ (7606 東証一部)、バロックジャパンリミテッド (3548 東証一部)、サービスでは、ルネサンス (2378 東証一部)、キュービーネットホールディングス (6571 東証一部)、ショッピングセンターでは、パルコ (8251 東証一部) が挙げられる。

**◆ 従業員満足度調査でも店舗レベルでの成果達成を目指している**

サービスチーム力診断は、リーダーシップ、チームの遂行力、チームの風土、スタッフの主体性、スタッフの満足度の5つの観点で従業員満足度を同社のコンサルタントが調査するサービスである。必要最低限の設問数で負担なく回答できる仕様としている。MSRと同様に、調査による現状把握や問題点の指摘にとどまらず、その後のコンサルティング・研修によって従業員満足度の向上という成果を上げることを目指している。

11年9月のサービス開始から累計で51万件の調査実績があり、18/3期においては15.2万件の調査を実施した(図表2)。蓄積されたデータに基づいて算出された業界平均値や、高評価の企業や店舗等の平均値との比較を行うことで、対象企業・店舗の強み、弱みを分析できるサービスとなっている。

**【図表2】 サービスチーム力診断調査数の推移**



(出所) MS&Consulting 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

サービスチーム力診断の導入事例としては、バロックジャパンリミテッドや、一家ダイニングプロジェクト (9266 東証マザーズ) が挙げられる。

**◆ MS R等の成果を活用したコンサルティング・研修を提供**

コンサルティング・研修においては、MS Rやサービスチーム力診断を活用したCSやESの改善サイクルが、顧客店舗においてスムーズに定着するよう、調査結果を基にボトムアップ型でサービス改善を進めるノウハウである「HERBプログラム」を提供している。

具体的なテーマの例としては、1) 顧客店舗のスタッフがポジティブに各種調査結果を捉えられるレポートフィードバックの在り方、2) 顧客店舗のスタッフに自発的な改善活動を促す方法、3) 多くの店舗に共通して見られる課題に対する解決策、4) 顧客企業内における優秀店舗の取り組み事例等が挙げられる。

**◆ MS R事業以外のサービスや海外展開も行っている**

同社は、MS Rとその周辺サービスであるサービスチーム力診断やコンサルティング・研修をMS R事業と定義し、中核事業として展開している。一方、カカコム(2371 東証一部)の主力サービスである「食ベログ」の販売代理店収入や、外食店舗向け日次決算システムの提供収入等によって構成されるその他の事業も行っている。

海外展開としては、タイ、台湾、シンガポールでMS Rを中心としたサービスを提供している。台湾は100%出資の連結子会社、タイは49%出資の連結子会社で展開している一方、シンガポールでは現地パートナーと連携し、タイと台湾の子会社がサポートする形態でサービスを展開している。

**◆ 既存顧客の継続率の高さにクライアントの満足度が感じられる**

17/3期及び18/3期において、売上収益に占める割合が10%を超える大手顧客は存在していない。最大顧客でも売上収益の4%程度を占めているに過ぎず、同社の顧客は幅広く分散している。

国内MS R事業におけるクライアント業種別の売上収益を見ると、サービス開始時にターゲットとしていた外食の比率が40~50%に達しているが、小売や自動車、美容、レジャー等にも利用が広がっていることが見て取れる(図表3)。

また、同社は、当該期の売上収益に占める前期の取引顧客(以下、既存顧客)からの売上収益の割合を同社に対するクライアントの満足度を示すKPIとして重視している。売上収益に占める既存顧客の割合は、サービス開始当初は低かったものの、近年では約90%に上昇しており、大半の顧客が契約を継続するようになった。つまり、同社はMS Rの品質を向上させることによって、短期的な取引となる可能性もある事業を継続的な収入をもたらすストック型のビジネスに創り上げたと言えよう。



【 図表 3 】 クライアント業種別売上収益と既存顧客の割合

業種	17/3期			18/3期			主な業種・業態等
	売上収益		売上収益に占める 既存顧客の割合	売上収益		売上収益に占める 既存顧客の割合	
	金額 (百万円)	構成比		金額 (百万円)	構成比		
外食	1,080	42.5%	93.8%	1,284	46.9%	90.8%	居酒屋、ファストフード
小売	518	20.4%	75.0%	561	20.5%	89.2%	ショッピングセンター、アパレル
自動車	344	13.5%	99.3%	408	14.9%	91.6%	カーディーラー、サービスステーション
美容	247	9.7%	93.8%	142	5.2%	97.4%	美容院、エステ
レジャー	165	6.5%	95.7%	163	6.0%	94.3%	カラオケ、ホテル
その他	186	7.3%	—	176	6.4%	80.0%	金融、宿泊、行政 (公共機関) 等
国内MSR事業合計	2,543	100.0%	—	2,734	100.0%	90.4%	

(注) 18/3 期における国内MSR事業合計の売上収益に占める既存顧客の割合は証券リサーチセンターが試算した加重平均値  
(出所) MS&Consulting 有価証券届出書、決算説明会資料等より証券リサーチセンター作成

◆ 国内MSRサービスが成長ドライバー

同社の決算は、日本基準の単体決算と、国際会計基準の連結決算が公表されている。海外の連結子会社の事業規模が小さいため、連結決算の営業収益 (日本基準の売上高に相当) と、単体決算の売上高の差額は 12 百万円と僅かであり、国内中心の事業展開となっている。

18/3 期における国内売上収益の内訳を見ると、87.7%を占めているMSRが基幹サービスであると共に、成長ドライバーにも位置付けられる (図表 4)。一方、注力事業ではないその他事業 (構成比 2.3%) はともかく、サービスチーム力診断が含まれるコンサルティング・研修の構成比は 10.0%にとどまっており、今後のサービス強化が求められる。

【 図表 4 】 サービス別国内売上収益の推移 (単位: 百万円)

	事業別	サービス別	16/3期		17/3期		18/3期		
			金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
国内売上収益			2,444	100.0%	2,636	100.0%	2,799	100.0%	6.2%
	MSR事業		2,338	95.7%	2,543	96.5%	2,734	97.7%	7.5%
		MSR	—	—	2,267	86.0%	2,454	87.7%	8.3%
		コンサルティング・研修	—	—	276	10.5%	280	10.0%	1.5%
	その他事業		106	4.3%	93	3.5%	64	2.3%	-31.0%

(注) コンсалティング・研修には、サービスチーム力診断の数値が含まれている  
(出所) MS&Consulting 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ MSRは労働集約型ビジネス

同社のビジネスの大半を占めるMSRは、クライアントの希望する覆面調査・レポートの規模や内容に応じて、料金が決定される。コストの中心は、関与する社内コンサルタントやレポート生産管理スタッ

フの労務費(固定費)と、社外のモニターやレポートチェッカーへの謝礼(報酬)である外注費(変動費)である。いずれも広い意味では人件費であり、労働集約型のビジネスと言えよう。

サービスチーム力診断や、コンサルティング・研修については、コンサルティング・研修案件の一部を外部企業に外注する場合があるものの、コストの大半は労務費であるため、同社の事業全体としても労働集約型のビジネスであると認識しても問題はないと考えられる。

18/3 期末時点の単体従業員数 123 人のうち、コンサルタント、レポート生産管理スタッフ、管理等の内訳は開示されていないが、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、売上原価の労務費の対象となるコンサルタントやレポート生産管理スタッフの人数が半数以上を占めていると推測している。

#### ◆ MSRはストック型ビジネスでもある

MSRの契約期間は、クライアント毎に異なるものの、1年(長くても2年程度)が多く、契約終了時の自動更新の取り決めもないため、長期的な取引が保証されているものではない。同社は、取引期間別のデータは採っていないとしているが、10年以上取引が継続しているクライアントも存在している模様である。

