

A large blue circular logo with a white 'R' inside, surrounded by several radiating lines and small blue spheres.

SR Research Report
2015/4/20

多摩川ホールディングス（6838）

当レポートは、掲載企業のご依頼により弊社が作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。



目次

直近更新内容.....	4
概略	4
業績動向	8
事業内容	21
事業	21
市場とバリューチェーン.....	34
経営戦略	44
過去の業績	45
損益計算書	50
貸借対照表	53
キャッシュフロー計算書.....	55
その他情報	57
沿革	57
ニュース&トピックス	58
その他	70
大株主	71
企業概要	72



損益計算書 (百万円)	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結	15年3月期 会予
売上高	2,803	2,640	3,106	3,672	4,171	5,004
前年比	-34.8%	-5.8%	17.7%	18.2%	13.6%	20.0%
売上総利益	392	326	590	1,049	1,198	
前年比	-58.8%	-16.8%	81.1%	77.8%	14.3%	
売上総利益率	14.0%	12.3%	19.0%	28.6%	28.7%	
営業利益	-227	-286	-30	373	477	517
前年比	-	-	-	-	27.8%	8.4%
営業利益率	-8.1%	-10.8%	-1.0%	10.2%	11.4%	10.3%
経常利益	-224	-284	-24	375	478	507
前年比	-	-	-	-	27.6%	6.0%
経常利益率	-8.0%	-10.8%	-0.8%	10.2%	11.5%	10.1%
当期純利益	-570	-351	-37	340	436	455
前年比	-	-	-	-	28.5%	4.2%
利益率	-20.3%	-13.3%	-1.2%	9.3%	10.5%	9.1%
一株当たりデータ						
期末発行済株式数 (千株)	6,774	6,774	6,774	10,753	41,259	
EPS	-35.1	-17.8	-1.9	15.7	11.7	11.0
EPS (潜在株式調整後)	-	-	-	14.8	10.6	
DPS	-	-	-	-	-	1.0
BPS	58.9	40.6	38.6	54.3	64.8	
貸借対照表 (百万円)						
現金・預金・有価証券	665	493	56	390	1,764	
流動資産合計	1,918	1,530	1,293	2,114	3,421	
有形固定資産	295	205	133	564	718	
投資その他の資産計	89	30	18	27	38	
無形固定資産	39	-	-	1	31	
資産合計	2,341	1,766	1,445	2,709	4,210	
買掛金	443	430	364	386	474	
短期有利子負債	433	203	30	40	323	
流動負債合計	1,026	884	598	708	1,130	
長期有利子負債	67	-	-	151	294	
固定負債合計	153	83	85	251	442	
負債合計	1,179	967	683	959	1,572	
純資産合計	1,162	799	761	1,751	2,638	
有利子負債 (短期及び長期)	500	203	30	192	618	
キャッシュフロー計算書 (百万円)						
営業活動によるキャッシュフロー	-1	68	-332	36	764	
投資活動によるキャッシュフロー	12	93	77	-454	-265	
財務活動によるキャッシュフロー	-82	-299	-168	783	875	
財務指標						
総資産利益率 (ROA)	-21.3%	-17.1%	-2.3%	16.4%	12.6%	
自己資本純利益率 (ROE)	-43.4%	-35.8%	-4.7%	27.1%	19.9%	
純資産比率	49.6%	45.3%	52.7%	64.6%	62.7%	

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。



直近更新内容

概略

2015 年 4 月 20 日、株式会社多摩川ホールディングスは地熱バイナリー発電所における経済産業省の設備認定取得に関して発表した。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

同社リリースによれば、同社で計画している大分県別府市における地熱発電所事業に関し、経済産業省九州経済産業局より「再生可能エネルギー発電設備を用いた発電の認定について（通知）」が届いたという。

同社は、地熱発電所事業用地を取得し、2015 年 4 月現在、合計 7 区画、約 875Kw の用地を確保している（1 区画約 125Kw 規模の地熱バイナリー発電所で太陽光発電所約 1 メガワット規模の発電量に相当）。今回の設備認定取得により、早期の売電開始に向けて計画通り順調に工事を進めるという。

なお、2015 年 3 月期の業績に及ぼす影響については算定し次第、発表するとしている。

2015 年 4 月 2 日、同社はエトリオン・ジャパン株式会社との業務提携覚書締結に関する補足情報を発表した。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

同社は、2015 年 3 月 30 日に発表したエトリオン・ジャパン株式会社との業務提携に関する補足情報を発表した。

Etrion Corporation に関する概要の補足

同社リリース文によれば、エトリオン・ジャパン株式会社のグループ親会社である Etrion Corporation（以下、Etrion 社という）は、石油、ガス、採鉱、エネルギー分野にて評価の高い資源グループである Lundin Group の一社である。Lundin Group は合計 154 億カナダドルの時価総額を有し、グループ会社 11 社、世界 25 カ国で運営されている。Etrion 社の筆頭株主は Lundin Group であり、およそ 24%の株式を所有しており、グループの中で最も重要な再生可能エネルギー会社となっているという。

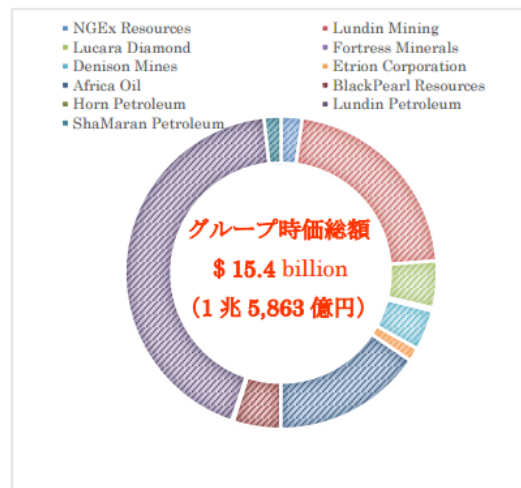
Lundin Group の概要

**Etrion Corporation \$217 million 太陽光発電業****MINING SECTOR**

NGEx Resources	\$338 million	採鉱調査業
Lundin Mining	\$3.32 billion	鉱業生産業
Lucara Diamond	\$744 million	鉱業生産業
Fortress Minerals	\$52 million	その他事業
Denison Mines	\$635 million	鉱業生産業

OIL SECTOR

Africa Oil	\$2.39 billion	石油探索業
BlackPearl Resources	\$758 million	石油生産業
Horn Petroleum	\$29 million	石油探索業
Lundin Petroleum	\$6.63 billion	石油生産業
Shamaran Petroleum	\$268 million	石油探索業



2015年3月30日、同社はエトリオン・ジャパン株式会社との業務提携に関して発表した。
(リリース文へのリンクは[こちら](#))

同社リリース文によれば、同日付けで、エトリオン・ジャパン株式会社（以下、エトリオン社とする。）と青森県三沢市における太陽光発電所事業に関して、共同出資を前提とした事業提携を目指すことについて、覚書を締結したという。

エトリオン社は、Etrion Corporation（以下、Etrion社という）のグループ会社であり、Etrion社は実用規模の太陽光発電所を建設、所有及び運営する会社である。また、Etrion社はイタリア及びチリにおいて合計出力約130MWの太陽光発電所を所有する独立系発電事業者であり、トロント証券取引所、NASDAQ-OMX ストックホルム取引所に上場している。本社をカナダに置き、その他にはジュネーブ（スイス）、マイアミ（米国）、ローマ（イタリア）、サンチアゴ（チリ）、東京にも拠点を展開しており、世界各国で再生可能エネルギービジネスを行っている会社である。

当該事業は、2014年12月26日に公表したとおり、青森県三沢市における太陽光発電所を建設するための用地を取得しており、早期の売電開始に向け手続きを進めている。当該覚書の締結により、今後もデューデリジェンスの結果が双方納得することを条件に、エトリオン社と共同で資金調達し、建設工事をよりスピーディかつ円滑に行える見通しとなったとしている。なお、三沢発電所完成のために必要となる事業資金の調達方法や、売電開始後の運営方法等の詳細な取り決めは、今後、段階的に決定して行く予定である。

発電事業所の概要

- 所在地：青森県三沢市六川目五丁目他



- ・ 事業者：合同会社 GP エナジーA、合同会社 GP エナジーB、合同会社 GP エナジーC、合同会社 GP エナジーD（いずれも同社 100%子会社）
- ・ 敷地面積：約153,000㎡
- ・ 発電能力：約10MW
- ・ 売電価格（20年間固定）：36円/kWh（税抜）
- ・ 売電収入（予定）：約390百万円/年
- ・ 初年度予想発電量（予定）：約10,852,814 kWh

2015 年 3 月 24 日、同社は千葉県袖ケ浦市メガソーラー発電所の売電開始に関して、発表した。

（リリース文へのリンクは[こちら](#)）

同社リリース文によれば、千葉県袖ケ浦市で建設を進めていたメガソーラー発電所において、東京電力との系統連系が完了し、本日から売電が開始されたという。なお、2015 年 3 月期の業績に及ぼす影響については軽微であると見込んでいるとしている。

千葉県袖ケ浦市メガソーラー発電所の概要

発電所名：袖ケ浦市林発電所

敷地面積：約 15,000 ㎡

設置 Kw 数：約 1,300Kw

売電価格：36 円/kwh（税抜 20 年間固定）

売電収入（推定）：約 6,000 万円/年 20 年間累計約 1,180 百万円

2015 年 3 月 11 日、同社への取材を踏まえ、レポートを更新した。

2015 年 3 月 5 日、同社は、業績予想の修正を発表した。

（リリース文へのリンクは[こちら](#)）

2015 年 3 月期通期会社予想

売上高：5,004 百万円（前回予想 4,534 百万円）

営業利益：517 百万円（同 506 百万円）

経常利益：507 百万円（同 489 百万円）

当期純利益：455 百万円（同 450 百万円）

修正理由

太陽光システム販売事業において、太陽光発電所の低圧分譲販売用地を新たに確保すること



ができ、販売状況も好調に推移していることから、売上高及び利益面ともに前回予想を上回る見込みとなった。

2015 年 2 月 23 日、同社は、千葉県館山市メガソーラー発電所の売電開始に関して発表した。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

同社リリース文によれば、千葉県館山市で建設を進めていたメガソーラー発電所において、東京電力社との系統連系が完了し、本日から売電が開始されたという。なお、2015 年 3 月期の業績に及ぼす影響については軽微であるとしている。

千葉県館山市メガソーラー発電所の概要

発電所名：館山発電所

敷地面積：約 35,386 m²

設置 Kw 数：1,999 Kw

売電価格：40 円/kwh (税抜、20 年間固定)

売電収入 (推定)：約 9,500 万円/年、20 年間累計約 1,860 百万円

2015 年 2 月 12 日、同社は、2015 年 3 月期第 3 四半期決算を発表した。

(決算短信へのリンクは[こちら](#)、詳細は 2015 年 3 月期第 3 四半期決算項目を参照)

3 カ月以上経過した会社発表はニュース&トピックスへ



業績動向

四半期業績動向

四半期業績推移 (累計) (百万円)	14年3月期				15年3月期				15年3月期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	(達成率)	通期会予
売上高	914	1,820	2,738	4,171	835	1,924	3,101		62.0%	5,004
前年比	23.9%	14.5%	7.8%	13.6%	-8.7%	5.7%	13.3%			20.0%
売上総利益	253	547	848	1,198	261	617	996			
前年比	51.0%	35.7%	15.1%	14.3%	3.0%	12.8%	17.4%			
売上総利益率	27.7%	30.0%	31.0%	28.7%	31.2%	32.1%	32.1%			
販管費	164	332	532	721	204	405	624			
前年比	10.2%	7.3%	9.7%	6.8%	24.0%	22.0%	17.4%			
売上高販管費比率	17.9%	18.2%	19.4%	17.3%	24.4%	21.0%	20.1%			
営業利益	89	215	317	477	57	212	372		72.0%	517
前年比	371.9%	129.2%	25.6%	27.8%	-35.8%	-1.3%	17.6%			8.4%
営業利益率	9.8%	11.8%	11.6%	11.4%	6.9%	11.0%	12.0%			10.3%
経常利益	95	219	319	478	56	210	364		71.9%	507
前年比	847.7%	163.0%	32.3%	27.6%	-40.8%	-4.1%	14.2%			6.0%
経常利益率	10.4%	12.0%	11.6%	11.5%	6.8%	10.9%	11.7%			10.1%
四半期純利益	90	191	305	436	26	120	261		57.4%	455
前年比	939.0%	108.7%	23.2%	28.5%	-71.1%	-36.9%	-14.5%			4.2%
四半期純利益率	9.8%	10.5%	11.1%	10.5%	3.1%	6.3%	8.4%			9.1%
四半期業績推移 (百万円)	14年3月期				15年3月期					
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
売上高	914	906	918	1,433	835	1,089	1,178			
前年比	23.9%	6.3%	-3.4%	26.7%	-8.7%	20.1%	28.3%			
売上総利益	253	293	301	350	261	356	379			
前年比	51.0%	24.7%	-9.6%	12.2%	3.0%	21.3%	25.8%			
売上総利益率	27.7%	32.4%	32.8%	24.4%	31.2%	32.7%	32.2%			
販管費	164	167	200	190	204	201	220			
前年比	10.2%	4.5%	14.1%	-0.7%	24.0%	20.0%	9.7%			
売上高販管費比率	17.9%	18.5%	21.8%	13.2%	24.4%	18.5%	18.6%			
営業利益	89	126	101	161	57	155	160			
前年比	371.9%	68.0%	-35.9%	32.5%	-35.8%	23.2%	57.6%			
営業利益率	9.8%	13.9%	11.0%	11.2%	6.9%	14.2%	13.6%			
経常利益	95	124	100	159	56	154	154			
前年比	847.7%	69.1%	-36.6%	19.1%	-40.8%	24.1%	54.5%			
経常利益率	10.4%	13.7%	10.9%	11.1%	6.8%	14.1%	13.1%			
四半期純利益	90	101	114	131	26	94	141			
前年比	939.0%	22.0%	-26.8%	42.6%	-71.1%	-6.6%	22.9%			
四半期純利益率	9.8%	11.1%	12.5%	9.2%	3.1%	8.7%	11.9%			

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。



事業別セグメント(四半期累計) (百万円)		14年3月期				15年3月期			
		1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q
売上高		914	1,820	2,738	4,171	835	1,924	3,101	
(前年比)		23.9%	14.5%	7.8%	13.6%	-8.7%	5.7%	13.3%	
電子・通信用機器事業		692	1,382	2,235	3,230	777	1,741	2,748	
(前年比)		-0.1%	-2.5%	-2.7%	2.3%	12.2%	26.0%	22.9%	
太陽光システム販売事業		222	415	467	890	33	137	293	
(前年比)		-	320.9%	179.1%	101.8%	-85.2%	-67.0%	-37.1%	
太陽光発電所事業		-	23	36	52	25	45	60	
(前年比)		-	-	-	-	-	93.3%	63.9%	
地熱発電所事業		-	-	-	-	-	-	-	
営業利益		89	215	317	477	57	212	372	
(前年比)		371.9%	129.2%	25.6%	27.8%	-35.8%	-1.3%	17.6%	
電子・通信用機器事業		82	188	327	480	93	257	435	
(前年比)		88.6%	26.8%	3.9%	28.1%	13.7%	36.8%	33.0%	
太陽光システム販売事業		25	48	32	51	-10	-6	-19	
(前年比)		-	-	-	-5.5%	-	-	-	
太陽光発電所事業		-8	-14	-21	-20	10	16	16	
(前年比)		-	-	-	-	-	-	-	
地熱発電所事業		-	-	-	-	-	-	-0	
計		99	222	338	512	93	268	432	
調整額		-10	-7	-22	-35	-36	-55	-60	
事業別セグメント(四半期) (百万円)		14年3月期				15年3月期			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高		914	906	918	1,433	835	1,089	1,178	
(前年比)		23.9%	6.3%	-3.4%	26.7%	-8.7%	20.1%	28.3%	
電子・通信用機器事業		692	690	853	994	777	964	1,007	
(前年比)		-0.1%	-4.7%	-3.2%	16.0%	12.2%	39.8%	18.0%	
太陽光システム販売事業		222	193	52	424	33	104	157	
(前年比)		-	144.4%	-24.6%	54.6%	-85.2%	-46.0%	202.4%	
太陽光発電所事業		-	23	13	15	25	20	14	
(前年比)		-	-	-	-	-	-14.2%	10.1%	
地熱発電所事業		-	-	-	-	-	-	-	
営業利益		89	126	101	161	57	155	160	
(前年比)		371.9%	68.0%	-35.9%	32.5%	-35.8%	23.2%	57.6%	
電子・通信用機器事業		82	106	139	153	93	164	178	
(前年比)		88.6%	1.3%	-16.5%	156.1%	13.7%	54.5%	27.9%	
太陽光システム販売事業		25	23	-15	19	-10	5	-13	
(前年比)		-	-	-	-77.4%	-	-79.4%	-	
太陽光発電所事業		-8	-6	-8	1	10	6	-0	
(前年比)		-	-	-	-	-	-	-	
地熱発電所事業		-	-	-	-	-	-	-0	
計		99	123	116	173	93	175	165	
調整額		-10	3	-15	-13	-36	-20	-5	

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2015年3月期第3四半期実績

2015年3月期第3四半期累計期間の実績は、売上高は3,101百万円(前年同期比13.3%増)、営業利益372百万円(同17.6%増)、経常利益364百万円(同14.2%増)、四半期純利益



260 百万円 (同 14.8%減) となった。四半期純利益については、近年の好調な収益計上により主要子会社の繰越欠損金が解消され、法人税負担が正常に戻ったことにより 260 百万円 (前年同期比 14.5%減) となった。

セグメント別の業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

受注高は 2,670 百万円 (前年同期比 4.9%減)、売上高は 2,748 百万円 (同 22.9%増)、セグメント利益は 435 百万円 (同 33.0%増) となった。なお、第 3 四半期累計期間 (4-12 月) における同事業のセグメント利益は、2015 年 3 月期通期会社予想 (当初) における同事業のセグメント利益 370 百万円を上回った。

