

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### 【要約】

- ✓ 株式会社市進ホールディングス(以下、同社)は、首都圏(1都4県)を中心とした関東地区で学習塾を展開する企業である。特色としては、「安心感、安定感」のある学習塾だが、その反面他の塾企業と比較して「収益性」が低かった。しかし現在の下屋社長が就任してから構造的なコスト削減策に取り組み「改革」を進め、現在では黒字体質が定着した。
- ✓ 集団授業、個別授業、映像授業の3業態を揃えているが、少子化が一段と進む中で、以前のように売上高を伸ばすことは容易ではない。同社でもこの点を認識し、今後の成長のために近年は年齢層を広げる縦展開、事業内容を他の「教える」分野に広げる横展開を着実に実行している。
- ✓ 連結営業収益は主力の(株)市進の業績が大きく低迷したことから2012年2月期から2年連続の営業赤字となったが、その後下屋社長の強いリーダーシップのもと各種の改革を実行し、2014年2月期には営業黒字に転換した。さらに2015年2月期、2016年2月期と連続して営業黒字を達成し、ようやく利益の出る体質になってきた。言い換えれば教室の統廃合や削減による改革は終了し、今後は売上高を増やして利益を出す攻めの経営を行う局面に入ってきた。
- ✓ 再び成長路線に転じるがそのエンジンとなるのは主力の市進学院での出店とM&Aだ。市進学院は最低でも今期10教室、来期は10~15教室を計画しており、2~3年後の売上増に大きく寄与するだろう。M&Aについても複数案件を検討中のようで、今後の同社の動向には注目する必要がある。

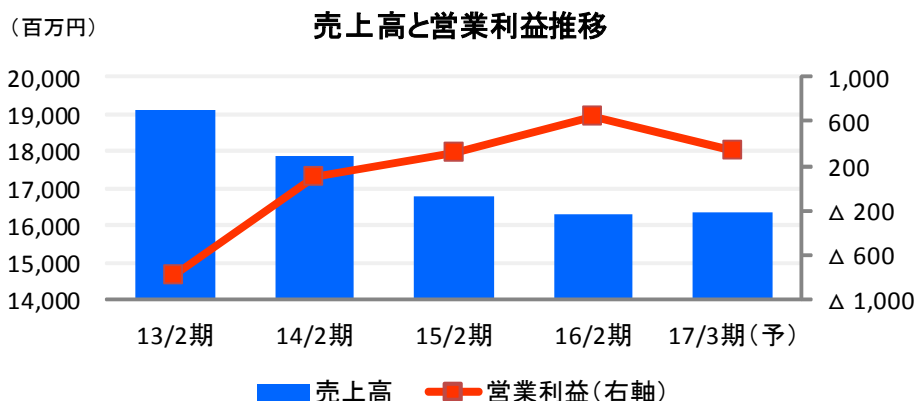
(株式会社ジーキューブ アナリスト 寺島 昇)

### － 連結業績推移 －

決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	経常利益 (百万円)	当期利益 (百万円)	配当 (円)
2013年2月期	19,139	△ 780	△ 785	△ 1,577	10.0
2014年2月期	17,858	101	84	△ 737	10.0
2015年2月期	16,771	315	282	△ 1,053	10.0
2016年2月期	16,321	649	623	242	10.0
2017年2月期(予)	16,355	338	305	113	10.0

\*予想は会社予想。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)



## 沿革

1965年、初代社長である梅田威男氏が前身の「真間進学会」を創業し、中学・高校受験指導の事業を開始した。その後、1970年12月に「市川進学教室」と改称し、1975年6月に「(株)市川進学教室」を設立。1979年2月には現役高校生を対象とした「市進予備校」を創設し、現在の事業基盤を確立した。1984年10月には「(株)市進」に商号変更し、併せて「市川進学教室」を「市進学院」に名称変更した。

さらに業容拡大を目的に、1992年3月首都圏広域展開のために小中生指導の市進学院、高校生指導の市進予備校の各教育本部を文京区本郷に移転した。また、1995年3月には家庭教師派遣を行う「市進チューターバンク(ITB)」を設置し、家庭教師派遣業を開始、また1998年10月には「個太郎塾」を開塾し、個別指導分野に参入。その後、1999年5月に個別指導教育を主力とする「(株)個学舎」を設立し、同年9月にはITBおよび個太郎塾を「(株)個学舎」に営業譲渡した。