MSRの利用を停止するケースとしては、中小事業者では業績悪化による解約が大半であるが、大手企業の場合は、社内の業務改善目標が顧客満足度から従業員満足度へ移行し、サービスチーム力診断へ利用サービスが変更される事例も見受けられるようである。

前述したように、売上収益に占める既存顧客の割合は、18/3 期において約 90%に達しており、同社においては、MSRはスポット型ビジネスではなく、ストック型ビジネスとして位置付けられよう。

#### ◆ 売上原価の大半は労務費とモニター謝礼等によって構成される

同社の売上原価は、固定費である労務費(自社従業員、臨時雇用者向け)と、変動費であるモニターに対する謝礼原価、外部のレポートチェッカーに対する支払報酬が大半を占めている。

売上原価の明細が開示されている日本基準(単体)の数値を見てみると、18/3 期の売上原価に占める割合は、労務費が 31.2%、モニター謝礼が 52.2%、支払報酬が 7.6%に達している。その他の原価としては、コンサルティング・研修サービスにおいて、一部の業務を外部委託する際、支払っている外注費と、地代家賃が開示されているが、売上原価に占める割合は、それぞれ 1.8%に過ぎない。

主要費用の単体売上高(18/3期)に対する比率を見てみると、労務費が17.8%、モニター謝礼が29.7%、支払報酬が4.3%を占めている。

#### ◆ サービス別売上収益の構成の変化には注意が必要

国際会計基準(連結)の販売費及び一般管理費(以下、販管費)の数値を見てみると、その中心を占めるのは、ほぼ固定費と見られる人件費と旅費交通費であり、それぞれ、販管費の58.5%と13.1%を占めている。

なお、日本基準の単体決算においては、のれん償却額を年間139万円計上している一方、連結決算は国際会計基準で作成されているため、のれんの償却は実施されていない。

以上のことから、現状の売上収益の構成においては、同社の限界利益率は60~70%であると当センターは推測している。

また、変動費が少ないサービスチーム力診断やコンサルティング・研修は、MSRに比べて売上総利益率が高くなっていると推測され、その売上収益構成比が上昇した場合、同社全体の利益率も上昇すると見られるため、注視しておく必要がある。

## > 業界環境と競合

#### ◆ 顧客満足度覆面調査を行う会社には2つのタイプが存在する

顧客満足度覆面調査は、調査・コンサルティング会社やマーケティング支援会社等が、覆面調査等の各種サービスをクライアントに提供することを目的として集めたモニターに委託して実施するケースと、成功報酬型広告を中心に広告代理店業を行うポイントサイト運営会社が、サイトの会員に対し、広告主企業の会員登録や商品購入等のポイントを付与する等のアクションの一つとして実施するケースがある。

前者の例としては、同社の他、メディアフラッグ(6067 東証マザーズ、モニター登録サイト名メディフ)、クロス・マーケティンググループ(3675 東証一部)の連結子会社であるショッピングアイ、エイジス(4659 東証JQS)の連結子会社であるエイジスリサーチ・アンド・コンサルティング(以下、エイジスリサーチ)、ROI(アールオーアイ、東京都新宿区、サービス名ファンくる)、ガイアサイン(東京都港区)、キャリア・맘(東京都多摩市)等が挙げられる。

後者の例としては、GMOメディア(6180 東証マザーズ、サイト名ポイントタウン)や、ちょびリッチ(東京都杉並区)等が挙げられる。

各社のサイトには、モニター数（ポイント会員数、登録スタッフ数）程度しか、基本的な数値情報は開示されていない。両ポイントサイトでは会員数が100万人以上となっているが、覆面調査を行わない会員も多く含まれていると推測される。覆面調査が主力サービスとなっていると推測される会社に限定したモニター数では、ファンくるが85万人、同社が44万人、ガイアサインが32万人、メディフが25万人、ショッパーズアイが13万人、エイジスリサーチが9千人となっている（但し、各社で基準とする時点等は統一されておらず、非上場会社については情報の正確性に注意が必要である）。

◆ 推測が困難な顧客満足度覆面調査の市場規模

顧客満足度覆面調査の国内市場規模に関しては、データが見当たらない。各社が公表しているモニター数はあくまで、登録している人数であり、稼働している人数ではないことや、各社によって調査の内容や料金、モニターに支払う報酬単価等は大きく異なっていると見られることから、市場規模を推測することは難しい。

また、顧客満足度覆面調査市場は参入障壁が低く、色々な業態の企業がサービスメニューの一つとして実施している。当センターが調べた範囲では、上場企業やその連結子会社であっても、顧客満足度覆面調査に限定した売上高を開示している企業は少数派であった。

しかしながら、上場企業の方が各社の情報が得られやすいことには間違いがないので、当センターは、顧客満足度覆面調査を主力事業（サービス）としている上場企業やその子会社と、同社を比較することで、競合状況や事業内容を分析することにした。

◆ 上場企業とその子会社との比較を実施した

上場企業としては、メディアフラッグを、上場企業の子会社としては、ショッパーズアイとエイジスリサーチを競合先として選定し、競合状況を分析してみた（図表5）。

【図表5】顧客満足度覆面調査を提供している上場企業と子会社の状況 (単位：百万円)

銘柄コード	企業名	決算期	売上高	営業利益	営業利益率	担当会社	同サービスが含まれているセグメント(サービス)名	同売上高	同構成比	同セグメント(サービス)の主力サービス
6555	MS&Consulting	2018年3月期	2,811	553	19.7%	MS&Consulting	MSR	2,454	87.3%	顧客満足度覆面調査
6067	メディアフラッグ	2017年12月期	6,049	277	4.6%	メディアフラッグ	リサーチ&コンサル事業	906	15.0%	顧客満足度覆面調査
3675	クロス・マーケティンググループ	2017年12月期	16,758	726	4.3%	ショッパーズアイ	リサーチ事業(国内)	9,075	54.2%	ネット調査を主体としたマーケティング調査
4659	エイジス	2018年3月期	26,870	3,258	12.1%	エイジスリサーチ・アンド・コンサルティング	リテールサポートサービス事業	7,009	26.1%	マーチャンダイジングサービス

(注) 売上高、営業利益の数値は対象事業以外も含む、セグメント売上高は外部顧客ベース  
 (出所) 各社の有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

メディアフラッグの売上高は、6,049 百万円と同社を上回っているが、売上高の 72.7%を占める主力事業に位置付けられているのは、小売店舗において顧客である消費財メーカー等の製品の販売支援(リアルショッピングサポート)等を行うセールス&プロモーション事業である。

顧客満足度覆面調査を主力とするリサーチ&コンサル事業の外部顧客ベースの売上高は 906 百万円に過ぎず、16/12 期に実施した大型案件の契約終了の影響があり、17/12 期は前期比 2.0%の減収であった。

メディアフラッグの年間覆面調査件数は 9 万件と開示されている。メディアクルーと呼んでいる登録スタッフ数は 25 万人にのぼるが、この中にはリアルショッピングサポートを行うスタッフも含まれている。

メディアフラッグは、05 年から覆面調査を開始しているが、競争が激しい外食業よりも、小売業やサービス業、銀行業等の顧客開拓に力を入れている模様である。実際、導入事例には、八十二銀行(8359 東証一部)や、化粧品専門店「ザ・ボディショップ」を展開するイオンフォレスト(東京都中央区)等が挙げられている。

ショッピングアイは、09 年からサービスを開始し、16 年 4 月にクロス・マーケティンググループに買収された。クロス・マーケティンググループの中ではリサーチ事業(国内)に属しているが、ショッピングアイ単独の売上高は開示されていない。但し、リサーチ事業(国内)の主力サービスはネット調査等であり、ショッピングアイの買収前後で同事業の売上高に大きな変化はないため、ショッピングアイの売上高は小さいと推測される。