移動体通信事業者による基地局設備投資は、基地局工事計画の見直しなどから受注高が前年同期比で減少したが、2015 年 3 月期下期から受注状況が回復した。同社によれば、移動体通信事業者向け売上に関して、第 3 四半期 (10-12 月) に一部、売上の前倒しがあったという。そのため第 4 四半期 (2015 年 1-3 月) においては、前年同期比での増収は見込みにくいとしている。また、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資は継続している。

新たな分野として取り組んでいるパワー半導体向け試験装置は受注が確定し、2016 年 3 月期中の売上計上が見込まれる。また、ハイビジョン映像の光伝送装置に関しては、展示場の開設準備、介護施設、セキュリティ関連企業への提案を行うなど、今後の受注獲得に向けて取り組みを進めている。

太陽光システム販売事業

受注高は 1,534 百万円 (前年同期比 107.5%増)、売上高は 293 百万円 (同 37.1%減)、セグメント損失は 18 百万円 (前年同期はセグメント利益 32 百万円) となった。

営業の効率化に向けた改善活動を行ったが、工事着工の遅れにより出荷時期が延期したこと等により、減収減益となった。

同事業では、2015 年 3 月期通期会社予想 (当初) において売上高 1,020 百万円、セグメント利益 104 百万円を見込んでいる。第 3 四半期累計期間における進捗率は売上高が 28.8% であり、セグメント損失であった。同社によれば、第 4 四半期 (2015 年 1-3 月) におけるメガソーラー発電所の分譲販売により会社予想の達成は可能とあるとしている。具体的には、神奈川県横浜市、鹿児島県、長崎県において、メガソーラー発電所用地を取得のうえ、建設し、収益利回り物件として外部に分譲販売するなどにより、売上高約 900 百万円、営業利益 90 百万円の計上を見込む。



太陽光発電所事業

売上高 59 百万円（前年同期比 63.8%増）、セグメント利益は 15 百万円（前年同期はセグメント損失 21 百万円）となった。

下関市メガソーラー発電所が計画通り順調に売電を行っていることから、増収増益となった。

また、新規のメガソーラー発電所として、千葉県館山市において出力約 2.0MW、千葉県袖ヶ浦市において出力 1.3MW の発電所の工事が順調に進んでおり、2015 年 3 月期中の竣工が計画されている。

地熱発電所事業

当第 3 四半期において新設し、発電所の早期稼動に向けて手続き等を進めている。2015 年 3 月期に売上高の計上はなく、諸費用の支出によりセグメント損失は 0 百万円となった。

同事業では、大分県別府市において 7 区画、約 875Kw の地熱発電所を建設する。同社によれば、1 区画約 125Kw 規模の地熱発電所で太陽光発電所約 1 メガワット規模の発電量に相当することから、合計約 7 メガワット規模の太陽光発電所に相当する発電所を有することとなるという。2016 年 3 月期から稼動予定であり、売電収入は年間約 250 百万円を計画している。

2015 年 3 月期第 2 四半期実績

2015 年 3 月期第 2 四半期累計期間の実績は、売上高 1,924 百万円（前年同期比 5.7%増）、営業利益 212 百万円（同 1.3%減）、経常利益 210 百万円（同 4.1%減）、四半期純利益 120 百万円（同 36.9%減）となった。

セグメント別の業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

受注高は 1,769 百万円（前年同期比 8.3%増）、売上高は 1,741 百万円（同 26.0%増）、セグメント利益は 257 百万円（同 36.8%増）となった。

移動体通信事業者による基地局設備投資は、基地局工事計画の見直しなどから第 1 四半期（4～6 月）は出遅れたが、第 2 四半期（7～9 月）には前年同期比で受注が回復し、第 2 四半期累計期間の売上高は前年同期比 11.2%増となった。防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資は継続し、売上高は前年同期比でそれぞれ 52.1%増、16.3%増となった。また、収益性の高い自社開発品はハイエンド製品の提案強化が功を奏し、売上高 696 百万円（前年同期比 67.7%増）となった。



公共無線関連設備では、消防自動車向け、地方防災無線向け需要などが寄与した。

なお、同事業の営業利益率は前年同期比 1.7 ポイント低下し、11.9%となったが、研究開発費が前年同期比で 46 百万円増加し 105 百万円となったことが理由である。

太陽光システム販売事業

受注高は 152 百万円（前年同期比 58.4%減）、売上高は 136 百万円（同 67.0%減）、セグメント損失は 5 百万円（前年同期はセグメント利益 47 百万円）となった。

営業の効率化に向けた改善活動を行ったが、顧客の工事着工の遅れにより出荷時期が延期した。

太陽光発電所事業

売上高 45 百万円（前年同期比 93.2%増）、セグメント利益は 16 百万円（前年同期はセグメント損失 13 百万円）となった。

下関市メガソーラー発電所が計画通り順調に売電を行った。

2015 年 3 月期第 1 四半期実績

2015 年 3 月期第 1 四半期決算の業績は、売上高 835 百万円（前年同期比 8.7%減）となった。利益面では、営業利益 57 百万円（同 35.8%減）となった。営業利益の減益要因として、太陽光システム販売事業が前年同期比で大きく減収となった他、コンプライアンス強化、資金調達に伴う費用の増加により、販管費が前年同期比で増加した。また、経常利益 56 百万円（同 40.8%減）、四半期純利益 26 百万円（同 71.1%減）となった。

セグメント別の業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備投資は、基地局工事計画の見直しなどから出遅れたが、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資は継続していることから、受注高は 779 百万円（前年同期比 2.8%増）、売上高は 776 百万円（同 12.2%増）、セグメント利益は 92 百万円（同 13.7%増）となった。

また、2014 年 5 月に開催された「ワイヤレスジャパン 2014」において、電子・通信用機器の商品展示を行った。同社によれば、展示会以降、新規分野や新規顧客に対し同社製品の引き合いが増加しているという。



太陽光システム販売事業

営業の効率化に向けた改善活動を行ったが、電力買取価格の改定及び消費税増税により、2014年3月の設備認定件数が大きく増加したことから、電力会社との系統連系が長引き、工事着工及び出荷時期が延期したこと等により、受注高は141百万円（前年同期比21.2%減）、売上高は32百万円（同85.2%減）、セグメント損失は10百万円（前年同期はセグメント利益25百万円）となった。同社によれば、系統連系が長引いたことによる影響があったものの、2015年3月期中には当該売上高は計上される見込みである。

太陽光発電所事業

下関市メガソーラー発電所が計画通り順調に売電を行っていることから、売上高25百万円（前年同期は売上高計上なし）、セグメント利益は10百万円（前年同期はセグメント損失7百万円）となった。

過去の四半期実績と通期実績は、過去の業績を参照



2015 年 3 月期の見通し

(百万円)	14年3月期			15年3月期会社予想		
	上期実績	下期実績	通期実績	上期実績	下期予想	通期予想
売上高	1,820	2,351	4,171	1,924	3,080	5,004
売上原価	1,274	1,699	2,973	1,307		
売上総利益	547	652	1,198	617		
売上総利益率	30.0%	27.7%	28.7%	32.1%		
販売費及び一般管理費	332	390	721	405		
売上高販管費比率	18.2%	16.6%	17.3%	21.0%		
営業利益	215	262	477	212	305	517
営業利益率	11.8%	11.1%	11.4%	11.0%	9.9%	10.3%
経常利益	219	259	478	210	297	507
経常利益率	12.0%	11.0%	11.5%	10.9%	9.6%	10.1%
当期純利益	191	246	436	120	335	455
純利益率	10.5%	10.5%	10.5%	6.3%	10.9%	9.1%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

15年3月期予想（セグメント別）		14年3月期			15年3月期			前年比
(百万円)		上期実績	下期実績	通期実績	上期実績	下期会予	通期会予	
売上高		1,820	2,351	4,171	1,923	3,081	5,004	20.0%
	電子・通信用機器	1,382	1,848	3,230	1,741	1,679	3,420	5.9%
	再生可能エネルギー	437	504	941	181	1,403	1,584	68.3%
	太陽光システム販売事業	414	476	890	136	1,369	1,505	69.1%
	太陽光発電所事業	23	29	52	45	34	79	53.3%
営業利益		215	262	477	212	305	517	8.4%
	電子・通信用機器	188	292	480	257	208	465	-3.2%
	再生可能エネルギー	34	-3	32	10	119	129	308.7%
	太陽光システム販売事業	48	3	51	-6	115	109	112.7%
	太陽光発電所事業	-14	-6	-20	16	4	20	-
調整額		-7	-28	-35	-55	-21	-76	-

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2015 年 3 月期通期会社予想は、売上高 5,004 百万円（前期比 20.0%増）、営業利益 517 百万円（同 8.4%増）、経常利益 507 百万円（同 6.0%増）、当期純利益 455 百万円（4.2%増）としている。

電子・通信用機器事業が増収減益を見込む一方、太陽光発電所事業の収益改善により、全社としては増収増益を達成する計画である。

なお、同社は、2015 年 3 月 5 日に会社予想の上方修正を発表した。修正後の売上高は前回予想から 470 百万円（前回予想比 10.4%）、営業利益、経常利益、当期純利益はそれぞれ、11 百万円（同 2.2%）、18 百万円（同 3.7%）、5 百万円（同 1.1%）引き上げられた。



セグメント別の予想は以下の通りである。

電子・通信用機器事業

売上高 3,420 百万円（前期比 5.9%増）、セグメント利益 465 百万円（同 3.2%減）を見込んでおり、当初計画を上回る予定である。

移動体通信関連において、Ace 社との提携により同社製品の価格競争力が向上した成果として、2014 年 3 月期第 4 四半期から、売上が増加しており、2015 年 3 月期は通年で業績貢献が見込まれる。加えて、防衛関連の売上の増加が継続する想定である。

また、新たに通信・放送分野向けとして、パワー半導体向け試験装置などの引き合いがあり、2015 年 3 月期中の売上計上が見込まれる。加えて、最先端光技術の国際総合展「InterOpto 2014」において産学連携開発の新製品「ハイビジョン映像の光伝送装置」を発表した。監視向け用途などで高評価を得ており、今後の受注獲得が期待できると同社はみている。

収益性向上策として、同社によれば、当該製品をベースに自社製品の売上高構成比率は 2014 年 3 月期に前期比 10%上昇し、40%となった。2015 年 3 月期は更なる新製品の投入により、自社製品売上高構成比率は 40%を上回る水準を目指すとしている。

利益面では、中期的には同社製品の中では収益性の高い自社製品比率の売上構成比率が上昇する予定であるが、2015 年 3 月期は研究開発費の増加、価格競争影響などを想定し、減益予想としている。

再生可能エネルギー事業

売上高 1,584 百万円（前期比 68.3%増）、セグメント利益 129 百万円（同 308.7%増）を見込む。

太陽光システム販売事業では、売上高 1,505 百万円（前期比 69.1%増）、セグメント利益 109 百万円（同 112.7%増）を見込む。2014 年 3 月期の期ずれ案件の売上計上、地域密着型の CSR 型提案が収益に貢献する予定である。また、横浜市において、約 1.2Mw のメガソーラー発電所用地を取得のうえ、建設し、収益利回り物件として外部に分譲販売するなどにより、900 百万円の売上高貢献（横浜市メガソーラーの売上高が 535 百万円、その他の売上高が 365 百万円）を見込む。営業利益は売上高の増加により、増益が見込まれる。

太陽光発電所事業は、売上高 79 百万円（前期比 53.3%増）、セグメント利益 20 百万円（前期は 20 百万円の営業損失）を見込む。下関メガソーラー発電所の売電収入が通年寄与するとともに、長崎県南島原で出力約 1.0MW、千葉県館山市で出力約 2.0MW のメガソーラー発電所が稼働する予定である。同事業の営業利益は売上高の増加により、黒字化が想定されている。



る。

安定的な配当の実現に向けた体制が整いつつあると判断し、8 期ぶりに 1 株当たり 1 円の配当を予想している。

中長期展望

同社は 2013 年 4 月に公表した中期経営計画「Tamagawa HD Vision 2018」（2018 年 3 月期売上高 10,000 百万円、営業利益率 20%以上、ROE20%以上を目標とする）以来、中期計画を発表していない。その後の事業環境の変化、収益獲得機会の拡大、資金調達の状況などを踏まえ、SR 社では、同社の業績は中期経営計画に向かって順調に推移し、2017 年 3 月期に売上高 9,000 百万円、経常利益 1,600 百万円、当期純利益 1,000 百万円が達成可能であると予想する。

同社によれば、電子・通信機器事業の収益成長、稼働中および今後、稼働を予定している太陽光発電所および地熱発電所の売電収入、一部の太陽光発電所設備および地熱発電所の分譲販売または売却に伴う収益計上が収益成長の源泉となるという。なお、太陽光システム販売事業における太陽光モジュール販売による利益は策定中であり、SR 社の予想には含んでいない。

(百万円)		15年3月期 会社予想	16年3月期 SR予想	17年3月期 SR予想
売上高	電子・通信用機器事業	3,420	3,700	4,300
	(前年比)	5.9%	8.2%	16.2%
	再生エネルギー事業	1,584	1,800	4,800
	(前年比)	68.2%	13.6%	166.7%
連結		5,004	5,500	9,100
	(前年比)	20.0%	9.9%	65.5%
営業利益	電子・通信用機器事業	412	400	430
	(前年比)	-9.1%	-2.9%	7.5%
	再生エネルギー事業	104	400	1,150
	(前年比)	352.2%	284.6%	187.5%
連結		517	800	1,580
	(前年比)	8.4%	54.7%	97.5%
当期純利益		455	640	1,030
	(前年比)	4.2%	40.7%	60.9%

出所：同社資料よりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

*再生エネルギー事業は、太陽光システム販売事業、太陽光発電所事業、地熱発電事業。

各セグメントの中期的な施策、および同社が 2014 年 12 月に事業開始を発表した地熱発電事業に関しては、以下の通りである。



電子・通信用機器事業

電子・通信用機器事業では、現多摩川電子社社長が同社取締役就任した 2011 年 6 月以降、不採算案件から撤退する方針とし、収益改善に成功した。今後は、研究開発により、新製品を開発・投入することで売上の拡大を図るとともに、収益性の高い自社製品の売上構成比率を高めていく方針である。同社によれば、移動体通信基地局関連部品の需要拡大に加え、防衛、災害対策、環境分析装置関連に対して、以下のように高周波無線技術を応用した新分野の需要が期待できるとのことである。

- ・ 移動体通信基地局関連部品に関しては、韓国ACE社との提携により、低価格品の量産、短納期化、大口ロット生産が可能となり、2014年3月期下期から市場シェアが回復している。また、2016年前後から移動体通信事業者が高速通信サービスLTE-Advancedを展開すると想定され、基地局設備の更新需要による売上の拡大が見込まれる。更に、同社によれば、2020年開催予定の東京オリンピックに向けて、高速データ通信を可能とする小型携帯基地局（スモールセル）のインフラ需要が期待できるという。
- ・ 防災・防衛関連については、震災や領土問題に起因し、ハイビジョン画像による沿岸監視の需要が増しており、同社では沿岸監視に関連する製品としてミリ波伝送装置、信号処理装置の開発・提案を強化していく方針である。
- ・ 自社製品では、花粉、黄砂、PM2.5や放射能汚染等、環境分析装置の需要増大に向けて自社製品の開発・提案を強化していく。連結子会社多摩川電子社の黒字化により、研究開発投資を増額した。その結果、新製品の開発、提案の体制が整ってきており、売上高に占める自社製品の構成比率が上昇傾向にあるという。当該比率は、2013年3月期の30%から2014年3月期には40%に上昇し、2015年3月期には40%以上に高めることを目標としている。

また、2015 年 3 月にベトナムに海外孫会社 TAMAGAWA ELECTRONICS VIETNAM CO.,LTD を設立する予定である。高周波デバイス製品群の製造を行い、高品質製品の低価格化を図るとしている。なお、ベトナム工場の土地・建物は日系工業団地の一角を賃借することにより賄い、設備投資は 25 百万円程度を予定している。

太陽光システム販売事業

2014 年 5 月にイセ食品社代表取締役会長兼社長の伊勢彦信氏（以下、伊勢氏とする）による同社新株予約権に対する払込みは行われず、失権した。その結果、同社と伊勢氏、リーティルブランディング株式会社及びリーティル社の代表取締役社長である秋元之浩氏（以下、秋元氏とする）で、イセ食品社が有する土地に太陽光発電設備を建設するという業務資本提携契約は解約に至った。ただし、同月、同社は秋元氏が代表取締役であり、かつ、伊勢氏が取締役会長である ISE パワー社との間で業務提携契約を締結した。ISE パワー社は、イセ食品



の有する土地で太陽光発電所事業を行う予定であり、当該業務提携により、同社は太陽光発電設備の供給を行うものと SR 社は予想する。

ISE パワー社は、1 kWh 当たりの売電価格 36 円として申請し、既に経済産業大臣より再生可能エネルギー発電設備の認定を受け、各電力会社に対して売電に係る申請が完了している土地が 10 県 27 箇所地積合計で最大 1,419,964 m²。太陽光発電設備として最大 76.5MW 相当の発電施設建設を予定している。また、1 kWh 当たりの売電価格 32 円として経済産業大臣に対し上記認定を申請中の土地が 30 箇所ある。

SR 社は、ISE パワー社との業務提携による太陽光システム販売事業の収益貢献は、2016 年 3 月期以降に拡大すると予想する。

イセ食品株式会社は、2014 年に創業 100 年を迎える国内最大の鶏卵生産企業である。国内のみならず、米国東海岸における生産量 1 位であり、西海岸にも生産拠点を拡大している。（出所：同社）

太陽光発電所事業

太陽光発電所事業の設備能力

2014 年 11 月現在、同社は、既に稼働済み及び土地確保済み太陽光発電所として、発電出力 11.4MW 相当（「太陽光発電所事業」の項参照）の設備能力を有している。同社によれば、千葉県館山市メガソーラー発電所以降は、リース契約により太陽光発電システムを取得・建設することにより内部収益率（IRR）が改善しているという。当該太陽光発電所の平均 IRR は 13.4%、自己投資金額控除後の将来キャッシュフロー予測に基づく割引現在価値は、3,221 百万円であるという。