またこの間、1996年7月に株式の店頭公開(日本証券業協会)を行い、2004年12月にはジャスダック証券取引所に株式を上場した。

2006年には(株)個学舎にて、「個太郎塾」のフランチャイズ事業を開始、同年市進予備校にて映像事業「市進ウイングネット」を制作し、市進予備校の高校生に配信を始めた。また2007年には市進ウイングネットを地方の塾、予備校に向けて外部販売を開始した。2008年にはZ会グループと業務資本提携、(株)ウィザスと業務提携し相互コンテンツの利用を開始した。2010年には、グループ経営機能とコーポレートガバナンスの強化、意思決定の迅速化のためにホールディングス(持株会社)体制に移行した。また同年9月には、(株)学研ホールディングスと「業務提携に向けた協議を開始する」と発表し、その後2011年11月には正式に業務・資本提携契約を締結した。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

2011年初には、持株会社の「市進ホールディングス」と「市進」「個学舎」「市進ウイングネット」「ジャパンライム」「市進総合研究所」「友進」の6つの事業会社で市進教育グループを構成していたが、同年に入ってからさらなる事業の垂直・水平展開を進めるために新会社設立やM&Aを積極的に行い、2012年6月には上記の6事業会社に加えて、「江戸カルチャーセンター」、「市進アシスト」、「友友ビレッジ」(友進の子会社)を子会社化、さらに同年には「茨進」がグループに加わった。2013年には香港に海外現地法人「香港市進有限公司」を設立。株式会社学研塾ホールディングスとの共同出資により、学童・幼児保育事業を行う「株式会社GIビレッジ」を設立。2014年には株式会社学究社と業務提携を発表、2015年には民間学童「ナナカラ」をオープンした。また2016年春にはインドに市進学院グルガオン教室を開校している。

### <沿革表>

- 1965年 前身「真間進学会」を千葉県市川市に設立
- 1975年 株式会社市川進学教室設立
- 1979年 現役高校生を対象とした「市進予備校」を開校
- 1984年 「株式会社市進」に改称。市川進学教室は「市進学院」に改称
- 1985年 市進出版の名称で「高校受験ガイド」を発売
- 1986年 教材の印刷・配送、施設管理を主業務とする「株式会社友進」を設立
- 1989年 千葉県以外の拠点展開開始
- 1995年 市進チューターバンクを開校し、家庭教師派遣業を開始
- 1996年 株式を店頭公開
- 1998年 個太郎塾を開校し、個別指導分野に参入
- 1999年 株式会社個学舎を設立
- 2006年 株式会社個学舎にて、個太郎塾フランチャイズ事業開始  
市進予備校にて、映像授業「市進ウイングネット」を開始
- 2007年 市進ウイングネットの外部販売を開始
- 2008年 Z会グループと業務資本提携、株式会社ウィザスと業務提携
- 2010年 持株会社制(ホールディングス化)に移行、ジャパンライム株式会社を子会社化  
株式会社学研ホールディングスと業務提携に向けた協議を開始
- 2011年 株式会社市進アシストを設立、障害者の雇用促進を開始  
株式会社江戸カルチャーセンターの全株式を取得し外国人向け日本語教育を開始  
桐杏学園の全株式を取得  
株式会社友友ビレッジ(2012年4月に楽ちん(株)より社名変更)の全株式を取得し、  
高齢者向け在宅サービス事業を開始  
株式会社学研ホールディングスと業務・資本提携を発表

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

- 2012年 桐杏学園の幼児教育部門を(株)市進総合研究所、個別指導部門を(株)個学舎に吸収  
「茨城進学ゼミナール」「いばしん個別指導学院」の運営を行う  
株式会社茨進(茨進グループ(株)より社名変更)の全株式を取得し子会社化
- 2013年 香港に海外現地法人「香港市進有限公司」を設立  
株式会社学研ホールディングスとの共同出資により、学童・幼児保育事業を行う「株式会社  
Giベレッジ」を設立(持分法適用会社、当社 50%出資)
- 2014年 インドに海外現地法人「市進インド」を設立
- 2015年 市進ホールディングスが民間学童「ナナカラ」をオープン  
市進ホールディングスが50周年を迎える  
(株)桐杏学園を(株)市進に吸収合併  
(株)アンドゥを市進ホールディングスが完全子会社化
- 2016年 インドに市進学院グルガオン教室が開校  
市進インドが非連結子会社から 100%連結子会社に  
(株)まなびソリューションズを設立  
市進ホールディングスが東アジア語文文化学校を子会社化

### 事業の概要

前述のように、同社は首都圏(1都4県)で塾を展開しているが、比較的強いエリアは、千葉県がトップで以下、東京都、茨城県と続く。どちらかと言えば埼玉県、神奈川県は後発でもあり弱い。関東においては茨城県も手薄であったが、上記のように(株)茨進の買収により、現在では同県での地盤も強化しており東関東地域での地盤を磐石なものにしつつある。