ショッピングアイの年間調査件数は約 2 万件、登録調査員数は約 13 万人と開示されている。飲食・食品、小売・流通、レジャー・エンタメ等の幅広い業種で調査実績があるとしているが、導入事例はほとんど開示されていない。

エイジスリサーチは、07 年にエイジス本体で覆面調査を担当していた事業部(06/3 期売上高 103 百万円)を休眠状態の子会社に譲渡する形で設立された。厳しい基準で調査員を採用し、継続して訓練することで、精度の高い調査を行っていると説明している。小売業を主体に、飲食店、図書館等の公共施設、病院等の医療機関にも実績があるとしているが、顧客社数や調査件数、導入事例の記載は見当たらない。

エイジスリサーチは、エイジスの事業セグメントにおいて、リテールサポートサービス事業に属している。18/3 期における同事業の外部顧

客ベースの売上高は7,009百万円(前期比20.8%増)に達しているものの、売上金額と増収額の中心を占めているのは請負業務を担当する連結子会社のエイジスマーチンダイジングサービスであり、エイジスリサーチの貢献度は小さい模様である。

#### ◆ 同社が国内顧客満足度覆面調査のリーディングカンパニー

図表5で取り上げた4社の中で、顧客満足度覆面調査を中心とした事業の売上高が明らかなのは、同社とメディアフラッグの2社に過ぎない。しかしながら、以上の分析から、当センターは、モニター数だけではなく、売上高でも、上場企業とその子会社の中で、同社が業界の首位に位置するリーディングカンパニーであると推測している。

### > 沿革・経営理念・株主

#### ◆ 日本エル・シー・エーの外食産業向けコンサル事業が出発点

同社は、日本エル・シー・エー(15年に上場廃止)が、00年に顧客満足度覆面調査「ミステリーショッピングリサーチ」を開始したことを創業の契機としている。

当初は、外食産業の顧客からコンサルティング業務を受託した際、労働集約型のコンサルティングビジネスからの脱却を目指し、付加的サービスとしてMSRを無償で提供していた。02年にMSRに限定した有償サービスとして新規の見込客に提案したところ、評判を呼び、サービス提供先が広がった。

しかしながら、提出したレポートの活用状況は顧客によってばらつきが大きく、契約の継続率は低迷していた。同社の担当者が、レポートの活用度が高い顧客店舗のスタッフミーティングに参加したところ、悪い点の指摘を中心としたレポートが却ってスタッフの意欲を削いでしまっていることに気が付いた。

#### ◆ 「2ストライク1ボール」のコンセプト導入が成功の要因

03年に同社は、レポート内容のコンセプトを変更し、店舗の良い点の指摘を多くする一方、悪い点(もったいない点)の指摘を控え目にすることにした。この変更によって、褒められた店舗スタッフが、指摘された改善点にモチベーションを持って取り組めるような気づきのツールへとレポートの性格が変化していった。同社は、このコンセプトを「2ストライク1ボール」と呼んでいる。同社は、この変更が継続率の大幅な改善をもたらし、MSRをストック型ビジネスへと変貌させた原動力であると説明している。

04年には、MSR等の調査結果を基に、ボトムアップ型でサービス改善を進めるノウハウを提供するコンサルティング・研修サービスであるHERBプログラムを開始した。

07年時点では、MSRの顧客の約95%が外食産業であったが、07年に生花店でのMSRの事例がテレビ番組で紹介されると、外食産業以外にも顧客が広がり、MSRの成長が加速した。

#### ◆ 08年に会社分割によって前身会社が設立された

一方、日本エル・シー・エー自体は、多角化した事業展開が失敗し、譲渡益が見込める優良事業が売却対象となり、MSR事業もその俎上に上った。そうした中、08年5月に日本エル・シー・エーのMSR事業部が会社分割される形態で同社の前身会社が設立され、「札幌ラーメン どさん子」等を展開していたホッコク(12年に上場廃止)の完全子会社となった。

しかしながら、ホッコクの経営がすぐに悪化したため、09年3月には大和SMBCKapitalが組成するファンドであるNIFSMBC-B2007投資事業有限責任組合が保有する北の丸パートナーズ株式会社の完全子会社となった。

11年には、サービスチーム力診断の提供を開始した。

同社は、北の丸パートナーズの投資上の理由により、再び売却されることになり、13年5月に東京海上キャピタルが組成したファンドであるTMCAP2011投資事業有限責任組合が保有するTMCBUYOUT3株式会社の完全子会社となった。13年10月には、TMCBUYOUT3株式会社が同社を吸収合併し、商号をMS&Consultingに変更し、同社が設立された。

15年、国立研究開発法人産業技術総合研究所(産総研)と「サービス・ベンチマーキングによるサービスプロフィットチェーンの高度化」に向けた共同研究に着手した。

同社は、16年1月にはタイに、16年3月には台湾に、それぞれ連結子会社を設立し、海外事業に乗り出した。

17年10月、同社は東京証券取引所マザーズに上場した。

#### ◆ 経営陣は02~05年からMSR事業に従事している

同社の社内取締役は全員、日本エル・シー・エーの出身であり、02年~05年からMSR事業に従事している。

並木昭憲代表取締役社長は、86年に日本エル・シー・エーに入社し、営業やマーケティングを担当していたが、02年からMSR事業に関

与するようになり、04年からは担当取締役として事業を引っ張ってきた。08年5月に同社の前身会社が設立されて以降、代表取締役社長として経営を担っている。

専務取締役である辻秀敏氏は、93年に日本エル・シー・エーに入社し、03年からMSR事業を担当するようになり、04年に担当執行役員、07年に担当取締役として事業に携わってきた。08年5月に同社の前身会社が設立されて以降、取締役として経営にも参画している。

常務取締役である渋谷行秀氏は、96年に日本エル・シー・エーに入社し、04年からMSR事業の担当執行役員として事業に携わってきた。08年5月に同社の前身会社が設立されて以降、取締役として経営を支えている。

取締役である日野輝久氏は、97年に日本エル・シー・エーに入社し、05年からMSR事業に携わってきた。08年5月に同社の前身会社が設立された際、執行役員に就任し、17年から取締役を務めている。

#### ◆ 経営理念

多くの従業員が働き甲斐を持てば、その企業は安定的に高い顧客満足度と業績成果を生み出し、従業員の更なる成長に向けた教育や福利厚生の実施等に投資が回り、より一層の働き甲斐（従業員満足）に繋がる好循環サイクル Service Profit Chain（以下、SPC）が形成されると同社は考えている。

同社は、顧客企業において、従業員と消費者、消費者と企業、企業と従業員を最適に結び付けるサービス提供を通じてSPC経営を実現し、「精神的に豊かな社会の創造」に貢献するというミッションを持つ。

その実現のために、「社員第一主義」、「顧客中心主義」、「社会的に価値のある事業を行う」という3つの経営指針を設け、顧客企業に対し、調査からコンサルティング・研修までの各種サービスを提供している。

また、様々なパートナーの幸福を見出すために、以下の行動指針を掲げている。

1. クライアント企業の社員・パート・アルバイトの皆様には、感謝される喜びを知る体験と、仕事へのやり甲斐を見出す機会を提供します。
2. クライアント企業の経営陣の皆様には、ESとCSを高めることで、



顧客ロイヤルティと将来の業績向上の機会づくりをお手伝いします。

3. モニターの皆様には家計を助け、団欒のひとつと共により良いサービス・店舗を創るといった社会参画の機会を提供します。
4. 一般消費者の皆様には、より良いサービスを提供する店舗・企業の増加と共に、心地よいお店を選ぶための情報・基準を提示します。