また、同社は 2014 年 12 月、ISE パワー社が有している青森県三沢市における発電事業者としての権利を取得し、太陽光発電所の建設及び運営を行うこととした（以下、「三沢発電所」とする）。三沢発電所の発電出力は約 10MW、年間売電収入は約 390 百万円を予定しており、2016 年 3 月までに売電開始を見込んでいる。

更に、交渉中または検討中の太陽光発電所として下表の通り、15 件、発電出力 61.6MW 相当の潜在案件（うち、電力会社による接続回答済み案件は 43.6MW）があるという。なお、潜在案件は将来の実現が確定しているものではない。今後の土地地権者との交渉、同社の投資可能な資金量によって、潜在案件の発電能力は変動する。同社試算によれば、これらの潜在案件について、自己投資金額控除後の将来キャッシュフロー予測に基づく割引現在価値は 14,280 百万円であるという。



多摩川ホールディングスの太陽光発電所の潜在案件

地域	発電所数	平均売電価格 (円)	発電規模 (MW)	設備金額 (百万円)	自己投資金額 (百万円)	将来CF (百万円)	自己投資控除後 Net将来CF (百万円)
九州地方	5	34.0	1.8	583	116	436	320
関東地方	3	38.0	21.7	8,325	1,655	6,850	5,185
中部地方	6	33.6	14.1	4,878	975	4,920	3,945
東北地方	1	36.0	24.0	8,975	1,791	6,620	4,829
合計	15	36.1	61.6	22,743	4,548	18,829	14,280

出所：同社資料よりSR社作成

資金調達は改善傾向

太陽光発電所事業は、金融機関の資金供給姿勢が従来と比較して改善傾向にあることから、資金調達を活かした事業の展開が期待できると SR 社は考えている。

同社によれば、連結子会社である多摩川電子社の業績改善、下関発電所の運営実績により、2014 年 3 月期以降、金融機関の資金供給姿勢は改善傾向にあるという。その結果、2014 年 1 月に千葉銀行から長期運転資金として 200 百万円、2014 年 3 月にりそな銀行から短期運転資金として 200 百万円の借入れを行った。また、2015 年 2 月に稼働予定の千葉県館山市で建設計画を進めてきた出力約 2.0MW 規模の太陽光発電システム一式に関して、リコーリース株式会社とのリース契約（リース料総額 901 百万円）の締結により取得・建設する予定である。

また、2014 年 12 月には、マッコーリー・バンク・リミテッドを割当予定先とする新株予約権を 2015 年 1 月に発行する予定であると発表、約 2,200 百万円を調達する予定で、上記の三沢発電所などの投資資金に充当する。

地熱発電事業

地熱発電の特長

地熱発電は、地熱によって生成された蒸気や熱水により発電機に連結された蒸気タービンを回すことによって電力を発生させる。運転に際して、二酸化炭素の発生が火力発電に比して少ない。また、燃料の枯渇、高騰などの心配が少なく、永続的な利用が可能である。さらに、太陽光発電および風力発電といった他の主要な再生可能エネルギーを活用した発電と異なり、天候、季節、昼夜によらず安定した発電量を得られる。

地熱発電の発電方式としては、蒸気発電、バイナリー発電の方式がある。

- ・ 蒸気発電：200～300℃超の高温の天然蒸気で直接タービンを回す方法。高温・高圧の地下水には、蒸気だけが噴出する蒸気卓越型と、熱水と蒸気が混じって噴出する熱水卓越



型がある。蒸気卓越型では、簡単な湿分除去を行うだけで蒸気タービンに送って発電を行う（ドライスチーム）。熱水卓越型では、蒸気を気水分離器で分離し、その蒸気でタービンを回すシングルフラッシュ発電、気水分離器で分離した熱水をフラッシャー（減圧器）に導入して蒸気をさらに取り出し、高圧蒸気と低圧蒸気でタービンを回すダブルフラッシュ発電の方法がある。

- ・ バイナリー発電：熱水・蒸気が150℃程度以下の場合、分離した蒸気では直接タービンを回すことができない。そのため、水より沸点が低い媒体（水とアンモニアの混合物等）と熱交換し、当該媒体の蒸気でタービンを回す発電方法のこと。

地熱発電による電力の固定価格買取制度

固定価格買取制度（2014 年度）において、太陽光により発電した電力の買取価格が 32 円/kW（税別/10Kw 以上）で買取期間が 20 年間である。それに対し、地熱により発電した電力の買取価格は 40 円/kW（税別/15,000Kw 未満）で買取期間が 15 年間である。

別府地熱発電所

2014 年 12 月、同社は地熱発電事業の開始を決定した。大分県別府市において、温泉として活用されている源泉を活用した地熱バイナリー発電所（以下、「別府地熱発電所」とする）を建設し、2015 年 8 月に売電開始を予定している。設置 kW 数は 125kW、投資額は約 200 百万円の予定で、同社によれば、別府地熱発電所の発電量は太陽光発電所 1MW に相当し、想定 IRR は 16%程度であるという。同社の既に稼働済み及び土地確保済み太陽光発電所の平均 IRR（13%程度）と比較して、相対的に資産効率が低いといえよう。

上場企業による地熱発電事業は、2012 年 7 月の再生可能エネルギー特別措置法施行による固定価格買取制度導入後、初のケースとなる。同社は、地熱発電に先行して取り組むことで、先行してノウハウを蓄積し、今後の事業展開に役立てる方針としている。

当該事業の開始のための支出予定金額は自己資金としては 92 百万円であり、内容は別府地熱発電所に係る発電設備、配管工事、温泉源泉給湯権、土地等である。資金に関して、2014 年 12 月、同社はマッコーリー・バンク・リミテッドを割当予定先とする新株予約権を 2015 年 1 月に発行する予定であると発表。当該資金調達により約 2,200 百万円を調達する予定で、一部を地熱発電事業の投資資金に充当する。



事業内容

事業

同社の事業セグメントは、連結子会社株式会社多摩川電子（以下、多摩川電子社）創業（1968年）以来の事業である電子・通信用機器事業、2012年3月期に事業を開始した太陽光エネルギー事業からなる。

同社は、2014年3月期第1四半期より、太陽光エネルギー事業を太陽光システム販売事業と太陽光発電所事業に区分している。

事業別セグメント (百万円)		09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 実績
売上高	電子・通信用機器事業	3,248	2,709	2,390	2,406	3,156	3,230
	（前年比）	-14.2%	-16.6%	-11.8%	0.7%	31.2%	2.3%
	（構成比）	75.6%	96.6%	90.5%	77.5%	85.9%	77.4%
	太陽光システム販売事業	-	-	-	19	441	890
	（前年比）	-	-	-	-	2215.0%	101.8%
	（構成比）	-	-	-	0.6%	12.0%	21.3%
	太陽光発電所事業	-	-	-	-	-	52
	（前年比）	-	-	-	-	-	-
	（構成比）	-	-	-	-	-	10.7%
	計	4,299	2,803	2,640	3,106	3,672	4,171
営業利益	（前年比）	7.1%	-34.8%	-5.8%	17.7%	18.2%	13.6%
	電子・通信用機器事業	-162	-292	-236	63	375	480
	（前年比）	-	-	-	-	497.4%	28.1%
	（構成比）	-	-	-	-	100.4%	100.7%
	太陽光システム販売事業	-	-	-	-24	54	51
	（前年比）	-	-	-	-	-	-5.5%
	（構成比）	-	-	-	-	14.5%	10.7%
	太陽光発電所事業	-	-	-	-	-12	-20
	（前年比）	-	-	-	-	-	58.3%
	（構成比）	-	-	-	-	-3.3%	-4.1%
計		-212	-290	-283	-9	387	512
	（前年比）	-	-	-	-	-	-
その他		144	63	-6	-16	-11	-
調整額		-	-	3	-4	-2	-35
連結		-68	-227	-286	-30	373	477
（前年比）		-	-	-	-	-	27.8%

出所：同社資料よりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

*2014年3月期に太陽光システム販売事業、太陽光発電所事業にセグメント変更。



電子・通信用機器事業

（2014 年 3 月期売上高構成比率：77.4%、同営業利益構成比率：100.7%*）

*営業損失の事業セグメントを含むことにより、営業利益構成比率が 100%を超えていることに留意。

連結子会社の多摩川電子社は創業（1968 年）以来の事業で、高周波無線技術を応用し、移動体通信の基地局、放送、防災・消防無線などに使われる増幅器、減衰器、フィルタ、分配器、合成器など無線機器に不可欠な高周波回路素子製品を生産、販売している。高周波回路素子製品とは、送受信される信号の分配・合成や、必要な周波数の取捨選択、信号の強弱を適正レベルに調整するなどして、その通信環境に適した機能を維持するための部品群である。

高周波回路素子



出所：同社資料

同社によれば、高周波無線は、広帯域の電波を利用するため、伝送スピードが速く、データ通信や動画通信に適するという特徴がある。通信・放送機器の中でデジタル技術の占める割合が近年増加しているが、フロントエンド部分の高周波信号を直接送受信する部品は、デジタル技術では処理できないアナログ高周波技術により構成されており、同社はアナログ高周波の分野を専門としている。デジタル技術は、同社を含め多くの事業者が活用できるが、アナログ高周波技術を応用した製品を手掛ける事業者は数少ないことから、同社は希少な存在として、高い市場シェアを有している。移動体通信基地局関連部品のシェアは約 15%である。

移動体通信基地局：移動体通信のネットワークは、無線基地局という大型のアンテナ付きの無線通信装置が光ファイバーなどの有線ケーブルで接続されて構築されている。携帯電話の電波が届く距離は限られているため、サービスエリア全域にわたって、多数の基地局を配置することで、蜂の巣状のネットワークを作っている。2013 年現在、55 万局の基地局が全国に設置されている（出所：MCAInc 推定）。



2014 年 3 月期実績では、同事業の売上の 44%が移動体通信の基地局向け部品、28%が防衛関連、28%が公共・防災向け等であった。移動体通信基地局に使われる主な部品は、アンテナが送受信する様々な電波の中から、必要な周波数の電波を取り出す高周波フィルタや分配・合成器、減衰器等である。

電子・通信機器事業の産業別売上高 (百万円)	13年3月期 実績	14年3月期 実績
合計	3,155	3,233
移動体通信	1,924	1,422
前年比	-	-26.1%
構成比	-	44.0%
防衛	504	905
前年比	-	79.6%
構成比	-	28.0%
その他（公共関連など）	727	906
前年比	-	24.6%
構成比	-	28.0%

出所：同社資料よりSR社作成

売上の約 60%は大手電機メーカーや通信・放送事業者に対する顧客仕様による特注品で、約 40%は自社製品として販売している。粗利率は自社製品の方が高いという。

1990 年代に日本で携帯電話が急速に普及する中で、移動体通信事業者は積極的に基地局の建設を進めた。移動体通信基地局に高周波無線技術を応用した部品が不可欠であったことから、同事業の売上は拡大した。同社は 2005 年までは移動体通信基地局関連部品で約 30%の市場シェアを有していた。その後、海外の競合企業が日本市場に参入し、価格競争が激化したことで、同社製品の市場シェア、売上、収益性は低下し、同事業は業績低迷を続けた。

不採算案件からの撤退などにより、2012 年 3 月期より業績が改善基調にある。今後は、研究開発を進め、自社製品の開発と積極的な提案を進めることで、売上の拡大と収益性の向上を図る方針である。

韓国 Ace 社との提携

同社は、2013 年 5 月に、韓国 Ace Technologies Corp.（以下、Ace 社）と日本国内における、高周波デバイス、アンテナ、及びその周辺機器の販売に関して業務提携したと発表した。同社によれば、Ace 社は韓国における高周波デバイス、及びアンテナの大手メーカーであり、その製品は韓国のみならず、欧米の無線通信インフラ市場で広く採用されているという。また、Ace 社は中国広東省に子会社群を保有し、短納期で価格競合力のある製品を市場に供給できる体制を構築しているという。

SR 社では、同社の品質管理に関するノウハウおよび国内における営業網と Ace 社の製造ノウ



ハウを結び付けることで、日本市場において、製造コストの引き下げと価格競争力向上により、市場シェアの拡大が期待できると考えている。同社は Ace 社の生産設備を活用することで、製造コストを従来比で 30%削減できるとしている。2014 年 3 月期第 4 四半期から Ace 社に対する移動体通信基地局向けフィルタ部品の生産委託が開始され、価格競争力を活かした売上拡大に繋がっているという。

太陽光システム販売事業

（2014 年 3 月期売上高構成比率：21.3%、同営業利益構成比率：10.7%）

同社では 2011 年 7 月に GPPV SOLAR PTE.LTD.（以下、GPPV 社）と太陽光モジュールの独占販売契約を締結し（2014 年 2 月に「独占販売契約」を両社の事業発展を目的として「販売契約」に変更）、GPPV 社製の太陽光システム販売を開始した。

多摩川ホールディングス社の太陽光システム設置例

駐車場設置



カーポート型PV発電システム



物流倉庫（SBSホールディングス）



マンション屋上設置



空き地【住宅地】



山林



ゴルフ倶楽部



発電所予定地



多摩川電子（100%子会社）



出所：同社資料

GPPV 社の製品に関して、同社は、2011 年に多摩川電子社の電子・通信用機器製造で培った



品質管理手法をベースに、GPPV 社の製造ラインを検査し再構築した。具体的にはモジュール検査用の EL テスターを GPPV 社のラインに組み込み、全品検査し、画像を同社と GPPV 社で共有することにより、品質水準を高めた。

EL テスター：太陽電池セル・モジュールに EL（エレクトロルミネッセンス）発光を起こし、そのデータをカメラで撮像・計測して欠陥検査を行う手法。

同社によれば、太陽光モジュールの製造工程で、セルに微細なひび割れが発生すると、数年後にはひび割れが進行し、発電効率が低下するという。同社は、GPPV 社の製造方法を改め、長期間発電量が低下しない品質を実現したという。

太陽光システムの販売に関して、同社は販売代理店を通して、太陽光モジュールやパワーコンディショナを顧客に販売している。また、契約者に対し、電力会社との折衝、金融機関に対する借入申し込みの補助なども必要に応じて行う。

営業活動に関しては、九州、名古屋、東京事業所において、2014 年 12 月現在、8 名の体制で行っている。

販売先は企業が中心で、既に設置した顧客、提携先業者からの紹介および同社ホームページを確認しての依頼が多い。固定価格買取制度に基づき、10KW 以上の太陽光発電設備により発電された電力は、20 年間定額で電力会社が買い取ることから、顧客は安定的な収益を見込むことが出来る。更に、太陽光発電設備はグリーン投資減税制度を利用すれば取得価額の全額を即時償却出来ることから、節税策として活用する個人や企業からの引き合いが多いとのことである。また、同社は、2012 年 12 月に長崎県五島市黒蔵において自治体と連携し太陽光発電設備の設置を行うなど、自治体からの引き合い案件も見られるという。

固定価格買取制度：再生可能エネルギーの普及促進のために、太陽光、風力、水力、地熱、バイオマスによって発電者が発電した電気を、電力会社に、一定の期間・価格で買い取することを義務づける制度。電力会社による買取価格・期間については、毎年度見直される。2013 年度（2013 年 4 月～2014 年 3 月）の太陽光発電設備での発電による電力の買取価格は 1KW 当たり 36 円（税抜）、買取期間は 20 年であった。2014 年度（2014 年 4 月～2015 年 3 月）の買取価格は、1KW 当たり 32 円（税抜）に引き下げられた。固定価格買取制度の適用を受けるためには、経済産業大臣からの設備認定を受ける必要がある。

同社から顧客への販売価格は、1KW 当たりの太陽光発電設備で約 30 万円である。発電量に 1KW 当たりの単価を乗じた金額が、同社の売上となり、粗利率は 15%から 25%程度である。

同事業において、固定価格買取制度の買取価格引き下げによる需要減退のリスクがある。同社では、太陽光発電設備に関して、発電容量を拡張した場合、固定費的な初期投資費用負担が大きく増加しないことに着目し、固定価格買取制度における売電価格が引き下げられたと



しても、顧客が 10.0%以上の投資利回りを得ることが出来ると想定している。

具体的には、同社では、1KW 当たり 36.0 円（2013 年度（2013 年 4 月～2014 年 3 月）に設備認定を受けた場合の買取価格（税抜））の条件で、1 年間の売電収入を 40 百万円と推定している。2013 年 12 月現在の 1MW の太陽光発電設備における初期投資費用約 300 百万円を基に、投資利回りを 13.3%と想定している。それに対し、1.2MW の初期投資費用は約 330 百万円であることから、買取価格が 30.0 円に引き下げられても、1 年間の売電収入は 38 百万円、11.5%の投資利回りが確保可能であるという。

太陽光発電所事業

（2014 年 3 月期売上高構成比率：10.7%、同営業損失 20 百万円）

太陽光エネルギー事業では、太陽光システム販売の他に、2014 年 3 月期より、メガソーラー発電所の運営を行っている。

メガソーラーとは

メガソーラーとは、出力 1MW 以上の大規模な太陽光発電である。2012 年 7 月から再生可能エネルギーの固定価格買取制度が始まったことによって、事業の収益化に対する確度が高まり、様々な業種が参入している。また、自治体が民間企業と提携し、遊休地を利用してメガソーラー事業を展開するという動きもある。

設置場所、日射量等の要因によって発電量は異なるが、1MW のメガソーラーで概ね年間 1,000MkWh 以上の発電量が見込まれる。4 人家族の一般家庭が消費する電力量が年間約 5.5MWh なので、1MW のメガソーラーで約 300 世帯分がまかなえる計算となる。

建設には広大な土地が必要とされ、1MW のメガソーラー設置には 15,000 m²程度の敷地が必要である（東京ドームは約 47,000 m²）。

メガソーラー事業において、固定価格買取制度を活用するためには、再生可能エネルギーの固定価格買取制度に基づく発電設備等の設備認定を申請し、事前に経済産業大臣の設備認定を受ける必要がある。設備認定とは、発電所設備が法令で定める条件に適合するか、国で確認するものである。太陽光発電設備で発電された電力の買取価格は、当該設備の発電開始時点ではなく、設備認定された時点を基準に決められる。