塾事業においては以下のような数種類の業態を持っている。以前は小学生低学年から高校生までを主な対象としていたが、桐杏学園の買収により対象は幼児まで広がった。加えてここ数年間のM&Aにより、「塾事業以外」への展開(所謂、横展開)も進んでいる。

### ＜グループ企業＞

#### (市進ホールディングス)

持株会社。グループ全体の経営戦略策定や予算統括を行う。各事業会社が営業に専念し、十分に力を発揮出来るようバックアップを行う。海外事業、学童保育、研修開発企画等の新規開発商品も手がけている。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### (市進)

小学生・中学生・高校生を対象に「市進学院」「市進予備校」のブランドで、進学塾、進学予備校を1都3県（千葉県・東京都・埼玉県・神奈川県）に展開。個別指導塾の個太郎塾をグループ内FCとして運営している。また、「桐杏学園」のブランドで、幼稚園・小学校受験、幼児教育を運営している。

### (個学舎)

小学校1年生から高校卒業生までを対象にした個別指導塾「個太郎塾」の運営、および家庭教師派遣「プロ家庭教師ウイング」や医学部受験プロ指導塾「ハイパーウイング」を運営している。また、全国に向け個太郎塾のFC事業を展開している。

### (茨進)

茨城県を地盤に「茨進ゼミナール」「いばしん個別指導学院」の運営を行っている。2012年3月全株式取得。県内の圧倒的な高校合格実績に加え、中学受験においても公立中高一貫校の合格実績を始めとした地域一番塾の地位を確立している。

### (ウイングネット)

映像授業の配信事業を展開。「ウイングネット」「ベーシックウイング」などの映像コンテンツを全国の塾・予備校・教育機関へ配信。

### (アンドウ)

千葉県房総地区を中心とした「アンドウ塾」などの運営

### (まなびソリューションズ)

勉強ジム「MANA」の運営とフランチャイズ事業

### (ジャパンライム)

教育・医療などをマーケットにしたコンテンツの制作販売から法人を対象とした映像ビジネスまで、幅広いフィールドで事業を展開している。

### (江戸カルチャーセンター)

外国人向け日本語教室の運営。将来の海外展開のための布石でもある。2011年9月全株式を取得。日本語教育に加え、国際的視点で日本文化・日本社会を学べるなど、質の高いプログラムを提供している。

# 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

## (市進インディア)

インドにおける学習塾等の運営。

## (市進ケアサービス)

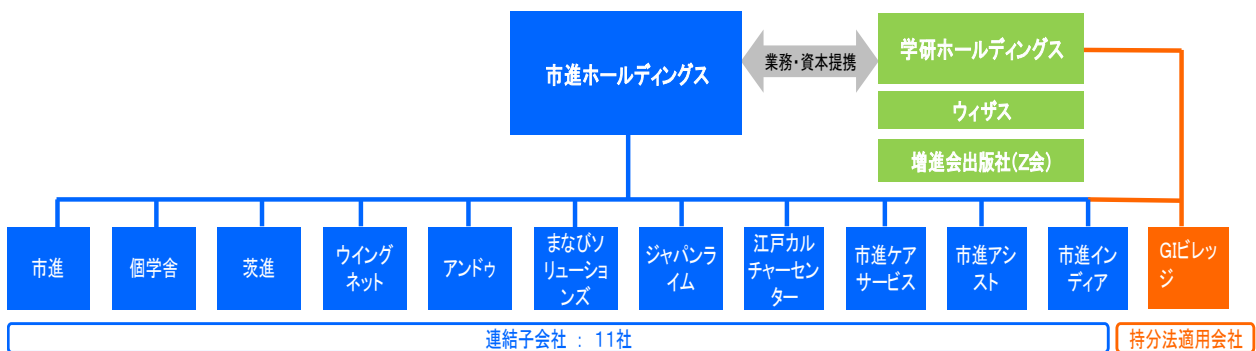
市進グループの介護事業部門。高齢者向け住宅サービス事業「友友ビレッジ」(羽村・昭島)を運営。2013年に自社ビルを活用したデイサービス「ココファン川越」を開設した

## (市進アシスト)

「障がい者の雇用の促進等に関する法律」に基づく特例子会社。事務代行業務などを行う。2011年6月設立。障がい者雇用促進により地域社会に貢献している。

## (GIビレッジ)

幼少一貫教育託児施設「clan tete(クランテテ)」の運営・管理を行っている。学研グループと共同出資の持分法適用会社。同社の出資比率は現在 50%。



## < 塾事業における主な業態 >

主力の塾事業では以下のような業態(ブランド)を持っている。なお茨進においては、知名度が高いので旧市進学院教室も含めて既存ブランド(茨進ゼミナール、いばしん個別指導学院、茨進ハイスクール等)を使用している。