CS 向上に対する企業と社会の意識の高揚に取り組むことで、サービス産業の活性化にも貢献したいとしている。

#### ◆ 株主

18/3 期株主総会招集通知に記載されている株主の状況は図表 6 の通りである。18 年 3 月末時点において、代表取締役社長の並木昭憲氏が発行済株式総数の 1.9%を保有している。その他の株主には、機関投資家、金融機関、個人投資家、取引先等が名を連ね、大株主上位 10 名で 34.3%の株式を保有している。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	18年3月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	642,700	13.89%	1	代表取締役社長
株式会社SBI証券	156,400	3.38%	2	
玉山洋祐	129,400	2.79%	3	
日本証券金融株式会社	127,200	2.74%	4	
池谷誠一	120,000	2.59%	5	
並木昭憲	88,000	1.90%	6	
ステート・ストリート信託銀行株式会社2372036	84,400	1.82%	7	
谷強	81,600	1.76%	8	
BBH LUX/DAIWA SBI LUX FUNDS SICAV - DSBI	80,000	1.72%	9	
JAPAN EQUITY SMALL CAP ABSOLUTE VALUE 株式会社ぐるなび	78,100	1.68%	10	
(大株主上位10位)	1,587,800	34.31%	-	取引先
発行済株式総数	4,626,600	100.00%	-	

(出所) MS&Consulting 18/3 期株主総会招集通知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

#### ◆ 過去の業績

同社は、14/3 期中に実施された組織再編によって誕生しており、MS R 事業における経営成績の年間推移の比較を可能とするため、13/3 期以降の実質的な業績数値（日本基準）が開示されている。国内MS R の年間総調査回数の増加等を背景に、18/3 期までの 5 期間では、売上高は年平均 6.2%、営業利益は同 8.2%増加した（図表 7）。

【図表 7】MS&Consulting の業績推移（日本基準・単体）

（単位：千円）

	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期
売上高	2,043,042	2,104,973	2,250,536	2,444,381	2,636,427	2,798,917
売上総利益	—	—	—	1,078,262	1,135,206	1,206,078
売上総利益率	—	—	—	44.1%	43.1%	43.1%
販売費及び一般管理費	—	—	—	674,753	720,266	754,824
販管費率	—	—	—	27.6%	27.3%	27.0%
営業利益	304,103	262,540	360,517	403,510	414,940	451,255
営業利益率	14.9%	12.5%	16.0%	16.5%	15.7%	16.1%
経常利益	—	—	338,574	398,093	426,866	440,978
経常利益率	—	—	15.0%	16.3%	16.2%	15.8%
当期純利益	—	—	170,506	209,605	237,078	247,437
国内MS R年間総調査回数（回）	160,737	166,427	175,916	189,051	209,663	232,369
従業員数（人）	—	94	101	102	120	123

（注）13/3 期から 15/3 期までは未監査、13/3 期は旧MS&Consulting、14/3 期は旧MS&Consulting と同社の合算数値

（出所）MS&Consulting 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

14/3 期に営業減益となったのは、合併に伴う一時費用等を計上したためである。

同社は、海外展開を強化する可能性があることに加え、株主に対して財務情報の国際的な比較可能性及び利便性の向上を提供することを目的として、17/3 期から国際会計基準に基づいた連結決算を作成しており、移行期である 16/3 期からの業績が開示されている（図表 8）。

17/3 期においては、MS R 及びコンサルティング・研修が共に既存顧客や新規顧客向けに売上収益を伸ばしたものの、MS R の調査数増加によるモニターに対する謝礼原価や、レポートチェックの外注委託費（支払報酬）、レポートの生産に係る人員の労務費等が大幅に増加したため、売上総利益率は 16/3 期の 44.1%から 42.9%へと低下した。販管費においても、人員増による人件費の増加や、上場準備費用の増加等があり、販管費率は 16/3 期の 23.6%から 24.2%へと上昇した。結果、営業利益率は 20.5%から 19.2%へと悪化した。

【 図表 8 】 MS & Consulting の業績推移  
(国際会計基準・連結) (単位:千円)

	16/3期	17/3期	18/3期
売上収益	2,444,722	2,641,168	2,810,524
売上総利益	1,077,538	1,133,501	1,206,046
売上総利益率	44.1%	42.9%	42.9%
販売費及び一般管理費	577,253	638,579	654,955
販管費率	23.6%	24.2%	23.3%
その他の収益	190	14,871	11,463
その他の費用	107	1,702	9,490
営業利益	500,368	508,090	553,065
営業利益率	20.5%	19.2%	19.7%
税引前利益	494,860	506,065	551,828
税引前利益率	20.2%	19.2%	19.6%
親会社の所有者に帰属する当期利益	315,791	339,511	366,580
従業員数(人)	106	124	129

(出所) MS&Consulting 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 18年3月期決算は前期比6.4%増収、8.9%営業増益

18/3期決算は、売上収益が前期比6.4%増の2,811百万円、営業利益が同8.9%増の553百万円、税引前利益が同9.0%増の552百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益が同8.0%増の367百万円となった(図表9)。

17年10月5日の上場時に公表された通期計画に対する達成率は、売上収益98.4%、営業利益98.4%、税引前利益98.5%、親会社の所有者に帰属する当期利益95.4%となった。

国内におけるMSRの年間総調査数は計画を上回ったため、MSRの国内売上収益は順調であった一方、コンサルティング・研修や、その他の国内売上収益が計画を下回ったことから、売上収益全体では、計画に若干の未達となった。

モニターに対する謝礼原価やレポートチェックの外注委託費(支払報酬)等が計画を上回ったため、売上総利益率は計画を下回ったものの、販管費においては各種のコスト削減に努めた結果、営業利益の未達は小幅にとどまった。

前期との比較においては、商品力を強化したサービスチーム力診断の拡販が遅延した影響を受けて、コンサルティング・研修の売上収益は前期比1.5%の増加にとどまったほか、販売に力を入れていないその

他事業の売上収益は同 31.0%減少したものの、MSRの年間総調査回数が同 10.8%増加したことから、国内のMSR売上収益が同 8.3%増加したため、売上収益全体では同 6.4%の増加となった。

【 図表 9 】 18 年 3 月期の連結業績

(単位: 百万円)

	地域別	事業別・サービス別	17/3期		18/3期							増減率	
			通期	構成比	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期		構成比
売上収益			2,641	100.0%	577	640	1,216	666	928	1,594	2,811	100.0%	6.4%
	国内		2,636	99.8%	-	-	1,211	663	925	1,588	2,799	99.6%	6.2%
		MSR事業	2,543	96.3%	-	-	1,174	642	918	1,560	2,734	97.3%	7.5%
		うちMSR	2,267	85.8%	-	-	1,103	576	775	1,351	2,454	87.3%	8.3%
		うちコンサルティング・研修	276	10.4%	-	-	70	67	143	210	280	10.0%	1.5%
		その他事業	93	3.5%	-	-	37	21	6	27	64	2.3%	-31.0%
	海外		5	0.2%	-	-	5	3	3	6	12	0.4%	144.8%
売上総利益			1,134	-	167	232	399	254	553	807	1,206	-	6.4%
売上総利益率			42.9%	-	28.9%	36.3%	32.8%	38.2%	59.6%	50.6%	42.9%	-	-
販売費及び一般管理費			639	-	167	160	327	166	163	328	655	-	2.6%
販管費率			24.2%	-	28.9%	25.0%	26.9%	24.8%	17.5%	20.6%	23.3%	-	-
その他収益			15	-	2	4	6	5	0	6	11	-	-22.9%
その他費用			2	-	2	6	8	1	1	1	9	-	-
営業利益			508	-	0	70	70	93	390	483	553	-	8.9%
営業利益率			19.2%	-	0.0%	10.9%	5.7%	14.0%	42.0%	30.3%	19.7%	-	-
税引前(四半期)利益			506	-	0	70	69	93	390	483	552	-	9.0%
税引前利益率			19.2%	-	0.0%	10.9%	5.7%	14.0%	42.0%	30.3%	19.6%	-	-
親会社の所有者に帰属する 当期(四半期)利益			340	-	-2	46	43	61	263	323	367	-	8.0%