発電設備、設置等に関する許認可を除き、メガソーラー発電所の事業者が、再生可能エネルギーの全量買取制度の対象となるために必要な許認可はない。メガソーラーの運営には電気主任技術者の選任が必要であるが、発電事業者に対し特別に電気事業に関する事業経験、専



門知識等は要求されない。

多摩川ホールディングスの太陽光発電所事業

同社ではメガソーラー事業参入に際し、2012 年 6 月に準備室を新設、同年 9 月に株式会社 GP エナジー株式会社を設立した。第 1 号案件として、山口県下関市に下関発電所の建設を開始、同発電所は 2013 年 6 月に稼働を開始した。

メガソーラー発電所事業では、同社が出資し、太陽光発電所ごとに専門会社を設立のうえで、土地を取得または賃借し、発電量が 1MW を超える太陽光発電所を建設、運営を行う。太陽光発電所ごとに専門会社を設立する理由は、太陽光発電所事業を行う専門会社単位で、金融機関からの資金調達（プロジェクトファイナンス（ある特定の事業からあがる予想収益をもとに行われる借入れ））を行うことも想定しているためである。2014 年 12 月までに、株式会社 GP エナジー1 から株式会社 GP エナジー6 及び合同会社 GP エナジーA から GP エナジーD まで、太陽光発電所の運営会社として 10 子会社を設立した。

同社によれば、メガソーラーの太陽光発電所に必要な設備投資は、太陽光モジュール、設置架台、電気設備、工事代金などで、投資額総額は 1MW 当たり 260 百万円から 320 百万円である。

同社はメガソーラー発電所で発電した電力を電力会社などに売却することで収入を得る。発電量に電力会社などの買取価格を乗じた金額が同社の売上となる。電力会社による買取価格は、固定価格買取制度に基づき、2012 年度に設備認定を受けた設備であれば 1KW 当たり 40.0 円（税抜）、2013 年度では同 36.0 円（税抜）、2014 年度は同 32.0 円（税抜）である。買取期間は 20 年間一定である。

メガソーラー発電所で想定される収益に関して、SR 社の理解では、発電出力 1MW の太陽光発電設備における年間発電量は 1,000 から 1,400MWh である。2012 年度に設備認定を受けた設備であれば、40.0 円（税抜）の買取価格が適用され、1.0 ギガワットの発電量であれば、年間 40 百万円程度の収入が見込まれる。ただし、発電量は天候等によって変化し、また、太陽光発電モジュールの劣化により、年間 0.25%から 0.75%程度低下する。

メガソーラー運営の主な費用は、減価償却費、土地賃借料、メンテナンス料、保険であり、収入の約 50%が売上総利益となる。自己資金のみで建設した場合の内部収益率は約 9%と試算される。

多摩川ホールディングス社の太陽光発電所

2014 年 11 月現在、同社は、既に稼働済み及び土地確保済み太陽光発電所として、発電出力 11.4MW 相当の設備能力を有している。SR 社では、稼働済み及び土地確保済み案件の収入を



515 百万円と推定している。

具体的には、2015 年 2 月現在、下関発電所、千葉県館山市発電所が稼働中である。その他に、2015 年 3 月下旬には千葉県袖ヶ浦市において、出力 1.3MW のメガソーラー施設の稼働が予定されている。

更に、長崎県南島原市で出力約 1.0MW のメガソーラー施設、長崎県五島市において、出力 5.5MW のメガソーラー施設も建設準備中であり、2016 年 3 月期第 4 四半期に稼働が開始される見通しとなっている。

加えて、2014 年 12 月に、同社連結子会社 3 社が、ISE パワー社が有している青森県三沢市における発電事業者としての権利を取得し、太陽光発電所（以下、「三沢発電所」とする）の建設及び運営を行うことを発表した。三沢発電所の発電出力は約 10.0MW、年間売電収入は約 390 百万円を予定しており、2016 年 3 月までに売電開始を見込んでいる。

下関発電所



出所：同社資料



多摩川ホールディングスの太陽光発電所施設

メガソーラー発電所	所在地	売電価格 (kW/円)	発電出力	面積	稼働時期	総投資額	売電収入 (SR社推定)
下関発電所	山口県 下関市	40.0	1.6MW	24,081㎡	2013年3月期 第1四半期	440百万円	77百万円
千葉県館山市 メガソーラー発電所	千葉県 館山市	40.0	2.0MW	35,386㎡	2015年3月期 第4四半期	637百万円	96百万円
千葉県袖ヶ浦 メガソーラー発電所	千葉県 袖ヶ浦市	36.0	1.3MW	15,000㎡	2015年3月期 第4四半期	488百万円	56百万円
南島原発電所	長崎県 南島原市	40.0	1.0MW	12,000㎡	2016年3月期 第4四半期	299百万円	48百万円
五島列島発電所	長崎県 五島市	36.0	5.5MW	100,000㎡	2016年3月期 第4四半期	-	238百万円
計	-	-	11.4MW	-	-	-	515百万円

出資：同社資料よりSR社作成

*売電収入は、1MW当たり太陽光発電設備の年間発電量を1,200MWとして計算。

三沢発電所の概要

メガソーラー発電所	所在地	売電価格 (kW/円)	発電出力	面積	稼働時期	総投資額	売電収入 (SR社推定)
三沢発電所	青森県 三沢市	36.0	10.0MW	153,000㎡	2016年3月期	3,431百万円	390百万円

出資：同社資料よりSR社作成

太陽光発電所事業の資金調達

2014年11月現在、同社は資金を確保できれば運営が可能なメガソーラー発電所の開発見込み案件が増加しているという。ただし、人的リソースの制約により、当該案件をどのように展開するかが今後の検討課題になっている。

同社は2008年3月期以降、5期連続の純損失を継続した。その結果、メガソーラー事業を開始するにあたり、負債による資金調達が困難であった。太陽光発電事業の開始に際し、下関発電所建設のために2013年1月に第三者割当増資および新株予約権の発行により、総額901百万円の資金調達を行った。

同社では、多数の潜在開発案件を抱えながら投資資金が限られることから、メガソーラー事業において、様々な運営方法を試みている。同社によれば、2014年3月期において2期連続で当期純利益の黒字を達成したこと、下関発電所での実績により、それ以前と比較し、資金調達の選択肢が広がりつつあるという。



その結果、2014 年 1 月に千葉銀行から長期運転資金として 200 百万円、2014 年 3 月にりそな銀行から短期運転資金として 200 百万円、2014 年 6 月に東日本銀行より長期運転資金として 100 百万円の借入れを行った。また、2015 年 2 月に稼働予定の千葉県館山市で建設計画を進めてきた出力約 2.0MW 規模の太陽光発電システム一式に関して、リコーリース株式会社とのリース契約（リース料総額 901 百万円）の締結により取得・建設する予定である。更に、2014 年 12 月には、マッコーリー・バンク・リミテッドを割当予定先とする新株予約権を 2015 年 1 月に発行する予定であると発表、約 2,200 百万円を調達する予定で、上記の三沢発電所、南島原発電所などの投資資金に充当する。

なお、同社はプロジェクトファイナンスの活用、匿名組合出資などの仕組みを活用することでも考えており、2013 年 6 月には適格機関投資家の認定を受けている。

新電力への販売

同社によれば、新電力（PPS : Power Producer and Supplier）は、固定価格買取制度の買取価格より高い価格で再生可能エネルギー発電設備から発電された電気（以下、「再生可能エネルギーの電気」とする。）を買取るため、同社では新電力に電気を販売する方針である。

新電力（PPS）：工場の余剰電力を活用したり自家発電したりして、電気を安価に供給する電力業界への新規参入事業者。2000 年の規制緩和で、大口向けの電力小売りが自由化されたことで登場した。

電力会社による再生可能エネルギーの電気の買取りの仕組みは、以下の通りである。

- 電力会社は、再生可能エネルギーの電気を固定価格買取制度による買取価格で発電事業者から買い取る。
- 電力会社は、発電事業者から買取った再生可能エネルギーの電気を、電気の使用者に販売し、収入を得る。また、再生可能エネルギーの電気の買取りに要した費用を、電気の使用人から徴収する（再生エネルギー賦課金）。
- 電力会社は、再生可能エネルギー賦課金を費用負担調整機関（電力会社の費用負担を調整する機関）に納付する。
- 費用負担調整機関は、再生エネルギー賦課金を、再生可能エネルギーの電気の買取り量に応じて電力会社に配分する。

費用負担調整機構が電力会社に配分する金額は、電力会社が再生可能エネルギーの電気を買取った金額から、回避可能原価を差し引いた金額である。よって、電力会社にとって、回避可能原価が、再生可能エネルギーの電気を販売する場合の実質的な費用となる。

回避可能原価：電力会社が再生可能エネルギーの電気を買い取ることで、予定していた発電を辞め、支出を免れることが出来た費用のこと。



回避可能原価は、各電力会社の電気料金の算出方法を基に決められており、電力会社によって異なる。2013 年度は、最高額の東京電力社で 9.98 円、最低額の北陸電力社で 4.37 円とばらつきがある。新電力の回避可能原価は、営業地域の電力会社の回避可能原価を加重平均して決められる。最高額でも東京電力社並みの 9.98 円となる。

一方、日本卸電力取引所（卸電力の取引所）の電力スポット価格は、2014 年 5 月現在、1KWh あたり 15 円前後で推移している。SR 社の認識では、新電力は、電力スポット価格と回避可能原価の差分を利用し、再生可能エネルギーの電気を発電事業者から固定価格で買取り、当該電気を卸電力取引市場で売却することで、収益を得ることができる。



SW (Strengths, Weaknesses) 分析

強み (Strengths)

- **電子・通信用機器事業の競争力回復**：同社によれば、OEMを通じた高付加価値製品の販売、通信機器の強化、防衛および防災関連の政府需要が実を結び、同社の高周波機器における競争力は回復傾向にあるという。SR社では、政府需要に関しては、日本のサプライヤーが好まれることから、同社は海外の競合企業と比較し、優位な立場にあるみている。また、研究開発の再開や自社ブランドの販売により、収益力が強化されるものと予想している。
- **適正規模と技術で太陽光エネルギー事業が成功**：同社は太陽光エネルギー事業をゼロから立ち上げ、ソーラーパネルの設置やプロジェクトの資金調達においての経験を積んでいる。政府による固定価格買取制度は大きな後押しとなり、資金調達できれば、太陽光エネルギー事業は収益向上に大きく貢献することが見込まれる。
- **投資家からの信頼を欲する経営陣**：SR社は、投資家にとって、同社は投資先として疑問があることは把握している。投資家や取引先との連携で、同社は企業イメージの再建を望んでおり、投資家は同社による情報の開示姿勢を高く評価すると考えている。

弱み (Weaknesses)

- **信用**：同社には過去の旧経営陣の経営の失敗がある。また、現代表の榊澤代表取締役は、信用を取り戻し、経営者としての手腕を示したいとしている。また、同社は風評被害の対策に加え、2014年2月に社内コンプライアンス委員会を設置し、社外の法律事務所にアドバイザリーを依頼している。
- **ソーラー事業での人員不足**：2013年12月時点、太陽光発電エネルギー事業は社員7名の体制である。プロジェクトの複雑さを鑑みると、起業家精神に満ち、モチベーションが高く、資金調達から電気工学まで幅広い知識を持った人材が必要であるが、適切な人材を迅速に獲得しようとするのが、成長の妨げとなる可能性がある。再生可能エネルギーの買取価格が年々減少する傾向にあり、限られた機会を考えると、人員不足は懸念材料となろう。
- **固定価格買取制度の電力買取価格引き下げ**：SR社の認識では、2014年5月現在、日本の太陽光発電設備の建設需要は2012年7月から導入された固定価格買取制度により喚起されている。しかし、固定価格買取制度における電力の買取価格は年々引き下げられる傾向にあり、太陽光発電設備の建設需要は、中期的に減少が見込まれる。これに対し、同社は太陽光モジュールの変換効率の改善や、パワコンの性能を効率的に活用することで、消費者に対するメリットを維持することが可能であるとしている。



グループ会社

2014 年 12 月末時点で、同社は、持株会社多摩川ホールディングスと連結子会社 12 社で構成される。

- 株式会社多摩川電子（100%）：電子・通信用機器事業。
- 株式会社多摩川ソーラーシステムズ（100%）：太陽光システム販売事業
- 株式会社GPエナジー（100%）：太陽光発電所事業
- 株式会社GPエナジー2（100%）：太陽光発電所事業
- 株式会社GPエナジー3（100%）：太陽光発電所事業
- 株式会社GPエナジー3-A（100%）：太陽光発電所事業
- 株式会社GPエナジー5（100%）：太陽光発電所事業
- 株式会社GPエナジー6（100%）：地熱光発電所事業
- 合同会社GPエナジーA（100%）：太陽光発電所事業
- 合同会社GPエナジーB（100%）：太陽光発電所事業
- 合同会社GPエナジーC（100%）：太陽光発電所事業
- 合同会社GPエナジーD（100%）：太陽光発電所事業



市場とバリューチェーン

マーケット概略

無線通信インフラ

近年、スマートフォンやタブレット端末などが急速に普及している。スマートフォンのデータトラフィック（送受信データ量）は従来型携帯電話（フィーチャーフォン）の 10-20 倍といわれ、大容量コンテンツの利用が加速し、通信量がますます増大しつつある。急増するトラフィックへの対策が喫緊の課題とされており、データ通信の高速化・大容量化に向けたネットワーク環境の整備が急ピッチで進められている。

トラフィック対策の一つとして、2014 年時点で通信事業者各社は LTE、WiMAX 等の高速移動通信サービスを積極的に展開している。また、プラチナバンドと呼ばれる電波周波数帯が携帯電話用に新たに割り当てられる等、トラフィック増加に対応した周波数再編も進められている。その他、急増するトラフィックを Wi-Fi 等を通じて固定網に逃がすデータオフロード対策の整備も全国的に進んでいる。

ただし、総務省「無線 LAN ビジネス研究会報告書（2012 年 7 月）」によれば、データトラフィック（移動通信トラフィック）は 2015 年度末までに 2010 年度比で 20.8 倍（年平均増加率 1.84 倍）から最大で 39.1 倍（同 2.08 倍）になると予想されている。そのため、ネットワーク環境整備がこうしたトラフィックの激増に追いつけていけるかどうかは、未だに不透明である。

実際の移動体通信事業者の投資動向について触れると、LTE 関連投資でいえば、例えば、株式会社 NTT ドコモ（東証 1 部 9437）の LTE 基地局数は、2013 年 3 月末で約 24,400 局であったが、2014 年 3 月末に約 55,300 局まで増やした。2015 年 3 月末には約 95,300 局にまで増やす予定である。その他、KDDI 株式会社（東証 1 部 9433）は移動体通信関連の設備投資を 2014 年 3 月期の 3,443 億円から 2015 年 3 月期には 3,800 億円に増加させる計画である。



モバイル系キャリアの動向

	2012.3期	2013.3期	2014.3期	2015.3期
ドコモ	★FOMA工事 スマートフォン普及に伴う既存基地局の容量増工事			
	★LTE工事 ●2010.12月 Xiサービス開始 ▲人口カバー率約75%			
		★mova(PDC) 撤去工事(LTEと同時施工による効率化)		★700MHz導入 [15.1サービス開始]
au	★LTE工事 ●2012年9月 iPhone5によるLTEサービス開始 ▲実人口カバー率約96%			
		★L800MHz撤去工事		
SoftBank		★ブラチナバンド(900MHz) 工事 [2012.7月サービス開始]		
	★LTE工事 ●2012年9月 iPhone5によるLTEサービス開始 ▲人口カバー率100%目標(全国政令指定都市)			
	★A-XGP基地局工事(2.5GHz アンドロイド用)			
その他	★携帯地下鉄駅間不感対策工事			

出所：各種資料より SR 社作成

SR 社の認識では、移動体通信事業者各社は 2015 年以降に LTE の次世代技術である LTE-Advanced の商用化を進めていく。それに付随した投資が活発化するものと推測される。

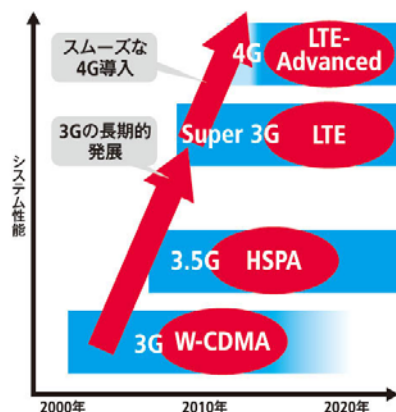
LTE-Advanced

LTE-Advanced とは ITU（注）で承認された第 4 世代の移動通信規格で、世界規模で普及している LTE をさらに高速化し、静止/低速移動時で最大 1Gbps、高速移動時で最大 100Mbps を目指して開発中の通信技術である。

（注）国際電気通信連合(International Telecommunication Union)の略、無線通信と電気通信分野において各国間の標準化と規制を確立することを目的としている。主な業務は標準化、無線周波数帯の割当て、国際電話を行うために各国間の接続を調整することである。



通信技術の進化



（出所：各種資料をもとにSR社作成）

LTE-Advanced による通信速度の高速化は、現行 LTE に多様な技術要素を付加することで実現される。特に、空間多重技術の MIMO(multiple-input and multiple-output)の高度化と帯域拡張の実現手段となるキャリアアグリゲーション（Carrier Aggregation）という 2 つの要素が通信速度高速化に重要な役割を担う。

SR 社の理解では、NTT ドコモ社において、現行 LTE のネットワークは、主に 3G 通信基地局の部品交換により構築したものである。それに対し、LTE-Advanced では新周波数帯の導入が予定されており、アンテナを含む既存の基地局設備を変更する必要がある。将来的に NTT ドコモ社を筆頭に、LTE-Advanced のネットワーク構築のために移動体通信基地局工事の設備投資額は増加することが予想される。

総務省は 2014 年 12 月 19 日、第 4 世代移動体通信システム（LTE-Advanced）向けの 3.5GHz 帯について、NTT ドコモ社、KDDI 社、ソフトバンクモバイル社の 3 社に割り当てると発表した。周波数帯及びサービス開始時期は、それぞれ、NTT ドコモ社が 3,480～3,520MHz、2016 年 10 月、KDDI 社が 3,520～3,560MHz、2016 年 6 月、ソフトバンクモバイル社が 3,560～3,600MHz、2016 年 12 月となっている。