## (市進学院)

同社の主力教室。集団授業を中心に行っている。小学校1年生から高校3年生までのクラスがあるが、メインは小3~中3で、高校生は映像授業が中心である。

## (市進予備校)

高校生を対象とした予備校。主に映像および集団で授業を行っている。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### (個太郎塾)

1対1または1対2の個別授業を行っている。直営に加えてフランチャイズでも事業展開している。

### (プロ家庭教師ウイング)

家庭教師の派遣事業。

### (ハイパーウイング)

医学部・難関大専門の受験プロ指導塾

### (ウイングネット)

市進予備校から分離したもので、市進学院または市進予備校のブースを使って映像で授業を行うもの。また映像の外部販売も行っている。視聴したい時に授業が受講できる、レベルを細かく対応出来るなどの利点から、近年では高校生は映像授業が増加傾向にある。

主要業態の拠点数推移は下表のようになっている。

### 拠点数推移

		14/2末	15/2末	16/2末
集団	市進学院	124	124	116
	市進予備校	17	14	9
	幼児教育	10	11	12
	茨進(集団)	65	65	67
	日本語学校	1	1	1
個別	個別授業	286	294	274
拠点数合計		503	509	479

利益率は受験学年や非受験学年、形態によって異なり、相対的に受験学年、集団授業・映像授業は利益率が高く、非受験学年、個別授業が低い。

また指導形態別の生徒数推移は下表のようになっている。業界全体では個別指導が増加する一方で集団指導の比率が低下する傾向にあるが、同社も例外ではない。同社では2012年度から教室の効率化・統廃合(スクラップ&ビルド)を進めてきたが、それもようやく終焉を迎えつつあり、その結果として2015年度(2016年2月期)には集団事業、個別指導の生徒数ともに増加に転じている。

# 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

## 生徒数の推移

(生徒数、10月時点)		2013年度	2014年度	2015年度
幼児	集団	322	339	439
	個別	0	0	0
	映像	0	0	0
小学生	集団	9,001	8,684	8,868
	個別	2,779	2,775	2,925
	映像	98	63	486
中学生	集団	11,555	11,154	11,315
	個別	7,003	6,873	6,967
	映像	3,059	1,648	4,103
高校生	集団	2,835	2,503	2,309
	個別	4,275	4,199	4,002
	映像	6,738	6,097	5,887
その他	集団	209	300	346
	個別	0	45	65
	映像	0	6	3
合計	集団	23,922	22,980	23,295
	個別	14,039	13,892	13,959
	映像	9,895	7,814	10,479
総合計		47,856	44,686	47,733

## 業績動向

### <2016年2月期>

#### (損益状況)

(百万円、%)	15/2期			16/2期		
	金額	構成比	前期比	金額	構成比	前期比
売上高	16,771	100.0	△ 6.1	16,321	100.0	△ 2.7
売上総利益	2,647	15.8	△ 2.5	2,963	18.2	11.9
販管費	2,332	13.9	△ 10.8	2,313	14.2	△ 0.8
営業利益	315	1.9	211.9	649	4.0	106.3
経常利益	282	1.7	235.7	623	3.8	120.6
当期純利益	△ 1,053	-	-	242	1.5	-

2016年2月期の業績は上表のようになったが、拠点のリストラ(統廃合)により売上高が減少するなかで営業利益は649百万円(前期比209.6%増)と3年連続の黒字となった。言うまでもなく過去数年間に実施してきた教室の出店・配置見直しや経費削減策などの「改革の効果」が出たためである。



## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### 業態別売上高および生徒数の推移

(百万円、%)	14/2期	15/2期	16/2期	
			金額	増減率
売上高	17,858	16,771	16,321	△ 2.7
(総生徒数)	47,856	44,686	47,733	6.8
集団	11,333	10,571	10,207	△ 3.4
(生徒数)	23,922	22,980	23,295	1.4
個別	4,156	3,965	3,870	△ 2.4
(生徒数)	14,039	13,892	13,959	0.5
映像	2,028	1,883	1,918	1.9
(生徒数)	9,895	7,814	10,479	34.1
その他	341	350	325	△ 7.1

グループ全体の生徒数は上表のように2015年10月現在で47,733名と前年同期に比べて3,047名各業態において増加した。但し売上高は集団授業、および個別授業で減少しているが、これは新規にオープンした教室は受験学年の生徒数が少ないために、最初の2~3年は売上高が比較的少ないためであり、「想定内の数値である」と会社側は述べている。個別授業では、FC化を進めているため売上高が減少するのは想定内であった。映像授業は生徒数、売上高ともに順調に増加した。その他は、市進ケアサービス、教材販売などの売上。