(注) 海外売上高の数値は、国際会計基準と日本基準の差額による証券リサーチセンターの推測

(出所) MS & Consulting 決算短信、四半期報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

売上原価においては、MSRの調査数増加によるモニターに対する謝礼原価や、レポートチェックの外注委託費(支払報酬)、レポートの生産に係る人員の労務費等は増加した一方、コスト削減によって、その他の売上原価が減少したため、売上総利益率は17/3期から横ばいの42.9%を維持した。

一方、上場に向けた管理・システム部門の増強に伴う人件費の増加はあったものの、株式報酬費用が減少したこと等から、販管費は前期比2.6%の増加にとどまり、販管費率は17/3期の24.2%から23.3%へと低下した。結果、営業利益率は19.2%から19.7%へと改善した。

なお、第4四半期の売上収益が他の四半期に比べて大幅に増えているのは、3月期決算企業からの需要の季節性によるものである。第4四半期の売上総利益率が他の四半期よりも高いのは、第4四半期の売上収益構成比が高くなる傾向にあるコンサルティング・研修の売上総利益率がMSRよりも高いためと推測される。

> 類似企業との比較

◆ 顧客満足度覆面調査やインターネット調査を行う企業と比較

顧客満足度覆面調査を行う企業であるメディアフラッグ及び、事業形態が似ているインターネット調査を提供する企業であるGMOリサーチ (3695 東証マザーズ)、両事業を展開する企業であるクロス・マーケティンググループを財務指標の比較対象として選定した (図表 10)。

【 図表 10 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	MS & Consulting	メディアフラッグ	GMOリサーチ	クロス・マーケティンググループ
	コード 直近決算期	6555 18/3期	6067 17/12期	3695 17/12期	3675 17/12期
売上高 (売上収益)	百万円	2,811	6,049	3,185	16,758
規模 経常 (税引前) 利益	百万円	552	254	321	597
総資産	百万円	3,768	3,554	1,990	9,564
自己資本利益率 (親会社所有者帰属持分当期利益率)	%	12.2	38.8	16.9	-18.0
収益性 総資産経常利益率 (資産合計税引前利益率)	%	14.6	6.4	16.2	6.1
売上高 (売上収益) 営業利益率	%	19.7	4.5	10.2	4.3
EBITDAマージン	%	20.6	7.3	13.5	7.8
売上高 (売上収益) (2年平均成長率)	%	7.2	-12.1	8.6	6.2
成長性 経常 (税引前) 利益 (同上)	%	5.6	63.9	45.2	-29.0
総資産 (同上)	%	1.6	-20.0	6.6	-2.1
自己資本比率 (親会社所有者帰属持分比率)	%	79.5	43.9	66.0	36.3
安全性 流動比率	%	203.6	228.4	256.8	174.4
固定長期適合率	%	76.1	30.2	21.7	54.2

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2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) MS & Consulting 及び各社の有価証券報告書、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模は国内外でインターネット調査を含めて幅広いマーケティング調査を展開するクロス・マーケティンググループが全ての項目で優位に立っている。他の3社の中では、売上高では、顧客満足度覆面調査以外の各種の調査・コンサルティング事業や、セールス・プロモーション事業等も展開するメディアフラッグが大きいものの、経常 (税引前) 利益と総資産では同社が上位に立っている。

安全性に関しては、全体としてみれば、GMOリサーチが最も良好な数値となっている。クロス・マーケティンググループとメディアフラッグは、借入金依存度が高くなっているため、自己資本比率が低水準となっている。一方、同社は、親会社所有者帰属持分比率 (自己資本比率) については高いものの、定期償却をしていないのれんの金額が大きいとため、固定長期適合率の数値は4社の中で最も高い数値となっている。

収益性は、GMOリサーチと同社の高さが目立っている。同社は親会社所有者帰属持分比率（自己資本比率）が高いため、親会社所有者持分当期利益率（自己資本利益率）の順位は高くないものの、売上収益営業利益率（売上高営業利益率）は首位、資産合計税引前利益率（総資産経常利益率）はGMOリサーチに次ぐ2位に位置している。

なお、会計基準の違いによるのれん償却額や減価償却費の影響を考慮して、EBITDA マージンで比較しても、同社の優位性は変わらない。

成長性は、当センターが最も重視している経常利益（税引前利益）では、メディアフラッグとGMOリサーチの数値が高いものの、両社とも対象となる15/12期の経常利益が前期比大幅減益となっていることが影響しており、実質的には同社がやや優位であったと当センターでは評価している。

以上のことから、全体的には、収益性、成長性で類似企業に比べてやや魅力的な水準にあると言えよう。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は顧客満足度を追求する経営姿勢にある

同社の知的資本、特に組織資本や関係資本を構成する項目の多くは、顧客満足度の向上に向けた取り組みと関係している(図表11)。

【図表11】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・大手顧客に対する取引は比較的分散している	・最大手顧客の売上収益構成比	約4%
		・幅広い顧客基盤を有している	・総顧客数、うちMSR顧客数	約1,200社、1,056社
		・多くの既存顧客から継続受注を獲得している	・売上収益に占める既存顧客の割合	約90%
		・MSRの年間総調査回数は着実に増加している	・年間総調査回数	232,369回
		・MSRの年間調査店舗数は傾向的には増加している	・年間調査店舗数	68,510店
	ブランド	・MSRのサービス名は顧客やモニターに浸透しているが、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・MSRのサービス開始からの経過年数	18年(18年7月時点)
事業パートナー	・MSRとしては国内最大級のモニター数を誇る	・上場からの経過年数	1年(18年7月時点)	
	・MSR等の同社サービスの顧客開拓に関し、ぐるなびと提携している	・国内におけるMSRのモニター数	446,464人	
組織資本	プロセス	・MSRやサービスチーム力診断調査結果を基にボトムアップ型でサービス改善を進めるノウハウをコンサルティング・研修サービスで提供している		
		・MSRでは、担当コンサルタントが調査前にクライアントとコミュニケーションを取り、そのニーズに合わせた調査企画・設計を行っている		
		・MSRの調査・レポート作成は、事前に教育したモニターに委託しており、独自のMSポイント制度を通じ、モニター謝礼(売上原価)として費用を支払っている	・日本基準の売上原価に占めるモニター謝礼の割合	52.2%
	知的財産 ノウハウ	・専門的教育を受けたレポートチェッカーが、レポート提出後にモニターをフォローアップすることにより、一定水準にまで品質を高めたレポートを納品し、クライアントスタッフのモチベーション向上に繋がるフィードバックを実現している		
		・MSRのレポートチェック業務の一部を、外部の会社等に委託しており、支払報酬(売上原価)として費用を支払っている	・日本基準の売上原価に占める支払報酬の割合	7.6%
		・各種調査やコンサルティング・研修の質を向上させるため、業界特化チームを構成して、各業界特有の課題解決に取り組んでいる		
知的財産 ノウハウ	・MSRやサービスチーム力診断における長年の調査で蓄積した豊富なデータを用いて、業界平均値等との比較を行ったデータを提供している	・サービスチーム力診断の累計調査実績	51万件	
	・国立研究開発法人産業技術総合研究所と、「サービス・ベンチマーキングによるサービスプロフィットチェーンの高度化」に向けた共同研究を実施している	・共同研究論文の受賞歴	サービス学会Best Paper Award(17年3月)	
	・顧客店舗スタッフのスマートフォン等からMSRのレポートの内容(成功事例等のコメント及び動画)を閲覧したり、コメントを発信・共有したりできるサービス「MSナビ」を提供している			
人的資本	経営陣	・同社の社内取締役は、日本エル・シー・エー時代の02~05年からMSR事業に従事している		
	従業員	・コンサルタントや生産管理業務担当者を主体とした組織体制	・日本基準の単体従業員数	123人
人的資本	従業員	・インセンティブ制度	・ストックオプション	586,700株(12.7%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、18/3期または18/3期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役の保有分を含む。