太陽光発電市場

同社の業績に影響する太陽光発電市場に関して、日本における太陽光発電市場の予測、太陽光発電普及促進策、および固定価格買取制度に関して、以下に説明する。

日本における太陽光発電市場の予測

地球温暖化問題や近年の原油価格高騰などから、化石燃料に替わるクリーンエネルギーが注目を集めている。また、原子力も注目される分野の一つだが、安全性の側面からはクリーンエネルギーに劣る。その有望なエネルギー源の一つが太陽光発電（Photovoltaic Power Generation：P V）である。太陽光発電は、太陽電池を利用し、太陽光を電力に変換する発電方式であり、二酸化炭素を排出しない。

日本においても太陽光発電システムの導入に対する政策的な取組により、太陽電池の導入量は年々増加している。ただし、経済産業省によれば、2013 年度に水力発電を含む再生可能エネルギーが国内総発電量に占める割合は 10.7%、太陽光発電は、わずか 1.0%（2011 年度は 0.2%、2012 年度は 0.4%）であった。

2014 年 4 月に閣議決定された「エネルギー基本計画」において、政策の方向性として、「再生可能エネルギーについては、2013 年から 3 年程度、再生可能エネルギーの導入を最大限加速していき、その後も積極的に推進していく」こと、「これまでのエネルギー基本計画を踏まえて示した水準を更に上回る水準の導入を目指す」ことが盛り込まれた。

これまでのエネルギー基本計画は、2009 年 8 月に策定した「長期エネルギー需給見通し（再計算）」（2020 年の発電電力量のうちの再生可能エネルギー等の割合は 13.5%（1,414 億 kWh））及び 2010 年 6 月に開催した総合資源エネルギー調査会総合部会・基本計画委員会合同会合資料の「2030 年のエネルギー需給の姿」（2030 年の発電電力量のうちの再生可能エネルギー等の割合は約 2 割（2,140 億 kWh））。

2013 年 12 月に太陽光発電協会（JPEA：Japan Photovoltaic Energy Association）が公表した JPEA PV OUTLOOK 2030 によれば、太陽光発電設備の国内導入量は 2020 年に 49GW、2030 年に 102GW に達する見通しであるという。新規導入量に関しては、2014 年は 2013 年の導入量を若干上回り、その後は徐々に漸減すると予想している。

日本での太陽発電普及促進策

日本では再生可能エネルギーに対する普及促進策としては電力会社による自主的な買い取り、RPS 法や各自治体による助成などが用いられてきた。これにより 2004 年までは太陽光発電では世界一の累積導入量であったが、2005 年に新エネルギー財団による補助金が一度打ち切



られてからは、国内市場は縮小していた。

RPS 法は、2002 年 6 月に公布された「電気事業者による新エネルギー等の利用に関する特別措置法」の略称。電気事業者に対して、一定量以上の新エネルギー等を利用して得られる電気の利用を義務付けることにより、新エネルギー等の利用を推進した。

このため 2009 年 1 月に経産省が緊急提言に沿って補助金を復活させた。また 2009 年 2 月には環境省も再生可能エネルギーの導入に伴う費用や経済効果の試算を発表し、普及政策として固定価格買取制度の採用を提案、住宅における余剰電力買取制度が 2009 年 11 月から開始された。

その後、再生可能エネルギー特別措置法案が 2011 年 8 月に成立、2012 年 7 月に施行され、全量買取制度が導入された。

再生可能エネルギーの固定価格買取制度

固定価格買い取り制度は、再生可能エネルギーを普及させるため、太陽光や風力など 5 種類の電力の全量を基本的に電力会社が買い取る制度である。ドイツやスペインで太陽光発電が普及したのは同様の制度が背景とされている。この買取価格が高いと普及が進みやすくなる。2014 年 5 月現在、太陽光発電において、10KW 未満の余剰電力買取制度と 10KW 以上の全量買取が採用されている（10KW 以上は余剰買取も選択可能）。

10KW 未満での太陽光発電では、余剰電力の買取制度が採用されており、太陽光発電した電気から、自分の家で使った電気を引き算し、余った電気があればこれを売電できる。2009 年の制度開始時の余剰電力の買い取り価格は 1KW 時あたり 48 円（税込）、設置後 10 年間は同じ価格で買い取って貰える。また、その後新規に設置された設備の買取価格は、年々引き下げられる予定である。なお、2014 年 5 月現在の買取価格は 1KW 時あたり 37 円（税抜）である。

10kW 以上の太陽光発電では、2012 年 7 月に固定価格買取制度において全量買取が導入されており、自分で消費した電力とは無関係に、太陽光発電した全ての電力を、電力会社が買い取る。2012 年度の買取価格は 1 キロワット時あたり 40 円（税抜）、設置後 20 年間は電力会社が同じ価格で買い取る。その後、2013 年度が 1 キロワット時当たり 36 円（税抜）、2014 年度は 32 円（税抜）と買取価格が引き下げられた。

固定価格買取制度における買取価格及び買取期間は、経済産業大臣が毎年度、当該年度の開始前に定めることとなっている。経済産業大臣は、買取価格及び買取期間を定めるときは、中立的な第三者委員会（調達価格等算定委員会）が公開の場で審議を行い、その意見を尊重することとなっている。また、普及促進のために施行後 3 年間は、調達価格を定めるに当たり、供給者の利潤に特に配慮することとなっている（附則第 7 条）。



なお、電力買取りに要する費用は、賦課金として電力料金に上乗せすることとなるが、経済産業大臣は、調達価格等を定めるに当たって、賦課金の負担が電気の利用者に対して過重なものとならないよう配慮しなければならないと定められている。

太陽光発電の場合、10KW 以上の産業用太陽光発電設備から電力の買取価格は、2012 年度は 1KW 時当たり 40.0 円（税抜）、2013 年度は 36.0 円（税抜）、2014 年度は 32.0 円（税抜き）と段階的に引き下げられている。

調達価格等算定委員会案は、諸条件を勘案のうえ、法律に基づき施行後 3 年間は例外的に IRR を 1 から 2%程度高く設定、設置者が 6%の IRR を確保できる基準を設定する。

調達価格及び調達期間についての調達価格等算定委員会案

太陽光発電（10KW以上）

		2012年度調達価格	2013年度調達価格	2014年度調達価格
買取価格	（税抜）	40.0円	36.0円	32.0円
資本費	システム費用	32.5万円/KW	28.0万円/KW	27.5万円/KW
	土地造成費	0.15万円/KW	0.15万円/KW	0.4万円/KW
運転維持費	土地賃借料	年間150円/㎡	年間150円/㎡	年間150円/㎡
	修繕費・諸費	建設費の1.6%/年	建設費の1.6%/年	0.8万円/KW/年
	一般管理費	修繕費・諸費の14%/年	修繕費・諸費の14%/年	
	人件費	300万円/年	300万円/年	
IRR（税引前）		6.0%	6.0%	6.0%

出所：調達価格等算定委員会資料を基にSR社作成

*システム費用は、太陽光パネル、パワーコンディショナ、架台、工事費を含む。

固定価格買取制度廃止のリスク

太陽光発電需要のリスクとして、スペインにおいて、固定価格買取制度が引き起こしたバブルに関して触れておく必要があるだろう。

スペインでは 2007 年に太陽光発電の普及促進策として買い取り価格を大幅に引き上げたことで、太陽光バブルが発生した。その後は、買取価格引き下げ、買取上限の設定、買取期間の短縮、補助金の停止、過去にさかのぼっての補助金の停止、などの政策変更を行ったことで、太陽光発電の導入件数が大幅に減少した。

2001 年に再生可能エネルギー促進を目的とした EU 指令が採択され、スペインは再生可能エネルギーの大幅増に向けて 2004 年および 2007 年に新たな政令を公布した。2007 年の促進策では固定価格買取制度の買取期間は 25 年、買取価格は投資収益率が 17%となるまでに設定され、太陽光発電の年間導入量は 2006 年の 102MWから 2008 年に 2,708MWにまで増加した。



この結果、太陽光発電の発電能力が政府目標を大幅に超過、これに伴う配電会社の赤字も巨額に達し、2008年9月に新たに太陽光の固定価格引き下げの政令を導入して沈静化を図らざるを得ない状況に陥った。2009年にはスペインの太陽光発電市場はバブルがはじけ、太陽光発電の年間導入量は17MWまで一挙に縮小した。

日本の固定価格買取制度では、期間20年、投資収益率は6%程度と合理的に設定されており、スペインのような行き過ぎた促進策とは異なるといえよう。法施行3年経過後の2015年に固定価格買取制度の買取価格が引き下げられたとしても、スペインほどの大きな需要減退にはならないと考えられる。

参考に、ドイツの太陽光発電市場に関して触れると、2000年から再生可能エネルギー法が施行され、太陽光発電による電力を固定価格で20年間にわたって全量を買取る制度が導入された。その結果、太陽光発電設備は大きく伸び、設備容量は2005年に世界のトップに上った。その後も大量の設備が設置され続け、2012年末時点の累積導入量は約32GW、世界の累積導入量の31%に達した（出所：欧州太陽光発電産業協会）。特に2010年から2012年の3年間は年間設置量が7GWを超える水準であった。

しかし、太陽光発電促進のための電力買取により電気料金が高騰し、国民負担が大きくなってきたことから、2012年6月に買取価格が大幅に見直された。ドイツ連邦環境省は買取価格の引き下げにより2013年の新規導入量が2.5から3.5GWに減少する見通しであるとしている。



メガソーラー発電所

2012年7月の再生可能エネルギーの固定価格買取制度により、様々な企業がメガソーラー事業に参入した。経済産業省の資料によれば、固定価格買取制度導入前の2012年6月末までの太陽光発電（非住宅）の導入量は約90万KWであったが、固定価格買取制度導入後の2012年7月から2014年6月末までの間に、約850万KWが導入されている。

2014年11月現在、中期的に同社のメガソーラー事業に影響を与える可能性がある2014年9月の電力各社による再生可能エネルギー発電設備の接続申込みへの回答保留、設備認定に対する厳格化に関して、以下に説明する。

電力各社による再生可能エネルギー発電設備の接続申込みへの回答保留

2012年7月から固定価格買取制度の導入以降の太陽光発電の導入拡大に伴い、2014年9月、一部の電力各社（北海道、東北、四国、九州、沖縄）において、再生可能エネルギー発電設備の導入量と申込量の合計が低負荷期の電力需要を超過していることから、一定規模以上の再生可能エネルギー発電設備の接続申込みへの回答を保留すること等を公表した。

電力会社	設備認定量 (万kW)	太陽光・風力の導入量と 申込量の合計 (万kW)	低負荷期電力需要 (万kW)	現在の各社の状況
北海道	約330	(導入量：約70) ※2013年3月の時点で、太陽光を約190万kW、風力を56万kW受済済み	約270	10kW未満の太陽光を除くすべての接続申込の回答保留（9月30日公表）（ただし、500kW以上の太陽光発電設備は、出力抑制を無補償とすることを条件に接続可能。）
東北	約1,150	約1,260（接続検討未了の案件約600を含む）	約970	50kW未満の案件を除くすべての接続申込の回答保留（9月30日公表）
四国	約250	約280（接続検討未了の案件約20を含む）	約250	10kW未満の太陽光を除くすべての接続申込の回答保留（9月30日公表）
九州	約1,790	約1,760 申込量：約1,370（接続検討未了の導入量：約390案件約500を含む）	約800	10kW未満太陽光を除くすべての接続申込の回答保留（9月24日公表）
沖縄	約60	約32（太陽光のみ） 導入量：約13 申込量：約19	約50	申込量が受入可能量を超過（9月30日公表） 今後は「特定期間の太陽光発電停止」や「太陽光発電設備側において蓄電池設置」による対策を含め、個別に協議

出所：経済産業省資料

*設備認定量は、2012年7月の固定価格買取制度開始前の設備からの移行認定は含んでいない。

*各社は年度末の対応として、接続検討が未了でも申込を受け付けているため、申込量には一部接続検討未了の案件が含まれる。

これに対し、経済産業省は、接続問題は、今後の再生可能エネルギーの最大限導入に制約と



なるおそれがあることから、電力会社が再生可能エネルギー発電設備を系統に受け入れるために講じている措置について精査し、対策を検討する必要があるとし、中立的な専門家により、電力会社の接続可能量の検証、接続可能量の拡大方策等について審議を行うため、2014年9月30日、総合資源エネルギー調査会省エネルギー・新エネルギー分科会新エネルギー小委員会の下に、系統ワーキンググループを設置した。

系統ワーキンググループは、電力各社の想定している接続可能量の検証、接続可能量の拡大施策に関する検討を行い、2014年内にとりまとめを行う。

2014年10月時点では、接続可能量の拡大施策として、時間単位の出力抑制、出力抑制日数・対象範囲の拡大等、蓄電池の設置・運用システムの開発、地域間連系線の活用・増設が提示されている。このうち、出力抑制日数・対象範囲の拡大に関しては、メガソーラー事業者が今後の事業展開を進める上で、収益圧迫要因となる可能性があるとして SR 社は考える。

再生可能エネルギー特別措置法では、電力需要が少なく出力抑制が必要となる場合でも、電気事業者は、自らの火力等の出力抑制を先に行い、再生可能エネルギーを優先的に引き受けるよう義務づけている。出力抑制措置を講じても、電力供給が需要を上回る場合、電気事業者は、再生可能エネルギー発電事業者に出力抑制を求めることができる。ただし、年間30日を超える出力抑制を求める場合は、抑制されなかった場合に得ることができた売電収入に相当する額の補償が必要となる。

北海道電力社においては、2013年4月に500kW以上の大型太陽光発電の接続について接続可能量の限界に対する対応策を公表。500kW以上の太陽光発電設備の接続量が70万kWを超えて接続する場合、金銭的な補償が不要な出力抑制を年間30日以内とするとのルールを変更し、30日を超える出力抑制についても金銭的な補償を不要とすることで、接続可能量を拡大している。

系統ワーキンググループでは、出力抑制について年間30日を上限としたルールを見直し、上限日数を拡大すること、500kW未満の太陽光発電や風力発電等についても出力抑制の対象とすることで、接続可能量を増加させることが可能としている。

SR 社では、出力抑制日数・対象範囲の拡大が導入された場合には、メガソーラー発電事業者は、想定収益を確保できなくなる可能性があると考えている。

設備認定に対する厳格化

再生可能エネルギーの固定価格買取制度における電力の買取価格は、設備認定取得が行われた時点における価格が継続して適用される。

固定価格買取制度における買取価格及び買取期間は、経済産業大臣が毎年度、当該年度の開



始前に定めることになっている。買取価格は、供給者の利潤に配慮して決められるが、太陽光発電設備の価格下落により、段階的に引き下げられていく方向にある。

そのため、SR 社の認識では、メガソーラーの事業者の中には、買取価格が高めなときに、早めに設備認定を受けて有利な条件を確保し、実際には建設せずに、発電設備を含めた建設費の値下がりを待つ事業者が存在する。経済産業省によれば、「制度導入初年度の調達価格（40 円/KWh（税抜））を確保した上で、建設を意図的に遅らせているケースもあるとの指摘がある」という。

2014 年 6 月に発表された「再生可能エネルギー発電設備の導入状況」によると、固定価格買取制度導入後の 2012 年 7 月以降、2014 年 6 月末まで太陽光発電（非住宅）の認定を受けた設備の発電能力は約 6,604 万 kW に達した。しかし、2014 年 6 月末までに運転を開始した設備は約 850 万 kW に過ぎず、設備認定の 13%程度であった。

経済産業省は、平成 24 年度（2012 年 4 月～2013 年 3 月、以下同様）に認定を受けた非住宅用の太陽光発電設備（10kW 以上）のうち、運転開始前の 400kW 以上の設備に対して行われた報告徴収の結果を踏まえ、場所及び設備が未決定の案件については、2014 年 3 月から行政手続法上の聴聞を行い、要件の充足が確認できない場合、認定の取消しを行った。平成 24 年度に認定を受けた非住宅用の太陽光発電設備のうち、2014 年 8 月末時点で、平成 24 年度における非住宅用の太陽光認定総量 1,868 万 kW のうち、取消し・廃止に至ったものは 182 万 kW、今後聴聞が行われるものは 270 万 kW、運転開始済または認定要件を充足したものは 880 万 kW であった。

経済産業省では、今後聴聞が行われる 270 万 kW について、場所及び設備の決定状況を確認し、要件が充足できていないと認められる場合には、順次認定の取消し手続きを進めていく。また、平成 25 年度の認定案件に対しても、2014 年 8 月から同様に報告徴収を実施する方針である。

SR 社では、事業者が設備認定だけ確保し、事業開始に向けての行動を取らない場合には、当該設備認定が取り消される可能性があると考ええる。



経営戦略

同社は、電子・通信機器事業と太陽光エネルギー事業で、異なる経営戦略を描いている。電子・通信機器事業においては、既存事業の強化により、売上拡大と収益性向上を図る。一方、太陽光エネルギー事業では、積極的な投資により、事業を拡大することを目指している。また、太陽光発電以外の再生可能エネルギー（バイオマス発電、風力発電、地熱発電など）での事業展開も検討している。

2014年11月現在、同社は資金を確保できれば運営が可能なメガソーラー発電所の開発見込み案件が増加しているという。ただし、投資可能な資金と人的リソースの制約により、当該案件をどのように展開するかが今後の検討課題になっている。

SR社の理解では、メガソーラー発電所の運営は初期投資を必要とするが、収益は安定的であり、継続的にキャッシュフローを獲得できる。一方、太陽光発電システム販売事業は大きな設備投資を必要としないが、特定顧客に対して継続的に取引が発生するものではない。よって、太陽光発電システムの需要変動により、業績が変動する可能性がある。

同社は太陽光エネルギー事業では、開発対象案件に対し、太陽光システム販売、メガソーラー発電所の運営を展開していく予定である。また、太陽光発電以外の再生可能エネルギーでの事業展開に関しては、2014年12月に新たな事業として地熱発電所事業を開始し、2015年8月に売電開始を予定していると発表した。