一方コスト面では、改革計画の推進等により売上原価率は81.8%(前期84.2%)へ低下、さらに販管費を2,313百万円(前期比0.8%減)に抑えたことから営業利益は649百万円(同106.3%増)と大幅増益となった。

主要経費は下表のようになったが、すべての費用項目が前期比で減少した。教材・印刷費は一部の教材を内製から外注に切り替えたこと、情報発信を紙媒体からホームページ上での発信に切り替えたこと等で費用を節減した。広告宣伝費においても、顧客が活用し易いように重点をチラシ広告からホームページでの案内にシフトした。施設費は教室の統廃合や賃借料の見直しを行い、前期比で減少となった。人件費については、諸業務の効率化や人員配置の見直しに加えて前々期に実施した希望退職の効果が通年で寄与した。

(百万円、%)	15/2期			16/2期		
	金額	売上比	前期比	金額	売上比	前期比
教材・印刷費	592	3.5	△ 31.3	543	3.3	△ 8.3
広告宣伝費	608	3.6	△ 16.0	599	3.7	△ 1.5
人件費	9,246	55.1	△ 8.3	8,760	53.7	△ 5.3
施設費(賃借料)	2,921	17.4	△ 6.3	2,696	16.5	△ 7.7
合計	13,370	79.7	△ 9.6	12,600	77.2	△ 5.8

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### (財政状況)

2016年2月末の財政状況は下表のようになった。資産合計は10,586百万円(前期末比1,042百万円減)となったが、主な要因は有形固定資産の減少142百万円、投資その他資産の減少359百万円の減少等。流動資産は2,812百万円(同413百万円減)となったが、主に現預金の減少204百万円による。

負債合計は8,855百万円(同1,102百万円減)となったが、主な要因は短期借入金(1年以内返済の長期借入金含む)の減少286百万円、長期借入金の減少175百万円など。純資産は1,730百万円(同60百万円増)となったが、主に当期純利益を計上したことによる利益剰余金の増加100百万円による。

(百万円、%)	15/2期末	16/2期末	増減額
流動資産	3,225	2,812	△ 413
現預金	1,638	1,434	△ 204
固定資産	8,394	7,768	△ 626
有形固定資産	4,121	3,979	△ 142
無形固定資産	922	796	△ 126
投資その他資産	3,351	2,992	△ 359
資産合計	11,628	10,586	△ 1,042
流動負債	4,851	4,088	△ 763
短期借入金	2,035	1,749	△ 286
固定負債	5,106	4,766	△ 340
長期借入金	3,112	2,937	△ 175
負債合計	9,957	8,855	△ 1,102
純資産合計	1,670	1,730	60

### (キャッシュフローの状況)

(百万円)	15/2期	16/2期
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,109	873
投資活動によるキャッシュ・フロー	△ 424	△ 145
財務活動によるキャッシュ・フロー	△ 617	△ 884
現金および現金同等物の増減	67	△ 143
現金および現金同等物の期末残高	888	744

同社の2016年2月期のキャッシュフローは上表のようであった。営業活動によるキャッシュフローは873百万円の収入となった。主な収入は税金等調整前当期純利益377百万円、減価償却費604百万円であったが、一方で主な支出は未払金の減少294百万円等であった。投資活動によるキャッシュフローは145百万円の支出となったが、主な支出は有形固定資産の取得275百万円、映像コンテンツの制作126百万円、主な収入は敷金および保証金の回収367百万円などであった。財務活動によるキャッシュフローは884百

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

万円の支出となったが、主な支出は短期借入金の減少 280 百万円、長期借入金の返済(ネット)による減少 207 百万円であった。

この結果、2016年2月期の現金および現金同等物は143百万円の減少となり、期末残高は744百万円となった。

### <今期の見通し>

#### (損益状況)

(百万円、%)	16/2期			17/2期(予)		
	金額	構成比	前期比	金額	構成比	前期比
売上高	16,321	100.0	△ 2.7	16,355	100.2	0.2
営業利益	649	4.0	106.3	338	2.1	△ 47.6
経常利益	623	3.8	120.6	305	1.9	△ 51.3
当期純利益	242	1.5	-	113	0.7	△ 53.6

会社側では今期(2017年2月期)の業績を上表のように予想している。新規教室は現時点では市進学院10教室(撤退なし)、個太郎塾6教室(撤退2教室)、ナナカラ1教室(既に開校済み)を出店している。主力の市進学院で10教室増加する一方で撤退がゼロであることから、新規教室分はそのまま売上高に寄与するはずで、既存教室の生徒数(売上高)が現状維持と仮定すればこの会社予想売上高はかなり控えめと言えるだろう。

