

企業名：山九株式会社

レポート名：「山九株式会社 統合報告書 2025」

1. この会社が目指す姿が理解できるか（将来）

結論、理念・方向性は理解できる。ただし「どの事業で誰にどう勝ちに行くか」という収益モデルの将来像としての解像度は低い。

パーパス「心に『Thank you』を、世界の産業に山九を」から Vision 2030「人・社会・環境への感謝を事業で実現する人間力企業」、そして4つの基本戦略へと続く階層構造は首尾一貫しており、方向性の理解は容易である。特に2023～2026年度を「変革期（1st Stage）」、2027～2030年度を「戦略加速・成果最大化（2nd Stage）」と明確に時間軸で区切った点は、ステークホルダーが進捗を評価しやすい開示として評価できる。

しかし、重要な問いが残る。現在の収益構造を見ると、物流事業（売上2,956億円、営業利益率3.3%）と機工事業（売上2,833億円、営業利益率11.3%）は売上規模がほぼ同じだが、営業利益の約73%を機工が稼いでいる。既に「稼ぐ会社は機工、規模を担う会社は物流」という実態がある中で、Vision 2030で描かれる社会インフラ・カーボンニュートラル・海外展開はいずれも機工の延長線上にある。物流事業を長期的にどう位置付けるか、最終的にどちらをコア事業とするかが明示されておらず、「ビジネスモデルの将来像」としての具体性は不足している。

2. この会社の競争優位性が理解できるか（現在）

結論、理解できる。競争優位の本質は「スイッチングコストと参入障壁が同時に高い市場の占有」であり、財務データがその実態を裏付けている。

【スイッチングコストと参入障壁】

東日本製鉄所君津地区に社員・協力会社合わせて約3,000名が常駐する体制は、顧客にとって事実上切り替え不可能な状態を作り出す。作業品質の継続性、引継ぎリスク、設備停止リスクがすべて切り替えを抑止する。これが1918年から続く日本製鉄との取引関係の実態であり、「信頼」だけでなく「構造的な粘着性」が維持の根拠である。

参入障壁については、機工事業に必要なスキルの習得に5～10年を要するという事実が決定的である。鉄鋼・石油化学プラントの保全技術は現場経験でしか得られず、山九が国内外5拠点の研修施設で数十年にわたり蓄積した教育体制は、新規参入者が短期間では複製できない。

【財務データによる検証】

上記の競争優位は収益性に現れている。業界平均の営業利益率4～6%（国内倉庫・総合物流8社比較）に対し山九は7.2%を達成している。競合が多数いて価格競争が激しければ業界平均を恒常的に上回るマージンは維持できない。山九が上回れているのは、スイッチン

グコストと参入障壁によって「値下げしなくても選ばれ続ける」市場を持つからである。

指標	2019年3月(ピーク)	2023年3月	2024年3月	2025年3月
純利益率	4.8%	4.3%	4.3%	5.1%
総資産回転率	1.40回	1.20回	1.12回	1.11回
財務レバレッジ	2.09倍	1.79倍	1.79倍	1.86倍
ROE	14.0%	9.7%	8.8%	10.7%

ROE デュポン分解から、現在の ROE 改善は主に純利益率の回復が牽引していることがわかる。一方で総資産回転率は 2019 年の 1.40 回から 2025 年の 1.11 回まで一貫して低下しており、これは倉庫・研修施設・海外拠点への投資拡大に伴う資産増加の反映である。純利益率は改善中だが、次の課題は資産効率の改善である。

【強みの裏にある構造的弱点】

1 人当たり営業利益は約 148 万円/年（営業利益 43,945 百万円÷29,614 人）で、港湾特化の上組（約 800 万円）と比べて 5 分の 1 以下である。これは非効率ではなく「多数の人を動かして価値を生む」モデルの特性上、一人当たりの稼ぎが低くなる構造的な帰結である。裏を返せば、DX や自動化によって一人当たり生産性を引き上げる余地が極めて大きいことを意味する。

3. その競争優位性に持続性があるかどうか理解できるか（変化）

結論、基盤の持続性は高いが、2 つの構造的逆風が「かつての強み」を「重荷」へと転換させるリスクを内包している。

【持続性の根拠：PBR と無形資産】

PBR の推移が持続性の評価に有効である。2022/3 期に PBR が 0.95 倍まで下落した。これは市場が純資産すら過大評価と判断した瞬間であり、当時の山九の資本収益性への懸念を示す。しかし資本政策の明確化・ROE 改善・株主還元強化（配当性向 40%、自己株式取得）を経て、2026 年現在は 1.45 倍前後まで回復している。100 年超の顧客関係、国内外 5 拠点の研修インフラ、グローバルな人材ネットワーク等が市場に評価されている価値であり、これらは ROE や PBR という財務数値には現れないが、競合他社が最も複製困難な資産である。