太陽光発電所及び地熱発電所に関して、同社は金融機関からの借入れ可能額やキャッシュフローなど、設備投資に活用できる資金、および人的リソースの配分を勘案のうえ、事業を進める必要がある。そのため、発電所の売却も含めたポートフォリオの組み替えも行い、投資効率の向上を図る方針である。



過去の業績

2014 年 3 月期通期実績

売上高は、4,171 百万円（前期比 13.6%増）となった。利益面では、営業利益 477 百万円（前期比 27.8%増）、経常利益 478 百万円（同 27.6%増）、当期純利益 436 百万円（同 28.5%増）となった。

セグメント別の業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備投資の増加や防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資増加傾向から、受注高は 3,495 百万円（前期比 7.3%増）、売上高は 3,233 百万円（同 2.5%増）となった。内訳として、移動体通信関連では、2013 年 3 月期に大型受注があった反動から、売上高は 1,422 百万円（前期比 26.5%減）となった。一方、防衛関連の売上高は 905 百万円（同 79.6%増）となった。

また、同社によれば、自社製品の開発力が向上しているという。その成果として、自社製品の売上は 1,293 百万円（前期比 36.6%増）となった。

セグメント利益は 480 百万円（同 28.1%増）となった。増収効果に加え、同事業の中では相対的に利益率の高い自社製品の売上構成比率が 2013 年 3 月期の約 30%から 2014 年 3 月期には約 35%に上昇した。

太陽光システム販売事業

「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことにより、受注高は 845 百万円（前期比 27.3%増）、売上高は 890 百万円（同 83.0%増）、セグメント利益は 54 百万円（同 5.5%減）となった。

太陽光発電所事業

山口県下関市において建設を進めてきたメガソーラー発電所が完成したことにより売電が開始され、当該発電所における売電収入が 2013 年 7 月から計上された。その他の太陽光発電所案件の初期費用等が先行したことにより、売上高 52 百万円（前期は売上高計上なし）、セグメント損失は 20 百万円（前期はセグメント損失 12 百万円）となった。



2014 年 3 月期第 3 四半期実績

第 3 四半期連結累計期間における売上高は、太陽光システム販売事業の売上高増加により、2,738 百万円（前年同期比 7.8%増）となった。売上高の増加に伴い、売上総利益は 848 百万円（同 15.1%増）となった。

利益面は、営業利益 317 百万円（前年同期比 25.6%増）、経常利益 319 百万円（同 32.3%増）、四半期純利益 305 百万円（同 23.2%増）となった。

第 3 四半期累計期間における通期会社計画に対する進捗率は、売上高で 60.8%、営業利益で 64.2%であった。同社によれば、セグメント別では電子・通信用機器事業が想定を上回って推移しており、太陽光システム販売事業は計画通りであるが、第 4 四半期に売上・利益が偏重する傾向がある。太陽光システム販売事業のリスク要因として、顧客の発電所建設において、需要旺盛のために機材部品の供給が追いつかず、納期の遅れから、売上が期ずれする可能性も想定されるが、全体としては、会社計画の想定線で推移しているという。

セグメントの業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による通信トラフィック増加対策、不感知対策における基地局設備投資が増加したこと、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資が緩やかに継続したことから、売上高は 2,235 百万円（前年同期比 2.7%減）となった。業務改善効果により、営業利益は 327 百万円（同 3.9%増）となった。

同事業の第 3 四半期累計期間における通期会社計画に対する進捗率は、売上高で 79.8%、営業利益で 144.8%と想定を上回るペースで進捗した模様。移動体通信事業者の設備投資需要が前年同期比で減少する見込みに対し、想定を上回って推移したことに加え、公共投資関連向けシステム製品の売上が増加した。また、Ace 社との業務提携によりコスト削減が図られたことで価格競争力が高まり、受注拡大につながったという（「電子・通信用機器事業」の項参照）。

太陽光システム販売事業

「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことにより、売上高 467 百万円（前年同期比 179.1%増）、営業利益は 32 百万円（前年同期は営業損失 29 百万円）となった。

太陽光発電所事業

当第 3 四半期連結累計期間において、山口県下関市において建設を進めてきたメガソーラー



発電所が完成したことにより売電が開始され、当該発電所における売電収入が 2013 年 7 月から計上された。その他の太陽光発電所案件の初期費用等が先行したことにより、売上高 36 百万円（前年同期は売上計上なし）、営業損失は 21 百万円（前年同期は営業損失 3 百万円）となった。

旧セグメント区分の太陽光エネルギー事業（太陽光システム販売事業および太陽光発電所事業）の第 3 四半期累計期間における通期会社計画に対する進捗率は、売上高で 29.5%、営業利益で 4.1%であった。顧客が「グリーン投資減税制度」を活用するために、第 4 四半期に太陽光システム販売の売上が偏重する見込みであることに加え、建設中のメガソーラー施設を部分的に事業譲渡することも検討されていると SR 社は推測する。

同社は 2014 年 3 月期より、旧「太陽光エネルギー事業」を「太陽光システム販売事業」と「太陽光発電所事業」に区分している。

純資産等

2013 年 10 月に第 4 回新株予約権の行使が完了したことで、発行済株式数は 2013 年 3 月末と比較し 3,000,000 株増加し、13,753,000 株となった。当該新株予約権の行使、および四半期純利益の計上により、第 3 四半期における純資産は 2013 年 3 月期末と比較し、756 百万円増加し、2,507 百万円となった。

2014 年 3 月期第 2 四半期実績

第 2 四半期連結累計期間における売上高は、太陽光システム販売事業の売上高増加により、1,820 百万円（前年同期比 14.5%増）となった。売上高の増加に伴い、売上総利益は 547 百万円（同 35.7%増）となった。一方、人件費の増加を抑えたことで、販売管理費は 332 百万円（同 7.3%増）に留めた。売上高販管費比率は 18.2%と前年同期比で 1.2 ポイント低下した。

その結果、損益面は大幅に改善し、営業利益 215 百万円（前年同期比 129.2%増）、経常利益 218 百万円（同 163.0%増）、四半期純利益 190 百万円（同 108.7%増）となった。

セグメントの業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備投資は継続されつつも、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資は、緩やかに推移し、売上高は 1,382 百万円（前年同期比 2.5%減）となった。「高付加価値製品の販売促進」や「原価低減活動」により、営業利益は 187 百万円（前年同期比 26.8%増）となった。



同社によれば、移動体通信インフラにおいては、スマートフォン普及に伴うトラフィック増加対策や不感知対策における設備投資が継続していること、補正予算などによる公共事業分野の需要が増加傾向にあることから、無線市場は堅調に推移して行くことが予測されるという。

太陽光システム販売事業

「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことにより、売上高 414 百万円（前年同期比 320.9% 増）、営業利益は 47 百万円（前年同期は営業損失 22 百万円）となった。

太陽光発電所事業

当第 2 四半期連結累計期間において、山口県下関市において建設を進めてきたメガソーラー発電所が完成したことにより売電が開始され、当該発電所における売電収入が 2013 年 7 月からの 3 カ月間が計上された。売電収入に対し、6 カ月分の固定費が発生したことに加え、その他の太陽光発電所案件の初期費用等が先行したことにより、売上高 23 百万円、営業損失は 13 百万円となった。同社によれば、下関市メガソーラー発電所については計画通り順調に売電しており、売上総利益も 50%を超える水準にあることから、2014 年 3 月期下期以降の収益貢献が見込まれる。

2013 年 3 月期決算実績

売上高は、3,671 百万円（同 18.2%増）となった。損益面については、営業利益 373 百万円（前年同期は 29 百万円の営業損失）、経常利益 374 百万円（前年同期は 23 百万円の経常損失）純利益 339 百万円（前年同期は 37 百万円の純損失）となった。

セグメントの業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備の投資回復、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資再開に伴い、売上高は 3,155 百万円(前期比 31.1%増)、営業利益は 374 百万円(前期比 497.4%増)となった。

太陽光エネルギー事業

2012 年 7 月の「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことで、売上高は 486 百万円（前期は売上高 19 百万円）、営業利益は 41 百万円（前期は営業損失 24 百万円）となった。



バイオマスエネルギー供給事業

売上高は 74 百万円(前期比 89.0%減)、営業損失は 30 百万円(前期は営業損失 47 百万円)となった。連結子会社であったバイオエナジー・リソース株式会社の破産申立てにより、本事業から撤退した。



損益計算書

損益計算書 (百万円)	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
売上高	4,299	2,803	2,640	3,106	3,672	4,171
前年比	7.1%	-34.8%	-5.8%	17.7%	18.2%	13.6%
売上原価	3,348	2,412	2,314	2,516	2,623	2,973
売上総利益	951	392	326	590	1,049	1,198
売上総利益率	22.1%	14.0%	12.3%	19.0%	28.6%	28.7%
販売費及び一般管理費	1,020	619	612	619	675	721
売上高販管費比率	23.7%	22.1%	23.2%	19.9%	18.4%	17.3%
営業利益	-68	-227	-286	-30	373	477
前年比	-	-	-	-	-	27.8%
営業利益率	-1.6%	-8.1%	-10.8%	-1.0%	10.2%	11.4%
営業外収益	45	16	18	14	19	9
営業外費用	105	14	16	8	17	8
経常利益	-128	-224	-284	-24	375	478
前年比	-	-	-	-	-	27.6%
経常利益率	-3.0%	-8.0%	-10.8%	-0.8%	10.2%	11.5%
特別利益	52	0	45	-	1	2
特別損失	341	346	109	7	0	0
法人税等	-7	-1	3	6	36	44
税率	1.6%	0.1%	-0.8%	-20.9%	9.6%	9.1%
当期純利益	-408	-570	-351	-37	340	436
前年比	-	-	-	-	-	28.5%
利益率（マージン）	-9.5%	-20.3%	-13.3%	-1.2%	9.3%	10.5%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2009 年 3 月期

売上高は、4,299 百万円（前年同期比 7.1%増）、営業損失 68 百万円（前年同期は営業利益 118 百万円）。

電子・通信用機器事業部門において、800MHz 帯周波数再編対応に伴う携帯電話基地局に対する設備投資が一段落したことから、売上高が前年同期比 14.2%減少し、営業損失 162 百万円となった（2008 年 3 月期営業利益は 90 百万円）。レーザー機器事業部門は、売上高が前年同期比 356.0%増となったものの、営業損失 49 百万円（2008 年 3 月期営業利益 28 百万円）となった。

経常損失は 127 百万円（前年同期は経常利益 108 百万円）となった。当期純利益については、ハードディスク製造関連装置を手掛ける子会社の整理に伴う減損損失等 239 百万円によって、当期純損失 408 百万円（前年同期は当期純損失 408 百万円）となった。



2010 年 3 月期

売上高は、2,803 百万円（前年同期比 34.8%減）、営業損失 226 百万円（前年同期は営業損失 68 百万円）となった。

電子・通信用機器事業部門は、携帯電話基地局についての設備投資が一段落したこと、防衛関連設備及び防災無線システム関連の公共投資削減に伴い、売上高は前年同期比 16.6%減、営業損失 292 百万円となった。レーザー機器事業部門は、2009 年 5 月に事業撤退を決定、売上高は 90 百万円、営業利益 2 百万円であった。

経常損失は 224 百万円（前年同期は経常損失 127 百万円）となった。当期純利益については、投資有価証券評価損 199 百万円、固定資産減損損失 135 百万円を計上したことに伴い、当期純損失 570 百万円（前年同期は当期純損失 408 百万円）となった。

2011 年 3 月期

売上高は、2,639 百万円（前期比 5.9%減）、営業損失 286 百万円（前期は営業損失 226 百万円）。

電子・通信用機器事業は、携帯電話基地局の設備投資の遅延、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資削減に伴い、売上高は 2,389 百万円（前期比 11.8%減）となった。バイオマスエネルギー供給事業は、売上高は 250 百万円となった。

経常損失は 284 百万円（前期は経常損失 224 百万円）となった。減損損失 95 百万円を計上したことに伴い、当期純損失 351 百万円（前期は当期純損失 570 百万円）となった。

2012 年 3 月期

売上高は、3,106 百万円（前期比 17.7%増）、営業損失 29 百万円（前期は営業損失 286 百万円）となった。

電子・通信用機器事業において、携帯電話基地局の設備投資回復によって、売上高は 0.7%増となった。原価低減および経費削減によって、利益率が改善した。バイオマスエネルギー供給事業は、2011 年 3 月期比で売上高が 172.3%増となったが、コストの増加により営業損失額はほぼ前年同期並みとなった。

経常損失 23 百万円（前期は経常損失 284 百万円）、減損損失 3 百万円および有価証券売却損 3 百万円を計上したことに伴い、当期純損失 37 百万円（前期は当期純損失 351 百万円）となった。



過去の会社予想と実績の差異

期初会社予想と実績 (百万円)	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
売上高 (期初予想)	3,870	3,389	3,110	2,980	3,378	4,504
売上高 (実績)	4,299	2,803	2,640	3,106	3,672	4,171
期初会予と実績の格差	11.1%	-17.3%	-15.1%	4.2%	8.7%	-7.4%
営業利益 (期初予想)	129	139	191	22	69	493
営業利益 (実績)	-68	-227	-286	-30	373	477
期初会予と実績の格差	-153.0%	-263.3%	-249.9%	-234.9%	441.1%	-3.2%
経常利益 (期初予想)	71	133	179	18	65	488
経常利益 (実績)	-128	-224	-284	-24	375	478
期初会予と実績の格差	-279.9%	-268.7%	-258.8%	-233.0%	476.5%	-2.0%
当期利益 (期初予想)	63	133	179	13	60	449
当期利益 (実績)	-408	-570	-351	-37	340	436
期初会予と実績の格差	-747.9%	-528.8%	-296.3%	-384.6%	466.3%	-2.8%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

過去の会社予想と実績の差異をみる限り、2009年3月期から2012年3月期までは、黒字の会社予想に対し、実績は損失を継続した。

毎期初に黒字の会社予想を立てたが、実際には実効性の高い収益改善策が実行されなかったことで、実績が会社予想を下回る結果が続いたものと、SR社は推測する。

2013年3月期には、電子・通信用機器事業の業績回復に加え、太陽光エネルギー事業の貢献により、期初会社予想を大幅に上回る実績を達成した。



貸借対照表

貸借対照表 (百万円)	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
資産						
現金・預金	820	665	493	56	390	1,764
売掛金	1,033	915	663	864	1,345	1,112
たな卸資産	345	275	328	299	328	347
その他	47	63	45	74	52	197
流動資産合計	2,245	1,918	1,530	1,293	2,114	3,421
建物	162	132	94	80	87	114
工具、器具及び備品	88	36	5	1	58	87
減価償却累計額	1,151	997	959	899	884	908
有形固定資産合計	451	295	205	133	564	718
投資有価証券	251	69	23	8	14	19
その他	16	20	7	9	13	19
投資その他の資産合計	267	89	30	18	27	38
ソフトウェア	25	25	-	-	1	19
その他	22	14	-	-	-	12
無形固定資産合計	47	39	-	-	1	31
固定資産合計	765	423	235	150	593	788
資産合計	3,010	2,341	1,766	1,445	2,709	4,210
負債						
買掛金	511	443	430	364	386	474
未払金	108	39	31	48	108	86
短期有利子負債	507	433	203	30	40	323
その他	99	111	220	156	173	247
流動負債合計	1,226	1,026	884	598	708	1,130
長期有利子負債	216	67	-	-	151	294
その他	101	86	83	85	100	148
固定負債合計	318	153	83	85	251	442
有利子負債 (短期及び長期)	724	500	203	30	192	618
負債合計	1,544	1,179	967	683	959	1,572
純資産						
資本金	1,029	1,102	1,102	1,102	1,387	1,625
資本剰余金	1,024	1,096	1,096	1,096	1,381	1,620
利益剰余金	-619	-983	-1,335	-1,372	-991	-555
少数株主持分	-	-	-	-	-	-
純資産合計	1,466	1,162	799	761	1,751	2,638
運転資金	867	747	562	800	1,287	986
有利子負債合計	724	500	203	30	192	618
ネット・デット	-96	-165	-290	-26	-198	-1,146

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

資産

2014年3月期では流動資産が資産の81.2%を占める。流動資産の主なものは、現金・預金（2014年3月期流動資産構成比率51.6%）、売掛金（同32.5%）である。現金・預金は利



益の改善による営業キャッシュフローに加え、株式の発行、借入の活用により資金調達を行ったことで、2013 年 3 月期の 390 百万円から 2014 年 3 月期には 1,764 百万円にまで増加した。

業績低迷により、減損損失を継続的に認識したため、有形固定資産は 2009 年 3 月期の 451 百万円から 2012 年 3 月期には 133 百万円にまで減少した。2013 年 3 月期には下関メガソーラー発電所の建設仮勘定が計上されていること、電子・通信用機器事業において 97 百万円の設備投資を行ったことで、有形固定資産は 564 百万円に増加した。

負債

負債の中心は買掛金であり、2014 年 3 月期は負債合計の 30%を買掛金が占めた。買掛金回転期間は 2009 年 3 月期の 1.3 カ月から 2011 年 3 月期には 2.0 カ月まで長期化した。現金・預金、有利子負債も減少していることから、資金繰りに窮して、支払期間を延長していたと SR 社は推測する。2012 年 3 月期以降は短期化しており、2014 年 3 月期は 1.4 カ月であった。

有利子負債は 2008 年 3 月期 844 百万円から 2012 年 3 月期 30 百万円まで減少した。業績低迷により借入れが困難であったことから、長短借入金の返済、社債の償還が続き、借換えが行われなかったと SR 社は推測する。2013 年 3 月期に有利子負債は 5 期ぶりに増加に転じ、192 百万円となった。2014 年 3 月期には長短借入れによる資金調達を行い、有利子負債は 618 百万円となった。

有利子負債から現金・預金を差し引いたネット・デットは、2014 年 3 月期は-1,146 百万円（現金・預金残高が有利子負債を上回る）となった。

純資産

業績不振により、純損失を継続したことで、純資産は 2008 年 3 月期の 2,055 百万円から 2012 年 3 月期の 761 百万円まで減少した。利益剰余金は、2012 年 3 月期には-1,372 百万円にまで減少した。