主要4大経費を中心としたコスト削減は今期も継続する計画だが、既に経費削減をかなり進めてきていることから過去数年間に比べてその削減効果は低くなると見ている。加えて今期は教室のリニューアルなどにコストをかける計画である。会社側は、「以前から多くの教室でエアコンの取替えを含めた諸々のリニューアルを行いたかったが、昨年度までは営業キャッシュフローが十分でなかったため、このようなリニューアルを積極的に行うことが出来なかった。しかし既に黒字体質が定着してきたので、新設教室の展開も含め、このような前向きな投資も積極的に行うと述べている。

そのため営業利益以下は前期比で減益を予想しているが、前向きな投資によるものであり一定の評価は出来るだろう。また記述のように売上高予想がやや控えめと思われることから、売上高が予想を上回れば、既存教室リニューアルの投資等を行っても前期並みの利益を維持する可能性もありそうだ。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### 今後の展望

少子高齢化が進む中、学習塾業界は厳しい競争にさらされてきたが、同社も例外ではなく、グループの中核である市進の業績は一時期大きく低迷した。そのような環境下で、現在の下屋社長が就任した2012年2月期以降、同社では下屋社長のリーダーシップの下に会社全体の収益力を高めるための「改革」を積極的に実行してきた。その改革路線を要約すると以下の3つのステップに分けられる。

- ➡ 市進の立て直し : 主力である市進の黒字化を定着させる
- ➡ 成長路線への復活 : 再び増収・増益路線に入る
- ➡ 横展開の収穫期 : 塾以外の子会社群の収益寄与

#### <市進の立て直し:改革は終了した>

この「既存事業の立て直し」とは、言うまでもなく同社グループの中核である市進の黒字化であった。この目標に対して下屋社長は、「要因は明白であり、これを徹底的に改善していく事で黒字化は可能だ」と述べて改革を進めてきた。下屋社長が指摘した主要因(改善策)とは、1. 出店政策の見直し、2. 人件費を中心とした経費率の改善だが、これらの施策は過去5年間で確実に遂行され、市進の立て直し(改革)は終了したと言える。

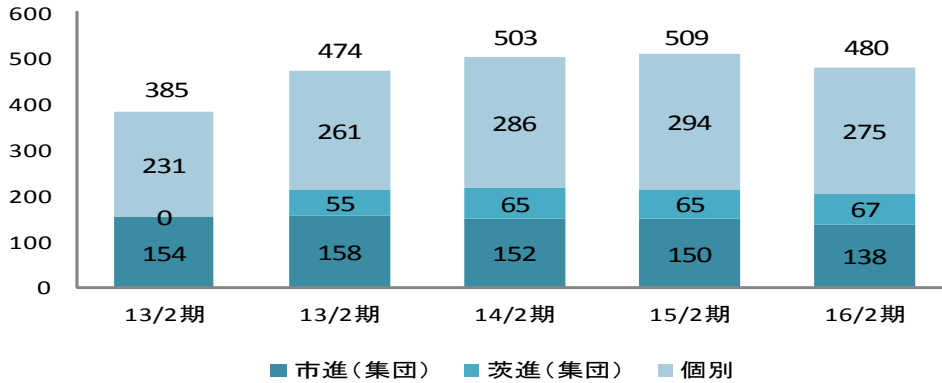
#### (出店政策の見直し)

同社ではかつて「首都圏制覇」を掲げて、神奈川県や埼玉県にも学習塾の拠点展開を行ってきたが、これらの地域では競争が激しく同社の知名度も相対的に低いため、結果としてこれら地域の新規教室では思うほど集客が出来ずに不効率な出店が続いた。これが市進の業績の足を引っ張ってきたひとつの要因だが、下屋社長は「首都圏制覇など聞こえは良いが、実際には困難な要因が多く、今後は確実に足を地につけた出店を行っていく。特に地元である千葉県にはまだまだ出店余地があるので、強固たる地元への原点回帰を徹底する」との方針を打ち出した。

この方針に基づき、同社では積極的に拠点(教室)のスクラップ&ビルドを進めてきた。同社が弱いとされる地域(神奈川県や東京西部地区、埼玉県など)では不採算店の統廃合を進め、その一方で新規出店は同社の知名度が高い千葉県および東京都東部で集中的に行ってきた。また効率の悪い一部の教室は、集団授業から個別指導への業態変更を進めた。これによって集客を大きく落とすことなく人件費(講師コスト)削減を進めることが出来たのである。つまり生徒からの評判を落とすことなく教室の効率化を進められたのである。しかし業態変更をして1~2年経っても不採算な教室は、最終的に閉鎖する、つまり、不採算・不効率な教室であっても、いきなり閉鎖はせず、段階を踏んでスクラップ化を進めてきたことで、売上高の急激な減少、キャッシュフローの枯渇を避けることが出来たのである。