【リスク①：賃金インフレによるコスト構造の悪化】

売上高販管費率は 2019 年の 3.65%から 2025 年には 4.90%まで上昇し続けている。山九のコスト構造の中心は人件費であり、「多数の人を動かすモデル」は日本全体の賃上げ圧力を直接受ける。これまでは顧客への適正単価収受で一定程度転嫁してきたが、その余地には限界がある。人件費上昇を DX・自動化による生産性向上で相殺できなければ、業界平均を上回るマージンは維持できなくなる。これは物流・機工ともに共通する最大の構造的リスクである。

【リスク②：主要顧客の長期的生産縮小】

山九の収益基盤の中心は鉄鋼・石油化学である。日本の粗鋼生産量は長期逡減トレンドにあり、主要顧客そのものの生産規模が縮小すれば、スイッチングコストがどれほど高くても発注量は自然減する。既存顧客の縮小速度と、社会インフラ・カーボンニュートラル・海外新領域の収益化速度、どちらが速いかが持続性を左右する最大の変数である。2025 年 3 月期時点では新領域の収益貢献はまだ極めて限定的であり、この競争は続いている。

4. この会社で自身の人的資本の価値向上を達成できると思うか

結論、達成できると思う。ただし「機工事業でキャリアを積む」という条件が前提となる。事業・職種によって得られる人的資本の質は大きく異なる。

山九の人材投資は規模・体系ともに本物である。300 億円規模の人財投資、国内外 6 拠点の研修施設、DX 人材 450 名育成という目標は、言葉ではなく予算を伴っている。特に機工事業で習得できるプラント設計・施工・保全の技術は、5～10 年を要する代わりに、世界市場でも通用する希少な専門性となる。サウジアラビア・インドへの展開が加速する中で、グローバルキャリアも現実的な選択肢である。

一方で、物流事業は慎重な見方が必要である。営業利益率 3.3%という低収益事業で、かつ中期経営計画の見直し・不採算拠点の集約対象となっている。コスト削減フェーズの環境が個人の成長機会を制約する可能性は否定できない。留意点として、男女別賃金格差 65.7%は、現場作業中心という業種特性を加味しても大きく、女性のキャリア継続環境は発展途上である。ただし奨学金支援制度導入、定年 65 歳延長、エンゲージメント対話の継続など制度整備は着実に進んでいる。

5. 報告書のよかった点はどこか、どのような改善余地があるか

【よかった点】

第一に、課題を隠さない開示の誠実さである。物流事業の不振、中期計画の目標未達、中国事業の悪化を、経営陣が「反省」の言葉とともに数字付きで記載し、変革の焦点と対応策を明示した CEO・CSO・CFO の各メッセージは、投資家・採用市場の双方に対して信頼性を高める。

第二に、現場の具体性の高さである。日本製鉄との 100 年超のパートナーシップ、図面なき 70 年前の水力発電所更新工事、インドでの「山九なくして工場運営はできない」というクライアントボイスは、抽象的な「強み」の説明を生きた証拠に変えている。統合報告書が理念論に流れがちな中で、これらの特集記事は報告書全体の質を大きく引き上げている。

【改善余地】

第一に、セグメント別の資本収益性開示が欠けている。物流 3.3%・機工 11.3%という利益率の非対称性は本文中に計算できるが、それを ROIC ベースでセグメント別に開示し、「どちらにどう資本を配分するか」の経営判断の根拠を示すことが投資家には最も必要な情報である。これがなければ、事業ポートフォリオ管理への信頼を投資家が持ちにくい。

第二に、人的資本の生産性指標の開示である。「人材を最重要資本」と位置付けながら、「1人当たり売上高」や「1人当たり営業利益」というKPIが開示されていない。この数値の現状の低さは弱点ではなく、DX・自動化の余地の大きさを示す「改善余地の可視化」として積極的に開示すべきである。

第三に、新規事業の収益化ロードマップの欠如である。社会インフラ・カーボンニュートラル・海外の新領域が「いつ、どの規模で、既存事業の自然減を補えるか」を定量的に示さない限り、投資家はその将来像を資本コストに織り込めない。現時点では新領域の貢献は水力発電所1件・インド倉庫等にとどまり、見通しの開示は急務である。