(出所) MS&Consulting有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社のMSRは、規定通りのサービスが実施されているかのチェックを主目的とした、多くの同業他社が手掛ける商品とは異なり、自由記入のコメントを多用した内容となっており、顧客店舗スタッフの働き甲斐を高め、サービス品質の向上を実現することを目的としている。

中でも、「2ストライク1ボール」のコンセプトに基づいたコメントの記載や、レポートを提出したモニターにフォローアップを行う等の

レポートの品質向上への取り組み等は、同社の経営姿勢が強く反映されている業務プロセスと言えよう。

MSRの年間総調査回数が每期、着実に伸びていることや、MSRの顧客数が増加傾向にあること、18/3期における売上収益に占める既存顧客の割合が約90%と高水準に達していること等から、クライアントによる同社への満足度は高いと当センターでは推測している。

顧客満足度を追求する経営姿勢は、レポート品質の向上を通じて、同社の業績拡大を支えており、同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社の開示資料等には、環境に関する対外的な活動等の記載は見当たらない。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、そのミッションにおいて、クライアントである顧客企業だけではなく、クライアントの店舗スタッフや、その顧客である一般消費者、同社のモニターに対しても、MSRを中心とした事業活動を通じて幸福をもたらしたいと謳っている。MSRは、幅広い労働者や消費者に対して影響を及ぼす可能性があるため、同社は社会的責任に強い関係を持つ事業活動を展開していると当センターでは考えている。

従業員満足度を調査するサービスチーム力診断やコンサルティング・研修サービスについても、同社はクライアントの店舗スタッフの働き甲斐やモチベーションの向上を目指しており、社会貢献度が高い事業活動と言えるだろう。

また、同社は、MSRの関連サービスのラインナップの拡充策として、ユニバーサルMS(障がい者・高齢者による覆面調査)や、インバウンドMS(外国籍調査員による覆面調査)の提供を開始しており、業績への貢献だけではなく、地域社会への貢献においても、その取り組みが注目される。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社は、16年6月より、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行した。取締役会は監査等委員ではない取締役5名(うち、社外取締役は1名)と、監査等委員である取締役3名(うち、社外取締役は2名)で構成されている。



監査等委員でない社外取締役の茂木一雄氏は、株式会社工業経営センターの代表取締役を兼務する経営者であり、17年8月に同社の取締役に就任した。

監査等委員である社外取締役の上村俊之氏は、ゼロ(9028 東証二部)の社外取締役を兼務する税理士であり、16年6月に同社の社外取締役に就任した。同じく監査等委員である社外取締役の林康司氏は、弁護士であり、16年6月に同社の社外取締役に就任した。

18年3月期の株主総会招集通知によれば、18/3期に開催された22回の取締役会において、上村氏と林氏は全22回、茂木氏は就任後に開かれた13回のうち11回に出席した。当事業年度に開催された16回の監査等委員会については、上村氏、林氏共に全16回に出席している。

また、原則として3カ月1回、業務執行取締役、部長及びマネージャーが出席するリスク管理委員会を開催し、リスク管理やコンプライアンスの推進、強化に取り組んでいる。

以上のことから、全体として、同社の経営に関する監督体制は機能しているものと思われる。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 既存業種の深耕と新規業種への参入

同社は、外食、小売、自動車、美容、レジャー等の主要業種に加え、金融、宿泊、行政（公共機関）等においても一層の取引深耕を図ると共に、非店舗ビジネスである宅配、通販等の新規業種への参入を目指すとしている。

#### ◆ 海外事業における顧客基盤の拡大と収益のストック化

同社は、日系企業の進出が進むタイと台湾において、進出している日系企業と現地企業に対し、MSRやHARBプログラムのサービス提供を開始している。現時点では、海外子会社の損益は赤字であり、継続的にMSRを実施できる顧客基盤の拡大と収益のストック化が課題となっている。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 顧客基盤とサービスラインナップの拡大による成長を目指す

同社は、SPC 経営に取り組む顧客企業を開拓し、その実現をサポートすることで、顧客企業の業績向上に貢献することを経営方針に据えている。事業戦略としては、顧客基盤とサービスラインナップを拡大し、事業領域を広げることで長期的な成長を目指している。

顧客基盤においては、現在の主要顧客業種である外食、小売、自動車、美容から金融、宿泊、行政（公共機関）に広げると共に、タイ、台湾等の海外展開を加速する方針である。

サービスラインナップにおいては、MSRに大きく依存した現状からの脱却を目指して、サービスチーム力診断やHERBプログラムの拡販による収益の拡大を図ると共に、インバウンドMSやユニバーサルMS等の新サービスの普及にも取り組むとしている。

また、17/3期には、クライアント企業の来店客に対して、スマートフォン経由でアンケートを実施できる「カスタマーリサーチ」をリリースしたほか、クライアント企業の店舗スタッフのスマートフォンからMSRのレポートを閲覧し、そこから得た気付きを瞬時に発信、スタッフ間で共有できるアプリ「MSナビ」を開発、サービス提供を開始した。

#### ◆ 既存業種と新規業種の双方で顧客開拓を進めていく方針

同社の推定によれば、小売業、金融業・保険業、不動産業、宿泊業・飲食サービス業、生活関連サービス業・娯楽業、教育・学習支援業、複合サービス業等、同社が既に展開している市場の事業所数は約 50 万カ所に達している。一方、公共スポーツ施設や公共交通機関等、同

社が今後本格的に開拓を進める市場の事業所数も約 26 万カ所に上っている。18/3 期における同社の調査店舗数は約 6.9 万店に過ぎないため、既存業種と新規業種の双方において、顧客開拓の余地は大きいと同社は認識している。

顧客数が少ない業界や新規参入する業界に対する活動に際しては、業界特化チームを編成して、業界特有の課題にアプローチすることで顧客開拓に取り組んでいる。加えて、顧客からの問い合わせチャネルの拡大を目指し、リスティング広告の拡充や法人向けサイトのリニューアル等のネットマーケティングへの投資も進めるとしている。

外食業向けの施策としては、17 年 11 月に、ぐるなび(2440 東証一部)と業務提携し、ぐるなびがMSR等の同社サービスを約 6 万店の有料加盟店に販売すると公表された。同社が今までアプローチ出来ていなかった小規模の外食チェーン等への拡販が期待されている。

#### ◆ 海外においても顧客基盤を強化して早期の黒字化を目指す

同社は、海外展開において、今後は、現地語版のMSRサイトの開発を行い、日本と同様のビジネス展開を可能とするインフラの構築に取り組み、顧客基盤を強化するとしている。

タイ子会社は、既存案件の積み上がりによるストック型のビジネスモデルに近づきつつある。今後は、発掘ルートの多様化によって新規案件の獲得を増やし、20/3 期(タイ子会社の決算期としては 19/12 期)の黒字化を目標としている。

台湾子会社は、現地企業からの引き合いがようやく契約に結びだした段階にある。日本から人材を派遣する等、組織体制を強化し、こちらも 20/3 期(台湾子会社決算期は 20/2 期)の黒字化を目指している。