2013 年 3 月期に純利益が黒字化したことで、利益剰余金は 5 期ぶりに増加した。資本金および資本剰余金は、2013 年 1 月に第三者割当増資（2,136 千株）および新株予約権（権利行使による増加する潜在株式数 4,843 千株に対し、2013 年 3 月期中に、権利行使により 1,843 千株が増加）を発行し、増加した。

2014 年 3 月期は、当期純利益により 436 百万円、2013 年 1 月に発行した新株予約権の権利行使により 477 百万円増加し、純資産合計は 2,638 百万円となった。



キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書 (百万円)	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー (1)	259	-1	68	-332	36	764
投資活動によるキャッシュフロー (2)	-17	12	93	77	-454	-265
FCF (1+2)	242	11	162	-255	-418	499
財務活動によるキャッシュフロー	-194	-82	-299	-168	783	875
減価償却費及びのれん償却費 (A)	217	76	20	14	22	84
設備投資 (B)	-82	-22	-7	-12	-446	-254
運転資金増減 (C)	122	-120	-186	238	488	-301
単純 FCF (NI+A+B-C)	-394	-397	-152	-272	-572	568

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

営業キャッシュフロー

営業活動によるキャッシュフローの主な構成要素は、当期純利益、減価償却費、のれん償却額、および運転資本の増減である。

2009年3月期から2011年3月期まで営業キャッシュフローが純損失に減価償却費およびのれん償却額を加えた値を上回っている主な理由は、減損損失、投資有価証券評価損、および運転資本減少による。

2012年3月期は純損失の改善にも関わらず、営業活動に伴うキャッシュフローが減少した理由は、売上債権の増加による。

2013年3月期の営業活動によるキャッシュフローは、当期純利益の黒字化にも関わらず、太陽光発電システム事業の売上拡大に伴う売上債権増加により、36百万円であった。

2014年3月期は当期純利益、減価償却費による現金流入に加え、売上債権の減少により、営業活動によるキャッシュフローが増加した。

投資キャッシュフロー

2012年3月期までは投資抑制により、設備投資は100百万円を下回り、投資活動によるキャッシュフローは2009年3月期に17百万円のマイナスであったが、2010年3月期から2012年3月期はプラスで推移した。

同社は、2013年3月期に設備投資を活発化し、有形固定資産および無形固定資産の増加額は455百万円となった。内訳は、電子・通信用機器で97百万円の増加、太陽光エネルギー事業



で 352 百万円の増加で、特に太陽光エネルギー事業において、下関メガソーラー発電所の建設に伴う設備投資が増加した。

2014 年 3 月期は、主に有形固定資産の取得による支出により、投資活動によるキャッシュフローがマイナスとなった。

財務キャッシュフロー

2009 年 3 月期から 2012 年 3 月期まで、有利子負債の返済が続いたことで、財務キャッシュフローはマイナスが続いた（貸借対照表の項参照）。

同社は、2013 年 1 月にメガソーラー発電所の建設資金として、第三者割当増資（2,136 千株）および新株予約権（権利行使による増加する潜在株式数 4,843 千株に対し、2013 年 3 月期中に、権利行使により 1,843 千株が増加）を発行した。その結果、2013 年 3 月期の財務キャッシュフローは、株式の発行による収入 554 百万円、新株予約権の発行による収入 47 百万円、長期借入れによる収入 170 百万円、社債の発行による収入 100 百万円により、783 百万円のプラスとなった。

2014 年 3 月期は株式の発行による収入 450 百万円、その他に借入れによる収入により、財務活動によるキャッシュフローは 875 百万円となった。



その他情報

沿革

1968年に創業、高周波無線技術のトップ企業として、創業以来高周波無線技術に特化してきた。2005年以降、韓国企業の参入で競争が激化し業績が悪化した。幾度かの経営陣交代を経て、2012年に現在の体制となった。

同社を理解するうえで重要な出来事として、2007年以降の経営の迷走がある。2007年、同社の経営改善のために、株主のジェイ・ブリッジ株式会社（現アジア・アライアンス・ホールディングス社、東証2部 9318）が株式の一部（14.7%）を所有していた会社（ジェイ・キャピタルマネジメント株式会社）の経営陣が、同社取締役役に就任した。その後、当該取締役役が社長に就任し、買収の失敗、ファンドへの出資、経営判断の失敗、および競争激化により、同社の業績は大きく悪化した。

上記の社長が2009年に辞任後、同社はアプライド・テクノロジーズ社および韓国多摩川電子社といった不採算子会社を整理したが、電子・通信機器事業は2009年3月期から2011年3月期まで、売上減少により営業損失を計上した。その中で、2010年2月に同社は第三者割当増資を実施し、144百万円を集め、バイオマスエネルギー供給事業を開始した。しかし、同事業は2011年3月期から2013年3月期第2四半期まで営業損失を継続し、2012年3月に法的整理された。

2011年6月、小林正憲氏が電子・通信用機器事業の立て直しのために連結子会社多摩川電子社取締役役に就任、2012年4月に社長に就任した。同氏就任後に、海外の企業との競争激化により不採算となっていた案件からの撤退などの業績改善策を実行し、電子・通信用機器事業の業績は回復に向かい、2012年3月期に営業黒字に転換した。

2012年2月、福永節也氏（前連結子会社多摩川ソーラーシステムズ社代表、2014年6月に解職）が太陽光事業の太陽光システム販売の新規参入のために、同社代表取締役役に就任した。同氏就任後に、モジュールメーカーGPPV（本社：中国）と独占販売契約を締結、2013年3月期に、同事業は開始初年度から営業黒字でスタートした。

2012年4月に同社大株主の意向により、同社立て直しのために榊沢徹氏が同社執行役員に就任、同年6月に同社代表取締役役に就任した。2014年6月、同社は、同社を取り巻く厳しい経営環境に対応すべく、引き続き代表取締役社長として経営を行う榊沢徹氏に加え、小林氏を新たに代表取締役とすることで、代表取締役を2名とする体制とした。共同代表とすることにより、経営における公正性・透明性を確保しつつ、強固なコーポレートガバナンスを構築し、コンプライアンス体制の維持向上に取り組むことで、確固たる経営基盤の構築を目指す。



すとのことである。また、同年同月、福永氏解職後の新経営体制移行に伴い、連結子会社多摩川ソーラーシステムズ社の新社長に野口靖彦氏が就任した。

着実に同社の収益力を高め、成長軌道に乗せるために固定価格買取制度により価格が保証されている太陽光エネルギー事業のメガソーラー発電所の運営に注力し、野口氏主導のもとで多摩川ソーラーシステムズ社および小林氏主導のもとで多摩川電子社の業績安定化を図る方針である。

ニュース&トピックス

2015 年 2 月

2015 年 2 月 6 日、同社は、資金の借入れに関して発表した。

同社は、千葉興業銀行より長期運転資金として、返済期限を 2018 年 1 月 31 日とする 100 百万円の長期資金の借入れを実施した。

2015 年 2 月 3 日、同社は、同社子会社による太陽光発電所（低圧）分譲販売のための用地確保に関して発表した。

同社子会社である株式会社多摩川ソーラーシステムズは、太陽光発電所低圧分譲販売のための用地を確保することを、同社取締役会で決定した。同社によれば、経済産業省の固定買取価格(36 円)の権利を取得することにより、太陽光発電所の低圧分譲販売として 13 区画を外部顧客へ売却することが可能であり、同社グループの収益に貢献することが期待されるという。

鹿児島県鹿屋市低圧分譲販売予定の概要

設置場所：鹿児島県鹿屋町

敷地面積：約 11,070 m²（低圧 13 区画合計）

出力規模：約 650Kw（低圧 13 区画合計）

売電価額：36 円/kWh（20 年間固定）

取得日：2015 年 2 月 3 日

2015 年 1 月 29 日、同社は、地熱発電所事業の事業用地の確保に関して、売買により追加取得することを発表した。

取得の理由



同社は、新規事業として地熱発電所事業に取り組むこととし、既に、大分県別府市において、地熱発電所用地を1区画（設置Kw数：約125Kw）確保し、早期の売電開始に向けて計画通り順調に建設工事を進めている。今回、地熱発電所用地を新たに追加で6区画（約750Kw）確保することにより、同社グループで合計7区画、約875Kwの地熱発電所を建設する。約125Kw規模の地熱発電所で太陽光発電所約1メガワット規模の発電量に相当することから、今回の追加取得により合計約7メガワット規模の太陽光発電所に相当する発電所を有することとなる。

地熱発電所用地として大分県別府市を選定した理由

同社で予定している別府市地熱発電所は、地中から取り出した蒸気でタービンを回し発電する発電方式で、既に温泉として活用されている源泉を活用した地熱バイナリー発電所を建設する。バイナリー発電は水より低沸点の熱媒体を温泉の熱湯や水蒸気で気化させタービンを回す発電技術で、今回取得する用地では、既存の源泉をそのまま活用できるため、新しい源泉の調査や掘削が不要であり、比較的低コストかつ短期間で運転を開始することが出来る。また、同社が計画している別府地熱発電所は近隣地で別のバイナリー地熱発電の実績が既にあり、当該用地は発電実績も踏まえ、湯量も豊富であることから地熱発電に適している用地だと考え選定した。

追加取得別府地熱発電所の概要

- ・ 設置場所：大分県別府市
- ・ 敷地面積：約2,100㎡
- ・ 出力規模：約750Kw（1区画約125kwがメガソーラー発電約1メガワットに相当し、6区画合計で約6メガワットに相当）
- ・ 売電価額：40円/kWh（15年間固定）
- ・ 売電収入（予想）：約250百万円 /年
- ・ 初年度想定発電量（予想）：約6,800,000kwh/年
- ・ 物件引渡予定日：2015年1月30日

2015年1月16日、同社は、第三者割当による新株予約権（行使価額修正選択権付）の発行に係る払込完了に関して、発表した。

2014年12月26日に発表した新株予約権の発行について、払込手続きが完了したとのことである。

2014年12月

2014年12月26日、同社は、新たな事業（地熱発電所事業）の開始及び第三者割当による第6回新株予約権（行使価額修正選択権付）の発行に関して、発表した。



同社は、2014 年 12 月 26 日開催の取締役会において、新たな事業として地熱発電所事業を開始することを決議した。

新規事業の開始

同社は、太陽光エネルギー事業に加えて別の再生可能エネルギーを収益の柱として構築すべく、調査・検討していた。今回、泉源所有者と協議及び交渉する機会を持ち、大分県別府市の地熱発電所（設置 kW 数：125kW 予定。九州電力社及び経済産業省への申請については 2014 年 12 月 26 日以降行う）（以下、別府地熱発電所とする）の事業化の検討を行った。その結果、発電設備の専有面積が比較的小規模ですみ、安定的かつ、効率的な発電の確保が可能となると判断し、新規事業として地熱発電所事業に取り組むこととした。

同社によれば、地熱発電は地中から発生する蒸気をエネルギー源とすることから半永久的に利用でき、太陽光発電と異なり、天候・季節・昼夜を問わず、24 時間体制の安定的な発電が可能である。また、発電設備の専有面積が比較的小規模ですむため、効率的な電源の確保が可能となる。固定価格買取制度（2014 年度）において、太陽光により発電した電力の買取価格が 32 円/kW（税別/10Kw 以上）で買取期間が 20 年間である。それに対し、地熱により発電した電力の買取価格は 40 円/kW（税別/15,000Kw 未満）で買取期間が 15 年間である。

別府地熱発電所は、地中から取り出した蒸気でタービンを回し発電する発電方式で、既に温泉として活用されている源泉を活用した地熱バイナリー発電所を建設する。バイナリー発電は水より低沸点の熱媒体を温泉の熱湯や水蒸気で気化させ、タービンを回す発電技術で、既存の源泉をそのまま活用できるため、新しい源泉の調査や掘削が不要であり、比較的低コストかつ短期間で運転を開始することができるとしている。また、地下から取り出した蒸気は坑井を通じてほぼ全量を地下へ還元することが可能となり、環境への影響がほとんどなく再生エネルギーを創出できるという。

当該事業の開始のために特別に支出する金額及び内容について、支出予定金額は自己資金として 92 百万円であり、内容は別府地熱発電所に係る発電設備、配管工事、温泉源泉給湯権、土地等である。2014 年 12 月 26 日を事業開始期日とし、2015 年 7 月に売電開始を予定している。

また、同社は、同日開催の取締役会において、マッコーリー・バンク・リミテッドを割当予定先とする第三者割当による第 6 回新株予約権の発行及び金融商品取引法の届出の効力発生後にマッコーリー・バンク・リミテッドとの間で新株予約権買取契約を締結することを決議した。

新株予約権の概要

- 割当日：2015年1月16日



- 発行新株予約権数：10,000個
- 発行価額：総額2,200百万円（新株予約権1個あたり1,960円）
- 当該発行による潜在株式数：10,000,000株（新株予約権1株につき1,000株）行使価格が修正された場合も、潜在株式数に変更はない。
- 資金調達の額：2,200百万円（差引手取概算額:2,184百万円）（新株予約権発行による調達額：20百万円、新株予約権行使による調達額：2,180百万円）
- 行使価額：当初行使価額は1株当たり218円。行使価額は、原則として固定であるが、同社は、2015年1月16日以降、資金調達のため必要があるときは、同社取締役会の決議により、新株予約権の行使価額が同社普通株式の終値を基準とした価額に修正される仕組みに切り替えることが可能である。当該決議をした場合、行使価額は、各修正日（当該新株予約権の各行使請求の効力発生日）の直前の取引日の東京証券取引所における同社の普通株式の普通取引の終値の90%に相当する金額に修正される（上限行使価額は設定されていない）。ただし、修正後の金額が下限行使価額（153円）を下回る場合、行使価額は下限行使価額に修正される。
- 割当方法：第三者割当の方法による
- 割当予定先：マッコーリー・バンク・リミテッド
- 行使期間：2015年1月19日から2017年1月18日の2年間

割当予定先は新株予約権の行使期間中の株式購入保証期間において、一定の条件を満たした場合、一定額の行使を保証することとされている。行使期間中、同社は、同社が割当予定先に対して書面による事前の通知により、最大5回まで、株式購入保証期間の適用を指定することができる。株式購入保証期間において、割当予定先は、当該新株予約権を行使し、同社普通株式に係る当該株式購入保証期間の指定時の流動性に応じた行使保証金額と同額を行使価額として同社に対して払い込むこととされている。行使保証金額は、同社が株式購入保証期間を開始する日に先立つ5取引日間または20取引日間の同社普通株式の1取引日当たりの取引所における普通取引の日次平均売買代金のいずれか低い方を基準に決定される。

調達する資金の使途

新株予約権の発行及び行使による調達資金は、同社子会社が行う太陽光発電所事業及び地熱発電所事業に充当する予定である。

具体的な使途	金 額	支出予定時期
青森県三沢市の発電所（以下、三沢発電所とする）の土地取得のために借入れた資金の全額返済のための資金	250 百万円	2015 年 1 月～2015 年 3 月
三沢発電所を保有することとなる同社子会社（計4社）への出資または貸付けのための資金	879 百万円	2015 年 1 月～2016 年 3 月
長崎県南島原市の発電所（以下、南島原発電所とする）を保有している同社子会社への出資ま	127 百万円	2015 年 1 月～2016 年 3 月



具体的な使途	金 額	支出予定時期
たは貸付けのための資金		
別府地熱発電所を保有する同社子会社への出資または貸付のための資金	21 百万円	2015 年 1 月～2015 年 8 月
上記三沢発電所、南島原発電所及び別府地熱発電所以外のその他の潜在的な案件である太陽光発電所または地熱発電所を保有することとなる同社子会社への出資または貸付のための資金	904 百万円	2015 年 1 月～2017 年 1 月
合計	2,183 百万円	－

同日、同社は、ISE パワー株式会社との業務提携の経過に関して発表した。

同社は、2014 年 5 月 30 日付で、ISE パワー株式会社（以下、ISE パワー社とする）における太陽光発電所事業につき、ISE パワー社との間で業務提携契約を締結した。

同社は、業務提携契約を踏まえ、ISE パワー社との間で、同社の今後の太陽光発電所事業の展開を協議している中で、今回、同社グループの太陽光発電所事業についても更なる発展を目指すことを目的とし、同社連結子会社 3 社が、ISE パワー社が有している青森県三沢市における発電事業者としての権利を 2014 年 12 月 26 日付で取得し、太陽光発電所の建設及び運営を行うこととした。

当該発電所事業に必要となる用地は、同社が 2014 年 12 月 16 日付で既に取得している。当該用地は、過去にイセ食品株式会社グループが養鶏場として使用していたが現在は更地となっており、平地かつ太平洋側で雪が少ない地域であることから、発電に必要な日照量を確保でき、当該発電所事業に適している用地であるという。

同社は、当該発電所事業の早期の稼働を目指しており、2016 年 3 月までに売電開始を見込んでいる（東北電力株式会社との間の売電に係る契約時期は未定である）。なお、上記の業務提携に関する経過に伴う、2015 年 3 月期の業績に及ぼす影響は軽微であると見込んでいる。

発電事業所の概要

- ・ 所在地：青森県三沢市六川目五丁目他
- ・ 事業者：合同会社 GP エナジー-A、合同会社 GP エナジー-B、合同会社 GP エナジー-C、合同会社 GP エナジー-D（いずれも同社 100%子会社）
- ・ 敷地面積：約153,000㎡
- ・ 発電能力：約10MW
- ・ 売電価格（20年間固定）：36円/kWh（税抜）



- 売電収入（予定）：約390百万円/年
- 初年度予想発電量（予定）：約10,852,814 kWh

2014 年 12 月 12 日、同社は、リースによる固定資産（メガソーラー発電設備）の取得に関して発表した。

同社の連結子会社である株式会社 GP エナジー 5 は、千葉県袖ヶ浦市で建設計画を進めている出力約 1.3MW 規模の太陽光発電所を、リコーリース株式会社（株式会社リコー（東証 1 部 7752）の子会社）とのリース契約の締結により取得すること決定した。リーススキームを活用することにより、資金の効率的運用を図るとしている。