# 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

拠点数推移

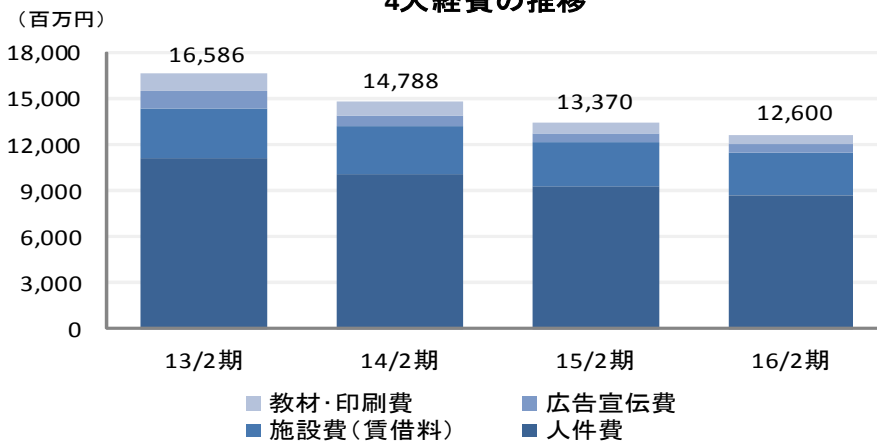


## (経費率の改善)

同社が営業赤字に転落したのは、売上高が伸び悩んだこともひとつの要因だが、一方で経費、特に福利厚生費を含めた人件費(率)が高かったことが大きな要因である。会社側によれば、同業他社の人件費率平均は45~50%であるのに対して、同社の人件費率は58%と高かった。この高い人件費によって社員の離職率は低く、生徒や父兄からは「安定感と安心感」のある学習塾との高い評価を得ていたのも事実であるが、収益が赤字に転落してしまった以上、聖域とも言える人件費カットも大きな経営課題であった。

会社側もこの点は十分に認識しており、下屋社長は3年前から「もはや人件費を中心とした経費削減は待たない。すべての社員、あらゆる部門に痛みを分かち合ってもらおう」と述べ、人員配置の見直しや単位当たり単価カットによる総人件費削減、拠点の統廃合や出店政策の見直しによる賃借料の改善、一段と踏み込んだ広告費のカット、さらなる効率化による教材・印刷費の削減などを進めた。さらに前々期(2014年2月期)には、「希望退職募集」を断行し、大幅な人件費削減に取り組んだ。この結果、人件費を含めた4大経費は過去5年間で下図のように大きく減少し黒字体質が定着してきた。

4大経費の推移



本レポートは、当該企業に対する情報提供及び理解促進のサポートを目的としたものであり、投資勧誘・推奨・助言を意図するものではありません。また、本レポートに記載されている情報及び見解は、当該企業が公表されたデータに基づいて作成したものです。但し、本レポートの内容は、全て作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。また、当該情報や見解の正確性、完全性もしくは妥当性について、株式会社ジーキューブ(以下「ジーキューブ」といいます。)が保証するものではなく、何ら責任を負うものではありません。投資にあたっての最終決断は、投資者ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。なお、本レポートに関する一切の権利は、ジーキューブに帰属しますので、許可なく複製・転写・引用等を行うことを禁じます。 Copyright(C) G-Cube Co.,Ltd All Rights Reserved.

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### (第一ステップは終了:次のステップへ)

以上のように同社は過去4年間、主力の市進の建て直し(改革＝黒字化定着)に積極的に取り組んできたが、その成果は着実に出ている。過去3年連続で営業黒字を達成し、完全に黒字体質が定着したと言える。このような視点から、同社の改革第一ステップ(市進の建て直し)は完了したと言え、会社もそれを宣言している。今後は以下のような第二ステップ(成長路線への復活戦略)が重要施策となってくる。

### <改革は第二ステップへ:成長路線への復活>

#### (再び成長路線へ)

営利企業、特に上場企業の最大の目的は利益計上による企業価値の向上である。しかし一方で、赤字計上が続けばキャッシュフローが枯渇し、会社存続の危機に陥ることになるので、赤字に陥った企業が第一にすべきことは「出血を止める」こと、すなわち赤字体質から脱却し黒字化を定着させることである。但し、黒字化すればどのようなレベルでもよいわけではなく、少なくとも株主への「安定的な配当」プラス最低限の「内部留保」を確保出来る利益水準を維持する必要がある。