## 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）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・従業員や顧客の満足度を上げるためのサービスをクライアントに提供し、その業績を向上させることを目指す「SPC」経営に基づいた事業展開を行っていること</li> <li>・MSRやサービスチーム力診断での調査結果を基にボトムアップ型でサービス改善を提案するコンサルティング・研修サービスを提供していること</li> <li>・国内MSR事業売上収益における既存客の金額継続率が9割を超えていること</li> <li>・国内最大級のMSRモニター会員数</li> <li>・モニター及びレポートチェッカー向けの教育体制の充実により、高品質なレポートを提供していること</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・MSR関連売上収益への依存度の高さ</li> <li>・外食業界顧客向け売上収益への依存度の高さ</li> <li>・第4四半期に偏重する収益の季節性</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・小売業、宿泊・飲食サービス業等を中心とした民間事業者における更なる顧客数の拡大</li> <li>・公共スポーツ施設、公共交通機関等の公共サービス分野での利用の本格化</li> <li>・クロスセルの強化による「サービスチーム力診断」や「カスタマーリサーチ」の拡販</li> <li>・タイや台湾を始めとする海外展開の本格化</li> <li>・「インバウンドMS」や「ユニバーサルMS」等の商品ラインナップの拡大</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・外食業界の競争激化による大手クライアントの店舗数の減少</li> <li>・低料金を売り物とする同業他社との競争が激化すること</li> <li>・クライアントのニーズと同社のモニター属性の間でミスマッチが拡大すること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 顧客基盤の拡大によって、更なる業種の分散化に期待したい

MSRが外食産業から普及が始まったため、現時点でも、同社の売上収益の4割超は外食業向けによって占められている。そこで、同社は、金融や公共サービス分野等の顧客満足度覆面調査がまだあまり実施されていない業種（分野）での顧客開拓にも積極的に取り組む方針を打ち出した。

当センターは、同社の顧客基盤の拡大が、外食業以外の顧客比率の上昇を伴って実現できた場合、成長力の向上だけでなく、業績変動リスクの低下にも繋がると期待しており、顧客数の増加だけでなく、業種別売上収益比率の変動にも注目している。

#### ◆ 周辺サービスの拡販による季節性や収益性への影響に注目

サービスチーム力診断やコンサルティング・研修は、MSRに比べて売上総利益率が高いと推測されることから、その拡販は収益性にはポジティブに働くと考えられる。一方、これらのMSR周辺サービスは、現状ではMSRよりも第4四半期に需要が高まる季節性があるため、周辺サービスの売上収益構成比が上昇すると、同社全体の収益が更に第4四半期に偏重する可能性がある。

当センターは、同社のマーケティング戦略次第では、季節性の平準化に配慮しながら、周辺サービスを拡販できるのではないかと考えており、同社の取り組みに注目している。

> 今後の業績見通し

◆ 19年3月期会社計画は6.3%増収、10.0%営業増益を見込む

19/3期の会社計画は、売上収益2,988百万円(前期比6.3%増)、営業利益608百万円(同10.0%増)、税引前利益608百万円(同10.1%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益405百万円(同10.4%増)である(図表13)。

【図表13】MS&Consultingの過去の業績と19年3月期の計画 (単位:百万円)

	事業別	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	
		実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上収益		2,445	2,641	2,811	2,988	6.3%
	国内MSR事業	2,338	2,543	2,734	2,871	5.0%
	国内その他事業	106	93	64	—	—
	海外事業	0	5	12	—	—
売上総利益		1,078	1,134	1,206	1,282	6.3%
	売上総利益率	44.1%	42.9%	42.9%	42.9%	—
販売費及び一般管理費		577	639	655	661	0.9%
	販管費率	23.6%	24.2%	23.3%	22.1%	—
営業利益		500	508	553	608	10.0%
	営業利益率	20.5%	19.2%	19.7%	20.4%	—
税引前利益		495	506	552	608	10.1%
	税引前利益率	20.2%	19.2%	19.6%	20.3%	—
親会社の所有者に帰属する当期利益		316	340	367	405	10.4%

(注) 海外事業の売上収益の数値は、国際会計基準と日本基準の差額による証券リサーチセンターの推測  
(出所) MS&Consulting 有価証券届出書、決算短信及び決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

国内MSR事業の売上収益を、国内におけるMSRの年間総調査回数を前期比7.0%増とする前提に基づき、同5.0%増と見込んでいる。

なお、19/3期初時点で、国内における受注残高は1,118百万円と前期初比88百万円増加しており、19/3期の連結売上収益に対する充足率は37.4%と前期の36.6%よりも上昇している。

売上原価については、モニターに対する謝礼原価を889百万円(前期比6.9%増)、労務費を539百万円(同8.4%増)と見込み、全体としては1,706百万円(同6.3%増)と予想している。

販管費については、上場に伴う管理費用の増加に伴い、支払手数料を10百万円(前期比132.3%増)と見込み、全体では661百万円(同0.9%増)と予想している。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の19/3期業績を、売上収益2,984百万円(前期比6.2%増)、営業利益612百万円(同10.7%増)、税引前利益612百万円(同10.9%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益408百万円(同11.3%増)と予想する(図表14)。

【図表14】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)

	17/3期	18/3期	19/3期CE	19/3期E	20/3期E	21/3期E
<b>損益計算書</b>						
売上収益	2,641	2,811	2,988	2,984	3,159	3,321
前期比	8.0%	6.4%	6.3%	6.2%	5.9%	5.1%
<b>事業別</b>						
国内MSR事業	2,543	2,734	2,871	2,917	3,090	3,250
うちMSR	2,267	2,454	—	2,577	2,680	2,760
うちコンサルティング・研修	276	280	—	340	410	490
その他事業	93	64	—	48	32	20
海外事業	5	12	—	19	37	51
売上総利益	1,134	1,206	1,282	1,296	1,374	1,451
売上総利益率	42.9%	42.9%	42.9%	43.4%	43.5%	43.7%
販売費及び一般管理費	639	655	661	697	731	764
販管費率	24.2%	23.3%	22.1%	23.3%	23.1%	23.0%
営業利益	508	553	608	612	657	702
前期比	1.5%	8.9%	10.0%	10.7%	7.2%	6.9%
営業利益率	19.2%	19.7%	20.4%	20.5%	20.8%	21.1%
税引前利益	506	552	608	612	657	702
前期比	2.3%	9.0%	10.1%	10.9%	7.2%	6.9%
税引前利益率	19.2%	19.6%	20.3%	20.5%	20.8%	21.1%
親会社の所有者に帰属する当期利益	340	367	405	408	437	467
前期比	7.5%	8.0%	10.4%	11.3%	7.1%	6.8%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) MS&Consulting 決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

事業別売上収益については、国内MSR事業が前期比6.7%増、その他事業が同25.5%減、海外事業が同59.7%増と予想している。

国内MSR事業については、調査数が堅調に伸びると想定し、MSRは前期比5.0%増と見込んだ。一方、商品力を強化したサービスチーム力診断の拡販が本格化してくると想定し、コンサルティング・研修は同21.4%増と見込んだ。

売上総利益率については、コンサルティング・研修の売上収益構成比の上昇によるセールスマックスの改善を見込んだことから、18/3期の42.9%から43.4%へ上昇すると予想した。一方、販管費については、人員の増強によって人件費や旅費交通費等が膨らむと想定し、前期比42百万円増加すると見込んだ。

20/3期は、売上収益3,159百万円(前期比5.9%増)、営業利益657百万円(同7.2%増)と予想した。

事業別売上収益については、国内MSR事業が前期比5.9%増、その他事業が同33.3%減、海外事業が同94.7%増と予想した。

国内MSR事業については、調査数の伸びがやや鈍化すると想定し、MSRは前期比4.0%増と見込んだ。一方、サービスチーム力診断の成長が継続すると想定し、コンサルティング・研修は同20.6%増と見込んだ。

売上総利益率については、コンサルティング・研修の売上収益構成比の上昇が続くと見込んだことから、19/3期の43.4%から43.5%へ若干上昇すると予想した。一方、販管費については、人件費や旅費交通費等の増加が続くと想定し、前期比34百万円増加すると見込んだ。