リースにより賃借する資産の内容

- 名称（仮称）：千葉県袖ヶ浦市メガソーラー発電所
- 所在地：千葉県袖ヶ浦市
- 賃借資産の概要及びリース料の総額：太陽光発電システム一式リース料総額 511百万円
- 取得価額相当額：360百万円

千葉県袖ヶ浦市メガソーラー発電所の概要

- 敷地面積：約15,000㎡
- 発電能力：約1.3MW
- 売電価格（20年間固定）：36円/kWh（税抜）
- 売電収入（予定）：約60百万円/年
- 初年度予想発電量（予定）：約1,733,518kWh

2014 年 11 月

2014 年 11 月 25 日、同社は、海外孫会社設立に関して発表した。

同社連結子会社である株式会社多摩川電子が、2015 年 3 月 31 日を設立日としてベトナムに子会社を設立する。

孫会社設立の目的

多摩川電子社は高周波無線技術を応用した移動体通信の基地局やテレビ放送、公共無線等の施設で使用される高周波デバイス、及び装置の設計・製造・販売を主たる業務としており、国内主要通信機器メーカーに対して長年にわたり多数の納入実績がある。近年、顧客の低価格需要に対応して移動体通信関連では一部海外での製造・部品調達等を進めているが、高周波デバイス製品群のより一層の製造コスト削減によるコスト競争力の強化を目指しつつ、海外市場全般での拡販、及び高品質な製品の安定供給の向上を図るため、ベトナムでの子会社



設立を決定した。

設立する孫会社の概要

名称： TAMAGAWA ELECTRONICS VIETNAM CO.,LTD
所在地： ベトナム社会主義共和国
資本金： 50,000,000 円
出資者： 株式会社多摩川電子（100%）
主な事業内容： 通信機器部品の製造・販売

2014年11月18日、同社は、長崎県五島市メガソーラー発電所の進捗状況に関して発表した。

同社は、2013年5月29日に開示した通り、長崎県五島市のメガソーラー用地を確保し、売電開始に向けて作業を進めており、今回、長崎県から林地開発の許可を得ることができたとのこと。

進捗状況

長崎県五島市メガソーラー発電所については、建設工事の準備を進めていると同時に、各関係省庁等に対して必要許認可等の申請手続きを進めている。今回、大規模メガソーラー発電所の建設に必要な、林地開発許可申請に関して、長崎県から許可を得たという。当該メガソーラー発電所は、同社で初となる特別高圧で連系する約 5.5MW のメガソーラー発電所を予定している。

五島市メガソーラー発電所の概要

- ・ 所在地：長崎県五島市吉久木町
- ・ 事業者：株式会社GPエナジー 2（同社100%子会社）
- ・ 敷地面積：約10ヘクタール
- ・ 発電能力：約5.5MW
- ・ 売電価格（20年間固定）：36円/kWh
- ・ 売電収入（予定）：約2億5千万円/年
- ・ 初年度予想発電量（予定）：約6,790,566kWh

発電能力は前回公表の約 6MW から約 5.5MW へ変更している。

2014年8月

2014年8月29日、同社は、固定資産の取得によるメガソーラー用地確保について発表した。



同社リリース文によれば、建設を予定している千葉県袖ヶ浦市メガソーラー発電所用地として、当該用地を取得するとのことである。

取得資産の内容及び所在地

所在地：千葉県袖ヶ浦市林字陳場台

土地面積：15,000㎡

取得価格：125百万円

物件引渡予定日：2014年11月中旬

千葉県袖ヶ浦市メガソーラー発電所の概要

出力規模：約1,300Kw

想定発電量：約170万Kwh/年

当該案件については、経済産業省の再生可能エネルギー固定買取制度の設備認定を既に取得しており、1 kWh あたり 36 円（税抜）で 20 年間売電を行うことができるとのことである。

2014 年 8 月 4 日、同社は、固定資産の取得によるメガソーラー用地確保に関して発表した。

同社リリース文によれば、建設を予定している神奈川県横浜市メガソーラー発電所用地として、当該用地を売買により取得するとのことである。

取得資産の内容及び所在地

- 所在地：神奈川県横浜市旭区上白根字後谷
- 土地面積：13,640㎡
- 取得価格：120百万円
- 取得先：非開示
- 物件引渡予定日：2014年8月4日

神奈川県横浜市メガソーラー発電所の概要

- 敷地面積：約17,000㎡（今後賃借を予定している面積を含む）
- 出力規模：約1,200Kw
- 想定発電量：約130万Kwh/年

当該案件については、経済産業省の再生可能エネルギー固定買取制度の設備認定を既に取得しており、1 kWh あたり 36 円（税抜）で 20 年間売電を行うことができるとのことである。

なお、当該発電所案件については、分譲販売として外部へ売却するか、自社で運営するかを現在検討しており、同社の業績に与える影響は現在算定中であるとのことである。



2014 年 7 月

2014 年 7 月 22 日、同社は、長崎県南島原市メガソーラー発電所の進捗状況に関して発表した。

同社リリース文によれば、南島原市メガソーラー発電所については 49 キロワットの低圧発電所の建設は完了しており、約 1 メガワット規模の太陽光発電所とするため拡張工事を進めている段階にある。また、今後の円滑な発電所運営を目指すため、2014 年 7 月 22 日付けで土地賃貸借契約を地上権設定契約に変更し、約 1 メガワットの太陽光発電所を設置することができる土地の地上権の確保を行った。拡張部分の造成工事は完了しており、今後は本格的な建設工事を着工する予定である。

南島原市メガソーラー発電所の概要

- 所在地：長崎県南島原市深江町乙池下1303-1他
- 事業者：株式会社GPエナジー 3-A（同社 100%子会社）
- 敷地面積：22,112 m²
- 発電能力：約 1 メガワット
- 売電価格：40円/kWh（20年間固定）
- 売電収入：約5,000万円/年（予定）
- 初年度予想発電量：約1,250,000kwh（予定）

2014 年 7 月 8 日、同社は、バイオマス発電事業譲受協議に係る優先交渉及び検討の結果に関して発表した。

同社は、2013 年 11 月 5 日に発表した通り、バイオマス（植物油）発電所の譲受に関する優先交渉権を取得し、事業化に向けての検討を行っていたが、検討の結果、当該事業について事業化を行わないことを決定した。

2014 年 6 月

2014 年 6 月 30 日、同社は、資金の借入れに関して発表した。

同社は、2014 年 6 月 30 日付で東日本銀行より以下のとおり資金の借入れを実施したとのことである。

- 借入金額： 100百万円
- 借入実施日： 2014年6月30日



- 担保等状況： 無担保・無保証
- 資金使途： 長期運転資金
- 利率： 1.350%

2014年6月27日、同社は、代表取締役の異動について発表した。

同社は、同社を取り巻く厳しい経営環境に対応すべく、より機動的で円滑かつ適切な経営判断を行うために、重任し引き続き代表取締役社長として経営を行う榊沢徹氏に加え、小林正憲氏を新たに代表取締役とすることで、代表取締役を2名とするとしている。

共同代表とすることにより、経営における公正性・透明性を確保しつつ、強固なコーポレートガバナンスを構築し、コンプライアンス体制の維持向上に取り組むことで、確固たる経営基盤の構築を目指すとのことである。

2014年6月26日、同社は、代表取締役会長の解職に関して発表した。

同社によれば、社内調査の結果、福永節也氏の企業利益に反する行為のため、現状では同社に直接的な損失は発生していないものの、今後、同社が利益を喪失させる可能性があるとの報告を受けたという。当該報告を受けて、福永節也氏の代表取締役会長の地位を解職する決定をした。

2014年6月2日、同社は、業務資本提携契約の解約、及び ISE パワー株式会社との業務提携契約の締結に関して発表した。

業務資本提携契約の解約

同社によれば、2014年5月8日付「業務資本提携契約の締結、第三者割当による新株予約権の発行」に関する発表において、伊勢彦信氏（以下「伊勢氏」とする。）、リーテイルブランディング株式会社（以下「リーテイル社」とする。）及びリーテイル社の代表取締役社長である秋元之浩氏（以下「秋元氏」とする。）との間で業務資本提携契約を締結する旨を開示したが、伊勢氏による新株予約権に対する払込みがなされずに失権したため、同社は、それぞれの業務資本提携契約を解約した。また、同社による ISE パワー社の株式取得については、関係者で協議し、方針が決定次第、開示するとしている。

ISE パワー株式会社との業務提携契約の締結

リーテイル社との間において今後の方針を検討する中で、秋元氏が代表取締役であり、かつ、伊勢氏が取締役会長である ISE パワー社において太陽光発電所事業を行うという枠組自体は



維持するという基本的な方向性を確認した上で、伊勢氏やイセ食品社の関係者との間でも協議を行い、2014年5月30日付で、同社はISEパワー社との間で業務提携契約を締結した。新たに、太陽光発電事業所事業で収益を得る目的で、ISEパワー社による太陽光発電事業の円滑な遂行を実現するため、太陽光発電事業に係る設計、監理、施工等を実施可能な業者に関する情報を、同社自らまたは子会社を通じて、ISEパワー社に対して提供する。

2014年5月

2014年5月15日、同社は、リースによる固定資産（メガソーラー発電設備）の取得について発表した。

同社は、同社子会社が千葉県館山市で建設計画を進めてきた出力約2メガワット規模の太陽光発電システム一式（リース料総額901百万円）をリコーリース株式会社とのリース契約の締結により取得・建設することを決議した。

千葉県館山市メガソーラー発電所の概要

発電能力：1,999kW

売電価格（20年間固定）：42円/kWh

売電収入（推定）：約9,500万円/年 20年間累計約18億6,000万円

営業利益（推定）：約4,500万円/年 20年間累計約9億5,000万円

運転開始予定日：2015年2月末日予定

2014年5月8日、同社は、業務資本提携契約の締結、第三者割当による新株予約権の発行を発表した。

同社は、伊勢彦信氏（以下「伊勢氏」という。）並びにリーテイルブランディング株式会社（以下「リーテイル社」という。）及びリーテイル社の代表取締役社長である秋元之浩氏（以下「秋元氏」という。）との間で業務資本提携契約の締結及び第三者割当による新株予約権の発行を行うことを決定した。

同社によれば、伊勢氏が代表取締役会長兼社長を務めるイセ食品株式会社（以下「イセ食品社」という。）並びに伊勢氏及びイセ食品社と資本関係及び人的関係のある会社（イセ食品社と合わせて、以下「イセ食品グループ」と総称する。）は、太陽光発電設備を設置可能な土地を保有している（1kWh当たりの売電価格36円として申請し、既に経済産業大臣より再生可能エネルギー発電設備の認定を受け、各電力会社に対して売電に係る申請が完了している土地が10県27箇所地積合計で最大1,419,964㎡。太陽光発電設備として最大76.5メガワット相当の発電施設建設が見込まれる。また、1kWh当たりの売電価格32円として経済産業大臣に対し上記認定を申請中の土地も30箇所ある）という。



伊勢氏は、イセ食品グループを通じて当該事業に必要な用地を ISE パワー社に対して提供する。リーテイル社は、太陽光発電所事業に必要な再生可能エネルギー発電設備の認定の通知を経済産業大臣より受けているが、当該認定における発電事業者名を ISE パワー社に変更する。同社は、太陽光発電所事業に係る経験と知見を ISE パワー社に対して提供することにより、共同事業に貢献する予定である。

また、同社は、共同事業を行うための資金調達として、伊勢氏および秋元氏に対して、新株予約権を割り当てる。伊勢氏および秋元氏は、太陽光発電所事業の進捗状況に応じて、新株予約権を行使し、同社は当該資金を太陽光発電所事業に充当する予定である。

新株予約権発行の概要

割当日	: 2014 年 5 月 29 日
新株予約権の総数	: 14,439 個（新株予約権 1 個当たり 1,000 株）
発行価額	: 新株予約権 1 個当たり 7,918 円（総額 114,328,002 円）
当該発行による潜在株式数	: 14,439,000 株（2014 年 3 月 31 日現在の発行済株式総数に対して 35.0%）
調達資金の額	: 4,648,174,002 円（差引手取概算額 : 4,622,174,002）
行使価額	: 1 株あたり 314 円
割当予定先	: 伊勢 彦信 12,377 個 秋元 之浩 2,062 個

当該新株予約権は、行使価額の修正条項はなく、交付株式数は一定である（行使価額の調整により調整を行う際には行使価額および交付株式数が調整される場合はある）。



調達する資金の具体的な使途及び支出予定時期

具体的な使途	金額	支出予定時期
アールビー社から譲り受ける、ISE パワー社株式に係る対価	10,500,000 円	2014 年 5 月 29 日
ISE パワー社に対する共同事業のための出資または貸付けのための資金	4,611,674,002 円	2014 年 6 月から 2017 年 5 月までを目処に投資案件の進捗に応じて

同社は、ISE パワー社株式の取得後の差引手取金額の残額（4,622,174,002 円）を ISE パワー社に対する出資または貸付けにより拠出する。ISE パワー社は、当該資金を、共同事業における太陽光発電所の建設のためイセ食品グループから借り受けまたは地上権の設定を受ける土地の利用対価（賃料または地上権設定に対する地代）、並びに太陽光発電所設備に関するモジュール・架台代金、工事代金、電気設備、構築物及びその他経費等に充当する予定である。同社によれば、概算投資計画は以下の通りである。

2014 年 1 月

2014 年 1 月 24 日、同社は株式分割について発表した。

同社によれば、2014 年 2 月 28 日を基準日、2014 年 3 月 1 日を効力発生日として、1 株につき 3 株の割合をもって分割することである。株式分割前の発行済株式総数 13,753,000 株に対して、株式分割後の発行済株式総数は 41,259,000 株となる。

その他

SR 社では、同社社長の榊澤氏に対する係争・訴訟に関するリスクが、同社の業務遂行に影響を及ぼす可能性があると考えている。2013 年 12 月現在、榊澤氏はジェイ・ブリッジ社在籍時の医療ファンド事業に関連した損害賠償の被告として係争の結果、勝訴が成立しており、榊澤氏に対して提起されている訴訟はない。

また、同社は、インターネット上の書き込みによる風評被害を受けており、これに対し、民事、刑事両面での責任追及を始めとした信頼回復措置を求めている方針である。



大株主

大株主上位10名	議決権比率
マリリン・タン	17.5%
シービーエスジーバンクジュリアスベアシンガポールランチ	10.4%
パーマン・ヤディ	8.0%
日本証券金融株式会社	5.4%
島貫 宏昌	4.6%
イーエフジーバンクアーゲーホンコンアカウントクライアント	3.4%
有限会社佐藤総合企画	2.6%
久保田 定	2.5%
新井 紀之	2.4%
エスアイエックス・エスアイエス	2.3%

出所：会社データよりSR社作成

（2014 年 3 月末現在）



企業概要

企業正式名称 株式会社多摩川ホールディングス	本社所在地 〒105-0013 東京都港区浜松町 1 - 6 - 1 5 浜松町プレイス 1 階
代表電話番号 03-6435-6933	上場市場 JASDAQ
設立年月日 1970 年 5 月 7 日	上場年月日 1999 年 8 月 31 日
HP http://www.tmex.co.jp/index.html	決算月 3 月
IR コンタクト	IR ページ http://www.tmex.co.jp/ir-info.html
IR メール	IR 電話



会社概要

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

SR社の現在のレポートカバレッジは次の通りです。

アートスパークホールディングス株式会社	株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス	日進工具株式会社
あい ホールディングス株式会社	コムシスホールディングス株式会社	日本駐車場開発株式会社
アクリーティブ株式会社	株式会社ザッパラス	日本エマージェンシーアシスタンス株式会社
株式会社アクセル	サトーホールディングス株式会社	株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ
アズビル株式会社	株式会社サニックス	伯東株式会社
アズワン株式会社	株式会社サンリオ	株式会社ハーツユニテッドグループ
アニコムホールディングス株式会社	Jトラスト株式会社	株式会社ハピネット
株式会社アバマンショップホールディングス	株式会社じげん	ビジョン株式会社
アンジェスMG株式会社	GCAサヴィアン株式会社	フィールズ株式会社
アンリツ株式会社	シッパヘルスケアホールディングス株式会社	株式会社フェローテック
イオンデライト株式会社	株式会社ジェイアイエヌ	フリービット株式会社
株式会社イエローハット	ジャパンベストレスキューシステム株式会社	株式会社ベネフィット・ワン
株式会社伊藤園	シンバイオ製薬株式会社	株式会社ベリテ
伊藤忠エネクス株式会社	スター・マイカ株式会社	株式会社ベルバーク
株式会社インテリジェント ウェイブ	株式会社スリー・ディー・マトリックス	松井証券株式会社
株式会社インフォマート	ソースネクスト株式会社	株式会社マックハウス
株式会社VOYAGE GROUP	株式会社ダイセキ	株式会社 三城ホールディングス
株式会社エス・エム・エス	株式会社高島屋	株式会社ミライト・ホールディングス
SBSホールディングス株式会社	タキヒヨー株式会社	株式会社メディネット
エヌ・ディ・ティ都市開発株式会社	株式会社多摩川ホールディングス	株式会社夢興ホールディングス
エレコム株式会社	株式会社チヨダ	株式会社ラウンドワン
エン・ジャパン株式会社	DIC株式会社	株式会社ラック
株式会社オンワードホールディングス	株式会社デジタルカレッジ	リゾートトラスト株式会社
株式会社ガリバーインターナショナル	株式会社TOKAIホールディングス	株式会社良品計画
キャンマークディングジャパン株式会社	株式会社ドリームインキュベータ	レーザーテック株式会社
KLab株式会社	株式会社ドンキホーテホールディングス	株式会社ワイヤレスゲート
グランディハウス株式会社	内外トラストライン株式会社	
株式会社クリーク・アンド・リバー社	ナノキャリア株式会社	
ケネディクス株式会社	長瀬産業株式会社	

※投資運用先銘柄に関するレポートをご希望の場合は、弊社にレポート作成を委託するよう

各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

ディスクレマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。

SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与える利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

<http://www.sharedresearch.jp>

Email: info@sharedresearch.jp

株式会社シェアードリサーチ
東京都文京区千駄木 3-31-12
電話番号 (03) 5834-8787