上記のように下屋社長就任以来、同社は積極的な改革(合理化)を進め、営業損益の黒字化は定着したと言えるが、その水準はまだ低い。例えば今期の予想当期純利益は113百万円であり、年間10円配当を実施すれば消えてしまうレベルの利益である。もちろん減価償却費等があるので、キャッシュフローとしては賄えるが、会計上は決して安定配当を行うには十分な利益水準とは言えず、今後はさらなる利益成長が求められる。

このような視点から、同社の改革路線は、既に第二ステップ(成長路線への復活)に入るべきであるが、会社もこの点を十分に認識しており、「今期以降は売上高を取りに行く」、つまりトップラインを成長させることを宣言している。この言葉を信じるならば、売上高は前期がボトムであり少なくとも今期からは成長(増収、増益)路線に戻るはずである。

#### (成長のための投資拡大へ)

現在のように少子化が進み競争が激しい時代では既存店の上伸を期待するのは現実的ではないだろう。売上高を伸ばすためには、やはり新規教室の開店が必要となる。当然、以前のように関東圏どこでもというわけにはいかず、同社が強い地域に重点を置くことになるが、同社によればまだまだ出店余地はあるとのことである。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

既述のように今期から同社は成長路線に舵を切り、主力の市進学院では今期 10 教室を新たに出す一方で撤退はゼロの予定である。また来期にも、まだ未開拓である内房・外房地域を含めて 10~15 教室の新規オープンを計画している。これらの新規教室は、当初は受験生徒数が少ないため、オープンから 1~2 年は売上高の寄与は少ないが、少なくとも 3 年後にはフルに売上高に寄与するはずである。

また今期以降は既存教室へのリニューアル投資も積極的に行う計画だ。塾会社の最大の評価はもちろん合格実績であるが、実際はそれ以外の要素、例えば交通の便が良い、教室の環境(エアコン等)が良いなどによっても評価(受講生数)は変わってくる。したがって同社としても以前からこのような既存教室へのリニューアル投資を行いたいとの考えはあったが、いかんせん本業が赤字であったことから十分なキャッシュフローを得られずこのような投資を実行出来なかった。しかし既に縮小均衡の改革は終了し黒字体質が定着したとの判断から、今後はこのような既存教室への投資も加速する。これらの投資は経費として処理されるため、表面上は利益圧迫要因となるが長期的視点からは必要不可欠な投資であり、その成果はじわり、じわりと出てくるはずである。

### (あとは結果だけ)

以上のように同社の改革は既に第二ステップへ入ったが、あとは結果を出すことだ。今期(2017年2月期)は投資先行となるので記述のようにそれほど大きな結果(利益成長)は出ないだろう。同社が本格的に成長路線に戻ったかどうかを判断するのは少なくとも来期以降になるが、現在の方針を貫くのであれば、その結果が楽しみである。

### (第三ステップ:塾以外の子会社群の収益寄与)

上記のように同社の改革第一ステップは前期で終了し、今期以降は改革路線の第二ステップに入っていると言えるが、少し早い話だが、さらにその先には第三ステップが待っている。これは今までにコツコツと種を蒔いてきた「塾以外の子会社群」の収益化だ。

既述のように同社は塾および塾関連事業以外にも以下のような子会社群を有し、「教える」という基本方針に沿いながら業態の横展開を進めている。一段と少子化が予想される塾業界の中で、このような横展開を行うことは長期的な戦略として評価は出来る。蒔かない種は絶対に実らないが、蒔いた種が必ずしも実るとは限らない。いずれは、これらの子会社群を収益化させることが命題のひとつであり、それを実現させることが「改革の第三ステップ」だ。その意味では、同社の改革路線の先はまだまだ長い。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### まとめ

市進HDは千葉県を中心とした首都圏で学習塾を展開する企業であるが、その特色は「安定感、安心感」のある塾である一方で、利益率の低い会社であった。特に2012年2月期、2013年3月期には2期連続して営業赤字に転落した。持株会社移行後に現在の下屋社長が就任すると、少子化による市場の縮小の壁を乗り越え、継続企業としての基礎作りを重視して、まずは黒字転換・定着を大命題に掲げ積極的な改革路線(リストラ戦略)を推進してきた。その結果、2014年2月期から営業損益で黒字転換し、前期(2016年2月期)まで3期連続で営業黒字を達成した。

しかし同社の改革路線の先はまだまだ長い。コスト削減を中心とした黒字化定着(第一ステップ)は終了したと言えるが、投資家は再び同社が成長路線に復活すること(第二ステップ)を期待しており、その結果が明確に出るのは来期になるだろう。さらにその先には第三ステップ(子会社群の収益化)が待っている。その意味で長い道のりではあるが、下屋社長のリーダーシップの下、今後数年で同社がさらにどう変わっていくのかおおいに注目する必要がある楽しみでもある。