21/3期は、売上収益3,321百万円(前期比5.1%増)、営業利益702百万円(同6.9%増)と予想した。

事業別売上収益については、国内MSR事業が前期比5.2%増(うち、MSRが同3.0%増、コンサルティング・研修が同19.5%増)、その他事業が同37.5%減、海外事業が同37.8%増と予想した。

売上総利益率の改善や、販管費の増加を見込む要因は、20/3期と同じである。

なお、19/3期の一株当たり年間配当金について、国際会計基準においては20%、日本基準(単体)においては30%の配当性向を目安として配当を行うという方針を基に、同社は18.0円と予想している。当センターでは、同社の配当方針と当センターの業績予想を踏まえて、19/3期は同社予想と同額の18.0円、20/3期は19.0円、21/3期は21.0円と見込んでいます。

【 図表 15 】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)

	17/3期	18/3期	19/3期CE	19/3期E	20/3期E	21/3期E
<b>貸借対照表</b>						
現金及び現金同等物	1,019	627		898	1,172	1,531
営業債権及びその他の債権	527	756		803	850	893
棚卸資産	0	3		3	3	3
その他の流動資産	32	33		33	33	33
流動資産	1,579	1,419		1,736	2,058	2,461
有形固定資産	27	28		30	39	34
のれん	2,224	2,224		2,224	2,224	2,224
その他の無形資産	30	36		43	47	50
その他	58	60		60	60	60
非流動資産	2,338	2,348		2,357	2,371	2,368
資産合計	3,917	3,768		4,094	4,429	4,829
借入金	137	95		58	17	0
営業債務及びその他の債務	445	453		481	499	512
未払法人税等	105	118		174	186	199
その他	30	31		43	53	62
流動負債	717	697		757	755	773
借入金	170	75		17	0	0
引当金	14	14		14	14	14
非流動負債	184	89		30	14	14
資本合計	3,016	2,982		3,307	3,661	4,042
(親会社の所有者に帰属する持分合計)	3,024	2,997		3,323	3,677	4,057
(非支配持分)	-7	-15		-16	-16	-15
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税引前利益	506	552		612	657	702
減価償却費及び償却費	20	25		31	36	43
棚卸資産の増減額 (-は増加)	0	-3		0	0	0
営業債権及びその他の債権の増減額 (-)	-148	-229		-47	-47	-44
営業債務及びその他の債務の増減額 (-)	38	8		28	17	14
その他	-3	-6		0	0	0
法人所得税の支払額	-158	-177		-149	-207	-221
営業活動によるキャッシュ・フロー	254	171		476	456	493
有形固定資産の取得による支出	-9	-16		-20	-30	-20
無形資産の取得による支出	-7	-6		-10	-10	-10
その他	-1	0		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-17	-22		-30	-40	-30
配当金の支払額	-	-500		-81	-83	-88
長期借入金の返済による支出	-153	-137		-95	-58	-17
株式発行による収入	30	92		0	0	0
その他	-	4		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-123	-541		-176	-142	-105
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	115	-392		270	275	359
現金及び現金同等物の期首残高	904	1,019		627	898	1,172
現金及び現金同等物の期末残高	1,019	627		898	1,172	1,531

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想  
(出所) MS&Consulting決算短信を基に証券リサーチセンター作成



## > 投資に際しての留意点

### ◆ 外食産業の競争激化によって大手顧客の店舗が減少する可能性

同社の売上収益の5割弱は外食業界によって占められているが、外食業界においては、近年、需要が縮小する中、出店拡大に動いた企業が多かったため、現在は業界全体としては供給過剰の状態となっている。そのため、業績が悪化した企業を中心に、店舗閉鎖の動きが広がって来ている。

18/3期における同社の外食業種向けの売上収益は拡大しており、同社の外食顧客は、現時点では業績好調組が多いようである。しかしながら、外食業界の歴史においては、大量出店を続けた企業が数年後に大幅な店舗閉鎖に追い込まれるケースも散見され、同社の大手クライアントにおいても、将来、店舗数が減少する可能性は否定できない。

大手クライアントの店舗数の減少は、MSRの調査店舗数や調査回数への減少に繋がったり、調査内容の見直しによる販売単価の引下げを招いたりする可能性があるため、当センターでは、特に外食産業の大手クライアントの業績動向や店舗政策には十分に注意する必要があると考えている。

### ◆ 事業の収益力の低下に伴うのれんの減損の可能性

同社では、13年10月に組織再編を実施した際、2,224百万円に達するのれんを計上した。その金額は、18/3期末において総資産の59.0%を占めていると共に、親会社の所有者に帰属する持分合計(日本基準の自己資本に相当)に対する比率は74.2%、営業利益に対する倍率は4.0倍と極めて高い水準となっている。

のれんを20年以内の期間で定期償却する日本基準とは異なり、同社が採用する国際会計基準においては、定期償却を行わず、每期または減損の兆候がある場合には随時、減損テストを実施している。同社が実施した14/3期以降の減損テストにおいては、回収可能価額が帳簿価額を上回っていると判定された結果、これまで減損損失は計上されていない。

将来、事業の収益力が低下し、のれんに対する減損損失が計上された場合、業績と財政状態の双方が大幅に悪化する可能性があるため、減損の兆候に繋がる業績の悪化には細心の注意が必要である。

### ◆ 売上収益及び営業利益が第4四半期に偏重する季節性

同社のクライアントの多くは3月決算企業であり、予算消化の動きが顕著になる3月に、MSRの調査企画・設計や、コンサルティング・研修の需要が集中し、その反動から4月の需要が減少する傾向がある。結果として、四半期の売上収益は、第1四半期に落ち込み、第4四半期に膨らむ傾向がある(図表16)。

【 図表 16 】 MS&Consulting の四半期業績推移

	17/3期					18/3期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上収益 (千円)	499,637	661,931	638,196	841,404	2,641,168	576,517	639,737	666,272	928,000	2,810,524
構成比	18.92%	25.06%	24.16%	31.86%	100.00%	20.51%	22.76%	23.71%	33.02%	100.00%
営業利益 (千円)	-4,099	111,468	88,040	312,681	508,090	90	69,806	93,347	389,822	553,065
構成比	-0.81%	21.94%	17.33%	61.54%	100.00%	0.02%	12.62%	16.88%	70.48%	100.00%

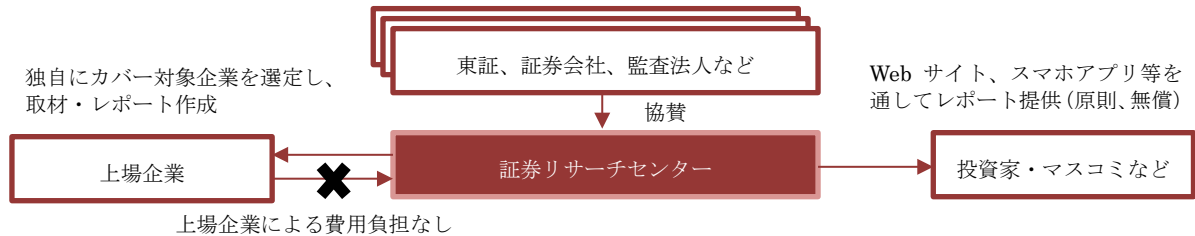
(出所) MS&Consulting 有価証券届出書、有価証券報告書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

一方、人件費を中心とした固定費については季節性による変動が少ないことや、第4四半期に利益率が高いコンサルティング・研修の売上収益構成比が高まる傾向があることから、第1四半期はほとんど営業利益が出ていないのに対し、通期の営業利益の過半を第4四半期に計上している構造となっている。実際、18/3期の営業利益においては、通期実績に占める第4四半期の構成比は70.5%に達しており、第4四半期の動向には十分注意する必要がある。

## 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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

EY 新日本有限責任監査法人

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

### 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、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。